

세무회계저널
제16권 제5호 2015년 10월 pp.209~242
한국세무학회

지속가능경영활동이 이익의 질과 조세회피 그리고 기업가치에 미치는 영향

이해성* · 김갑순**

<요 약>

본 연구에서는 지속가능경영활동이 활발한 기업은 재무적 성과에 긍정적 영향을 미쳐 이익의 질이 다른 기업에 비해 우수한 지와 조세회피를 비윤리적 개념으로 받아들이며 다른 기업에 비해 조세회피에 덜 적극적인지, 그리고 지속가능경영이 기업가치에 긍정적인지를 실증 분석하였다. 지속가능경영활동이 우수한 기업은 기업의 경쟁력을 높여 지속적인 성장을 유지하므로 이익의 질이 좋을 것으로 예상되며, 일반적으로 비윤리적 행위로 인식되고 있는 조세회피는 기업의 가치를 하락시킬 수 있으므로 지속가능경영이 활발한 기업은 조세회피에 덜 적극적일 것이고, 시장은 이러한 지속가능경영활동 우수기업을 긍정적으로 평가할 것으로 예상된다. 또한 기업의 사회적 책임활동과 지배구조 및 기업가치 등과 관련된 연구는 많이 존재하지만 지속가능경영과의 개념구분이 모호하여 본 연구에서는 이에 대한 개념 정의를 명확하게 다뤄본다.

본 연구는 2014년 말 현재 KOSPI200 및 KOSDAQ100 종목 중 비금융업을 대상으로 2010년부터 2014년까지의 재무자료를 바탕으로 1,116개의 연도별 기업 관측치를 표본으로 하여 기간 중 지속가능경영 우수기업 관측치 383개를 연구대상으로 하였다. 또한 지속가능경영 우수기업의 측정치로는 다우존스 지속가능성 지수(DJSI)와 한국표준협회의 지속가능성 지수(KSI)를 사용하였다.

분석결과, 지속가능경영기업은 다른 기업에 비해 이익의 질이 더 높은 것으로 나타났는데, 이는 지속가능경영활동을 활발히 하는 기업일수록 이익지속성과 같은 재무적 성과의 질을 중요시하기 때문인 것으로 판단된다. 지속가능경영기업의 조세회피 수준을 분석한 결과, 다우존스 지속가능경영기업은 통계적 유의성을 보이지 않았으나, 한국표준협회의 지속가능경영기업의 경우 조세회피에 소극적이라는 결과가 나타났다. 그리고 투자자들은 지속가능경영기업으로 선정된 기업의 가치를 높게 평가하는 것으로 나타나 활발한 지속가능경영활동은 시장에서 긍정적으로 평가 받을 가능성이 높음을 시사하고 있다. 그러나 조세회피수준과 기업가치의 관계, 조세회피수준에 따른 기업가치와 지속가능경영기업의 관계에서는 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 이러한 분석결과는 지속가능경영활동이 우수한 기업일수록 이익의 질이 좋고 조세회피에 덜 적극적인 현상을 보이고 시장에서는 이를 높게 평가하고 있음을 의미하는 것으로 해석할 수 있다.

* 동국대학교 대학원 회계학과 박사과정, hally8@hanmail.net, 주저자

** 동국대학교 경영대학 교수, kks@dongguk.edu, 교신저자

본 연구결과는 꾸준한 지속가능경영활동은 이익의 질을 높이고, 조세회피를 감소시키며, 그 결과 기업가치에 긍정적으로 작용한다는 점에서 투자자 및 과세당국에 의미있는 시사점을 제공할 것으로 기대한다.

〈주제어〉 지속가능경영, CSR, 이익의 질, 조세회피

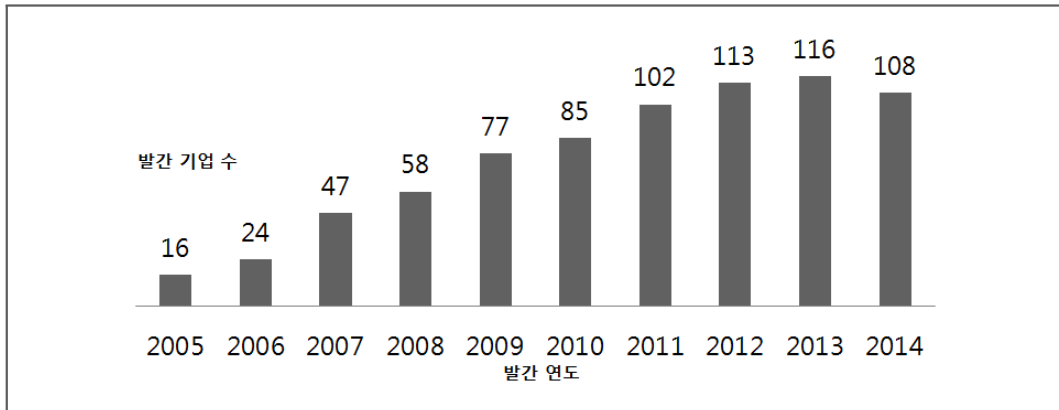
I. 서 론

기업의 본질적인 목표는 치열한 경쟁 속에서 안정적인 성장을 통해 지속가능성을 확보하는 것이다. 기업은 태어나서 사멸하기까지 성장기와 쇠퇴기를 겪으면서 둘러싼 환경과 끊임없이 소통하며 적응하고 대응해 나가는데, 기업의 단기적 생존이 특정 기간 동안 기업자원의 구성과 전략이 갖는 경쟁 환경에 대한 상대적 우월성에 의해 결정되는 것이라면 기업의 지속적인 생존은 기업을 둘러싼 거시적 또는 미시적 경영환경의 변화와 제약을 극복하고 지속적으로 발전할 수 있는 전략적 요소를 가졌는지에 의해 결정된다. 따라서 특정시점에 기업이 환경 대응에 뛰어난 자원을 가졌다 할지라도, 변화하는 환경과 제약에 지속적으로 대응할 수 있는 전략을 구축하지 못했을 경우 순식간에 경쟁우위를 상실하고 시장에서 사라질 수 있다.

이처럼 기업이 경제적 이익 창출만으로는 더 이상 지속적으로 발전할 수 없음을 전제하고, 기업의 사회적 책임 이행과 환경보전활동, 합리적 수익 추구 활동을 통해 경영 리스크를 최소화하고 기업가치를 지속적으로 증대시키기 위한 경영활동, 즉 지속가능경영활동에 대한 관심이 최근 세계적으로 크게 대두되고 있다. 이러한 지속가능경영은 윤리경영, 환경경영, 고객만족경영, 사회적 책임 또는 사회공헌활동 등과 유사한 의미로 사용되기도 하는데 핵심사업과 통합되지 못한 지속가능경영활동은 핵심사업과는 관계가 없는 부가적인 활동을 하게 되는 것으로, 지속가능경영을 추진한 기간이 오래된다 할지라도 지속가능성 핵심요소의 생성에는 아무런 도움이 되지 못하게 되어 오히려 기업의 가치를 하락시킬 수 있다.¹⁾ 금융위기 경험과 여전히 불안한 세계경제환경에서 이러한 지속가능경영에 대한 관심이 기업은 물론 정부와 학계, 투자자들에게 다시 뜨거운 이슈로 떠오르고 있는데, 이러한 경영환경 변화로 인해 기업의 사회적 책임경영 성과 공개 및 이해관계자와의 소통이 지속적으로 요구됨에 따라 지속가능경영보고서를 발간하는 기업은 아래 <그림 1>과 같이 계속적으로 증가하고 있는 추세에 있다.

1) Alexander Barkawi(2013), “국회CSR정책연구포럼”, founder of the Council on Economic Policies

〈그림 1〉 연도별 국내지속가능경영보고서 발간현황(한국표준협회 지속가능경영아카데미)



지속가능경영의 구체적인 활동으로는 적절한 이익 획득, 이익의 사회공유(사회공헌활동), 인재개발 및 육성에 관한 활동, 협력회사를 위한 동반성장 활동, 미래 신사업에 대한 적극적인 투자 등이 있을 수 있는데, 이러한 활동은 기업의 재무적 성과에 긍정적 영향을 미치고 기업가치와 양(+)의 관련성을 가지며(정성민, 2014), 사회적 책임활동을 하는 기업의 가치가 그렇지 않은 기업의 가치보다 높은 것(김창수, 2009)으로 나타났다.

또한 기업의 사회적 지속가능차원 및 환경적 지속가능차원은 기업의 명성에 유의미한 영향을 미치고(홍성태 외, 2012), 사회적 책임활동에 적극적인 기업일수록 조세회피수준이 낮고 조세회피수준이 기업가치에 미치는 부정적 영향을 감소시키는 것으로 나타났다. 이는 지속가능경영활동을 적극적으로 하는 기업은 투자자들에게 자칫 안 좋은 영향을 줄 수 있는 조세회피를 줄이고, 그 결과 이런 활동이 시장에서 투자자들에게 기업가치에 대한 긍정적인 유인책으로 작용하고 있음을 보여준다(기은선, 2012).

이처럼 기업의 사회적 책임활동 또는 지배구조와 조세회피 및 기업가치와 관련된 여러 연구가 있지만 사회적 책임활동 등 다른 유사개념과 지속가능경영에 대한 개념 구분이 불명확하고, 지속가능경영의 대용치로 일반적으로 사용하는 지수도 각기 다르다는 문제점이 있다. 그리고 이익의 질과 관련된 연구는 거의 찾아보기 힘들다. 최근 지속경영활동을 계량적으로 평가하고 이를 공표하는 기관이 늘어나고 있다. 본 연구는 이런 평가에서 지속가능경영활동이 우수한 기업으로 선정된 기업들은 재무적 성과의 긍정적 영향으로 이익의 질이 다른 기업에 비해 높은지, 조세회피를 비윤리적 개념으로 받아들여 다른 기업에 비해 조세회피에 덜 적극적인지, 그리고 시장에서는 이러한 기업들을 긍정적으로 평가하고 있는지에 대한 문제의식에서 출발하고 있다.

본 연구에서는 기업의 지속가능경영활동을 사회적 책임활동 등 다른 유사개념과 구분하여 그 관계를 명확하게 제시하며, 지속가능경영과 관련하여 한국생산성본부가 발표하는 다우존스 지속가능경영지수(DJSI) 편입 여부와 한국표준협회의 지속가능성지수(KSI) 편입여부 및 개별 점

수를 기초로 하여 이익의 질과 조세회피 및 기업가치와의 관련성을 분석해 본다.

본 연구의 결과를 요약해 보면, 첫째, 지속가능경영기업은 다른 기업에 비해 이익의 질이 더 높고, 둘째, 지속가능경영을 활발히 하는 기업일수록 조세회피에 소극적인 것으로 나타났으며, 셋째, 투자자들은 지속가능경영기업으로 선정된 기업의 가치를 더 높게 평가하는 것으로 나타났으나, 조세회피수준과 기업가치의 관계는 유의적으로 나타나지 않았고 조세회피수준과 지속가능경영기업 여부에 따른 기업가치와의 관계에서도 유의적인 현상을 발견할 수 없었다.

본 연구의 공헌점은 지속가능경영활동의 개념적 정의를 좀 더 명확하게 보여주고 있고, 지속가능경영기업의 이익의 질뿐만 아니라 지속가능경영활동과 기업의 조세회피수준, 그리고 지속가능경영기업의 기업가치에 대한 시장의 평가 등을 보여줌으로써 기업과 투자자 및 과세당국에 유용한 정보를 제공한다는 측면에서 중요한 시사점을 제공한다 하겠다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 제Ⅱ장에서는 이론적 배경과 선행연구의 고찰로서 지속가능경영의 개념을 정의하고 다른 유사개념과의 관계를 살펴봄에 조세회피의 개념과 관련 선행연구들을 살펴본다. 제Ⅲ장에서는 지속가능경영이 활발한 기업의 이익의 질과 조세회피 및 기업가치와 관련된 가설을 전개하고, 연구모형 및 변수정의와 연구표본의 추출과정을 기술한다. 제Ⅳ장에서 실증분석의 결과와 이에 대한 분석을 보여주고, 제Ⅴ장에서는 연구의 요약과 함께 결론을 정리한다.

Ⅱ. 이론적 배경 및 선행연구의 고찰

1. 이론적 배경

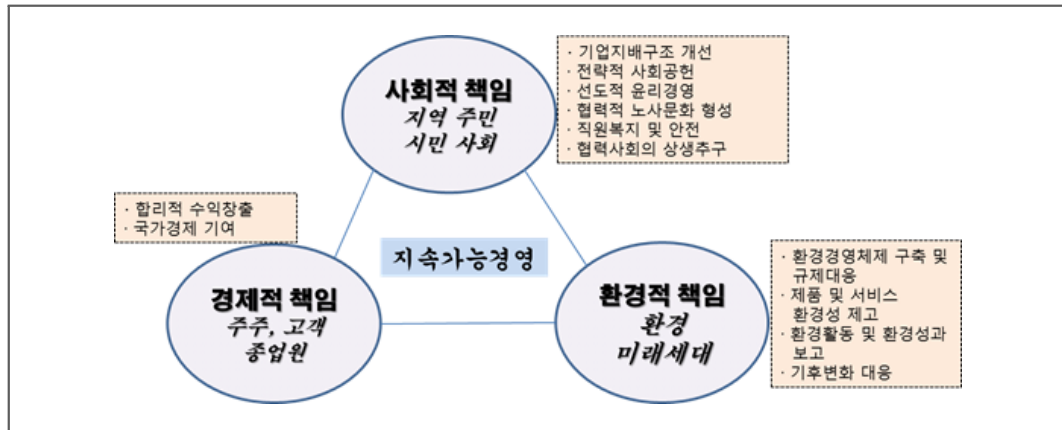
가. 지속가능경영(CSM)의 개념적 정의와 필요성

지속가능경영(Corporate Sustainability Management)의 개념에 대해서, 국내기업의 다우존스 지속가능경영지수를 발표하는 한국생산성본부의 자료에 따르면 “경제적, 환경적, 사회적 측면에서 지속가능한 발전을 추구하는 경영패러다임으로, 지속가능성이 우수한 기업들은 기업의 환경적, 사회적 책임 이행을 통해 사업기회를 선점하고 경제, 환경, 사회적 측면의 리스크를 관리함으로써 안정적인 성장과 지속가능한 발전을 이룰 수 있다” 고 정의하며, 최근 지속가능경영의 중요성이 강조되면서 다양한 투자자를 포함한 다양한 이해관계자들은 지속가능성이 우수한 기업을 혁신적이고, 미래지향적이며 사회와 공존하며 번영할 수 있는 기업으로 인식하고 있다고 설명한다.

선행연구를 종합해 보면, 지속가능경영(CSM)이란 기업이 환경, 경제, 사회 전 분야에서 지속적인 발전을 위해 노력하는 동시에 경영에 따르는 리스크를 최소화하여 주주 및 기업가치를 제고시키는 활동이라고 정의할 수 있는데, 지속가능경영은 기업이 경제적, 사회적, 환경적 측면에

서 지속적으로 발전하기 위해 노력함으로써 기업가치를 높이는 경영활동으로, {지속가능경영(CSM)=경제적책임(CER)+환경적책임(CER)+사회적책임(CSR)}으로 정의된다 할 수 있다.

〈그림 2〉 지속가능경영의 개념²⁾



〈표 1〉 지속가능경영의 정의³⁾

기관(연구자)	개념적 정의
Elkington(1997)	지속가능경영을 Triple Bottom Line이란 용어를 사용하여 설명하는데, 기업이 경제적으로 생존가능하고, 환경적으로 건전하며, 사회적으로 책임이 있도록 조화로운 노력을 하는 상황으로 정의
Reed(2001)	주주가치를 제고시키는 동시에 외부 이해관계자들에 대한 사회 및 환경적 가치를 부가하려는 기업전략
WBCSD(2002, The World Business Council for Sustainable Development)	기업의 사회적 책임을 지속가능경영의 개념으로 제시하고, 근로자와 그 가족, 지역사회와 사회전반의 삶의 질 개선과 함께 이들과 더불어 지속가능한 경제적 발전을 하기 위한 기업들의 노력으로 정의
지속가능경영원(2006)	기업들이 경제적인 성장과 더불어 사회·환경적으로 긍정적인 가치를 창출하여 다양한 이해관계자의 기대에 부응함으로써 기업가치를 증대시키는 경영활동
박현성(2010)	매출과 이익 등의 재무성과뿐만 아니라 윤리, 환경, 사회문제 등 비재무적 성과에 의해서도 함께하는 경영을 통해 기업가치를 지속적으로 향상시키는 경영
KBCSD(2011, Korea Business Council for Sustainable Development)	사회·국가·글로벌 시스템뿐 아니라 생태 시스템의 한 구성원인 기업이 스스로의 존재와 활동으로 인해 주변에 미치는 각종 영향들을 긍정적으로 변화시킴으로써 장기적 성장발판을 마련해 나가는 경영전략

2) 김기철(2006), “지속가능경영을 통한 기업가치 향상방안과 사례”에서 인용함

3) 송인경(2006)을 재구성

기업도 사회구성원의 하나라는 인식하에 기업에 대한 사회적 책임 요구가 거세게 대두되고 있을 뿐만 아니라, 향후 국제표준에 의해 강제화될 움직임을 보이고 있으며, 환경측면에서는 글로벌 환경규제의 강화, 교토의정서 발효 등으로 기업의 환경보호역할이 강조되고 있고, 환경보호를 위한 상시 모니터링 및 내부환경 경영체제의 구축을 요구하고 있다. 그리고 경제적 측면에서는 금융기관들의 사회책임투자 증가, 이해관계자들의 지속가능경영 정보요구 증대로 지속가능경영 정보의 외부 커뮤니케이션을 위한 지속가능성보고서의 제작 및 검증이 주요과제로 대두되고 있다. 선진 기업의 경우 적극적인 지속가능경영을 통해 이미 안정적이고, 지속적인 수익창출과 함께 지속가능경영 모범기업의 명성을 확보하고 있으며, 국내에서도 업종별 선두기업을 중심으로 빠르게 확산되고 있는 반면, 환경, 사회적 리스크를 충분히 통제하지 않은 기업은 막대한 금전적 손실과 평판도(reputation) 하락을 경험하고 있다. SONY사가 금지약물인 카드뮴검출로 인해 2,000억 원 이상의 재정적 손실을 보았던 사례나 아동노동과 노동착취 문제로 심각한 경영위기에 처했던 NIKE의 경우 지속가능경영체제를 구축하고 전략적인 커뮤니케이션을 통해 윤리 및 사회책임 문제를 해결하고 경영회복에 성공한 사례는 지속가능경영의 필요성이 얼마나 중요한지를 잘 나타낸다 하겠다.⁴⁾

나. 지속가능경영과의 유사개념

지속가능경영의 개념은 날로 확대되어 가고 있다. 이러한 흐름 속에서 여러 유사개념이 생겨나는데, 가장 널리 사용되는 유사개념이 윤리경영과 CSR(Corporate Social Responsibility)이다. 윤리경영은 주주, 구성원, 소비자 등 이해관계자 집단과 밀접하게 연관된 의사결정의 옳고, 그름 또는 선, 악과 관련된 문제로서 의사결정과정과 그 결과에 관련된 것이라고 할 수 있다(Davis and frederick, 1984). 이러한 윤리경영을 이해하는 개념들은 다양하며 그 개념들이 가지는 속성 또한 시대의 흐름에 따라 많이 변천되어 왔다(Carroll, 1999). 윤리적인 측면의 옳고 그름을 판단하는 기업 활동에 적용할 때 기업은 영리를 목적으로 하고 이는 곧 이기적인 행동으로 이어지기 때문에 기업과 윤리는 전혀 무관하다는 이론이 지배적이고(Buchholz, 1989), 박정순(2006)은 기업윤리를 개인의 윤리적인 문제를 기업경영의 옳고 그름에 적용하는 판단기준이라고 정의한다.

지속적 성장을 위한 조건으로 기업의 사회적 책임(CSR)이 차지하는 비중이 점차 증가하는 추세이다. CSR의 핵심논리도 이해관계자 관점이다. ISO 26000도 이해관계자 관점에 기초한다. 즉 기업과 관련된 이해관계자의 범위를 주주에서 주주를 포함한 고객, 공급자, 직원, 투자자, 정부, 정치집단, 커뮤니티, 경제단체 등 다양한 주체로 확대하여, 기업이 이들의 요구에 대응하는 것이 기업의 책임이라는 논리이다.

CSR의 정의에 대해서는 학자들이나 기관에 따라 조금씩 다르다. Maignan & Ferrell(2000)은 기업이 그들의 이해관계자들로부터 부여된 경제적, 윤리적, 자유재량적 책임을 이행하는 정도로

4) 대한상공회의소 지속가능경영원(2008), “기업과 지속가능경영”

고 하고 있으며, McWilliams & Siegel(2001)은 법적으로 요구하는 수준과 기업의 이해를 넘어선 사회를 좋게 만들기 위한 기업의 활동으로 본다. 이진규·조준학(1997)은 기업이 자신이 속해 있는 지역사회, 문화사회 더 나아가서는 전 지구촌에 대하여 갖는 법적, 윤리적, 경제적 책임으로서 범사회적 발전구현에 대해 기업이 가지는 사회와의 공동책임이라 정의한다. EU집행위원회는 기업이 자발적으로 사회 및 경제적 문제를 기업활동 및 이해관계자와의 상호작용에 통합하는 개념이라 하고 있으며, 국제표준화기구(ISO)에서는 조직이 경제, 사회, 환경 문제를 사람, 지역, 공동체 및 사회에 혜택을 줄 수 있는 목적으로 다루기 위한 균형 잡힌 접근방법이라 정의한다.

일반적으로, CSR은 Carroll(1991)의 분석이 통용되고 있는데, Carroll은 기업의 사회적 책임을 자선사업활동의 책임, 윤리적 책임, 법적 책임, 경제적 책임 등으로 구분한다. 자선사업활동의 책임은 기업이 사회적 약자를 돕자는 취지로서, 기부, 자선사업활동, 사회봉사활동 등이 포함되고, 윤리적 책임은 사회의 보편적인 가치관에 합당하게 기업이 해 주기를 사회가 기대하는 것으로, 투명거래, 인권존중, 환경보호 등이 이에 포함된다. 그리고 법적 책임은 지키지 않으면 처벌을 받는 강제적 책임으로, 뇌물, 공정거래, 담합금지, 상법상의 책임 등이 이 영역에 속한다.

이러한 지속가능경영과 유사개념들은 그 출현 배경과 발전과정 등을 학술적·실무적으로 조금씩 다르게 보고 있는데 기업의 입장에서는 통합적 접근을 통해 ‘지속가능성 확보’라는 목표를 위해 전략적으로 대응해 나가야 한다.⁵⁾

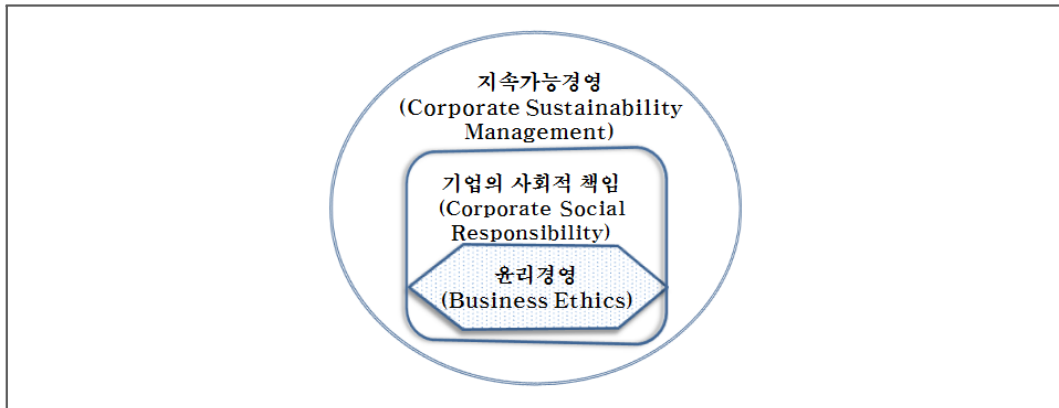
〈표 2〉 지속가능경영과 유사개념의 출현배경 및 발전과정

구 분	윤리경영	CSR(사회적 책임경영)	CSM(지속가능경영)
배 경	근대 사업 출현과 대공황, 언론 사태 등의 기업비리 발생으로 인해 대두	20C 들어 기업의 영향력 확대와 연관 논의되어 1970년대 이후 쟁점 부각	1990년대 이후 지구환경보전 차원의 지속가능한 발전 개념에서 논의 출발
발 전	• 미국의 기업과 경영학자들의 관심 속에서 기업 경영의 핵심이자 가치로 주창 • 기업 내부의 준법·통제 강조	• 논쟁은 미국에서 활발했으나 유럽에서의 환경, 인권, 노동운동 등을 통해 확산 • 기업의 경제적·법적 윤리·자선적 책임 강조	• UN의 주도로 환경·기후 변화에 초점을 두어 확산 • 점차 환경에서 사회, 경제적 측면으로 범위 확대

이렇게 지속가능경영과 그 유사개념들의 상호관계를 종합해 보면 윤리경영은 사회적 책임의 부분집합이고, 다시 사회적 책임은 지속가능경영의 부분집합이 된다 할 수 있다(오재인, 2010).

5) KBCSD(2011), “지속가능경영 프레임워크와 우수 사례” pp.14~15.

〈그림 3〉 지속가능경영과 유사개념의 상호관계



이러한 지속가능경영에 대한 기업별 평가결과가 여러 기관에서 발표되고 있는데 주요 관련 지표를 보면 아래와 같다.

〈표 3〉 기업의 지속가능 또는 사회적 책임경영 관련 주요 발표지표

지 수 명		발표기관	내 용
해외	DJSI(Dow Jones Sustainability Indices)	다우존스, SAM社	경제적 사회적, 환경적 요소를 모두 포괄하여 기업의 지속가능성을 유동성, 시가총액, 산업별 기준으로 계량적 기준으로 평가하여 점수화
	FTSE4Good	FTSE	환경, 인권, 사회 및 이해관계자 측면에서 최선의 실적을 보이는 기업들을 지수에 포함하는데, 영국의 주가지수 전문기관인 FTSE에 의해 개발
	IVA(Intangible Value Assessment)	Innovest社	기업지배구조, 인적자원관리, 이해관계자관계, 제품과 서비스, 환경경영 및 기타 여섯 가지 이슈를 평가하는데, Morgan Stanley와 PwC가 UNEP의 지원을 받아 개발
	DSI400(Domini 400 Social Index)	KLD Research & Analytics	사회적, 환경적 기준을 갖춘 미국의 대표적 벤치마크 인덱스를 구축하려는 목표로 환경, 다양성, 노사관계, 제품 안전성, 지역사회 활동 등 평가
국내	KSI(Korea Sustainability Index)	한국표준협회	기업의 지속가능성 트렌드 대응전략 및 기업의 의사결정과 경영활동이 사회와 환경에 미치는 영향에 대한 적극적 관리·개선 여부 평가
	경제정의지수 (KEJI INDEX)	경실련 경제정의연구소	기업 활동의 건전성 및 공정성, 사회봉사 및 소비자보호 기여도, 환경보호 만족도, 종업원 만족도, 경제발전 기여도 등 지표를 설정하여 점수 부여

〈표 3〉 기업의 지속가능 또는 사회적 책임경영 관련 주요 발표지표 (계속)

지 수 명		발표기관	내 용
국내	ESG	한국기업지배구조원	환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 일컫는 말로 투명한 지배구조와 기업 활동이 환경과 사회에 미치는 영향을 분석 평가
	ERISS 지속가능성지수	지속가능사회를 위한 경제연구소	시가총액 기준 국내 100대 기업을 대상으로 사업보고서, 공시자료, 환경보고서 등을 통해 경제, 환경, 사회지표를 측정하여 경제, 환경, 사회, 명성 등 4개 범주로 나누어 평가

본 연구에서는 지속가능경영기업의 측정치로 이전 연구에서는 거의 사용되지 않은 다우존스 지속가능성 지수(DJSI ; Dow Jones Sustainability Indices)와 한국표준협회의 지속가능성 지수(KSI ; Korea Sustainability Index)를 사용하는데, 이 두 지수가 본 연구에서 정의하는 지속가능경영의 개념을 가장 적절하게 반영하고 있는 지수라고 판단했기 때문이다.

(1) DJSI⁶⁾

DJSI는 미국의 금융정보회사인 Dow Jones Indices와 지속가능경영평가 전문기관인 RobecoSAM이 1999년 개발한 기업의 지속가능성 평가방법으로 한국의 주관기관은 한국생산성본부이다. DJSI는 기업의 가치를 기업의 경제적 성과뿐만 아니라 환경적, 사회적 측면에서 성과와 가치를 종합적으로 평가하여 편입기업을 결정하는 모델로서, 전 세계 유동시가총액 2,500대 기업을 평가하여 상위 10%를 편입시키는 글로벌 지수인 DJSI World, 아시아 퍼시픽 지역 상위 600대 기업을 평가하여 상위 20%를 편입시키는 지역 지수인 DJSI Asia-Pacific, 국내 상위 200대 기업을 평가하여 상위 30%를 편입시키는 국가단위 지수인 DJSI Korea지수로 구성된다.

DJSI 세부 평가기준과 항목별 가중치는 각 산업별 주요한 지속가능경영 이슈에 따라 평가기준이 다르게 설정되고 이에 따라 매년 일정 부분씩 갱신된다.

〈표 4〉 DJSI세부평가기준 및 항목 가중치(2013년 기준)

경제적 측면	지배구조 (6.0%)	리스크관리 (6.0%)	윤리강령 (6.0%)	산업별 항목		
환경적 측면	환경보고서 (3.0%)	산업별 항목				
사회적 측면	인적자원 개발(5.5%)	인적자원 보유(5.5%)	노동지표 (5.0%)	기업시민 의식(3.0%)	사회보고서 (3.0%)	산업별 항목

6) 한국생산성본부 지속가능경영센터, “다우존스 지속가능경영지수(DJSI)”

(2) KSI

KSI는 ISO26000을 기반으로 기업의 지속가능성을 측정하는 지속가능성 수준 평가모델로서 한국표준협회와 KDI 국제정책대학원이 공동개발 하였다. 이 지수는 이해관계자 관점에 맞춰 기업의 결정이나 활동에 이해관계가 있는 소비자, 임직원, 협력회사, 지역주민 등이 직접 참여하여 기업의 사회적 책임 수준을 평가하는 이해관계자 조사와 경제·사회·환경 등 각 분야별 전문가가 참여하여 기업의 공시자료를 바탕으로 사회적 책임 수준을 평가하는 전문가 조사를 각 7:3의 비율로 가중치를 부여하여 산출한다.⁷⁾

$$KSI = \frac{\sum [(가중치1 \times (Trend에 대한 대응도의 긴급도에 따른 현재 가치) + 가중치2 \times (Impact에 대한 관리개선도의 긴급도에 따른 현재 가치)]}{(가중치1 + 가중치2)}$$

- 가중치1 ; Trend 중요도
 - 가중치2 ; Impact 중요도

종합 KSI = 이해관계자 KSI × 0.7 + 전문가 KSI × 0.3

〈표 5〉 KSI 측정요인과 측정항목

측정 요인	측정 항목
지속가능성 Trend	임직원, 주주, 고객, 협력사, 경쟁사, 지역사회, 국제사회, 다음세대
지속가능성 Impact	조직거버넌스, 인권, 노동관행, 환경, 공정운영관행, 소비자 이슈, 지역사회 참여와 발전

다. 조세회피의 개념

조세회피(tax avoidance)는 정부에 귀속될 자원을 주주에게 이전하는 것으로 과세관청의 판단에 따라 절세로도 볼 수 있지만 자칫 탈세로 판정되면 기업이미지에 타격을 줄 뿐 아니라 함께 기업의 영업활동에까지 안 좋은 영향을 미칠 수 있다.

임동원·오윤(2013)은 조세회피를 “납세자가 경제인의 합리적이고 통상적인 행위형식에 의한 것과 동일한 경제적 목적을 달성하면서 조세의 부담을 부당하게 감소시키는 행위”라고 정의하면서, 의도한 세법조항을 그대로 적용할 수 있도록 할 경우 경제적 내용으로 보아 과세대상이 되는 거래가 있으면서 그에 상응하는 조세부담이 주어지지 않게 되어 이는 실질적 형평을 지향

7) 한국표준협회 조직역량센터(2015), “대한민국지속가능성지수(KSI)가 기업 지속가능경영 추진과 투자자에게 주는 시사점”

하는 조세부과의 원칙에 부합하지 않는 결과가 된다고 주장한다.

우리나라의 현행 세법상 ‘조세회피’라는 말은 거의 찾아볼 수 없는데, 실제 우리 세법은 조세 회피의 행위를 ‘조세의 부담을 부당하게 감소’하는 행위 또는 ‘세법의 혜택을 부당하게 받는 행위’로 표현하고 있다. 따라서 일반적으로 조세회피는 비윤리적인 행위로 인식되고 있는 것이 사실이다.

2. 선행연구의 고찰

가. 지속가능경영 또는 CSR과 기업가치 또는 이익조정에 관한 연구

지속가능경영 또는 CSR과 기업가치와 관련된 국내외 연구들에 따르면 대부분 기업의 사회적 책임활동은 다양한 방법으로 기업의 재무성과 및 기업가치에 영향을 미치는 것으로 나타난다.

Derwall et al.(2005)에 따르면 기업은 주주의 부를 극대화하는 이상으로 사회에 대한 의무를 지니고 있다고 주장하며, 주주뿐만 아니라 다양한 이해관계자들의 이해상충을 완화하지 못한다면 기업은 지속가능하지 못하므로 CSR을 통한 다양한 이해관계자들과의 소통이 중요하다고 주장한다. Lev et al.(2006)은 사회적 이슈에 관심이 많은 소비자일수록 사회공헌기업의 제품 및 서비스를 선호하기 때문에 사회적 책임활동에 적극적인 기업일수록 매출실적이 좋고, 재무성과가 뛰어나다는 연구결과를 발표했다. Isabel et al.(2013)은 두 개의 회계요약 측정치인 순자산장부 가치(book value of equity)와 당기순이익(net income)의 시장평가가 지속가능 leadership 평판을 가진 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 더 높게 평가되는지 여부를 연구하였는데, CS평판이 투자자들이 기업을 평가하는 데 도움을 주고 있다는 것을 보여주었고, Carnevale et al.(2014)은 지속가능경영보고서는 투자자들에게 추가적이고 보충적인 공시를 통하여 정보비대칭을 해소하고 효율적 의사결정을 하게 하여 주가와 양(+)의 관계를 보인다고 하였다.

국내연구를 살펴보면, 김창수(2009)는 사회적 책임활동을 하는 기업의 가치가 그렇지 않은 기업의 가치보다 높다는 연구결과를 발표했고, 또한 업력이 길고, 사업 분야가 다각화되어 있으며, KOSPI 200 지수에 포함돼 있고, 수익성과 성장성이 높으며, 기업지배구조가 양호한 기업일수록 CSR 활동을 할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 최운열 외(2009)은 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였는데, 사회공헌활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 비선형적인 관계로 나와 사회공헌활동을 수행함에 있어 그 적절한 수준을 찾는 것이 중요하다고 주장했다. 장지인·최현섭(2010)은 기업의 사회적 책임이 재무성과에 미치는 영향을 분석하였는데, CSR 성과가 높은 기업일수록 총자산이익률(ROA)이 높은 것으로 나타났다. 김용성(2011)은 지속가능경영과 이익조정의 관련성을 연구하였는데, 사회적 책임을 다하는 윤리적인 기업일수록 비윤리적 행위인 이익조정을 자제하는 것으로 나타났고, 오근혜·강승모(2014)

는 우리나라 기업의 지속가능경영활동은 재무적 성과와 부분적으로 양(+)의 영향을 미치고 있고, 지속가능경영활동 중 경제활동이 기업의 재무성과에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 사회활동과 환경활동에서는 부분적으로 유의한 영향이 있었지만 전체적으로 유의한 관계가 나타나지 않았으며, 우리나라 기업의 지속가능경영활동이 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 요인임을 확인하였다.

나. 조세회피에 관련된 연구

조세회피와 관련된 연구는 크게 두 가지 방향으로 나뉘는데, 하나는 조세회피의 결정요인과 관련된 연구이고 나머지 하나는 조세회피와 기업가치의 관련성을 본 연구이다. 먼저 조세회피 결정요인과 관련된 논문을 살펴보면, Desai & Dharmapala(2006)는 유인보상과 조세회피의 관계에 대해 분석적 모형을 제시하고, 경영자의 사적 이익 추구행위와 기업지배구조가 조세회피에 영향을 줄 수 있다는 것을 보여주었고, Chen et al.(2010)은 가족이 설립하고 소유·운영하는 가족기업의 조세회피 특성에 대해 분석한 결과, 이들 기업이 다른 기업에 비해 조세회피에 소극적인 것으로 나타났는데, 이에 대해 가족기업은 조세회피로 인한 세금절감이나 사적 이익의 추구보다 기업의 명예와 이미지 손상, 사적 이익 추구가능성으로 인한 잠재적인 기업가치 하락, 조세회피에 대한 처벌 등의 비세금비용이 더 크기 때문에 상대적으로 조세회피에 소극적인 것이라고 주장했다. Graham et al.(2012a)은 조세회피 유인에 대한 설문조사에서 경영자들은 부정적인 평판을 염려하는 것으로 나타났고, 또한 재무이익의 증가는 조세회피의 중요한 목적 중의 하나라는 것을 보여주고 있다.

국내 연구로 고윤성 외(2007)은 재량적 BTD를 조세회피 측정치로 사용하여 분석한 결과, 조세회피 추정액은 세금부담수준(MTR), 수익성(ROE), 소유자지배 기업여부와는 양(+)의 관계를 보였고, 조세혜택수준과는 음(-)의 관련성을 보인 반면, 기업가치와는 양(+)의 관계로 나타났는데, 이는 현금유출이 감소하여 기업가치에 긍정적인 영향을 주기 때문이라고 주장하였다. 고윤성·백혜원(2010)은 가족기업은 다른 기업에 비해 조세회피에 소극적인 것으로 나타나 Chen et al.(2010)의 연구와 일치된 결과를 제시하였다.

조세회피와 기업가치의 관계를 연구한 논문을 살펴보면 조세회피와 기업가치 사이의 관계는 혼재되어 나타난다. Desai and Dharmapala(2009)의 연구에서는 기업지배구조를 고려하지 않는 경우에는 기업가치와 조세회피는 유의한 결과를 나타내지 않았지만, 기업지배구조를 고려하면 기업지배구조가 우수한 기업에서 유의한 양(+)의 관계를 나타냈는데, 이들은 조세회피를 단순히 국가에 귀속될 자원이 기업에 귀속되는 것으로 해석하는 것은 소유와 경영의 분리로 인한 주주와 경영자의 대리인 문제를 고려하지 않은 불완전한 것으로 보았다. Hanlon and Slemrod(2009)는 tax shelter로 적발되었다는 소식에 대한 시장반응을 분석하였는데, 분석결과 tax shelter 소식은 주가에 부정적으로 반응하는 것으로 나타났다.

조세회피에 대한 시장반응을 살펴본 국내연구를 보면, 이병산·정재현(2008)은 세무조사 결과 법인세 등의 추가 납부세액이 발생하였다고 공시한 기업을 조세포탈기업으로, 납부세액을 충실하게 신고·납부한 것으로 확인된 기업을 성실납세기업으로 구분하여 분석하였는데, 조세포탈기업을 대상으로 한 분석에서 KOSPI기업은 공시일에 유의한 음(-)의 주가반응이 나타났으나, KOSDAQ기업은 유의한 주가반응이 나타나지 않았다. 또한 성실납세기업을 대상으로 한 분석에서 KOSPI기업은 공시일에 유의한 양(+)의 주가반응이 나타났지만, KOSDAQ기업은 유의한 주가반응이 나타나지 않았다. 이들은 이러한 결과를 KOSPI기업의 경우 성실납세자 수상 및 지정이 기업의 경영투명성에 관해 좋은 이미지를 주어 기업가치에 긍정적 효과를 미쳤기 때문으로 해석하였다. 고윤성 등(2007)은 Desai & Dharmapala(2006)가 제안한 방법을 이용해 기업의 조세회피추정금액이 기업가치에 미치는 영향에 관해 연구하였는데, 연구결과 조세회피 추정금액과 기업가치는 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 전주성(2011)의 연구결과는 국내 기업의 기업가치와 BTDR로 측정한 조세회피 간에 유의하지 않은 관계를 보여주고 있고, 강정연·고종권(2012)은 조세회피와 기업가치의 관계와 기업지배구조에 따른 효과를 검증한 결과, 조세회피와 기업가치는 음(-)의 관계로 나타났는데, 대리인 관점의 예상과 같이 조세회피의 비세금비용이 상당히 크기 때문에 세금절감효과를 초과하여 기업가치에 부정적인 영향을 주는 것으로 해석하였다. 그리고 기업지배구조가 우수할수록 조세회피와 기업가치의 부정적인 관계는 완화되는 것으로 나타났다.

III. 연구 설계

1. 연구가설의 설정

지속가능한 경영은 기업의 경쟁력을 높여 지속적인 성장을 유지하는 것이므로 이익의 질이 중요한 평가요소가 될 것이다. 이익의 질에 대해서는 사용자의 목적에 따라 그 정의가 달라지지만 투자분석가의 입장에서 고품질을 가진 이익은 현재의 경영성과(current operating performance)를 잘 반영하고, 미래의 경영성과(future operating performance)를 잘 예측하며, 기업가치의 유용한 요약 측정치(a useful summary measure for assessing firm value/intrinsic value/economic or fundamental performance)가 되는 이익을 의미한다(Dechow and Schrand, 2004). 이러한 경우에 이익지속성도 높다고 할 수 있는데, Dechow and Dichev(2002)는 이익의 질이 발생액과 현금흐름이 얼마나 잘 대응되느냐에 따라 결정된다고 보았다. 윤리적인 기업일수록 비윤리적 행위인 이익조정을 자제하기(김용성, 2011) 때문에 지속가능경영활동이 우수한 기업은 이러한 이익지속성이 높아 이익의 질이 좋을 것으로 예상하고 아래의 연구가설을 세운다.

가설 1-1 : 지속가능경영기업은 다른 기업에 비해 이익의 질이 높을 것이다.

가설 1-2 : 지속가능경영기업 평가점수가 클수록 이익의 질이 높을 것이다.

조세회피는 미래의 현금유출을 감소시킴으로써 조세비용을 낮춰 기업의 장부 가치에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있지만, 위에서 설명한 바와 같이 조세회피에 대해서 받아들이는 개념상의 비윤리적인 느낌이 더 강하기 때문에, 이로 인한 비조세비용의 영향이 더 크게 작용하여 기업의 시장가치를 하락시킬 수 있다(기은선, 2012). 이런 현상은 지속가능경영을 지향하는 기업들에게 더 강하게 나타날 수 있으므로 지속가능경영기업들은 조세회피수준이 낮을 것으로 예상하여 두 번째 연구가설을 아래와 같이 세웠다.

가설 2-1 : 지속가능경영기업은 다른 기업에 비해 조세회피수준이 낮을 것이다.

가설 2-2 : 지속가능경영기업 평가점수가 클수록 조세회피수준이 낮을 것이다.

적극적인 지속가능경영활동은 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 것이고 조세회피가 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 혼재하는데, 조세회피가 기업의 미래 현금유출을 감소시켜 기업가치에 긍정적이라는 분석결과(고윤성 외, 2007)가 있는 반면, 고종권(2012)은 조세회피는 대리인 관점의 예상과 같이 조세회피의 비세금비용이 상당히 크기 때문에 세금절감효과를 초과하여 기업가치에 부정적인 영향을 준다는 결과를 발표했다. 본 연구에서는 조세회피는 그 개념이 가져다주는 비윤리적 느낌 때문에 기업가치를 훼손할 것이라는 전제하에, 지속가능경영기업은 사회적으로 비윤리적 개념으로 인식되는 조세회피에 적극적으로 나서지 않을 것이고 또한 이러한 기업은 조세회피로 인한 세금절감액을 사적 이익을 추구하는 데 사용하지 않을 것이라는 인식이 투자자들에게 형성되어 지속가능경영기업 여부와 그 정도는 조세회피로 인한 기업가치 하락을 일정부분 상쇄할 수 있을 것이라는 예상 하에 세 번째 연구가설을 세웠다.

가설 3-1 : 지속가능경영기업은 다른 기업에 비해 기업가치가 높을 것이다.

가설 3-2 : 지속가능경영기업은 조세회피로 인한 기업가치 하락 수준을 낮출 것이다.

2. 연구모형

가. 지속가능경영기업과 이익의 질 모형

재무건전성을 검증하는 방법으로 이익의 질을 측정하는데, 이익의 질은 특정 의사결정과 관련하여 해당 기업의 재무성과에 관한 정보를 더 많이 제공하는 것이며 이익지속성이 높고, 반복적이며, 장기성과에 반영되고, 신뢰할만한 것이어야 이익의 질이 높다고 할 수 있다(Dechow, 2010 ; Dichev, 2013). 이익지속성은 미래기간에도 이익이 계속 유지되는 정도를 나타내는데 이

를 측정하는 방식으로 선행연구에서는 다양한 방법이 사용되었다. Dechow and Dichev(2002)는 당기 운전자본 발생액과 영업활동으로 인한 현금흐름(전기, 당기, 차기)을 회귀분석 하여 나오는 잔차의 표준편차를 가지고 발생액의 질을 측정하였는데, McNichols(2002)은 Dechow and Dichev(2002)모형에 매출액 변동과 유형자산 변수를 추가하여 잔차의 불확실성과 유동발생액 제한모형이라는 Dechow and Dichev(2002)모형의 단점을 극복하려 하였다. 본 연구에서는 Dechow and Dichev(2002)에 기초한 McNichols(2002)의 이 모형을 사용하여 이익의 질을 측정하는데, 잔차항의 절대값을 영업현금흐름과 무관한 비정상적 발생액으로 보아 이 값이 클수록 이익의 질이 떨어지는 것으로 본다(최관 외, 2007 ; 유예린 외, 2014). 또한, 이분산성을 통제하기 위해 모든 변수는 전년도와 당해 연도의 평균총자산으로 나눈 값을 사용한다.

$$TCA_t = \alpha + \beta_1 OCFS_{t-1} + \beta_2 OCFS_t + \beta_3 OCFS_{t+1} + \beta_4 REVS_t + \beta_5 PPE_t + \epsilon_t \quad (1)$$

TCA = (△유동자산 - △유동부채 - △현금 + △유동성장기부채)/평균총자산

OCFS = 영업활동현금흐름/평균총자산

REVS = (당기매출액 - 전기매출액)/평균총자산

PPE = 유형자산(토지, 건설중인자산 제외)/평균총자산

ϵ = 잔차항

McNichols(2002)의 위 (1)모형을 사용하여 나온 잔차항을 비정상적 발생액으로 하는 이익의 질(EQ)을 측정하고 다우존스 지속가능경영기업(DD)과 한국표준협회 지속가능경영기업(DK) 편입 여부 및 다우존스 지속가능경영기업 소속형태와 KSI점수에 따라 차이가 있는 지를 알아본다.

$$EQ_t = \alpha + \beta_1 DD_t \text{ (or } DK_t, \text{ or } DJW_t, \text{ or } DJA_t, \text{ or } DJK_t) + \beta_2 Growth_t + \beta_3 ROA_t + \sum_i \beta_i YD_t + \sum_j \beta_j ID + \epsilon_t \quad (2)$$

$$EQ_t = \alpha + \beta_1 DK_t + \beta_2 DK_t * KSI_t + \beta_3 Growth_t + \beta_4 ROA_t + \sum_i \beta_i YD_t + \sum_j \beta_j ID + \epsilon_t \quad (3)$$

EQ = 영업현금흐름과 무관한 비정상적 발생액

DD = 더미변수로 DJSI 편입기업이면 1, 아니면 0

DK = 더미변수로 KSI 평가대상 기업이면 1, 아니면 0

DJW = 더미변수로 DJSI World 편입기업이면 1, 아니면 0

DJA = 더미변수로 DJSI Asia Pacific 편입기업이면 1, 아니면 0

DJK = 더미변수로 DJSI Korea 편입기업이면 1, 아니면 0

KSI = 한국표준협회 지속가능경영 점수

Growth = 순자산 성장률((기말순자산 - 기초순자산)/기초순자산)

ROA = 당기순이익/기초총자산

YD = 연도더미

ID = 산업더미

ϵ = 잔차항

통제변수는 선행연구에서 사용되었던 변수를 사용하는데, 순자산성장률(Growth)은 성장하는 기업일수록 경영자가 보고이익을 조정할 유인이 생기므로 이익의 질이 낮을 것이고(이영한·박주영, 2014), 총자산이익률(ROA)이 높을수록 이익조정이 낮을 것으로 예상한다(김선화·정용기, 2013).

나. 조세회피수준 결정 모형

본 연구에서 조세회피수준에 대한 측정은 먼저 세무이익을 추정하여, 회계이익과의 차이를 계산하여 BTD를 산출한 후 총 발생액을 이용한 회귀식의 잔차항을 조세회피수준으로 보는 Desai and Dharmapala(2006)의 측정모형을 사용한다. 법인세비용에 이연법인세 자산과 부채를 가감하여 법인세부담액을 산출하고 이를 법정세율로 나누어 세무이익을 산출한다.

$$TI = TAX/TR \quad BTD = IBT - TI$$

TI = 세무이익

BTD = 법인세차감전순이익(회계이익)과 세무이익의 차이

TAX = 법인세부담액

IBT = 법인세차감전순이익

TR = 법인세 최고세율

$$BTD_t = \beta_1 TAC_t + \varepsilon_t \quad TS_t = \varepsilon_t \quad (4)$$

BTD = 회계이익과 세무이익의 차이/기초총자산

TS = 조세회피수준

TAC = 총발생액(당기순이익 - 영업현금흐름)/기초총자산

ε = 잔차

다. 지속가능경영기업의 조세회피수준 관련 모형

Desai and Dharmapala(2006)의 조세회피 측정모형을 기초로 지속가능경영기업의 조세회피수준을 분석하는데, 지속가능경영기업의 변수로 이전 연구에서는 거의 사용되지 않은 다우존스 지속가능성 지수(DJSI)와 한국표준협회의 지속가능성 지수(KSI)를 사용하여 편입기업 여부를 더미변수로 조세회피와의 상관관계를 알아본다. 또한, 지속가능경영 평가점수별로 연구해 보기 위해 DJSI 소속형태(DJSI World, DJSI Asia-Pacific, DJSI Korea)별로 조세회피성향에 차이가 있는지, KSI점수에 따라 조세회피성향에 차이가 있는지를 검증한다.

$$TS_t = \alpha + \beta_1 DD_t \text{ (or } DK_t, \text{ or } DJW_t, \text{ or } DJA_t, \text{ or } DJK_t) + \beta_2 MTR_{t-1} \\ + \beta_3 ROA_t + \beta_4 PPE_t + \beta_5 OCFS_t + \sum_i \beta_i YD_t + \sum_j \beta_j ID + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$TS_t = \alpha + \beta_1 DK_t + \beta_2 DK_t * KSI_t + \beta_3 MTR_{t-1} + \beta_4 ROA_t + \beta_5 PPE_t + \beta_6 OCFS_t + \sum_i \beta_i YD_t + \sum_j \beta_j ID_t + \epsilon_t \quad (6)$$

TS = Desai & Dharmapala(2006)에 따른 조세회피추정금액

MTR = 전기 한계세율(법정 한계세율)

ROA = 당기순이익/기초총자산

PPE = (유형자산-토지-건설중인자산)/총자산

OCFS = 영업현금흐름/총자산

YD = 연도더미

ID = 산업더미

ϵ = 잔차항

통제변수는 선행연구에서 사용한 변수들을 사용한다. 한계세율(MTR)이 높아 조세부담이 주어지는 기업은 조세회피에 적극적일 것이고 또한 수익성(ROA)이 높은 기업도 같은 반응을 보일 것으로 예상된다(고윤성 외, 2007). 또한, 감가상각자산이 많은 기업(PPE)과 자금여력이 풍부한 기업(OCFS)은 조세회피에 적극적일 것으로 예상된다(고성삼 외, 2011 ; 고윤성 외, 2007).

라. 지속가능경영기업의 조세회피와 기업가치 관련 모형

지속가능경영기업은 다른 기업에 비하여 기업가치가 높게 나타나는 지를 알아보고 또한 조세회피수준이 기업가치 하락에 미치는 영향과 조세회피로 인한 기업가치 하락을 지속가능경영기업이라는 긍정적 요소가 그 하락수준에 영향을 주는지 여부를 분석하기 위해 아래의 Tobin's Q 모형을 사용한다.

$$TQ_t = \alpha + \beta_1 DD(or DK)_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 DOC_t + \beta_5 FSH_t + \beta_6 RNDS_t + \beta_7 ROA_t + \beta_8 OCFS_t + \sum_i \beta_i YD_t + \sum_j \beta_j ID_t + \epsilon_t \quad (7)$$

$$TQ_t = \alpha + \beta_1 TS_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 DOC_t + \beta_5 FSH_t + \beta_6 RNDS_t + \beta_7 ROA_t + \beta_8 OCFS_t + \sum_i \beta_i YD_t + \sum_j \beta_j ID_t + \epsilon_t \quad (8)$$

$$TQ_t = \alpha + \beta_1 TS_t + \beta_2 DD(or DK)_t + \beta_3 TS_t * DD(or DK)_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 DOC_t + \beta_7 FSH_t + \beta_8 RNDS_t + \beta_9 ROA_t + \beta_{10} OCFS_t + \sum_i \beta_i YD_t + \sum_j \beta_j ID_t + \epsilon_t \quad (9)$$

TQ = (자기자본의 시장가치+부채의 장부가액)/총자산의 장부가치

TS = Desai & Dharmapala(2006)에 따른 조세회피추정금액

SIZE = 총자산의 자연로그값

LEV = 총부채/총자산

DOC = 경영자지분율이 5% 이상인 기업이면 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수

FSH = 외국인투자자지분을
 RNDS = 연구개발비/매출액
 ROA = 당기순이익/기초총자산
 OCFS = 영업현금흐름/총자산
 YD = 연도더미
 ID = 산업더미
 ε = 잔차항

종속변수는 Tobin's Q로 자기자본과 부채의 시장가치를 총자산의 장부가치로 나눈 값으로 하고 선행연구에서 사용했던 변수들을 통제변수로 사용하는데, 관심변수는 $TS \times DD(or DK)$ 로 지속가능경영기업이 조세회피 수준에 어떠한 차이를 보이는지 알아본다. 기업규모와 부채규모, 소유구조가 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해 SIZE, LEV, DOC, FSH 등의 설명변수를 사용하고, R&D활동이 활발하고 수익성과 자금여력이 좋은 기업일수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되어 RNDS, ROA, OCFS 등의 변수를 사용한다(고윤성 외, 2007).

3. 연구표본의 선정

본 연구의 표본은 KOSPI200 및 KOSDAQ100 편입종목 중 비금융업을 영위하는 기업을 표본으로 하고 2011년부터 2014년까지의 재무자료와 DJSI와 KSI 편입 여부 및 세부편입기준(DJSI World, DJSI Asia Pacific, DJSI Korea)과 기업별 점수에 따라 수집하여 분석한다. 이익의 질 분석은 이익지속성을 관찰하기 때문에 차기이익이 필요하다. 따라서 이익의 질 분석에서는 2011년부터 2013년까지의 3개년 자료를 분석대상 기간으로 한다.

<표 6>은 본 연구의 표본의 선정과정을 나타내고 있는데, 최초 연구표본은 각 연도별 코스피 종목 200개, 코스닥종목 100개이며 이중 금융업 등을 제외하면 각각 182개와 97개의 기업, 총 279개 기업의 연도별_기업 관측치 1,116개가 나온다.

〈표 6〉 표본기업의 선정

구 분		기업 수(개)
코스피200	최초 기업 수	200
	금융업 제외	(17)
	12월 결산이 아닌 기업	(1)
	최종 표본기업 수	182

〈표 6〉 표본기업의 선정 (계속)

구 분		기업 수(개)
코스닥100	최초 기업 수	100
	금융업 제외	(2)
	12월 결산이 아닌 기업	(1)
	최종 표본기업 수	97
최종 표본기업 수 합계		279

연구표본은 다우존스 지속가능경영기업으로 선정된 기업 중 금융업 등을 제외한 55개 기업과 한국표준협회의 지속가능경영기업 중 금융업 등을 제외한 76개 기업을 연구표본으로 하여 2011년부터 2014년까지의 연도별 기업자료 표본으로 추출한다.

〈표 7〉 연구표본의 분포

구 분		관측치(개)
코스피200	2011	182
	2012	182
	2013	182
	2014	182
	연도별 관측치 합계	728
	다우존스 지속가능기업(DD)	54
	—DJW 편입기업	20
	—DJA 편입기업	36
	—DJK 편입기업	51
	표준협회 지속가능기업(DK)	64
코스닥100	2011	97
	2012	97
	2013	97
	2014	97
	연도별 관측치 합계	388
	다우존스 지속가능기업(DD)	1
	—DJW 편입기업	—
	—DJA 편입기업	—
	—DJK 편입기업	1
	표준협회 지속가능기업(DK)	12
연도별—기업 관측치 총합계		1,116
다우존스 지속가능경영기업 연도별_기업 관측치 합계		147
표준협회 지속가능경영기업 연도별_기업 관측치 합계		240

연구표본 추출결과를 보면 총 표본기업의 연도별 기업 관측치 1,116개 중 다우존스 지속가능 경영기업의 연도별 기업관측치가 147개이고 한국표준협회 선정 지속가능경영기업 연도별 기업 관측치가 240개이다.

표본기업의 업종별 분포도를 보면 제조업이 179개(64.16%)로 제일 많고 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업이 그 뒤를 잇는다.

〈표 8〉 연구표본의 업종별 분포

업 종	기업 수	비율(%)	누적비율(%)
제조업	179	64.16	64.16
전기, 가스, 증기 및 수도사업	2	0.72	64.87
건설업	8	2.87	67.74
도매 및 소매업	16	5.73	73.48
운수업	4	1.43	74.91
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	36	12.90	87.81
전문, 과학 및 기술 서비스업	25	8.96	96.77
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	2	0.72	97.49
교육 서비스업	3	1.08	98.57
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	3	1.08	99.64
협회 및 단체 수리 및 기타 개인 서비스업	1	0.36	100.00
합 계	279	100.00	

IV. 실증분석의 결과

1. 기술통계량

<표 9>는 지속가능경영기업의 이익의 질(EQ) 분석과 관련한 주요 변수들의 기술통계량을 나타내고 있다. DD와 DK 관측치는 각각 147개와 240개이며, KSI의 최소값은 0이고, 최대값은 67.37점이다. Growth는 최소값과 최대값이 0.00과 4.67, 그리고 표준편차가 0.33으로 기업마다 큰 차이를 보이고, ROA도 평균과 최소, 최대값이 각각 0.08, 0.00, 3.36으로 다양하게 나타난다.

〈표 9〉 이익의 질 분석 주요 변수의 기술통계량

변수명	평균	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
DD	0.12	0.33	0	0	0	0	1
DK	0.22	0.41	0	0	0	0	1
KSI	12.11	23.41	0	0	0	0	67.37
EQ	0.05	0.05	0.00	0.02	0.04	0.06	0.34
Growth	0.17	0.33	0.00	0.04	0.10	0.18	4.67
ROA	0.08	0.14	0.00	0.03	0.05	0.10	3.36

주1) 변수의 정의

DD =더미변수로 DJSI 편입기업이면 1, 아니면 0

DK =더미변수로 KSI 평가대상 기업이면 1, 아니면 0

KSI =한국표준협회 지속가능경영 점수

Growth=순자산 성장률((기말순자산-기초순자산)/기초순자산)

ROA =당기순이익/기초총자산

<표 10>은 지속가능경영기업의 조세회피수준과 기업가치 분석과 관련된 주요 변수들의 기술통계량을 보여주고 있다. TS의 중간값은 -0.01이고 표준편차와 최소, 최대값은 각각 0.07과 -0.16, 0.67로서 기업별로 조세회피수준에서 큰 폭의 차이를 보이고 있다.

〈표 10〉 조세회피수준과 기업가치 분석 주요 변수의 기술통계량

변수명	평균	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
DD	0.13	0.34	0	0	0	0	1
DK	0.21	0.41	0	0	0	0	1
KSI	11.91	23.35	0	0	0	0	67.37
TS	-0.01	0.07	-0.16	-0.03	-0.01	0.01	0.67
TQ	2.24	2.23	0.26	1.02	1.58	2.55	24.01
MTR	0.24	0.01	0.11	0.24	0.24	0.24	0.24
PPE	0.17	0.13	0	0.07	0.15	0.24	0.75
OCFS	0.09	0.08	0.00	0.04	0.07	0.12	0.77
SIZE	11.99	0.70	9.91	11.51	11.91	12.49	14.22
LEV	0.37	0.19	0.00	0.22	0.36	0.53	0.91
DOC	0.33	0.47	0	0	0	1	1
FSH	17.90	15.28	0.02	5.85	14.28	25.47	89.73
RNDS	0.02	0.04	0	0	0.00	0.02	0.35
ROA	0.09	0.10	0.00	0.03	0.06	0.11	1.22

주1) 변수의 정의

- TS =Desai & Dharmapala(2006)에 따른 조세회피추정금액
 TQ =(자기자본의 시장가치+부채의 장부가액)/총자산의 장부가치
 MTR =전기 한계세율(법정 한계세율)
 PPE =(유형자산-토지-건설중인자산)/총자산
 OCFS=영업현금흐름/총자산
 SIZE =총자산의 자연로그값
 LEV =총부채/총자산
 DOC =경영자지분율이 5% 이상인 기업이면 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수
 FSH =외국인투자자지분율
 RNDS=연구개발비/매출액
 ROA =당기순이익/기초총자산

TQ는 평균이 2.24, 표준편차가 2.23, 최소값과 최대값이 각각 0.26과 24.01로 기업별로 큰 폭의 차이를 보이는데 자기자본의 시장가치도 최소 190억 원에서 최대 243조원까지 다양하게 분포되어 있다.

2. 변수간 상관관계

<표 11>은 지속가능경영기업의 이익의 질 분석을 위한 주요 변수들 간의 상관관계를 나타내고 있다. DD와 DK 두 변수 모두가 EQ와 유의한 음(-)의 관련성을 보여 지속가능경영기업일수록 이익의 질이 높아질 것으로 예상된다.

〈표 11〉 이익의 질 분석 주요 변수 간 상관관계

변수명	DD	DK	KSI	EQ	Growth
DK	0.38*** (0.00)				
KSI	0.36*** (0.00)	0.98*** (0.00)			
EQ	-0.09** (0.02)	-0.09** (0.02)	-0.08** (0.02)		
Growth	-0.03 (0.33)	-0.07* (0.06)	-0.06* (0.07)	0.42*** (0.00)	
ROA	-0.03 (0.40)	-0.02 (0.59)	-0.02 (0.59)	0.10*** (0.00)	0.21*** (0.00)

주1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)

주2) 괄호 안은 p-값을 나타내며, 변수의 정의는 <표 9> 참조

〈표 12〉 조세회피와 기업가치 분석 주요 변수 간 상관관계

변수명	DD	DK	KSI	TS	TQ	MTR	PPE	OCFS	SIZE	LEV	DOC	FSH	RNDS
DK	0.37*** (0.00)												
KSI	0.34*** (0.00)	0.98*** (0.00)											
TS	-0.02 (0.56)	-0.11*** (0.00)	-0.11*** (0.00)										
TQ	-0.01 (0.82)	-0.05 (0.18)	-0.04 (0.25)	0.01 (0.79)									
MTR	0.15*** (0.00)	0.18*** (0.00)	0.18*** (0.00)	-0.05 (0.13)	-0.15*** (0.00)								
PPE	0.09*** (0.01)	0.12*** (0.00)	0.10*** (0.00)	-0.10*** (0.00)	-0.11*** (0.00)	-0.03 (0.44)							
OCFS	-0.03 (0.35)	0.03 (0.46)	0.02 (0.54)	0.03 (0.35)	0.33*** (0.00)	-0.04 (0.25)	0.04 (0.20)						
SIZE	0.52*** (0.00)	0.49*** (0.00)	0.49*** (0.00)	-0.13*** (0.00)	-0.29*** (0.00)	0.35*** (0.00)	0.18*** (0.00)	-0.24*** (0.00)					
LEV	0.08** (0.02)	0.20*** (0.00)	0.22*** (0.00)	-0.07*** (0.03)	-0.02 (0.63)	0.03 (0.43)	0.25*** (0.00)	-0.18*** (0.00)	0.36*** (0.00)				
DOC	-0.15*** (0.00)	-0.14*** (0.00)	-0.14*** (0.00)	0.06* (0.06)	0.05 (0.12)	-0.12*** (0.00)	-0.08*** (0.02)	0.00 (0.99)	-0.30*** (0.00)	-0.21*** (0.00)			
FSH	0.32*** (0.00)	0.29*** (0.00)	0.28*** (0.00)	-0.09*** (0.01)	0.07*** (0.03)	0.25*** (0.00)	0.01 (0.78)	0.14*** (0.00)	0.40*** (0.00)	-0.07*** (0.05)	-0.11*** (0.00)		
RNDS	-0.04 (0.25)	-0.11*** (0.00)	-0.10*** (0.00)	0.08* (0.02)	0.16*** (0.00)	-0.20*** (0.00)	0.02 (0.61)	0.03 (0.31)	-0.20*** (0.00)	-0.18*** (0.00)	0.05 (0.17)	-0.08*** (0.03)	
ROA	-0.05 (0.14)	-0.07*** (0.05)	-0.07*** (0.05)	0.36*** (0.00)	0.38*** (0.00)	-0.10*** (0.00)	-0.15*** (0.00)	0.58*** (0.00)	-0.30*** (0.00)	-0.28*** (0.00)	0.08*** (0.03)	0.07*** (0.03)	0.06* (0.07)

1) 변수의 정의는 <표 10> 참조

또한 EQ와 Growth, ROA 사이에는 유의한 양(+)의 관련성을 보여 성장률과 당기순이익이 높을수록 이익의 질이 낮을 것으로 예측되어 순자산이익률과 관련해서는 선행연구와 반대되는 결과를 보였다.

<표 12>는 지속가능경영기업의 조세회피수준과 기업가치 관련성 분석을 위한 주요 변수들 간의 상관관계를 나타내고 있다. TS는 DK와는 유의한 음(-)의 관련성을 보인 반면 DD와는 유의한 관련성을 보이지 않았고, PPE, SIZE, LEV, FSH 등의 변수와 유의한 음(-)의 관련성을, DOC, RNDS, ROA와 유의한 양(+)의 관련성을 보였다. TQ는 MTR, PPE, SIZE와는 유의한 음(-)의 관련성을, OCFS, FSH, RNDS, ROA와는 유의한 양(+)의 관련성을 보였다.

3. 회귀분석의 결과

가. 지속가능경영과 이익의 질

<표 13>은 지속가능경영기업의 이익의 질을 회귀분석한 결과를 보여주고 있다. 본 연구는 이상치로 인한 왜곡을 방지하기 위하여 1% 수준에서 극단치를 제거하고 2011년에서 2013년까지의 기간을 연구대상으로 삼았다.

<표 13> 지속가능경영기업과 이익의 질

변수명	Coef.	t	P> t
Intercept	6.869*	1.69	0.091
DD	-0.011***	-3.07	0.002
-DJW	-0.013***	-3.52	0.000
-DJA	-0.014***	-4.43	0.000
-DJK	-0.012***	-3.27	0.001
DK	-0.007**	-2.10	0.036
-DK_KSI	0.000	1.28	0.201
Growth	0.066***	6.48	0.000
ROA	0.001	0.07	0.942
YR	포 함		
ID	포 함		
N	820		
R ²	19.67%		
F	16.22		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)

2) 변수의 정의는 <표 9> 참조

분석결과 다우존스 지속가능경영기업(DD)의 회귀계수는 -0.011 의 값을 가지며 1% 수준에서 통계적 유의성을 보여 다우존스 지속가능경영기업이 이익의 질이 더 높다는 것을 보여준다. 또한 한국표준협회의 지속가능경영기업(DK)의 경우에도 회귀계수가 -0.007 로 5%수준에서 통계적으로 유의하게 나와 지속가능경영을 하는 기업은 이익의 질이 높다는 것을 보여줌으로써 지속가능경영기업의 이익이 질이 더 높다는 연구가설을 지지한다.

다만, 지속가능경영 평가점수에 따른 분석에서 다우존스 지속가능경영기업의 소속(DJW, DJA, DJK)별로 분석해본 결과는 DJSI World 소속 기업이 DJSI Korea 소속기업 보다는 회귀계수가 더 높게 나왔지만 DJSI Asia Pacific 보다는 더 낮게 나와 혼재된 결과를 보여줬으며 한국표준협회의 지속가능경영점수(KSI)별로 분석한 결과에서는 유의한 차이를 보이지 않았다.

나. 지속가능경영기업과 조세회피

<표 14>는 지속가능경영기업의 조세회피 수준을 회귀분석한 결과를 보여주고 있다.

<표 14> 지속가능경영기업과 조세회피

변수명	Coef.	t	P> t
Intercept	2.861	0.82	0.415
DD	0.001	0.21	0.830
DK	-0.011***	-2.94	0.003
- DK_KSI	-0.001*	-1.86	0.063
MTR	-0.121	-0.78	0.437
ROA	0.119**	2.12	0.035
PPE	-0.022	-1.41	0.160
OCFS	-0.082*	-1.68	0.093
YR	포 함		
ID	포 함		
n	892		
R ²	5.86%		
F	4.98		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)

2) 변수의 정의는 <표 10> 참조

이상치로 인한 왜곡을 방지하기 위하여 1% 수준에서 극단치를 제거하고 2011년에서 2014년까지의 기간을 분석한 결과, 다우존스 지속가능경영기업(DD)은 통계적 유의성을 보이지 않았으나, 한국표준협회 지속가능경영기업(DK)의 경우 회귀계수가 -0.011 으로 1%수준에서 통계적

유의성을 보여, 지속가능경영을 하는 기업의 조세회피수준에 대한 분석에서는 연구대상 기업에 따라 각기 다른 양상을 보였는데 이는 다우존스 지속가능경영기업 관측치(55개사, 연도별 기업 관측치 147개)보다 한국생산성본부 지속가능경영기업의 관측치(76개사, 연도별 기업 관측치 240개)가 더 많기 때문에 효과를 더 적절하게 반영할 수 있었던 것으로 보인다.

지속가능경영 평가점수에 따른 분석결과, 다우존스 지속가능경영기업의 소속(DJW, DJA, DJK)별로는 통계적으로 유의성을 보이지 않았으나(표 생략), 한국표준협회의 지속가능경영점수(KSI)별로 차이를 보이는지 알아본 분석에서는 -0.001 의 회귀계수로 10% 수준에서 유의한 것으로 나타나 지속가능경영 점수별로 차이가 있음을 보여줬다.

다. 지속가능경영기업의 기업가치와 조세회피

<표 15>는 지속가능경영기업의 선정 여부가 기업가치에 어떤 영향을 미치는지를 분석한 결과를 보여주고 있는데 2011년에서 2014년까지의 기간을 1% 극단치를 제거하고 분석한 결과, 지속가능경영기업은 다른 기업에 비해 기업가치가 높게 나타나고 있음을 알 수 있다.

〈표 15〉 지속가능경영기업과 기업가치

변수명	Coef.	t	P> t
Intercept	-198.12*	-1.71	0.088
DD	0.898***	4.12	0.000
DK	0.289**	2.00	0.046
SIZE	-1.361***	-7.79	0.000
LEV	3.363***	6.33	0.000
DOC	0.072	0.51	0.609
FSH	0.025***	5.03	0.000
RNDS	7.070***	3.50	0.000
ROA	6.021***	3.41	0.001
OCFS	1.948	1.00	0.315
YR	포 함		
ID	포 함		
n	928		
R ²	29.25		
F	21.95		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)

2) 변수의 정의는 <표 10> 참조

다우존스 지속가능경영기업(DD)은 회귀계수가 0.898으로 1% 수준에서, 한국표준협회의 지속가능경영기업(DK)의 경우는 회귀계수가 0.289로 5% 수준에서 통계적 유의성을 보여 투자자들은 지속가능경영기업으로 선정된 기업의 가치를 높게 평가하는 것으로 나타났다. 하지만 조세회피수준이 기업가치에 미치는 영향 및 지속가능경영활동이 활발한 기업의 조세회피수준이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 조세회피수준과 기업가치의 관계가 유의적으로 나타나지 않았고 조세회피수준과 지속가능경영기업여부에 따른 기업가치와의 관계에서도 유의적인 현상을 발견할 수 없었다(표 생략).

4. 추가분석

본 연구는 지속가능경영기업이 당해 기업의 이익의 질과 조세회피 및 기업가치에 영향을 줄 것이라 예상하고 진행하였다. 하지만 예상과 반대로 기업의 이익의 질이나 조세회피 및 기업가치가 지속가능경영기업에 영향을 미쳤을 가능성을 배제할 수 없다. 이러한 내생성 문제를 해결하기 위해 2단계 회귀분석모형(2Stage Least Square Model)을 이용하여 추가분석을 실시하였다.

본 분석에서는 지속가능경영기업(DD, DK)을 대상으로 기업가치 영향을 분석한다. 1단계 회귀모형에서 Probit분석을 이용해 DD 및 DK의 추정치(PDD, PDK)를 각각 구하고 2단계 모형에서 DD(DK)대신 PDD(PDK)를 변수로 사용하여 회귀분석을 실시한다.

● 1단계 회귀모형

$$DK(or DD)_t = \alpha + \beta_1 TQ_t + \beta_2 ROA_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 RNDSt + \beta_6 DOC_t + \beta_7 FSH_t + \sum_i \beta_i YD_t + \sum_j \beta_j ID_t + \epsilon_t \quad (10)$$

● 2단계회귀모형

$$TQ_t = \alpha + \beta_1 PDK(or PDD)_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 DOC_t + \beta_5 FSH_t + \beta_6 RNDSt + \beta_7 ROA_t + \beta_8 OCFS_t + \sum_i \beta_i YD_t + \sum_j \beta_j ID_t + \epsilon_t \quad (11)$$

본 분석의 회귀분석결과는 <표 16>에 나타나 있다. 1단계 모형에서 종속변수는 DD(DK)인데, TQ와의 관계에서 DD와는 유의하게 나왔는데 DK와는 유의하지 않았다. 2단계 모형은 가설 3-1을 재검증한 것인데, PDD와 PDK 모두 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 내생성을 통제한 이후에도 가설 3-1의 연구가설을 지지하여 지속가능경영기업의 기업가치를 시장에서 높게 평가한다는 연구결과를 지지한다는 것을 의미한다.

〈표 16〉 내생성 통제

변수명	1 st stage	2 ND stage	
	결과	결과	P> t
Intercept	-131.41 (-1.07)	-135.88 (-1.27)	0.204
TQ - DD	0.137*** (3.99)		
- DK	0.029 (0.94)		
PDD		7.503*** (6.25)	0.000
PDK		9.546*** (6.18)	0.000
SIZE	1.754*** (11.35)	-3.175*** (-7.49)	0.000
LEV	-1.045** (-2.50)	4.236*** (7.15)	0.000
DOC	-0.270 (-1.54)	0.059 (0.45)	0.651
FSH	0.006 (1.16)	0.012*** (2.97)	0.000
RNDS	1.361 (0.61)	3.758** (2.11)	0.035
ROA	0.219 0.22	4.598*** (3.38)	0.001
OCFS		1.119 (0.66)	0.509
YR	포 함	포 함	
ID	포 함	포 함	
n	928	928	
R ²	41.45	39.13	
F	307.15	22.80	

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)

2) 변수의 정의는 <표 10> 참조

V. 결 론

지속가능경영활동에 대한 관심이 최근 세계적으로 크게 대두되고 있는데, 금융위기 경험과 여전히 불안한 세계경제환경에서 이러한 지속가능경영에 대한 관심이 기업은 물론 정부와 학계, 투자자들에게 최근 다시 뜨거운 이슈로 떠오르고 있다. 이러한 추세에 맞추어 기업의 지속가능경영활동이 기업의 이익의 질과 조세회피수준 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다.

2011년부터 2014년까지의 기간을 대상으로 KOSPI200 및 KOSDAQ100 편입종목 중 비금융업을 영위하는 기업을 표본으로 DJSI와 KSI 편입기업을 연구대상으로 하여 분석하였는데, 본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 지속가능경영기업의 이익의 질을 분석한 결과 다우존스 지속가능경영기업과 한국표준협회의 지속가능경영기업 등 지속가능경영기업은 다른 기업에 비해 이익의 질이 더 높은 것으로 나타났는데, 이는 지속가능경영활동을 활발히 하는 기업일수록 이익지속성과 같은 재무적 성과의 질을 중요시하기 때문인 것으로 판단된다.

둘째, 지속가능경영기업의 조세회피 수준을 분석한 결과, 연구대상 기업에 따라 각기 다른 양상을 보였는데, 다우존스 지속가능경영기업은 통계적 유의성을 보이지 않았으나, 한국표준협회의 지속가능경영기업의 경우 1%수준에서 음(-)의 통계적 유의성을 보였다. 이는 다우존스 지속가능경영기업 관측치보다 한국표준협회 지속가능경영기업의 관측치가 월등히 많기 때문에 효과를 더 적절하게 반영할 수 있었던 것으로 보인다. 즉, 지속가능경영을 활발히 하는 기업일수록 자칫 기업이미지에 부정적 영향을 줄 수 있는 조세회피에 소극적이라는 결과를 보여준다.

셋째, 지속가능경영기업의 선정 여부가 기업가치에 미치는 영향과 조세회피수준이 기업가치에 미치는 영향 및 지속가능경영활동이 활발한 기업의 조세회피수준이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 투자자들은 지속가능경영기업으로 선정된 기업의 가치를 높게 평가하는 것으로 나타나 활발한 지속가능경영활동은 시장에서 긍정적으로 평가하고 있음을 보여 주었다. 하지만, 조세회피수준과 기업가치의 관계는 유의적으로 나타나지 않았고 조세회피수준과 지속가능경영기업여부에 따른 기업가치와의 관계에서도 유의적인 현상을 발견할 수 없었다.

본 연구의 표본은 상장기업 전체가 아닌 KOSPI200과 KOSDAQ100 기업 중에서 표본을 선정하였다는 점과 조세회피금액을 측정함에 있어서 오차가 발생할 수 있다는 점, 그리고 본 연구에서 지속가능경영기업으로 인용한 DJSI와 KSI 편입기업 연구표본 자체가 잘못 선정되었을 가능성을 배제할 수 없다는 점 등에서 본 연구는 한계점을 지니고 있어 연구결과의 해석에 주의가 요구된다. 하지만 본 연구는 지속가능경영활동의 개념적 정의를 좀 더 명확하게 보여주고 있고, 지속가능경영기업의 이익의 질뿐만 아니라 지속가능경영활동이 조세회피수준, 기업가치에 미치는 영향을 보여줌으로써 기업과 투자자 및 과세당국에 유용한 정보를 제공한다는 점에서 의의가 있다.

참고문헌

- 강정연 · 고종권. 2012. “기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향”. 한국회계학회 회계학연구회 발표자료.
- 고성삼 · 박상섭. 2011. “세무조사전후의 조세회피차이에 관한 연구”. 세무학연구 제28권 제2호 : 41-65
- 고성천 · 박래수. 2011. “기업의 사회적 책임활동(CSR) 결정요인과 기업가치”. 세무와회계저널 제12권 제2호 : 105-134
- 고윤성 · 김지홍 · 최원욱. 2007. “조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구”. 세무학연구 제24권 제4호 : 9-40.
- 고윤성 · 백혜원. 2010. “가족기업의 조세회피 성향에 관한 연구”. 세무학연구 제27권 제2호 : 49-76.
- 금명기. 2011. “지속가능경영 노력이 인지된 기업의 성과에 미치는 영향 요인에 관한 연구”. 단국대학교 대학원 박사학위 논문.
- 기은선. 2012. “기업의 사회적 책임활동이 조세회피 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향”. 세무학연구 제29권 제2호 : 107-136.
- 김선화 · 정용기. 2013. “기업의 사회적 책임활동과 실제이익조정”. 세무와회계저널 제14권 제6호 : 227-259.
- 김종대. 2008. “기업의 사회적 책임과 지속가능경영”. 상장협연구 제57호 2008/4 : 126-159.
- 박정순. 2006. “윤리학에서 본 기업윤리관”. 기업윤리연구 12권 : 1-20.
- 송인경. 2006. “국내 항공산업과 지속가능경영(환경경영)”. 추계학술대회 학술발표자료.
- 오재인. 2010. “지속가능경영과 U-City”. 한국경영정보학회 2010년 추계학술대회.
- 이병산 · 정재현. 2008. “기업의 조세회피행위 여부에 따른 시장반응”. 세무학연구 25권 1호 : 139-168.
- 이영한 · 박주영. 2014. “국제회계기준(IFRS) 도입이 주가이익배수(PER)와 이익의 질과의 관련성에 미치는 영향”.
- 이진규 · 조준학. 1997. “경영자의 사회적 책임과 윤리의식에 관한 실증연구”. 경영논총 41권 1호 : 239-280.
- 임동원 · 오 윤. 2013. “조세포탈과 조세회피의 개념 구분”. 세무학연구 제30권 제3호 : 161-188.
- 장지인 · 최현섭. 2010. “기업의 사회적 책임과 재무성과와의 관계”. 한국경영학회지 제23권 제2호 : 633-648.
- 정성민. 2014. “Fuzzy-DEA를 이용한 지속가능경영기업의 운영효율성 평가에 관한 연구”. 숭실대학교 대학원 박사학위 논문.
- 조희재(삼성경제연구소). 2007. “지속성장기업의 조건 : CSR”. CEO Information 제620호 : 1-

21.

- 홍성태 · 안치용 · 이한석. 2012. “지속가능경영이 기업의 명성에 미치는 영향”. 한국항공경영학회지 제10권 제4호 : 187-205.
- 국가청렴위원회. 2006. “공기업 윤리경영모델”. 주관기관 : (주)에코프론티어.
- 한국생산성본부. DJSI Korea 2011/2012/2013/2014 평가결과 보도자료.
- 한국표준협회 조직역량혁신센터. 2015. “대한민국지속가능성지수(KSI)가 기업 지속가능경영 추진과 투자자에게 주는 시사점(KSI와 기업의 재무성과 간의 상관관계 분석)”.
- 한국표준협회. 2014 KSI 조사안내. 2013 KSI 조사모델.
- Carroll, B. A. 1999, “Corporate Social Responsibility : Evolution of a Definitional Construct”, *Business and Society*, 38 : 268-295.
- Concetta Carnevale and Maria Mazzuca, 2014, “Sustainability report and bank valuation : evidence from European stock markets”, *Business Ethics : A European Review* Volume 23 : 69-90.
- Davis, K. and W. C. Frederick, 1984 *Business and Society*, 5th ed, McGraw-Hill.
- Dechow, P., W. Ge, and C. Schrand, 2010. “Understanding Earnings Quality : A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences”, *Journal of Accounting and Economics* 50(2-3) : 34-401.
- Derwall, J., N. Guenster, R. Bauer., and K. Koedijk. 2005. The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal* 61 : 51-63.
- Desai, M. A. and Dharmapala, D. 2006, “Corporate Tax Avoidance and High-powered Incentives”, *Journal of Financial Economics* 79 : 145-179.
- Dichev, I. D., J. Graham, C. R. Harvey, and S. Rajgopal, 2013, “Earnings Quality : Evidence from the Field”, *Journal of Accounting and Economics* 56 (2-3) : 1-3.
- Isabel Costa Lourenc,o · Jeffrey Lawrence Callen · Manuel Castelo Branco · Jose’ Dias Curto, 2013, “The Value Relevance of Reputation for Sustainability Leadership”, *J Bus Ethics* (2014) 119 : 17-28.
- José M. Moneva and Beatriz Cuellar, 2009. The Value Relevance of Financial and Non-Financial Environmental Reporting. *Environmental and Resource Economics* November 2009, Volume 44, Issue 3 : 441-456.
- Maignan, I. and O. C. Ferrell(2000),. “Measuring Corporate Citizenship in Two Counties : The Case of the United States And France”, *Journal of Business Ethics*, 23 : 283-297.
- McNichols M. F. 2002, “Discussion of the quality of accruals and earnings : the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 7(Supplement) : 61-69.
- McWilliams, A., and D. Siegel. 2001. “Corporate Social Responsibility and Firm Financial

Performance : Correlation or Mis_specification”, *Strategic Management Journal* 21 : 603—609.

Michelle Hanlon · Joel Slemrod, 2009, “What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement”, *Journal of Public Economics* 93(2009) : 126—141.

P. Dechow and I. Dichev, 2002. “The Quality of Accruals and Earnings : The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* Vol.77 : 35—59.

The Study on the Impact of the Corporate Sustainability Management on the Earnings Quality, Tax Avoidance and the Firm Value

Lee Hae-Seong* · Kim Kap-Soon**

〈Abstract〉

This paper would examine whether a company, being active in Corporate Sustainability Management (hereafter ‘CSM’) which are an appropriate gaining of profit, a social sharing of that profit and a joint growth activities, is better than other companies in terms of the earnings quality thanks to the positive effect of financial performances. And, after regarding tax avoidance as an unethical notion, it would study whether the CSM company is less aggressive at tax avoidance and how the relationship between CSM and the stock market response to tax avoidance.

The good CSM company is anticipated to show a good earnings quality because its goal is a maintaining of constant growth with it’s competitiveness being elevated. As tax avoidance, recognized as an unethical behavior generally, can lower a firm value, that good CSM company will seem to be less aggressive at tax evasion, and the market is expected to evaluate that company positively.

In this study, observed values of 383 good CSM companies are to be subjects of research among 1,116 firm-year observed values on the basis of financial data from 2010 to 2014 with non-financial companies’ stock items from KOSPI 200 and KOSDAQ 100 as of the end of 2014, and we use Korea Standards Association’s Sustainability Indices and Dow Jones Sustainability Indices as the measurements of the good CSM companies.

As a result of analysis, the CSM company appeared to be higher in the earnings quality than other companies. so we can conclude that the company tend to emphasize on the quality of financial performances as the more active in the CSM. As a result of analyzing levels of tax avoidance of the CSM companies, But Dow Jones’ CSM companies didn’t show a statistical significance. Meanwhile, in the case of the Korea Standards Associations’s CSM companies, they are passive at tax avoidance. And, investors appeared to evaluate the company selected as CSM company highly, so we can see a brisk CSM activity is appreciated positively in the market. However, it wasn’t statistically significant that relationship between the level of tax avoidances and the corporate value, and we couldn’t find out that there was a significance between the CSM

* Doctoral Student, Graduate School of Dongguk University, First Author

** Professor, Dongguk University, School of Business, Corresponding Author

company and the tax avoidance on the firm value. This analysis shows that the good CSM company tend to receive a good score from the market, because this company has a good quality of earnings and is less aggressive at the tax avoidance.

Accordingly, it is important for this report to conclude that the CSM activity would be needed to raise the company's value and this analysis gives significant meanings to investors and tax authorities.

<Key words> Sustainability Management, CSR, Earnings Quality, Tax Avoidance