

세무와회계저널
제10권 제2호 2009년 6월 pp.199~223
한국세무학회

세무상 이월결손금과 기업가치에 관한 연구*

고운성**

<요 약>

본 연구는 2000년부터 2005년까지 총 6개년 동안의 상장 비금융업체를 대상으로 세무상 이월결손금이 기업가치와 어떠한 관련성을 가지는 가를 검증함을 목적으로 진행하였다. 세무상 이월결손금은 현행 규정상 향후 발생하는 과세소득의 범위 내에서 일정기간 동안 이월공제가 가능함으로써 상당부분 세금비용 절감 효과를 얻을 수 있다. 즉 세무상 이월결손금은 세금비용 절감 효과를 가지고 있기 때문에 미래 현금 흐름의 현재가치를 증대시킬 수 있고, 그에 따라 기업가치에도 긍정적으로 작용할 수 있다. 물론 세무상 이월결손금의 존재 자체는 과거 기업의 실적이 좋지 않았음을 나타내는 지표가 되고, 그에 따라 미래 이익 및 기업가치를 측정함에 있어서 부정적인 영향을 줄 가능성이 존재한다. 따라서 이러한 대립된 효과에 대하여 투자자들은 어떻게 세무상 이월결손금의 효과를 판단할지는 실증상의 의문점이다.

실증분석 결과 첫째, 기업가치와 세무상 이월결손금은 유의한 양(+)의 관련성을 보였다. 즉 투자자들은 세무상 이월결손금을 미래 손실 가능성에 대한 정보로써 판단하기 보다는 미래 세금비용 절감효과에 대하여 보다 긍정적으로 평가하고 있는 것으로 판단된다.

둘째, 세무상 이월결손금의 미래 실현 가능성을 판단하여 그 가능성이 존재하는 경우에만 세무상 이월결손금으로 인한 이연법인세 자산을 계상할 수 있다. 따라서 세무상 이월결손금이 존재하는 기업 중에서 이연법인세 자산을 인식한 기업과 그렇지 못한 기업을 구분하여 분석을 실시하였다. 분석 결과 세무상 이월결손금과 이연법인세 자산 인식 여부의 교차변수가 기업가치와 유의한 양(+)의 관련성을 나타냈다. 즉 경영자의 판단에 따라 세무상 이월결손금의 미래 실현 가능성을 인식한 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비하여 보다 기업가치에 긍정적인 영향을 주고 있는 것으로 판단된다.

<주제어> 세무상 이월결손금, 기업가치, 이연법인세 자산

* 본 연구는 2008년도 경기대학교 학술연구비(신진연구과제) 지원에 의하여 수행되었음.

** 경기대학교 경상대학 전임강사, 016-545-8800, max0907@kyonggi.ac.kr

논문접수일 2008년 12월

게재확정일 2009년 4월

I. 서 론

본 연구는 세무상 이월결손금¹⁾이 기업가치에 어떠한 영향을 주는가를 검증하는 것을 목적으로 한다. 기업가치는 기업의 미래 현금흐름의 함수로써 미래 현금흐름 유입의 증가 혹은 유출이 감소할 가능성으로 인하여 기업의 가치는 증가할 것으로 기대될 수 있다. 그러나 기존의 선행연구들은 기업의 가치에 영향을 주는 요인들을 검증함에 있어서 기업의 과거 및 현재의 사건이 기업가치와 어떠한 관련성을 갖는지를 검증하였다. 그러나 기업의 가치를 미래 현금흐름의 현재가치라고 정의함에 있어서 기업가치에 영향을 주는 분명한 요인은 미래 현금 흐름이고, 이러한 미래 현금흐름의 변화를 가져오는 요인은 기업가치에 영향을 줄 것으로 예상된다.

현행 세법 규정상 세무상 이월결손금²⁾은 향후 발생하는 과세소득의 범위 내에서 공제 가능하므로 세무상 이월 결손금이 존재하는 기업의 경우 향후 세금비용 절감 효과가 존재하여 미래 현금흐름을 절감할 수 있음에 따라 기업가치에 긍정적인 영향력을 줄 가능성이 존재한다. 그러나 또한 기업의 세무상 결손금의 존재는 분명히 미래 이익을 예측함에 있어서 부정적인 역할을 담당할 것이다. 즉 과거의 경영 실적이 좋지 못한 기업의 경우 미래의 경영 실적 역시 좋을 것으로 기대하기 힘들고, 그에 따라 미래에도 손실 발생 가능성이 그만큼 높게 존재할 것이라고 예측할 수 있다. 따라서 기업가치에 부정적인 영향력을 줄 가능성 역시 존재한다.

세무상 이월결손금과 기업가치와의 관련성에 대하여 Amir(1999)는 세금비용절감으로 인하여 기업가치에 양(+)의 관련성을 가질 것이라는 예측을 측정효과(Measurement Effect)라고 언급하였고, 세무상 결손금으로 인한 미래 손실 가능성의 증대로 인하여 기업가치에는 음(-)의 영향을 줄 것이라는 예측은 정보효과(Information Effect)라고 언급하였다. 본 연구에서는 세무상 이월결손금과 기업가치와의 관련성을 검증함에 있어서 측정효과(Measurement Effect)와 정보효과(Information Effect)중 어떠한 효과가 존재하는가를 검증하고자 한다.

그리고 해당 효과를 검증함에 있어서 다양한 상황 설정을 통하여 연구 결과의 신뢰성을 확보하기 위하여 다음의 두 가지 측면에서 검증을 실시 하고자 한다. 첫째, 세무상 이월결손금의 미래 세금비용 절감 효과 때문에 기업가치와 양(+)의 관련성을 나타낼지 혹은 세무상 이월결손금이 미래 손실 가능성 증대에 대한 정보로 작용하여 기업가치와 음(-)의 관련성을 나타낼지를 검증하고자 한다. 둘째, 세무상 이월결손금과 기업가치와의 관련성을 검증함에 있어서 세무상 이월결손금의 세금비용

1) 세무상 결손금이란 손금의 총액이 이익의 총액을 초과하는 금액(즉 각 사업연도 소득금액이 음인 경우)을 말한다. 본 연구에서는 2000년부터 2005년까지 총 6개년도 감사보고서 주석 사항의 세무조정사항을 확인하여 각 사업연도 소득금액을 계산하여 세무상 결손금 존재 기업을 파악하였다.

2) 2008년 법인세법 개정 전에는 각 사업연도의 개시일전 5년 이내에 개시한 사업연도에서 발생한 결손금으로써 그 후의 각 사업연도의 과세표준계산에 있어서 공제되지 아니한 금액은 각 사업연도 소득금액의 범위 안에서 이를 공제할 수 있었다. 그러나 2008년 법인세법 개정으로 인하여 현행 규정은 2009.1.1 이후 개시하는 과세연도에 발생한 결손금부터 이월결손금 공제기간을 10년으로 연장하였다.(법인세법 13조 1항, 2008년 12월 26일 개정)

절감 효과에 대한 실현가능성을 인식하여 그 효과를 이연법인세 자산으로 인식한 기업과 그렇지 않은 기업 간에 세무상 이월결손금과 기업가치와의 관련성에 차이가 존재하는가를 검증하고자 한다.

또한 세무상 이월결손금은 기업의 경영의사결정에도 매우 중요한 관련성을 가지고 있다. 예를 들어, 전규안·박종일(2008)은 세무상 이월결손금이 존재하는 상황에서 이를 활용하기 위하여 경영자는 이익증가 조정을 통하여 보고이익을 증가시킴으로써 세무상 이월결손금을 통한 세금절감 기회를 이용하고자 할 동기가 존재한다고 언급하였다. 또한 Cohn(2007)과 Ramb(2006)은 세무상 이월결손금과 기업의 투자의사결정간의 관련성을 언급하였다. 그리고 최근에는 이월결손금의 중요성과 다른 나라에 비하여 짧은 공제기간으로 인한 불합리함을 수정하기 위하여 우리나라 역시 세무상 이월결손금 공제 기간을 10년으로 연장 하였다.

이와 같이 세무상 이월결손금이 기업의 경영의사결정 및 기업가치에 중대한 관련성을 가지고 있음에도 불구하고 국내에서는 세무상 이월결손금에 대한 연구가 거의 이루어 지지 않고 있다. 이는 외국과는 달리 세무상 이월결손금 자료를 파악하기 위하여서는 기업의 법인세 명세서를 개별로 확인하거나, 감사보고서 주석사항의 법인세 세무조정 사항을 일일이 확인하여 자료를 수집하여야 하는 실증연구 상의 현실적인 어려움 때문인 것으로 판단된다.

그러나 세무상 이월결손금의 이월공제 규정을 활용한 기업의 경영의사결정은 분명히 존재할 가능성이 있으며, 또한 그로 인하여 기업가치에도 상당한 영향력을 줄 것으로 판단됨에 따라 본 연구 주제는 의의를 가질 것으로 예상되고, 이러한 관련성을 국내에서는 처음으로 검증하였다는데 있어서 역시 의미가 있다고 판단된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구를 검토하고, 제Ⅲ장에서는 연구가설을 설정한다. 제Ⅳ장에서는 표본 및 연구방법을 제시하고, 제Ⅴ장에서는 실증분석 결과를 논의한다. 마지막 제Ⅵ장에서는 연구의 결론 및 한계점을 정리하고자 한다.

Ⅱ. 선행연구

Amir(1999)는 재무 분석가 및 투자자가 결손금의 이월공제로 인한 이연법인세 정보를 이용하여 미래이익 및 주가를 예측하는가를 검증하였다. 그는 결손금으로 인하여 미래 세금의 비용절감을 가져올 것이기 때문에 기업가치에는 긍정적인 관련성이 예상되나, 다른 측면에서는 기업의 결손금은 미래 손실 발생 가능성이 높을 것이라는 신호효과가 존재할 가능성이 존재함에 따라 세무상 이월결손금과 기업가치 간에는 부정적인 관련성이 존재할 가능성이 있다고 주장하였다. 분석결과 결손금의 이월공제로 인한 세금효과와 주가와는 매우 강한 양(+)의 관련성이 존재함을 검증하였다. 이는 세무상 결손금으로 인한 이월공제가 자산으로써의 가치가 있기 때문이라고 해석하였다. 또한 이월결손금을 가지고 있는 회사가 그렇지 않은 회사보다 이익 및 순자산의 장부가치가 낮음을 검증하였다. 반면 재무 분석가의 경우에는 결손금으로 인한 이월공제 효과를 충분히 인식하지 못하고 있는

것으로 검증되었다.

Wagenaere et al.(2003)은 세무상 이월결손금이 자산의 장부가치 및 시장가치에 미치는 영향에 대한 분석적 연구를 진행하였다. 그들은 세무상 이월결손금은 미래 세금비용의 절감을 통하여 자산의 시장가치에 직접적으로 영향을 주며, 또한 이연법인세 자산의 인식으로 인하여 자산의 장부가치에 역시 직접적으로 영향을 준다고 주장하였다. 또한 세무상 결손금의 이월공제는 투자의사 결정에도 영향을 주기 때문에 기업가치에 간접적으로도 영향을 준다고 주장하였다.

해외에서 역시 세무상 이월결손금과 기업가치와의 관련성에 대해서는 아직까지 활발한 연구가 이루어져 있지는 않다. 국내에서 역시 세무상 이월결손금과 기업가치에 관하여 직접적인 관련성을 검증한 연구는 아직까지 이루어지지 않았다. 다만 이연법인세의 가치 관련성에 관한 연구는 다수 이루어졌다. 신효영·조찬우(2003)는 이연법인세 관련 자산, 부채가 정보이용자들에게 유용한 정보를 제공하는가를 실증 분석하였다. 분석 결과 이연법인세 순액은 기업가치와 양(+)의 유의한 관련성을 보였으며, 이연법인세 자산 및 부채도 각각 기업가치에 유의한 관련성이 있는 것으로 검증하였다. 즉 이연법인세 자산 및 부채도 다른 대차대조표 계정들과 마찬가지로 자산성과 부채성이 존재함을 검증하였다. 또한 박태승·권해숙(2001)도 이연법인세 자산(부채)이 투자자에게 유용한 정보효과를 제공하는가를 실증 분석하였다. 실증분석 결과 이연법인세 자산(부채)은 주식의 시장가치와 유의한 양(음)의 관련성을 보였다. 즉 이연법인세 정보가 투자자에게 유용한 정보를 제공하고 있음을 검증하였다.

반면 최화섭(2002)은 과세효과를 발생시키는 이연법인세 자산과 이연법인세 부채가 기업가치에 영향을 미치는 가를 실증 분석하였다. 분석결과 이연법인세 자산은 기업가치와 유의한 관련성이 있음을 발견하지 못하였으나, 이연법인세 부채는 기업가치와 음(-)의 관련성이 있음을 검증하였다. 이에 대해 이연법인세의 부채성에 대해서는 투자자들이 인식을 하나, 이연법인세의 자산성에 대해서는 인식하지 못하는 것 같다고 해석을 하였다.

전성일·최 관(2004)은 이연법인세 자산이 그 실현 가능성 정도에 따라 주식시장에서 어떻게 평가되는가를 검증하였다. 그들은 미래 실현가능성(과세소득 발생 가능성)이 높을수록 이연법인세 자산의 자산성이 증가하기 때문에 이연법인세 자산과 주가와의 양(+)의 관련성을 보일 것으로 예상하였다. 분석결과 이연법인세 자산은 시장에서 자산으로 인식되고 있으며, 미래 실현가능성 정도에 따라 이연법인세 자산과 기업가치와의 관련성 정도에 차이가 존재함을 검증하였다.

그러나 기존의 국내 선행연구들은 세무상 이월결손금과 기업가치와의 관련성을 직접적으로 검증하기 보다는 이연법인세 자산이 가치 있는 정보력을 가지고 있는가를 검증한 연구라고 할 것이다. 즉 이연법인세 회계가 기업회계기준의 손익인식기준과 세무회계기준상의 과세소득 산정 기준의 차이로 인하여 발생하는 법인세비용과 법인세부담액의 차이를 반영함으로써 당기순이익, 자산, 부채를 적정하게 표시하는데 그 목적이 있는 이유와 같이 이연법인세 자산은 세무상 이월결손금 이외의 많은 조정사항으로 인하여 발생한다. 따라서 본 연구는 이러한 여러 가지 사유들 중에서 기업의 경영의사결정과 기업가치에 중대한 영향을 줄 것으로 기대되는 세무상 이월결손금에 초점을 맞추어

연구를 진행하고자 한다.

특히 본 연구는 Amir(1999)의 연구와 달리 이월결손금의 이연법인세 효과를 통하여 연구를 진행하는 것이 아니라 감사보고서 주석사항을 수작업으로 하나씩 확인하여 이월결손금 존재 여부 및 이월결손금액을 파악하여 이월결손금 존재 여부 및 이월결손금 금액의 크기가 기업가치와 어떠한 관련성을 가지는지와 직접적으로 검증하고, 이월결손금이 존재하는 기업 중에서 그로 인한 자산성을 경영자가 인식하여 이연법인세차를 인식하는지 여부에 따라 기업가치와의 관련성에 차이가 존재하는가를 검증하고자 한다.

Ⅲ. 연구가설

2008년 이전에 발생한 세무상 이월결손금은 현행 세법 규정상 미래 발생 과세소득의 범위 내에서 향후 5년 동안 이월하여 공제받을 수 있다. 따라서 세무상 이월결손금의 존재는 기업의 미래 세금비용을 상당부분 절감할 수 있는 기회를 제공하여 준다. 즉 과세소득은 잔여 세무상 이월결손금 범위 안에서 순차적으로 공제받을 수 있음에 따라 과세소득이 발생한다고 하더라도 공제 가능한 세무상 이월결손금 범위 안에서는 세금비용을 부담하지 않거나, 상당부분 절감할 수 있다. 그에 따라 경영자는 활용 가능한 세무상 이월결손금이 존재하는 경우 이를 적극적으로 경영의사결정에 활용하고자 할 것이다.

이러한 세무상 이월결손금을 이용한 경영의사 결정에는 합병, 이익조정, 자산처분의사결정 등이 있을 수 있다. 합병에 따른 세무상 이월결손금의 공제는 매우 엄격히 관련 규정³⁾이 개정되어 그 사용이 제한적이나, 가까운 미래에 일시적인 적자가 예상되는 기업의 경우에는 이러한 법인세 절감효과가 합병의 동기가 될 수도 있다. 그리고 이익조정 의사결정의 경우 경영자는 기업회계 상의 이익을 증가시켜도 세무상 이월결손금 공제를 통하여 과세표준을 감소시킬 수 있으므로 세무상 이월결손금이 존재하는 기업의 경우 기업회계 상 이익을 증대시킬 유인이 존재할 수 있다(전규안·박종일, 2008).

이와 같이 세무상 이월결손금은 기업의 경영의사결정에 있어서 매우 유용한 고려 요인이 다. 또한 세무상 이월결손금을 통한 여러 경영의사결정으로 인하여 미래 세금비용을 상당부분 절감할 수 있기 때문에 기업의 현금흐름의 유출을 감소시킬 수 있다. 따라서 기업의 미래 현금흐름의 현재가치로 측정되는 기업가치는 세무상 이월결손금과 양(+)의 관련성을 가질 수 있다. 그러나 Amir(1999)가

3) 개정 전 합병과 관련된 세무상 이월결손금 공제 규정은 조세를 부당하게 감소시킬 목적의 역합병이라고 인정되는 경우에는 합병법인의 세무상 결손금을 공제하는 것을 배제하였고, 조세를 부당하게 감소시킬 목적의 역합병이 아닌 경우에는 세무상 결손금의 공제가 제한적으로 허용되었으나 이는 과세공평의 저해를 일으킬 소지를 가지고 있기 때문에 2009년 1월 1일 이후에 최초로 합병하는 합병법인의 세무상 결손금은 합병법인의 합병당기일 전부터 영위하던 기존사업의 소득금액에서만 공제 가능하도록 개정되었다(법인세법 45조 1항 및 2항, 2008년 12월 26일 개정, 출처: 기획재정부 2008년 세제개편안 추가 보도자료)

주장하였던 것과 같이 과거 결손금의 발생이 미래의 이익 발생 가능성을 예측하는데 부정적으로 작용한다면, 투자자들은 세무상 이월결손금의 세금비용 절감 효과 보다는 미래 손실 발생 가능성의 증대로 인하여 기업가치를 부정적으로 평가할 가능성이 존재한다. 따라서 세무상 이월 결손금과 기업 가치 간에는 음(-)의 관련성이 존재할 가능성이 존재한다. 한편으로는 최화섭(2002)의 연구에서와 같이 투자자들은 이연법인세 자산에 대하여 자산성을 인식하지 못하는 것처럼 세무상 이월결손금으로 인한 세금비용 절감 효과 혹은 미래 손실 발생 정보효과 등에 대하여 반응하지 않을 수도 있다. 따라서 이러한 실증적 의문사항을 다음의 가설을 통하여 검증하고자 한다.

[가설 1] 세무상 이월결손금은 기업가치와 관련성이 존재한다.

현행 규정상 세무상 이월결손금은 미래의 세금비용을 절감시켜 주기 때문에 이월결손금 존재기업은 이연법인세 자산을 인식할 수 있다. 그러나 이러한 이연법인세 자산의 인식을 위해서는 미래에 충분한 과세소득 발생가능성이 존재하여야만 한다. 이러한 미래 충분한 과세소득의 발생 가능성을 판단하기 위해서 경영자는 미래 이익발생 가능성에 대한 사적인 정보를 상당부분 이용하여야만 하기 때문에 경영자의 주관성이 매우 개입될 가능성이 존재한다(전성일·최 관, 2004).

그러나 경영자의 주관적인 판단이라 할지라도 상당부분 경영자만이 활용할 수 있는 사적정보를 이용하여 미래 과세소득 발생 여부를 판단하였을 가능성이 높고, 그에 따라 외부 투자자 입장에서는 세무상 이월결손금이 존재하는 기업이 그로 인한 효과를 이연법인세 자산으로 인식한 경우에는 세무상 이월결손금의 정보효과(Information Effect)에 따라 기업가치에 부정적인 영향을 줄 것이라는 우려를 상당부분 완화할 수 있을 것이라고 판단된다. 물론 이 역시 상반된 주장을 언급할 수 있다. 미래 충분한 과세소득의 존재 가능성에 대한 판단이 경영자의 주관적인 판단일 가능성이 높음에 따라 투자자 입장에서는 세무상 이월결손금으로 인하여 이연법인세 자산을 인식하였다고 하더라도 이를 신뢰하기 보다는 미래 손실 가능성을 보다 높게 판단하여 역시 기업가치와는 부정적인 관련성을 가질 것으로 예측할 수도 있다.

위에서 언급하였던 것과 같이 미래 실현가능성을 판단하는 부분에 있어서 상당부분 경영자의 사적인 정보를 활용하여 판단하게 된다. 물론 이러한 경영자의 사적 정보 활용을 통한 미래 실현가능성의 판단에 있어서 경영자의 주관적인 판단이 개입될 가능성이 존재하는 것도 사실이다. 그러나 기존의 많은 선행연구에서 이미 이연법인세 자산이 자산성이 있고, 대다수의 연구에서 기업가치와도 양(+)의 유의한 관련성이 있음을 검증하였기 때문에 본 연구에서는 이연법인세 자산의 인식에 대한 객관성에 대해서는 언급을 하지 않고자 한다(신호영·조찬우, 2003 ; 박태승·권해숙, 2001 ; 전성일·최 관, 2004).

따라서 세무상 이월결손금이 존재하는 기업 중에서 이연법인세 자산을 인식한 기업과 인식하지 않은 기업을 구분하여 다음의 가설을 검증하고자 한다. 세무상 이월결손금이 존재하는 기업 중에서 미래 실현가능성이 존재하여 이연법인세채를 인식한 기업과 세무상 이월결손금이 존재함에도 불구하고 미래 실현 가능성이 희박하여 이연법인세채를 인식하지 못한 기업 간에는 기업가치와의 관련

성에 차이가 존재할 것으로 예상된다.

[가설 2] 세무상 이월결손금과 기업가치와의 관련성은 이연법인세 자산 인식여부에 따라 다르다.

IV. 표본 및 연구모형

1. 표본

본 연구에서의 표본은 2000년부터 2005년까지 총 6개년 동안⁴⁾ 다음의 조건에 해당하는 기업을 대상으로 설정하여 연구를 진행하였다.

- 1) 한국증권거래소에 상장되어 있는 비금융 12월 결산 기업
- 2) 감사보고서 주석을 통하여 과세소득 자료를 추출할 수 있는 기업
- 3) 자본잠식 기업 제외

금융업의 경우 회계원칙이나 계정과목 등이 상이하여 다른 업종과 비교 및 분석하는데 한계점이 존재하므로 금융업에 속하는 표본은 분석대상에서 제외하였고, 결산일이 다름에 따라 발생하는 차이를 통제하기 위하여 결산일이 12월인 표본만을 분석에 사용하였다. 또한 자본잠식 기업의 경우 재무구조 악화로 인하여 발생하는 재무비율 등의 왜곡을 방지하기 위하여 표본에서 제외하였다. 표본수를 축소하지 않고 극단치로 인한 결과의 왜곡을 방지하기 위하여 표본의 변수 분포 상 양쪽 끝 5% 이내에서 그 값을 초과하는 경우에는 그에 해당하는 값을 부여하는 winsorization 기법을 사용하였다.⁵⁾⁶⁾ 이상의 조건을 만족시키는 최종표본은 기업-연도 총 3,198개 기업이고, 표본 선정 내용은 <표 1>에 제시하였다.

4) 우리나라에서는 1998년 상법의 개정으로 인해 1999년부터 재무제표의 주석사항으로 세무조정사항을 기재하기 시작하였기 때문에 과세소득자료를 확인 가능한 최초의 연도가 1999년이다. 그러나 1999년도 자료는 이연법인세를 최초로 도입하여 시행한 연도이기 때문에 자료의 일관성 및 정확성이 다소 불완전하였을 것으로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 1999년도를 배제하고 2000년부터 2005년까지의 과세소득자료를 이용하여 세무상 이월결손금을 파악하였다.

5) 표본의 극단치를 조정하기 위해 극단치를 제거하는 절단(truncation)기법보다는 표본수를 축소하지 않고 변수 분포의 양쪽 끝 5% 이내에서 그 값을 초과하는 경우에는 양쪽 5%에 해당하는 값을 부여하는 winsorization 기법이 우월하다는 평가를 받고 있다(Kennedy et al., 1992).

6) 연구결과의 신뢰성을 위하여 5%의 winsorization 비율을 사용하는 것 이외에 본 연구의 모든 분석을 1% winsorization 비율을 적용하여 분석을 실시하였고, 그 분석결과 역시 극단치를 5%로 조정한 결과와 동일함을 확인할 수 있었다.

〈표 1〉 표본선정 절차

구 분	2000	2001	2002	2003	2004	2005	합계
전 체 표 본	597	606	627	626	617	611	3,684
자본잠식제외	(21)	(12)	(3)	(3)	(6)	(1)	(46)
자료미비제외	(24)	(12)	(8)	(1)	(9)	(10)	(64)
12월산이외 제외	(47)	(56)	(66)	(76)	(65)	(66)	(376)
이월결손금 보유 기업	126	142	167	177	139	146	897
최 종 표 본	505	526	550	546	537	534	3,198

2. 연구모형

본 연구의 가설 1을 검증하기 위하여 기업가치 대용변수로 Tobin's q 및 MTB를 종속변수로 하는 다음과 같은 연구모형(1)을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 TQ(MTB) = & \alpha + \beta_1 NOLD(NOL) + \beta_2 DA + \beta_3 LEV + \beta_4 SIZE + \beta_5 OCF \\
 & + \beta_6 ROA + \beta_7 MSH + \beta_8 FSH + \beta_9 RND + \beta_{10} SGROW \\
 & + \beta_{11} AD + \beta_{12} YD + \beta_{13} ID + \epsilon
 \end{aligned}
 \quad (1)^7$$

TQ : {(보통주식수*보통주 증가)+(우선주식수*우선주증가)+부채장부가액}/총자산

MTB : 순자산 시장가치/장부가치

$NOLD$: 전기 세무상 결손금 존재 여부(전기 세무상 결손금이 있으면 1, 아니면 0)

NOL : 기초 세무상 이월결손금(기초 세무상 이월결손금/기초총자산)

DA : 재량적 발생액

LEV : 부채비율(부채총계/자본총계)

$SIZE$: 기업규모(log(총자산))

OCF : 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산

ROA : 총자산이익률(당기순이익/총자산)

MSH : 대주주지분율(특수 관계자 지분율 포함)

FSH : 외국인지분율

RND : 연구비(((경상개발비+연구비)/매출액))

$SGROW$: 매출액 성장률

AD : 광고선전비(광고선전비/매출액)

YD : 연도더미

ID : 산업더미

7) 연구모형 (1)과 (2)에서는 종속변수를 Tobin's Q (“ TQ ”)와 MTB 로 제시하였다. 그러나, 순자산의 시장가치를 OE_M , 순자산의 장부가치를 OE_B , 부채의 장부가치를 L 이라고 할 경우에 $TQ = \{(OE_M + L)/(OE_B + L)\}$ 이고 $MTB = (OE_M/OE_B)$ 이므로 $TQ = \{(MTB + LEV)/(1 + LEV)\}$ 로 전환 가능함에 따라 TQ 가 종속변수일 경우에는 설명변수인 LEV 가 MTB 를 통해 TQ 에 영향을 미칠 가능성이 존재할 수 있기 때문에, LEV 를 설명변수에서 제거한 모형을 설정하여 추가적인 분석을 실시하였다. 분석결과 LEV 를 모형에 넣고 분석한 기존 모형의 분석결과와 동일한 결과를 얻을 수 있었다. 즉 LEV 가 MTB 를 통해 TQ 에 미치는 영향은 커다란 차이를 보이지 않았다. 따라서 본 연구에서는 종속변수가 TQ 인 경우와 MTB 인 경우의 모형의 일관성을 위하여 LEV 를 포함한 기존의 연구모형을 사용하여 분석한 결과를 제시하였다.

종속변수는 기업가치 대용변수로 Tobin's Q(TQ)와 장부가치 대비 시장가치의 비율(MTB)이다. Tobin's Q는 자기자본의 시장가치와 부채의 시장가치를 자산의 대체원가로 나눈 비율이다. 신현한 외 2인(2004)의 연구에 의하면 Tobin's Q(TQ)는 기업의 자산의 효율적 활용을 통한 양의 순현재가치를 갖는 투자기회를 보유하거나 미래 성장성이 높은 연구기술개발 투자를 한 경우 또는 브랜드 및 기술력 등의 무형자산을 많이 가지고 있는 경우 기업의 시장가치가 자산의 대체원가에 비하여 높게 나타나며 Tobin's Q(TQ)도 높게 나타나게 된다고 보고하였다. 그에 따라 본 연구에서는 Tobin's Q 측정상의 문제점으로 인해 이를 다소 수정하여 Chung and Pruitt(1994)의 연구에서 사용된 수정된 Tobin's Q를 다음과 같이 측정하여 기업가치를 측정하였다.

$$TQ = \frac{[(\text{보통주 주식수} \times \text{보통주 종가}) + (\text{우선주 주식수} \times \text{우선주 종가}) + \text{부채 장부가액}]}{\text{총자산}}$$

Tobin's Q에서 분자는 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액 그리고 부채의 장부가액의 합으로 계산되었다. 보통주의 시장가치는 해당연도 종가를 사용하였고, 부채의 추정 시장가치는 추정상의 어려움과 시장가치와 장부가치의 차이가 크지 않으므로 부채의 장부가치를 사용하였다. 분모는 자산의 대체원가를 사용하여야 하나 대부분의 경우 대체원가 추정이 어렵기 때문에 자산의 장부가액을 사용하였다.⁸⁾⁹⁾

이렇게 측정된 Tobin's Q를 기업가치 변수로 사용한 국내외 연구로는 Gompers et al.(2003), Bebchuk and Cohen(2005), 김우택 외 2인(1993), 신현한 외 2인(2004), 김문태 외 2인(2008) 등이 있다. 종속변수로 Tobin's Q 이외에도 측정변수의 강건성을 위하여 '순자산의 시장가치/ 순자산의 장부가치'로 측정된 기업가치 변수인 MTB변수도 추가로 사용하였다.

본 연구의 주된 설명변수는 세무상 이월결손금 여부(NOLD)와 세무상 이월결손금액(NOL)이다. 세무상 이월결손금 자료를 수집하기 위하여 법인세비용차감전순이익과 과세소득간의 일시적 차이 및 영구적 차이 정보를 수작업으로 수집하여 각 사업연도소득을 산출하였다. 이렇게 산출된 각 사업연도 소득이 음(-)인 경우 즉 손금의 총액이 익금의 총액을 초과하는 경우에 세무상 결손금이 발생하게 된다. 그에 따라 본 연구에서는 전기에 세무상 결손금이 존재하는지를 파악하여 당기에 세무상 이월결손금이 존재하는지를 파악하였다. 즉 전기 세무상 결손금이 존재하는 경우 세무상 이월결손금변수(NOLD)를 1로 설정하였고, 그렇지 않은 기업의 경우 0으로 설정하여 세무상 이월결손금 존

8) 신현한 외 2인(2004)의 연구에 의하면 Chung and Pruitt(1994)의 Tobin's Q는 보다 엄격한 방식으로 계산된 Lindenberg and Ross(1981)의 Tobin's Q와 98.4% 이상의 상관관계를 보이는 것으로 보고되어 있음에 따라 Chung and Pruitt(1994)의 연구 방법에 의한 Tobin's Q를 기업가치의 대용변수로 사용함에 있어서 커다란 문제는 없다고 판단된다.

9) Tobin Q를 측정하기 위하여 우선주 시가를 산정함에 있어서 구형 우선주와 신형 우선주 모두를 가지고 있는 기업의 경우 우선주 시가 산정 시 신형우선주를 보유하고 있는 기업이 매우 소수이기 때문에 혼선을 배제하고자 구형 우선주만을 가지고 있는 기업만을 대상으로 하여 측정하였다.

재 여부를 측정하였다. 또한 이월결손금에 대한 정성적인 변수를 사용하여 분석함에 있어서 발생 가능한 문제점을 보완하고, 정량적 변수가 가지고 있는 정보의 특성을 살펴보기 위하여 기초 세무상 이월결손금액을 기초총자산으로 나누어 측정한 이월결손금 금액 변수(*NOL*)를 사용하여 동일 분석을 실시하였다.

기업가치에 영향을 미칠 수 있는 통제변수로 우선 재량적 발생액을 포함하였다. 세무상 이월결손금이 존재하는 기업은 세금비용 절감효과를 높이기 위하여 이익을 상향 조정할 가능성이 있고, 이러한 상향 이익조정이 기업가치에 영향을 줄 수 있다. 따라서 이를 통제하기 위하여 수정된 Jones(1995) 모형에 의해 측정된 재량적 발생액을 모형에 포함하였다.¹⁰⁾ 또한 부채비율(*LEV*)은 부채총계를 자본총계로 나누어 측정하였다. Myers(1977)의 연구에서는 과도한 부채의 사용은 경영자가 양(+)*의 NPV*를 갖는 투자안을 포기하는 등의 과소투자 문제로 인하여 기업가치의 감소를 가져오게 된다고 주장하였다. 반면 Stulz(1988)는 기업이 양(+)*의 NPV*를 갖는 투자기회보다 내부적으로 많은 자금을 갖게 되면 잉여현금흐름(*free cash flow*)을 이용하여 최적수준이상의 과대투자를 하는 경향이 있으며 부채의 존재는 이러한 과대투자를 억제함으로써 기업가치를 증가시킬 수 있게 된다고 주장하였다.

기업규모(*SIZE*)는 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정하였다. 영업활동을 통해 벌어들인 현금흐름을 통해 기업은 추가적인 투자활동을 수행할 수 있으므로 현금흐름은 기업가치와 관련성을 가질 것이다. 따라서 영업활동으로 인한 현금흐름을 총자산으로 나눈 변수(*OCF*)를 모형에 추가하였다. 또한 기업가치에 영향을 줄 것으로 기대되는 총자산순이익률(*ROA*)과 대주주 1인 및 그 특수관계자의 지분율을 합하여 측정한 대주주지분율(*MSH*)을 포함하였다. 대주주 지분율의 경우 이해 일치설, 이해 상충설에 따라 기업가치에 양(+) 혹은 음(-)*의 관련성을 가지고 있다. 또한 기업의 감시인으로 효과적인 역할을 수행하고 그에 따라 기업가치에도 긍정적인 관련성을 가지는 것으로 알려져 있는 외국인지분율(FSH)을 포함하였다. 그리고 장기적인 기업의 성장 동력을 제공하기 위한 연구개발비의 지출 역시 기업가치에 양(+)*의 관련성을 가질 것으로 보아 경상개발비 및 연구비를 매출액으로 나누어 측정한 변수(*RND*)를 모형에 추가하였고, 매출액성장률(*SGROW*) 및 광고선전비(*AD*) 변수를 모형에 통제변수로 추가하였다. 마지막으로 연도별 효과와 산업별 효과를 통제하기 위하여 연도더미와 산업더미¹¹⁾를 추가하였다.

10) 이익조정 측정치는 수정된 Jones 모형(Dechow et al., 1995)을 이용하여 산업별, 연도별 횡단면 분석을 통해 도출된 재량적 발생액을 이용하였다. 재량적 발생액을 추정함에 있어서 아래의 식(1)에서 종속변수인 총발생액은 당기순이익에서 영업활동으로 인한 현금흐름을 차감하여 계산하였고, 재량적 발생액의 추정치는 식(1)의 모형식을 이용하였다. 수정된 Jones 모형의 잔치를 이익조정의 대용치로 사용한 연구에는 DeFond and Park(1997), Becker et al.(1998) 등 다수의 연구가 있다.

$$TA_t = a_1 (1/A_{t-1}) + a_2 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) / (A_{t-1}) + a_3 (PPE_t / A_{t-1}) + e \quad (1)$$

$$TA_t = (\text{당기순이익} - \text{영업활동으로 인한 현금흐름}) / (A_{t-1})$$

$$A_{t-1} : \text{전기 총자산} \quad \Delta REV_t = \text{매출액의 변화}$$

$$\Delta REC_t = \text{매출채권의 변화} \quad PPE_t = \text{유형자산}$$

$$e = \text{잔차(재량적 발생액)}$$

11) 한국표준산업분류표를 따라 전체 산업을 13개로 구분하였다. 그러나 모형 추정의 신뢰도를 높이기 위해

세무상 이월결손금 존재하는 기업 중에서 미래실현가능성 인식 여부에 따라 기업가치와의 관련성에 차이가 존재하는 가를 검증하기 위한 가설 2를 검증하기 위하여 세무상 이월결손금 금액변수(*NOL*)와 이연법인세차변수(*DTAD*)의 교차변수인 세무상 이월결손금 금액 변수*이연법인세차 여부(*IDTAD*)를 추가한 다음과 같은 연구모형 (2)를 설정하였다. 이모형의 경우 세무상 이월결손금이 존재하는 기업만을 대상으로 분석을 실시해야 하기 때문에 이월결손금 존재 여부(*NOLD*)변수를 사용하지 않고, 이월결손금 금액(*NOL*)만을 모형에 사용하였다.

$$TQ(MTB) = \alpha + \beta_1 NOL + \beta_2 DTAD + \beta_3 IDTAD + \beta_4 DA + \beta_5 LEV + \beta_6 SIZE + \beta_7 OCF + \beta_8 ROA + \beta_9 MSH + \beta_{10} FSH + \beta_{11} RND + \beta_{12} SGROW + \beta_{13} AD + \beta_{14} YD + \beta_{15} ID + \epsilon \quad (2)$$

TQ : {(보통주식수*보통주 증가)+(우선주식수*우선주증가)+부채장부가액}/총자산

MTB : 순자산 시장가치/장부가치

NOL : 기초 세무상 이월결손금(기초 세무상 이월결손금/기초총자산)

DTAD : 이연법인세차 존재 여부(이연법인세차 있으면 1, 아니면 0)

IDTAD : 세무상 이월결손금 금액 변수와 이연법인세차 변수의 교차변수

DA : 재량적 발생액

LEV : 부채비율(부채총계/자본총계)

SIZE : 기업규모(log(총자산))

OCF : 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산

ROA : 총자산이익률(당기순이익/총자산)

MSH : 대주주지분율(특수 관계자 지분율 포함)

FSH : 외국인지분율

RND : 연구비(((경상개발비+연구비)/매출액))

SGROW : 매출액 성장률

AD : 광고선전비(광고선전비/매출액)

YD : 연도더미

ID : 산업더미

이 중 산업별·연도별 표본 수가 30개 이하인 산업 5개를 제외하여, 최종 분석에 포함된 산업은 8개이다.

연번	업 종	분석사용여부
1	농업/임업, 어업, 광업	
2	음/식료, 담배	○
3	섬유, 봉제, 가방/신발	○
4	목재, 펄프/종이, 출판	
5	석유정제, 화학, 고무/플라스틱, 재생용 가공원료	○
6	비금속	
7	1차금속, 조립금속	○
8	기계/장비, 컴퓨터, 전기기계, 전자부품, 의료/정밀, 자동차, 운송장비	○
9	가구/기타 제품	
10	전기/가스/수도	
11	건설	○
12	도소매	○
13	서비스	○

V. 실증분석

1. 기술통계

<표 2>는 기술통계량이다. 우선 세무상 이월결손금(*NOLD*)이 존재하는 기업은 전체 표본 기업 중 약 28%에 달했다. 이는 상당수의 기업들이 세무상 이월결손금을 보유하고 있으며 세무상 이월결손금이 경영 의사결정을 하거나 기업가치를 평가함에 있어서 중요한 요소임을 의미하고 있다고 할 것이다. 세무상 이월결손금 금액(*NOL*)은 0.152의 평균값을 보였다.

〈표 2〉 기술통계량

변수	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
<i>NOLD</i>	0.280	0.449	0.000	0.000	1.000
<i>NOL</i>	0.152	0.297	0.000	0.088	0.422
<i>TQ</i>	0.613	0.271	0.419	0.734	1.691
<i>MTB</i>	0.540	0.359	0.138	0.438	2.563
<i>DTAD</i>	0.433	0.496	0.000	0.000	1.000
<i>LEV</i>	1.472	1.409	0.203	1.002	5.908
<i>SIZE</i>	19.173	1.327	17.000	19.014	22.000
<i>OCF</i>	0.061	0.091	-0.130	0.061	0.236
<i>ROA</i>	0.041	0.091	-0.619	0.034	0.319
<i>MSH</i>	0.302	0.180	0.000	0.297	0.650
<i>FSH</i>	0.067	0.113	0.000	0.005	0.390
<i>RND</i>	0.004	0.008	0.000	0.000	0.036
<i>SGROW</i>	0.065	0.186	-0.270	0.052	0.490
<i>AD</i>	0.007	0.013	0.000	0.001	0.049
<i>DA</i>	-0.025	0.086	-0.150	-0.014	0.142

TQ : {(보통주식수*보통주 증가)+(우선주식수*우선주증가)+부채장부가액}/총자산

MTB : 순자산 시장가치/장부가치

NOLD : 전기 세무상 결손금(전기 세무상결손금이 있으면 1, 아니면 0)

NOL : 세무상 이월결손금(세무상 이월결손금/기초총자산)

DTAD : 이연법인세차 존재 여부(이연법인세차 있으면 1, 아니면 0)

MROED : 과거 3년의 ROE가 평균 ROE 보다 크면 1, 아니면 0

LEV : 부채비율(부채총계/자본총계)

SIZE : 기업규모(log(총자산))

OCF : 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산

ROA : 총자산이익률(당기순이익/총자산)

MSH : 대주주지분율(특수 관계자 지분율 포함)

FSH : 외국인지분율

RND : 연구비(((경상개발비+연구비)/매출액))

SGROW : 매출액 성장률

AD : 광고선전비(광고선전비/매출액)

DA : 재량적 발생액

기업가치 측정 변수인 Tobin's $Q(TQ)$ 와 장부가치대 시장가치(MTB)는 각각 0.613과 0.540의 평균값을 보였다. 세무상 결손금의 미래 실현가능성 여부를 판단하기 위해 고려한 이연법인세 자산 인식 여부($DTAD$)는 0.433의 평균값을 보여 전체 표본 기업 중 43%에 해당하는 기업이 이연법인세 자산을 인식하고 있는 것으로 나타났다. 또한 기업가치에 영향을 줄 것으로 예상되는 통제변수로 설정한 부채비율(LEV), 기업규모($SIZE$), 영업현금흐름(OCF), 총자산이익률(ROA), 대주주지분율(MSH), 외국인지분율(FSH), 연구개발비(RND), 매출액성장률($SGROW$), 광고선전비(AD)의 기술통계량을 제시하였다. 부채비율(LEV)의 경우 평균값이 1.472이고 중위수 값이 1.002로 외환위기 이후 정부의 강력한 부채비율 감소 정책에 따라 기업들의 부채비율이 전반적으로 낮은 부채비율을 보였으나 최대값이 5.908로 아직 일부기업의 경우 상당히 높은 부채수준을 가지고 있는 것으로 보인다. 지배구조에 따라 기업가치에 많은 차이가 존재한다는 선행연구에 따라 설정한 대주주지분율(MSH)변수의 평균값이 0.302로 우리나라 기업의 상당수가 비교적 높은 대주주 지분율을 가지고 있는 것으로 보인다. 또한 외국인지분율은 평균 0.067값을 보였다.

<표 3>은 세무상 이월결손금 존재 여부에 따라 전체 표본기업을 구분하여 두 집단별 주요 기술통계량 및 단변량 검증을 통하여 통계적으로도 두 집단 간 주요변수가 유의한 차이가 존재하는가를 검증한 결과이다.

<표 3> 세무상 이월결손금 존재 기업별 기술통계량 및 차이분석

변수	결손금 존재 기업(N=897)			결손금 미존재 기업(N=2,301)			차이분석	
	평균값	표준편차	중위수	평균값	표준편차	중위수	t값	p값
TQ	0.645	0.217	0.559	0.601	0.148	0.512	6.500	<.0001
MTB	0.304	0.482	0.138	0.216	0.294	0.118	5.880	<.0001
$DTAD$	0.323	0.468	0.000	0.476	0.500	0.000	-9.390	<.0001
LEV	2.463	1.895	1.842	1.086	0.910	0.848	23.940	<.0001
$SIZE$	19.008	1.478	18.886	19.236	1.258	19.037	-4.690	<.0001
OCF	0.034	0.103	0.037	0.072	0.084	0.069	-11.250	<.0001
ROA	1.896	77.544	1.060	3.967	8.432	4.090	-0.900	0.368
MSH	0.262	0.175	0.238	0.317	0.180	0.310	-9.200	<.0001
FSH	0.034	0.080	0.001	0.080	0.121	0.012	-14.360	<.0001
RND	0.004	0.009	0.000	0.004	0.008	0.000	0.020	0.981
$SGROW$	0.043	0.216	0.009	0.074	0.172	0.061	-4.360	<.0001
AD	0.006	0.011	0.001	0.008	0.014	0.001	-3.730	0.000
DA	-0.041	0.096	-0.037	-0.019	0.081	-0.009	7.240	<.0001

* 독립표본 t-검정을 이용한 평균값 검정값을 의미함

** 변수설명은 <표 2> 참조

분석결과 세무상 이월결손금이 존재하는 기업의 $TQMTB$ 의 평균값은 0.645(0.304)이었으나, 세무상 이월결손금이 존재하지 않는 기업의 $TQMTB$ 의 평균값은 0.601(0.216)로써 세무상 이월결손금이 존재하는 기업의 기업가치가 그렇지 않은 기업에 비하여 높은 값을 보였으며, 통계적으로도 매우 유의적인 차이가 존재함을 확인할 수 있었다. 즉 단변량분석 결과에서는 세무상 이월결손금이 미래의 세금비용 절감 효과로 인하여 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 것이라는 예상을 지지하는 결과를 보였다.

다른 변수들의 경우 세무상 이월결손금이 존재하는 기업의 경우 부채비율(LEV)은 높고, 영업현금흐름(OCF)은 낮으며, 수익성(ROA)도 낮은 것으로 나왔다. 즉 세무상 이월결손금이 존재하는 기업의 경우 재무구조와 경영성과는 전반적으로 안 좋은 것으로 나타났다. 그럼에도 불구하고 세무상 이월결손금 존재 기업의 $TQMTB$ 값이 더 높게 나온 것은 당기의 재무성과는 안 좋을지라도 미래 세무상 이월결손금으로 인한 세금비용 절감효과가 기업가치에 반영되기 때문인 것으로 해석된다.

2. 상관분석

<표 4>은 피어슨 상관관계 분석표이다. 세무상 이월결손금의 존재여부($NOLD$) 및 세무상 이월결손금 금액(NOL) 변수는 기업가치 대용측정치인 TQ 와 MTB 는 둘 다 매우 유의한 양(+)의 상관관계를 나타냈다. 이러한 결과는 <표 3>의 단변량 분석 결과와도 일치하는 결과로써 세무상 이월결손금으로 인한 미래 세금비용 절감효과에 대하여 투자자들이 긍정적으로 평가하기 때문인 것으로 해석될 것이다. 그리고 세무상 이월결손금의 존재여부($NOLD$) 및 세무상 이월결손금 금액(NOL) 변수는 이연법인세 자산($DTAD$)과도 양(+)의 상관관계를 보였다.

나머지 변수들의 상관관계는 <표 3>의 단변량 분석 결과와 일치하는 방향으로 나타났다. 즉 세무상 이월결손금 변수($NOLD$, NOL)는 부채비율(LEV) 및 매출액증가율($SGROW$)과는 양(+)의 상관관계를 나타냈고, 영업현금흐름(OCF), 총자산수익률(ROA), 대주주지분율(MSH), 외국인지분율(FSH), 광고선전비(AD)와는 음(-)의 상관관계를 나타냈다.

또한 변수들 간의 상관계수를 살펴본 결과 TQ 와 MTB 를 제외하고는 다중공선성이 의심될 정도의 높은 상관계수를 보이는 변수는 확인할 수 없었다. 그러나 보다 확실하게 변수들 간의 다중공선성 여부를 판단하기 위하여 회귀분석을 실시함에 있어서는 VIF (Variance Inflation Factor, 이하 VIF) 테스트를 실시하였다.

〈표 4〉 피어슨 상관분석표

	NOLD	NOL	TQ	MTB	DTAD	LEV	SIZE	OCF	ROA	MSH	FSH	RND	SGROW	AD	DA
NOLD	1.000	0.711	0.117	0.110	0.139	0.392	-0.439	-0.077	-0.186	-0.022	-0.139	-0.182	0.000	-0.074	-0.111
		(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.149)	(<.0001)	(<.0001)	(0.980)	(<.0001)	(<.0001)
NOL		1.000	0.096	0.104	0.176	0.186	-0.258	-0.203	-0.222	-0.125	-0.093	-0.156	0.053	-0.095	-0.013
			(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.001)	(<.0001)	(0.383)
TQ			1.000	0.963	0.015	-0.024	0.099	0.213	0.002	0.083	0.054	0.224	0.092	-0.017	0.039
				(<.0001)	(0.324)	(0.114)	(<.0001)	(<.0001)	(0.888)	(<.0001)	(0.001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.273)	(0.012)
MTB				1.000	0.027	-0.024	0.081	0.176	-0.004	0.085	0.051	0.222	0.095	-0.017	0.027
					(0.077)	(0.113)	(<.0001)	(<.0001)	(0.812)	(<.0001)	(0.001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.276)	(0.080)
DTAD					1.000	-0.140	-0.061	0.194	0.096	-0.003	0.039	0.064	-0.021	0.031	0.011
						(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.840)	(0.010)	(<.0001)	(0.165)	(0.043)	(0.483)
LEV						1.000	-0.298	-0.127	-0.103	-0.014	-0.136	-0.181	-0.013	-0.077	-0.183
							(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.377)	(<.0001)	(<.0001)	(0.391)	(<.0001)	(<.0001)
SIZE							1.000	0.085	-0.182	-0.062	-0.153	-0.175	-0.064	-0.071	-0.013
								(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.409)
OCF								1.000	0.237	0.017	0.000	0.464	-0.010	0.054	-0.308
									(<.0001)	(0.265)	(0.976)	(<.0001)	(0.521)	(0.000)	(<.0001)
ROA									1.000	0.071	0.060	0.241	0.043	0.101	0.052
										(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(0.005)	(<.0001)	(0.001)
MSH										1.000	0.004	0.042	0.016	0.106	0.074
											(0.777)	(0.007)	(0.294)	(<.0001)	(<.0001)
FSH											1.000	0.000	-0.086	0.007	0.034
												(0.997)	(<.0001)	(0.641)	(0.028)
RND												1.000	0.054	0.084	-0.033
													(0.000)	(<.0001)	(0.031)
SGROW													1.000	-0.011	0.097
														(0.495)	(<.0001)
AD														1.000	-0.009
															(0.577)
DA															1.000

* 괄호 안의 수는 p-value를 의미함

** 변수설명은 <표 2> 참조

3. 다변량 분석 결과

<표 5>는 연구가설 1을 검증하기 위한 연구모형 (1)의 회귀분석 결과이다. 세무상 이월결손금은 미래 세금비용의 절감효과로 인하여 현금 유출을 감소시킬 것이고, 그로 인해 미래 양(+)의 현금흐름을 가져올 것이다. 따라서 경영자는 원활한 투자활동 등의 기업 경영 의사결정을 함으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 가능성이 존재한다. 반면 과거 결손금의 발생은 미래 해당 기업의 이익을 예측함에 있어서 추가적인 손실 발생 가능성을 배제할 수 없을 것이고, 그로 인하여 투자자들이 기업가치를 평가함에 있어서도 부정적으로 인식할 가능성 역시 존재한다.

〈표 5〉 세무상 이월결손금과 기업가치 회귀모형 분석 결과(N=3,198)

(Panel A) 관심변수 : NOLD(세무상 이월 결손금 존재 여부)

모형	예상부호	모형 1		모형 2	
종속변수		TQ		MTB	
변수		계수	p값	계수	p값
<i>Intercept</i>		0.187	<.0001	0.419	<.0001
<i>NOLD</i>	+/-	0.049	<.0001	0.098	<.0001
<i>DA</i>	+/-	0.119	0.001	0.185	0.014
<i>LEV</i>	-	-0.010	<.0001	-0.017	0.000
<i>SIZE</i>	+/-	0.017	<.0001	0.024	<.0001
<i>OCF</i>	+	0.038	0.250	0.110	0.121
<i>ROA</i>	+	0.000	<.0001	0.001	<.0001
<i>MSH</i>	+/-	-0.024	0.099	-0.046	0.130
<i>FSH</i>	+	0.276	<.0001	0.637	<.0001
<i>RND</i>	+	1.395	<.0001	3.059	<.0001
<i>SGROW</i>	+	0.031	0.029	0.058	0.055
<i>AD</i>	+	1.076	<.0001	2.044	<.0001
<i>YD</i>		포 함		포 함	
<i>ID</i>		포 함		포 함	
<i>F</i>		27.200	<.0001	23.520	<.0001
<i>Adj R-Sq</i>		0.127		0.111	

(Panel B) 관심변수 : NOL(세무상 이월 결손금 금액)

모형	예상부호	모형 1		모형 2	
종속변수		TQ		MTB	
변수		계수	p값	계수	p값
<i>Intercept</i>		0.148	0.001	0.508	<.0001
<i>NOL</i>	+/-	0.229	<.0001	0.503	<.0001
<i>DA</i>	+/-	0.105	0.003	0.157	0.036
<i>LEV</i>	-	-0.012	<.0001	-0.021	<.0001
<i>SIZE</i>	+/-	0.019	<.0001	0.030	<.0001
<i>OCF</i>	+	0.037	0.268	0.102	0.147
<i>ROA</i>	+	0.000	<.0001	0.001	<.0001
<i>MSH</i>	+/-	-0.026	0.068	-0.050	0.100
<i>FSH</i>	+	0.264	<.0001	0.612	<.0001
<i>RND</i>	+	1.267	<.0001	2.770	<.0001
<i>SGROW</i>	+	0.023	0.101	0.041	0.173
<i>AD</i>	+	1.061	<.0001	2.015	<.0001
<i>YD</i>		포 함		포 함	
<i>ID</i>		포 함		포 함	
<i>F</i>		27.600	<.0001	24.420	<.0001
<i>Adj R-Sq</i>		0.128		0.115	

* 변수설명은 <표 2> 참조

따라서 이러한 상반된 두 가지 가능성을 검증한 결과 (Panel A)의 세무상 이월결손금 여부(*NOLD*)와 Tobin's *Q*(*TQ*) 및 장부가치 대 시장가치(*MTB*)로 측정한 기업가치는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 보였다. 세무상 이월결손금 변수를 정량적으로 측정한 금액변수를 사용한 분석 결과인 (Panel B)의 세무상 이월결손금 금액(*NOL*)과 Tobin's *Q*(*TQ*) 및 장부가치 대 시장가치(*MTB*) 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 보였다. 결과적으로 세무상 이월결손금은 기업가치와 매우 유의한 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이는 투자자들이 기업가치를 평가함에 있어서 세무상 이월결손금으로 인한 세금비용 절감 효과를 인식하며, 미래 세금비용 절감 효과로 인한 미래 현금유출의 감소는 기업가치에 긍정적인 영향을 주기 때문인 것으로 판단된다. 즉 Amir(1999)가 언급한 이월결손금의 측정효과(Measurement Effect)와 정보효과(Information Effect) 중에서 우리나라에서는 이월결손금으로 인한 세금비용 절감효과가 기업가치에 양(+)의 영향을 주는 측정효과가 존재하는 것으로 판단된다. 다중공선성의 문제가 발생하는 것을 확인하기 위하여 *VIF* 검증을 통해 다중공선성 여부를 검토하였다. *VIF* 테스트 결과 *ROA* 변수의 *VIF* 값이 최대값 1.74¹²⁾을 보임으로써 모형 상에 다중공선성으로 인한 문제는 없는 것으로 판단된다. 그 이외에 통제변수로 사용한 변수들의 경우 기업가치와 부채비율(*LEV*)은 음(-)의 관련성을 보였고, 재정적발생액(*DA*), 기업규모(*SIZE*), 영업현금흐름(*OCF*), 연구개발비(*RND*), 총자산이익률(*ROA*), 외국인지분율(*FSH*), 매출액증가률(*SGROW*)은 기업가치와 양(+)의 관련성을 보임으로써 대다수의 선행연구에서의 결과와 일치하는 결과를 보였다. 그러나 선행연구에서 기업가치와 양(+) 혹은 음(-) 상반된 결과를 보였던 대주주지분율(*MSH*)은 본 연구에서 역시 일관되게 유의한 값을 얻지 못하였다.

<표 6>는 연구가설 2를 검증하기 위한 연구모형 (2)의 회귀분석 결과이다. 세무상 이월결손금으로 인한 세금비용 절감효과는 미래 이익실현 가능성에 따라 달라진다. 따라서 세무상 이월결손금이 존재하는 기업 중에서 경영자가 미래 실현가능성을 판단하여 세금절감 효과를 이연법인세 자산으로 인식한 기업과 그렇지 않은 기업 간에는 세무상 이월결손금이 기업가치에 미치는 영향이 상이할 것으로 예상하였다. 이러한 사항을 검증하기 위하여 세무상 이월결손금이 존재하는 기업만을 대상으로 하여야 하므로 이월결손금 존재여부 변수(*NOLD*)를 사용하지 않고, 이월결손금 금액 변수(*NOL*)만을 사용하여 연구가설 2를 검증하였다. 분석 결과 이연법인세 자산 인식 여부(*DTAD*)는 기업가치 변수인 *TQ* 및 *MTB*는 모두 10% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 보였다. 즉 선행연구 결과와 같이 투자자들은 이연법인세 자산의 자산성에 대하여 인식을 하고 있는 것으로 나타났다. 모형(2)의 주요 관심 변수인 세무상 이월결손금과 이연법인세 자산의 교차변수인 *IDTAD*¹³⁾ 역시 기업가치 변수인 *TQ*와 *MTB* 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 보였다. 이러한 결과는 세무상 이월결손금에 대하여 경영자가 미래 실현가능성을 판단하여 이연법인세 자산으로 인식한 것에 대하여 투자자들은 단순히 세무상 이월결손금만이 존재하는 기업에 비하여 해당 기업의 가치를 평가함에 있어서

12) Kennedy(1992)에 의하면 일반적으로 설명변수의 가장 큰 *VIF* 값이 10보다 클 경우 해로운 수준의 다중공선성을 의심하게 된다고 주장하였다. 다른 의견으로는 *VIF* 값이 2를 넘지 않는 경우 보수적으로 평가하여 다중공선성이 없는 것으로 판단한다.

13) 세무상 이월결손금이 있는 897개 기업 중에서 이연법인세 자산을 인식한 기업은 382개 기업이다.

보다 긍정적으로 판단하고 있기 때문인 것으로 판단된다.

〈표 6〉 이연법인세차 이월결손금의 교차변수 분석결과(N=897)¹⁴⁾

모형	예상부호	모형 1		모형 2	
종속변수		TQ		MTB	
변수		계수	p값	계수	p값
<i>Intercept</i>		0.144	0.162	0.364	0.117
<i>NOL</i>	+/-	0.167	0.000	0.385	0.000
<i>DTAD</i>	+	0.004	0.052	0.005	0.073
<i>IDTAD</i>	+	0.033	0.018	0.080	0.010
<i>DA</i>	+/-	0.080	0.036	0.291	0.016
<i>LEV</i>	-	-0.012	0.000	-0.025	0.001
<i>SIZE</i>	+/-	0.022	<.0001	0.027	0.023
<i>OCF</i>	+	-0.073	0.331	-0.189	0.266
<i>ROA</i>	+	0.000	0.549	0.001	0.373
<i>MSH</i>	+/-	-0.077	0.026	-0.177	0.022
<i>FSH</i>	+	0.162	0.065	0.371	0.061
<i>RND</i>	+	0.263	0.700	1.220	0.428
<i>SGROW</i>	+	-0.020	0.487	-0.056	0.395
<i>AD</i>	+	0.426	0.444	0.928	0.459
<i>YD</i>		포 함		포 함	
<i>ID</i>		포 함		포 함	
<i>F</i>		5.150	<.0001	4.700	<.0001
<i>Adj R-Sq</i>		0.088		0.080	

* 변수설명은 <표 2> 참조

4. 추가분석

세무상 이월결손금에 대한 이연법인세 자산의 인식여부는 경영자의 주관적 판단에 의한 사항이므로 미래 과세소득의 발생가능성 여부를 측정하여 세무상 이월결손금으로 인한 이연법인세 자산과 기업가치와의 관련성을 추가로 검증하고자 한다. 미래 과세소득 발생가능성을 판단함에 있어서 선행연구¹⁵⁾에서는 과거 3년간 *ROE* 평균, 과거 3년 경상이익률 평균, *PB ratio* 등을 다양한 방법을 사

14) <표 6>의 분석결과는 이월결손금과 이연법인세차의 교차효과(interaction effect)를 검토하기 위해 이월결손금은 연속변수를, 이연법인세차는 dummy 변수를 사용하였으나, 이 두 변수 모두 연속변수를 사용하여 분석하는 것 역시 가능함에 따라 두 변수를 모두 연속변수를 사용하여 분석을 실시하여 보았다. 그 분석결과 역시 <표 6>의 분석결과와 동일한 결과를 확인 할 수 있었다.

15) Miller and Skinner(1998), 전성일·최 관(2004), 백원선·조현우(2005), 백원선·김상현(2005)

용하여 연구를 진행하였다. 본 연구에서는 관련 선행연구 중 백원선·조현우(2005)에서 사용하였던 과거 3년간 ROE 평균을 이용하는 방법을 다소 수정하여 과거 3년간 ROE의 변동성을 사용하여 변동성이 하위 33%에 속하는 집단(High)과 상위 33%에 속하는 집단(Low)로 구분하여 연구모형 2를 실증 분석하였다.¹⁶⁾

<표 7>의 분석결과 실현가능성이 높을 것으로 예상되는 집단(High)에서는 <표 6>의 결과와 동일한 값을 얻을 수 있었다. 즉 세무상 이월결손금 금액(NOL)은 기업가치 변수인 TQ 및 MTB와 각각 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈고, 이연법인세자산(DTAD)도 유의한 양(+)의 값을 보였다. 세무상 이월결손금과 이연법인세자산의 교차변수(IDTAD) 역시 기업가치와 유의한 양(+)의 값을 보였다.

<표 7> 실현가능성 집단별 이연법인세차 이월결손금의 교차변수 분석결과(N=897)

(Panel A) 종속변수 : TQ					
모형	예상부호	모형 1		모형 2	
종속변수		HIGH		LOW	
변수		계수	p값	계수	p값
Intercept		0.356	0.244	0.078	0.452
NOL	+/-	0.095	0.028	0.128	0.214
DTAD	+	0.095	0.029	0.020	0.171
IDTAD	+	0.003	0.027	0.146	0.053
DA	+/-	0.275	0.221	0.026	0.790
LEV	-	-0.012	0.157	-0.014	0.000
SIZE	+/-	0.011	0.477	0.026	<.0001
OCF	+	0.063	0.769	0.131	0.087
ROA	+	0.000	0.704	0.001	0.165
MSH	+/-	-0.183	0.054	-0.071	0.044
FSH	+	0.741	0.023	0.254	0.003
RND	+	2.379	0.173	0.233	0.747
SGROW	+	0.112	0.140	0.063	0.040
AD	+	1.366	0.424	0.376	0.493
YD		포 함		포 함	
ID		포 함		포 함	
F		5.080	<.0001	5.340	<.0001
Adj R-Sq		0.097		0.116	

16) 과거 ROE 평균값은 기업의 좋은 실적과 나쁜 실적이 cancel out되는 한계점이 있기에 과거 ROE변동성을 이용하여 분석을 실시하였다.

〈표 7〉 실현가능성 집단별 이연법인세차 이월결손금의 교차변수 분석결과(N=897) (계속)

(Panel B) 종속변수 : MTB

모형	예상부호	모형 1		모형 2	
종속변수		High		Low	
변수		계수	p값	계수	p값
<i>Intercept</i>		0.003	0.996	0.502	0.031
<i>NOL</i>	+/-	0.256	0.048	0.278	0.107
<i>DTAD</i>	+	0.211	0.034	0.058	0.186
<i>IDTAD</i>	+	0.006	0.033	0.394	0.122
<i>LEV</i>	-	-0.770	0.131	-0.139	0.524
<i>SIZE</i>	+/-	0.030	0.133	0.025	0.003
<i>OCF</i>	+	0.007	0.839	0.036	0.002
<i>ROA</i>	+	0.012	0.981	-0.300	0.083
<i>MSH</i>	+/-	-0.001	0.452	-0.001	0.193
<i>FSH</i>	+	0.328	0.127	0.182	0.021
<i>RND</i>	+	1.409	0.057	0.538	0.005
<i>SGROW</i>	+	6.811	0.087	-0.034	0.983
<i>AD</i>	+	0.211	0.222	0.133	0.054
<i>YD</i>		2.272		0.558	
<i>ID</i>		포 함		포 함	
<i>F</i>		5.080	<.0001	4.340	<.0001
<i>Adj R-Sq</i>		0.096		0.092	

High : 과거 3년간의 ROE 변동성이 하위 33%에 속하는 기업

Low : 과거 3년간의 ROE 변동성이 상위 33%에 속하는 기업

그러나 미래 실현 가능성이 낮을 것으로 예상되는 집단(Low)의 경우 *TQ*로 측정된 기업가치와 *IDTAD*는 10% 수준에서 유의한 양(+)의 결과를 보이긴 했으나, *MTB*로 측정된 기업가치와는 유의한 결과를 보이지 않았다. 결론적으로 미래 실현 가능성이 높을수록 세무상 이월결손금으로 인한 세금절감 효과가 기업가치에 긍정적인 영향을 주고 있는 것으로 해석된다.

VI. 결론 및 한계점

본 연구는 세무상 이월결손금이 기업가치와는 어떠한 관련성을 가지는가를 검증함을 목적으로 진행하기 위하여 2000년부터 2005년까지 총 6개년 동안의 상장 비금융업체를 대상으로 감사보고서 주석 사항을 통하여 세무상 이월결손금 여부를 조사 및 수집하여 연구를 진행하였다. 2009년 1월 1일 이전에 발생한 세무상 이월결손금은 현행 규정상 향후 발생하는 과세소득의 범위 내에서 5년간 이월공제가 가능함으로써 상당부분 세금비용 절감 효과를 얻을 수 있다. 따라서 경영자들은 이러한 세무상 이월결손금을 통하여 세금비용을 절감효과를 이용하여 자산처분 의사결정 및 합병 등의 의사결정을 하기도 한다. 또한 세무상 이월결손금은 재무보고이익을 증대시킴에 따라 동반하여 증가하는 재무보고비용을 상당부분 감소시켜 줌으로써 재무보고이익과 세무보고이익의 상충관계를 완화시킬 수 있는 매우 유용한 수단이다.

이렇듯 세무상 이월결손금은 기업의 경영의사결정에 매우 중대한 관련성을 가지고 있음에도 불구하고 국내외적으로 아직까지 세무상 이월결손금에 대한 연구는 미흡한 실정이다. 특히나 세무상 이월결손금은 세금비용 절감 효과를 가지고 있기 때문에 미래 현금흐름의 현재가치를 증대시킬 수 있고, 그에 따라 기업가치에도 긍정적으로 작용할 수 있다. 물론 세무상 이월결손금의 존재 자체는 과거 기업의 실적이 좋지 않았음을 나타내는 지표가 되고, 그에 따라 미래 이익 및 기업가치를 측정함에 있어서 부정적인 영향을 줄 가능성이 존재한다. 즉 세무상 이월결손금은 세금비용 절감 효과라는 측정효과(Measurement Effect)와 미래 손실 발생 가능성에 대한 정보 효과(Information Effect)가 존재할 가능성이 있다. 따라서 이러한 대립된 효과에 대하여 투자자들은 어떻게 세무상 이월결손금의 효과를 판단할지는 실증상의 의문점이다.

따라서 본 연구에서는 첫째, 세무상 이월결손금과 기업가치가 어떠한 관련성을 가지고 있는가를 검증하기 위하여 가설을 설정하여 실증분석을 실시하였다. 분석 결과 Tobin's Q 및 장부가치 대 시장가치로 측정된 기업가치와 세무상 이월결손금은 유의한 양(+)의 관련성을 보였다. 즉 투자자들은 세무상 이월결손금을 미래 손실 가능성에 대한 정보로써 판단하기 보다는 미래 세금비용 절감효과에 대하여 보다 긍정적으로 평가하고 있는 것으로 판단된다.

둘째, 세무상 이월결손금으로 인하여 미래 세금비용 절감 효과를 얻기 위해서는 미래 실현가능성이 존재하여야만 한다. 따라서 세무상 이월결손금이 존재하는 기업 중에서 이연법인세 자산을 인식한 기업과 그렇지 못한 기업을 구분하여 분석을 실시하였다. 분석 결과 세무상 이월결손금과 이연법인세 자산 인식 여부의 교차변수가 기업가치와 유의한 양(+)의 관련성을 나타냈다. 즉 경영자의 판단에 따라 세무상 이월결손금의 미래 실현 가능성을 인식한 기업이 기업가치에 긍정적인 영향을 주고 있는 것으로 판단된다.

본 연구는 세무상 이월결손금과 기업가치와의 관련성을 보다 직접적으로 검증한 국내의 최초 연구라는 점에서 그 의의가 매우 클 것으로 판단된다. 앞에서도 언급하였던 것과 같이 세무상 이월결손금은 기업 경영의사결정에도 상당한 영향을 주고 있고, 또한 기업가치와도 관련성을 가지고 있다

는 점에서 추가적으로 다양한 관련 연구가 가능한 분야라고 판단된다. 그리고 본 연구를 진행함에 있어서 세무상 이월결손금의 미래 실현 가능성을 판단함에 있어서 자료 수집의 한계점으로 인하여 추가적인 분석이 이루어지지 못하였다. 또한 이연법인세 자산은 세무상 이월결손금이 존재하지 않더라도 다른 일시적 차이로 인하여 이연법인세 자산은 발생할 수 있습니다. 이를 정교하게 분석하기 위해서는 이연법인세 자산이 왜 발생하였는지를 일일이 자료를 구분하여 분석을 실시하여야 하고, 또한 이연법인세 자산뿐만 아니라 다른 일시적 차이로 인하여 발생한 이연법인세 자산이 존재하는 표본은 제거하여 분석을 실시하는 것이 가장 정교한 모형이라 할 것이다. 그러나 자료 수집상의 한계로 인하여 이연법인세 자산의 발생 원인에 대한 자료를 수집하지 못하였다. 이 점은 본 연구의 한계점이라 생각하고, 이러한 점은 추가적인 자료 수집을 통하여 실증분석을 보완할 필요가 있다고 판단된다.

참고문헌

- 김문태 · 고대영 · 위준복, 2008, “외국인 투자자와 감사위원회 설치 및 사외이사 특성이 기업가치에 미치는 영향”, 회계정보연구, 제26권 제3호 : 65 - 88.
- 김우택 · 장대홍 · 김경수, 1993, “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구”, 재무연구 제6호 : 55 - 75.
- 백원선 · 김상현, 2005, “미래법인세효과의 실현가능성, 감사품질 및 이연법인세자산의 가치관련성”, 회계학연구 제30권 제1호 : 99 - 120.
- 백원선 · 조현우, 2005, “이연법인세 자산에 대한 미래법인세효과의 실현가능성과 발생액의 질 및 이익 지속성”, 회계학연구 제30권 제2호 : 25 - 51.
- 박태승 · 권해숙, 2001, “이연법인세 정보유용성에 관한 연구”, 세무학연구 제18권 제1호 : 27 - 52.
- 신호영 · 조찬우, 2003, “이연법인세회계정보가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 회계정보연구 제19권 : 131 - 143.
- 신현한 · 이상철 · 장진호, 2004, “외부감시주체와 기업가치”, 재무연구 제17권 제1호 : 41 - 72.
- 전규안 · 박종일, 2008, “세무상 이월결손금과 이익조정에 관한 연구”, 회계학연구 제33권 제4호 : 33 - 75.
- 전성일 · 최 관, 2004, “이연법인세차의 실현가능성과 가치관련성”, 회계학연구 제29권 제4호 : 65 - 86.
- 최화섭, 2002, “이연법인세 가치관련성과 정보효과에 관한 연구”, 세무회계연구 제10권 : 25 - 42.
- Amir, E., 1999, Analysts' Interpretation and Investors' Valuation of Tax Carryforwards, *Contemporary Accounting Research* Vol.16 No.1 : 1 - 33
- Bebchuk, L. and A. Cohen, 2005, The costs of entrenched boards, *Journal of Financial Economics*, Vol.78 : 409 - 433
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam, 1998, The Effect of Audit Quality on Earning Management, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15 : 1 - 24.
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt. 1994. A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*. Vol 23 : 70 - 74.
- Cohn, J. B., 2007, Do Firms Invest Savings from Net Operating Loss Carryforward Tax Shields, working paper.
- Dechow, P., R. Sloan and A. Sweeney, 1995, Detecting Earning Management, *The Accounting Review* Vol. 70(2) : 193 - 225.
- DeFond, M. L. and C. Park, 1997, Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 23 : 115 - 140.
- Foster, G. 1986. *Financial Statement Analysis*. 2nd Edition. Prentice Hall. Englewood Cliffs, New Jersey.
- Gompers, P. J. Ishii and A. Metrick, 2003, Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118 : 107 - 155.
- Kennedy, P. A.(1992), *Guide to Econometrics*, Boston, The MIT Press, 3rd edition.
- Miller, G.S. and D.J. Skinner, 1998, Determinants of the valuation allowance for deferred tax assets under SFAS No. 109, *The Accounting Review* Vol. 73 : 213 - 233.

- Myers, S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. Vol. 5 : 147 – 175.
- Ramb, F., 2006, Corporate marginal tax rate, tax loss carryforwards and investment functions : Empirical analysis using a large German panel data set, working paper.
- Stulz, R. 1988. Managerial Control of Voting Rights : Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*. Vol 20 : 25 – 54.
- Waegenaere, A.D., R.C.Sansing, and J.L.Wielhouwer, 2003, Valuation of a Firm with a Tax Loss Carryover, *Journal of American Taxation Association* Vol 25, Supplement : 65 – 82.

An Empirical Study on the Tax Net Operating Loss Carry - forward and Firm Value

Yun-Sung Koh**

〈Abstract〉

The objective of this study is to examine whether there are relation between the tax net operation loss(NOLs) carry -forward and firm value. The companies can reduce tax expense by using NOLs. Because NOLs can carry forward to reduce taxable income for 10 years under Korean tax law. Therefore, the NOLs carry forward system is very useful method to reduce tax expense and the manager can decide when the manager uses the NOLs carry forward system.

This study included samples from companies listed on the Korean stock market analyzed over a six year period (2000 -2005). There are not many researches about NOLs, because the NOLs has not been extracted from database system. Therefore we have collected NOLs data by hand.

First, the result of this study indicated that there is a positive association between the NOLs and Firm value. These findings provide that the market or investors recognized that the NOLs is a very effective method to reduce tax expense and evaluated that the NOLs can afford positive affection on firm value. Second, a positive association between the NOLs and Firm value are dependent on the recognition of the deferred tax assets due to the NOLs. There is higher positive association when the possibility of realization on deferred tax assets due to the NOLs is high than when the possibility of realization on deferred tax assets due to the NOLs is low.

<Key words> NOLs, Firm value, Deferred tax asset

* Full-time lecturer, Department of accounting and taxation, Kyonggi University