

조세혜택이 외국인지분율에 미치는 영향

정현욱* · 이미영**

<요 약>

본 연구는 조세혜택과 외국인지분율 간의 관련성이 없다는 귀무가설을 설정하고 실증분석을 수행하였다. 국내의 외국인지분율과 관련된 선행연구들은 외국인투자자의 투자 의사결정에 대하여 상반된 결과를 제시하고 있다. 첫 번째는 외국인투자자의 경우 우수한 정보 분석능력을 바탕으로 장기적이고, 안정적인 투자의사결정을 내린다는 연구이고, 두 번째는 외국인투자자의 경우 자신의 이익을 높이기 위하여 수익성이 높은 기업에 투자의사결정을 내린다는 연구이다.

한편, 조세혜택과 관련된 선행연구에서는 조세혜택이 세후이익을 증가시키는 유인으로 작용하므로, 조세혜택이 당기이익에 대한 경영자의 압박을 완화시킬 수 있음을 설명하고 있다. 하지만, 조세혜택이 커질수록 경영자의 보수주의적 회계처리는 높아지고, 하향이익조정 수준은 증가하는 것으로 선행연구에서는 보고하고 있다. 특히, 보수적인 회계처리는 미래이익의 불확실성을 낮추어 대리인비용을 감소시키지만, 순이익과 순자산을 과소계상하게 한다. 따라서 조세혜택이 외국인지분율에 미치는 영향은 실증의 문제로 판단되며, 본 연구에서는 귀무가설을 설정하고 실증분석을 수행하였다.

2001년부터 2011년까지 비금융업 상장기업을 대상으로 분석한 결과, 조세혜택의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 본 연구에서는 추가적으로 외국인투자자의 성향에 따라 집단을 분류한 후 조세혜택과 외국인지분율 간의 관련성을 분석하였다. 추가분석결과, 조세혜택과 외국인지분율 간의 관련성은 장기 투자성향이 집단과 단기 투자성향 집단 모두에서 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 조세혜택이 높은 기업일수록 보수주의 회계처리가 높아진다는 남혜정 외(2013)의 연구를 고려해 볼 때, 외국인투자자들은 조세혜택을 투자의사결정에 긍정적인 요인으로 판단하지 않는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 외국인투자자가 투자의사결정시 조세전략을 고려한다는 실증적 자료를 제공한다는 공헌점이 있다. 따라서 본 연구의 결과는 규제기관의 정책결정에 유용한 자료 중 하나로 제공될 것으로 기대된다.

<주제어> 조세혜택, 외국인지분율, 보수주의

* 동아대학교 경영대학 경영학과 조교수, biglotos@dau.ac.kr, 주저자

** 영남대학교 경영학과 박사과정, mylee@ynu.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

본 연구는 2001년에서 2011년까지 코스피 상장법인(금융업 제외)을 대상으로 조세혜택이 외국인지분율에 미치는 영향을 분석하는데 목적이 있다. 우리나라는 1997년 외환위기 이후 외국인투자자에 대한 제한이 낮아지면서, 외국인투자자의 투자거래가 활발해진 것으로 나타나고 있다. 이러한 점에서 외국인투자자가 투자의사결정시 어떠한 기업특성요인을 고려하는 지는 학문적인 관심의 대상이 되고 있다.

하지만, 국내의 외국인지분율과 관련된 선행연구들은 외국인투자자의 투자의사결정에 대하여 상반된 결과를 제시하고 있다. 첫 번째는 외국인투자자의 경우 국내투자자보다 상대적으로 우수한 정보 분석능력을 바탕으로 장기적이고, 안정적인 투자의사결정을 내린다는 연구이다(안윤영 외 2005 ; 전영순 2003 ; 이장희 · 김선구 2006 ; 백미경 · 문상혁 2010 ; 박준우 2011 ; 고대영 외 2012 ; 김성혜 외 2012).

이러한 맥락에서, 외국인지분율은 회계이익의 질 및 감사품질이 높고 지배구조가 우수할수록 증가하는 것으로 나타나고 있다(전영순 2003 ; 이장희 · 김선구 2010 ; 백미경 · 문상혁 2010 ; 고대영 외 2012). 이는 외국인투자자의 경우, 대리인비용이 낮은 기업을 선호하고 있음을 시사한다.

두 번째는 외국인투자자의 경우 자신의 이익을 극대화하기 위하여 수익성이 높은 기업에 투자의사결정을 내린다는 연구이다(박종국 · 홍영은 2009 ; 이만우 · 노준화 2006 ; 박종국 외 2011 ; 정현욱 외 2014). 이는 당기순이익과 외국인지분율이 양(+)의 관련성을 가질 수 있음을 유추할 수 있다.

한편, 조세혜택은 비과세, 감면(이연)이나 세액공제(세액감면) 등으로 발생하게 된다(선은정 등 2015 ; 남혜정 등 2013). 따라서 조세혜택은 기업외부로의 자원유출을 줄여 기업의 가치분소득을 증가시킨다. 이러한 점에서 조세혜택과 관련된 선행연구는 조세혜택이 증가할수록 경영자는 당기 이익에 대한 압박이 낮아진다고 해석하고 있다. 따라서 조세혜택이 커질수록 보수주의 회계처리는 높아지고, 하향이익조정 수준은 증가하는 것으로 나타났다(남혜정 외 2013 ; 선은정 외 2015).

Watts(2003a), Watts(2003b) 및 김정옥 · 배길수(2006)는 보수주의 회계처리의 경우, 미래의 불확실성을 감소시킨다고 설명하고 있다. 하지만, 백원선 · 이수로(2004)의 연구는 보수주의 회계처리로 인해 기업의 순이익과 순자산이 과소계상되는 것을 제시하였다. 이는 보수주의 회계처리가 높아질수록 기업의 수익성에는 부정적으로 작용할 수 있음을 시사한다. 이러한 점에서 조세혜택이 외국인지분율에 미치는 영향에 대해 분석하는 것은 실증의 문제로 판단된다. 이에 본 연구에서는 조세혜택과 외국인지분율이 관련성이 없을 것이라는 귀무가설을 설정하여 실증분석을 수행하였다.

실증분석에 사용된 조세혜택은 최종욱 · 김철환(2010)의 방법론을 이용하여 측정하였다. 그리고 외국인지분율은 1년 평균 보통주 외국인지분율(FOR_A)과 3년 평균 보통주 외국인지분율

(FOR_3)을 사용하였다. 분석결과, 조세혜택의 회귀계수는 유의하게 음(-)의 값을 나타내고 있다. 이는 조세혜택이 커질수록 외국인지분율은 줄어드는 것으로 해석할 수 있다.

추가적으로, 본 연구에서는 외국인투자자의 투자기간(장기 투자성향 집단과 단기 투자성향 집단)을 고려한 후, 조세혜택이 외국인지분율에 미치는 영향을 살펴보았다. 분석결과, 조세혜택의 회귀계수는 각각의 투자성향 집단에서 모두 유의하게 음(-)의 값을 보여주고 있다. 이는 외국인투자자의 투자기간을 고려하여도 조세혜택은 외국인지분율과 음(-)의 관련성을 가지고 있다고 해석할 수 있을 것이다. 조세혜택이 커질수록 보수주의 회계처리와 하향이익조정 수준이 증가한다는 남혜정 외(2013) 및 선은정 외(2015)의 결과를 근거로 생각해 볼 때, 외국인투자자들은 조세혜택이 회계이익을 증가시키는 긍정적인 요인으로 해석하지 않는 것으로 판단된다. 즉, 외국인투자자들은 당기의 조세혜택이 미래의 순이익과 순자산을 과소계상시키는 유인으로 작용할 것으로 판단하여, 조세혜택이 높은 기업일수록 외국인투자자들이 투자를 하지 않는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 조세혜택이 외국인투자자의 투자결정에 미치는 영향에 대한 실증분석한 자료를 제공한다. 이는 점에서 의미를 갖는다. 즉, 본 연구는 외국인투자자의 경우 투자의사결정시 기업의 조세전략을 고려한다는 실증적 자료를 제공한다는 점에서 시사점이 있다. 따라서 본 연구의 결과는 규제기관의 정책결정에 유용한 자료로 활용될 수 있을 것이라고 기대된다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 먼저, 제Ⅱ장에서 기존의 선행연구를 검토하고, 연구가설을 제시하였다. 제Ⅲ장에서는 연구방법론으로 연구모형 및 변수측정 그리고 표본의 선정과정을 기술하였으며, 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시하고자 한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 연구결과 및 시사점을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설 설정

1. 외국인지분율과 관련한 선행연구

국내의 외국인지분율과 관련된 선행연구에서는 외국인투자자의 의사결정과 관련하여 상반된 연구결과를 제시하고 있다. 첫 번째는 외국인투자자의 경우 국내투자자보다 상대적으로 우수한 정보 분석능력을 바탕으로 장기적이고, 안정적인 투자의사결정을 내린다는 연구이다(안윤영 외 2005 ; 전영순 2003 ; 이장희 · 김선구 2010 ; 백미경 · 문상혁 2010 ; 박준우 2011 ; 고대영 외 2012 ; 김성혜 외 2012). 두 번째는 외국인투자자의 경우 자신의 이익을 극대화하기 위하여 수익성이 높은 기업에 투자의사결정을 내린다는 연구이다(박종국 · 홍영은 2009 ; 박종국 외 2011 ; 정현욱 외 2014).

먼저, 외국인투자자들이 장기적이고 안정적인 투자의사결정을 한다고 보고한 연구에서는 외

국인투자자의 경우, 투자의사결정시 회계이익의 질 및 감사품질이 높고, 지배구조가 우수한 기업을 선호한다고 설명하고 있다. 이장희·김선구(2010)는 재량발생을 회계이익의 질에 대한 대용변수로 측정한 후, 회계이익의 질이 외국인지분율에 미치는 영향에 대해 연구하였다. 연구결과, 회계이익의 질이 높아질수록 외국인지분율은 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 전영순(2003)의 연구에서도 유사한 것으로 나타났다.

Bhattacharya et al.(2012)의 연구에서는 회계이익의 질이 증가할수록 정보위험은 감소한다고 설명하고 있다. 이러한 점에서 회계이익의 질이 제고될수록 외국인지분율이 증가한다는 연구결과는 정보위험이 낮은 기업일수록 외국인지분율이 증가할 수 있음을 시사한다.

한편, 박종일·남혜정(2013)은 감사품질이 증가할수록 회계정보의 신뢰성이 높아진다고 설명하고 있고, 최정호(2007)는 기업지배구조가 우수할수록 회계이익의 질은 증가하고 있음을 설명하고 있다. 이와 관련하여 백미경·문상혁(2010) 및 고대영 외(2012)는 감사품질(감사시간과 감사보수)이 높고, 기업지배구조가 우수할수록 외국인지분율이 높아진다는 결과를 보고하고 있다.

이러한 맥락에서, 외국인투자자들이 장기적이고 안정적인 투자의사결정을 내린다고 설명하고 있는 연구에서는 외국인투자자들의 경우 투자의사결정을 내린 이후에도 투자대상기업에 지속적인 관심을 가진다고 설명하고 있다(박준우 2011). 따라서 외국인지분율이 증가할수록 실제활동 이익조정 수준은 감소(김성혜 외 2012)하고, 정보비대칭 수준은 완화(안윤영 외 2005)되는 것으로 나타나고 있다.

이와 반대로, 최근에는 외국인투자자는 자신의 수익성을 극대화시키는 방향으로 의사결정을 내린다고 설명하고 있는 연구들도 존재한다. 박종국 등(2011)은 외국인 투자자의 경우, 대규모 기업집단에서 소득이전을 받고 있고 있는 계열기업에서는 적극적인 모니터링을 하지 않는 것으로 보고하고 있다. 하지만, 외국인투자자는 소득이전을 할 것으로 예상되는 계열기업에서는 적극적인 모니터링을 수행하는 것으로 나타나고 있다. 이는 외국인투자자는 투자대상기업의 수익성에 관심을 가지고 있음을 시사한다.

박종국·홍영은(2009)은 국내 외국인 투자자가 과세소득보다는 회계이익에 보다 많은 관심을 가지므로, 외국인지분율과 조세회피 간에는 음(-)의 관계를 가진다고 보고하였다. 이러한 논리를 토대로, 정현욱 등(2014)은 외국인 투자자 지분율이 증가할수록 법인세부담액이 높아진다는 결과를 보고하고 있다.

이만우·노준화(2006)는 외국인지분율과 배당률 간에는 양(+)의 관계가 있다고 보고하고 있다. 특히, 김성민·장용원(2012)은 외국인지분율과 배당수준(총자산배당률, 배당성향, 배당수익률, 자기자본배당률) 간에는 양(+)의 관계를 가지고 있음을 보고하였다. 이러한 결과에 대하여, 이만우·노준화(2006)는 배당의 재원이 되는 당기순이익이 높은 기업에 외국인투자자들은 투자의사결정을 내린다고 설명하고 있다. 이러한 점에서 기업의 조세혜택에 대하여 외국인투자자들이 어떠한 의사결정을 하는 지를 분석하는 것은 실증의 문제로 판단된다.

2. 조세혜택 선행연구 및 가설의 설정

남혜정 등(2013)과 선은정 등(2015)은 조세혜택이 존재할 경우, 경영자가 보고이익에 대한 압박이 낮아질 수 있음을 설명하고 있다. 따라서 조세혜택과 관련한 선행연구에서는 조세혜택이 이익조정 수준, 보수주의 회계처리, 이익지속성, 발생액의 질 등과 같은 기업특성요인에 어떠한 영향을 미치고 있는가를 실증분석하고 있다.

먼저, 선은정 등(2015)은 조세혜택과 경영자의 이익조정 수준 간의 관련성을 분석하였다. 구체적으로, 선은정 등(2015)은 경영자의 이익조정 수준을 재량발생으로 측정하였다. 분석결과에 따르면, 조세혜택이 커질수록 경영자는 하향이익조정을 수행하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 박종일 외(2002)의 연구에서도 일관된 것으로 나타났다.

남혜정 외(2013)는 조세혜택이 보수주의 회계처리에 어떠한 영향을 미치고 있는지를 실증분석하였다. 구체적으로, 남혜정 등(2013)은 다양한 보수주의 측정치를 사용하여, 조세혜택이 보수주의 회계처리에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 조세혜택이 커질수록 보수주의 회계처리는 높아지는 것으로 나타났다. 이는 선은정 외(2015)의 연구결과와 일관된 것으로, 경영자는 조세혜택이 있을 경우 보고이익에 대한 압박이 낮아져 이익조정 수준은 감소하고, 보수주의 회계처리는 높아지는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

특히, 보수주의 회계처리와 관련하여, 김태완·전하성(2011)은 보수주의 회계처리의 경우, 이익의 변동성이 감소되어 불확실성을 줄이는 신중한 회계처리이지만, 수익비용대응 수준을 왜곡시킬 수 있음을 제시하고 있다. 따라서 김태완·전하성(2011)은 보수주의 회계처리는 회계이익의 질을 증가 또는 감소시킬 수 있다고 설명하고 있다.

최종욱·김철환(2010)은 조세혜택의 값이 양(+)인 기업과 음(-)인 기업으로 집단을 나눈 후, 이익의 지속성이 각각의 집단 별로 어떠한 차이가 나는지를 분석하였다. 분석결과, 조세혜택의 값이 양(+)인 집단의 이익지속성은 음(-)인 집단의 이익지속성보다 높은 것으로 나타났다. 또한, 선은정 외(2015)의 연구에서도 조세혜택이 커질수록 이익지속성이 높아진다고 보고하였다. 그러나 선은정 등(2015)은 조세혜택의 경우 영업현금흐름과 발생액 간의 관계를 왜곡시킬 수 있으므로, 조세혜택이 커질수록 발생액의 질은 감소한다는 결과를 보고하고 있다.

조세혜택은 비과세, 감면(이연) 및 세액공제(세액감면) 등에 의해 발생하게 되어 법인세비용을 감소시키게 된다. 따라서 조세혜택은 당기순이익을 증가시키는 원인이 될 수 있다. 하지만 경영자는 조세혜택이 있을 경우, 보고이익에 대한 압박이 낮아지므로, 더욱 보수주의 회계처리를 하며, 하향이익조정 수준은 증가시키는 것으로 나타나고 있다.

이러한 보수주의 회계처리는 미래의 불확실성을 감소시켜 대리인비용을 감소시키는 역할도 하지만, 결과적으로 순이익과 순자산을 과소계상하게 만든다(Watts 2003a, 2003b ; 김정욱·배길수 2006 ; 백원선·이수로 2004). 만약 외국인투자자들이 보수주의 회계처리를 정보위험을 감소시키는 유인으로 인식할 경우, 조세혜택과 외국인지분율은 양(+)의 관계가 있을 것으로 기대된다.

남혜정 외(2013)에 따르면, 조세혜택이 높아질수록 보수주의 회계처리 수준은 높아진다고 보고하고 있다. 보수주의 회계처리가 높아질 경우, 미래의 순이익과 순자산은 감소하게 된다. 이러한 관점에서 볼 때, 외국인투자자들은 조세혜택에 대하여 미래이익을 과소계상시키는 요인으로 판단할 것으로 기대된다. 이는 조세혜택과 외국인지분율은 음(-)의 관계를 가질 수 있음을 유추할 수 있다. 이러한 점에서 조세혜택이 외국인지분율에 미치는 영향을 실증의 문제로 판단되어, 아래와 같은 귀무가설을 설정하였다.

가설 : 조세혜택과 외국인지분율 간에는 관련성이 없을 것이다.

III. 연구의 설계

1. 연구모형

본 연구에서는 조세혜택이 외국인지분율에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보기 위하여 식(1)과 같은 연구모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned} FOR_A(FOR_3)_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 TS_{i,t} + \beta_2 EQ_{i,t} + \beta_3 IA_{i,t} + \beta_4 VD_{i,t} + \beta_5 ROA + \beta_6 LEV_{i,t} \\ & + \beta_7 EXP_{i,t} + \beta_8 PBR_{i,t} + \beta_9 TURN_{i,t} + \beta_{10} BETA_{i,t} \\ & + \beta_{11} BOD_{i,t} + \beta_{12} SIZE_{i,t} + \beta_{13} IND_{i,t} + \beta_{14} YD_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{식(1)} \end{aligned}$$

FOR_A : 외국인지분율(1년 평균 보통주 외국인지분율)

FOR_3 : 외국인지분율(3년 평균 보통주 외국인지분율)

TS : 조세혜택

EQ : 회계이익의 질(발생액의 질((잔차의 절대값($|\epsilon_{i,t}|$)) $\times (-1)$))¹⁾

IA : 산업전문감사인 더미변수(산업별 시장점유율이 20% 이상이면 1, 아니면, 0)

VD : 자율공시수준(t기 자율공시건수/ $\ln$ (t기 총자산))

ROA : 총자산이익률(영업이익/t기 자기자본)

- 1) 본 연구에서는 발생액의 질을 회계이익의 질에 대한 대용변수(proxy)로 사용하였다. 발생액의 질은 Dechow and Dichev(2002)의 방법론으로(아래 식) 측정하였다. 본 연구는 Dechow and Dichev(2002)의 방법론을 통하여 산출된 잔차($\epsilon_{i,t}$)의 절대값에 ‘-1’을 곱((잔차의 절대값($|\epsilon_{i,t}|$)) $\times (-1)$)하여 측정하였다. 이러한 점에서 발생액의 질이 커질수록 회계이익의 질(EQ)이 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

$$TCA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \epsilon_{i,t} \quad (\text{Dechow and Dichev(2002)의 방법론})$$

TCA : ((Δ 유동자산 - Δ 현금) - (Δ 유동부채 - Δ 유동성장기부채))/평균총자산

CFO : 영업현금흐름/평균총자산

LEV	: 부채비율(t 기 부채/ t 기 자기자본)
EXP	: 수출비율(t 기 수출액/ t 기 매출액)
PBR	: 주가순자산배율(주가/주당순자산)
TURN	: 총자산회전율(t 기 매출액/ t 기 총자산)
BETA	: 베타
BOD	: 사외이사비율($((\text{사외이사} - \text{법정최저사외이사}^*) / \text{사외이사})$)
	* 법정 최저 사외이사 : 자산규모가 2조원 이상(미만)이면, 등기임원의 50%(25%)
SIZE	: 기업규모($\ln(t-1$ 기 총자산))
IND	: 산업더미
YD	: 연도더미

식(1)의 β_1 은 본 연구의 가설검증 회귀계수이다. β_1 이 유의한 양(+)의 값이 나타나면, 조세혜택이 커질수록 외국인지분율은 증가하는 것으로 판단할 수 있을 것이다. 이와 반대로, β_1 이 유의한 음(-)의 값이 나타나면, 조세혜택이 커질수록 외국인지분율은 감소하는 것으로 판단할 수 있을 것이다.

조세혜택 이외에 외국인지분율과 관련이 있는 요인들을 통제하기 위해 본 연구는 실증분석모형에 다음과 같은 통제변수들을 포함하였다. 이장희·김선구(2006)는 외국인지분율과 회계이익의 질이 정(+)의 관련성을 가진다고 보고하였다. 본 연구에서는 회계이익의 질을 Dechow and Dichev(2002) 모형을 통해 측정된 발생액의 질(EQ)로 측정하여, 회계이익의 질이 외국인 투자자의 의사결정에 미치는 영향을 제거하였다.

백미경·문상혁(2010)은 감사품질이 높아질수록 외국인지분율은 증가한다고 보고하고 있다. 본 연구에서는 감사품질을 산업전문감사인(IA)으로 측정하여 감사품질이 외국인지분율에 미치는 영향을 제거하였다. 권수영 외(2008)에 따르면, 산업전문감사인이 감사를 수행할 경우, 감사품질은 증가한다고 설명하고 있다. 이러한 점에서 산업전문감사인(IA)과 외국인지분율은 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다.

정현욱(2015)은 회계이익의 질과 자율공시수준 간에는 대체적인 관계를 가지므로, 기업의 자율공시수준과 외국인지분율은 음(-)의 관련성을 가진다고 보고하였다. 따라서 본 연구에서는 자율공시수준(VD)을 모형에 포함하여 자율공시수준이 외국인지분율에 미치는 영향을 제거하였다.

Kang and Stulz(1997), Dahlquist and Robertsson(2001) 그리고 박종국·홍영은(2009)에 따르면, 외국인투자자들은 수익성이 높은 기업에 투자의사결정을 내린다고 보고하고 있다. 따라서 본 연구에서는 총자산이익률(ROA)을 통제변수로 포함하였다. 그리고 총자산이익률(ROA)과 외국인지분율은 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. Lin and Shiu(2003) 및 정현욱·이현주(2014)는 부채비율과 외국인지분율 간에는 음(-)의 관계를 가진다고 보고하였다. 이에 부채비율(LEV)을 연구모형에 포함하여, 부채비율에 따라 외국인지분율이 차이가 나는 지를 통제하였다.

수출비율(EXP)은 기업의 인지도에 따른 외국인투자자의 투자의사결정을 통제하기 위하여 모형에 포함하였다. Merton(1987)은 인지도가 높아질수록 외국인지분율은 증가한다고 설명하고

있다. 이러한 점에서 외국인지분율은 수출비율(EXP)과 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 고대영 외(2012)는 주가순자산배율과 총자산회전율이 높은 기업에 대하여 호의적인 평가를 내린다고 설명하고 있다. 이러한 점에서 본 연구에서는 주가순자산배율(PBR)과 총자산회전율(TURN)을 모형에 포함하였다. 그리고 주가순자산배율(PBR)과 총자산회전율(TURN)은 외국인지분율과 각각 양(+)의 관계를 가질 것으로 기대된다.

이현주 외(2014)는 체계적인 위험이 높아질수록 외국인지분율은 감소한다고 설명하고 있다. 따라서 본 연구에서는 체계적인 위험이 외국인투자자의 의사결정에 미치는 영향을 통제하기 위해 베타(BETA)를 연구모형에 포함하였으며, 외국인지분율과는 음(-)의 관련성을 가질 것으로 예상된다.

본 연구에서는 기업규모와 이사회 특성을 제거하기 위하여 기업규모(SIZE)와 초과사외이사비율(BOD)을 각각 실증분석 모형에 포함하였다. 고대영 외(2012)는 기업규모가 커지고, 사외이사비율이 증가할수록 외국인지분율은 높아진다고 보고하고 있다. 따라서 기업규모(SIZE)와 초과사외이사비율(BOD)은 외국인지분율과 양(+)의 관련성을 가질 것으로 예상된다. 마지막으로, 연도효과와 산업효과를 통제하기 위하여 연도더미(YD)와 산업더미(IND)를 연구모형에 포함하였다.

2. 조세혜택(TS)의 대용치

본 연구의 조세혜택(TS)은 최종욱·김철환(2010)의 방법론을 토대로 측정하였다. 아래 식(2)와 같이 조세혜택을 측정할 경우, 조세혜택(TS)의 값은 양(+) 또는 음(-)의 값을 가질 수 있다. 만약, 조세혜택(TS)이 양(+)의 값을 가진다면, 기업에 조세혜택이 존재하는 것으로 해석할 수 있다. 하지만, 조세혜택(TS)이 음(-)의 값을 가진다면, 기업에 조세부담이 있는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

$$\text{조세혜택(TS)} = \{(\text{법인세차감전순이익} \times \text{법정최고세율}2) - (\text{손익계산서상법인세비용}(\text{법인세차감전순이익} \times \text{유효세율}))\} / \text{기 자기자본}$$

식(2)

- 2) 2001년부터 2011년까지의 법인세율은 아래 <표>와 같다. 2001년, 2002년-2004년, 2005년-2007년, 2008년, 2009년 그리고 2010년 이후의 법인세율(2억원 초과)의 경우)은 각각 16%(28%), 15%(27%), 13%(25%), 11%(25%), 11%(22%) 그리고 10%(22%)이다.

<표> 연도별 법인세율

	2억원 이하(2007년 이전은 1억원 이하)	2억원 초과(2007년은 1억원 초과)
2001년	16%	28%
2002년-2004년	15%	27%
2005년-2007년	13%	25%
2008년	11%	25%
2009년	11%	22%
2010년 이후	10%	22%

3. 표본선정

본 연구는 조세혜택이 외국인지분율에 미치는 영향을 분석하기 위해 2001년에서 2011년까지 한국거래소에 상장된 기업 중에서 다음의 요건을 충족시키는 기업으로 표본을 선정하였다.

- (1) 2001년부터 2011년까지 비금융업 유가증권 상장법인
- (2) 12월 결산법인
- (3) 자기자본이 양(+)인 기업
- (4) (주)한국신용평가정보의 Kis-Value와 FN-Guide의 DataGuide5 데이터베이스에서 재무제표 자료 및 베타자료가 수록된 기업
- (5) 금융감독원 전자공시시스템에서 등기임원, 사외이사 및 자율공시수준을 측정할 수 있는 기업

아래, <표 1>은 위의 조건을 모두 만족시키는 최종표본 5,107개(기업-년)에 대한 산업-연도별 분포를 제시하고 있다.

<표 1> 표본의 산업-연도별 분포

산업명(중분류)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	합계
1차 금속 제조업	18	21	23	29	33	36	36	37	40	41	39	353
가구 제조업	2	2	2	2	3	5	5	5	5	4	6	41
가죽, 가방 및 신발 제조업	3	3	2	3	3	3	4	4	2	4	2	33
건축기술, 엔지니어링 및 기타 과학기술 서비스업	2	2	1	1	2	2	2	2	4	5	6	29
고무제품 및 플라스틱제품 제조업	12	13	12	13	14	14	15	14	13	15	15	150
교육 서비스업				1	1	1	1	1	1	1	1	8
금속가공제품 제조업 ; 기계 및 가구 제외	4	4	4	5	6	5	6	7	7	7	7	62
기타 기계 및 장비 제조업	13	13	17	19	21	24	25	25	29	28	26	240
기타 운송장비 제조업	4	4	5	4	5	5	5	6	6	6	4	54
기타 전문, 과학 및 기술 서비스업			1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
기타 제품 제조업		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
담배 제조업	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
도매 및 상품중개업	11	17	16	16	24	25	26	26	27	30	29	247
목재 및 나무제품 제조업 ; 가구제외		2	2	3	3	3	3	3	3	2	3	27
방송업											1	1
부동산업			1		1	1	1	1	1	1		7
비금속 광물제품 제조업	11	14	17	18	19	18	21	21	20	20	19	198

〈표 1〉 표본의 산업-연도별 분포 (계속)

산업명(중분류)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	합계
사업지원 서비스업	1	1	2	1	2	3	5	5	5	6	5	36
석탄, 원유 및 천연가스 광업	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
섬유제품 제조업 ; 의복제외	7	7	7	8	10	10	8	8	8	8	7	88
소매업 ; 자동차 제외	3	4	7	6	7	8	8	8	8	9	10	78
수상 운송업	1	3	3	3	3	3	5	5	4	5	3	38
스포츠 및 오락관련 서비스업	2	2	2	2	1	2	3	3	4	4	4	29
식료품 제조업	15	20	21	20	26	26	26	26	25	26	25	256
어업	2	3	4	4	5	5	4	4	5	5	5	46
영상·오디오 기록물 제작 및 배급업				1	1	1	1	1	1	1	1	8
육상운송 및 파이프라인 운송업	4	4	4	4	6	9	9	9	8	8	9	74
음료 제조업	1	1	1	3	4	4	4	4	5	4	5	36
음식점 및 주점업	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업	2	2	2	3	3	3	3	3	3	4	4	32
의료용 물질 및 의약품 제조업	19	27	29	29	32	30	31	31	32	31	33	324
의복, 의복액세서리 및 모피제품 제조업	5	7	8	8	9	10	12	12	13	14	12	110
자동차 및 트레일러 제조업	13	19	22	20	29	28	29	29	30	32	30	281
전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업	7	7	7	7	7	7	8	8	8	10	9	85
전기장비 제조업	10	10	11	11	11	11	11	11	12	12	12	122
전문서비스업	26	33	34	36	37	38	40	41	44	45	32	406
전문직별 공사업				1	1		2	2	3	3	3	15
전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	25	28	29	30	33	32	36	37	37	31	35	353
정보서비스업		1	1	1	1	1		1	1	3	2	12
종합 건설업	17	19	22	21	24	25	25	25	23	23	15	239
창고 및 운송관련 서비스업	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3	29
출판업	2	2	3	5	5	5	4	6	7	7	7	53
컴퓨터 프로그래밍, 시스템 통합 및 관리업	1	3	3	3	4	3	4	4	5	5	3	38
코크스, 연탄 및 석유정제품 제조업	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	39
통신업	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	2	32
펄프, 종이 및 종이제품 제조업	11	17	16	17	16	19	19	18	19	18	16	186
항공 운송업	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	22
화학물질 및 화학제품 제조업 ; 의약품 제외	33	39	46	45	47	50	55	56	55	56	56	538
합계	300	368	401	418	475	492	519	526	540	551	517	5,107

<표 1>에서 보는 바와 같이 최종표본 5,107개(기업-년) 중 화학물질 및 화학제품 제조업(의약품 제외)은 538개(기업-년), 전문서비스업은 406개(기업-년), 1차 금속 제조업은 353개(기업-년)로 나타나 3개 산업이 전체표본의 25%를 초과하고 있다. 따라서 <표 1>은 산업효과와 연도효과를 통제할 필요성을 제시하고 있다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계 및 상관관계분석

<표 2>는 본 논문에서 가설검증을 위해 회귀식에 사용된 변수들의 평균 및 표준편차 그리고 4분위수를 나타내는 기술통계를 나타내고 있다. 외국인지분율(FOR)의 평균(중위수)은 0.1086(0.0385)이고, 표준편차는 0.1515로 나타났다³⁾. 외국인지분율의 경우, 평균이 중위수보다 조금 높은 것으로 나타났지만, 정현욱 외(2014)의 평균(0.1137) 및 중위수(0.0424)와 유사한 것으로 나타났다. <표 2>에서 제시하지 않았지만, 3년 평균 보통주 외국인지분율(FOR_3)의 평균(중위수)은 0.1186(0.0497)이며, 표준편차는 0.1530으로 나타났다.

회계이익의 질(EQ)의 평균 및 중위수는 각각 -0.0689, -0.0465로 나타나 평균이 중위수보다 약간 높은 것으로 보이고 있으나, 손성규 등(2009)의 평균(0.067) 및 중위수(0.049)와 유사한 결과를 보이고 있다. 본 연구는 해석의 편의를 위해 발생액의 질에 '(-1)'을 곱하여 회계이익의 질(EQ)을 측정하였다. 따라서 본 연구의 회계이익의 질이 음(-)의 값을 제시하고 있다.

산업전문감사인(IA)의 평균(중위수)은 0.3995(0.0000)로 나타나, 표본의 약 40%가 산업전문감사인의 감사를 받고 있음을 알 수 있다. 자율공시수준(VD)의 평균(중위수)은 0.0434(0.0000)로 나타나 정현욱 외(2014)의 연구와 유사한 것으로 보이고 있다. 총자산수익률(ROA)의 평균 및 중위수는 각각 0.1012, 0.1000로 나타났으며, 베타(BETA)의 평균 및 중위수는 각각 0.7709, 0.7580으로 부채비율(LEV)의 평균 및 중위수는 0.4402, 0.4461로 나타났다.

수출비율(EXP)의 평균 및 중위수는 0.2721과 0.1251로 나타났으며, 주가순자산배율(PBR)의 평균(중위수)은 1.0614(0.7383)로 나타났다. 총자산회전율(TURN)의 평균 및 중위수는 0.9831과

3) 유가증권상장법인에 소속된 기업들의 연도별 외국인지분율 평균은 2001년 14.66%, 2002년 11.54%, 2003년 18.00%, 2004년 22.00%, 2005년 22.96%, 2006년 22.29%, 2007년 18.92%, 2008년 16.12%, 2009년 16.29%, 2010년 16.48%, 2011년 15.89%이다. 그리고 본 연구에서 사용된 최종표본에 대한 외국인지분율 평균은 2001년 9.68%, 2002년 8.63%, 2003년 9.83%, 2004년 12.72%, 2005년 12.70%, 2006년 13.32%, 2007년 12.68%, 2008년 11.19%, 2009년 9.68%, 2010년 9.60%, 2011년 9.44%로 나타났다. 본 연구의 외국인지분율 평균은 유가증권상장법인의 외국인지분율 평균과 조금 차이가 있는 것으로 나타났다. 외국인지분율의 추이는 유사한 것으로 판단된다.

0.8946으로 나타나, 평균이 중위수보다 조금 높은 것으로 보이고 있다. 사외이사비율(BOD)의 평균 및 중위수는 -0.0104와 -0.0192로 나타났으며, 기업규모(SIZE)의 평균 및 중위수는 26.4616과 26.1697로 나타났다. <표 2>에서 제시하지 않았지만, 3년 평균 외국인지분율(FOR_3) 평균(중위수)은 0.1186(0.0497)이며, 표준편차는 0.1530으로 나타났다.

〈표 2〉 주요변수의 기술통계량

변 수	평 균	표준편차	최솟값	1분위수	중위수	3분위수	최대값
FOR_A	0.1086	0.1515	0.0001	0.0053	0.0385	0.1600	0.9335
TS	-0.0064	0.0532	-0.7611	-0.0079	-0.0010	0.0058	0.4842
EQ	-0.0689	0.0749	-0.7988	-0.0906	-0.0465	-0.0207	0.0000
IA	0.3995	0.4898	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
VD	0.0434	0.0918	0.0000	0.0000	0.0000	0.0399	1.6922
ROA	0.1012	0.1439	-0.9900	0.0400	0.1000	0.1700	0.9500
LEV	0.4402	0.1894	0.0007	0.2990	0.4461	0.5803	0.9563
EXP	0.2721	0.3045	0.0000	0.0020	0.1251	0.5114	1.0000
PBR	1.0614	1.0960	0.0692	0.4482	0.7383	1.2510	18.0199
TURN	0.9831	0.5640	0.0013	0.6449	0.8946	1.2050	7.5599
BETA	0.7709	0.3791	-3.9697	0.5096	0.7580	1.0209	2.4198
BOD	-0.0104	0.1239	-0.5000	-0.0500	-0.0192	0.0500	0.5500
SIZE	26.4616	1.4745	21.2581	25.4293	26.1697	27.2496	32.3055

변수의 정의 : FOR_A는 외국인지분율(1년 평균 보통주 외국인지분율), TS는 조세혜택[$\{(법인세차감전순이익 \times \text{법정최고세율}) - (\text{손익계산서상법인세비용}(\text{법인세차감전순이익} \times \text{유효세율}))\} / \text{t기 자본총액}$], EQ는 회계이익의 질(발생액의 질($(\text{잔차의 절대값}(|\epsilon_{i,t}|)) \times (-1))$), IA는 산업전문감사인 더미변수(산업별 시장점유율이 20% 이상이면 1, 아니면 0), VD는 자율공시수준(t기 자율공시건수/t기 총자산의 자연로그), ROA는 총자산이익률(t기 영업이익/t기 자기자본), LEV는 부채비율(t기 부채/t기 자기자본), EXP는 수출비율(t기 수출액/t기 매출액), PBR은 주가순자산배율(주가/주당순자산), TURN은 총자산회전율(t기 매출액/t기 총자산), BETA는 베타, BOD는 사외이사비율($(\text{사외이사} - \text{법정최저사외이사}) / \text{사외이사}$), SIZE는 기업규모($\ln(t-1 \text{기 총자산})$).

<표 3>은 주요변수들 간의 상관관계 분석결과를 나타내고 있다. 외국인지분율(FOR_A)은 조세혜택(TS)과 5%에서 유의하게 양(+)의 관련성을 가지고 있음을 보여준다. 이를 통해 조세혜택이 커질수록 외국인지분율이 증가하고 있음을 알 수 있다. 그러나 이러한 결과는 외국인지분율에 영향을 미치는 다양한 요인들을 통제하지 않은 결과이므로 통제변수를 포함하여 검증할 필요가 있다고 판단된다.

〈표 3〉 주요변수 간의 피어슨상관관계

	FOR_A	TS	EQ	IA	VD	ROA	LEV	EXP	PBR	TURN	BETA	BOD
TS	0.0385 ^{***}											
EQ	0.0610 ^{***}	0.1334 ^{***}										
IA	0.1790 ^{***}	0.0219	0.0011									
VD	0.0519 ^{***}	-0.0288 [*]	-0.0521 ^{***}	0.0636 ^{***}								
ROA	0.1927 ^{***}	0.3978 ^{***}	0.0857 ^{***}	0.0798 ^{***}	0.0084							
LEV	-0.1122 ^{***}	-0.1912 ^{***}	-0.0426 ^{**}	0.0472 ^{***}	0.1817 ^{***}	0.0389 ^{**}						
EXP	0.0096	0.0442 ^{***}	0.0163	-0.0528 ^{***}	-0.0280 [*]	-0.0173	0.1192 ^{***}					
PBR	0.2429 ^{***}	-0.0059	-0.1213 ^{***}	0.1228 ^{***}	0.0970 ^{***}	0.2969 ^{***}	0.1270 ^{***}	-0.0084				
TURN	0.0065	0.0690 ^{***}	0.0138	-0.0405 ^{**}	-0.0216	0.2796 ^{***}	0.2465 ^{***}	0.1716 ^{***}	0.1210 ^{***}			
BETA	0.0725 ^{***}	0.0260	-0.0109	0.0540 ^{***}	0.1259 ^{***}	0.0851 ^{***}	0.2366 ^{***}	0.2281 ^{***}	0.1762 ^{***}	0.0356 ^{**}		
BOD	0.0682 ^{***}	0.0003	0.0411 ^{**}	0.0824 ^{***}	0.0171	0.0506 ^{***}	0.0168	0.0523 ^{***}	0.1493 ^{***}	0.0182	0.0423 ^{**}	
SIZE	0.4481 ^{***}	0.0841 ^{***}	0.1577 ^{***}	0.2239 ^{***}	0.1958 ^{***}	0.1906 ^{***}	0.1944 ^{***}	0.1447 ^{***}	0.1315 ^{***}	-0.0624 ^{***}	0.3227 ^{***}	0.1702 ^{***}

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

2) 변수정의는 <표 2>와 동일함.

외국인지분율(FOR_A)과 주요변수들 간의 상관관계를 살펴보면, 외국인지분율은 회계이익의 질(EQ), 산업전문감사인 더미변수(IA), 자율공시수준(VD), 총자산수익률(ROA), 주가순자산배율(PBR), 베타(BETA), 사외이사비율(BOD) 및 기업규모(SIZE)와는 1%에서 유의하게 양(+)의 관련성을 보이고 있다. 그리고 외국인지분율(FOR_A)은 부채비율(LEV)과 1%에서 유의하게 음(-)의 관련성을 가지는 것을 보여주고 있다. 하지만, 외국인지분율(FOR_A)은 수출비율(EXP) 및 총자산회전율(TURN)과 유의한 관련성을 가지지 않는 것으로 나타났다.

2. 조세혜택이 외국인지분율에 미치는 영향

<표 4>는 본 연구의 가설을 실증분석한 결과로 모형 1의 종속변수는 1년 평균 외국인지분율(FOR_A)이고, 모형 2의 종속변수는 3년 평균 외국인지분율(FOR_3)이다.

<표 4>에서는 조세혜택(TS)의 회귀계수 값이 모형 1과 모형 2에서 모두 1%에서 유의하게 음(-)의 값을 제시하고 있다.⁴⁾ 이러한 결과는 조세혜택이 커질수록 외국인지분율은 감소하는 것으로 볼 수 있다.

통제변수인 산업전문감사인(IA)의 회귀계수는 각각의 모형에서 모두 1%에서 유의하게 양(+)의 값을 제시하고 있다. 이는 백미경·문상혁(2010)과 일치한 결과이며, 외국인 투자자는 감사 품질이 높은 기업을 선호하는 것으로 해석할 수 있다. 총자산이익률(ROA)의 회귀계수는 각각의 모형에서 모두 1%에서 유의하게 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 선행연구와 일관된 것으로 기업의 수익성이 높아질수록 외국인지분율은 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

부채비율(LEV)의 계수 값은 모형에서 모두 통계적으로 1%에서 유의하게 음(-)의 값을 갖고 있다. 따라서 부채비율이 높을수록 외국인지분율은 감소하는 것으로 판단된다. 그리고 주가순자산배율(PBR)과 총자산회전율(TURN)의 회귀계수 값은 각각의 모형에서 모두 1%에서 유의하게 양(+)의 값을 제시하고 있다. 이는 기대부호와 일관된 것으로, 외국인투자자들은 주가순자산배율과 총자산회전율이 높은 기업에 대하여 긍정적인 평가를 내리는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

베타(BETA)의 계수 값은 각각의 모형에서 모두 1%에서 유의하게 음(-)의 값을 제시하고 있다. 따라서 외국인투자자들은 체계적인 위험이 높은 기업에 투자하는 것을 꺼려할 수 있다는 것으로 볼 수 있다. 초과사외이사비율(BOD)의 계수 값은 모형에서 모두 유의하게 음(-)의 값으로 나타났다. 본 연구에서는 초과사외이사비율(BOD)은 외국인지분율과 양(+)의 관련성을 가질 것으로 기대하였지만, 실증분석결과는 초과사외이사비율과 외국인지분율 간에는 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 우리나라의 사외이사는 최대주주의 거수기 역할을 수행할 유인(이성욱 외 2010)이 높으므로, 외국인투자자는 이러한 기업에 대하여 부정적으로 평가하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

4) 이러한 결과는 각 변수들의 상·하위 1%값을 제거하여 분석하여도 일관된 것으로 나타났다.

기업규모(SIZE)의 계수 값은 각각의 모형에서 모두 유의한 양(+)의 값으로 나타나 예상한 것과 일관된 것으로 나타났다. 하지만, 회계이익의 질(EQ), 자율공시수준(VD) 그리고 수출비율(EXP)의 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

〈표 4〉 조세혜택과 외국인지분율 검증결과

가설 : 조세혜택과 외국인지분율 간에는 관련성이 없을 것이다.

$$FOR_A(FOR_3)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TS_{i,t} + \beta_2 EQ_{i,t} + \beta_3 IA_{i,t} + \beta_4 VD_{i,t} + \beta_5 ROA + \beta_6 LEV_{i,t} \\ + \beta_7 EAP_{i,t} + \beta_8 PBR_{i,t} + \beta_9 TURN_{i,t} + \beta_{10} BETA_{i,t} + \beta_{11} BOD_{i,t} \\ + \beta_{12} SIZE_{i,t} + \beta_{13} IND_{i,t} + \beta_{14} YD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	모형1(N=5,107) (1년 평균 보통주 외국인지분율(FOR_A))		모형2(N=3,601) (3년 평균 보통주 외국인지분율(FOR_3))	
	Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept	-119.8309	-30.01 ***	-125.1143	-26.16 ***
TS	-17.8213	-4.82 ***	-21.9920	-4.31 ***
EQ	0.9622	0.39	1.6419	0.53
IA	1.3976	3.61 ***	1.5556	3.33 ***
VD	-2.2683	-1.08	-3.1613	-1.37
ROA	5.3823	3.62 ***	2.7905	1.45
LEV	-21.0803	-19.84 ***	-21.5551	-16.55 ***
EXP	-1.0577	-1.64	-0.6384	-0.82
PBR	2.7416	14.64 ***	2.4690	11.07 ***
TURN	2.2404	6.23 ***	2.3873	5.44 ***
BETA	-2.4914	-4.66 ***	-3.9873	-5.92 ***
BOD	-3.0599	-2.03 **	-3.2692	-1.77 *
SIZE	5.1751	35.59 ***	5.4482	30.80 ***
YD	포함		포함	
IND	포함		포함	
F-값	73.25 ***		58.58 ***	
Adj.R ²	0.3232		0.3301	

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

2) 변수정의는 <표 2>와 동일함.

<표 4>의 결과를 요약하면, 조세혜택이 커질수록 외국인지분율은 줄어드는 것으로 나타나고 있다. 조세혜택이 커질수록 보수주의 회계처리와 하향이익조정 수준이 증가한다는 남혜정 등

(2013)와 선은정 등(2015)의 결과를 근거로 생각해 볼 때, 외국인투자자들은 조세혜택이 높은 기업일수록 미래이익이 낮아질 것으로 해석하며, 이러한 기업에 투자의사결정을 하지 않는 것으로 판단할 수 있다. 따라서 조세혜택이 커질수록 외국인지분율은 감소하는 것으로 판단되어 진다.⁵⁾

V. 결 론

본 연구는 조세혜택과 외국인지분율은 관련성이 없을 것이라는 귀무가설을 설정한 후 실증분석을 수행하였다. 실증분석에 사용된 조세혜택은 최종욱·김철환(2010)의 방법론을 이용하여 측정하였다. 그리고 종속변수에 사용된 외국인지분율은 1년 평균 보통주 외국인지분율과 3년 평균 보통주 외국인지분율을 사용하였다.

외국인지분율과 관련하여 선행연구에서는 국내 외국인 투자자의 투자의사결정과 관련하여 상반된 결과를 제시하고 있다. 첫 번째는 외국인투자자의 경우 국내투자자보다 상대적으로 우수한 정보 분석능력을 바탕으로 장기적이고, 안정적인 투자의사결정을 내린다는 연구이다. 이는 외국인투자자의 경우, 대리인비용이 낮은 기업을 선호하고 있음을 시사한다.

두 번째는 외국인투자자의 경우 자신의 이익을 극대화하기 위하여 수익성이 높은 기업에 투자의사결정을 내린다는 연구이다. 이는 당기순이익과 외국인지분율 간에는 정(+)의 관련성을 가질 수 있음을 의미한다.

한편, 조세혜택은 비과세혜택, 조세감면·조세이연, 세액공제 또는 세액감면 등에 의해 발생되므로, 높은 조세혜택은 당기이익에 대한 경영자의 압박을 감소시킨다고 남혜정 등(2013)과 선은정 등(2015)은 설명하고 있다. 그리고 조세혜택과 관련하여 선행연구에서는 조세혜택이 증가할수록 보수주의 회계처리는 높아지고 하향이익조정 수준은 증가한다고 보고하고 있다.

특히, 보수주의 회계처리는 미래의 불확실성을 감소시켜 대리인비용을 줄이는 역할을 수행하기도 하지만, 순이익과 순자산을 과소계상하게 한다. 이러한 점에서 조세혜택이 외국인지분율에 미치는 영향을 연구하는 것은 실증의 문제로 판단된다. 이에 본 연구에서는 조세혜택이 외국인지분율과 관련성이 없다는 귀무가설을 설정하고 실증분석을 수행하였다.

5) 본 연구에서는 고윤성·서영미(2014)의 방법론에 근거하여 외국인투자자의 주식회전율을 기준으로 장기 투자성향과 단기 투자성향으로 구분한 후, 각각의 집단에서 조세혜택이 외국인지분율과 어떠한 관련성을 가지는 지를 분석하였다. 분석결과, 조세혜택의 회귀계수 값은 각각의 집단(장기 및 단기 투자성향 집단)에서 모두 음(-)의 값으로 나타났다. 이는 외국인 투자자의 투자성향을 고려하여도, 조세혜택이 높아질수록 외국인지분율은 감소하고 있음을 시사한다. 또한, 본 연구에서는 남혜정 외(2013)의 방법론에 따라 측정된 조세혜택 측정치로 실증분석을 수행하였지만, 그 결과는 <표 4>와 일관된 것으로 나타났다. 이는 조세혜택이 외국인 투자자의 투자의사결정에 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

분석결과, 조세혜택의 회귀계수는 유의하게 음(-)의 값으로 나타났다. 이는 추가적인 조세혜택 측정치와 외국인지분율을 3년 평균 보통주 외국인지분율로 측정하여도 일관된 것으로 나타났다.

조세혜택이 높은 기업일수록 보수주의 회계처리가 높아진다는 남해정 외(2013)의 연구를 고려해 볼 때, 외국인투자자들은 조세혜택을 투자의사결정에 긍정적인 요인으로 판단하지 않는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 외국인투자자들은 당기의 조세혜택이 미래의 순이익과 순자산을 과소계상시키는 유인으로 작용할 것으로 판단하여, 조세혜택이 높은 기업일수록 외국인투자자들은 투자의사결정을 하지 않는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 조세혜택이 외국인투자자의 투자결정에 미치는 영향에 대해 실증적 자료를 제공한다는 점에서 의미를 갖는다. 즉, 본 연구는 외국인투자자의 경우 투자의사결정시 기업의 조세전략을 고려한다는 실증적 자료를 제공한다는 점에서 시사점이 있다. 따라서 본 연구의 결과는 규제기관의 정책결정에 유용한 정보 중 하나로 제공될 것으로 기대된다. 하지만, 본 연구에서는 조세혜택을 측정할 때 개별기업의 묵시적 조세혜택을 고려하지 못하였다는 한계점이 존재한다.

참고문헌

- 고대영 · 백은영 · 안미강. 2012. “기업 지배구조가 외국인 지분율에 미치는 영향, 회계정보연구 제30권 제1호 : 29-59.
- 고윤성 · 서영미. 2014. “외국인 투자자의 모니터링 기능에 대한 재고 - 외국인 투자자 투자 회전율과 조세 회피 성향의 관련성 -”. 세무학연구 제31권 제1호 : 73-104.
- 권수영 · 임영덕 · 마희영. 2008. “감사인의 산업 전문성이 계속 감사 기간과 감사 품질의 관계에 미치는 영향과 강제 교체 감사인의 감사 보수 분석”. 회계저널 제17권 제2호 : 1-38.
- 김성민 · 장용원. 2012. “외국인 투자자의 투자 기관과 기업의 배당 정책”. 한국증권학회지 제41권 제5호 : 781-812.
- 김성혜 · 이아영 · 전성빈. 2012. “외국인 투자자의 특성과 실제 이익 조정”. 회계학연구 제37권 제2호 : 129-165.
- 김정옥 · 배길수. 2006. “기업의 특성이 회계 보수성에 미치는 영향”. 회계학연구 제31권 제1호 : 69-96.
- 김태완 · 전하성. 2011. “보수주의에 따른 회계 발생액의 정보 효과와 자본 시장 반응”. 회계연구 제16권 제1호 : 25-52.
- 남혜정 · 손언승 · 김갑순. 2013. “조세 혜택이 보수주의에 미치는 영향”. 세무학연구 제30권 제2호 : 31-65.
- 박종국 · 홍영은. 2009. “조세 회피와 외국인 지분율”. 세무학연구 제26권 제1호 : 105-135.
- 박종국 · 최정호 · 문상혁. 2011. “대규모 기업 집단의 소득 이전과 외국인 투자자의 모니터링”. 국제회계연구 제40집 : 113-134.
- 박종일 · 이세용 · 김경호. 2002. “법인세 최소화와 영업 현금 흐름이 기업의 이익 조정에 미치는 영향”. 세무학연구 제19권 제1호 : 185-222.
- 박종일 · 남혜정. 2013. “Big 4 감사인의 감사 품질이 부채 조달 비용에 미치는 효과 : 유가 증권 시장과 코스닥 상장 기업에 대한 실증적 증거”. 회계 · 세무와 감사연구 제55권 제2호 : 323-368.
- 박준우. 2011. “외국인 투자자가 재무 성과와 기업 가치에 미치는 영향”. 기업 경영 연구 제18권 제2호 : 203-215.
- 백미경 · 문상혁. 2010. “투자 의사 결정 시 외국인 투자자는 감사 품질을 고려하는가?”, 국제회계연구 제29집 : 131-159.
- 백원선 · 이수로. 2004. “보수주의, 이익 지속성 및 가치 평가”. 회계학연구 제29권 제1호 : 1-27.
- 선은정 · 손언승 · 백원선. 2015. “조세 혜택 또는 조세 부담, 재량적 발생액 및 발생액의 질”. 회계학연구 제40권 제5호 : 73-104.
- 손성규 · 고재민 · 백혜원. 2009. “발생액의 질의 회계 정보 유용성”. 회계정보연구 제27권 제2호 : 273-304.

- 안윤영 · 신현한 · 장진호. 2005. “외국인 투자자와 정보비대칭 간의 관계”. 회계학연구 제30권 제4호 : 109-131.
- 이만우 · 노준화. 2006. “외국인 투자자가 기업에 미친 영향 -배당, 투자, 기부금 및 자기주식취득을 중심으로-”. 세무와 회계저널 제7권 제1호 : 7-25.
- 이성욱 · 김유찬 · 정태섭. 2010. “내부회계관리제도의 취약점과 이사회 특성이 자산횡령에 미치는 효과”. 회계저널 제19권 제5호 : 89-123.
- 이장희 · 김선구. 2006. “회계이익의 질과 외국인지분율 간의 관련성 분석”. 회계연구 제11권 제3호 : 199-227.
- 이현주 · 정현욱 · 이강일. 2014. “지주회사 전환이 외국인지분율에 미치는 영향”. 회계학연구 제29권 제1호 : 77-166.
- 전영순. 2003. “외국인 투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질(Quality)”. 경영학연구 제32권 제4호 : 1001-1032.
- 정현욱 · 이현주 · 이강일. 2014. 외국인지분율과 법인세부담액 간의 관련성에 대한 연구. 세무학연구 제31권 제1호 : 105-133.
- 정현욱 · 이현주. 2014. “부채특성과 외국인지분율 간의 관련성”. 회계 · 세무와 감사 연구 제56권 제3호 : 33-60.
- 정현욱. 2015. “자율공시수준이 외국인지분율에 미치는 영향”. 국제회계연구 제59집 : 167-192.
- 최정호. 2007. “기업지배구조와 이익의 질”. 경영학연구 제36권 제2호 : 527-549.
- 최종욱 · 김철환. 2010. “조세혜택과 이익의 질에 관한 연구”. 세무와회계저널 제11권 제2호 : 177-208.
- Bhattacharya, N., F. Ecker, P. Olsson, and K. Schipper. 2012. Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *The Accounting Review*. 87(2) : 449-482.
- Dahlquist, M. and G. Robertsson. 2001. Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics*. 59(3) : 413-440.
- Dechow, P. M., and I. Dichev. 2002. The Quality of Accruals and Earnings : The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*. 77(Supplement) : 35-59.
- Kang, J. and R. Stulz. 1997. Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics*. 46(1) : 3-28.
- Lin, C. and C. Shiu. 2003. Foreign Ownership in the Taiwan Stock Market—an Empirical Analysis. *Journal of Multinational Financial Management*. 13(1) : 19-41.
- Merton, R.C. 1987. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*. 42(3) : 483-510.
- Watts, R. L. 2003a. Conservatism in Accounting Part I : Explanations and Implications.

Accounting Horizons. 17 : 207–221.

Watts, R. L. 2003b. Conservatism in Accounting Part II : Evidence and Research Opportunities.

Accounting Horizons. 17 : 287–301.

The Effect of Tax Subsidy on Foreign Equity Ownership

Jung Hyun-Uk* · Lee Mi-Young**

—〈Abstract〉—

This research examines the relation between tax subsidy and foreign equity ownership. Previous researches report the mixed findings on decisions of foreign investors. Therefore, this study hypothesis is that the tax subsidy is not related with foreign equity ownership.

The sample consists of non-financial(5,107) listed KOSPI firm with tax subsidy from 2001 to 2011. We measure tax subsidy variable following Choi and Kim(2010)'s methodology. And we use 1-year-average foreign equity ownership and 3-year-average foreign equity ownership as proxies for foreign equity ownership.

After the controlling for variable to related tax subsidy, the regression coefficient for the tax subsidy presents statistically significant negative sign. These results imply that the foreign investors do not expect tax subsidy to increase net income.

This research is expect to provide a empirical data that the foreign investor consider tax strategy before their portfolio selection. These results may assist policy makers better understand how the tax subsidy effects foreign equity ownership

〈Key words〉 Tax Subsidy, Foreign Equity Ownership, Conservatism

* Assistant Professor, School of Business, Dong-A University, biglotos@dau.ac.kr, First Author

** Ph.D Candidate, Department of Business Administration, Yeungnam University, mylee@ynu.ac.kr, Corresponding Author