

기업의 조세전략에 대한 회사채 시장의 반응에 관한 연구*

허경선** · 김응길*** · 두서영****

<요 약>

본 연구는 기업의 조세전략에 대한 채권자들의 평가를 분석하고자 회사채 발행수익률과 기업의 조세회피 성향과의 관련성을 분석하였다. 또한 기업의 조세전략의 일관성에 따라 그 관계가 차별적인지 살펴보았다. 실증분석은 2003년부터 2011년까지 유가증권 및 코스닥 시장 상장법인을 대상으로 분석하였다.

가설1 검증결과, 기업의 조세회피 수준과 회사채 스프레드는 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 이는 기업의 조세회피 정도가 클수록 미래 현금흐름의 불확실성이 높아지고 재무정보의 불투명성 등 비조세비용이 증가하여 채권 투자자들의 요구수익률이 더욱 높아지는 것으로 해석할 수 있다.

가설2 검증결과 일관성 있는 조세전략을 수립한 기업의 경우에는 조세회피와 회사채 스프레드 간 양(+)의 관계가 완화되는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업이 일관성 있는 조세전략을 실행할 때 채권 투자자들은 기대현금흐름의 변동성을 낮게 평가한다는 것을 의미한다. 결국 기대현금흐름의 변동성이 낮아 채권 투자자의 미래 기대현금흐름에 대한 불확실성이 낮아지고 스프레드는 줄어드는 것으로 해석할 수 있다.

추가분석에서는 투자세액공제와 같은 세제혜택을 이용하여 세부담을 감소시킨 기업에 대해서는 채권 투자자들의 조세회피에 대한 부정적인 평가가 완화됨을 실증하였다. 이를 통해 채권 투자자들이 기업이 구사하는 조세전략의 성격을 고려함을 유추할 수 있다. 조세전략의 일관성을 측정함에 있어서 유효이자율 대신 보고이익차이를 활용한 분석도 진행하였다. 분석결과는 유효이자율을 활용한 가설2 검증 결과와 일관되었다.

본 연구의 실증분석 결과를 종합하면, 1997년 글로벌 금융위기 이후 위험에 민감한 국내 채권시장에서 회사채 투자자들은 발행 기업의 조세회피를 부정적으로 평가함을 알 수 있다. 하지만 회사채 발행 기업이 법인세납부액을 일관되게 유지하거나 세법에서 제공하는 세제혜택 기회를 활용하여 세부담을 줄일 때 조세회피에 대한 부정적인 평가가 완화되었는데, 이는 일관되고 위험이 낮은 조세전략을 통해 기업의 자본조달비용을 낮출 수 있음을 시사한다.

〈주제어〉 조세전략, 조세회피, 회사채 수익률, 조세회피의 일관성

* 본 논문의 개선에 여러 유익한 조언을 주신 익명의 세 심사위원님께 진심으로 감사드립니다.

** 강남대학교 글로벌경영학부 조교수, kyongsun.heo@kangnam.ac.kr, 주저자

*** 숭실대학교 회계학과 조교수, egilkim@ssu.ac.kr, 교신저자

**** 강남대학교 경제세무학과 조교수, sydoo@kangnam.ac.kr, 공동저자

논문접수일 2018년 11월 12일 1차수정일 2019년 3월 31일 게재확정일 2019년 5월 14일

I. 서 론

기업의 조세회피(corporate tax avoidance) 의사결정을 주식시장 참여자들이 어떻게 평가하는지에 관해 현재까지 다수의 연구가 이루어져 왔다. 조세회피는 기업의 대표적 비용인 법인세 부담을 감소시켜 세후현금흐름을 증가시키기 때문에 기업가치 극대화를 추구하는 주주들은 기업의 조세회피 의사결정을 긍정적으로 평가할 수 있다. 하지만 조세회피로 인해 조세전략 수립 비용, 향후 세무조사 가능성 증대 등 직접적인 비용이 발생할 뿐만 아니라, 재무보고 비용, 정보품질의 저하, 부정적 평판 등 간접적인 비용(non-tax cost)이 발생하기 때문에 선행연구는 실제로 주주가 기업의 조세회피 의사결정에 대해 어떻게 반응하는지에 관해서 혼재된 결과를 보고한다.

한편, 기업의 조세회피에 대한 자본시장의 반응을 분석한 선행연구들은 대부분 주식시장 연구를 기반으로 하고 있으며, 부채시장에서 채권자들의 반응을 분석한 연구는 매우 제한적이다(Hanlon and Slemrod 2009 ; Wilson 2009 ; Koester 2011 ; Shevlin 2012). 이에 본 연구는 공적부채시장(public debt market)에서 기업의 조세회피와 회사채 발행 수익률(corporate bond offering yield)과의 관계를 검증함으로써 기업의 조세회피에 대한 채권자들의 평가를 분석하고자 한다. 또한 기업이 조세전략을 일관되게 수행하는 경우 그렇지 않은 경우와 비교하여 조세회피에 대한 채권자들의 평가가 달라지는지를 함께 분석한다.

자본시장 참여자로서 주주와 채권자 사이에는 기업 자원의 최적 배분(optimal mix of assets)을 저해하는 부채의 대리인 문제가 존재한다. 기업의 잔여지분에 대한 청구권을 가지는 주주와는 달리 채권자는 채권의 원리금에 대한 청구권만을 가지기 때문에, 경제성 있는 동일한 투자안에 대해서 두 투자자 집단의 평가는 다를 수 있으며 서로 이해상충 문제가 발생하게 된다. 이러한 관점에서 기업의 조세회피에 대한 채권자들의 평가는 주주의 경우와는 차별적으로 나타날 수 있다. 조세회피에 대한 부채 투자자들의 반응을 분석한 선행연구는 조세회피와 타인자본비용과의 관계를 검증함으로써 채권자들이 기업의 조세회피에 대해 긍정적으로 반응한다는 연구 결과를 보고하고 있다(Lim 2011 ; Lisowsky et al. 2011 ; Kim et al. 2010). 이들 연구는 재무제표에 표시된 이자비용을 이용하여 총 금융부채의 조달비용을 분석하거나, 은행차입 시점의 스프레드를 이용하여 차입원가를 측정함으로써 사적 부채의 조달비용을 고려하였다. 미국 시장을 대상으로 한 Shevlin et al. (2013)은 공적 부채를 대상으로 조세회피와 회사채 수익률의 관련성을 보고하고 있으나, 미국 채권시장과 성격이 다른 국내 채권시장에서 채권자들의 조세회피에 대한 평가와 그 원인에 대한 연구는 미흡한 실정이다.

채권자 관점에서 기업의 조세회피 의사결정을 세후현금흐름을 증가시켜 기업가치 증대로 이어진다는 신호로 인식할 경우 조세회피를 긍정적으로 평가할 수 있다. 반면, 이러한 현금흐름의 증가가 채권자들의 부의 증가로 이어지지 않는다고 인식하거나 오히려 조세회피가 영업위험, 정보비대칭 및 대리인비용을 증가시켜 미래현금흐름에 불확실성을 가져온다고 인식하는 경우 더

높은 수익률을 요구할 수 있다. 즉, 주주의 관점에서 공격적인 조세회피를 통한 세부담의 감소가 기업가치를 높이는 긍정적인 의사결정인 경우에도, 이러한 조세회피 행위가 채권자로부터 주주에게로 부의 이전을 초래할 가능성이 높은 것으로 평가된다면 채권자는 조세회피 행위를 부정적으로 평가하여 더 높은 수익률을 요구할 것이다.

미국 채권시장과 비교해 볼 때 우리나라 채권시장은 1997년 글로벌 금융위기 이후 원리금 회수 가능성에 대한 투자자들의 우려로 우량 회사채에 대한 수요는 크지만 투자등급 이하(speculative grade)의 채권은 투자가 이루어지지 않는, 이른바 신용등급에 따른 양극화 현상이 심한 상황이다. 이러한 상황을 고려해 볼 때, 채무불이행 위험에 민감한 국내 채권 투자자들은 조세회피로 인한 미래 현금흐름의 변동성을 더욱 민감하게 해석하고 부정적으로 평가할 수 있다. 특히 회사채 투자자들의 경우 부채약정을 통해 직접적인 모니터링이 가능한 사적부채 투자자에 비해 기업의 사적정보에 대한 접근성이 낮으며, 이처럼 기업과 채권자 간 정보비대칭이 높은 상황에서 회사채 투자자들은 기업의 조세회피로 인한 위험의 증가 효과를 더 크게 평가할 수 있다. 이에 본 연구는 회사채 투자자들이 기업의 조세회피를 부정적으로 평가하는지를 검증하고자 한다.

또한 본 연구는 기업이 수행하는 조세전략의 일관성에 따라 채권 투자자들의 조세회피에 대한 반응이 차별적인지 살펴보고자 한다. 기업의 조세회피는 비과세채권에 투자하는 것에서부터 공격적인 조세회피(aggressiveness), 조세혜택거래(sheltering)에 이르기까지 다양한 방식으로 이루어질 수 있다(Hanlon and Heitzman 2010). 따라서 기업이 어떤 방식으로 세부담을 낮추는지에 따라 조세회피가 기대현금흐름과 위험에 미치는 영향이 차별적으로 나타날 수 있다. 기업이 조세회피 전략을 일관되게 구사한다면 조세 절감액의 지속성이 높아질 것이며, 회계이익의 지속성 또한 높아질 것이다(Chen et al. 2012). 즉, 기업의 일관된 조세회피 전략은 안정적인 세후현금흐름을 창출할 뿐만 아니라 재무보고 비용 등 비조세비용도 낮출 수 있다.

회사채 투자자들이 세무조사로 인한 미래 세후현금흐름의 변동, 이익 변동성 증가로 인한 재무보고 비용의 발생, 경영자의 사적이익 추구로 인한 대리인 비용의 발생 등을 고려하여 기업의 조세회피를 부정적으로 평가한다면, 일관성 있는 조세전략을 수립한 기업에 대해서는 조세회피의 위험을 차별적으로 평가하여 회사채 발행수익률에 반영할 수 있다. 즉, 조세회피 정도가 동일한 두 기업이라 할지라도 일관성 있는 조세회피를 수행한 기업의 경우 안정적인 미래현금흐름이 예상되며 재무보고 비용 등 비조세비용이 줄어들 수 있다. 이에 본 연구는 일관된 조세회피 전략이 채권 투자자들의 위험 평가에 긍정적으로 작용한지를 실증분석하고자 한다.

2003년부터 2011년까지 유가증권 및 코스닥 시장 상장법인을 대상으로 분석한 결과, 기업의 조세회피 수준과 회사채 스프레드가 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Shevlin et al.(2013)과 일관되게 기업의 조세회피 성향이 높을수록 미래 현금흐름의 불확실성이 높아지고 재무제표의 투명성이 저하되어 채권 투자자들의 요구수익률이 높아지는 것으로

해석할 수 있다. 또한, 조세회피의 일관성 정도에 따라 조세회피와 회사채 수익률의 관계가 차별적인지를 검증한 결과, 현금유효법인세율을 기초로 조세회피 수준과 일관성을 측정한 모형에서 조세회피의 일관성이 높을수록 조세회피와 회사채 수익률 간 양(+)의 관계가 완화되는 것으로 나타났다. 이는 회사채 발행 기업이 얼마나 일관되게 법인세납부액 수준을 유지하는지에 따라 채권 투자자들이 조세회피를 차별적으로 평가함을 보여주는 결과라 할 수 있다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 회사채 발행수익률을 이용하여 공적부채 투자자들이 기업의 조세회피를 어떻게 평가하는지를 분석하였다. 조세회피에 대한 자본시장의 반응을 분석한 선행연구들은 대부분 주식시장 연구를 기반으로 하고 있으며, 부채시장에서 채권자들의 반응을 분석한 연구는 매우 제한적이다. 기업의 조세회피에 대한 채권자의 반응을 분석한 선행연구는 사적 부채(private debt)만을 고려하거나 사적 부채와 공적 부채(public debt)에 대한 이자비용을 모두 포함하여 타인자본비용을 측정하였다. 동일한 채권 투자자라 하더라도 이들이 투자하는 채권이 사적부채인지 혹은 공적부채인지에 따라 투자자들의 수익과 하방위험(downside risk)의 비대칭 정도가 다르므로, 채권의 성격에 따라 기업의 조세회피로 인한 채권 투자자들의 한계 효익과 비용의 상대적 크기는 차별적일 것이다. 이에 본 연구는 기업의 사적정보(private information)에 대한 접근성이 떨어져 정보비대칭이 크다고 할 수 있는 공적부채 시장을 대상으로 조세회피에 대한 회사채 투자자들의 평가를 분석함으로써 선행연구를 확장하였다.

둘째, 본 연구는 회사채 투자자들이 투자대상 기업이 얼마나 일관되게 조세전략을 구사하는지를 요구수익률에 반영하고 있음을 실증적으로 보여주었다는 점에서 의의가 있다. 특히, 회사채 발행 기업이 법인세납부액을 얼마나 일관되게 유지하는지에 따라 회사채 스프레드가 차별적으로 나타난다는 본 연구의 결과는 일관된 조세전략을 통해 기업의 자본조달비용을 낮출 수 있음을 시사한다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구를 검토하고 연구가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 연구모형과 표본의 구성에 관해 설명하며, 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 보고한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 검토 및 연구가설 설정

1. 선행연구 검토

가. 조세회피와 자기자본비용 간 관계에 관한 연구

법인세는 기업 경영에 있어 현금 유출을 수반하는 대표적인 비용으로, 일반적으로 경영자는 법인세 부담을 줄이고자 하는 유인을 가지고 있다. 한편, 조세회피 의사결정은 기업의 법인세 납

부액을 감소시켜 세후현금흐름을 증가시키는 효익뿐만 아니라 조세전략 수립 비용, 세무조사 가능성 증가 등의 직접적인 비용에서부터 재무보고 비용, 정보품질의 저하, 부정적 평판 등의 간접적인 비용까지 다양한 비용의 발생을 수반한다. 이에 기업의 조세회피 의사결정을 투자자들이 어떻게 평가하는지에 관한 다수의 연구가 이루어졌다.

기업의 조세회피에 대한 자본시장의 반응을 분석한 선행연구는 주로 주식 투자자에 초점을 맞추었다. Hanlon and Slemrod(2009)는 기업의 공격적인 조세회피, 구체적으로 법인용 택스 셸터(corporate tax shelter)의 이용이 주가에 미치는 영향을 분석하였다. 주주의 관점에서 공격적인 조세회피를 통한 세부담의 감소는 기업가치를 높이는 긍정적인 의사결정일 수 있다. 한편, 공격적인 조세회피의 경우 추후 관세관청이 해당 조세전략을 부인할 가능성이 있으며, 기업의 평판을 훼손시키고 정치적 비용을 발생시켜 오히려 기업가치를 하락시킬 수 있다.

언론을 통해 택스 셸터의 이용이 보고된 미국 기업을 대상으로 실증분석한 결과, 택스 셸터 이용의 공시는 해당 기업의 주가에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 주식 투자자들이 기업의 공격적인 조세회피로 인한 효익보다 위험을 더 크게 평가함을 의미한다. 한편, 현금 법인세율이 높은 기업의 경우 택스 셸터 이용의 공시와 주식수익률 간의 음(-)의 관계가 약화되는 것으로 나타났는데, 이는 조세회피의 정도가 약한 기업이 택스 셸터를 통한 공격적인 조세회피 의사결정을 하는 경우 자본시장이 이를 긍정적으로 평가함을 의미한다.

Hanlon and Slemrod(2009)가 택스 셸터 이용이 발표된 시점을 기준으로 사건 연구(event study)의 방식을 이용한 것과 달리 Wilson(2009)은 기업의 택스 셸터 이용 기간 및 이용 전, 후 기간의 초과수익률을 분석하였다. 분석 결과, 기업지배구조가 우수한 기업의 경우 택스 셸터 이용은 초과수익률과 유의한 양(+)의 관계가 있으나, 기업지배구조가 취약한 기업의 경우에는 조세회피가 기업가치를 높이는 효과가 약화되는 것으로 나타났다.

Koester(2011)는 불확실한 절세 효과(uncertain tax position (UTP) 또는 unrecognized tax benefits (UTB))에 대한 주식시장의 반응을 분석하였다. 실증분석 결과, 주식 투자자들은 기업이 공시한 불확실한 조세회피 금액을 긍정적으로 평가하는 것으로 나타났는데, 이를 통해 투자자들이 UTP를 경영자의 효율적인 의사결정의 산물로 평가하고 당기의 조세 절감액이 향후에도 유지될 것으로 기대함을 유추할 수 있다. 다만, 불확실한 조세회피에 대한 주식시장의 긍정적 평가는 기업지배구조가 우수한 기업으로부터 비롯되는 것으로 나타났는데, 이는 투자자들이 기업지배구조가 취약한 기업에 대해서는 경영자의 적극적인 조세전략에 따른 효익이 자신들에게 귀속되지 않으리라 판단하는 것으로 해석할 수 있다.

위의 연구들이 기업의 조세회피에 대한 주식시장의 평가를 분석하기 위하여 조세회피와 기업 가치 혹은 주식수익률 간의 관계를 분석한 것에서 확장하여 이후의 연구들은 조세회피와 자기 자본비용 간 관계를 직접 분석하였다. Goh et al.(2016)은 위의 연구들이 공격적인 조세회피를 분석 대상으로 한 것과 달리 덜 공격적인 조세회피를 대상으로 하여 Lambert et al.(2007)의 모형

을 기초로 주주의 평가를 분석하였다. 조세회피는 기업의 세금 부담액을 감소시켜 미래 기대현금흐름을 증가시키며 이는 자기자본비용의 감소를 초래한다. 한편, 조세회피 전략을 실행하는 과정에서 기업의 영업위험이 증가하고 과세당국의 세무조사 가능성이 증가할 수 있으며, 경영자의 사적효익 추구 가능성이 증가함에 따라 미래 현금흐름의 분산 및 공분산이 증가할 수 있으며 그 결과 자기자본비용이 증가하게 된다. 기업의 잔여지분에 대한 청구권을 가지는 주주의 경우 채권의 원리금에 대한 청구권만을 가지는 채권자의 경우와 달리, 조세회피로 인한 기대현금흐름의 증가가 조세회피로 인한 위험의 증가를 상회한다면 주주 부의 증가를 초래할 수 있다. 실증분석 결과는 이들의 예측과 일관되게 조세회피 기업의 자기자본비용이 낮은 것으로 나타났다.

Cook et al.(2017)은 조세회피에 대한 투자자의 평가를 분석한 선행연구들이 기업의 현재 조세회피 수준을 고려하지 않음을 지적하고, 주주의 조세회피에 대한 평가는 기업의 조세회피 수준에 따라 차별적으로 나타남을 실증하였다. 이들은 기업의 실제 조세회피 수준이 투자자가 기대하는 수준을 하회하는 경우 투자자는 세 부담 감소 기회의 손실을 부정적으로 평가하며, 반대로 실제 조세회피 수준이 기대 수준을 상회하는 경우 투자자는 세무조사로 인한 추정세액의 발생 또는 평판 훼손으로 인한 수익성 악화 등을 부정적으로 평가할 것으로 예측하였다. 실증분석 결과, 기업의 조세회피 수준과 자기자본비용 간 관계가 비선형 볼록 함수의 형태로 나타났는데, 이는 기업의 실제 조세회피 수준이 주식 투자자들이 기대하는 조세회피 수준을 상회하거나 하회하는 경우 모두 자본시장에서 부정적으로 평가되고 있음을 의미한다.

위의 선행연구를 종합하면, 조세회피에 대한 주주의 평가는 기업이 채택한 조세회피 전략의 위험 정도, 현재 조세회피 수준, 기업 지배구조 등에 따라 차별적임을 알 수 있다. 즉, 이들 요인들에 따라 조세회피의 한계효익과 비용의 상대적 크기가 달라지고, 그 결과 주주에게 귀속될 것으로 예상되는 부의 크기가 달라지므로 조세회피에 대한 주식시장의 반응이 혼재되어 나타난 것으로 보인다.

나. 조세회피와 타인자본비용 간 관계에 관한 연구

기업의 잔여지분에 대한 청구권을 가지는 주식 투자자가 위험이 높은 조세회피 투자안을 선호할 유인이 있는 것과 달리, 채권의 원리금에 대한 청구권만을 가지는 채권 투자자의 경우 조세회피에 대한 평가가 주주의 경우와는 차별적으로 나타날 수 있다. 채권자 관점에서 기업의 조세회피 의사결정은 세후현금흐름을 증가시켜 채무불이행위험을 낮추는 긍정적 효과가 있지만, 조세회피로 인한 영업위험, 정보비대칭 및 대리인비용의 증가 등은 오히려 채무불이행위험을 높이는 부정적 효과가 있다. 다수의 선행연구가 조세회피에 대한 주주의 평가를 분석한 것과 달리, 조세회피에 대한 채권자의 평가를 분석한 연구는 제한적이다.

Lim(2011)은 한국기업을 대상으로 조세회피와 이자비용 간 관계를 분석하고, 조세회피 기업의 타인자본비용이 감소함을 보였다. 비부채 감세수단(non-debt tax shields)에 해당하는 조세회

피가 증가할수록 기업의 부채 사용은 감소한다. 이를 기초로 저자는 조세회피가 세부담을 감소시켜 여유자금을 증가시킬 뿐만 아니라 부채의 감세효과를 대체하여 신용상태를 개선시키며, 그 결과 타인자본비용을 감소시킨다고 주장하였다. 이와 유사한 논리를 기초로 Kim et al.(2010)은 미국 기업을 대상으로 조세회피 기업의 은행 차입금 조달비용이 하락하고 부채 약정(debt covenant)의 제한사항이 완화됨을 실증하였다. 이러한 결과는 은행이 기업의 조세회피로 인한 여유자금의 증가를 신용위험 측면에서 긍정적으로 평가함을 의미한다. Lisowsky et al.(2011) 역시 공격적인 조세회피 기업이 더 낮은 이자비용을 보고함을 실증하였다.

위의 선행연구는 기업의 조세회피에 대한 채권자의 반응이 긍정적이라는 유사한 실증분석 결과를 보고하였지만, 분석대상이 되는 타인자본비용의 범위에서는 차이가 있다. Lim(2011)과 Lisowsky et al.(2011)은 재무제표에 표시된 이자비용을 이용하여 차입원가를 측정하였는데, 이는 은행 차입과 같은 사적부채(private debt)와 채권 발행과 같은 공적부채(public debt)에 대한 이자비용을 모두 포함하는 금액이다. 이들과 달리 Kim et al.(2010)은 은행으로부터 차입하는 시점의 스프레드를 이용하여 차입원가를 측정함으로써 사적부채의 조달비용만을 고려하였다.

한편, Shevlin et al.(2013)은 조세회피가 공적부채의 조달비용에 미치는 영향과 그 경로를 분석하였다. 회사채 투자자의 관점에서 조세회피에 대한 평가는 기업의 조세회피 의사결정으로 인한 긍정적 효과와 부정적 효과의 상대적 크기에 따라 달라질 것이다. 이들은 조세회피의 긍정적 효과를 세후현금흐름의 증가로 인한 채무상환능력의 향상으로 설명하고, 부정적 효과를 세무조사 및 경영자의 사적효익 추구 가능성 증가로 인한 미래 현금흐름의 불확실성 증가와 조세회피를 위한 복잡한 거래 및 불투명한 보고로 인한 회계정보의 질(information quality) 저하의 두 가지 측면에서 설명하였다. 실증분석 결과, 조세회피 기업이 발행한 회사채의 발행수익률(bond offering yield)이 유의하게 높고, 이러한 결과가 회계정보의 질을 통제한 후에도 유효함을 실증하였다. 이는 회사채 투자자들이 기업의 조세회피를 부정적으로 평가하며, 이는 조세회피로 인한 미래 현금흐름의 불확실성 증가가 당해 채권 원리금의 회수에 부정적 영향을 미칠 것이라는 평가에서 기인한 것임을 의미한다.

이처럼 기업의 조세회피에 대한 채권자의 평가는 부채의 성격에 따라 상반된 결과를 보고하고 있다. 은행과 회사채 투자자 모두 비대칭적 보상(asymmetry payoffs)을 받는 채권자라 할지라도 이들의 수익과 하방위험(downside risk)의 비대칭 정도는 상이할 수 있다. 한편, 동일한 채권자 그룹 내에서도 조세회피 전략의 성격 등 다양한 요인에 따라 조세회피로 인한 한계효익과 비용의 상대적 크기가 달라질 수 있다. 이에 본 연구는 조세회피 전략의 위험 정도 등을 고려하여 조세회피에 대한 채권자의 평가를 분석함으로써 선행연구를 확장하고자 한다.

국내의 대표적인 연구들을 정리하면 다음과 같다. 조세회피가 신용평점에 미치는 영향을 살펴본 선행연구들을 통해 타인자본비용에 미치는 영향을 가늠할 수 있다. 먼저 조세회피가 신용평점에 부정적인 영향을 미친다는 연구들이 있다. 권순창 등(2009)은 보고이익의 차이가 클수록

신용평점에 부정적인 영향을 주고 있음을 실증했다. 특히 일시적 차이로 인한 영향이 보다 강함을 제시했다. 박종일과 지승민(2016)은 공격적인 세무보고 행태가 회사채 신용등급에 미치는 영향을 살펴보았다. 저자들은 공격성이 높은 것을 부정적으로 해석하여 신용등급에 부정적인 영향을 주고 있다고 제시했다. 이광숙과 기은선(2016)은 세무조사 추정세액을 공시한 기업들의 조세회피와 비조세비용을 분석한 결과, 장기세무조사 기업들의 신용평가점수가 상대적으로 부정적임을 실증했다.

반대로 조세회피가 신용평점에 긍정적인 영향을 미친다는 연구들도 있다. 문예영 등(2011)은 조세회피로 인한 절세효과가 반전효과보다 크다는 관점에서 이월결손금과 보고이익 차이가 신용평점과 양(+)의 관계에 있다는 결과를 제시했다. 정현욱과 변선영(2016)은 조세혜택이 회사채 신용등급을 높이는 요인으로 작용함을 제시했다.

2. 연구가설 설정

기업의 합리적인 세무전략으로서 조세회피 행위는 기업의 세부담을 감소시켜 세후현금흐름을 증가시킨다. 하지만 기업의 조세회피에 대한 투자자들의 평가를 검증한 선행연구는 조세회피 행위에 대한 자본시장의 반응에 관해 혼재된 결과를 보고하고 있다. 이는 조세회피에 따른 법인세비용 감소가 투자자에게 귀속되는 미래현금흐름을 증가시키는 긍정적인 역할을 함에도 불구하고, 조세회피가 다양한 비조세비용(non-tax cost)을 수반하기 때문인 것으로 알려져 있다.

선행연구에 따르면 조세회피는 향후 세무조사 가능성을 높이는 등 조세위험을 증가시키고, 경영자 사적이익 추구 가능성을 증대시켜 대리인비용을 증가시키는 등의 비조세비용을 발생시킨다(Wilson 2009 ; Dhaliwal et al. 2009). 그뿐만 아니라, 조세회피는 재량적 발생액을 증가시키고 재무제표의 투명성을 저하함으로써 재무보고의 질 하락을 야기한다(Frank et al. 2009 ; Kim et al. 2011 ; Desai and Dharmapala 2006). 조세회피와 관련된 비조세비용이 조세회피로 인한 효익보다 크게 작용한다면, 투자자들은 조세회피 기업에 대해 부정적으로 평가할 수 있다.

조세회피에 대한 투자자들의 평가를 본 대부분의 선행연구는 주식 투자자들에게 초점이 맞추어져 있다. 기업의 잔여지분 청구권을 가지는 주식 투자자와는 달리 채권 투자자들은 채권의 원리금에 대한 청구권만을 가진다. 또한, 기업의 도산 시 채권 투자자들은 주주보다 우선하여 기업의 자산에 대한 청구권을 가진다. 이처럼 두 투자자 집단의 보상함수는 다르며, 따라서 채권 투자자들은 기업의 조세회피에 대해 주식 투자자와는 상이한 평가를 할 수 있다.

한편, 동일한 채권 투자자라 하더라도 은행 차입금과 같은 사적부채(private loan) 투자자들은 기업의 사적정보에 대한 접근이 용이하며 부채약정을 통해 회사에 대한 직접적인 모니터링 기능을 수행할 수 있는 반면, 발행시장에서 회사채 투자자들은 상대적으로 기업의 사적정보에 대한 접근성이 떨어져 정보비대칭이 크다고 할 수 있다. 따라서 회사채 발행 시점에 채권 투자자

들의 기업의 조세회피에 대한 평가는 사적부채 투자자들과 동일하다고 단정할 수 없다.

회사채의 발행수익률은 자본시장에서 기업의 자본조달비용을 의미하는 것으로, 부채시장에서 기업에 대한 투자자들의 평가를 반영한다. 선행연구는 회사채 발행수익률에 영향을 미치는 요소로 발행기업(issuer)의 특성, 인수자(underwriter)의 특성, 시장 전반 상황(macro-economic) 등을 보고한다. 구체적으로, 발행기업의 특성은 회사채의 신용등급에 상당 부분 반영되어 채권가격 결정에 영향을 미치는데, 이중 기업의 채무불이행 위험(default risk)은 중요한 결정요소 중 하나이다.

이상의 논의를 살펴보면 기업의 조세회피에 대한 채권시장 투자자들의 반응은 다음과 같이 상반된 형태로 나타날 수 있다. 먼저 조세회피에 따른 기업의 법인세비용 감소는 세후현금흐름을 증가시킴으로써 기업의 채무불이행 위험을 감소시키기 때문에, 기업에 귀속되는 미래현금흐름에 더 관심을 가지는 회사채 투자자들은 조세회피 행위에 대해 긍정적으로 평가하여 회사채 발행 시점 발행수익률을 낮게 조정할 여지가 존재한다.

하지만 앞서 언급하였듯이 조세회피는 세무조사의 가능성 및 경영자의 사적효익 추구 가능성을 증대시키기 때문에 미래현금흐름의 불확실성을 높이는 부정적인 측면이 존재한다. 즉, 조세회피는 미래현금흐름의 변동성(volatility)을 높여 타인자본비용을 높이는 결과를 초래할 수 있다. 미국 채권시장을 분석대상으로 한 Shevlin et al.(2013)은 조세회피 기업이 발행하는 회사채 수익률이 높음을 보고하고, 그 원인을 조세회피에 따른 미래현금흐름의 불확실성 증가로 설명하고 있다.

국내 채권시장의 특성을 고려하여 살펴보더라도 기업의 조세회피에 대한 채권 투자자들의 반응은 상반될 수 있다. 국내 채권시장은 1997년 글로벌 금융위기(IMF) 이후 원리금 회수 가능성에 대한 투자자들의 우려로 우량 회사채에 대한 수요는 크지만, 투자등급 이하(speculative grade)의 채권은 투자가 이루어지지 않는, 이른바 신용등급에 따른 양극화 현상이 심한 상황이다. 이처럼 우량 회사채에 대한 투자가 큰 상황에서 우량 기업의 조세회피에 대해서는 한계비용을 낮게 인식하고 기업의 조세회피를 부정적으로 인식하지 않을 가능성도 존재한다. 반면, 우량 회사채에 대한 수요가 높다는 것은 국내 채권 투자자들이 미래 기대현금흐름의 변동성을 더욱 민감하게 보고 있음을 의미할 수도 있다. 이 경우 조세회피로 인한 기대현금흐름의 변동성 증가를 부정적으로 볼 유인이 있으므로 조세회피 기업에 대하여 부정적으로 평가할 수 있다.

종합하면, 기업의 조세회피에 대한 채권 투자자들의 반응은 조세회피에 따른 세후현금흐름의 증가가 가져올 채무불이행 위험의 감소 효과와 미래현금흐름의 변동성 증가 및 비조세비용에 따른 위험의 증가 효과의 상대적 크기에 따라 달라질 수 있다. 우량 회사채에 대한 투자 수요가 큰 국내 채권시장의 특성을 고려하더라도 국내 공모형 회사채 투자자들이 발행 기업의 조세회피에 대한 평가는 양방향 모두 가능하다. 이에 본 연구는 공적부채 투자자들이 기업의 조세회피를 어떻게 평가하는지를 실증적으로 검증하고자 다음과 같이 귀무가설의 형태로 가설 1을 설정한다.

가설 1 : 기업의 조세회피는 회사채 발행수익률과 유의한 관계가 없을 것이다.

가설 1에서는 회사채 투자자들이 기업의 조세회피가 가져올 효익과 위험 중 어느 요인을 더욱 중요하게 평가하는지를 검증하고자 하였다. 한편, 기업의 조세회피는 비과세채권에 투자하는 것에서부터 공격적인 조세회피(aggresiveness), 조세혜택거래(sheltering)에 이르기까지 다양한 방식으로 이루어질 수 있다(Hanlon and Heitzman 2010). 따라서 기업이 어떤 방식으로 세부담을 낮추는지에 따라 조세회피가 기대현금흐름과 위험에 미치는 영향이 차별적으로 나타날 수 있다. 조세회피에 대한 주식 투자자들의 평가를 분석한 선행연구는 기업이 채택한 조세회피 전략의 위험 정도, 현재 조세회피 수준에 따라 주식 투자자들의 반응이 다르게 나타남을 보고하였다.

기업이 조세회피 전략을 일관되게 구사한다면 조세 절감액의 지속성이 높아질 것이며, 회계 이익의 지속성 또한 높아질 것이다(Chen et al. 2012). 즉, 기업의 일관된 조세회피 전략은 안정적인 세후현금흐름을 창출할 뿐만 아니라 재무보고 비용 등 비조세비용도 낮출 수 있다. 이는 공격부채 투자자들이 조세회피 기업의 위험을 평가하는 데 영향을 미칠 수 있을 것이다.

만약 회사채 투자자들이 조세회피가 가져올 세후현금흐름의 증가라는 효익이 조세회피로 인해 추가되는 위험보다 더욱 큰 것으로 평가하여 기업의 조세회피를 긍정적으로 평가한다면, 일관성 있는 조세전략을 수립한 기업에 대해서는 조세회피로 인한 위험 대비 상대적 효익을 더욱 크게 평가할 수 있다. 이와 반대로 회사채 투자자들이 세무조사로 인한 미래 세후현금흐름의 변동, 이익 변동성 증가로 인한 재무보고 비용의 발생, 경영자의 사적효익 추구로 인한 대리인 비용의 발생 등을 고려하여 기업의 조세회피를 부정적으로 평가한다면, 일관성 있는 조세전략을 수립한 기업에 대해서는 조세회피의 위험을 차별적으로 평가하여 회사채 발행수익률에 반영할 수 있다. 즉, 조세회피 정도가 동일한 두 기업이라 할지라도 일관성 있는 조세회피를 수행한 기업의 경우 안정적인 미래현금흐름이 예상되며 재무보고 비용 등 비조세비용이 줄어들 수 있다.

따라서 본 연구는 일관된 조세회피 전략은 회사채 발행 기업의 조세회피에 대한 채권 투자자들의 긍정적 평가를 강화하고 부정적 평가를 완화할 것으로 예상하고, 조세회피의 일관성이 회사채 발행수익률에 미치는 영향을 다음과 같이 가설 2로 설정한다.

가설 2 : 기업의 일관성 있는 조세회피는 조세회피와 회사채 발행수익률 간 관계에 증분적인 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

III. 연구모형 및 표본 구성

1. 주요 변수의 측정

가. 회사채 수익률(스프레드 : SPREAD)

본 논문의 실증분석에서 종속변수로 활용한 회사채 스프레드는 기업이 발행한 개별 채권의 만기수익률(Current YTM)에서 무위험 수익률을 차감하여 산출하였다. 이때 무위험 수익률로는 한국은행에서 제공하는 국공채 수익률을 이용하였다.

개별 회사채의 만기와 무위험 수익률의 대응치인 국공채의 만기가 불일치하는 경우도 있다. 이 경우 다음과 같은 구간을 설정하여 국공채 수익률을 적절히 회사채의 만기에 대응하고자 했다. 만약 해당 회사채의 만기가 2년 미만일 경우 1년 만기 국공채 수익률을, 2년 이상 3년 이하일 경우 3년 만기 국공채 수익률을 대응하였다. 3년 초과 7년 이하 만기의 회사채에 대해서는 5년 만기 국공채 수익률을, 7년 초과 15년 이하 만기의 회사채에 대해서는 10년 만기 국공채 수익률을 차감하였다. 마지막으로 만기가 15년 이상인 회사채는 20년 만기 국공채 수익률을 차감하여 회사채의 스프레드를 계산하였다.

이와 같이 산출한 회사채 스프레드는 종속변인으로 활용되는 바, 독립변인과의 인과관계를 검증하기 위하여 차기($t+1$)의 값으로 적용한다. 즉, 조세회피 수준 및 기업특성 변수들은 당기(t) 값, 회사채 스프레드는 차기($t+1$) 값으로 측정하여 회사채 스프레드와 다른 변수 간의 인과관계를 명확히 알아보고자 한다. 단 통제변수로 포함한 회사채 만기의 경우 해당 회사채의 만기가 사용되어야 하므로 동일한 기간의 값을 사용한다.

나. 조세회피

본 연구는 기업의 조세회피 수준을 측정하고자 두 가지 방법을 활용한다. 먼저 유효법인세율(이하 *GAAPETR*)은 과거 5년 동안 포괄손익계산서 상 법인세비용을 5년 동안의 세전이익으로 나누는 값이다. 현금유효법인세율(이하 *CASHETR*)은 과거 5년간 법인세납부액을 추정하여 5년 동안의 세전이익으로 나누어 산정한다. 이때 법인세납부액은 당기법인세비용에 이연법인세자산의 당기 변동액을 더하고 이연법인세부채의 당기 변동액을 차감하여 산출하였다.

두 가지 조세회피 측정치는 각각 장점과 단점이 있다. 먼저 *GAAPETR*은 계산이 쉽고 자료의 제약이 덜하지만 과세 이연에 기반한 조세회피는 포착하지 못한다. 이에 반해 *CASHETR*은 실제 납부한 법인세액을 추정하므로 법인세납부액을 줄이기 위한 세무전략을 적절히 반영한다. 그러나 과거에 발생한 법인세가 당해 기간의 납부세액으로 포함될 수 있다(Dyrenge et al. 2008).

한편 세전이익이 음(-)의 값을 갖는 경우 법인세비용이나 납부액과 관련 없이 유효법인세율이 음(-)의 값으로 도출될 것이다. 그러므로 세전이익이 음(-)의 값을 갖는 관측치는 표본에서

제외했다. 반면 세전이익이 양(+)의 값을 갖지만 법인세비용이나 법인세납부액이 음(-)의 값을 가지는 경우에는 유효세율을 0으로 조정했다.

$$GAAPETR_{it}(\text{or } CASHETR_{it}) = \frac{\sum_{t=1}^5 (\text{법인세비용 or 법인세실제납부액})}{\sum_{t=1}^5 \text{세전이익}} \quad (1)$$

본 논문의 실증분석 단계에서는 모형(1)과 같이 산출한 유효법인세율을 동일 사업연도 및 동일 대분류 기준 산업 내 기업들의 총자산을 기준으로 조정하여 활용한다. 구체적으로, 연도별로 같은 산업에 속한 기업들을 총자산을 기준으로 5분위 그룹으로 구분하여 그룹별로 유효법인세율 및 현금유효법인세율의 평균값을 산출한 뒤 개별 기업의 유효법인세율 및 현금유효법인세율에서 차감하여 산업·규모조정 유효법인세율을 측정하였다.

다. 조세회피의 일관성

본 연구의 가설 2를 통해 조세회피 수준과 회사채 스프레드의 관계가 조세회피의 일관성에 따라 차별적인지 확인하고자 한다. 조세회피의 일관성을 측정하기 위하여 먼저 유효법인세율(*GAAPETR*) 및 현금유효법인세율(*CASHETR*)의 과거 5년 동안 표준편차를 산출한다. 이렇게 산출된 개별 기업의 조세회피 변동성을 동종 산업-연도 내에서 10등분 하였다.¹⁾ 따라서 순위가 높을수록 조세회피는 상대적으로 안정적인 경우를 의미한다. 또한 *Chen et al.*(2012)의 방법론을 기초로 보고이익 차이(*BTD*)의 과거 5년 동안 표준편차를 이용하여 조세회피의 일관성을 측정하고 추가분석에 활용한다.

2. 연구모형

본 논문의 목적은 회사채 발행기업의 조세회피 수준에 따라 회사채 스프레드가 차별적인지 살펴보는 데 있다. 또한 이러한 관계가 조세회피의 일관성에 따라 차이가 나타나는지 살펴보고자 한다. 이러한 가설을 검증하고자 다음의 회귀모형을 활용한다.

$$\ln SPREAD_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 TAXAVD_{it} + \alpha_2 RATING_{it} + \alpha_3 MAT_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \alpha_7 CFO_{it} + \alpha_8 LEV_{it} + \alpha_9 INT_{it} + \alpha_{10} KO_{it} + \Sigma YD + \Sigma IND + \epsilon_{it} \quad (2)$$

lnSPREAD = 사채의 스프레드, (개별 채권 만기수익률 - 해당 만기 국공채 수익률)의 자연로그 값 ;

TAXAVD = 산업·규모 조정 현금유효법인세율(또는 유효법인세율)에 -1을 곱한 값 ;

RATING = 채권의 신용등급 ;

1) 이때 산업은 한국표준산업분류 대분류 기준에 따라 구분하였다.

<i>MAT</i>	=채권의 만기 잔여연수 ;
<i>MTB</i>	=장부가치 대비 시장가치 비율 ;
<i>ROA</i>	=총자산수익률 ;
<i>CFO</i>	=영업활동으로 인한 현금흐름 ;
<i>LEV</i>	=부채비율 ;
<i>INT</i>	=무형자산 비중 ;
<i>KO</i>	=유가증권 상장법인이면 1, 아니면 0인 더미변수 ;
<i>YD</i>	=연도더미 ;
<i>IND</i>	=산업더미.

모형(2)는 가설 1을 실증하기 위한 회귀모형이다. 종속변수로는 회사채 스프레드의 자연로그 값을 활용한다. 스프레드는 통상 1 미만인 경우가 대부분이므로 원래 스프레드 값에 1을 더한 후 자연로그 형태로 변환했다. 주요 관심변수는 조세회피 수준(*TAXAVD*)으로 산업·규모조정 현금유효법인세율 및 유효법인세율에 -1을 곱한 값을 활용한다.²⁾ 만약 α_1 이 양(+)의 값을 나타낸다면 기업의 조세회피 수준이 높을수록 요구수익률이 높다는 것을 의미하며, 이는 채권 투자자들이 기업의 조세회피에 대해 부정적으로 반응함을 의미한다. 반면, α_1 이 음(-)의 값을 나타낸다면 기업의 조세회피 수준이 높을수록 요구수익률이 낮다는 것으로, 이는 채권 투자자들이 조세회피를 긍정적으로 평가함을 의미한다.

본 논문의 통제변수는 채권 특성을 통제하기 위한 변수와 개별 기업의 특성을 통제하기 위한 변수로 구성된다. 먼저 채권 특성과 관련된 통제변수는 다음과 같다. 우선 기업이 발행한 개별 채권에 대한 신용등급(*RATING*)을 추가하여 채권의 부도 위험을 통제하고자 했다. 채권의 만기(*MAT*)가 길수록 신용위험과 이자율의 변동성에 노출될 가능성이 크다. 그러므로 채권 스프레드와는 양(+)의 관계에 있을 것으로 예상한다.

개별 기업의 특성을 통제하는 변수는 다음과 같다. 먼저 기업규모(*SIZE*)가 클수록 안정적인 기업 운영이 이루어질 가능성이 크며 상대적으로 유리한 채권·채무계약을 유도할 수 있을 것이다. 즉, 채권 스프레드와 기업규모는 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상한다. 장부가치 대비 시장가치 비율(*MTB*)은 기업의 성장 가능성을 의미하므로 이 비율이 높을수록 높은 위험을 수반하는 전략이 이루어질 가능성이 있다(Bhojraj and Sengupta 2003). 이 경우 *MTB*는 스프레드와 양(+)의 관계를 가질 수도 있다. 반면, Fama and French (1995)는 높은 *MTB*가 지속적인 기업성공을 의미한다고 제시했으며, 이런 의미에서 *MTB*는 채권의 스프레드와는 음(-)의 관계를 가질 수도 있다.

총자산수익률(*ROA*)는 기업의 수익성을 통제하고자 포함하였으며, 스프레드와는 음(-)의 관

2) 일반적으로 유효세율이 작을수록 조세회피 수준이 높은 것으로 해석한다. 그러므로 채권 투자자들이 기업의 조세회피를 부정적(긍정적)으로 평가한다면 유효세율이 작을수록 채권 수익률은 높아진다(낮아진다). 본 연구는 해석의 편의를 위해 유효세율에 -1을 곱한 값으로 조세회피의 정도를 측정하였다.

계를 예상한다. 영업활동으로 인한 현금흐름(*CFO*)의 비중이 높을수록 채무의 상환 가능성이 안정적이므로, 채권 스프레드와 음(-)의 관계에 있을 것으로 예상한다. 부채비율(*LEV*)이 높을수록 기업의 재무적 부담이 높다는 것을 의미하며, 스프레드와 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상한다. 무형자산 비중(*INT*)은 기업의 총자산 중 무형자산이 차지하는 비중을 의미한다. 무형자산 또한 담보자산으로 활용될 수 있으므로(Loumioti 2012), 채권 스프레드와 음(-)의 관계가 있을 수 있다. 반면 무형자산의 비중이 높은 기업은 영업의 안정성이 상대적으로 낮을 수 있으므로 채권 스프레드와 양(+)의 관계 또한 있을 수 있다. 마지막으로 상장시장 더미변수(*KO*)를 모형에 추가하여 시장별 차이로 인한 채권 스프레드의 차이를 통제하고자 했다.

모형(3)은 가설 2를 실증하기 위한 회귀모형이다. 가설 1에서 검증한 조세회피 수준과 회사채 스프레드의 관계가 조세전략의 일관성 정도에 따라 차별적인지를 살펴보기 위하여 모형(2)를 기초로 조세회피의 일관성(*TAXCON*) 변수를 추가하였다. 본다. 모형(3)의 주요 관심변수는 조세회피의 수준(*TAXAVD*)과 조세회피의 일관성(*TAXCON*)의 상호작용항이다. 만약 α_2 가 음(-)의 값을 나타낸다면 기업의 조세전략이 일관적인 경우 그렇지 않은 경우와 비교하여 조세회피로 인한 요구수익률 증가가 상대적으로 적다는 것을 의미한다.

$$\begin{aligned} \ln SPREAD_{it+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 TAXAVD_{it} + \alpha_2 TAXAVD_{it} * TAXCON_{it} + \alpha_3 TAXCON_{it} \\ & + \alpha_4 RATING_{it} + \alpha_5 MAT_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 MTB_{it} + \alpha_8 ROA_{it} \\ & + \alpha_9 CFO_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} INT_{it} + \alpha_{12} KO_{it} \\ & + \Sigma YD + \Sigma IND + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

lnSPREAD = 사채의 스프레드, (개별 채권 만기수익률 - 해당 만기 국공채 수익률)의 자연로그 값 ;

TAXAVD = 산업 · 규모 조정 현금유효법인세율(또는 유효법인세율)에 -1을 곱한 값 ;

TAXCON = 조세회피의 일관성, 기업의 지난 5년간 유효이자율(*GETR*, *CTER*)의 표준편차를 10등분한 값(클수록 일관성(변동성)이 높음(낮음)을 의미)

RATING = 채권의 신용등급 ;

MAT = 채권의 만기 잔여연수 ;

MTB = 장부가치 대비 시장가치 비율 ;

ROA = 총자산수익률 ;

CFO = 영업활동으로 인한 현금흐름 ;

LEV = 부채비율 ;

INT = 무형자산 비중 ;

KO = 유가증권 상장법인이면 1, 아니면 0인 더미변수 ;

YD = 연도더미 ;

IND = 산업더미.

3. 표본 선정

다음의 <표 1>은 본 연구에서 활용한 표본의 선정 과정을 나타낸다. 표본기간은 2003년부터 2011년까지이며, 이 기간에 유가증권 및 코스닥 시장에 상장된 비금융업을 영위하는 기업 중 공모형 회사채를 발행한 기업을 대상으로 이들 기업이 발생한 회사채 수준(bond level)의 표본을 구성하였다.³⁾

수집된 발행 채권은 총 7,101건이고, 유효법인세율을 추정하기 위하여 세전이익이 음(-)이거나 과거 5년의 법인세율 자료를 획득할 수 없는 5,737건을 표본에서 제외하였다. 이후 채권 발행 기업의 결산월이 12월이 아닌 38건과 채권 특성변수 및 발행 기업 특성변수가 결측인 325건을 제외했다. 회귀분석에 사용된 최종 표본은 1,001건이다.

<표 1> 표본 선정

2003년부터 2011년까지 금융업을 제외한 상장기업이 발행한 회사채 총수	7,101
– 세전이익이 음(-)인 경우 및 과거 5년 치 유효세율 정보의 결측으로 인해 조세회피 측정치의 추정이 불가능한 표본 제외	(5,737) =1,364
– 결산월이 12월이 아닌 경우 제외	(38) =1,326
– 기타 통제변수가 결측인 경우 제외	(325) =1,001
= 총 표본	1,001

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량 및 상관관계 분석

<표 2>는 주요 변수의 기술통계량을 나타낸다. [PANEL A]는 회사채 기준의 기술통계량을 나타내며 [PANEL B]는 회사채를 발행한 기업/연도 기준의 기술통계량을 나타낸다.

3) 따라서 한 기업이 동일 연도에 여러 건의 회사채 발행 실적이 있는 경우 회사채 발행 건별로 별개의 관측치로 표본에 포함된다. 이 경우 기업 수준(firm level)의 특성 변수가 회귀분석에 중복되어 사용되는 문제를 완화하기 위하여 회귀계수의 표준오차를 산정할 때 기업별 클러스터링(firm clustering) 기법을 이용하였다(Petersen 2009).

〈표 2〉 기술통계량

[PANEL A] : 채권 기준 기술통계량						
VAR.	N	MEAN	P25	P50	P75	STD.
[회사채 특성 변수]						
<i>RF</i>		0.020	0.006	0.011	0.025	0.023
<i>CURRENTYTM</i>		0.064	0.050	0.058	0.070	0.022
<i>SPREAD</i>		0.043	0.038	0.044	0.049	0.007
<i>lnSPREAD</i>		0.020	0.006	0.011	0.025	0.021
<i>RATING</i>		15.883	14.000	16.000	18.000	2.743
<i>MAT</i>		3.190	3.000	3.000	3.000	1.298
[조세회피 변수]						
<i>ADJGETR</i>		0.015	-0.025	0.000	0.054	0.119
<i>ADJCETR</i>		0.043	-0.072	0.000	0.081	0.340
<i>GAAPETR</i>	1,001	0.229	0.167	0.229	0.277	0.167
<i>CASHETR</i>		0.220	0.122	0.201	0.285	0.274
[기업특성 변수]						
<i>SIZE</i>		28.618	27.773	28.657	29.551	1.322
<i>MTB</i>		1.249	0.585	0.963	1.610	0.980
<i>ROA</i>		0.039	0.008	0.036	0.076	0.062
<i>CFO</i>		0.048	0.006	0.050	0.097	0.085
<i>LEV</i>		0.565	0.503	0.580	0.645	0.126
<i>INT</i>		0.020	0.002	0.005	0.022	0.043
<i>KO</i>		0.944	1.000	1.000	1.000	0.230
[PANEL B] : 기업/연도 기준 기술통계량						
VAR.	N	MEAN	P25	P50	P75	STD.
<i>ADJGETR</i>		0.014	-0.024	0.003	0.057	0.121
<i>ADJCETR</i>		0.044	-0.076	0.000	0.090	0.337
<i>GAAPETR</i>		0.225	0.166	0.226	0.274	0.161
<i>CASHETR</i>		0.218	0.122	0.200	0.283	0.269
<i>SIZE</i>		28.277	27.221	28.253	29.363	1.461
<i>MTB</i>	465	1.328	0.609	0.984	1.670	1.081
<i>ROA</i>		0.047	0.014	0.044	0.080	0.058
<i>CFO</i>		0.059	0.013	0.055	0.105	0.080
<i>LEV</i>		0.539	0.463	0.560	0.633	0.130
<i>INT</i>		0.019	0.002	0.005	0.022	0.042
<i>KO</i>		0.912	1.000	1.000	1.000	0.284

RF =무위험 수익률, 각 채권의 만기에 따라 대응된 국공채 수익률; $CURRENTYTM$ =개별 채권의 만기수익률; $SPREAD$ =회사채의 스프레드, 개별 회사채의 만기수익률에서 만기에 대응하는 국공채 수익률을 차감한 값; $\ln SPREAD$ =회사채 스프레드의 자연로그 값; $RATING$ =회사채의 신용등급; MAT =회사채의 만기 연수; $ADJCETR$ =규모 조정 현금유효법인세율, 현금유효법인세율의 과거 5개년 동안의 평균값과 산업-연도 평균과의 차이; $ADJGETR$ =규모 조정 유효법인세율, 유효법인세율의 과거 5개년 동안의 평균값과 산업-연도 평균과의 차이; $CASHETR$ =과거 5년간 법인세 현금납부액 / 과거 5년간 세전이익; $GAAPETR$ =과거 5년간 법인세비용 / 과거 5년간 세전이익; $SIZE$ =총자산의 자연로그 값; ROA =총자산수익률; LEV =부채비율; MTB =장부가치 대비 시장가치 비율; CFO =영업활동에 의한 현금흐름; INT =무형자산 비중; KO =유가증권 상장법인이면 1, 아니면 0인 더미변수.

동일 기업/연도에서 복수의 회사채를 발행하는 경우가 있으므로 각각의 기술통계량을 별도로 제시한다. 후술하는 실증분석에서는 [PANEL A]의 표본을 기준으로 회귀분석을 한다.

먼저 [PANEL A]의 결과를 살펴보면 다음과 같다. 채권의 특성 변수로는 만기수익률(YTM), 만기에 따라 대응한 국공채 이자율(무위험 이자율, RF), 스프레드 값($SPREAD$), 회사채 신용등급($RATING$) 및 만기(MAT)가 있다. 국공채 이자율의 평균은 약 2%이며 회사채의 만기수익률은 평균 약 6.4%를 보여 평균 기준 4.4%의 차이를 보인다. 회사채 신용등급은 총 21등급까지 부여되며 등급이 높을수록 양호한 신용등급을 의미한다. 표본에 포함된 회사채의 평균 신용등급은 15.8점이다. 채권 만기의 평균은 3.19년이며, 만기가 3년인 경우가 대부분이다.

조세회피 변수인 산업·규모조정 유효법인세율과 산업·규모조정 현금유효법인세율은 평균 값이 각각 0.015와 0.043이며, 이는 표본에 포함된 기업의 조세회피 수준이 동일산업 내 기업들의 평균적인 조세회피 수준보다 높음을 의미한다. 두 측정치를 산출하기 위한 5년 유효법인세율($GAAPETR$)과 현금유효법인세율($CASHETR$)의 평균은 각각 22.9%와 22.0%를 나타내 선행연구의 결과와 크게 다르지 않음을 알 수 있다. 기업특성 변수는 대부분 회귀분석에서 통제 목적으로 활용한다. 대부분 평균값과 중위수가 유사함을 알 수 있다. 유가증권시장 상장 더미변수인 KO 는 평균 94.4%를 나타내 표본의 대부분이 유가증권 상장기업이 발행한 회사채임을 알 수 있다.

[PANEL B]는 기업/연도 기준 기술통계량을 나타낸다. [PANEL A]에서 제시한 총 1,001건의 회사채에는 한 기업이 발행한 복수의 채권도 포함되므로 [PANEL B]를 통해 통제변수의 기술통계량을 보다 명확히 제시한다. 5년 유효법인세율($GAAPETR$)과 현금유효법인세율($CASHETR$)의 평균은 각각 22.5%와 21.8%를 나타내고 있다.

<표 3>은 주요변수들 사이의 상관관계를 분석한 결과이다. 주요 관심변수를 위주로 살펴보면 다음과 같다. 산업·규모조정 유효법인세율($ADJGETR$)과 산업·규모조정 현금유효법인세율($ADJCETR$)은 회사채 스프레드와 모두 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 즉, 기업의 조세회피 수준이 높을수록 채권자들의 요구수익률이 높아지는 것을 알 수 있다. 채권 특성변수인 회사채 신용등급($RATING$)과 만기 연수(MAT)는 모두 회사채 스프레드를 낮추는 것으로 나타났다. 이는 신용등급이 높고 만기가 길수록 회사채에 대한 요구수익률은 낮아진다는 것을 의미한다.

〈표 3〉 상관관계 분석

	ADJGETR	ADJCETR	RATING	MAT	SIZE	MTB	ROA	CFO	LEV	INT	KO
<i>lnSPREAD</i>	0.159***	0.219***	-0.561***	-0.333***	-0.412***	-0.226***	-0.293***	-0.276***	0.266***	-0.026***	-0.378***
<i>ADJGETR</i>	1.000	0.392***	-0.227***	-0.115***	-0.221***	-0.006***	-0.214***	-0.123***	0.153***	0.078***	-0.030***
<i>ADJCETR</i>		1.000	-0.283***	-0.085***	-0.249***	-0.005***	-0.181***	-0.056***	0.162***	0.096***	-0.156***
<i>RATING</i>			1.000	0.403***	0.717***	0.273***	0.352***	0.365***	-0.448***	0.093***	0.340***
<i>MAT</i>				1.000	0.356***	0.078**	0.228***	0.297***	-0.236***	0.129***	0.072***
<i>SIZE</i>					1.000	0.068**	0.174***	0.182***	-0.108***	0.083***	0.406***
<i>MTB</i>						1.000	0.289***	0.251***	-0.046***	0.137***	-0.043***
<i>ROA</i>							1.000	0.552***	-0.483***	0.059*	0.016
<i>CFO</i>								1.000	-0.356***	0.199***	0.023
<i>LEV</i>									1.000	0.008	-0.029
<i>INT</i>										1.000	-0.097***

1) 변수의 정의는 <표 2>를 참조

2) */**/**은 각각 통계적 유의수준 10%/5%/1%를 나타낸다.

기업특성 변수 중 기업규모(*SIZE*)는 요구수익률을 낮추는 것으로 나타났다. 이것은 기업규모가 클수록 경영환경의 안정성이 높고 담보 여력 또한 높기 때문으로 해석할 수 있다. 장부가치 대비 시장가치 비율(*MTB*)은 스프레드와 음(-)의 상관관계를 나타내고 있는데, 채권 투자자들이 성장기회가 많은 기업을 긍정적으로 평가한다고 해석할 수 있다. 수익성(*ROA*)과 영업현금흐름 비율(*CFO*)은 회사채 스프레드와 음(-)의 상관관계가 있으며, 재무적 부담의 정도를 의미하는 부채비율(*LEV*)은 스프레드와 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

2. 회귀분석

<표 4>는 가설 1에 대한 회귀분석 결과를 나타낸다. 가설 1은 회사채 발행기업의 조세회피 수준이 회사채 스프레드에 어떠한 영향을 주는지 살펴보는 것이 목적이다. 모형(2)의 회귀분석 결과를 살펴보면 다음과 같다.

먼저 좌측은 산업·규모조정 유효법인세율을 조세회피의 대용치로 활용한 분석결과이다. *TAXAVD*의 회귀계수는 0.008로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 우측의 산업·규모조정 현금유효법인세율을 조세회피의 대용치로 활용한 분석 결과에서도 *TAXAVD*의 회귀계수는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 두 모형에서 모두 일관되게 기업의 조세회피 수준이 높을수록 회사채의 스프레드가 높아짐을 나타내고 있다. 이러한 결과는 기업의 조세회피 성향이 높을수록 미래 현금흐름과 성과에 대한 불확실성이 높아지고 재무제표의 투명성이 저하될 수 있으므로 회사채에 대한 투자자의 요구수익률이 높아지는 것으로 해석할 수 있다.

기타 통제변수에 관한 결과는 다음과 같다. 회사채 특성변수인 신용등급(*RATING*)은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값을 나타내고 있다. 신용등급의 값이 클수록 양호한 신용을 의미하므로, 이는 회사채의 신용등급이 높을수록 스프레드는 감소하는 것을 나타낸다. 만기(*MAT*)는 길수록 회사채 스프레드를 줄일 것으로 예상했으나 실증 결과 통계적인 유의성은 검증되지 않았다.

기업특성 변수 중 장부가치 대비 시장가치 비율(*MTB*)은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값을 가지는 것으로 나타나 성장 가능성이 높은 기업의 경우 회사채 스프레드가 감소한다는 것을 알 수 있다. 무형자산 비중(*INT*)은 10% 수준에서 유의한 양(+)의 계수값을 나타내고 있다. 즉, 무형자산의 비중이 높을 경우 영업의 안정성이 낮을 수 있으며 이를 반영하여 회사채 스프레드는 증가함을 알 수 있다. 마지막으로 유가증권시장 상장 더미변수(*KO*)는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값을 가지는데, 이는 코스닥 상장기업에 비해 유가증권시장 상장기업들에 대한 스프레드가 낮다는 것을 의미한다.

〈표 4〉 회귀분석 1

TAXAVD	ADJGETR	ADJCETR
Variable	Estimate (t Value)	Estimate (t Value)
<i>Intercept</i>	0.088 (6.74)***	0.088 (6.78)***
<i>TAXAVD</i>	0.008 (2.28)**	0.003 (2.01)**
<i>RATING</i>	-0.004 (-13.09)***	-0.004 (-12.78)***
<i>MAT</i>	0.0001 (0.23)	0.000 (0.16)
<i>SIZE</i>	0.001 (1.17)	0.001 (1.05)
<i>MTB</i>	-0.001 (-2.90)**	-0.001 (-2.93)**
<i>ROA</i>	0.015 (1.42)	0.016 (1.50)
<i>CFO</i>	-0.001 (-0.23)	-0.003 (-0.44)
<i>LEV</i>	0.001 (0.17)	0.001 (0.19)
<i>INT</i>	0.020 (1.77)*	0.020 (1.75)*
<i>KO</i>	-0.017 (-4.98)***	-0.017 (-4.80)***
<i>IND&YD</i>	INCLUDED	INCLUDED
ADJ. R ²	0.6008	0.6015
N	1,001	1,001

1) 위 표는 기업의 조세회피 수준과 회사채 스프레드의 관계를 알아보기 위한 다음의 연구모형을 회귀분석한 결과를 나타낸다.

$$\ln SPREAD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TAXAVD_{it} + \alpha_2 RATING_{it} + \alpha_3 MAT_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \alpha_7 CFO_{it} + \alpha_8 LEV_{it} + \alpha_9 INT_{it} + \alpha_{10} KO_{it} + \Sigma YD + \Sigma IND + \epsilon_{it}$$

2) 변수설명

TAXAVD=조세회피 측정치 ;

그 외 변수의 정의는 <표 2>를 참조

3) 위 회귀분석의 표준오차(Standard error)는 기업별 클러스터링(Clustering) 기법을 바탕으로 산출했다.

4) */**/**은 각각 통계적 유의수준 10%/5%/1%를 나타낸다.

<표 5>는 조세회피의 일관성에 따라 조세회피와 회사채 스프레드의 관계가 차별적인지 살펴보는 가설 2에 대한 실증결과를 나타낸다. 조세회피의 일관성(*TAXCON*)은 회사채 발행기업의 과거 5년 동안의 유효법인세율(*GETR*, *CETR*)의 표준편차를 기초로 동종 산업-연도 내 10분위수로 측정하였으며, 등급이 높을수록 일관성이 높음을 의미한다.

가설 검증을 위한 주요 관심변수는 조세회피 측정치와 조세회피 일관성의 상호작용항이다. 유효법인세율을 활용한 좌측의 결과는 상호작용항의 회귀계수가 유의하지 않음을 보여준다. 반면 현금유효법인세율을 활용한 우측의 결과에서 상호작용항은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수를 가지는 것으로 나타났다. 앞서 가설 1의 실증 결과는 회사채 발행 기업의 조세회피는 미래 현금흐름의 불확실성을 증가시켜 회사채 스프레드에 부정적인 영향을 주는 것으로 해석할 수

있다. 하지만 만약 회사채 발행기업이 일정한 조세회피 수준을 일관되게 유지한다면 조세회피로 인한 스프레드 증가 효과는 다소 감소할 것이다. 이러한 맥락에서 위 결과를 분석하자면 채권 투자자들은 손익계산서의 법인세비용보다 현금 유출을 수반하는 법인세납부액이 얼마나 일관적 인지에 상대적으로 민감하게 반응한다고 해석할 수 있다. 법인세비용의 일관성이 유의하지 않은 결과를 보인 것에 대해서는 추가분석을 통해 재확인하고자 한다.

〈표 5〉 회귀분석 2

TAXAVD Variable	ADJGETR Estimate (t Value)	ADJCETR Estimate (t Value)
<i>Intercept</i>	0.088 (6.72)***	0.089 (6.83)***
<i>TAXAVD</i>	0.010 (2.67)***	0.005 (2.67)***
<i>TAXAVD*TAXCON</i>	-0.001 (-0.61)	-0.001 (-3.78)***
<i>TAXCON</i>	-0.002 (-2.69)***	-0.001 (-0.59)
<i>RATING</i>	-0.004 (-13.26)***	-0.004 (-12.66)***
<i>MAT</i>	0.000 (0.27)	0.000 (0.12)
<i>SIZE</i>	0.001 (1.34)	0.001 (0.93)
<i>MTB</i>	-0.001 (-2.98)***	-0.001 (-2.98)***
<i>ROA</i>	0.015 (1.39)	0.017 (1.60)
<i>CFO</i>	0.001 (0.07)	-0.001 (-0.25)
<i>LEV</i>	0.002 (0.47)	0.001 (0.40)
<i>INT</i>	0.019 (1.77)*	0.019 (1.71)*
<i>KO</i>	-0.017 (-4.83)***	-0.016 (-4.67)***
<i>IND&YD</i>	INCLUDED	INCLUDED
ADJ. R ²	0.6031	0.6040
N	1,001	1,001

- 1) 위 표는 기업의 조세회피 수준과 회사채 스프레드의 관계가 조세회피의 일관성에 따라 차별적인지 알아보기 위한 다음의 연구모형을 회귀분석한 결과를 나타낸다.

$$\ln SPREAD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TAXAVD_{it} + \alpha_2 TAXAVD_{it} * TAXCON_{it} + \alpha_3 TAXCON_{it} + \alpha_4 RATING_{it} + \alpha_5 MAT_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 MTB_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 CFO_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} INT_{it} + \alpha_{12} KO_{it} + \Sigma YD + \Sigma IND + \epsilon_{it}$$

- 2) 변수설명

TAXAVD=조세회피 측정치 ; *TAXCON*=기업의 조세회피의 일관성, 기업의 지난 5년간 연도별 유효법인세율(*GETR*, *CETR*)의 표준편차를 10등분한 값(클수록 일관성이 높음을 의미)

그 외 변수의 정의는 <표 2>를 참조

- 3) 위 회귀분석의 표준오차(Standard error)는 기업별 클러스터링(Clustering) 기법을 바탕으로 산출했다.
4) */**/**은 각각 통계적 유의수준 10%/5%/1%를 나타낸다.

통제변수에 관한 결과는 다음과 같다. 대부분의 통제변수는 <표 4>의 결과와 유사한 방향과 유의수준을 제시한다. 먼저 회사채 특성변수인 신용등급(RATING)은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값을 나타내고 있다. 만기(MAT)는 통계적인 유의성이 검증되지 않았다. 기업특성 변수 중 장부가치 대비 시장가치 비율(MTB)은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값, 무형자산 비중(INT)은 10% 수준에서 유의한 양(+)의 계수값을, 유가증권시장 상장 더미변수(KO)는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값을 나타내고 있다.

3. 추가분석

가설 2의 검증 결과를 나타낸 <표 5>에서 조세회피 대응치를 산업·규모 조정 유효법인세율(ADJGETR)로 활용한 모형의 결과는 가설을 지지하지 않았다. 추가분석에서는 조세회피의 일관성에 대한 정의를 변경하였을 경우 <표 5>의 결과와 차이가 있는지 살펴보았다.

<표 6>에서는 조세회피 변수의 표준편차가 작은 상위 3개 그룹에 대해서만 일관된 조세전략을 구사하는 것으로 정의한 더미변수(TAXCONDum)를 활용했다.

<표 6> 추가분석 1

TAXAVD Variable	ADJGETR Estimate (t Value)
Intercept	0.089 (6.76)***
TAXAVD	0.016 (3.21)***
TAXAVD*TAXCONDum	-0.016 (-2.10)**
TAXCONDum	-0.001 (-0.15)*
RATING	-0.004 (-13.12)***
MAT	0.000 (0.19)
SIZE	0.001 (1.19)
MTB	-0.001 (-2.61)***
ROA	0.014 (1.46)
CFO	-0.001 (-0.16)
LEV	0.001 (0.14)
INT	0.024 (2.12)**
KO	-0.017 (-4.89)***
IND&YD	INCLUDED
ADJ. R ²	0.6021
N	1,001

- 1) 위 표는 조세회피 수준과 회사채 스프레드의 관계가 조세회피의 일관성에 따라 차별적인지 알아보기 위한 다음의 연구모형을 회귀분석한 결과를 나타낸다.

$$\ln SPREAD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TAXAVD_{it} + \alpha_2 TAXAVD_{it} * TAXCONdum_{it} + \alpha_3 TAXCONdum_{it} + \alpha_4 RATING_{it} \\ + \alpha_5 MAT_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 MTB_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 CFO_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} INT_{it} \\ + \alpha_{12} KO_{it} + \Sigma YD + \Sigma IND + \epsilon_{it}$$

- 2) 변수설명

$TAXAVD$ =조세회피 측정치 ; $TAXCON$ =기업의 조세회피의 일관성, 기업의 지난 5년간 보고이익 차이(BTD)의 표준편차를 10등분한 후 7분위 그룹 이상일 경우 1, 아니면 0인 더미변수
그 외 변수의 정의는 <표 2>를 참조

- 3) 위 회귀분석의 표준오차(Standard error)는 기업별 클러스터링(Clustering) 기법을 바탕으로 산출했다.
4) */**/*은 각각 통계적 유의수준 10%/5%/1%를 나타낸다.

즉, 보다 높은 기준의 일관성을 적용할 경우 <표 5>의 결과에 차이가 있는지 살펴보았다. 분석결과 조세회피의 수준과 일관성 변수의 상호작용항의 회귀계수는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값으로 도출되었다. 즉, 부분적이지만 유효법인세율의 일관성 또한 발행기업의 조세회피 수준과 회사채 스프레드의 관계에 영향을 주는 것으로 해석할 수 있다.

<표 7>은 가설 1에서 검증한 조세회피와 회사채 스프레드의 관계가 유형자산 투자 비중에 따라 차별적으로 나타나는지 살펴본 결과이다. 우리나라 세법은 생산성 향상, 기술 개발 등의 투자를 국가적 차원에서 촉진하고자 조세특례제한법에서 투자세액공제와 같은 세제혜택을 제공한다. 세액공제의 요건을 충족하는 설비자산을 취득한 기업의 경우 기업의 경우 다른 조세회피 수단을 적극적으로 이용하지 않더라도 세액공제를 통해 유효법인세율 및 유효현금법인세율을 낮출 수 있다. 이와 같은 유형의 조세회피는 복잡한 거래의 설계 등을 통한 조세회피에 비해 그 위험이 낮다고 할 수 있다. 즉, 가설 1과 관련하여 투자세액공제 등과 같은 세제혜택을 이용한 조세회피에 대해서는 채권 투자자들의 부정적인 평가가 완화될 수 있다.

이를 검증하기 위하여 추가분석에서는 유형자산 증가액을 이용하여 투자세액공제 여부를 측정하고자 했다. 먼저, 유형자산 증가는 현금흐름표에 유형자산 취득금액 중 토지 취득, 건설중인 자산의 증가를 제외하고 건물구축물시설장치 취득, 기계장치 취득, 공구, 기구, 비품의 취득, 차량운반구 취득 항목을 기준으로 산출하였다. 이어서 더미변수($CHIPPE$)는 총 표본을 기준으로 전기 대비 당기 유형자산 증가 비율이 중위수를 넘을 경우 1, 아니면 0으로 측정했다. 주요 관심 변수는 조세회피 측정치($TAXAVD$)와 유형자산 증가 더미변수($CHIPPE$)의 상호작용항이다. 만약 예상처럼 유형자산의 취득과 관련하여 투자세액공제를 받아 유효법인세율이 낮게 측정된 경우라면 조세회피로 인한 회사채 스프레드의 증가 현상은 다소 완화될 것이다. 그러므로 상호작용항의 부호는 음(-)의 방향이 예상된다.

실증결과 좌측의 유효법인세율($ADJGETR$)을 활용한 모형에서 두 변수의 상호작용항의 계수는 -0.001로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타낸다. 유효법인세율 변수의 회귀계수는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보여 가설 1의 결과를 여전히 지지하는 것으로 나타났다. 우

측의 현금유효법인세율(*ADJCETR*)을 활용한 모형에서 두 변수의 상호작용항의 계수는 -0.006 으로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타낸다. 이 모형 역시 현금유효법인세율의 계수는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내어 가설 1을 지지한다.

〈표 7〉 추가분석 2

TAXAVD Variable	ADJGETR Estimate (t Value)	ADJCETR Estimate (t Value)
<i>Intercept</i>	0.121 (7.82)***	0.135 (8.85)***
<i>TAXAVD</i>	0.007 (2.04)**	0.003 (2.15)**
<i>TAXAVD*CHPPE</i>	-0.001 (-2.26)**	-0.006 (-2.45)**
<i>CHPPE</i>	0.001 (0.83)	0.001 (0.97)
<i>RATING</i>	-0.006 (-14.74)***	-0.006 (-16.84)***
<i>MAT</i>	-0.005 (-1.42)	-0.006 (-1.63)
<i>SIZE</i>	0.001 (1.67)*	-0.001 (1.53)
<i>MTB</i>	-0.001 (-0.96)	-0.001 (-1.17)
<i>ROA</i>	-0.007 (-0.74)	-0.010 (-1.04)
<i>CFO</i>	0.004 (0.55)	0.003 (0.41)
<i>LEV</i>	-0.019 (-3.59)***	-0.015 (-3.30)***
<i>INT</i>	-0.009 (-3.17)***	-0.008 (-3.14)***
<i>KO</i>	-0.015 (-4.54)***	-0.015 (-4.41)***
<i>IND&YD</i>	INCLUDED	INCLUDED
ADJ. R ²	0.6049	0.6091
N	1,001	1,001

1) 위 표는 조세회피 수준과 회사채 스프레드의 관계가 조세회피 방식에 따라 차별적인지 알아보기 위한 다음의 연구모형을 회귀분석한 결과를 나타낸다.

$$\ln SPREAD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TAXAVD_{it} + \alpha_2 TAXAVD_{it} * CHPPE_{it} + \alpha_3 CHPPE_{it} + \alpha_4 RATING_{it} + \alpha_5 MAT_{it} \\ + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 MTB_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 CFO_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} INT_{it} + \alpha_{12} KO_{it} \\ + \Sigma YD + \Sigma IND + \epsilon_{it}$$

2) 변수설명

TAXAVD=조세회피 측정치 ; *CHPPE*=유형자산 증가 비율이 전체 표본의 중위수 대비 높을 경우 1, 아니면 0인 더미변수 ;

그 외 변수의 정의는 <표 2>를 참조

3) 위 회귀분석의 표준오차(Standard error)는 기업별 클러스터링(Clustering) 기법을 바탕으로 산출했다.

4) */**/**은 각각 통계적 유의수준 10%/5%/1%를 나타낸다.

종합하면, 간접적이기는 하지만 유형자산의 증가 정도로 측정한 투자세액공제 적용 가능성이 높을수록 가설 1에서 살펴본 조세회피와 회사채 스프레드의 양(+)의 관계는 유의하게 완화됨을 알 수 있다.

<표 8>은 <표 5>에서 검증한 조세전략 일관성의 효과를 추가분석한 결과를 나타낸다. <표 5>는 유효법인세율을 바탕으로 조세전략의 일관성을 산출하였다.

〈표 8〉 추가분석 3

TAXAVD	ADJGETR	ADJCETR
Variable	Estimate (t Value)	Estimate (t Value)
<i>Intercept</i>	0.104 (8.65)***	0.103 (8.65)***
<i>TAXAVD</i>	0.003 (0.83)	0.007 (2.66)**
<i>TAXAVD*TAXCON</i>	-0.021 (-2.40)**	-0.006 (-1.94)*
<i>TAXCON</i>	-0.001 (-1.10)	-0.001 (-0.92)
<i>RATING</i>	-0.005 (-15.12)***	-0.005 (-14.88)***
<i>MAT</i>	0.003 (0.89)	0.003 (0.77)
<i>SIZE</i>	0.007 (1.30)	0.006 (1.22)
<i>MTB</i>	-0.001 (-2.97)***	-0.001 (-2.95)***
<i>ROA</i>	0.010 (1.10)	0.011 (1.17)
<i>CFO</i>	0.005 (0.93)	0.003 (0.53)
<i>LEV</i>	-0.003 (-0.86)	-0.004 (-0.91)
<i>INT</i>	-0.004 (-1.70)*	-0.004 (-1.64)
<i>KO</i>	-0.019 (-5.95)***	-0.018 (-5.86)***
<i>IND&YD</i>	INCLUDED	INCLUDED
ADJ. R ²	0.6031	0.6345
N	1,001	1,001

- 1) 위 표는 조세회피 수준과 회사채 스프레드의 관계가 조세회피의 일관성에 따라 차별적인지 알아보기 위한 다음의 연구모형을 회귀분석한 결과를 나타낸다.

$$\ln SPREAD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TAXAVD_{it} + \alpha_2 TAXAVD_{it} * TAXCON_{it} + \alpha_3 TAXCON_{it} + \alpha_4 RATING_{it} + \alpha_5 MAT_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \alpha_7 MTB_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 CFO_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} INT_{it} + \alpha_{12} KO_{it} + \Sigma YD + \Sigma IND + \epsilon_{it}$$

- 2) 변수설명

TAXAVD=조세회피 측정치 ; *TAXCON*=기업의 조세회피의 일관성, 기업의 지난 5년간 보고이익 차이(*BTD*)의 표준편차를 10등분한 값(클수록 일관성이 높음을 의미)

그 외 변수의 정의는 <표 2>를 참조

- 3) 위 회귀분석의 표준오차(Standard error)는 기업별 클러스터링(Clustering) 기법을 바탕으로 산출했다.

- 4) */**/**은 각각 통계적 유의수준 10%/5%/1%를 나타낸다.

조세전략의 일관성을 산출하는 과정을 되짚어 보면, 과거 5년간 연도별 조세회피 수준(*ETR*)을 활용해 표준편차를 산출했다. 한편, 독립변수인 산업·규모 조정 법인세율은 5개년도 동안의 장기 법인세율을 바탕으로 산출되었다. 즉, 두 변수 모두 5개년도 동안의 효과가 모두 반영될 가능성이 있으므로 추가분석에서는 대체적인 측정치를 이용하여 조세회피의 일관성을 측정하고 주분석의 강건성을 검증하고자 하였다.

이를 위해 추가분석에서는 Chen et al.(2012)에 따라 보고이익 차이(*BTID*)의 표준편차를 활용해 조세전략의 일관성을 산출했다. 구체적인 산출 과정은 법인세율의 표준편차를 활용한 조세전략의 일관성 변수 측정법과 유사하다. 먼저 5개년 동안의 보고이익 차이(*BTID*)의 표준편차를 계산한 후 이를 해석상의 편의를 위해 내림차순으로 10등분 했다. 따라서 보고이익 차이를 기초로 측정한 조세회피의 일관성(*TAXCON*)의 값이 클수록 기업이 조세전략을 일관되게 구사함을 의미한다.

<표 8>의 결과를 살펴보면, 일반유효법인세율 모형의 상호작용항은 5% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값을 나타내고 있음을 알 수 있다. 현금유효법인세율 모형 또한 상호작용항의 회귀계수는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있다. 이는 기업의 조세전략이 일관될수록 조세회피가 채권수익률에 미치는 부정적인 영향이 완화되는 것으로 해석할 수 있다. 종합하면, 보고이익 차이(*BTID*)를 활용한 조세전략의 일관성 효과는 가설 2를 지지한다.

V. 결 론

본 연구는 기업의 조세회피에 대한 채권 투자자들의 반응을 분석하였다. 구체적으로, 회사채 발행 시장을 대상으로 채권 투자자들이 기업의 조세회피를 어떻게 평가하는지를 검증하였으며, 회사채 발행 기업이 일관된 조세회피를 구사하는 경우 조세회피에 대한 채권 투자자들의 평가가 차별적으로 나타나는지를 검증하였다.

2003년부터 2011년까지 유가증권 및 코스닥 시장 상장법인 중 회사채를 발행한 기업을 분석 대상으로 하였으며, 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 회사채 발행 기업의 조세회피 수준과 회사채 스프레드는 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 조세회피 성향이 높을수록 미래 현금흐름의 불확실성이 높아지고 재무제표의 투명성이 저하되어 채권 투자자들의 요구수익률이 높아지는 것으로 해석할 수 있다. 둘째, 회사채 발행 기업이 조세회피 수준을 일관되게 유지하는 경우 기업의 조세회피 수준과 회사채 스프레드 간 양(+)의 관계가 완화되는 것으로 나타났다. 이는 일관성 있는 조세전략을 수행한 기업에 대해서는 채권 투자자들이 조세회피로 인해 발생하는 위험을 덜 부정적으로 평가함을 의미한다.

추가분석에서는 투자세액공제와 세제혜택을 이용하여 세부담을 감소시킨 기업에 대해서는

채권 투자자들의 조세회피에 대한 부정적인 평가가 완화됨을 실증하였으며, 이는 채권 투자자들이 기업이 구사하는 조세전략의 성격을 고려함을 시사한다. 또한 실증분석 결과의 강건성을 검증하기 위해 조세회피의 일관성을 대체적인 방법으로 측정하여 회귀분석에 이용한 결과, 주분석의 결과가 일관되게 유지됨을 확인하였다.

본 연구는 공적부채인 회사채에 투자하는 채권자들이 조세회피를 어떻게 평가하는지에 초점을 맞추어 분석함으로써, 사적부채를 중심으로 채권 투자자들의 반응을 분석한 선행연구를 확장하였다. 또한 기업이 구사하는 조세회피의 성격에 따라 채권 투자자들의 반응이 차별적인지를 검증하여, 채권 투자자들이 기업의 조세회피 행위를 어느 수준까지 고려하여 투자의사결정에 반영하는지를 살펴보았다. 특히, 회사채 발행 기업이 법인세납부액을 일관되게 유지하거나 세법에서 제공하는 세제혜택 기회를 활용하여 세부담을 줄일 때 회사채 스프레드가 감소한다는 본 연구의 결과는 일관되고 위험이 낮은 조세전략을 통해 기업의 자본조달비용을 낮출 수 있음을 시사한다.

참고문헌

- 권순창 · 김창훈 · 김성수 · 황보영. 2009. “조세회피와 기업특성에 관한 분석”. 국제회계연구 제 26집 : 189-210.
- 문예영 · 전병욱 · 최보람. 2011. “세무정보가 기업의 신용평가에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제12권 제4호 : 245-277.
- 박종일 · 지승민. 2016. “기업의 세무보고 공격성 여부가 회사채 신용등급에 영향을 주는가?”. 회계저널 제25권 제3호 : 55-97.
- 이광숙 · 기은선. 2016. “조세회피의 비조세비용 - 조세회피가 자본비용, 매출, 신용평가점수에 미치는 영향을 중심으로-”. 회계학연구 제41권 4호 : 1-40.
- 정현욱 · 변선영. 2016. “조세혜택이 회사채 신용등급에 미치는 영향”. 세무학연구 제33권 제3호 : 9-34.
- Bhojraj, S. and P. Sengupta, 2003, “Effect of corporate governance on bond ratings and yields : The role of institutional investors and outside directors”, *Journal of Business*, Vol. 76 : 455-76.
- Chen, L. H., D. Dhaliwal, and A. Trombley, 2012, “Consistency of Book-Tax Differences and Information Content of Earnings”, *Journal of Accounting and Tax Accounting*, Vol. 34 No. 2 : 93-116.
- Cook, K. A., W. J. Moser, and T. C. Omer, 2017, “Tax avoidance and ex ante cost of capital”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 44 No. 7 : 1109-1136.
- Desai, M. A. and D. Dharmapala, 2006, “Corporate tax avoidance and high-powered incentives”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 79 No. 1 : 145-179.
- Dhaliwal, D., 2009, “Taxes and the backdating of stock option exercise dates”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 47 No. 1 : 27-49.
- Dyreng, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew, 2008, “Long-run corporate tax avoidance”, *The Accounting Review*, Vol. 83 No. 1 : 61-82.
- Fama, E. and K. French, 1995, “Size and book-to-market factors in earnings and returns”, *Journal of Finance*, Vol. 50 No. 1 : 131-155.
- Frank, M. M., L. J. Lynch, and S. O. Rego, 2009, “Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting”, *The Accounting Review*, Vol. 84 : 467-496.
- 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*, Vol. 91 No. 6 : 1647-1670.
- Hanlon, M., 2005, “The persistence and pricing of earnings, accruals, and cash flows when firms have large book-tax differences”, *The Accounting Review*, Vol. 80 No. 1 : 137-166.
- Hanlon, M. and J. Slemrod, 2009, “What does Tax Aggressiveness Signal? Evidence from

- Stock Price Reaction to News about Tax Shelter Involvement”, *Journal of Public Economics*, Vol. 93 : 126–141.
- Koester, A., 2011, “Investor Valuation of Tax Avoidance through Uncertain Tax Positions”, Working paper, Georgetown University.
- Lev, B. and D. Nissim, 2004, “Taxable income, future earnings, and equity values”, *The Accounting Review*, Vol. 79 No. 4 : 1039–1074.
- Kim, J. B., O. Li, and Y. Li, 2010, “Corporate tax avoidance and bank loan contracting”, Working paper, University of Arizona.
- Lambert, R., C. Leuz, and R. E. Verrecchia, 2007, “Accounting information, disclosure, and the cost of capital”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 45 No. 2 : 385–420.
- Lim, Y. D., 2011, “Tax avoidance, cost of debt and shareholder activism : Evidence from Korea”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35 : 456–470.
- Lisowsky, P., D. Mescall, G. Novack, and J. Pittman, 2011, “The importance of tax aggressiveness to corporate borrowing costs”, Working paper, University of Illinois at Urbana–Champaign.
- Loumioti, M., 2012, “The use of intangible assets as loan collateral”, Working paper, University of Southern California.
- Shevlin, T., O. Urcan, and F. Vasvari, 2013, “Corporate tax avoidance and public debt costs”, Working paper, University of California–Irvine.
- Wilson. R. J., 2009, “An examination of corporate tax shelter participants”, *The Accounting Review*, Vol. 84 No. 3 : 969–999.

The Effect of Corporate Tax Strategy on Corporate Bond Yields - Evidence from Korea -

Kyongsun Heo^{*} · Eung-Gil Kim^{**} · Seoyoung Doo^{***}

〈Abstract〉

Previous studies have examined whether and how stock market participants assess corporate tax avoidance (Hanlon and Slemrod 2009 ; Wilson 2009 ; Koester 2011 ; Hutchens and Rego 2012 ; Goh et al., 2013). Some argue that tax avoidance reduces corporate tax payments and increases after-tax cash flows, so shareholders seeking to maximize firm value positively evaluate tax avoidance decisions of the firm. However, others report that shareholders view corporate tax avoidance activities negatively because firms should spend additional costs for tax strategies and potential risks for future tax investigation. Furthermore, firms also should pay for various non-tax costs such as the reduction in transparency and quality of financial reporting (Scholes et al. 2008). Most of these studies are based on equity investors, so the analysis of investors in the public debt market is very limited.

As capital market participants, creditors of the firms have quite different characteristics from shareholders. Unlike shareholders who have claims on the firm value, creditors only have fixed claims on the principal and interest of the bond. Thus, two groups of investors have conflicting views on the firms' business decisions such as investment plans. In this respect, the creditors' evaluation on corporate tax avoidance might be different from that of the shareholders. In order to analyze creditors' assessment of corporate tax avoidance, this study investigates the effect of corporate tax avoidance on public debt cost and its interaction effect with tax avoidance consistency.

From a creditor's point of view, corporate tax avoidance can be positively assessed if it leads to reduce firms' default risks by increasing after-tax cash flows. On the other hand, tax avoidance activity can be negatively viewed if it increases operating risk, information asymmetry,

* Assistant Professor, Division of Global Business Administration, Kangnam University,
kyongsun.heo@kangnam.ac.kr, First Author

** Assistant Professor, Department of Accounting, Soong-Sil University, egilkim@ssu.ac.kr,
Corresponding Author

*** Assistant Professor, Department of Economics and Tax, Kangnam University, sydoo@kangnam.ac.kr,
Co-author

and agency costs, resulting in greater uncertainty in future cash flows. Lim (2011) shows that tax avoidance lowers borrowing costs in Korean private debt market. On the other hand, Shevlin et al. (2013) reports that firms exhibiting greater tax avoidance tend to have higher return on corporate bonds due to the uncertainties in future cash flows. Korean bond market, in comparison with the U.S. bond market, has a greater demand for high quality corporate bonds due to investors' concern over default after the 1997 global financial crisis. In this situation, we predict that bond investors in Korea can negatively evaluate corporate tax avoidance in hypothesis 1.

The effect of corporate tax avoidance on expected cash flows and risks can be different depending on which tax strategies the firms use to lower tax burdens. When the firms engage in tax strategies consistently, the persistence of tax savings increases and the persistence of earnings also increases (Chen et al. 2012). That is, the firms' consistent tax strategies not only generate stable after-tax cash flows, but also lowers non-tax costs such as financial reporting costs. In our hypothesis 2, we question whether bond investors consider the consistency of corporate tax avoidance in investment decisions and we predict that consistent tax avoidance mitigates the positive relationship between tax avoidance and corporate bond yields.

Using firms listed on KOSPI and KOSDAQ markets from 2003 to 2011, we find a significant positive relationship between the level of tax avoidance and corporate bond spread. Given that tax avoidance increases the uncertainty of future cash flows and creates non-tax costs such as lower financial reporting quality, our result implies that bond investors negatively assess corporate tax avoidance and require higher bond offering yields on the tax avoiders. We also find that the consistency of corporate tax avoidance mitigates the positive relationship between tax avoidance and bond spread. It indicates that bond investors are less negative about the risk of the firms with consistent tax strategies than other firms with inconsistent tax strategies.

We contribute prior literature as follows : First, we use corporate bond yields and analyze how public debt investors assess corporate tax avoidance using corporate bond yields. Prior studies on capital market reactions to corporate tax avoidance have focused mainly on the stock market, and studies on the reactions of the debt market are limited. Even within the creditor group, the asymmetry of profit and downside risk varies depending on whether the bonds they invest are private or public debts, so the marginal benefits and costs of tax avoidance are not homogeneous. In response, we focus on the public debt market, which has higher information asymmetry due to the lack of access to private information of the firms, and investigate the assessment of corporate bond investors on tax avoidance.

Second, we extend prior literature by showing that corporate bond investors reflect the consistency of tax strategy on corporate bond spreads. In particular, our results that corporate bond spreads are different depending on how consistently corporate bond issuers keep their tax payments, suggesting that firms can lower financing costs through consistent tax strategy.

<Key words> corporate tax avoidance, cost of public debt, consistency of tax avoidance