

세무와회계저널
제16권 제2호 2015년 4월 pp.45~83
한국세무학회

스톡옵션의 행사와 기업의 조세회피*

고운성** · 이현아***

<요 약>

본 연구는 스톡옵션과 관련된 기업의 조세회피에 대해 분석하였다. 우리나라와 같이 회계이익과 과세소득의 정합성이 높은 회계·세무 환경 하에서는 스톡옵션의 행사가 기업의 조세회피와 밀접한 관련성이 있을 것으로 기대된다. 스톡옵션을 행사한 기업은 기업의 성장으로 인해 회계이익의 증가와 함께 과세소득이 동반하여 증가했을 가능성이 높기 때문에 조세회피 전략을 통해 조세를 절감하고자 할 유인이 높다. 특히, 스톡옵션의 행사비용이 높을수록 높은 회계이익의 증가와 함께 조세비용의 부담이 더 크게 증가하였을 가능성이 높으므로 행사비용이 낮은 기업에 비해 보다 적극적으로 조세회피를 할 것으로 예측된다. 또한, 스톡옵션의 행사직전연도에는 일정 수준 이상의 회계이익을 달성함으로써 주가를 상승시키고자 하는 반면 주가 상승 후 스톡옵션을 행사한 연도에는 높아진 조세비용을 절감하고자 할 것으로 기대되므로 조세회피 행위는 스톡옵션의 행사직전연도가 아닌 행사연도에 나타날 것으로 예측된다.

본 연구는 2000년부터 2009년도까지 스톡옵션을 부여한 기업을 대상으로 스톡옵션의 행사여부, 행사비용 및 행사연도와 조세회피와의 관련성을 분석하였다. 분석 결과, 스톡옵션을 행사한 기업은 행사하지 않은 기업에 비하여 조세회피 성향이 높은 것으로 나타나 스톡옵션을 행사하는 경우 회계이익의 증가에 따른 과세부담의 증가가 크기 때문에 보다 적극적으로 조세회피를 하는 것으로 해석되었다. 특히, 스톡옵션의 행사비용이 높을수록 조세회피 성향이 높은 것으로 나타나 행사여부 뿐만 아니라 스톡옵션의 행사비용 역시 조세회피에 영향을 미치는 것을 검증하였다. 또한, 스톡옵션의 행사한 기업의 조세회피는 행사직전연도가 아닌 행사연도에 이루어지고 있음을 확인하였다.

본 연구는 선행연구들과는 달리 세무적 관점에서 스톡옵션의 행사와 관련된 기업의 조세회피를 고찰하였다는 점에서 의의를 갖는다. 스톡옵션의 도입 이후 실제 행사에 대해 다양한 연구가 미흡한 시점에 본 연구의 결과는 스톡옵션에 대해 관심을 가지고 있는 기업들과 다양한 이해관계자들에게 또 다른 측면의 시사점을 제시할 수 있을 것으로 기대하는 바이다.

<주제어> 스톡옵션, 행사, 조세회피, 조세비용

* 본 연구는 2015학년도 한국외국어대학교 교내학술연구비의 지원에 의하여 이루어진 것임.

** 한국외국어대학교 경영대학 부교수, max0907@hufs.ac.kr, 제1저자

*** 가천대학교 경영대학 조교수, 공인회계사, hallee@gachon.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

스톡옵션은 기업의 주식을 일정한 가격에 매입할 수 있는 권리로서 이를 경영자 혹은 종업원들에게 부여하는 경우에는 현금보상과 더불어 매우 유용한 보상방법이다. 우리나라에서도 1997년도에 스톡옵션을 제도화한 이후 상당히 많은 기업들이 스톡옵션을 임직원 보상 수단으로 적극적으로 활용하고 있다¹⁾. 스톡옵션 제도가 종업원 보상의 한 형태로서 선호되는 이유는 스톡옵션으로 인하여 기업 가치를 극대화하고자 하는 주주의 목표와 개인보상을 극대화하고자 하는 경영자 및 종업원의 목표가 서로 일치하게 되어서 대리인 비용을 감소시킬 수 있으며 장기적으로 기업 가치를 극대화할 수 있다고 기대되기 때문이다.

그러나 실제로 임직원에 대한 동기부여라는 목적으로 부여되는 기업의 스톡옵션이 충분한 효과를 거두고 있는지에 대해서는 선행연구들이 일관된 결과를 보여주지 못하고 있다. 스톡옵션 부여와 경영자의 동기부여와의 관계를 보여주기 위한 많은 선행연구들에서는 경영자에게 부여한 스톡옵션과 기업의 미래이익이 서로 양(+)의 관계를 갖고 있음을 보여주고 있다(Hanlon et al. 2003 ; Demsetz and Lehn 1985 ; Himmelberg et al. 1999 ; Core and Guay 1999 ; Rajgopal and Shevlin 2002). 즉 기업의 이익은 기업의 주식가격과 밀접한 관련이 있으며 이렇게 스톡옵션의 부여로 인하여 미래이익이 증가하였다면 스톡옵션의 부여가 궁극적으로 기업 가치를 향상시킨다는 것을 보여주는 것으로 해석할 수 있다.

반면 Yermack(1995)은 기업의 스톡옵션도입 후 행태가 기존이론을 지지하고 있지 않음을 지적하고 있으며, DeFusco et al.(1991)은 스톡옵션 도입 후 오히려 연구개발비가 감소하고 경영자의 사적소비가 증가하였음을 보고하고 있다. 또한 스톡옵션은 경영자 혹은 종업원에 대한 동기부여라는 긍정적 효과 외에도 스톡옵션을 부여받은 경영자가 행사가격을 낮추거나 행사시점의 주가를 올리기 위해 인위적으로 이익을 조정하는 부정적인 유인효과도 있는 것으로 나타나고 있다(Chauvin and Shenoy 2001 ; Balsam 2002 ; Healy 1985 ; Kirschenheiter and Melumad 2002 ; Bartov and Mohanram 2004). 이렇게 스톡옵션이 경영자 등에 대한 동기부여 효과를 뚜렷하게 보여주지 못하는 것은 스톡옵션이 경영자에 대한 다양한 동기부여 효과를 갖기도 하지만 또 다른 측면에서 경영자의 사적이익의 극대화를 위한 이익조정 및 세무계획의 수단으로 활용될 가능성도 있기 때문이다. Brickley et al.(1995)은 선행연구들에서 스톡옵션의 도입효과를 명백하게 부여하고 있지 못한 것은 스톡옵션과 같은 장기보상제도의 도입효과는 대단히 복잡하여 기

1) 조선일보 2014년 5월 28일자에 따르면 “2008년 3월 이후 카카오 임직원들에게 부여된 스톡옵션은 359만주에 이른다. 다음과 합병 협상을 할 때 평가한 카카오 주가가 11만3429원인 점을 감안하면 스톡옵션 가치는 4083억원이나 된다. 이를 카카오 직원 600명으로 나누면 스톡옵션으로 1인당 평균 6억원 이상을 번 셈이 된다. 카카오는 인재 영입을 위해 임직원에게 17차례에 걸쳐 스톡옵션을 부여했다.” 이와 같이 스톡옵션은 인재영입, 책임경영 등을 위한 임직원 보상수단으로 활용되어 실제로 기업이 성장하는 원동력이 될 수 있다.

업의 특성이나 국가의 기업통제구조 등과도 관련을 갖기 때문이라고 주장한다.

스톡옵션이 이익조정이나 세무계획에 활용될 수 있는 것은 일반적인 현금급여와 비교하여 회계처리나 세무효과가 다르기 때문이다. 미국의 경우 스톡옵션은 현금급여와 달리 손익계산서에 비용으로 계상되지 않으므로 이익관리의 수단으로 스톡옵션을 활용할 수 있다(Matsunaga 1995).²⁾ 또한, 미국에서 스톡옵션은 장려형 옵션(Incentive Stock Option : ISO)과 비적격 옵션(Nonqualified Stock Option : NQO)으로 구분되며 그 유형에 따라 세금효과가 다르기 때문에 기업의 세무계획에도 이용될 수 있다. Balsam et al.(1997)은 TRA86으로 인해 법인세율이 소득세율보다 높아진 후 기업들이 세무 상 손금으로 인정되지 않는 장려형 옵션 대신에 손금 산입되는 비적격 옵션의 발행비중을 높이는 것을 발견하였다. 또한, 장려형 옵션의 경우 행사 후 일정기간 이전에 처분되면 비적격 옵션과 같이 손금으로 인정받을 수 있기 때문에 장려형 옵션의 처분 시기에 대한 결정은 기업의 조세비용에 영향을 받는다는 것이 보고되었다(Matsunaga et al. 1992).

미국과는 달리 우리나라의 경우에는 스톡옵션을 부여한 시점부터 행사가가능시점(약정용역제공기간)까지 손익계산서에 보상비용을 계상하도록 규정되어 있다. 따라서 회계 상으로는 스톡옵션과 현금 급여 간에 차이가 없으나 세법 상 현금 급여는 지급시점에서 손금 산입되는 반면 스톡옵션은 행사시점에서 손금 산입이 되기 때문에 세무 상 손익의 귀속시기에 차이가 발생한다. 또한, 스톡옵션은 신규 투자 등을 통해 미래의 성장을 기대하는 기업의 경우 임직원에게 현금이 아닌 스톡옵션을 지급함으로써 부여시점의 현금 지급 부담을 감소시킬 수 있다. 따라서 스톡옵션은 본래 목적인 대리인비용의 감소 외에 조세계획의 목적에 의해서도 부여될 가능성이 존재한다. 즉 스톡옵션의 부여시점에는 현금 지급 부담을 감소시키는 동시에 스톡옵션을 부여받은 기업이 향후에 성장하여 일정 수준의 이익수준에 달성하게 되면 스톡옵션의 행사로 인해 세무 상 손금 산입되어 높아진 조세비용을 감소시킬 수 있다.

특히, 우리나라와 같이 회계이익과 과세소득 간의 정합성이 높은 회계·세무 환경³⁾ 하에서는 기업의 성장으로 인하여 높아진 회계이익이 과세소득의 증가를 수반하기 때문에 스톡옵션은 기업의 조세회피와도 밀접한 연관을 가질 것으로 기대된다. 스톡옵션을 행사한 기업의 경우에는 이익 수준의 증가로 주가 상승과 함께 조세비용 역시 급증했을 가능성이 높은 반면 스톡옵션을 행사하지 않은 기업은 향후 추가적인 주가상승을 기대하여 스톡옵션의 행사가 지연되었음을 의미하므로 이익 수준이 기대에 미치지 않고 조세비용이 상대적으로 낮을 가능성이 높다. 따라서 스톡옵션을 행사한 기업과 행사하지 않은 기업 간의 조세비용의 차이는 기업의 조세회피와 밀접한 연관을 가질 것으로 예상된다.

2) 우리나라는 국제회계기준에 따라 스톡옵션에 대한 비용을 손익계산서에 계상한다.

3) 미국의 경우 과세소득에 대한 회계이익의 비율이 1.4에서 1.7로 나타난 반면(Mills and Plesko 2003), 우리나라의 경우에는 그 비율이 0.9에서 1.1로 나타나(Choi et al. 2009) 회계이익과 과세소득의 정합성이 상당히 높음을 알 수 있다.

본 연구는 세무적 관점에서 스톡옵션의 행사여부와 기업의 조세회피 간의 관계를 분석하기 위하여 2000년부터 2009년도의 기간 동안 스톡옵션을 부여한 기업을 대상으로 행사가능 기간 동안 스톡옵션을 행사한 기업과 행사하지 않은 기업 간에 조세회피 성향에 차이가 존재하는지를 검증하였다. 조세회피는 Desai and Dharmapala(2006)의 모형을 통해 두 가지 방법으로 추정하고 스톡옵션의 행사여부와와의 관련성을 검증하였다. 분석 결과는 예상한 바와 같이 스톡옵션의 행사여부와 조세회피 간에 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타나 스톡옵션의 행사기업의 경우 행사하지 않은 기업에 비하여 상대적으로 높아진 조세비용을 낮추기 위해 적극적으로 조세회피를 하고 있는 것으로 나타났다.

또한, 스톡옵션을 행사한 기업 중에서도 행사비용이 높은 기업은 행사비용이 낮은 기업에 비해 높은 이익 성장으로 인해 주가가 상승하여 임직원들이 보다 많은 스톡옵션을 행사하였음을 의미한다. 이는 스톡옵션의 행사비용이 높은 기업은 이익의 증가와 함께 조세비용의 부담이 더 크게 증가하였을 가능성이 높고 그로 인해 보다 적극적인 조세회피 행위를 수행할 것으로 예측된다. 따라서 본 연구에서는 스톡옵션의 행사비용과 조세회피 간의 관련성을 분석하였으며, 그 결과 행사비용과 조세회피 간의 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타나 스톡옵션의 행사비용이 높은 기업일수록 조세회피 행위를 보다 적극적으로 수행하고 있음을 보였다. 즉 기본적으로 스톡옵션 행사 여부뿐만 아니라 스톡옵션 부여 이후 실제로 어느 정도 스톡옵션을 행사하였는지도 중요한 정보를 가지고 있는 것으로 해석된다.

또한, 스톡옵션의 행사시점과 관련하여 행사직전연도에는 일정 수준 이상의 이익 달성과 같은 재무보고비용이 보다 중요하기 때문에 이익증가를 위해 경영자가 노력을 할 것이고, 그로 인해 주가가 상승하게 되면 스톡옵션의 행사와 함께 행사연도에는 이익증가보다는 조세비용을 절감하고자 주력할 것이기 때문에 스톡옵션의 행사직전연도가 아닌 스톡옵션의 행사연도에 조세회피가 이루어질 가능성이 존재한다. 이를 검증하기 위하여 스톡옵션을 행사한 연도와 행사직전연도를 기준으로 각각의 더미변수를 설정하고 각각의 더미변수와 조세회피를 회귀 분석한 결과, 스톡옵션의 행사직전연도와 조세회피 간에는 유의한 관련성이 나타나지 않은 반면 스톡옵션의 행사연도와 조세회피 간에는 유의한 양(+)의 관련성이 나타났다. 따라서 스톡옵션의 행사기업이 행사직전연도가 아닌 행사연도에 조세회피 행위를 수행하고 있음이 검증되었다.

추가분석으로는 조세회피가 대주주지분율과 같은 지배구조에 따라 영향을 받을 수 있기 때문에 연도·산업별로 대주주지분율의 중위수를 기준으로 대주주지분율이 높은 기업과 낮은 기업으로 표본을 구분하고 각각 스톡옵션의 행사여부와 조세회피에 대한 회귀분석을 수행하였다. 그 결과, 대주주지분율이 낮은 그룹에서는 스톡옵션의 행사여부와 조세회피 간에 유의한 관련성이 나타나지 않은 반면 대주주지분율이 높은 그룹에서는 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 대주주들의 보유비율이 높을수록 현금유출을 감소시키는 조세회피에 대한 동기가 높고 외부주주의 압력에서 벗어나 기업의 조세회피 전략에 높은 영향력을 행사하기 때문에 스

독옵션의 행사에 따른 조세회피가 대주주지분율이 높은 기업들에게서 주로 나타나는 것으로 해석된다.

본 연구는 다음과 같은 측면에서 그 동안 이루어졌던 스톡옵션 관련 연구와 차별성을 가진다. 첫째, 본 논문은 스톡옵션이 기업의 세무전략과 연관되어 있다는 점을 대상으로 연구를 진행하였다는 독창성이 있다. 지금까지 많은 스톡옵션 관련 선행연구들은 스톡옵션이 경영자에 대한 동기부여 혹은 이익조정의 목적으로 발행된다는 재무보고비용의 측면에만 초점을 맞추고 있다. 그러나 조세비용은 재무보고비용과 함께 기업의 의사결정에 중요한 영향을 미치는 요인이다. 본 연구는 조세비용의 측면에서 스톡옵션에 대한 연구를 진행하여 스톡옵션의 행사여부, 행사비용 및 행사연도가 기업의 조세회피와 어떠한 관련성을 가지고 있는지 검증하였다는 점에서 차별성을 가진다.

둘째, 본 연구는 스톡옵션의 행사를 연구 대상으로 하고 있다. 많은 선행연구들이 주로 스톡옵션의 도입(부여)을 연구 대상으로 하고 있으나, 어떠한 제도가 새로 도입되어 그 제도가 유용하고 어떻게 운용되는지를 검증하기 위해서는 제도의 도입 동기에 대한 검증뿐만 아니라 해당 제도의 운영과 관련된 다양한 연구가 필요하다. 본 연구는 이러한 측면에서 선행연구들이 주로 관심을 가졌던 스톡옵션을 부여한 기업의 부여 동기에 관한 연구를 확장하여 스톡옵션을 부여한 후의 실제 행사와 관련하여 스톡옵션을 행사한 기업과 행사하지 않은 기업을 비교 분석하고 행사한 기업들을 대상으로 심층적인 연구를 진행하였다는 점에서 공헌점을 가지고 있다.

셋째, 지금까지 스톡옵션의 행사를 연구의 대상으로 한 연구가 부족했던 원인은 무엇보다도 스톡옵션제도가 도입되어 부여하고 사후적으로 실제 행사한 기업에 대한 실증연구에 대한 충분한 표본의 수집에 한계가 있었기 때문일 것이다. 그러나 이제는 스톡옵션의 도입 이후 15년 정도의 시간이 지남으로써 스톡옵션 행사와 관련된 표본이 분석 가능한 수준으로 축적되었으므로 스톡옵션 행사와 관련된 보다 심도 있는 연구가 가능해졌다. 본 연구는 충분히 축적된 스톡옵션 관련 자료를 통해 스톡옵션제도에 대한 부여와 행사에 대한 연구를 진행함으로써 연구 결과의 신뢰성과 강건성을 최대한 확보할 수 있을 것으로 기대하는 바이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 본 연구의 배경이 되는 선행연구를 검토하고 이를 토대로 연구가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 가설을 검증하기 위한 연구방법 및 연구모형을 제시하고, 제Ⅳ장에서는 실증분석결과를 논의한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 연구의 결론과 한계점을 제시하고자 한다.

II. 선행연구 및 가설

1. 선행연구

스톡옵션의 역사가 긴 미국에서는 스톡옵션에 대한 다양한 논의와 연구가 이루어진 반면⁴⁾, 국내에서는 자료의 제한과 함께 국한된 분야에서만 연구가 이루어지고 있는 실정이다. 스톡옵션에 대한 연구는 스톡옵션이 당초의 취지대로 경영자에 대한 동기부여효과를 가지고 있는가를 살펴보는 연구와 스톡옵션이 경영자에 대한 동기부여효과 외에 이익조정 혹은 세무계획과 관련을 맺고 있는지를 살펴보는 연구로 크게 구분된다.

가. 스톡옵션과 동기부여

스톡옵션과 같은 주식 연계형 보상수단(Stock-Based Compensation)에 대한 대표적인 이론적 근거는 대리인이론인데, 스톡옵션은 주주와 경영자 사이의 최적위험배분과 동기부여를 해결하는 효과적인 보상제도라 할 수 있다. 따라서 스톡옵션에 대한 많은 연구들은 경영자에게 스톡옵션을 부여하는 경우 기업의 장기적 성과와 주가의 변동 및 대리인 비용의 감소가 실질적으로 이루어지는 지를 분석하였다.

우선 선행연구들에서는 스톡옵션이 기업의 장기적 성과와 관련성이 있는지를 확인하고자 하였다. Brickey et al.(1985)과 DeFusco et al.(1990)은 스톡옵션과 같이 장기성과에 대한 보상제도가 도입될 경우 주식시장에서 주가가 상승한다는 것을 보이고 있다. Boschen and Smith(1995)는 최근까지 약 40년 기간을 분석한 결과, 기업의 성과와 보상제도가 시간이 지남에 따라 점점 더 밀접한 상관관계를 보이고 있는데 이는 주로 스톡옵션과 같은 장기보상제도에 의한 것임을 발견하였다. 다수의 선행연구에서 역시 스톡옵션이 경영성과와 밀접한 관련이 있음을 보이고 있다(Demsetz and Lehn 1985 ; Himmelberg et al. 1999 ; Core and Guay 1999 ; Rajgopal and Shevlin 2002 ; Hanlon et al. 2003). 국내에서도 정운오(1997)와 김태수 외(1998)의 연구에서는 경영자보상과 경영성과간의 관계가 있음을 보이고 있다. 따라서 이러한 선행연구들을 보면 스톡옵션과 같이 주가에 연계된 보상은 기업가치 증가에 긍정적인 영향을 미치고 있으며 이로 미루어 스톡옵션이 경영자들에게 동기를 부여하는 효과를 가지고 있음을 알 수 있다.

그러나 앞선 선행연구와는 달리 스톡옵션이 기업의 성과와 관련이 없음을 보여주는 선행연구

4) 예를 들면, Matsunaga(1995)는 스톡옵션이 재무보고비용에 미치는 효과, Bell et al.(2002)과 Li(2002)는 스톡옵션의 회계처리가 기업가치에 미치는 영향, Core et al.(2002)은 스톡옵션의 회석효과가 기업가치에 미치는 영향, Hillegeist and Penalva(2003)은 스톡옵션과 기업성과, Graham et al.(2004)은 스톡옵션 행사 시점의 세금혜택이 한계세율에 미치는 영향, Amromin and Liang(2003)은 스톡옵션의 세금동기가 부채 발행에 미치는 영향, Balsam et al.(2003)은 스톡옵션 부여이전의 이익조정, Safdar(2003)는 스톡옵션 행사시점의 이익조정 문제를 다루고 있다.

들도 있다. Defusco et al.(1991)과 Yermack(1995)의 연구에서는 스톡옵션을 도입한 기업에 있어서 대리인 비용의 감소가 없음을 들어 스톡옵션이 효과를 가지는 것으로 보기 어렵다고 주장하였다. 또한, Bebchuk et al.(2002)의 연구는 스톡옵션을 통하여 주주에게서 경영자에게로 부(Wealth)가 비효율적으로 이전됨을 검증하였으며, 경영자의 지대추구 행위의 일종으로 볼 수 있는 스톡옵션의 증가는 경영자 자신의 부를 더욱 증가시키기 위한 수단으로 활용되고 있음을 보였다. 국내에서도 박상수(2000)와 윤태화 외(2005)의 연구에서는 스톡옵션 도입전보다 도입후가 경영성과가 악화된 것으로 보고하고 있으며, 배길수(2002)의 연구에서는 스톡옵션의 도입으로 인하여 기업의 대리인비용이 감소하지 않았음을 보여주고 있다. 이와 같이 선행연구들은 스톡옵션의 도입과 대리인 비용의 감소 또는 기업의 장기적 성과와의 관련성에 대해서 일관성 있는 연구결과를 보여주지 못하고 있으며, 이러한 결과는 기업이 스톡옵션을 부여하는 목적이 반드시 경영자에 대한 동기부여만이 아닐 수 있다는 가능성을 제기하고 있다.

나. 스톡옵션과 이익조정

앞서 살펴본 바와 같이 스톡옵션은 전적으로 경영자에 대한 동기부여 목적에서 부여되는 것은 아니며 이익조정을 위해 부여될 수 있다. 스톡옵션은 경영자 보상의 일종이지만 미국에서는 현금급여와 회계처리가 다르게 손익계산서에 비용으로 처리되지 않기 때문에 기업들은 영업이익을 부풀리기 위하여 스톡옵션을 활용하는 유인이 있을 것으로 기대된다. Matsunaga(1995)는 이러한 관점에서 스톡옵션의 발행이 기업의 장단기 이익관리 목적에서 이루어진다는 증거를 제시하고 있다.

위와 같이 스톡옵션은 이익조정의 직접적인 수단이 될 수도 있지만 이익조정의 동기를 제공하기도 한다. 경영자가 스톡옵션으로 받는 이익은 권리행사 당시의 주식의 시가와 행사가격간의 차이로 결정되므로 경영자는 가급적 자신의 이익을 극대화하기 위하여 권리부여 당시의 이익을 낮추어 보고함으로써 행사가격을 낮추고 반대로 권리행사시의 이익을 과대 계상하여 행사시점의 주식의 시가를 올리하고자 할 유인이 존재한다.

스톡옵션의 이익조정의 형태는 다음의 선행연구들과 같이 부여시점의 낮은 행사가격을 부여받기 위한 이익의 과소계상과 행사시점의 주가극대화를 위한 이익의 과대계상으로 보고된다. Chauvin and Shenoy(2001)는 스톡옵션을 부여하기 전에는 주가가 하락하는 시기가 선행하며, 주가가 하락하여 낮은 행사가격으로 스톡옵션을 발행할 수 있을 때 스톡옵션을 부여한다는 것을 검증하였다. 특히, 경영자가 주가에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 정보를 내보낸 뒤에 스톡옵션을 부여한다고 주장하였는데, 이는 경영자가 스톡옵션의 부여시기를 자신에게 유리하게 조정한다는 것을 의미한다. Balsam(2002)의 연구도 동일하게 부여 직전년도에는 회계이익이 전년도에 비해 낮게 보고하고 있음을 보였다. 이러한 현상은 스톡옵션 부여 직전년도에 손실이 발생하면 스톡옵션 부여 년도의 이익이 크게 개선된 것으로 보이기 위하여 직전년도의 손실규모를

더욱 크게 하려는 빅베스(Big Bath)의 가능성이 존재하기 때문이라고 보고되었다(Healy 1985 ; Kirschenheiter and Melumad 2002).

또한, Bartov and Mohanram(2004)은 스톡옵션의 행사 직전에 이익을 상향 조정한다는 결과를 제시하였으며, Bergstresser and Philippon(2006)의 연구는 Bartov and Mohanram(2004)의 연구 결과에 비해 간접적이지만 유사한 맥락에서 기업이 높은 발생액을 계상하여 이익이 높이 보고된 기간에 경영자들이 스톡옵션을 보다 많이 행사하는 것으로 보고하였다. 고대영 외(2007)는 우리나라에서도 스톡옵션 행사기업의 경우 행사직전연도에 재량적 발생액을 통해 이익을 과대 계상하는 것을 검증하였다. Aboody and Kasznik(2000)은 최고경영자에 대한 스톡옵션 부여일을 중심으로 호재는 지연시키고 악재는 미리 알리는 것을 제시함으로서 스톡옵션의 부여시점과 행사시점에서 경영자가 기회주의적 행위를 하는 것으로 보고하였다.

다. 스톡옵션과 조세비용

미국에서는 스톡옵션의 세무적 측면에서의 연구가 활발히 이루어져왔다. 미국의 경우 스톡옵션이 장려형 옵션(Incentive Stock Option : ISO)과 비적격 옵션(Nonqualified Stock Option : NQO)으로 구분되며, 비적격 옵션은 장려형 옵션과는 달리 행사시점에 행사이익이 기업의 세무상 손금으로 인정된다. 따라서 Sholes and Wolfson(1992)는 TRA86으로 인하여 최고 법인세율(35%)이 최고 소득세율(28%)보다 높아짐에 따라서 기업들이 조세전략의 일환으로서 손금 산입되는 비적격 옵션을 선호할 것이라고 주장하였으며, Balsam et al.(1997)은 이를 실증 분석하여 실제로 TRA86이후 비적격 옵션의 발생비중이 높아진 것을 검증하였다. 또한, Matsunaga et al.(1992)는 장려형 옵션이 행사 후 일정기간 내에 처분되는 경우 비적격 옵션과 동일하게 손금으로 인정받는다는 것에 주목하여 장려형 옵션의 처분시기가 기업의 조세비용과 관련되어 있음을 발견하였다. 그 외에 Amromin and Liang(2003), Graham et al.(2004)은 스톡옵션의 세금효과와 부채발행에 미치는 연구를 수행하였다. 비적격 옵션의 행사 시 현재 주가와 행사가격만의 차이가 손금으로 산입되기 때문에 기업의 한계세율(MTR)이 낮아지며, 이는 스톡옵션이 비부채 감세수단(non-debt tax shields)임을 의미하므로 기업의 부채발행에 영향을 미치는 것으로 보고되었다.

이와 같이 미국에서는 세무적 관점에서 스톡옵션에 대한 다양한 논의와 연구가 이루어진 것과는 달리 국내에서는 스톡옵션의 과세문제에 대한 고찰이 주로 이루어졌다. 노준화(1999)는 우리나라 스톡옵션의 과세제도가 가지고 있는 문제점을 제기하였으며, 전규안(2001)은 우리나라의 스톡옵션의 합리적인 과세방법을 모색하였다. 비교적 최근에는 심상규·김지범(2008)이 경영자 스톡옵션 보상이 조세회피행위에 미치는 영향을 분석하였다. 조세회피가 소유주의 부를 늘린다는 Desai and Dharmapala(2006)는 주장에 따라 스톡옵션을 부여받은 경영자는 소유주의 이익을 위하여 조세회피 행위를 수행할 것이라는 예측 하에 2000년부터 2006년까지 상장 기업 중

에서 스톡옵션 제도를 도입한 440개 기업을 대상으로 실증 분석하였으며 그 결과 경영자의 스톡옵션 보상이 높을수록 조세회피 수준이 높다는 것을 발견하였다. 또한, 최대주주 지분율이 높은 기업일수록 지배구조가 불투명하여 경영자의 스톡옵션 보상에 따른 조세회피 수준이 높은 것으로 나타났다. 하지만 심상규·김지범(2008)은 대리인비용의 관점에서 스톡옵션과 조세회피를 분석하고 있으며 행사가 아닌 부여시점을 기준으로 연구를 진행하고 있다는 점에서 본 연구와 차이점을 가진다.

2. 연구가설

첫째, 스톡옵션은 기업의 성장발전과 경영자 및 종업원의 성장발전을 동일시함으로써 대리인 비용을 감소시켜 기업의 미래 이익을 높이고 장기적으로는 기업의 가치를 높일 것으로 기대된다. 또한, 스톡옵션은 세법 상 행사시점에 손금으로 산입되기 때문에 장기적으로 세무계획의 수단으로서 사용될 가능성을 가진다. 투자기회가 있고 향후 성장을 기대하는 기업의 경우에는 임직원에게 현금 보상 대신에 스톡옵션을 부여함으로써 부여 시점의 현금 지급 부담을 감소시키는 동시에 향후 기업의 성장으로 인하여 이익 수준이 높아짐으로서 증가된 조세부담은 스톡옵션 행사 시점의 손금산입으로 인해 감소될 수 있기 때문이다.

특히, 우리나라의 경우에는 미국과는 달리 회계이익과 과세소득 간의 정합성이 높기 때문에 회계이익의 증가는 과세소득을 동반한다(최원욱 외 2014). 이러한 특수한 환경 하에서 스톡옵션은 장기적인 기업의 효과적인 조세계획 수단으로서 뿐만 아니라 다음과 같이 기업의 조세회피와도 밀접한 연관이 있을 것으로 예상된다. 스톡옵션은 임직원이 행사가격과 주가의 차이를 통해 충분한 보상을 받을 수 있을 만큼 이익이 일정 수준 이상을 달성함으로써 주가가 높아졌다고 기대될 때 행사되므로 스톡옵션을 행사한 기업은 높아진 이익 수준과 함께 급증한 조세비용의 감소를 위해 적극적인 조세회피를 할 가능성이 높다. 반면, 스톡옵션을 부여받았으나 행사하지 않은 기업의 경우에는 아직 일정 수준의 이익을 달성하지 못하였고 향후 추가적인 성장을 통해 주가 상승을 기대하기 때문에 상대적으로 조세비용이 낮고 조세회피를 할 유인이 낮을 가능성이 높다. 본 연구는 이와 같이 스톡옵션의 행사와 관련하여 높아진 조세비용에 주목하여 스톡옵션을 행사한 기업과 행사하지 않은 기업 간에 조세회피 성향에 차이가 있는지를 검증하기 위하여 다음과 같은 첫 번째 가설을 설정하였다.

[가설 1] 스톡옵션을 행사한 기업은 행사하지 않은 기업에 비하여 조세회피 성향이 높을 것이다.

둘째, 스톡옵션을 행사한 기업 중에서도 스톡옵션의 행사비율에 따라 조세회피 성향에 차이가 존재할 수 있다. 스톡옵션의 행사비율이란 행사 주식수를 부여받은 연도의 행사 가능 주식수로 나눈 비율로서 임직원들이 보다 많은 스톡옵션을 행사할수록 행사비율은 높아진다. 기업의

이익 증가 수준이 높고 그에 따른 주가 상승이 높을수록 임직원들은 자신들의 보상을 극대화하기 위하여 보다 많은 스톡옵션을 행사할 것으로 기대되며 이는 높은 행사비용으로 이어진다. 반면, 이익수준의 증가가 상대적으로 크지 않고 그로 인한 주가 상승이 높지 않을 때는 임직원들이 스톡옵션의 행사를 지연하기 때문에 스톡옵션을 행사하더라도 그 행사주식 수의 비율은 낮을 것이다. 따라서 스톡옵션의 행사비용이 높은 기업은 이익수준의 증가와 함께 조세부담도 크게 증가하기 때문에 행사비용이 낮은 기업에 비해서 보다 적극적으로 조세회피 행위를 수행할 것으로 예측된다. 본 연구에서는 행사여부에 따른 조세회피성향 뿐만 아니라, 스톡옵션 행사비용에 따라 조세회피 성향에 차이가 있는지를 심층적으로 살펴보고자 다음과 같은 두 번째 가설을 설정하였다.

[가설 2] 스톡옵션을 행사한 기업 중에서도 스톡옵션 행사비용이 높을수록 조세회피 성향이 높을 것이다.

셋째, 스톡옵션의 행사시점과 관련하여 조세회피는 행사직전연도보다 행사연도에 이루어질 것으로 예상되는데, 행사직전연도에는 회계이익과 같은 재무보고비용이 기업의 의사결정에 중요한 요인이지만 스톡옵션의 행사연도에는 높아진 조세비용이 보다 중요한 요인이 되기 때문이다.

스톡옵션을 부여받은 경영자의 보상은 행사시점에서의 주가와 행사가격의 차이에 의해서 결정되고 회계이익은 주가와 양(+)의 관계를 가진다. 따라서 스톡옵션을 행사하는 기업들의 경우에는 부여시점보다 행사직전연도에 이익이 증가함으로써 행사연도에 주가가 상승하였을 것으로 기대된다. 이러한 맥락에서 스톡옵션과 이익조정의 관계를 분석한 선행연구들은 경영자들이 행사직전연도에는 주가를 높이기 위하여 이익을 상향 조정한다는 실증 결과를 제시하기도 하였다(Bartov and Mohanram 2004 ; Bergstresser and Philippon 2006 ; 고대영 외 2007). 하지만 스톡옵션을 행사한 연도에는 이미 상승하였거나 혹은 상승시킨 회계이익과 함께 높아진 조세비용을 감소시키는 것이 기업가치의 극대화를 위해 보다 중요한 의사결정이므로 경영자는 조세회피에 주력할 것으로 예상됨에 따라 다음과 같은 세 번째 가설을 설정하였다.⁵⁾

5) 이러한 가설은 회계기준과 세법 간의 정합성이 높고 공격적인 조세회피가 어려운 국내의 회계·세무 환경 하에서 이익조정과 조세회피를 동시에 추구하기 어렵다는 전제 하에서 설정되었다. 미국의 경우에는 공격적인 조세회피 수단(Tax shelter)을 이용하여 적극적 재무보고와 적극적 세무보고를 동시에 수행하는 것으로 보고된 반면(Frank et al. 2009), 국내에서는 적극적 재무보고와 적극적 세무보고 간의 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다(고종권 외 2012). 기업들이 재무보고와 세무보고의 목적을 동시에 달성하기 위해서는 재무보고이익의 증가에 대응하여 공격적인 조세회피를 하는 것이 중요한데, Atwood et al.(2010b)의 연구 결과와 같이 상대적으로 세율이 낮고 회계원칙과 세법 간의 일치성이 낮으며 성문법의 체계를 따르는 국내의 경우에는 동시에 두 전략을 수행하기 어렵기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 이익조정과 조세회피를 동시에 추구하기 어려운 국내의 환경을 고려하여 스톡옵션의 행사직전연도 및 행사연도에 이익조정 혹은 조세회피 전략 중 하나를 우선적으로 선택할 것으로 예측하였다. 구체적으로 행사시점 이전에는 높은 보고이익으로 인한 주가의 상승이 조세비용 절감보다 중요한 이슈

[가설 3] 스톡옵션을 행사한 기업의 경우 스톡옵션의 행사직전연도가 아닌 행사연도에 조세회피 성향이 나타날 것이다.

Ⅲ. 연구모형 및 연구방법

1. 연구모형과 변수의 설정

스톡옵션의 행사여부, 행사비용 그리고 행사연도와 기업의 조세회피 간에 어떠한 관계가 있는지를 살펴보기 위한 연구모형은 아래와 같다.

[연구모형]

$$TA1(TA2) = \beta_0 + \beta_1 EXE(EXER, EXEYR, EXEPRIOR) + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \beta_5 INV + \beta_6 OCF + \beta_7 MTB + \beta_8 NOL + \beta_9 DT + \beta_{10} YR + \beta_{11} ID + \varepsilon$$

TA1(TA2)	: 조세회피측정치 1과 2
EXE	: 스톡옵션을 행사하면 1, 행사하지 않으면 0
EXER	: 스톡옵션 행사비용(스톡옵션 행사 주식 수/스톡옵션 행사 가능 주식 수)
EXEYR	: 스톡옵션 행사연도이면 1, 아니면 0
EXEPRIOR	: 스톡옵션 행사직전연도이면 1, 아니면 0
SIZE	: 기업규모 대용치(자연로그(총자산))
LEV	: 부채비율(기초총부채/기초총자산)
ROA	: 총자산이익률(법인세차감전순이익/기초총자산)
INV	: 투자수준((토지를 제외한 유형자산의 증감액+감가상각비+당기총연구개발비)/총자산)
OCF	: 영업현금흐름(영업현금흐름/기초총자산)
MTB	: 시장가치 대 장부가치(순자산의 시장가치/순자산의 장부가치)
NOL	: 세무상 이월결손금이 존재하면 1, 아니면 0
DT	: 법인세비용 대용치((이연법인세차-이연법인세대)/총자산)
YD	: 연도더미
ID	: 산업더미

이기 때문에 이익조정이 우선시 될 것으로 예상된다. 또한, 행사직전연도에 높아진 회계이익 수준은 차기(행사연도)의 회계이익에도 영향을 미치게 되는데 이는 전기이익이 다양한 이해관계자들의 의사결정에 이용되는 중요한 벤치마크로서 당기의 이익 수준이 전기의 이익 수준에 미치지 못할 경우 시장으로부터 부정적인 평가를 받기 때문이다(Burgstahler and Dichev 1997 ; Degeorge et al. 1999). 한편, 행사연도에는 회계이익과 함께 높아진 과세소득, 즉 조세비용을 낮추기 위한 조세회피에 주력할 것이라고 예측하였다.

연구모형에서 사용한 종속변수인 조세회피측정치(TA1)는 Desai and Dharmapala(2006)가 제시한 조세회피행위의 측정방법을 이용하였다. Desai and Dharmapala(2006)는 회계이익과 과세소득의 차이 중에서 재무보고목적의 이익조정행위로 설명되지 못하는 부분에 기업의 조세회피행위가 포함되어 있다고 주장하였다. 그에 따라 다음과 같은 조세회피행위 측정치를 개발하였으며, 그 방법은 아래와 같다.

$$\widehat{Y}^T = \frac{CTE}{\tau} \quad \text{식(1)}$$

$\widehat{Y}^T$: 과세소득 CTE : 법인세부담액⁶⁾ τ : 법인세최고세율⁷⁾

우선 회계이익과 과세소득의 차이를 계산하기 위하여 과세소득을 추정하여야 하며, 그 추정방법은 식(1)과 같다. 그리고 다음의 식(2)와 같이 회계이익(법인세비용차감전순이익)과 추정한 과세소득의 차이를 계산한다.

$$BTGAP = Y^S - \widehat{Y}^T \quad \text{식(2)}$$

BTGAP : 회계이익과 과세소득의 차이

Y^S : 법인세비용차감전순이익

Desai and Dharmapala(2006)는 식(3)과 같이 총 발생액을 이익조정행위의 대응치로 보고 회계이익과 과세소득의 차이 중 총 발생액이 설명하지 못하는 부분을 조세회피행위로 측정하였다.⁸⁾

6) 법인세부담액=법인세비용+(이연법인세자산_t-이연법인세자산_{t-1})
-(이연법인세부채_t-이연법인세부채_{t-1})

7) 법인세최고세율=법인세율(1+주민세율)

연도별 법인세최고세율 : 2000년~2001년=30.8%, 2002년~2004년=29.7%, 2005년~2008년=27.5%, 2009년~2011년=24.2%

8) 앞에서 언급한 바와 같이 국내 세법 상 스톡옵션은 행사시점에 손금 산입된다. 따라서 행사연도의 스톡옵션 손금 산입액은 과세소득을 감소시키고 회계이익과 과세소득의 차이(BTD)를 증가시켜 궁극적으로는 Desai and Dharmapala(2006)의 조세회피 측정치(TA1 또는 TA2)에 영향을 미치게 된다. 본 연구에서는 이와 같이 스톡옵션이 행사시점에 손금 산입됨으로서 얻을 수 있는 효과 역시 기업이 조세비용을 절감하기 위한 조세회피 전략의 일환이라고 전제하기 때문에 조세회피 추정치에서 스톡옵션의 손금산입 효과를 배제하지 않았다. 또한, 기업이 스톡옵션의 행사 이전에 주가상승을 위해 이익을 과대 계상하는 조정을 했다면 그로 인해 증가된 조세비용은 스톡옵션의 손금효과로 해소되지 않기 때문에 행사연도에는 조세비용을 감소시키기 위하여 조세회피를 할 것으로 예측하고 이를 검증하고자 하였다. 스톡옵션의 손금효과를 제외한 조세회피 행위를 측정하기 위해서는 조세회피 추정치 계산 시 행사연도에 손금 산입된 스톡옵션의 금액을 과세소득에 가산함으로써 회계이익과 과세소득의 차이(BTD)를 감소시키거나 연구모형에 통제변수로서 손금산입액을 포함해야 한다. 그러나 손금산입된 스톡옵션은 기업의 내부 자료로서 공시되지 않는 법인세 소득금액조정합계표 상의 손금산입(기타)된 주식선택권 금액이므로 그 자료의 입수가 현실적으로 불가능하며, 추정 역시 상당히 어렵다. 따라서 본 연구에서는 스톡옵션의 손금효

$$BTD = \delta_o AC + \varepsilon \quad \text{식(3)}$$

BTD : 회계이익과 과세소득의 차이/기초총자산

AC : 총 발생액/기초총자산

ε : 잔차 [=TA, 조세회피추정치]

하지만 이익조정의 행위의 대용치로서 총 발생액보다는 재량적 발생액이 보다 적합할 수 있으므로 TA2는 식(3)에서 총 발생액 대신에 수정 Jones(1995) 모형의 재량적 발생액을 사용하여 회계이익과 과세소득의 차이 중 재량적 발생액이 설명하지 못하는 부분을 조세회피행위로 측정하였다. 조세회피행위를 나타내는 TA1과 TA2를 종속변수로 하여 첫째, 행사기업과 행사하지 않은 기업을 의미하는 EXE변수를 관찰하여 행사여부에 따라 조세회피 성향에 차이가 존재하는가를 검증하고, 둘째, 스톡옵션의 행사비율에 따라 조세회피 성향에 차이가 있는지를 검증하기 위하여 스톡옵션 행사 주식수를 스톡옵션 행사 가능 주식 수로 나누어 스톡옵션의 행사비율(EXER) 변수를 설정하고 위 연구모형에서 설명변수로 사용하였다. 많은 기업들이 스톡옵션을 여러 해에 걸쳐서 부여하고 있으므로 스톡옵션의 행사비율(EXER)은 행사 주식수를 부여받은 연도에 해당하는 행사 가능 주식수로 나눈 비율의 합으로 계산하였다.⁹⁾ 셋째, 스톡옵션을 행사한 기업만을 대상으로 스톡옵션의 행사직전연도와 행사연도의 조세회피 성향에 차이가 있는지를 검증하기 위하여 스톡옵션을 행사한 연도이면 1, 아니면 0인 변수(EXEYR)와 스톡옵션의 행사직전연도이면 1, 아니면 0인 변수(EXEPRIOR)를 설정하였다. 대부분의 기업들이 스톡옵션을 여러 해에 걸쳐서 행사하고 있으므로 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 행사직전연도에 해당하는 경우는 스톡옵션 행사연도로 분류하였다.¹⁰⁾

이러한 스톡옵션의 행사여부, 행사연도 및 행사비율에 따른 조세회피 성향에 차이가 다른 요인에 의한 차이를 통제하고도 존재하는지 검증하기 위하여 다음과 같이 선행연구에서 기업의 특성 및 조세회피에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수들을 연구모형에 포함하였다. 먼저 기업 규모 차이의 효과를 통제하기 위하여 기초총자산에 자연로그를 취하여 측정된 기업규모(SIZE) 변수를 선정하였으며, 부채비율이 높은 기업은 부채로 인한 감세효과가 상대적으로 높고 다른 수단을 이용한 조세회피가 감소할 가능성이 존재하므로 이러한 효과를 통제하기 위하여 부채비

과를 제외한 조세회피 행위는 측정하지 못하였다는 한계점이 존재한다.

- 9) 예를 들면 2002년도와 2003년도에 부여받은 행사 가능 주식 수가 각각 21,000주와 115,000주이고 2007년도에 행사한 주식 수는 총 67,748주로서 2002년도에 부여받은 주식 수의 10,248주, 2003년도에 부여받은 주식 수의 57,500주라면 2007년도의 행사비율(EXER)은 $10,248/21,000 + 57,500/115,000 = 0.988$ 이 된다.
- 10) 예를 들어 기업이 2002년, 2003년, 2004년도에 모두 스톡옵션을 행사하였다면 2002년도와 2003년도는 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 스톡옵션의 행사직전연도에 해당한다. 이런 경우에는 스톡옵션의 행사연도로 분류하였다.

을을 통제변수로 포함하였다(Deangelo and Masculis 1980 ; 전규안 2004 ; Graham and Tucker 2006). 또한, 기업의 수익성이 높을수록 회계이익이 증가함에 따라 과세소득이 증가하고 조세비용이 증가하게 된다. 따라서 수익성이 높은 기업의 경영자는 조세비용을 낮추기 위하여 회계이익의 증가보다는 조세회피에 주력할 것으로 예측된다(최원욱 외 2011).

한편, 우리나라의 세법은 기술 및 인력개발에 대한 조세특례로 두고 있으며, 이로 인하여 기업의 투자 금액에 대하여 손금산입이 가능하다. 결국 투자수준이 높을수록 조세절감액이 크다고 예상할 수 있으므로(신승묘 2005) 기업의 투자수준을 측정하는 INV 변수를 통제변수로 포함하였으며, 조세회피와 양(+)의 관계를 가질 것으로 예측된다. 또한, 조세비용은 직접적인 현금유출을 수반하므로 기업의 현금흐름과 밀접한 관련을 가진다. 현금흐름이 감소할수록 상대적으로 조세회피에 적극적인 가능성이 높으면서(박종국 · 홍영은 2009) 동시에 적극적인 조세회피는 현금흐름의 증가를 가져오기 때문에 이러한 효과를 통제하기 위하여 영업현금흐름(CFO)을 통제변수에 포함하였다. 시장가치 대 장부가치(MTB)는 기업이 긍정적인 투자기회를 가지고 있거나, 미래 성장성이 높은 연구 개발 및 투자를 많이 한 경우 기업의 시장가치가 자산의 장부 가치에 비하여 높게 나타나게 된다. 즉, 기업의 미래 성장가능성을 나타내는 변수로써 미래 성장가능성이 많은 기업의 경우 향후 수익의 발생가능성이 높고 그에 따라 기업의 조세회피성향이 영향을 받을 수 있기 때문에 본 연구에서는 MTB를 순자산의 시장가치를 장부 가치로 나누어 측정하고, 이를 통제변수로 포함하였다.

현행 세법 규정상 세무상 이월결손금(NOL)¹¹⁾은 향후 발생하는 과세소득의 범위 내에서 공제 가능하므로 세무상 이월 결손금이 존재하는 기업의 경우 향후 세금비용 절감 효과가 존재한다. 즉 세무상 이월결손금이 존재하는 기업의 경우 조세회피 성향은 감소할 가능성이 존재하므로 본 연구에서는 전기이월이익잉여금이 음(-)인 경우 세무상 이월결손금이 존재하는 것으로 간주하고 이월결손금의 더미변수(NOL)를 모형에 포함하였다.¹²⁾ 마지막으로 기업의 미래 조세 변

11) 2008년 법인세법 개정 전에는 각사업연도의 개시일전 5년 이내에 개시한 사업연도에서 발생한 결손금으로써 그 후의 각 사업연도의 과세표준계산에 있어서 공제되지 아니한 금액은 각 사업연도소득금액의 범위 안에서 이를 공제할 수 있었다. 그러나 2008년 법인세법 개정으로 인하여 현행규정은 2009.1.1 이후 개시하는 과세연도에 발생한 결손금부터 이월결손금 공제기간을 10년으로 연장하였다(법인세법 제13조 제1항).

12) 정확한 세무 상 이월결손금의 측정을 위해서는 감사보고서의 주석사항의 법인세 정보를 이용할 수 있다. 그러나 금융감독원의 전자공시시스템에서 감사보고서 주석사항 공시가 기업마다 매우 상이하게 변경되었고, 특히 국제회계기준을 도입한 이후에는 기업별로 제시 방법의 다양성이 매우 커졌을 뿐 아니라 많은 기업들이 세무와 관련된 정보를 생략하여 제시하고 있는 상황이다. 따라서 현실적으로 기업의 세무상 이월결손금을 정확하게 수집하는 것 자체가 불가능한 연구 환경이 되었으므로 본 연구에서는 이익잉여금처분계산서 상의 전기이월이익잉여금이 음(-)인 경우 이월결손금이 있는 것으로 간주하는 대체적인 방법을 사용하였다. 전기이월이익잉여금과 같은 재무자료를 이용하여 세무 상 이월결손금의 존재여부를 판단하는 대체적인 방법은 Shevlin(1990), Graham(1996a, 1996b), Klassen(1997), 최원석(2004) 등의 연구에서도 사용되고 있다. 또한, 이월결손금 측정의 문제점을 배제하기 위하여 추가분석

화를 통제하기 위해 이연법인세비용을 나타내는 DT를 추가하였으며, 연도별 효과와 산업별 효과를 통제하기 위하여 연도더미(YD)와 산업더미(ID)를 모형에 추가하였다.

2. 표본선정

스톡옵션 행사기업을 대상으로 연구를 진행하기 위해서는 스톡옵션을 부여한 기업을 대상으로 행사 가능 기간 동안 행사여부를 파악해야 한다. 본 연구는 2000년~2009년 기간 동안 스톡옵션을 부여한 기업을 대상으로 연구를 진행하였으며, 이러한 연구기간에 포함된 표본을 선정하기 위하여 금융감독원 전자공시시스템과 증권선물거래소 전자공시시스템에서 2000년~2009년 기간 동안 스톡옵션의 부여 공시를 확인하였다. 2000년부터 2009년까지 스톡옵션을 경영자에게 부여한 기업 중에서 금융업이 아닌 기업, 재무제표 자료를 획득할 수 없는 기업, 결산일이 12월이 아닌 기업을 제외한 기업은 <표 1>과 같이 총 416개이다.

<표 1> 스톡옵션 부여 기업 수

		유가증권	코스닥	합 계
2000년부터 2009년까지 스톡옵션을 부여한 기업(금융업 제외)		167	474	641
제거	재무제표 자료를 획득할 수 없는 기업	30	189	219
	결산일이 12월이 아닌 기업	2	4	6
최종 표본		135	281	416

이와 같이 선정된 416개 기업을 대상으로 스톡옵션의 행사여부를 분석한 결과, 다음 <표 2>와 같이 한번 이상 스톡옵션을 행사한 기업은 총 227개, 스톡옵션을 행사하지 않은 기업은 189개로 나타났다. 또한, 스톡옵션을 한 번이라도 행사한 기업에 대해서 그 행사 횟수를 구체적으로 확인한 결과, 다음 <표 3>과 같이 스톡옵션을 한 번 행사한 기업의 수가 81개로 가장 많고 행사 횟수가 높은 기업일수록 그 수는 적어지는 것으로 나타났다.

으로 (1) 이월결손금 변수를 통제변수에서 제외한 후 동일한 분석을 수행하였으며, (2) 재무제표에서 법인세비용, 이연법인세자산 및 비용을 이용하여 과세소득을 추정한 후 전기의 과세소득이 음(-)인 경우 이월결손금(NOL)이 있는 경우를 1, 아니면 0인 변수로 설정하여 동일한 분석을 수행하였으나 그 결과는 주요 분석 결과와 크게 다르지 않았다.

〈표 2〉 스톡옵션 부여 기업 중에서 스톡옵션을 행사한 기업과 행사하지 않은 기업 수

스톡옵션 행사 여부	유가증권	코스닥	합계
스톡옵션 행사한 기업	79	148	227
스톡옵션 행사하지 않은 기업	56	133	189
합 계	135	281	416

〈표 3〉 스톡옵션을 행사한 기업의 행사 횟수

스톡옵션의 행사 횟수	유가증권	코스닥	합계
1회	14	67	81
2회	13	29	42
3회	11	26	37
4회	16	12	28
5회 이상	25	14	39
합 계	79	148	227

본 연구의 표본 선정을 위하여 스톡옵션을 부여한 위 416개의 기업을 대상으로 2000년부터 2011년까지의 사업보고서를 이용하여 스톡옵션의 행사가능연도, 행사여부, 행사시점, 부여 및 행사 주식 수를 파악하였다. 2000년부터 2011년까지 416개 기업의 기업-연도 수는 총 4,516개이며, 스톡옵션의 부여 이후 통상 2년에서 3년의 거치기간이 지나야 행사가 가능하므로 스톡옵션의 행사 가능 연도가 아닌 거치기간은 표본에서 제외하였다. 또한, 표본 기업의 동질성을 확보하기 위하여 자본잠식 기업을 제외하였으며, 과세소득이 존재하는 경우에만 조세회피의 유인이 있으므로 과세소득이 0 또는 음(-)의 값을 가지는 기업을 제외하였다. 마지막으로 Desai and Dharmapala(2006)의 모형을 이용하여 조세회피 수준을 추정하기 위해서는 산업-연도별로 10개 이상의 관찰치가 필요하므로 이러한 조건을 충족하는 기업만을 표본에 포함하여 연구를 진행하였다. 그리고 이상치가 회귀분석에 미치는 영향을 배제하기 위하여 추정모형과 분석모형에 포함된 독립변수와 종속변수에서 상위 1%와 하위 1%에 해당하는 표본의 값을 winsorization 하였다. 이상의 조건을 만족시키는 최종 표본은 총 1,641개의 기업-연도이며, 표본 선정 과정은 <표 4>에서 제시하고 있다.

〈표 4〉 표본 선정 과정

		유가증권	코스닥	합계
2000년부터 2011년까지 스톡옵션을 부여한 기업(392개)의 기업-연도 수		1,525	2,991	4,516
제거	스톡옵션의 행사가 불가능한 거치기간	611	1,428	2,039
	자본잠식 기업	54	110	164
	과세소득이 0 또는 음(-)의 값을 나타낸 기업	189	264	453
	산업-연도별 10개 미만의 기업	117	102	219
최종 표본		554	1,087	1,641

IV. 분석결과

1. 기술통계 및 상관관계 분석

〈표 5〉는 실증 분석에 사용되는 변수들에 대한 기술통계량을 제시하고 있다. 본 연구의 종속 변수인 조세회피 측정치인 TA1과 TA2의 평균(중위수)은 각각 $-0.002(0.008)$, $-0.018(-0.012)$ 로서 영에 가까운 평균과 중위수를 보이고 있으며 TA2가 TA1에 비해 약간 작은 값을 가지고 있다. 관심변수인 스톡옵션 행사여부 더미변수(EXE)의 평균(중위수)은 $0.283(0.000)$ 으로 나타나 스톡옵션을 부여받은 기업들 중에서 행사비율은 약 28%에 그치고 있음을 보이고 있다. 이는 우리나라 기업의 경우 스톡옵션을 행사하지 않은 경우가 행사하는 경우에 비해 보다 많은 것으로 해석된다. 수익성 변수인 총자산수익률(ROA)은 평균값이 0.037의 값을 보이고 있으며, 투자비율(INV)은 평균값이 0.07의 값을 보이고 있다. 이월결손금 더미변수(NOL)의 평균값은 0.163으로서 세무 상 이월결손금의 혜택을 받는 기업이 표본의 약 16%에 해당하고 있음을 보이고 있다.

〈표 5〉 기술통계량(N=1,641)

Variables	Mean	Median	SD	Min	Max
TA1	-0.002	0.008	0.109	-0.419	0.278
TA2	-0.018	-0.012	0.095	-0.232	0.229
EXE	0.283	0.000	0.451	0.000	1.000
SIZE	18.788	18.333	1.688	16.361	23.998
LEV	0.382	0.379	0.190	0.027	0.857
ROA	0.037	0.053	0.150	-0.607	0.426
INV	0.070	0.043	0.078	0.001	0.413
OCF	0.067	0.058	0.130	-0.312	0.432
MTB	1.682	1.208	1.458	0.272	8.762
NOL	0.163	0.000	0.370	0.000	1.000
DT	0.006	0.000	0.026	-0.068	0.097

TA1(TA2) = 조세회피측정치 1, 2

EXE = 스톡옵션을 행사하면 1, 행사하지 않으면 0

SIZE = Log(총자산)

LEV = 부채비율(기초총부채/기초총자산)

ROA = 총자산순이익률(법인세차감전순이익/기초총자산)

INV = 투자수준((토지를 제외한 유형자산증감액+감가상각비+당기총연구개발비)/기초총자산)

OCF = 영업현금흐름(영업현금흐름/기초총자산)

MTB = 시장가치 대 장부가치(순자산의 시장가치/ 순자산의 장부가치)

NOL = 세무상 이월결손금이 존재하면 1, 아니면 0

DT = 법인세비용 대용치((이연법인세차-이연법인세대)/기초총자산)

<표 6>은 주요 변수들 간의 상관관계를 분석한 결과이다. 종속변수인 조세회피(TA1, TA2)는 스톡옵션 행사여부 더미변수(EXE)와 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있어 스톡옵션의 행사기업이 그렇지 않은 기업에 비해 조세회피 성향이 강할 것이라는 본 연구의 기본 가설과 일관된 결과를 보이고 있다. 또한, 조세회피(TA)와 연구모형에 사용된 통제변수와의 관계를 살펴보면, 기업규모(SIZE), 총자산순이익률(ROA), 투자수준(INV), 영업현금흐름(OCF)과 유의한 양(+)의 상관관계를 가지며, 세무상 이월결손금(NOL)과는 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다.

〈표 6〉 주요변수들 간 상관관계 (N=1,641)

	TA1	TA2	EXE	SIZE	LEV	ROA	INV	OCF	MTB	NOL	DT
TA1	1.0000	0.9025 <.0001	0.1608 <.0001	0.1914 <.0001	0.0229 0.3542	0.6020 <.0001	0.0466 0.0591	0.6699 <.0001	0.0282 0.2529	-0.2048 <.0001	-0.0342 0.1659
TA2		1.0000	0.1681 <.0001	0.2253 <.0001	0.0260 0.2932	0.6007 <.0001	0.0326 0.1863	0.6176 <.0001	0.0440 0.0749	-0.2069 <.0001	-0.0362 0.1430
EXE			1.0000	0.2669 <.0001	-0.0406 0.1004	0.2320 <.0001	0.1108 <.0001	0.1749 <.0001	0.2358 <.0001	-0.1205 <.0001	-0.0058 0.8160
SIZE				1.0000	0.2327 <.0001	0.3000 <.0001	-0.0410 0.0972	0.2218 <.0001	0.0976 <.0001	-0.1940 <.0001	-0.1487 <.0001
LEV					1.0000	-0.0389 0.1153	-0.0761 0.0020	-0.0213 0.3890	0.1257 <.0001	0.1055 <.0001	0.0697 0.0048
ROA						1.0000	0.0512 0.0382	0.5360 <.0001	0.1119 <.0001	-0.3311 <.0001	-0.0212 0.3919
INV							1.0000	0.1736 <.0001	0.2374 <.0001	0.0112 0.6499	0.2034 <.0001
OCF								1.0000	0.1963 <.0001	-0.1978 <.0001	0.1138 <.0001
MTB									1.0000	0.1395 <.0001	0.1367 <.0001
NOL										1.0000	-0.0305 0.2166
DT											1.0000

1) 변수의 정의는 <표 3> 참조

2) 각 셀의 첫째 줄은 피어슨 상관계수, 둘째 줄은 p-value를 나타냄

2. 스톡옵션 행사여부와 조세회피 관련성 검증

<표 7>은 가설 1인 스톡옵션의 행사기업이 그렇지 않은 기업에 비해 조세회피 성향이 높은지 검증한 회귀분석 결과이다. <표 7>에서 TA1은 앞 절에서 설명한 바와 같이 Desai and Dharmapala (2006)의 조세회피를 추정함에 있어서 총 발생액을 이익조정 행위의 대응치로 보고 식(3)과 같이 회계이익과 과세소득의 차이 중 총 발생액이 설명하지 못하는 부분을 조세회피 행위로 측정하여 분석한 결과이며, TA2는 식(3)에서 총 발생액 대신에 수정 Jones(1995)의 재량적 발생액을 사용하여 조세회피를 추정한 후 분석한 결과이다. 각 모형의 F-값은 통계적으로 유의하게 나타나 모형의 설정은 적합한 것으로 판단된다.

<표 7> 스톡옵션 행사여부와 조세회피에 대한 분석 결과(N=1,641)

Variables	TA1			TA2		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	0.011	0.48	0.631	-0.041	-1.96*	0.051
EXE	0.007	1.71*	0.088	0.009	2.15**	0.032
SIZE	-0.003	-2.75***	0.006	0.000	-0.22	0.826
LEV	0.036	3.57***	0.000	0.025	2.67***	0.008
ROA	0.255	17.03***	<.0001	0.228	16.46***	<.0001
INV	-0.040	-1.62	0.105	-0.041	-1.78*	0.075
OCF	0.443	25.97***	<.0001	0.342	21.67***	<.0001
MTB	-0.008	-5.86***	<.0001	-0.007	-5.29***	<.0001
NOL	0.007	1.23	0.217	0.004	0.88	0.380
DT	-0.294	-4.10***	<.0001	-0.181	-2.73***	0.006
YR	Included			Included		
IND	Included			Included		
F-Value	103.95***			84.14***		
R ² -Adj	0.5686			0.5156		
Max VIF	1.63			1.63		

1) 변수의 정의는 <표 3> 참조

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함

TA1을 종속변수로 하는 모형의 회귀분석 결과, 스톡옵션 행사여부(EXE) 계수는 유의한 양 (+)의 값을 보이고 있다. TA2를 종속변수로 하는 모형의 분석 결과 역시 TA1의 결과와 마찬가지로

지로 스톡옵션 행사여부(EXE)가 유의한 양(+)의 계수 값을 나타내고 있다. 이는 스톡옵션을 행사하지 않은 기업에 비해 스톡옵션을 행사한 기업의 조세회피 성향이 보다 강하게 나타나고 있음을 의미한다. 즉 스톡옵션을 행사하는 기업의 경우 높아진 회계이익과 함께 동반된 과세소득으로 인하여 조세비용이 증가함으로서 조세부담을 절감하기 위한 전략을 수행하고 있음을 실증적으로 확인할 수 있다. 통제변수인 부채비율(LEV), 총자산순이익률(ROA) 및 영업현금흐름(OCF)은 각각 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있는 반면, 투자수준(INV), 시장가치 대 장부가치(MTB), 이연법인세비용(DT)은 각각 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있다.

3. 스톡옵션의 행사비율 및 행사연도와 조세회피 관련성 검증

본 절에서는 스톡옵션의 행사비율과 행사연도에 따라 조세회피 성향에 차이가 있는지를 검증하기 위하여 스톡옵션을 행사한 기업만을 대상으로 실증 분석하였다. <표 8>은 스톡옵션을 행사한 기업만을 대상으로 한 분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 종속변수인 조세회피 측정치인 TA1과 TA2의 평균(중위수)은 각각 0.007(0.013), -0.012(-0.006)로서 스톡옵션을 부여한 전체 표본과 유사하게 영에 가까운 평균과 중위수를 보이고 있으며 TA2의 평균 및 중위수가 TA1에 비해 약간 작은 값을 보이고 있다. 관심변수인 스톡옵션의 행사비율(EXER)은 행사 주식수를 부여받은 연도의 행사 가능 주식수로 나눈 비율의 합으로 계산하였으므로 행사비율의 최대치(Max)는 1을 넘는 값(1.558)을 가지고 있으며, 평균값은 0.176으로서 부여받은 스톡옵션의 약 17%가 평균적으로 행사되었음을 보이고 있다.¹³⁾ 스톡옵션 행사연도 더미변수(EXEYR)의 평균값은 0.382로 스톡옵션의 행사연도가 전체 표본의 약 38%에 해당하며, 행사직전연도 더미변수(EXEPRIOR)의 평균값은 0.168로 표본의 약 16%에 해당하고 있다.¹⁴⁾

13) 연구모형에서 설명한 바와 같이 많은 기업들이 스톡옵션을 여러 해에 걸쳐서 부여하고 있으므로 행사 주식수를 각 부여받은 연도의 행사 가능 주식수로 나눈 비율의 합인 스톡옵션의 행사비율(EXER)은 1을 넘을 수 있다. 예를 들면 2002년도와 2003년도에 부여받은 행사 가능 주식 수가 각각 21,000주와 115,000주이고 2007년도에 행사한 주식 수는 총 67,748주로서 2002년도에 부여받은 주식 수의 21,000주, 2003년도에 부여받은 주식 수의 57,500주라면 2007년도의 행사비율(EXER)은 $21,000/21,000 + 57,500/115,000 = 1.5$ 가 된다.

14) 본 연구에서는 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 행사직전연도에 해당하는 경우 스톡옵션 행사연도로 분류하고 있으며, 대부분의 기업들이 스톡옵션을 여러 해에 걸쳐서 행사하고 있으므로 EXEYR과 EXEPRIOR의 평균에 차이가 발생한다. 구체적으로 총 1,213개의 표본 중에서 스톡옵션의 행사연도로 분류되는 기업-연도 수는 413개, 스톡옵션 행사직전연도로 분류되는 기업-연도 수는 417개이며, 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 행사직전연도에 해당하는 기업-연도 수는 263개이다. 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 행사직전연도에 해당하는 경우를 스톡옵션 행사연도로 분류하지 않는다면 스톡옵션 행사연도 더미변수(EXEYR)와 행사직전연도 더미변수(EXEPRIOR)의 평균은 각각 0.382와 0.385로 유사하다.

〈표 8〉 스톡옵션을 행사한 표본 기술통계량(N=1,213)

Variables	Mean	Median	SD	Min	Max
TA1	0.007	0.013	0.098	-0.324	0.254
TA2	-0.012	-0.006	0.089	-0.204	0.212
EXER	0.176	0.000	0.321	0.000	1.558
EXEYR	0.382	0.000	0.486	0.000	1.000
EXEPRIOR	0.168	0.000	0.374	0.000	1.000
SIZE	19.045	18.539	1.777	16.519	24.262
LEV	0.371	0.362	0.189	0.031	0.812
ROA	0.055	0.066	0.145	-0.503	0.442
INV	0.077	0.049	0.082	0.001	0.413
OCF	0.084	0.071	0.127	-0.256	0.458
MTB	1.905	1.326	1.763	0.293	10.892
NOL	0.126	0.000	0.332	0.000	1.000
DT	0.007	0.000	0.027	-0.063	0.100

EXER, EXEYR, EXEPRIOR을 제외한 변수의 정의는 <표 3> 참조

EXER=스톡옵션 행사비율(행사 주식 수/행사 가능 주식 수)

EXEYR=스톡옵션 행사연도이면 1, 아니면 0

EXEPRIOR=스톡옵션 행사직전연도이면 1, 아니면 0

<표 9>는 본 연구의 가설 2인 스톡옵션의 행사비율에 따라 조세회피 성향에 차이가 있는지 검증한 회귀분석 결과이다. TA1을 종속변수로 하는 모형의 분석 결과, 스톡옵션의 행사비율(EXER)은 10% 수준에서 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있으며, TA2를 종속변수로 하는 모형의 분석 결과에서는 스톡옵션의 행사비율(EXER)이 5% 수준에서 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 이와 같이 스톡옵션의 행사비율이 높을수록 조세회피 성향이 보다 강하게 나타나는 것은 스톡옵션의 행사비율이 높을수록 기업의 이익증가 수준이 높고 그에 따른 조세부담도 크게 증가함에 따라 행사비율이 낮은 기업에 비해 조세회피 행위를 보다 적극적으로 수행하기 때문인 것으로 해석된다.

〈표 9〉 스톡옵션 행사비용과 조세회피에 대한 분석 결과(N=1,213)

Variables	TA1			TA2		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	-0.008	-0.35	0.723	-0.066	-3.00	0.003
EXER	0.011	1.76*	0.078	0.012	2.10**	0.036
SIZE	-0.002	-1.61	0.109	0.001	0.85	0.395
LEV	0.047	4.18***	<.0001	0.020	1.94*	0.053
ROA	0.236	13.70***	<.0001	0.206	12.70***	<.0001
INV	-0.007	-0.29	0.773	-0.048	-1.97**	0.049
OCF	0.382	19.94***	<.0001	0.324	17.91***	<.0001
MTB	-0.010	-8.31***	<.0001	-0.008	-7.05***	<.0001
NOL	0.011	1.81*	0.071	0.010	1.69*	0.091
DT	-0.242	-3.06***	0.002	-0.177	-2.37**	0.018
YR	Included			Included		
IND	Included			Included		
F-Value	70.17***			61.47***		
R ² -Adj	0.533			0.4995		
Max VIF	1.69			1.69		

- 1) EXER을 제외한 변수의 정의는 <표 3> 참조
 EXER=스톡옵션 행사비용(행사 주식 수/행사 가능 주식 수)
 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함

<표 10>은 스톡옵션을 행사한 기업의 경우 스톡옵션의 행사직전연도가 아닌 행사연도에 조세회피 성향이 나타나는지 검증한 회귀분석 결과이다. Panel A에서 TA1을 사용한 모형의 분석 결과, 스톡옵션의 행사연도(EXEYR)인 경우에는 조세회피와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 보이고 있으나, 스톡옵션의 행사직전연도(EXEPRIOR)인 경우에는 조세회피와 유의한 관련성이 나타나지 않고 있다. TA2를 사용한 모형의 분석 결과인 Panel B에서도 동일하게 스톡옵션의 행사연도(EXEYR)인 경우에만 조세회피와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 보이고 있다. 이는 스톡옵션의 행사시점을 기준으로 행사직전연도에는 주가 상승을 위하여 회계이익의 증가가 중요하므로 조세회피를 하지 않는 반면, 행사 후에는 높아진 회계이익과 함께 동반된 조세비용의 증가로 인하여 기업들이 조세회피를 하고 있음을 보여주는 실증 결과라 할 수 있다.

〈표 10〉 스톡옵션의 행사연도와 조세회피 분석 결과(N=1,213)

Panel A. TA1						
Variables	스톡옵션 행사직전연도			스톡옵션 행사연도		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	-0.008	-0.35	0.724	0.000	0.01	0.991
EXEPRIOR	0.000	-0.08	0.934			
EXEYR				0.011	2.62***	0.009
SIZE	-0.002	-1.59	0.113	-0.002	-2.01**	0.045
LEV	0.047	4.17***	<.0001	0.049	4.37***	<.0001
ROA	0.240	14.03***	<.0001	0.234	13.65***	<.0001
INV	-0.006	-0.23	0.822	-0.009	-0.34	0.737
OCF	0.381	19.88***	<.0001	0.382	19.97***	<.0001
MTB	-0.010	-8.13***	<.0001	-0.010	-8.45***	<.0001
NOL	0.011	1.74*	0.082	0.011	1.80*	0.071
DT	-0.242	-3.06***	0.002	-0.240	-3.04***	0.002
YR		Included			Included	
IND		Included			Included	
F-Value		69.84***			70.58***	
R ² -Adj		0.5318			0.5345	
Max VIF		1.66			1.68	
Panel B. TA2						
Variables	스톡옵션 행사직전연도			스톡옵션 행사연도		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	-0.067	-3.00***	0.003	-0.057	-2.55**	0.011
EXEPRIOR	0.000	0.04	0.967			
EXEYR				0.012	3.10***	0.002
SIZE	0.001	0.87	0.382	0.000	0.34	0.732
LEV	0.020	1.93*	0.054	0.023	2.17**	0.031
ROA	0.211	13.05***	<.0001	0.205	12.63***	<.0001
INV	-0.046	-1.90*	0.058	-0.050	-2.03**	0.042
OCF	0.324	17.83***	<.0001	0.324	17.95***	<.0001
MTB	-0.008	-6.81***	<.0001	-0.008	-7.20***	<.0001
NOL	0.010	1.61	0.108	0.010	1.69*	0.092
DT	-0.177	-2.37**	0.018	-0.175	-2.35**	0.019
YR		Included			Included	
ID		Included			Included	
F-Value		61.03***			62.00***	
R ² -Adj		0.4976			0.5016	
Max VIF		1.66			1.68	

- 1) EXEYR, EXEPRIOR을 제외한 변수의 정의는 <표 3> 참조
 EXEYR=스톡옵션 행사연도이면 1, 아니면 0
 EXEPRIOR=스톡옵션 행사직전연도이면 1, 아니면 0
 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함

한편, 스톡옵션의 행사연도(EXEYR)와 스톡옵션의 행사직전연도(EXEPRIOR) 더미변수가 서로에게 미치는 영향을 통제하기 위하여 두 변수를 연구모형에 모두 포함하여 동일한 분석을 수행하였다. 분석 결과는 다음 <표 11>에서 제시하고 있으며, 각각의 변수만을 포함한 모형의 분석 결과와 동일하게 스톡옵션의 행사연도(EXEYR)의 회귀계수는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이는 반면 스톡옵션의 행사직전연도(EXEPRIOR)의 회귀계수는 유의한 값을 보이지 않고 있다. 따라서 스톡옵션을 행사한 기업들의 경우 스톡옵션의 행사직전연도가 아닌 행사연도에 조세회피 성향이 나타날 것이라는 가설 3은 여전히 지지되고 있다.

<표 11> 스톡옵션의 행사연도와 조세회피 분석 결과
 (EXEYR과 EXEPRIOR을 동시에 포함하여 분석한 경우, N=1,213)

Variables	TA1			TA2		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	-0.001	-0.03	0.979	-0.058	-2.60**	0.010
EXEPRIOR	0.006	1.01	0.312	0.007	1.35	0.177
EXEYR	0.013	2.81***	0.005	0.015	3.38***	0.001
SIZE	-0.002	-1.98**	0.048	0.000	0.38	0.706
LEV	0.049	4.35***	<.0001	0.023	2.15**	0.032
ROA	0.232	13.48***	<.0001	0.202	12.43***	<.0001
INV	-0.009	-0.36	0.720	-0.050	-2.06**	0.039
OCF	0.382	19.99***	<.0001	0.325	17.97***	<.0001
MTB	-0.010	-8.50***	<.0001	-0.008	-7.30***	<.0001
NOL	0.011	1.80*	0.072	0.010	1.68*	0.093
DT	-0.242	-3.06***	0.002	-0.177	-2.37**	0.018
YR		Included			Included	
IND		Included			Included	
F-Value		67.27***			59.17***	
R ² -Adj		0.5345			0.5020	
Max VIF		1.70			1.62	

- 1) EXEYR, EXEPRIOR을 제외한 변수의 정의는 <표 3> 참조
 EXEYR=스톡옵션 행사연도이면 1, 아니면 0. 단, 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 행사직전연도에 해당하는 경우는 스톡옵션 행사연도로 분류함
 EXEPRIOR=스톡옵션 행사직전연도이면 1, 아니면 0
 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함

4. 추가분석

본 절에서는 대주주지분율과 같은 기업의 지배구조가 스톡옵션의 행사여부와 관련된 조세회피 전략에 영향을 미치는지 추가 분석하였다. 우리나라의 소유구조는 소유와 경영의 분리가 미흡하고, 기업 경영에 참여하는 지배주주에 의한 영향력이 크기 때문에 대주주지분율이 기업의 조세회피에서도 많은 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 특히, 지배주주의 영향력이 높은 기업의 경우에는 외부주주의 압력이 작기 때문에 현금지출을 수반하는 조세비용의 역제를 위해 적극적으로 조세회피를 할 가능성이 높다.

<표 12>는 스톡옵션의 행사여부와 조세회피 간의 관련성이 대주주지분율(IOC)에 따라 상이하게 나타나는지를 검증한 회귀분석 결과이다. 대주주지분율(IOC)은 대주주 1인 및 그 특수관계자 지분율의 합으로 측정하였으며, 대주주지분율의 연도·산업별 중위수를 기준으로 대주주지분율이 높은 기업(High)과 낮은(Low) 기업으로 각각 구분하여 대주주지분율이 스톡옵션의 행사여부와 조세회피 간의 관련성에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. Panel A에서 TA1을 사용한 모형의 분석 결과, 대주주지분율이 높은 집단(High)에서는 스톡옵션 행사여부(EXE)와 조세회피(TA)는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 나타냈으나, 대주주지분율이 낮은 집단(Low)에서는 스톡옵션 행사여부와 조세회피 간에 유의한 관련성을 나타내지 않았다.

<표 12> 스톡옵션 행사여부와 조세회피에 대한 분석 결과 : 대주주지분율 그룹별 분석(N=1,641)

Panel A. TA1						
Variables	대주주지분율이 낮은 그룹(Low) (N=832)			대주주지분율이 높은 그룹(High) (N=809)		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	0.071	2.55**	0.011	-0.045	-1.13	0.260
EXE	0.001	0.25	0.803	0.014	2.07**	0.039
SIZE	-0.005	-3.69***	0.000	-0.001	-0.66	0.510
LEV	0.018	1.38	0.170	0.051	3.15***	0.002
ROA	0.287	16.15***	<.0001	0.215	8.45***	<.0001
INV	-0.027	-0.87	0.386	-0.067	-1.70*	0.090
OCF	0.452	21.79***	<.0001	0.443	15.96***	<.0001
MTB	-0.011	-6.82***	<.0001	-0.005	-1.95**	0.052
DT	0.000	-0.07	0.943	0.013	1.41	0.158
NOL	-0.150	-1.59	0.113	-0.485	-4.47***	<.0001
YR		Included			Included	
IND		Included			Included	
F-Value	79.75***			36.53***		
R ² -Adj	0.6656			0.4801		
Max VIF	1.70			1.66		

〈표 12〉 스톡옵션 행사여부와 조세회피에 대한 분석 결과 : 대주주지분율 그룹별 분석(N=1,641)(계속)

Panel B. TA2						
Variables	대주주지분율이 낮은 그룹(Low) (N=832)			대주주지분율이 높은 그룹(High) (N=809)		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	0.034	1.27	0.205	-0.124	-3.49***	0.001
EXE	0.005	0.88	0.377	0.012	2.00**	0.046
SIZE	-0.003	-2.18**	0.030	0.003	1.67*	0.096
LEV	0.004	0.35	0.726	0.037	2.59**	0.010
ROA	0.255	14.76***	<.0001	0.199	8.75***	<.0001
INV	-0.058	-1.96**	0.050	-0.027	-0.76	0.446
OCF	0.349	17.27***	<.0001	0.341	13.69***	<.0001
MTB	-0.009	-5.87***	<.0001	-0.004	-1.74*	0.083
NOL	0.000	-0.07	0.944	0.009	1.10	0.271
DT	-0.122	-1.33	0.184	-0.315	-3.23***	0.001
YR		Included			Included	
ID		Included			Included	
F-Value		58.86***			30.81***	
R ² -Adj		0.5939			0.4365	
Max VIF		1.65			1.66	

1) 변수의 정의는 <표 3> 참조

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함

Panel B에서 TA2를 사용한 모형의 분석 결과도 유사하게 나타나 스톡옵션 행사여부와 조세회피간의 관련성이 대주주지분율에 따른 집단별로 차이가 있음을 보이고 있다. 이와 같이 대주주지분율에 따라 조세회피 간의 성향에 차이가 나타나는 것은 대주주들이 보유한 지분율이 높은 소유경영자지배기업의 경우 현금유출을 감소시키고자 하는 조세회피에 대해 보다 높은 유인을 가지고 있고 외부주주의 압력에서 벗어나 기업의 조세회피 전략에 높은 영향력을 행사하기 때문인 것으로 해석된다.

한편, 본 연구의 주요 분석에서는 스톡옵션의 행사직전연도와 행사연도의 조세회피 성향에 차이가 있는지를 검증하기 위하여 스톡옵션을 행사한 연도이면 1, 아니면 0인 변수(EXEYR)와 스톡옵션의 행사직전연도이면 1, 아니면 0인 변수(EXEPRIOR)를 설정하고 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 행사직전연도에 해당하는 경우는 스톡옵션 행사연도로 분류하였다. 하지만 이와 같이 동시에 해당하는 경우를 스톡옵션의 행사연도로 분류한 방법이 자의적일 수 있으므로 추가분석에서는 분류의 자의성에 의한 문제점을 배제하기 위하여 다음과 같은 추가분석을 수행하였다.

첫째, 행사연도이면서 동시에 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 행사직전연도에 해당하는 경우에는 EXEYR과 EXEPRIOR를 모두 0으로 설정하고 동일한 분석을 수행하였다. 분석 결과는 다음 <표 13>과 같으며, 스톡옵션의 행사연도(EXEYR)인 경우에는 조세회피와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 보이는 반면 스톡옵션의 행사직전연도(EXEPRIOR)인 경우에는 조세회피와 유의한 관련성을 보이지 않아 주요 분석 결과와 다르지 않은 것으로 나타났다.

〈표 13〉 스톡옵션의 행사연도와 조세회피 분석 결과
(EXEYR과 EXEPRIOR 변수를 다르게 정의한 경우, N=1,213)

Panel A. TA1						
Variables	스톡옵션 행사직전연도			스톡옵션 행사연도		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	-0.008	-0.35	0.724	-0.014	-0.62	0.538
EXEPRIOR	0.000	-0.08	0.934			
EXEYR				0.017	3.20***	0.001
SIZE	-0.002	-1.59	0.113	-0.002	-1.50	0.135
LEV	0.047	4.17***	<.0001	0.047	4.27***	<.0001
ROA	0.240	14.03***	<.0001	0.237	13.92***	<.0001
INV	-0.006	-0.23	0.822	-0.006	-0.23	0.815
OCF	0.381	19.88***	<.0001	0.383	20.05***	<.0001
MTB	-0.010	-8.13***	<.0001	-0.010	-8.42***	<.0001
NOL	0.011	1.74*	0.082	0.011	1.79*	0.074
DT	-0.242	-3.06***	0.002	-0.248	-3.15***	0.002
YR		Included			Included	
IND		Included			Included	
F-Value		69.84***			70.95***	
R ² -Adj		0.5318			0.5358	
Max VIF		1.66			1.66	

〈표 13〉 스톡옵션의 행사연도와 조세회피 분석 결과 (계속)
(EXEYR과 EXEPRIOR 변수를 다르게 정의한 경우, N=1,213)

Panel B. TA2						
Variables	스톡옵션 행사직전연도			스톡옵션 행사연도		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	-0.067	-3.00***	0.003	-0.072	-3.26***	0.001
EXEPRIOR	0.000	0.04	0.967			
EXEYR				0.016	3.20***	0.001
SIZE	0.001	0.87	0.382	0.001	0.97	0.332
LEV	0.020	1.93*	0.054	0.021	2.02**	0.044
ROA	0.211	13.05***	<.0001	0.208	12.94***	<.0001
INV	-0.046	-1.90*	0.058	-0.047	-1.91*	0.056
OCF	0.324	17.83***	<.0001	0.325	18.00***	<.0001
MTB	-0.008	-6.81***	<.0001	-0.008	-7.09***	<.0001
NOL	0.010	1.61	0.108	0.010	1.66*	0.097
DT	-0.177	-2.37**	0.018	-0.183	-2.45**	0.014
YR		Included			Included	
ID		Included			Included	
F-Value		61.03***			62.06***	
R ² -Adj		0.4976			0.5019	
Max VIF		1.66			1.62	

1) EXEYR, EXEPRIOR을 제외한 변수의 정의는 <표 3> 참조

EXEYR=스톡옵션 행사연도이면 1, 아니면 0. 단, 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 행사직전연도에 해당하는 경우는 0

EXEPRIOR=스톡옵션 행사직전연도이면 1, 아니면 0. 단, 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 행사직전연도에 해당하는 경우는 0

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함

또한, 이와 같이 설정된 EXEYR과 EXEPRIOR이 서로 다른 변수에게 미치는 영향을 통제하기 위하여 연구모형에 두 변수를 동시에 포함하여 동일한 분석을 수행한 결과는 다음 <표 14>와 같다. 스톡옵션의 행사연도(EXEYR)의 회귀계수는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이는 반면 스톡옵션의 행사직전연도(EXEPRIOR)의 회귀계수는 유의한 값을 보이지 않으므로 가설 3은 여전히 지지되고 있다.

〈표 14〉 스톡옵션의 행사연도와 조세회피 분석 결과
(EXEYR과 EXEPRIOR 변수를 다르게 정의하고 연구모형에 동시에 포함한 경우, N=1,213)

Variables	TA1			TA2		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	-0.016	-0.67	0.504	-0.074	-3.31***	0.001
EXEPRIOR	0.003	0.52	0.600	0.003	0.65	0.515
EXEYR	0.017	3.24***	0.001	0.017	3.26***	0.001
SIZE	-0.002	-1.44	0.151	0.001	1.03	0.304
LEV	0.047	4.24***	<.0001	0.021	1.99**	0.046
ROA	0.236	13.87***	<.0001	0.208	12.88***	<.0001
INV	-0.006	-0.24	0.813	-0.047	-1.92*	0.056
OCF	0.383	20.05***	<.0001	0.325	18.00***	<.0001
MTB	-0.010	-8.43***	<.0001	-0.008	-7.11***	<.0001
NOL	0.011	1.79*	0.075	0.010	1.65*	0.099
DT	-0.249	-3.16***	0.002	-0.184	-2.47**	0.014
YR		Included			Included	
IND		Included			Included	
F-Value	67.54***			59.10***		
R ² -Adj	0.5355			0.5017		
Max VIF	1.61			1.62		

1) EXEYR, EXEPRIOR을 제외한 변수의 정의는 <표 3> 참조

EXEYR=스톡옵션 행사연도이면 1, 아니면 0. 단, 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 행사직전연도에 해당하는 경우는 0

EXEPRIOR=스톡옵션 행사직전연도이면 1, 아니면 0. 단, 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 행사직전연도에 해당하는 경우는

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함

둘째, 스톡옵션의 행사연도이면서 동시에 행사직전연도에 해당하는 경우를 행사연도로 분류하거나 배제하지 않고, 스톡옵션의 행사연도이면 1, 아니면 0인 더미 변수(EXEYR), 스톡옵션의 행사직전연도이면 1, 아니면 0인 더미 변수(EXEPRIOR)를 그대로 설정하고 동일한 분석을 수행하였다. 분석 결과는 다음 <표 15>과 같으며, 주요 분석 결과와 동일하게 스톡옵션의 행사연도(EXEYR)인 경우에는 조세회피와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 보이는 반면 스톡옵션의 행사직전연도(EXEPRIOR)인 경우에는 조세회피와 유의한 관련성을 보이지 않고 있다.

〈표 15〉 스톡옵션의 행사연도와 조세회피 분석 결과
(스톡옵션의 행사연도이면서 행사직전연도에 해당하는 경우를 별도로 고려하지 않은 경우, N=1,213)

Panel A. TA1						
Variables	스톡옵션 행사직전연도			스톡옵션 행사연도		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	-0.009	-0.36	0.718	0.000	0.01	0.991
EXEPRIOR	0.000	-0.03	0.979			
EXEYR				0.011	2.62***	0.009
SIZE	-0.002	-1.57	0.117	-0.002	-2.01**	0.045
LEV	0.046	4.17***	<.0001	0.049	4.37***	<.0001
ROA	0.240	13.94***	<.0001	0.234	13.65***	<.0001
INV	-0.006	-0.22	0.822	-0.009	-0.34	0.737
OCF	0.381	19.88***	<.0001	0.382	19.97***	<.0001
MTB	-0.010	-8.10***	<.0001	-0.010	-8.45***	<.0001
NOL	0.011	1.74*	0.082	0.011	1.80*	0.071
DT	-0.242	-3.06***	0.002	-0.240	-3.04***	0.002
YR		Included			Included	
IND		Included			Included	
F-Value		69.84***			70.58***	
R ² -Adj		0.5318			0.5345	
Max VIF		1.63			1.68	
Panel B. TA2						
Variables	스톡옵션 행사직전연도			스톡옵션 행사연도		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	-0.065	-2.90***	0.004	-0.057	-2.55**	0.011
EXEPRIOR	0.002	0.56	0.573			
EXEYR				0.012	3.10***	0.002
SIZE	0.001	0.80	0.425	0.000	0.34	0.732
LEV	0.020	1.94*	0.053	0.023	2.17**	0.031
ROA	0.210	12.89***	<.0001	0.205	12.63***	<.0001
INV	-0.047	-1.92*	0.055	-0.050	-2.03**	0.042
OCF	0.323	17.83***	<.0001	0.324	17.95***	<.0001
MTB	-0.008	-6.83***	<.0001	-0.008	-7.20***	<.0001
NOL	0.010	1.61	0.107	0.010	1.69*	0.092
DT	-0.177	-2.36**	0.018	-0.175	-2.35**	0.019
YR		Included			Included	
ID		Included			Included	
F-Value		61.06***			62.00***	
R ² -Adj		0.4978			0.5016	
Max VIF		1.68			1.68	

- 1) EXEYR, EXEPRIOR을 제외한 변수의 정의는 <표 3> 참조
 EXEYR=스톡옵션 행사연도이면 1, 아니면 0
 EXEPRIOR=스톡옵션 행사직전연도이면 1, 아니면 0
 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함

다음 <표 16>은 이와 같이 설정된 EXEYR과 EXEPRIOR이 서로 다른 변수에게 미치는 영향을 통제하기 위하여 연구모형에 두 변수를 동시에 포함하여 동일한 분석을 수행한 결과이다. 스톡옵션의 행사연도(EXEYR)의 회귀계수는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이는 반면 스톡옵션의 행사직전연도(EXEPRIOR)의 회귀계수는 유의한 값을 보이지 않고 있으므로 주요 분석 결과는 스톡옵션의 행사연도에 대한 분류의 자의성에 영향을 받지 않은 것으로 판단된다.

<표 16> 스톡옵션의 행사연도와 조세회피 분석 결과(스톡옵션의 행사연도이면서 행사직전연도에 해당하는 경우를 고려하지 않으면서 연구모형에 동시에 포함한 경우, N=1,213)

Variables	TA1			TA2		
	Estimate	t-stat	p-value	Estimate	t-stat	p-value
Intercept	-0.001	-0.05	0.959	-0.057	-2.54**	0.011
EXEPRIOR	-0.003	-0.58	0.559	0.000	-0.08	0.936
EXEYR	0.012	2.68***	0.007	0.013	3.05***	0.002
SIZE	-0.002	-1.95*	0.052	0.000	0.35	0.728
LEV	0.049	4.36***	<.0001	0.023	2.17**	0.031
ROA	0.235	13.63***	<.0001	0.205	12.57***	<.0001
INV	-0.008	-0.31	0.754	-0.050	-2.03**	0.043
OCF	0.382	19.97***	<.0001	0.324	17.94***	<.0001
MTB	-0.010	-8.39***	<.0001	-0.008	-7.18***	<.0001
NOL	0.011	1.81*	0.071	0.010	1.69*	0.092
DT	-0.241	-3.05***	0.002	-0.175	-2.35**	0.019
YR	Included			Included		
IND	Included			Included		
F-Value	67.20***			59.00***		
R ² -Adj	0.5342			0.5012		
Max VIF	1.65			1.66		

- 1) EXEYR, EXEPRIOR을 제외한 변수의 정의는 <표 3> 참조
 EXEYR=스톡옵션 행사연도이면 1, 아니면 0
 EXEPRIOR=스톡옵션 행사직전연도이면 1, 아니면 0
 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함

V. 결 론

우리나라에서는 1997년에 스톡옵션 제도가 도입된 이후 약 15년이 경과하였음에도 불구하고 스톡옵션에 대해서 아직까지도 심도 있고, 다각적인 검토가 이루어지 못한 채 스톡옵션 제도의 문제점이나 스톡옵션을 부여한 기업의 재무적 특성 및 이익조정과 같은 제한적 분야에서의 연구들이 주를 이루고 있다. 또한 최근에는 스톡옵션 자체의 효과에 대한 회의론까지 논의되고 있는 상황 속에서 스톡옵션 제도에 대한 연구의 중요성이 위협받고 있는 상황이다. 스톡옵션 제도의 효과에 대해서 많은 논란이 있지만 스톡옵션은 원래 취지대로 운영된다면 임직원들에게 충분한 동기 부여와 함께 주주의 부를 극대화할 수 있는 효율적인 보상 수단의 형태이므로 보다 다각적인 측면의 연구가 필요하다. 따라서 본 연구는 지금까지 주로 재무적 관점에서 수행되었던 연구 주제에서 나아가 세무적 관점에서 스톡옵션의 행사와 기업의 조세회피 전략 간의 관련성을 살펴보았다.

스톡옵션은 임직원에서 현금 대신에 미래에 추가차익의 형태로 보상을 받을 것을 약속하는 제도이므로 신규 투자 등을 통해 미래의 성장을 기대하는 기업의 경우에는 장기적 관점에서 조세계획의 수단으로 사용될 수 있다. 즉 스톡옵션의 부여 시점에는 현금 지급 부담을 감소시키는 동시에 차후에 기업이 성장하여 스톡옵션이 행사되는 시점에서는 스톡옵션의 손금 산입으로 인하여 세법 상 조세비용을 절감할 수 있다. 또한, 우리나라와 같이 회계이익과 과세소득 간의 정합성이 높은 환경 하에서는 스톡옵션을 부여받은 기업이 성장하여 회계이익이 증가하는 경우 과세소득 역시 증가하기 때문에 다음과 같이 기업의 조세회피와도 밀접한 연관을 가질 것으로 기대된다. 스톡옵션을 부여받은 기업들 중에서 스톡옵션을 행사한 기업은 기업의 성장으로 회계이익이 증가하고 주가가 상승함으로써 임직원들이 스톡옵션의 행사로 차익을 누리하고자 하는 경우인 반면, 스톡옵션을 행사하지 않은 기업은 이익 수준이 기대에 미치지 않고 향후 추가적인 주가상승을 기대하기 때문에 임직원들의 스톡옵션 행사가 지연되고 있는 경우로 해석된다.

따라서 스톡옵션을 행사한 기업의 경우에는 스톡옵션을 행사하지 않은 기업에 비해 높아진 회계이익과 함께 증가한 조세부담으로 인하여 보다 적극적인 조세회피 전략을 통해 조세비용을 낮추고자 할 유인이 존재한다. 또한, 스톡옵션을 행사한 기업 중에서도 행사비용이 높은 기업은 행사비용이 낮은 기업에 비해 높은 이익 성장으로 주가가 상승하여 임직원들이 보다 많은 스톡옵션을 행사한 것으로 해석되므로 스톡옵션의 행사 비율이 높은 기업은 이익의 증가와 함께 조세비용의 부담이 더 크게 증가하였을 가능성이 높고 그로 인해 보다 적극적으로 조세회피를 할 것으로 예측된다. 특히, 조세회피 행위는 스톡옵션의 행사직전연도가 아닌 행사연도에 나타날 것으로 예상되는데, 이는 행사직전연도에는 일정 수준 이상의 이익 달성과 같은 재무보고비용이 보다 중요하므로 회계이익을 높이하고자 하는 전략에 주력하는 반면 주가의 상승 후 스톡옵션의 행사와 함께 행사연도에는 높아진 조세비용을 절감하고자 주력할 것으로 기대되기 때문이다.

이러한 가설들을 검증하기 위하여 본 연구는 2000년부터 2009년도의 기간 동안 스톡옵션을 부여받은 기업을 대상으로 스톡옵션의 행사여부, 행사비율 및 행사연도와 조세회피와의 관련성을 분석하였다. 분석 결과, 스톡옵션을 행사한 기업은 행사하지 않은 기업에 비하여 조세회피 성향이 높은 것으로 나타났으며, 스톡옵션의 행사비율이 높을수록 조세회피 성향이 높은 것으로 나타났다. 또한, 스톡옵션의 행사한 기업의 경우 행사직전연도가 아닌 행사연도에 조세회피를 하고 있음을 확인하였다. 그러나 본 연구에서 사용된 조세회피 추정치는 행사연도에 스톡옵션의 손금 산입 효과를 제외하지 못했다는 한계점이 존재하며 향후 스톡옵션과 연관된 조세회피에 대한 연구에서는 이에 대한 보완이 필요할 것이다.

본 연구 결과의 공헌점은 다음과 같다. 본 연구는 스톡옵션의 도입 이후 축적된 충분한 자료를 바탕으로 스톡옵션의 행사와 관련된 다양한 분석을 수행함으로써 도입 이후의 운용에 대해서 심층적인 연구를 진행하였다. 특히, 본 연구는 조세비용의 측면에서 스톡옵션이 갖고 있는 장점과 기업의 조세회피와의 관련성에 대해 고찰하였다는 점에서 의의를 찾을 수 있다. 국내에서는 기존에 스톡옵션과 대리인비용, 기업가치 및 이익조정에 대한 연구는 이루어졌으나 세무적 관점에서 스톡옵션을 분석한 연구는 거의 이루어지지 않았다. 이에 본 연구는 회계이익과 과세소득의 정합성이 높은 국내의 특수한 환경을 고려하여 스톡옵션과 기업의 조세회피 간의 관련성을 검증함으로써 스톡옵션에 대한 높은 관심을 가지고 있는 기업과 다양한 이해관계자들에게 스톡옵션이 가질 수 있는 또 다른 측면의 의미를 제시하고 있다. 또한, 기업의 조세회피 행위에 대해 주목하고 있는 과세당국과 이해관계자들에게 스톡옵션과 관련된 회계정보를 해석하는데 보다 높은 관심과 주의가 필요함을 시사하고 있다.

참고문헌

- 고대영 · 윤순석 · 전성일 · 김문태. 2007. “스톡옵션행사가 이익조정에 미치는 영향”. 회계정보연구 제25권 제2호 : 113-131.
- 고종권 · 조은희 · 김우영. 2012. “적극적 재무보고와 적극적 세무보고간의 관계”. 회계저널 제21권 제3호 : 95-130.
- 김태수 · 정준수 · 지성권. 1999. “한국기업에서 경영자 보상과 경영성과간의 관계”. 회계학연구 제24권 제2호 : 87-115.
- 노준화. “주식매입선택권의 과세제도와 개산방안에 관한 연구”. 회계와 감사연구 제35호 : 105-122.
- 박상수. 2000. “스톡옵션의 효율적 운용”. 월간공인회계사.
- 박종국 · 홍영은. 2009. “조세회피와 외국인지분율”. 세무학연구 제26권 제1호 : 105-135.
- 배길수. 2002. “스톡옵션의 도입에 대한 주가반응 및 스톡옵션을 도입한 기업의 특성 : 대리인 비용을 중심으로”. 회계학연구 제27권 제2호 : 1-25.
- 신승묘. 2005. “유효법인세율과 부채비율사이의 인과관계분석과 세법상 지급이자 손금불산입 규정의 유효성 평가”. 회계학연구 제30권 제4호 : 77-108.
- 심상규 · 김지범. 2008. “경영자 스톡옵션 보상이 조세회피행위에 미치는 영향”. 회계정보연구 제26권 제3호 : 233-258.
- 윤태화 · 홍정화 · 김선구. 2005. “스톡옵션 부여가 기업의 경영성과에 미친 영향”. 세무와 회계저널 제6권 제4호 : 213-235.
- 전규안. 2001. “주식매수선택권의 합리적인 과세방안”. 세무학연구 제17호 제2호 : 5-39.
- 전규안. 2004. “조세비용과 비조세비용의 상충관계가 재무보고이익과 세무보고이익의 차이에 미치는 영향”. 회계학연구 제29권 제1호 : 29-56.
- 정운오. 1997. “대리인 관계에서의 보상계약형태에 관한 실증적 연구”. 한국회계학회 하계학술연구발표논문집 : 107-135.
- 최원석. 2004. “세금비용과 비세금비용이 자산처분손익에 미치는 상충관계”. 회계학연구 제29권 제3호 : 253-291.
- 최원욱 · 고운성 · 조정은. 2011. “특수관계자 거래가 조세회피행위에 미치는 영향”. 세무학연구 제28권 제3호 : 9-35.
- 최원욱 · 이현아 · 조정은. 2014. “조세계획의 수단으로서의 영업외손익 항목 조정에 대한 연구”. 세무학연구 제31권 제3호 : 75-112.
- Amromin, G., and N. Liang. 2003. Hedging Employee Stock Options, Corporate Taxes and Debt, *National Tax Journal* 56 : 513-533.
- Aboody, D., and R. Kaszik. 2000. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 29 : 73-100.

- Atwood, T., Drake, M., Myers, J. and Myers, L. 2012. Home country tax system characteristics and corporate tax avoidance : International Evidence. *The Accounting Review* 77 : 1831—1860.
- Balsam, S., H. Mozes, and H. Newman. 2003. Managing pro forma stock option expense under SFAS 123. *Accounting Horizons* 17(1) : 31—45.
- Balsam, S., R. Halperin, and H. A. Mozes. 1997. Tax Costs and Nontax Benefits : The Case of Incentive Stock Option. *Journal of American Taxation Association* 19 (Fall) : 19—37.
- Balsam, S. 2002. An introduction to executive compensation. Academic Press.
- Bartov, E., and R. Moharam. 2004. Private Information, Earnings Manipulations and Executive Stock Option Exercises. *The Accounting Review* 79(4) : 889—920.
- Bebchuk, L. A., J. M. Fried, and D. I. Walker. 2002. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *University of Chicago Law Review* 69 : 751—846.
- Bell, T., B. W. R. Landsman, B. L. Miller, and S. Yeh. 2002. The Valuation Implications of Employee Stock Option Accounting for Profitable Computer Software Firms. *The Accounting Review* 77(October) : 971—996.
- Bergstresser, D., and T. Philippon. 2006. CEO Incentives and Earnings Management. *The Journal of Financial Economics* 80(3) : 511—509.
- Boschen, J. F., and K. J. Smith. 1995. You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later : The Dynamic Response of Executive Compensation to Firm Performance. *Journal of Business* 68 : 577—608.
- Brickey, J. A., S. Bhagat, and R. C. Lease. 1985. The impact of long-range managerial compensation plans on shareholder wealth. *Journal of Accounting and Economics* 7 : 115—129.
- Burgstahler, D. and I. Dichev. 1997. Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics* 24(1) : 99—126.
- Chauvin, K. W., and C. Shenoy. 2001. Stock price decreases prior to executive stock option grants. *Journal of Corporate Finance* 7 : 53—76.
- Choi, W. W., H. Y. Lee, and B. W. Jun. 2009. The provision of tax services by incumbent auditors and earnings management : Evidence from Korea. *Journal of International Financial Management and Accounting* 20 : 79—103.
- Core, J., and W. Guay. 1999. The use of equity grants to manage optional equity incentive levels, *Journal of Accounting and Economics* 28 : 151—184.
- Core, J. E., and W. R. Guay. 2002. Estimating the Value of Employee Stock Option Portfolios and Their Sensitivities to Price and Volatility. *Journal of Accounting Research* 40(3) : 613

—630.

- DeAngelo, H., and R. Masulis. 1980. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics* 8(1) : 3–29.
- DeFusco, R. A., R. R. Johnson and T. S. Zorn. 1990, The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders. *Journal of Finance* 45(2) : 617–627.
- DeFusco, R. A., T. S. Zorn, and R. R. Johnson. 1991. The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making. *Financial Management* 20(1) : 36–43.
- DeGeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser. 1999. Earnings Management to Exceed Thresholds. *Journal of Business* 72(1) : 1–33.
- Demsetz, H., and K. Lehn. 1985. The structure of corporate ownership : Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93(6) : 1155–1177.
- Desai, M., and D. Dharmapala. 2006. Corporate Tax Avoidance and High Powered Incentives. *Journal of Financial Economics* 79 : 145–179.
- Frank, M., L. Lynch, and S. Rego. 2009. Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. *The Accounting Review* 84(2) : 467–496.
- Graham, J. 1996a. Debt and the Marginal Tax Rate. *Journal of Financial Economics* 41 : 41–73.
- Graham, J. 1996b. Proxies for the Corporate Marginal Tax Rate. *Journal of Financial Economics* 42 : 187–221.
- Graham, J. R., and A. Tucker. 2006. Tax Shelters and Corporate Debt Policy. *Journal of Financial Economics* 81 : 563–594.
- Graham, J., M. Lang, and D. Shackelford. 2004. Employee Stock Options, Corporate Taxes and Debt Policy. *Journal of Finance* 59(4) : 1585–1618.
- Hanlon, M., S. Rajgopal, and T. Shevlin. 2003. Are Executive Stock Options Associated with Future Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 36 : 3–43.
- Healy, P. M. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 : 85–107.
- Hillegeist, S., and F. Penalva. 2003. Stock Option Incentives and Firm Performance. Working paper, Northwestern University and University of Navarra.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard, and D. Palia, 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics* 53 : 353–384.
- Kirschenheiter, M., and N. D. Melumad. 2002. Can “Big Bath” and earnings smoothing co-exist as equilibrium financial reporting strategies? *Journal of Accounting Research* 40(3) : 761

—796.

- Klassen, K. 1997. The Impact of Inside Ownership Concentration on the Trade-Off Between Financial and Tax Reporting. *The Accounting Review* 72(3) : 455—474.
- Li, H. 2002. Employee Stock Options, Residual Income Valuation and Stock Price Reaction to SFAS No. 123 Footnote Disclosures. Working paper. University of Iowa.
- Matsunaga, S., T. Shevlin and D. Shores. 1992. Disqualifying dispositions of incentive stock options : Tax benefit vs. financial reporting costs. *Journal of Accounting Research* 16 (Supplement) : 37—76.
- Matsunaga, S. 1995. The Effects of Financial Reporting Cost on the Use of Employee Stock Options. *The Accounting Review* 70 : 1—26.
- Mills, L. F., and G. E. Plesko. 2003. Bridging the reporting gap : A proposal for more informative reconciling of book and tax income. *National Tax Journal* 56(4) : 865—893.
- Rajgopal, S., and T. Shevlin. 2002. Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. *Journal of Accounting and Economics* 33 : 145—171.
- Safdar, I. 2003. Stock Option Exercise, Earnings Management, and Abnormal Stock Returns. Working paper. University of Rochester.
- Shevlin, T. 1990. Estimating Corporate Marginal Tax Rates with Asymmetric Tax Treatment of Gains and Losses. *The Journal of the American Taxation Association* 11(1) : 51—67.
- Yermack, D. 1995. Do Corporations Award CEO Stock options Effectively. *Journal of Financial Economics* 39 : 237—269.

Stock Option Exercise and Tax Avoidance

Yun Sung Koh* · Hyun-Ah Lee**

〈Abstract〉

This study examines the firms' tax avoidance associated with the stock option. We expect the exercise of stock options is closely related to the firms' tax avoidance because book-tax conformity is relatively high in Korea. Firms with exercised stock options are likely to have greater increase in the taxable income as well as book income compared to the firms without exercised stock options. Thus, we anticipate that the firms with exercised stock options have more incentives to avoid taxes than the firms without exercised options. Specifically, firms with high exercise ratio are likely to have greater increase in taxable income and thus avoid taxes more aggressively compared to the firms with lower exercise ratio. In addition, we assume that firms engage in tax avoidance activity after the exercise, not prior to the exercise because they tend to focus on the strategy of lowering their increased tax burden after the exercise, while they focus on the strategy of increasing book income to boost their stock prices prior to the exercise.

We analyze firms that grant stock options from 2000 to 2009 to investigate the association between the stock option exercise and tax avoidance. We find following empirical results. First, tax avoidance are significantly greater for firms with exercising stock options than firms without exercising options. Second, tax avoidance is significantly greater for firms with high ratio of the option exercise than the firms with low exercise ratio. Third, firms engage in tax avoidance activity in the period when the option is exercised, not in the prior period of the exercise.

This study makes a contribution to the literature by addressing stock option exercise from the tax perspective. We expect that our findings will have new implications for firms and financial information users who are interested in stock option under the current circumstances where lack wide range of research on the option exercise.

〈Key words〉 Stock Option, Exercise, Tax Avoidance, Tax Cost

* Associate Professor, College of Business, Hankuk University of Foreign Studies, First Author

** Assistant Professor, School of Business, Gachon University, CPA, Corresponding Author