

대리인 비용이 조세회피와 투자, 기업가치에 미치는 영향

서반석* · 김갑순**

〈요 약〉

본 연구는 대리인 비용과 조세회피와의 관계, 대리인 비용 수준에 따른 조세회피와 투자와의 관계, 대리인 비용 수준에 따른 투자와 기업가치와의 관계에 대한 가설검증을 위해 2단계 최소제곱 추정법(2SLS)을 사용하였으며 2016년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업의 자료를 분석하였다.

기존연구와의 차별점은 첫째 자산 취득시점이 아닌 투자가 실제로 이루어진 시점의 유·무형자산에 지출된 금액으로 투자금액을 측정하였다. 둘째 기업가치 측정치로 경제적 부가가치(EVA)와 수정된 Tobin's Q를 모두 사용해 내적 성과와 외적 평가를 같이 고려했다. 셋째 대리인 비용이 적은 기업은 기업가치를 높이는 효율적 투자를 위한 내부자금 확보수단으로 조세회피 한다는 것을 보여 대리인 비용이 적은 기업의 조세회피 목적을 규명 하였다. 넷째 대리인 비용을 측정하기 위해 기업지배구조(지배주주지분율, 외국인 지분율)와 특수관계자간 거래 모두 고려하였다.

실증분석결과는 다음과 같다. 첫째 대리인 비용이 증가하면 조세회피가 감소해 대리인 문제가 있는 기업의 지배주주는 노력과 전략을 필요로 하는 조세회피를 하지 않는 것으로 나타났다. 둘째 대리인 비용이 적은 기업은 조세회피가 증가하면 투자가 증가해 조세회피로 확보한 내부자금의 사적 사용을 억제하고 투자에 사용하는 것으로 나타났다. 셋째 대리인 비용이 적은 기업은 투자가 증가하면 시장평가에 의한 기업가치인 수정된 Tobin's Q와 내부성과에 의한 기업가치인 경제적 부가가치(EVA) 모두 증가해 대리인 비용이 적은 기업은 조세회피를 통해 확보한 내부자금으로 효율적인 투자를 해 기업가치를 증가시키는 것으로 나타났다.

〈주제어〉 대리인 비용, 조세회피, 투자, 기업가치

* 동국대학교(서울) 대학원 회계학과 박사과정, reduce2k@dongguk.edu, 주저자

** 동국대학교(서울) 경영대학 회계학과 교수, kks@dongguk.edu, 교신저자

논문접수일 2024년 11월 13일 게재확정일 2024년 11월 18일

I. 서 론

조세회피는 협의의 조세회피와 광의의 조세회피로 구분할 수 있다. 협의의 조세회피는 절세(tax saving), 조세회피(tax avoidance)를 말하고 광의의 조세회피는 탈세(tax evasion)까지 포함한 개념이다. 절세는 적법한 방법으로, 조세회피는 법을 위반하지는 않지만 법의 의도에서 벗어난 방법으로, 탈세는 법을 위반하여 조세회피 하는 것을 말한다. 다수의 선행연구에서는 광의의 조세회피를 조세회피로 정의하는데 이는 조세회피를 측정하는 측정치가 이런 개념들을 구분해 측정할 수 없기 때문이다. 따라서 본 연구에서도 조세회피는 광의의 조세회피로 정의하였다.

코리아 디스카운트(Korea discount)는 한국기업의 주가가 다른 나라의 유사한 기업들에 비해 낮게 평가되는 현상을 의미한다. 자본시장연구원 코리아 디스카운트 원인 분석(2023)에서는 코리아 디스카운트의 가장 대표적인 요인으로 취약한 기업지배구조를 들었다. 지배주주가 사적 이익을 추구할 유인은 높은 반면 지배주주를 견제할 수 있는 소액주주 권리보호 수단, 이사회 기능, 기관투자자 기반은 취약하다고 하였다. 지배주주의 사적 이익 추구는 외부주주의 이익을 침해하고 기업가치를 훼손한다고 하였다. 재벌구조로 지배주주가 회사의 주요 의사결정을 독점적으로 내리는 현상, 소유주가 직접 경영에 참여하여 경영진이 소유주의 이익을 우선시하는 결정을 하는 현상, 지배주주가 회사내부의 중요한 정보를 독점적으로 보유하는 현상, 지배주주가 경영진을 임명하고 통제하는 구조에서 경영진이 지배주주의 이익을 최우선으로 고려하는 경영진의 지배주주 편향성, 한국의 법과 제도가 지배주주와 소액주주간 이해충돌을 충분히 규제하지 못하는 현실은 지배주주와 소액주주의 이익충돌을 일으킨다. 본 연구에서 대리인 문제는 한국에서 지배주주의 대리인 문제의 심각성, 지배주주와 경영자간 높은 이해 일치도를 고려해 지배주주와 소액주주의 대리인 문제로 정의하였다.

본 연구에서 지배주주와 소액주주간 대리인 비용은 지배주주를 감시할 지분이 많아 지배주주에 대한 감시가 강화되고 특수관계자와의 거래 수준이 낮아 정보 비대칭이 완화되면 대리인 비용이 감소될 것으로 보았다. 지배주주지분율이 높을수록 지배주주가 경영진의 의사결정에 영향을 미쳐 경영진의 행동과 전략이 지배주주의 이익을 반영하도록 할 수 있다. 이 경우 소액주주의 권리를 침해하는 비효율적인 자원 배분으로 대리인 문제를 심화시킨다. 반면 지배주주지분율이 낮을수록 경영진의 자율성과 의사결정의 효율성을 증가시킬 수 있고 소액주주가 경영진의 의사결정에 더 큰 영향을 미쳐 소액주주 권리를 보호해 대리인 문제를 완화시킬 수 있다(최향미 외 2012 ; 권대현 외 2012 ; 배창현 외 2013 ; 최동권 외 2019 ; 김정민 2022). 외국인 지분율이 많을수록 기업의 전략적 결정과 경영진의 활동에 더 큰 영향력을 행사할 수 있고 보다 적극적으로 기업의 경영진을 모니터링 하고 기업의 투명성과 책임성을 요구해 대리인 문제를 완화시킬 수 있다(박헌준 외 2004 ; 박경서 외 2006 ; 박종훈 외 2008 ; 김정심 2021). 특수관계자와의 거래는 대리인 문제를 심화시키는 요인이 되는데 특수관계자와의 거래증가는 공시수준의 감소, 지

배주주와 소액주주간 정보 비대칭으로 인한 주가급락, 마이너스 수익으로 인한 소액주주들의 가치손실, 자금사정이 어려운 다른 계열기업 지원 등 대리인 문제를 발생시킨다. 특수관계자와의 거래가 낮은 경우 경영진의 독립성, 소액주주 권리보호, 투명한 지배 구조로 대리인 문제를 완화시킬 수 있다(Johnson et al. 2000 ; Bae et al. 2002 ; 신용준 외 2015 ; 김태동 외 2016).

본 연구에서 선행연구와의 차별점은 기존연구에서는 기계장치, 구축물 등 해당하는 회계계정으로 계상을 한 시점을 기준으로 투자변수를 측정하였으나 본 연구에서는 현금흐름표의 투자활동으로 인한 현금흐름 중 유형자산취득과 무형자산취득을 합한 금액으로 투자변수를 측정함으로써 실제로 투자가 이루어진 시점의 지출액을 투자변수로 측정하여 연구결과의 신뢰성을 높였다. 그리고 선행연구에서는 기업가치 측정을 시장평가에 따른 기업가치 측정치인 수정된 Tobin's Q를 사용하였으나 본 연구에서는 내부성가에 따른 기업가치인 경제적 부가가치도 함께 고려하여 투자에 따른 경제적 부가가치가 높은 기업이 시장에서도 높은 평가가 이루어지는지 검증하였다. 또한 본 연구에서는 대리인 비용 변수의 측정 시 지배주주지분율이 낮을수록, 외국인 지분율이 높을수록, 특수관계자간 거래가 낮을수록 대리인 비용이 감소할 것으로 보고 지배주주지분율, 1-외국인 지분율, 특수관계자간 비용이 전체비용에서 차지하는 비율의 평균값으로 대리인 비용을 측정 하였다. 각각의 요소들이 대리인 비용에 영향을 미치는 방식이 다르므로 이 세 가지 요소를 평균하여 대리인 비용을 측정하는 것은 특정 소수의 이익보다는 전체 주주 이익을 보호하고 자원을 효율적으로 활용함으로써 기업 운영을 하고 있는지를 더 폭넓게 반영해 종합적으로 대리인 비용을 평가할 수 있고 기업이나 산업군간 대리인 비용 수준 비교를 용이하게 하여 비교 가능성을 증가시킬 수 있다는 점에서 선행연구와 차별점이 있다.

본 연구는 이하 제Ⅱ장에서 연구배경, 선행연구 검토 및 가설설정을 수행하였다. 제Ⅲ장에서는 분석 모형을 구축하고 표본 선정 및 측정방법을 설명하였다. 제Ⅳ장에서는 기술 통계량과 실증 결과를, 마지막으로 제Ⅴ장에서 결론을 제시하였다.

Ⅱ. 선행연구 및 연구가설 설정

Andrei Shleifer et al.(1997), Joseph P.H Fan et al.(2002)은 지배주주와 소액주주간 대리인 문제가 발생할 수 있다고 하였다. Randall Morck et al.(2005)는 대기업은 일반적으로 부유한 가족인 지배적 소유자가 있는데 이러한 가족은 상응하는 자본투자를 하지 않고 기업을 통제한다. 이러한 소유구조는 종종 실제 자본을 거의 투자하지 않은 가족에게 지배적 통제권을 부여하기 때문에 다양한 대리인 문제와 자원 오배분을 허용한다고 하였다. Burunciuc Corina et al.(2021)는 소액주주를 보호하는 기업지배구조 개혁국가에서 비개혁국가보다 기업가치가 더 많이 증가한다고 하면서 소액주주 보호의 증가가 회사 실적에 상당하고 긍정적인 영향을 미친다고 하였다. Sridhar Gogineni et al.(2022)은 지배주주와 소액주주간 수평적 대리인 문제는 지배주주가 소액

주주를 착취할 인센티브를 가질 때 발생하며 특히 사기업에서 심각할 수 있다고 하였다. 최향미 외(2012)는 높은 지배력을 가진 지배주주는 기업가치 극대화보다 기업규모 증가에 의한 사적 이익을 추구한다고 하였다. 권대현 외(2012)는 지배주주와 소액주주간 대리인 문제가 클수록 지배주주가 통제권을 이용하여 엄격한 감시 장치를 도입하지 않으려고 한다고 하였다. 배창현 외(2013)는 지배주주와 소액주주 사이의 대리인 문제가 높을수록 외부감사인은 소유-지배 괴리에 따른 지배주주의 기회주의적인 행동유인을 고려하여 보다 신중한 감사를 수행한다고 하였다. 현정훈 외(2013)는 지배주주-소액주주간 대리인 문제가 클수록 회사는 사외이사의 실질적 독립성을 약화시켜 엄격한 감시를 회피하려한다고 하였다. 최동권 외(2019)는 지배주주의 의결권이 소유지분을 더 많이 초과할수록 지배주주가 사적 이익을 추구할 유인이 증가하여 투자자는 더 높은 위험프리미엄을 요구한다고 하였다. 김정민(2022)은 최대주주 지분율이 높을수록 분기의 이익품질은 높았지만 4분기에는 오히려 분기의 이익품질이 악화되었다고 하면서 지배주주의 대리인 문제가 이익품질에 영향을 미친다고 하였다.

한국에서는 특정 지배주주가 상당한 지분을 보유하고 있다. 이러한 지분 집중은 지배주주가 기업의 주요 의사결정에 직접 관여하고 통제할 수 있는 권한을 가짐을 의미한다. 지배주주는 경영권을 장악하고 있기 때문에 경영자는 지배주주의 대리인 역할을 수행해 경영자는 지배주주의 이익을 대변하며 지배주주의 경영의지에 따라 움직인다. 이로 인해 전통적인 주주 경영자간 대리인 문제는 상대적으로 약화되며 지배주주와 소액주주간 이해관계 충돌이 더 큰 문제로 부각된다. 즉 경영자가 지배주주와 독립적으로 행동하는 것이 아니기 때문에 주주 경영자간 대리인 문제보다는 지배주주와 소액주주간 이익충돌이 더 큰 대리인 문제로 부각된다. 지배주주는 자신의 사적 이익을 극대화하기 위해 기업 자원을 이용할 유인이 있다. 사적 이익 추구는 소액주주의 이익을 희생시키는 형태로 나타나며 이는 기업 전체의 효율성을 저해하고, 장기적인 성과를 악화시킨다. 또한 지배주주는 경영활동에 대한 충분한 정보를 가지고 있고 이를 통제할 수 있기 때문에, 자신의 이익을 극대화하면서도 소액주주에게 불리한 의사결정을 할 수 있다. 이러한 정보 비대칭은 소액주주가 지배주주의 부적절한 행동을 감시하거나 견제하는 것을 어렵게 만든다. 지배주주와 소액주주간 대리인 문제를 해결하기 위해서는 외부 감시 강화를 통해 지배주주의 권한 남용을 막고, 소액주주의 권리를 보호하는 것이 중요하다. 따라서 본 연구에서는 지배주주 지분율이 적을수록 지배주주에 대한 감시가 강화되어 지배주주에 대한 대리인 비용이 낮아질 것으로 보았다.

Hyun-Young Park et al.(2016)은 지배주주의 지배 소유권 괴리가 증가하면 투자효율성이 감소하여 지배주주와 소액주주간 대리인 문제를 심화시킨다고 하였다. 또한 외국인 투자자비율이 가장 낮은 그룹에서 가장 높은 그룹까지 네 그룹으로 나누어 분석한 결과 외국인 투자자 비율이 가장 낮은 그룹에서 투자 효율성이 감소하였다. 이는 지배주주가 독점적 권한을 행사할 위치에 있을 때 외국인 투자자가 효과적인 모니터링 역할을 한다는 것을 보여준다고 하였다. Hai, Jiang et al.(2018)은 외국인 지분과 대리인 비용간 관계에 대해 분석하였는데 직접적인 외국인 지분은

자산 활용 비율을 높이는 데 기여하여 더 나은 투자 및 자산 활용 능력을 통해 대리인 비용을 낮추는 효과가 있다고 하였다. Choi Y. M. et al.(2019)은 외국인 지분율이 기업가치와 긍정적인 관련이 있고 지배주주와 같은 기업 내부자들의 대리인 비용 감소와 연결된다고 하였다. 지배주주는 계열사간 순환출자와 피라미드 구조를 통해 재벌 계열사 지배를 강화하고 사외이사들은 주로 CEO나 지배주주와의 개인적 인연을 바탕으로 선임되기 때문에 감시 역할이 제한적인 반면 외국인 투자자는 기업 내부자들과의 연계가 약해 기업 내부자에 대한 효과적인 외부 감시자로서 작용할 수 있다고 하였다. 박헌준 외(2004)는 외국인 지분율이 높을수록 외국인 지분의 효율적인 감시로 대리인 비용이 낮아져 사적유용이 줄어들고 기업가치가 증가한다고 하였다. 박경서 외(2006)는 외국인 지분율이 높을수록 시차를 가지고 기업지배구조가 개선된다고 하면서 외국인 투자자가 기업의 자원배분의 효율성을 증가시키는 역할을 한다고 하였다. 박종훈 외(2008)는 외국인 투자자는 우리나라 기업에 대한 통제역할을 통해 기업의 대리인 비용을 감소시킨다고 하였다. 외국인 투자자 지분율이 높을수록 더욱 적극적인 감시자로서의 역할 수행으로 기업의 대리인 문제를 완화시킨다고 하였다. 김정심(2021)은 대기업에 투자하는 외국인들은 높은 위험을 부담해야 하는 수출활동에 대해 장기적인 안목에서 수출성과를 높이고 수출비중이 높은 대기업의 경우 기업가치를 향상시키는 투자를 수행한다고 하였다. 외국인주주는 자신의 투자수익을 보호하기 위해 기업의 투명성과 경영효율성에 대해 높은 기준을 요구한다. 이러한 기준은 지배주주가 자신의 사적 이익을 추구하거나 기업자원을 남용하는 것을 억제하는 효과를 가져온다. 외국인주주는 기업경영에 대해 외부 감시자 역할을 수행한다. 이러한 외국인주주의 존재는 기업이 국제적인 지배 구조 기준에 맞춰 운영되도록 압력을 가하고 지배주주 사적 이익 추구에 제동을 걸 수 있으며 이를 통해 지배주주가 소액주주에게 불리한 결정을 내리는 것을 방지할 수 있다. 외국인주주의 참여는 주요의사결정 과정에서 공정한 대우와 균형 잡힌 이익배분 요구를 통해 소액주주들의 권리가 더욱 잘 보호될 수 있다. 외국인주주의 이러한 역할은 지배주주의 사적 이익 추구를 견제하고 기업경영이 전체주주의 이익을 고려하는 방식으로 운영되도록 하므로 본 연구에서는 외국인 지분율이 많을수록 지배주주에 대한 감시가 강화되어 지배주주에 대한 대리인 비용이 낮아질 것으로 보았다.

La Porta et al.(1999)은 지배주주는 기업에 대한 지배력을 갖고 소액주주의 이익을 몰수할 수 있는 힘을 가지고 있다고 하였다. Johnson et al.(2000)은 터널링(tunneling)은 지배주주에게 유리한 가격으로 지배주주에게 자산 이전 등 다양한 형태로 나타난다고 하였다. Bae et al.(2002)은 재벌기업이 인수를 하면 그 기업의 주가는 평균적으로 하락해 인수를 한 재벌기업의 소액주주는 손실을 입는 반면 해당회사의 지배주주는 인수로 인해 다른 회사의 가치가 향상되어 이익을 얻는다고 하면서 터널링(tunneling) 가설을 지지하였다. 신용준 외(2015)는 특수관계자 거래와 지배 구조 평가점수에 대한 분석결과 지배 구조 평가점수가 높은 기업일수록 특수관계자간 거래 비중이 줄어든다고 하였다. 김태동 외(2016)는 기업이 특수관계자간 거래규모가 클수록 주식

공시수준은 감소한다고 하면서 이것은 대리인 문제를 심화시키는 요인이 될 것이라고 하였다.

터널링(tunneling)은 지배주주가 소액주주의 이익을 해치면서 회사 자산을 사적으로 유용하거나 이전하는 행위를 의미한다. 특수관계자간 거래는 지배주주가 터널링(tunneling)을 실현하는 주요 수단으로 특수관계자간 거래를 통해 지배주주가 자신의 사적 이익 극대화를 위해 자산을 저평가된 가격으로 판매하거나, 과도한 가격을 부과하는 형태로 나타나 소액주주의 가치를 손상시키고 자신의 사적 이익을 추구할 수 있다. 본 연구에서는 특수관계자간 거래 수준이 적을수록 지배주주에 의한 대리인 비용이 낮아질 것으로 보았다.

원자연 외(2016)는 경영활동의 효율성이 높은 기업은 비용을 최소화하기 위해 현금유출항목인 조세비용을 최소화하는 세무전략을 수립하고 효율성이 높은 기업일수록 조세회피 성향이 높다고 하였다. 김은희 외(2017)는 산업의 감사전문성과, 산업의 세무전문성, 종합적 산업전문성을 가진 감사인에게 서비스를 제공받는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 높은 조세회피 수준을 나타낸다고 하면서 감사인의 산업전문성이 기업의 효율적인 세무전략에 영향을 준다고 하였다. 이혜미 외(2021)는 조세회피가 반드시 대리인 문제를 초래하는 것은 아니라고 하였다. 조세회피는 효율적인 경영활동과 치밀한 세무전략 수립을 통해 가능하다. 대리인 문제가 있는 기업의 지배주주는 노력과 전략을 필요로 하는 조세회피보다는 법적으로 보다 안전하고 소액주주의 감시에 덜 노출될 수 있는 지배 구조를 통한 지배력 행사, 특수관계자와의 거래 등을 활용하여 사적 이익을 추구하는 것을 선호 할 것이다. 따라서 대주주 지분율이 높을수록 외국인 지분율이 낮을수록 특수관계자 거래 수준이 높을수록 대리인 비용이 많아지고 조세회피가 감소할 것으로 보고 가설 1을 설정 하였다.

[가설 1] 대리인 비용이 증가하면 조세회피는 감소할 것이다.

〈그림 1〉 가설 1 개념적 체계



조세회피는 기업의 보유현금을 증대시켜 자금의 원천을 증대시키고 조세회피로 보유한 현금으로 가치 높은 투자안에 투자하여 기업가치를 높인다고 하였다(Partington(1985), Scholes et al.(1992), Edwards et al.(2016)). Graham et al.(2006)은 조세회피 기업은 그렇지 않은 기업보다 평균적으로 부채를 덜 사용한다고 하면서 조세회피로 인한 세금 절감액은 자산의 9%에 해당하고 이러한 세금 절감액은 이자비용 세금절감액 보다 3배 더 크다고 하였다. 박영석 외(2006)는 재무적 제약이 높은 기업군이 투자활동을 위해서 내부자금 가용성이 높다고 하였다. 고윤성(2007)은 이자비용이 발생하는 차입금 관련 부채만을 사용하여 기업의 금융비용 부담수준을 측정하여 연구한 결과 과도한 부채사용은 이자비용의 손금불산입으로 추가적인 조세비용을 부담

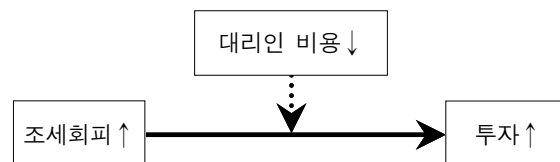
하게 되고 그에 따라 증가된 조세부담을 감소시키기 위하여 조세회피 동기가 작용해 금융비용 부담수준이 증가할수록 조세회피성향은 증가한다고 하였다. 또한 기업의 조세회피성향은 기업 가치와 양(+)의 유의적인 관련성이 있다고 하였다. 이는 기업의 조세회피는 조세비용을 절감하고 현금유출을 감소시킴에 따라 투자자들에게 귀속될 수 있는 자원을 증가시키고 기업가치에도 긍정적인 영향을 준다고 하였다. 심충진(2011)은 조세회피를 통한 절세액은 기업의 장기 성장을 위해 설비투자 등 자본적지출에 사용된다고 하였다. 심재우(2021)는 기업의 재무적 제약이 큰 경우 연구개발비를 투자하기 위한 내부현금을 위해 조세회피를 한다고 하였다. 신유진 외(2022)는 조세회피가 기업의 투자 재원으로 역할을 한다고 하였다. 김영철 외(2023)는 선도형 경영전략 집단에서 그렇지 않은 집단보다 조세회피로 확보한 내부유보금을 활용하여 적절한 투자를 수행한다고 하였다.

선행연구에서는 기업이 설비투자 등을 위한 내부자금 확보를 위해 조세회피를 한다고 하였다. 부채로 자금을 조달하면 재무적 제약이 커져 높은 금융비용을 부담하게 되어 기업에 부담이 되는 반면 조세회피를 수단으로 투자자금을 확보하는 기업은 금융비용 감소, 조세비용 절감, 현금유출이 감소되고 확보한 내부자금을 효율적인 투자안에 투자하여 기업가치가 증가 한다고 하였다.

대리인 비용이 적은 기업은 조세회피로 확보한 자금을 기업의 성장을 위한 투자에 투입하여 기업가치와 주주가치를 증대 시킬 것이다. 반면 대리인 비용이 많은 기업은 조세회피로 확보한 자금을 지배주주의 사적 이익을 위해 사용할 것이다. 대리인 비용이 적은 기업은 조세회피로 확보한 내부자금을 사적으로 사용하지 않고 기업의 투자에 사용할 것으로 보아 가설 2를 설정하였다.

[가설 2] 대리인 비용이 적으면 조세회피와 투자간 양(+)의 관계가 있다.

〈그림 2〉 가설 2 개념적 체계



La Porta et al.(1999), Johnson et al.(2000), Bae et al.(2002)은 터널링(tunneling)은 지배주주가 소액주주의 이익을 침해한다고 하였다. 지배주주는 기업에 대한 지배권을 갖고 소액주주의 이익을 몰수할 수 있는 힘을 가지고 있다. 이러한 지배권을 이용해 기업의 자원을 자신들의 사적 이익을 위해 본인들에게 이전해 소액주주에게 손해를 끼치는 터널링(tunneling)을 할 수 있다. 지배주주지분율이 높은 경우 지배주주에 의한 이익침해현상, 사적유용, 비효율적 투자 등의 대리인 문제가 발생하여 기업가치에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 조수혜 외(2023)는 외국인 지분율, 사외이사비율, 이사회규모, 배당성향 등과 같은 감독 장치는 모니터링 작용을 함으로써 대리인

비용을 감소시키고 정보 비대칭을 완화시킴으로서 기업가치를 증가시킨다고 하였다. 이용대 외(2024)는 최대주주 지분율은 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 외국인 지분율과 사외이사 비율은 기업가치를 증가시킨다고 하면서 최대주주는 사적효용 충족을 위해 주주의 이익을 침해하여 기업가치를 감소시키고 외국인 투자자와 사외이사는 경영진의 감시 및 주주 부의 극대화를 위한 의사결정을 할 수 있도록 하는 역할을 수행해 기업가치를 상승시킨다고 하였다.

한국에서는 지배주주가 상당한 지분을 보유해 경영권을 장악하고 경영자는 지배주주의 대리인 역할을 수행해 지배주주의 이익을 대변하며 지배주주의 경영의지에 따라 움직인다. 경영자가 지배주주와 독립적으로 행동하는 것이 아니기 때문에 전통적인 주주 경영자간 대리인 문제 보다는 지배주주와 소액주주간 이해관계 충돌이 더 큰 대리인 문제로 부각된다. 지배주주는 소액주주의 이익을 희생시키면서 사적 이익을 극대화하기 위해 기업자원을 이용할 유인이 있다. 이는 기업 전체의 효율성을 저해하고 장기적인 성과를 악화시킨다. 지배주주와 소액주주간 대리인 문제를 해결하기 위해서는 외부 감시를 강화해 지배주주의 권한 남용을 막고 소액주주의 권리를 보호해야 한다. 지배주주지분율이 높고, 외국인 지분율이 낮다는 것은 지배주주를 감시할 지분이 적다는 것을 의미한다. 반대로 지배주주지분율이 낮고 외국인 지분율이 높으면 지배주주에 대한 감시가 강화되어 이익침해현상, 사적유용, 비효율적 투자 등의 대리인 문제를 해결해 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

Cheung et al.(2006)은 기업이 특수관계자와의 거래를 수행할 때 소액주주들이 상당한 가치손실을 경험한다고 하였다. 평균적으로 특수관계자와의 거래를 공시한 회사는 정상 거래를 발표한 회사보다 마이너스 수익을 얻는다고 하였다. 최정호(2010)는 관계회사 매출은 주식수익률과 관련성이 없고 관계회사 매출채권은 기업가치에 부정적인 요인으로 작용한다고 하였다. 투자자들은 관계회사간 상품 거래 시 발생하는 신용제공을 자금 사정이 어려운 다른 계열기업을 지원하기 위한 수단으로 이용되고 있다고 평가하여 기업가치에 부정적인 요인으로 해석하고 있음을 의미한다고 하였다. 김영화(2012)는 특수관계자 거래금액이 클수록 회계이익에 대한 주가관련성이 낮은 것으로 분석하고 이는 투자자들이 특수관계자간 거래를 부정적으로 평가하는 것으로 해석하였다. 전성일 외(2019)는 특수관계자 자금 지원 및 신용제공 거래가 기업의 주가붕괴 위험에 영향을 미치는 요인이라고 하였다.

높은 지배주주지분율, 낮은 외국인 지분율뿐만 아니라 특수관계자와의 거래 또한 대리인 문제를 심화시키는 요인이 된다. 특수관계자와의 거래 증가는 공시수준의 감소, 지배주주와 소액주주간 정보 비대칭으로 인한 주가급락, 마이너스 수익으로 인한 소액주주들의 가치손실, 자금 사정이 어려운 다른 계열기업 지원 등 대리인 문제가 발생하여 기업가치에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 따라서 특수관계자와의 거래 수준이 낮은 기업의 대리인 문제 발생 가능성이 그렇지 않은 기업보다 낮은 것으로 보고 특수관계자와의 낮은 거래 수준은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 신용준 외(2015)는 특수관계자 거래와 지배 구조 평가점수에 대한 분

석결과 지배 구조 평가점수가 높은 기업일수록 특수관계자 거래 비중이 줄어든다고 하였다. 이는 좋은 지배 구조에서는 특수관계자 거래가 줄어든다는 것으로 본 연구에서는 지배주주지분율이 적을수록, 외국인 지분율이 증가할수록, 특수관계자 거래가 적을수록 대리인 문제를 통제할 수 있는 구조로 보았다.

유성용 외(2010)는 투자규모가 외부금융의존도에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 투자규모가 많을수록 외부자금조달에 의존하고 있음을 나타낸다고 하였다. 조상민 외(2016)는 기업의 투자규모가 커지면 추가 자금조달비용이 증가한다고 하면서 투자규모가 커질수록 타인자본과 자기자본비용이 모두 커진다고 하였다. 선행 연구에서는 기업의 투자규모가 커지게 되면 외부자금에 의존을 하게 되고 추가 자금조달비용이 증가해 자본비용이 증가할 것이라고 하였다.

김학건 외(2012)는 건전한 기업지배구조를 갖춘 기업은 정보위험과 대리인위험을 완화해 위험프리미엄을 낮춰 자본비용이 감소하고, 건전한 기업지배구조를 갖춘 기업일수록 소유경영자의 사적 이익 추구를 효과적으로 견제하여 연구개발투자가 증대되고 기업가치가 상승한다고 하였다. 이상래(2013)는 다각화기업은 전업기업에 비하여 자본비용이 높았으나 관련분야로의 다각화기업은 성장성이 클수록 전업기업보다 자본비용이 낮게 나타난다고 하였다. 관련분야로의 다각화는 자본비용을 절감시키지만 비관련분야로의 다각화는 자본비용을 상승시킨다고 하였다.

최동춘(2012)은 기업이 조세회피를 통하여 확보한 현금흐름에 대해 자본시장의 반응이 우호적이어서 자기자본조달비용이 감소한다고 하였다. 김확열 외(2014)는 기업지배구조변수로 감사위원회 설치기업과 높은 감사보수를 지급하는 기업의 경우는 공격적 세무보고와 타인자본비용의 양의 관계를 완화시키고 이러한 기업지배구조는 조세회피성향이 강할수록 타인자본비용이 증가하는 것을 완화하여 감소시킨다고 하였다.

기업의 투자규모가 커지면 자금조달비용이 증가해 자본비용이 상승하게 된다. 반면 대리인 비용이 적은 기업은 낮은 정보위험, 강력한 주주권리제도, 더 높은 수준의 재무 투명성, 관련분야로의 다각화 등으로 위험프리미엄을 낮춰 낮은 자본비용과 관련이 있다고 하였다. 대리인 비용이 낮은 기업들은 효율적 투자로 자본비용보다 높은 수익을 창출해 기업가치를 증가시킬 것이다.

Desai et al.(2009)은 경영자의 조세회피행위와 기업가치와의 관련성을 검증하였고 기업 지배구조의 질이 높을수록 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 커진다고 하였다. 고윤성(2007)은 기업의 조세회피성향은 기업가치와 양(+)의 유의적인 관련성을 갖는다고 하였다. 이는 기업의 조세회피는 조세비용을 절감하고, 현금유출을 감소시킴에 따라 투자자들에게 귀속될 수 있는 자원을 증가시키고 이러한 조세회피성향은 기업가치에도 긍정적인 영향을 준다고 하였다. 신지우(2019)는 장기조세전략은 기업가치에 양(+)의 영향을 미치고 이는 투자자들이 장기적인 조세전략 통해 현금유출을 줄임으로써 기업가치를 증대시키는 것을 긍정적으로 평가한다고 하였다. 기업은 내·외부 지배 구조를 개선시킴으로써 단기조세회피보다는 장기조세전략을 설계하여 기업

가치를 강화하는 방안을 권장 하였다. 박종국 외(2021)는 공시수준이 높은 기업의 조세회피는 기업가치 증대의 목적일 가능성이 크다는 것을 증명하였다. 선행연구에서는 조세회피는 조세비용 절감, 현금유출 감소 등으로 기업가치를 증가 시킨다고 하였다.

대리인 비용이 적은 기업에서는 자원을 효율적으로 사용할 것이므로 조세회피를 통해 확보한 자금을 지배주주의 사적 이익이 아닌 기업의 장기적인 성장과 경쟁력 향상을 도모할 수 있는 효율적인 투자안에 지출 할 것이다. 대리인 비용이 적은 기업의 효율적인 투자는 기업의 장기적인 수익성과 경쟁사들보다 높은 경쟁력을 확보해 기업가치를 증가시킬 것이다. 따라서 대리인 비용이 적은 기업은 조세회피로 확보한 자금을 효율적인 투자에 지출해 기업가치를 증가시킬 것으로 보고 가설 3을 설정하였다.

[가설 3] 대리인 비용이 적으면 투자와 기업가치간 양(+)의 관계가 있다.

〈그림 3〉 가설 3 개념적 체계



Ⅲ. 연구모형 및 변수의 측정

1. 연구모형

회귀분석 시 내생성 문제는 회귀 모델에서 독립변수와 오차 항이 상관관계를 가질 때 발생하며, 이는 추정치가 편향되고 일관성이 없어지는 원인이 된다. 2단계 최소제곱추정법(2SLS)은 이런 문제를 해결하기 위해 설계된 방법으로 본 연구에서는 내생성 문제를 효과적으로 해결하기 위해 2단계 최소제곱추정법(2SLS)으로 연구모형을 구축하였다.

가. 가설 1 연구모형(Model 1)

대리인 비용이 증가하면 조세회피는 감소할 것이라는 가설 1을 검증하기 위해 모형 1을 설정하였다. 내생성 문제 해결을 위한 도구변수는 기업수익성(ROA)을 사용하였다.

$$TS = \beta_0 + \beta_1 AC + \text{Control variables} + \sum YD + \sum ID + \epsilon$$

TS = 조세회피측정치,

AC = 대리인 비용 Score

Control variables

LEV = 총부채(기말부채총계/기말자본총계),
 PPE = 자산투자비중((유형자산-토지)/기말총자산),
 ASSET = 총자산(ln(기말총자산)),
 AGE = 상장 기간(ln(상장 기간)),
 CFO = 영업활동으로 인한 현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/기말총자산),
 ΣYD = 연도더미,
 ΣID = 산업더미

나. 가설 2 연구모형(Model 2)

대리인 비용이 적으면 조세회피와 투자간 양(+)의 관계가 나타날 것이라는 가설 2를 검증하기 위해 모형 2를 설정하였다. 내생성 문제 해결을 위한 도구변수는 총부채(LEV)을 사용하였다.

$$CAPEX = \beta_0 + \beta_1 TS \times AC_dum + Control\ variables + \Sigma YD + \Sigma ID + \epsilon$$

CAPEX = 투자,
 TS = 조세회피측정치,
 AC_dum1 = 대리인 비용 Score가 중위수 이하이면 1 아니면 0,
 AC_dum2 = 대리인 비용 Score가 중위수 이상이면 1 아니면 0

Control variables

CFO = 영업활동으로 인한 현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/기말총자산),
 SALES = 매출(ln(매출액)),
 RND = 연구개발비(연구개발비/매출),
 AD = 광고선전비(광고선전비/매출),
 AGE = 상장 기간(ln(상장 기간)),
 ΣYD = 연도더미,
 ΣID = 산업더미

다. 가설 3 연구모형(Model 3)

대리인 비용이 적으면 투자와 기업가치간 양(+)의 관계가 나타날 것이라는 가설 3을 검증하기 위해 모형 3을 설정하였다. 내생성 문제 해결을 위한 도구변수는 기업수익성(ROA)을 사용하였다.

$$TQ(\text{또는 } EVA) = \beta_0 + \beta_1 CAPEX \times AC_dum + Control\ variables + \Sigma YD + \Sigma ID + \epsilon$$

TQ = 수정된 Tobin'Q,
 EVA = 경제적 부가가치,
 CAPEX = 투자,
 AC_dum1 = 대리인 비용 Score가 중위수 이하이면 1 아니면 0,
 AC_dum2 = 대리인 비용 Score가 중위수 이상이면 1 아니면 0

Control variables

- SALES = 매출[ln(매출액)],
- SLEV = 유동부채(유동부채/기말총자산),
- LLEV = 비유동부채(장기부채/기말총자산),
- PPE = 자산투자비중((유형자산-토지)/기말총자산),
- AD = 광고선전비(광고선전비/매출),
- RND = 연구개발비(연구개발비/매출),
- ΣYD = 연도더미,
- ΣID = 산업더미

2. 변수의 측정

가. 조세회피(TS)

Desai and Dharmapala(2006)는 회계이익과 세무이익의 차이에서 이익조정으로 인한 차이를 제외한 나머지를 조세회피로 정의하였다. 본 연구에서는 이익조정을 총발생액(TA)으로 측정하고 LTD와 총발생액(TA)의 잔차를 조세회피로 측정하였다.

(1) LTD

법인세부담액을 법인세율로 나눈 값을 과세소득으로 추정하고, 법인세차감전순이익(회계이익)에서 추정 과세소득을 차감한 금액을 LTD(회계이익-과세소득)로 하였다.

$LTD = Y^S - Y^T$

- Y^S : 법인세차감전순이익,
- Y^T : 세무이익

$Y^T = \frac{CTE}{T}$

- CTE : 법인세부담액,
- T : 법인세율¹⁾

※ 법인세부담액=법인세비용+이연법인세자산의 증가(당기말 이연법인세자산-전기말 이연법인세자산)-이연법인세부채의 증가(당기말 이연법인세부채-전기말 이연법인세부채)

1) 과세소득 추정식

연 도	과 표(법인세율)	법인세율×(1+주민세율)	추정된 과세소득(Y^T)
16년, 17년	2억이하(10%)	$10\% \times 1.1 = 11\%$	$Y^T = [(CTE - 2억 \times 11\%) / 22\%] + 2억$ $Y^T = [(CTE - 2억 \times 11\% - 198억 \times 22\%) / 24.2\%] + 200억$
	2억초과200억이하(20%)	$20\% \times 1.1 = 22\%$	
	200억초과(22%)	$22\% \times 1.1 = 24.2\%$	
18년~ 22년	2억이하(10%)	$10\% \times 1.1 = 11\%$	$Y^T = [(CTE - 2억 \times 12.1\%) / 24.2\%] + 2억$ $Y^T = [(CTE - 2억 \times 11\% - 198억 \times 22\%) / 24.2\%] + 200억$ $Y^T = [(CTE - 2억 \times 11\% - 198억 \times 22\% - 2,800억 \times 24.2\%) / 27.5\%] + 3,000억$
	2억초과200억이하(20%)	$20\% \times 1.1 = 22\%$	
	200억초과3000억이하(22%)	$22\% \times 1.1 = 24.2\%$	
	3000억초과(25%)	$25\% \times 1.1 = 27.5\%$	

(2) 조세회피(BTD와 총발생액(TA)의 잔차)

$$BTD = \beta_1 TA + \epsilon$$

BTD : 회계이익과 세무이익의 차이/전기말총자산,
 TA : 총발생액(당기순이익-영업현금흐름)/전기말총자산,
 ϵ : 잔차

$$\text{조세회피(TS)} = \epsilon$$

나. 대리인 비용(AC)

본 연구에서는 지배주주를 감시할 수 있는 지분이 증가 할수록(지배주주지분율이 낮을수록, 외국인 지분율이 높을수록), 지배주주가 자신의 사적 이익을 위한 수단(특수관계자간 거래)이 적을수록 대리인 비용이 감소 할 것으로 보아 지배주주지분율, 1-외국인 지분율, 특수관계자간 거래 비율의 평균을 대리인 비용 Score로 측정하였다. Score가 낮을수록 대리인 비용은 감소한다. 특수관계자간 거래 비율은 특수관계자간 거래로 발생한 비용이 전체 비용에서 차지하는 비율로 측정하였다.

대리인 비용 Score :

$$\frac{\text{지배주주지분율} + (1 - \text{외국인지분율}) + \text{특수관계자간 거래 비율}}{3}$$

다. 투자(CAPEX(Capital expenditures))

투자(CAPEX)는 금융감독원 전자공시시스템 사업보고서에 공시된 재무제표에서 현금흐름표의 투자활동으로 인한 현금흐름 중 유형자산취득과 무형자산취득을 합한 금액을 매출로 나누어 측정하였다. 심충진(2011)은 건물, 구축물, 시설장치의 취득액과 연구개발비 비용처리 및 자산처리 분을 CAPEX로 측정 하였다. IFRS 제1016호 유형자산 문단 72)에서는 미래경제적효익이 기업에 유입될 가능성이 높고 자산의 원가를 신뢰성 있게 측정할 수 있는 경우 유형자산으로 인식한다. 기업에서는 투자가 이루어진 시점에는 건설중인자산으로 계상 후 자산이 사용가능한 때에 기계장치, 구축물 등 해당하는 회계계정으로 계상을 하기 때문에 실제투자가 이루어진 시점에 투자액을 측정하지 못하는 한계가 있다. 본 연구에서는 자산 취득시점이 아닌 투자가 지출된 시점에 유형자산과 무형자산에 지출된 금액을 CAPEX로 측정해 연구의 신뢰성을 높임과 동시에

2) IFRS 제1016호 유형자산 문단7

유형자산으로 인식되기 위해서는 다음의 인식기준을 모두 충족하여야 한다.

- (1) 자산으로부터 발생하는 미래경제적효익이 기업에 유입될 가능성이 높다.
- (2) 자산의 원가를 신뢰성 있게 측정할 수 있다.

선행연구와 차별성을 두었다.

라. 기업가치

(1) 수정된 Tobin's Q(TQ)

Tobin's Q는 기업의 시장가치를 기업의 자산대체비용과 비교하는 지표로(기업의 시장가치/기업자산의 대체원가)로 정의된다. 하지만, 자산대체원가를 얻을 수 없는 이유로 많은 선행연구에서는 Chung and Pruitt(1994)이 사용한 수정된 Tobin's Q로 기업가치를 측정하였다. 기업가치를 측정하기 위해 수정된 Tobin's Q를 사용한 이유는 첫째 수정된 Tobin's Q는 기업이 현재 자산으로 얼마나 효율적으로 가치를 창출하고 있는지 보여준다. 둘째 Q값이 높으면 경영진이 주주의 가치를 높이는 방향으로 경영하고 있다는 신호로 해석되며 Q값이 낮으면 자본을 비효율적으로 사용하는 것으로 판단되어 대리인 문제를 분석하는데 적합하다. 셋째 수정된 Tobin's Q는 산업 간 비교에 있어 유용한 지표로 활용될 수 있다.

수정된 Tobin's Q의 분자는 보통주종가+우선주종가+부채장부가액으로 계산하였고, 분모는 자산의 대체원가를 사용하지 않고 자산장부가액을 사용하였다. $Q > 1$: 기업의 자산이 시장에서 대체비용보다 더 높은 가치로 평가되고 있다는 것을 의미한다. 이는 기업이 보유한 자산을 효과적으로 사용하고 있어 추가적인 투자가 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. $Q < 1$: 기업의 자산이 시장에서 대체비용보다 낮게 평가되고 있음을 의미한다. 이는 자산이 비효율적으로 사용되고 있거나 기업의 투자 수익률이 낮다는 신호일 수 있다.

$$TQ = \frac{(\text{보통주식수} \times \text{보통주종가}) + (\text{우선주식수} \times \text{우선주종가}) + \text{총부채장부가액}}{\text{총자산장부가액}}$$

(2) 경제적 부가가치(Economic Value Added, EVA)

경제적 부가가치(Economic Value Added, EVA)는 기업이 자본비용을 초과하여 창출한 순이익을 의미하는 지표로 기업이 자본을 얼마나 효율적으로 사용하고 있는지를 평가하는 데 사용된다. EVA는 기업이 벌어들인 이익에서 자본비용을 차감하여 자본을 얼마나 효율적으로 사용했는지 보여준다. EVA는 단순히 이익을 창출했는지를 넘어 자본을 효율적으로 활용했는지를 평가한다. EVA가 양수라는 것은 기업이 자본비용을 초과하는 이익을 창출했다는 의미이다. 기업이 자본을 효율적으로 사용하여 실질적인 경제적 가치를 창출했다는 것으로 이는 주주 가치를 증대시키는 긍정적인 성과로 해석된다. EVA가 음수라는 것은 기업의 이익이 자본비용을 충족하지 못했다는 것을 의미한다. 기업이 자본을 비효율적으로 사용하고 있으며 주주 가치를 훼손하고 있음을 나타낸다. 본 연구에서 경제적 부가가치(EVA)는 NICE평가정보(주)에서 제공하는 데이터를 사용하였다.

$$EVA = [IC_{i,t} \times (ROIC_{i,t} - WACC_{i,t}) / 100]$$

IC(Invested Capital)=투자자본³⁾

ROIC(Return On Invested Capital)=투자자본수익률(세후영업이익/투자자본)⁴⁾

WACC(Weighted Average Cost of Capital)=가중평균자본비용⁵⁾

EVA는 기업이 자본을 얼마나 효율적으로 사용하고 있는지, 자본을 사용해 창출한 이익이 자본비용을 초과했는지 보여준다. EVA를 기업가치로 사용한 이유는 첫째 자본의 기회비용을 고려하지 않아 자본을 얼마나 효율적으로 활용했는지 나타내지 못하는 회계적 이익과는 다르게 EVA는 자본비용을 반영하여 기업이 자본을 얼마나 효율적으로 사용하고 있는지, 자본을 통해 창출한 이익이 자본비용을 초과했는지 평가할 수 있다. 둘째 EVA는 대리인 문제를 보여주는데 유용한 측정치가 될 수 있다. EVA가 양수인 기업은 경영진이 자본을 효율적으로 사용하고 있고 주주가치를 창출하고 있음을 나타내 대리인 비용이 적음을 나타낸다. 이와는 반대로 EVA가 음수면 경영진이 자본을 비효율적으로 운영하고 있고 기업이 자본비용조차 충당하지 못하고 있다는 신호로 해석된다. 셋째 EVA는 자본비용을 고려한 성과 지표이기 때문에, 동일 산업내 혹은 다른 산업간 기업들의 실질적인 가치창출 능력을 평가하는 데 적합하다.

박은정(2004)은 회계이익은 타인자본비용 및 자기자본비용이 얼마나 보상되고 있는가에 대한 추가정보를 얻을 수 없다고 하였다. 이러한 한계를 보완한 것이 경제적 부가가치로 이는 내실경영을 나타낸다고 하였다. 이균봉 외(2004)는 경제적 부가가치가 회계이익보다 추가변동을 더 잘 설명한다고 하였다. 윤관호 외(2007)는 경제적 부가가치는 경영성과의 측정을 통한 기업가치의 측정에서 유용한 지표로 사용 된다고 하였다. Dilek Teker et al(2018)은 경제적 부가가치는 투자자를 위한 가치창출을 조사하는 도구로 기업가치에 상당한 영향을 미친다고 하였다.

수정된 Tobin's Q는 시장가치와 장부가치간 차이를 통해 기업이 얼마나 고평가 또는 저평가되고 있는지를 평가하는 지표로 외부 투자자 관점에서 시장의 평가를 나타내는 지표이다. 경제

3) 평균투자자산=평균유동자산+평균순유형자산+평균기타사업용자산-평균비이자발생부채
→ 평균 : (전기+당기)/2

4) 세후순영업이익=수정순영업이익-조정법인세
수정순영업이익=영업이익+퇴직급여조정+대손충당금조정+기타영업관련수익-기타영업관련비용
조정법인세=수정순영업이익*실효세율(계속사업손익법인세비용/법인세비용차감전계속사업이익)

5) WACC=(자기자본비용×자기자본비중)+(타인자본비용×타인자본비중)

자기자본비용=무위험이자율+시장위험프리미엄×베타×100

타인자본비용=(총금융비용/평균이자발생부채)×100×(1-실효세율)

자기자본비중=연평균자기자본/평균총자본, 타인자본비중=평균이자발생부채/평균총자본

연평균자기자본=KOSPI, KOSDAQ종목인 경우 평균시가총액(보통주+우선주)

평균이자발생부채=(전기총차입금+당기총차입금)/2

평균총자본=[당기총차입금+전기총차입금]/2+연평균자기자본

적 부가가치(EVA)는 기업 내부에서 창출한 경제적 가치를 평가하는 지표로 자본비용을 차감한 후 남은 순이익을 측정한다. 경제적 부가가치(EVA)는 경영진이 자본을 얼마나 효율적으로 사용하여 부가가치를 창출했는지를 분석하는 데 사용된다. 선행연구에서는 주로 기업가치 평가의 목적이 시장에서의 평가를 분석하는 경우에는 수정된 Tobin's Q를 기업의 성과나 경영 효율성을 분석하는 경우에는 경제적 부가가치(EVA)를 사용한다. 본 연구에서는 대리인 비용 수준에 따른 투자가 기업가치에 미치는 영향 분석을 위해 시장평가에 따른 기업가치(수정된 Tobin's Q)와 내부성과에 따른 기업가치(EVA)를 모두 고려해 투자에 따른 경제적 부가가치(EVA)가 높은 기업이 시장에서도 높은 평가가 이루어지는지 분석하였다.

마. 통제변수

(1) Model 1 통제변수

기업이 투자 시 외부자금을 조달해야 하는데 외부자금 조달 시 부채비용 상승이 부담되어 기업들은 외부자금 조달대신 내부자금 확보를 위해 조세회피를 할 것이다. 권순창 외(2010)는 부채비용이 높은 기업일수록 조세회피가 낮게 나타났는데 이는 기업들이 조세회피를 하나의 비부채감세수단으로 보고 있으며 부채감세수단과 비부채감세수단간 대체효과가설이 존재한다고 하였다. 총부채(LEV)와 조세회피(TS)간 음(-)의 관련성을 예측하였다. 자산투자비중이 큰 기업은 조세회피로 확보한 자금으로 재투자할 수 있어 기업의 성장과 수익성을 증대시킬 수 있다. 심충진(2011)은 조세회피를 많이 할 경우 설비투자 및 연구개발비의 전체 자본적지출은 증가한다고 하였다. 자산투자비중(PPE)과 조세회피(TS)간 양(+)의 관련성을 예측하였다. 정치적비용이론(Political cost theory)은 기업의 조세회피와 관련하여 기업의 규모가 클수록 정치적 비용이 증가하여 조세회피를 하기 어렵다는 이론이다. 대규모 기업은 정부나 규제 기관의 감시와 규제를 받기 쉽다. 정부나 규제 기관과의 갈등이 발생할 경우 기업의 이미지와 평판이 손상될 수 있다. 정치적비용이론에 따라 총자산(ASSET)과 조세회피(TS)간 음(-)의 관련성을 예측하였다. 상장 초기에는 기업이 성장을 위한 유동자금이 부족하여 조세회피를 통해 자금을 확보하나 상장 기간이 길어질수록 기업의 규제와 감시가 강화되기 때문에 조세회피가 어려워질 유인이 있어 상장 기간(AGE)과 조세회피(TS)간 음(-)의 관련성을 예측하였다. 영업활동으로 인한 현금흐름이 양호한 기업은 충분한 현금을 보유하는 이유로 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)과 조세회피(TS)간 음(-)의 관련성을 예측하였다.

(2) Model 2 통제변수

영업활동이 원활한 기업은 장기적으로 안정적인 수익을 창출해 영업활동으로 인한 현금흐름이 개선될 것이다. 이렇게 확보한 영업활동으로 인한 현금흐름으로 기업은 투자를 위해 사용할 것이다. 김현태 외(2019)는 과잉투자성향의 경영자는 영업활동 현금흐름의 상향조정에 적극적

으로 관여한다고 하였다. 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)과 투자(CAPEX)간 양(+)의 관련성을 예측하였다. 매출이 증가하면 기업은 추가적인 자금을 확보하게 되어 투자에 나설 여력이 커진다. 이러한 자금은 설비투자나 연구개발(R&D), 혹은 신규 사업 확장에 쓰일 수 있다. 임병인 외(2023)는 매출액이 많을수록 기업자체의 R&D투자를 증대시킨다고 하였다. 매출(SALES)과 투자(CAPEX)간 양(+)의 관련성을 예측하였다. 연구개발비용의 증가는 기업의 장기적인 성장을 추구하는 데 긍정적인 영향을 미쳐 투자증가로 이어질 것이다. 또한 투자자 유치를 위해 기업은 광고선전비 지출을 늘려 기술력과 혁신성을 강조하여 기업 이미지 개선을 통해 투자자들의 신뢰를 높이고 투자 유치를 용이하게 할 것이다. 연구개발비용(RND)과 투자(CAPEX)간 양(+)의 관련성을 광고선전비(AD)와 투자(CAPEX)간 양(+)의 관련성을 예측하였다. 상장 초기에는 기업이 성장을 촉진하기 위해 많은 투자를 필요로 하는 경우가 많으나 상장 기간이 길어질수록 기업은 이미 성숙한 단계에 들어서기 때문에 초기의 공격적인 투자가 줄어들 것이다. 상장 기간(AGE)과 투자(CAPEX)간 음(-)의 관련성을 예측하였다.

(3) Model 3 통제변수

매출이 증가하면 기업의 수익성이 향상되고 이는 미래 현금흐름을 증가시켜 기업가치가 상승할 것이다. 매출이 꾸준히 증가하는 기업은 시장에서 경쟁력을 입증하는 것으로 간주되며 이를 통해 투자자들은 해당 기업의 미래 성장성을 높게 평가한다. 권대현 외(2015)는 주가모형 그리고 주식수익률 모형을 이용한 분석 모두에서 매출액의 증분적 가치관련성이 존재한다고 하였다. 매출(SALES)과 기업가치간 양(+)의 관련성을 예측하였다. 부채의 증가는 금융비용 부담, 재무구조의 안정성 감소 등으로 기업가치를 감소시킬 수 있는 위험을 내포하고 있다. 김운태 외(2013)는 부채비율이 증가할수록 기업가치는 감소한다고 하였다. 본 연구에서는 단기부채(SLEV)는 일시적인 자금 부족해결로 투자 기회활용 측면에서 기업가치와 양(+)의 관련성을 장기부채(LLEV)는 재무적 유연성 감소 측면에서 기업가치와 음(-)의 관련성을 예측하였다. 자산투자비중이 높은 경우 처분하거나 활용도 변경 등 시장 환경에 대응하기 어려워 시장변화에 대한 민첩성이 떨어지고 기술적 노후화와 감가상각 발생으로 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 자산투자비중(PPE)과 기업가치간 음(-)의 관련성을 예측하였다. 광고를 통해 브랜드 인지도와 이미지를 증대시키고 시장점유율을 확대해 기업의 수익성을 개선하고 기업가치를 증대시킬 수 있다. 정군오 외(2005)는 광고비와 기업가치는 유의한 양(+)의 값을 갖는다고 하였다. 광고선전비(AD)와 기업가치간 양(+)의 관련성을 예측하였다. 연구개발비는 경쟁력 강화, 브랜드 가치향상, 기업의 장기 성장성을 강화시킬 것이다. 연구개발비(RND)와 기업가치간 양(+)의 관련성을 예측하였다.

〈표 1〉 기타 통제변수

변 수	변수명	변수의 정의
총부채	LEV	기말부채총계/기말자본총계
자산투자비중	PPE	(유형자산-토지)/기말총자산
총자산	ASSET	ln(기말총자산)
상장 기간	AGE	ln(상장 기간)
영업활동으로 인한 현금흐름	CFO	영업활동으로 인한 현금흐름/기말총자산
매출	SALES	ln(매출액)
연구개발비	RND	연구개발비/매출
광고선전비	AD	광고선전비/매출
상장 기간	AGE	ln(상장 기간)
유동부채	SLEV	유동부채/기말총자산
비유동부채	LLEV	장기부채/기말총자산

3. 표본의 선정

2016년부터 2022년까지 총 7년 동안 아래의 조건을 모두 충족시키는 기업을 대상으로 분석을 하였다.

- ① 코스피 또는 코스닥에 상장되어 있는 기업
- ② VALUE-SEARCH에서 자료를 추출할 수 있는 기업
- ③ 비금융기업
- ④ 12월 결산기업
- ⑤ 자본잠식기업 제외
- ⑥ 세전이익이 음(-) 또는 0인 기업 제외
- ⑦ 법인세비용이 음(-)또는 0인 기업 제외

③ 금융기업의 경우 일반적인 기업과 회계기준, 계정과목 등이 다르기 때문에 제외하였다. ④ 표본의 동질성을 유지하기 위해 12월 결산 법인에 대해서만 분석하였다. ⑤ 자본잠식기업은 일반적인 기업과는 자본구조가 달라 연구의 왜곡을 발생시킬 가능성이 있어 제외하였다. ⑥ 과세 소득이 있어야 조세회피를 할 수 있기 때문에 세전이익이 음(-) 또는 0인 기업은 제외하였다. ⑦ 법인세를 환급받은 경우 조세회피를 할 유인이 없기 때문에 법인세비용이 음(-)이거나 0인 기업을 제외하였다.

〈표 2〉 표본기업 선정⁶⁾⁷⁾

Year	표본수
2016	896
2017	860
2018	362
2019	938
2020	896
2021	1,065
2022	1,033
합계	6,050

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계 및 상관관계분석

가. 변수의 기술통계량

〈표 3〉은 변수의 기술적 통계량을 나타내고 있다. 주요변수의 기술적 통계량을 살펴보면 다음과 같다. 조세회피(TS)는 평균 -0.0001 , 최소값 -1.1466 , 최대값 1.4720 , 표준편차 0.0701 , 대리인 비용 Score(AC)는 평균 0.4958 , 최소값 0.0803 , 최대값 0.8700 , 표준편차 0.0803 , 투자(CAPEX)는 평균 0.0607 , 최소값 0.0000 , 최대값 3.0060 , 표준편차 0.1186 , 수정된 Tobin'Q(TQ)는 평균 1.4322 , 최소값 0.3131 , 최대값 26.4409 , 표준편차 1.1333 , 경제적 부가가치(EVA)는 평균 0.8059 , 최소값 -41.5925 , 최대값 176.1800 , 표준편차 4.8073 를 나타냈다.

〈표 3〉 변수의 기술통계량

Variables	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Median
TS(조세회피)	6,050	-0.0001	0.0701	-1.1466	1.4720	-0.0011
AC(대리인 비용 Score)	6,050	0.4958	0.0803	0.2275	0.8700	0.4891
CAPEX(투자)	6,050	0.0607	0.1186	0.0000	3.0060	0.0287

6) 본연구의 표본은 총 6,050개의 기업이며 이들은 11개 산업에 걸쳐 분포하고 있다. 세부적으로 살펴보면 제조업 4,221개(69.7%), 정보통신업 693개(11.45%), 도매 및 소매업 442개(7.31%), 건설업 196개(3.24%), 전문, 과학 및 기술 서비스업 161개(2.66%), 운수 및 창고업 96개(1.59%), 기타 241개(4.05%)로 구성되어 있다.

7) 본 연구에서는 극단치 조정을 위해 1% winsorizing을 하였다.

〈표 3〉 변수의 기술통계량 (계속)

Variables	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Median
TQ(수정된 Tobin'Q)	6,050	1.4322	1.1333	0.3131	26.4409	1.1041
EVA(경제적 부가가치)	6,050	0.8059	4.8073	-41.5925	176.180	0.1132
LEV(총부채)	6,050	0.6856	0.6612	0.0070	8.8287	0.5030
PPE(자산투자비중)	6,050	0.1659	0.1379	0.0001	0.9475	0.1314
ASSET(총자산)	6,050	26.3768	1.3608	23.2239	33.1920	26.1290
SALES(매출)	6,050	26.0230	1.4982	22.0645	32.9870	25.8503
RND(연구개발비)	6,050	0.0314	0.1277	0.0000	5.7644	0.0076
AGE(상장 기간)	6,050	2.5067	0.9439	0.0000	4.1897	2.7081
CFO(영업활동으로 인한 현금흐름)	6,050	0.0641	0.0746	-0.3403	0.5832	0.0595
AD(광고선전비)	6,050	0.0093	0.0278	0.0000	0.4836	0.0005
ROA(자산수익률)	6,050	0.0578	0.0559	-0.2906	0.6339	0.0434
SLEV(유동부채)	6,050	0.2571	0.1458	0.0023	0.8620	0.2368
LLEV(비유동부채)	6,050	0.0872	0.0890	0.0000	0.7415	0.0578

나. 상관관계분석

모형 1의 설명변수인 대리인 비용 Score(AC)와 종속변수인 조세회피(TS)의 상관계수는 1% 유의수준에서 음(-)의 관계를 보였다. 통제변수와 종속변수인 조세회피(TS)의 상관관계를 살펴보면 조세회피(TS)와 총부채(LEV), 총자산(ASSET), 상장 기간(AGE), 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)과 음(-)의 관계를 자산투자비중(PPE)과 양(+)의 관계를 예측하였다. 검증결과 총부채(LEV), 총자산(ASSET), 상장 기간(AGE)은 1% 유의수준에서 음(-)의 관계를 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO), 자산투자비중(PPE)은 1% 유의수준에서 양(+)의 관계를 보였다.

모형 2의 설명변수인 조세회피(TS)와 종속변수인 투자(CAPEX)의 상관계수는 1% 유의수준에서 양(+)의 관계를 보였다. 통제변수와 종속변수인 투자(CAPEX)의 상관관계를 살펴보면 투자(CAPEX)와 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO), 매출(SALES), 연구개발비용(RND), 광고선전비(AD)와 양(+)의 관계를 상장 기간(AGE)과 음(-)의 관계를 예측하였다. 검증결과 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO), 연구개발비용(RND), 광고선전비(AD)는 1% 유의수준에서 양(+)의 관계를 매출(SALES), 상장 기간(AGE)은 1% 유의수준에서 음(-)의 관계를 보였다.

모형 3의 설명변수인 투자(CAPEX)와 종속변수인 수정된 Tobin's Q(TQ)의 상관계수는 1% 유의수준에서 양(+)의 관계를, 설명변수인 투자(CAPEX)와 종속변수인 경제적 부가가치(EVA)는 유의적인 관계가 나오지 않았다. 통제변수와 종속변수인 기업가치(TQ, EVA)의 상관관계를

살펴보면 기업가치(TQ, EVA)와 매출(SALES), 단기부채(SLEV), 광고선전비(AD), 연구개발비(RND)와 양(+)의 관계를 장기부채(LLEV), 자산투자비중(PPE)과 음(-)의 관계를 예측하였다. 검증결과 수정된 Tobin's Q(TQ)와 매출(SALES), 단기부채(SLEV), 장기부채(LLEV)는 1% 유의수준에서 음(-)의 관계를 광고선전비(AD), 연구개발비(RND)는 1% 유의수준에서 양(+)의 관계를 자산투자비중(PPE)은 유의하지 않았다. 경제적 부가가치(EVA)와 단기부채(SLEV)는 5% 유의수준에서 음(-)의 관계를 매출(SALES), 광고선전비(AD)는 1% 유의수준에서 양(+)의 관계를 자산투자비중(PPE), 연구개발비(RND)는 유의하지 않았다.

2. 회귀분석 결과

본 연구에서는 설명변수의 내생성을 해결하고 강건성을 위해 도구변수를 이용하여 2단계 최소제곱추정법(2SLS)으로 회귀분석 하였다. 대리인 비용 Score의 도구변수, 투자의 도구변수는 기업수익성을 조세회피의 도구변수는 총부채를 사용하였다. 경험법칙에 따르면 F검정통계량이 10보다 크면 내생변수와 적절한 상관관계를 가지고 있다고 판단하는데 모든 설명변수의 도구변수가 적절한 것으로 나타났다.

대리인 비용이 증가하면 조세회피는 감소할 것이라는 가설 1을 검증하기 위해 Model 1 회귀분석 결과 대리인 비용(AC)과 조세회피(TS)는 1% 유의수준에서 음(-)의 관계를 나타냈다. 대리인 비용 Score가 높을수록 대리인 비용이 많은 것을 의미하므로 대리인 비용이 증가하면 조세회피가 감소한다는 가설 1을 지지 하였다.

대리인 비용이 적으면 조세회피와 투자간 양(+)의 관계가 있다는 가설 2를 검증하기 위해 Model 2 회귀분석 결과 대리인 비용 Score가 중위수 이하인 기업의 경우 조세회피(TS)와 투자(CAPEX)간 10% 유의수준에서 양(+)의 관계를 대리인 비용 Score가 중위수 이상인 기업의 경우 조세회피(TS)와 투자(CAPEX)간 유의한 관계가 나타나지 않아 가설 2를 지지하였다.

대리인 비용이 적으면 투자와 기업가치(수정된 Tobin's Q, EVA)간 양(+)의 관계가 있다는 가설 3을 검증하기 위해 Model 3 회귀분석 결과 기업가치를 수정된 Tobin's Q(TQ)로 측정한 경우 대리인 비용 Score가 중위수 이하인 기업의 경우 투자(CAPEX)와 수정된 Tobin's Q(TQ)간 1% 유의수준에서 양(+)의 관계를 대리인 비용 Score가 중위수 이상인 기업의 경우 투자(CAPEX)와 수정된 Tobin's Q(TQ)간 유의한 관계가 나타나지 않았다. 기업가치를 경제적 부가가치(EVA)로 측정한 경우 대리인 비용 Score가 중위수 이하인 기업의 경우 투자(CAPEX)와 경제적 부가가치(EVA)간 1% 유의수준에서 양(+)의 관계를 대리인 비용 Score가 중위수 이상인 기업의 경우 투자(CAPEX)와 경제적 부가가치(EVA)간 유의한 관계가 나타나지 않았다. 수정된 Tobin's Q(TQ)와 경제적 부가가치(EVA) 모두 동일한 결과가 나타나 가설 3을 지지하였다.

〈표 4〉 피어슨 상관관계분석

구분	TS	AC	LEV	PPE	ASSET	SALES	RND	AGE	CFO	CAPEX	AD	ROA	TQ	EVA	SLEV	LLEV
TS	1.0000															
AC	-0.0513 ^{***}	1.0000														
LEV	-0.0521 ^{***}	0.0230 [*]	1.0000													
PPE	0.0560 ^{***}	0.0343 ^{***}	0.2110 ^{***}	1.0000												
ASSET	-0.0526 ^{***}	-0.0081 ^{***}	0.2589 ^{***}	0.1893 ^{***}	1.0000											
SALES	-0.0938 ^{***}	0.0124 ^{***}	0.3387 ^{***}	0.2156 ^{***}	0.9036 ^{***}	1.0000										
RND	0.0377 ^{***}	-0.0493 ^{***}	-0.0793 ^{***}	-0.0691 ^{***}	-0.0239 [*]	-0.1343 ^{***}	1.0000									
AGE	-0.0422 ^{***}	-0.0640 ^{***}	0.0669 ^{***}	-0.0133 ^{***}	0.2339 ^{***}	0.2260 ^{***}	-0.0135 ^{***}	1.0000								
CFO	0.3567 ^{***}	-0.1047 ^{***}	-0.1298 ^{***}	0.1629 ^{***}	0.0053 ^{***}	0.0554 ^{***}	-0.0097 ^{***}	-0.1013 ^{***}	1.0000							
CAPEX	0.0616 ^{***}	-0.0547 ^{***}	-0.0190 ^{***}	0.2771 ^{***}	0.0034 ^{***}	-0.1135 ^{***}	0.1007 ^{***}	-0.1234 ^{***}	0.0522 ^{***}	1.0000						
AD	-0.0131 ^{***}	-0.0497 ^{***}	-0.0847 ^{***}	-0.0526 ^{***}	0.0414 ^{***}	-0.0044 ^{***}	0.0236 [*]	-0.0916 ^{***}	0.0498 ^{***}	0.0554 ^{***}	1.0000					
ROA	0.3080 ^{***}	-0.1334 ^{***}	-0.2513 ^{***}	-0.0797 ^{***}	-0.0860 ^{***}	-0.0687 ^{***}	0.0236 [*]	-0.1618 ^{***}	0.3909 ^{***}	0.0369 ^{***}	0.0800 ^{***}	1.0000				
TQ	0.0917 ^{***}	-0.1190 ^{***}	-0.0972 ^{***}	-0.0186 ^{***}	-0.1025 ^{***}	-0.1102 ^{***}	0.0972 ^{***}	-0.2264 ^{***}	0.2062 ^{***}	0.1317 ^{***}	0.0890 ^{***}	0.2987 ^{***}	1.0000			
EVA	-0.0108 ^{***}	-0.0436 ^{***}	-0.0178 ^{***}	-0.0005 ^{***}	0.1930 ^{***}	0.1905 ^{***}	-0.0025 ^{***}	0.0270 ^{**}	0.1466 ^{***}	-0.0046 ^{***}	0.0625 ^{***}	0.1618 ^{***}	0.0668 ^{***}	1.0000		
SLEV	-0.0917 ^{***}	0.0040 ^{***}	0.7637 ^{***}	0.0484 ^{***}	0.1209 ^{***}	0.2871 ^{***}	-0.1013 ^{***}	0.0560 ^{***}	-0.1150 ^{***}	-0.1278 ^{***}	-0.1008 ^{***}	-0.2048 ^{***}	-0.0819 ^{***}	-0.0274 ^{***}	1.0000	
LLEV	0.0440 ^{***}	0.0440 ^{***}	0.5357 ^{***}	0.3978 ^{***}	0.3630 ^{***}	0.3148 ^{***}	-0.0205 ^{***}	0.0593 ^{***}	-0.0880 ^{***}	0.1852 ^{***}	-0.0422 ^{***}	-0.2120 ^{***}	-0.0663 ^{***}	-0.0146 ^{***}	0.112 ^{***}	1.0000

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

2) TS=조세회피 측정치, AC=대리인 비용 Score, LEV=총부채(기말부채 총계/기말자본총계), PPE=자산투자비중(유형자산-토지)/기말총자산, ASSET=총자산(ln(기말총자산)), SALES=매출(ln(매출액)), RND=연구개발비(연구개발비/매출), AGE=상장 기간(ln(상장 기간)), CFO=영업활동으로 인한 현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/기말총자산), CAPEX=투자, AD=광고선전비(광고선전비/매출), ROA=자산수익률(당기순이익/기말총자산), TQ=수정된 Tobin's Q, EVA=경제적 부가가치, SLEV=유동부채(유동부채/기말총자산), LLEV=비유동부채(장기부채/기말총자산)

〈표 5〉 Model 1, Model 2 회귀분석 결과

가설 1, 가설 2					
Model 1 : $TS = \beta_0 + \beta_1 AC + Control\ variables + \sum YD + \sum ID + \epsilon$					
Model 2 : $CAPEX = \beta_0 + \beta_1 TS \times AC_dum + Control\ variables + \sum YD + \sum ID + \epsilon$					
TS		CAPEX			
Intercept	0.8423*** (0.1097)	Intercept	0.1022 (0.0912)	Intercept	0.0693 (0.1296)
AC	-1.5034*** (0.1998)	TS × AC_dum1	2.5180* (1.2924)	TS × AC_dum2	3.4953 (2.1786)
LEV	0.0032 (0.0028)	CFO	-0.4102 (0.2514)	CFO	-0.4619 (0.3373)
PPE	0.0285* (0.0147)	SALES	0.0001 (0.0038)	SALES	0.0026 (0.0062)
ASSET	-0.0032** (0.0013)	RND	0.0546** (0.0215)	RND	0.0694*** (0.0216)
AGE	-0.0102*** (0.0023)	AD	0.3388*** (0.1040)	AD	0.2811*** (0.1061)
CFO	0.1649*** (0.0335)	AGE	-0.0103*** (0.0024)	AGE	-0.0171*** (0.0044)
Year dummies	Included	Year dummies	Included	Year dummies	Included
Industry dummies	Included	Industry dummies	Included	Industry dummies	Included
Obs.	6,050	Obs.	6,050	Obs.	6,050
Wald chi2	282.32***	Wald chi2	188.27***	Wald chi2	127.66***

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

2) TS=조세회피측정치, AC=대리인 비용 Score, LEV=총부채(기말부채총계/기말자본총계), PPE=자산투자비중((유형자산-토지)/기말총자산), ASSET=총자산(ln(기말총자산)), AGE=상장 기간(ln(상장 기간)), CFO=영업활동으로 인한 현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/기말총자산), CAPEX=투자, AC_dum1=대리인 비용 Score가 중위수 이하이면 1 아니면 0, AC_dum2=대리인 비용 Score가 중위수 이상이면 1 아니면 0, SALES=매출(ln(매출액)), RND=연구개발비(연구개발비/매출), AD=광고선전비(광고선전비/매출)

3) ()는 Standard Error를 의미

〈표 6〉 Model 3 회귀분석 결과

가설 3				
Model 3 : $TQ(EVA) = \beta_0 + \beta_1 CAPEX \times AC_dum + Control\ variables + \sum YD + \sum ID + \epsilon$				
	TQ		EVA	
Intercept	-4.5360** (2.2984)	-160.6238 (1083.2420)	-39.1030*** (6.0590)	-428.7997 (2704.9630)
CAPEX×AC_dum	CAPEX×AC_dum1 58.2527*** (13.7723)	CAPEX×AC_dum2 2169.8040 (14375.9800)	CAPEX×AC_dum1 145.4367*** (36.3061)	CAPEX×AC_dum2 5417.2400 (35898.2400)
SALES	0.1828** (0.0815)	4.8113 (32.3038)	1.4345*** (0.2148)	12.9902 (80.6658)
SLEV	2.6130*** (0.8622)	118.7008 (788.5953)	5.8938** (2.2730)	295.7241 (1969.2010)
LLEV	-6.3766*** (1.7075)	-165.0527 (1091.3080)	-19.6275*** (4.5014)	-415.7859 (2725.1050)
PPE	-6.9162*** (1.8326)	-240.1239 (1593.5840)	-18.3720*** (4.8311)	-600.6098 (3979.3370)
AD	-6.7768** (3.4550)	-146.9955 (992.7736)	-15.2496* (9.1079)	-365.3264 (2479.0540)
RND	-1.5182* (0.7768)	-119.5987 (797.1620)	-5.6838*** (2.0478)	-300.4894 (1990.5930)
Year dummies	Included	Included	Included	Included
Industry dummies	Included	Included	Included	Included
Obs.	6,050	6,050	6,050	6,050
Wald chi2	36.30**	0.05	53.04***	0.08

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

2) TQ=수정된 Tobin'Q, EVA=경제적 부가가치, CAPEX=투자, AC_dum1=대리인 비용 Score가 중위수 이하이면 1 아니면 0, AC_dum2=대리인 비용 Score가 중위수 이상이면 1 아니면 0, SALES=매출[ln(매출액)], SLEV=유동부채(유동부채/기말총자산), LLEV=비유동부채(장기부채/기말총자산), PPE=자산투자비중((유형자산-토지)/기말총자산), AD=광고선전비(광고선전비/매출), RND=연구개발비(연구개발비/매출)

3) ()는 Standard Error를 의미

V. 결론 및 의의

본 연구는 대리인 비용과 조세회피와의 관계, 대리인 비용 수준에 따른 조세회피와 투자와의 관계, 대리인 비용 수준에 따른 투자와 기업가치(수정된 Tobin's Q, EVA)와의 관계에 대해서 2단계 최소제곱추정법(2SLS)을 통해 분석하였다.

실증분석 결과 첫째 대리인 비용이 증가하면 조세회피가 감소하는 것으로 나타났다. 대리인 문제가 있는 기업의 지배주주는 노력과 전략을 필요로 하는 조세회피보다는 법적으로 보다 안전하고 소액주주의 감시에 덜 노출될 수 있는 지배 구조를 통한 지배력 행사, 특수관계자와의 거래 등을 활용하여 사적 이익을 추구하는 것을 선호 할 것이라는 가설 1을 지지하였다. 둘째 대리인 비용 Score가 중위수 이하로 대리인 비용이 적은 기업은 조세회피와 투자간 양(+)의 관계를 나타냈으나 대리인 비용 Score가 중위수 이상으로 대리인 비용이 많은 기업은 유의한 관계가 나타나지 않았다. 대리인 비용이 적은 기업은 조세회피로 확보한 내부자금의 사적사용을 억제하고 기업의 투자에 사용할 것이라는 가설 2를 지지하였다. 셋째 투자를 설명변수로 외부 투자자 관점에서 시장의 평가를 반영하여 기업가치를 측정하는 수정된 Tobin's Q를 종속변수로 두고 회귀분석한 결과 대리인 비용 Score가 중위수 이하로 대리인 비용이 적은 기업은 양(+)의 관계를 나타냈으나 대리인 비용 Score가 중위수 이상으로 대리인 비용이 많은 기업은 유의한 관계가 나타나지 않았다. 대리인 비용이 적은 기업에서는 조세회피를 통해 확보한 자금을 지배주주의 사적 이익이 아닌 기업의 장기적인 성장과 경쟁력 향상을 도모할 수 있는 투자를 통해 높은 경쟁력을 확보해 기업가치를 증가시킬 것이라는 가설 3을 지지하였다. 넷째 투자를 설명변수로 투자자본수익률과 가중평균자본비용을 반영하여 기업 내부에서 창출한 기업가치를 측정하는 경제적 부가가치를 종속변수로 두고 회귀분석한 결과 대리인 비용 Score가 중위수 이하로 대리인 비용이 적은 기업은 양(+)의 관계를 나타냈으나 대리인 비용 Score가 중위수 이상으로 대리인 비용이 많은 기업은 유의한 관계가 나타나지 않았다. 대리인 비용이 적은 기업은 낮은 정보 위험, 강력한 주주권리제도, 높은 수준의 재무 투명성, 관련분야로의 다각화 등으로 위험프리미엄을 낮춰 낮은 자본비용과 관련이 있고 효율적 투자로 자본비용보다 높은 이익을 창출해 기업가치를 증가시킬 것이라는 가설 3을 지지하였다.

기업가치 변수로 사용된 수정된 Tobin's Q와 경제적 부가가치를 회귀분석한 결과 동일한 결과가 나타나 대리인 비용이 적은 기업의 투자는 시장평가에 따른 기업가치(수정된 Tobin's Q)와 내부성가에 따른 기업가치(EVA) 모두에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째 선행연구에서 투자금액 측정은 유·무형자산 취득시점의 취득가액으로 측정하였다. 이 경우 투자가 실제로 이루어진 시점에는 건설중인자산으로 계상 후 자산이 사용가능한 때에 자산으로 계상하기 때문에 투자가 실제로 이루어진 시점에는 투자금액을 측정하지 못한다는 문제점이 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해 본 연구에서는 자산

취득시점이 아닌 투자가 실제로 이루어진 시점의 유·무형자산에 지출된 금액으로 투자금액을 측정하여 연구결과의 신뢰성을 높였다. 둘째 기업가치 측정치로 시장평가에 따른 기업가치(수정된 Tobin's Q)와 내부성과에 따른 기업가치(경제적 부가가치)를 모두 고려하여 대리인 비용 수준에 따른 투자가 기업가치에 미치는 영향 분석 시 경제적 부가가치가 높은 기업이 시장에서도 높은 평가가 이루어지는지 검증하였다. 이는 내적성과와 외적평가를 같이 고려해 선행연구들과 차별성이 있다. 셋째 대리인 비용과 조세회피, 조세회피와 투자, 투자와 기업가치 실증분석을 통해 대리인 비용이 적은 기업은 기업가치를 높이는 효율적 투자를 위한 내부자금 확보수단으로 조세회피 한다는 것을 보여 대리인 비용이 적은 기업의 조세회피 목적을 규명하였다. 넷째 기업 지배구조(지배주주지분율, 외국인 지분율)와 특수관계자간 거래 모두 고려해 대리인 비용을 측정해 선행연구와 차별성을 갖는다.

참고문헌

1. 국내문헌

- 권대현 · 박진하. 2015. “기업가치 평가에서 매출액 정보의 역할”. 기업경영연구 제22권 제6호 : 151-165.
- 권대현 · 최종학 · 신재용 · 한정훈. 2012. “지배주주-소액주주간 대리인 문제가 이사회 및 감사위원회 특성에 미치는 영향”. 회계학연구 제37권 : 121-155.
- 고운성. 2007. “조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구”. 세무학연구 제24권 제4호 : 9-40.
- 권순창 · 강영옥 · 이태정. 2010. “기업의 부채정책이 조세회피에 미치는 영향”. 경영연구 제25권 제2호 : 115-133.
- 김영화. 2012. “특수관계자 거래와 기업가치”. 국제회계연구 제44집 : 205-222.
- 김윤태 · 이승태. 2013. “소유지배 구조 및 부채의 선택이 기업가치에 미치는 영향”. 산업경제연구 제26권 제1호 : 275-298.
- 김은희 · 김임현. 2017. “감사인의 산업전문성과 조세회피”. 회계저널 제26권 제4호 : 39-76.
- 김영철 · 이윤경. 2023. “경영전략, 조세회피와 투자효율성”. 상업교육연구 제37권 제2호 : 159-183.
- 김정민. 2022. “지배주주의 4분기 이익품질에 대한 영향”. *Journal of The Korean Data Analysis Society* 제24권 제4호 : 1341-1354.
- 김정심. 2021. “외국인 투자자가 수출기업의 성과 및 기업가치에 미치는 영향”. 무역연구 제17권 제3호 : 305-324.
- 김준석 · 강소현. 2023. “코리아 디스카운트 원인 분석”. 자본시장연구원 이슈보고서 23-05.
- 김태동 · 이윤아 · 배창현. 2016. “특수관계자 거래와 기업의 공시수준=재무제표 주식을 중심으로”. 한국경영학회 제45권 제3호 : 761-793.
- 김학건 · 이재호. 2012. “코스닥 상장기업의 기업지배구조, 기업가치, 자본비용 및 연구개발투자 간 연계관계 분석”. 기업가정신과 벤처연구 제15권 제2호 : 1-22.
- 김현태 · 양대천. 2019. “경영자의 과잉투자 성향이 영업활동 현금흐름에 미치는 영향”. 경영교육연구 제34권 제5호 : 131-150.
- 김확열 · 최미화. 2014. “공격적 세무보고의 자본비용관련성과 기업지배구조의 역할”. 회계와 정책연구 제19권 제4호 : 1-24.
- 박경서 · 이은정. 2006. “외국인 투자자가 한국기업의 경영 및 지배 구조에 미치는 영향”. 금융연구 제20권 제2호 : 73-114.
- 박영석 · 박기홍. 2006. “재무적 제약과 내부자금 의존도 분석 : 외환금융위기 전후 시점 비교 : 외환금융위기 전후 시점 비교”. 대한경영학회지 제19권 제6호 : 2357-2385.

- 박은정. 2004. “경영성과평가지표로서 경제적 부가가치의 정보 유용성에 관한 실증연구”. 글로벌 경영학회지 제1권 제1호 : 117-139.
- 박종국 · 홍영은 · 김수진. 2021. “공시수준에 따른 조세회피의 차별적 시장반응”. 회계 · 세무와 감사 연구 제63권 제1호 : 243-269.
- 박종훈 · 노은정. 2008. “기업의 소유구조가 대리인 비용에 미치는 영향 : 외국인 지분율과 경영자 지분율 효과를 중심으로”. 관리회계연구 제8권 제1호 : 143-164.
- 배창현 · 손성규. 2013. “지배주주와 소액주주 사이의 대리인 문제가 외부감사에 미치는 영향 : 감사보고시차를 중심으로”. 회계 · 세무와 감사 연구 제55권 제2호 : 249-275.
- 박헌준 · 신현한 · 최완수. 2004. “한국기업의 대리인 비용과 기업가치=외국인 지분의 역할”. 경영학연구 제33권 제2호 : 655-682.
- 배창현 · 손성규. 2013. “지배주주와 소액주주 사이의 대리인 문제가 외부감사에 미치는 영향 : 감사보고시차를 중심으로”. 회계 · 세무와 감사 연구 제55권 제2호 : 249-275.
- 신유진 · 이현진 · 박정미. 2022. “투자-현금흐름 민감도에 따른 조세회피와 투자의사결정의 관계”. 세무와 회계 연구 제11권 제2호 : 209-252.
- 신지우. 2019. “기업지배구조와 기업가치의 관계에서 단기조세회피 및 장기조세전략의 매개효과”. 회계와 정책연구 제24권 제4호 : 129-162.
- 심재우. 2021. “재무적 제약에 따른 연구개발투자활동이 조세회피에 미치는 영향”. 상업교육연구 제35권 제6호 : 67-86.
- 심충진. 2011. “조세회피와 채투자 및 배당금 지급에 관한 연구”. 세무학연구 제28권 제1호 : 185-208.
- 신용준 · 나영. 2015. “기업지배구조가 특수관계자 거래에 미치는 영향”. 회계저널 제24권 제2호 : 183-205.
- 원자연 · 유상열 · 최혁. 2016. “경영활동의 효율성과 조세회피의 관련성”. 조세연구 제16권 제3집 : 193-214.
- 이균봉 · 최미화. 2004. “회계이익과 경제적 부가가치의 정보유용성”. 경영연구 제19권 제2호 : 187-215.
- 이상래. 2013. “기업의 다각화와 정보비대칭이 기업가치에 미치는 영향 : 자본비용을 중심으로”. 회계와 정책연구 제18권 제1호 : 177-200.
- 이용대 · 김유상 · 김병집. 2024. “기업의 지배 구조와 배당이 기업가치에 미치는 영향”. 한국콘텐츠학회논문지 제24권 제8호 : 2018-227.
- 이혜미 · 홍창목. 2021. “조세회피와 현금보유액 시장가치의 비선형적 관계”. 회계정보연구 제39권 제4호 : 163-194.
- 유성용 · 김동. 2010. “기업의 투자기회와 자본투자규모가 자본비용 및 외부금융의존도에 미치는 영향”. 회계와 정책연구 제15권 제1호 : 91-117.

- 윤관호 · 김성은. 2007. “기업가치평가지표로서 경제적 가가치의 유용성에 관한 연구”. 경영교육 연구 제48집 : 281-304.
- 임병인 · 김명규 · 김성태. 2023. “정부 R&D 지원이 기업규모별 R&D투자에 미치는 효과 분석”. 산업연구 제7권 제1호 : 105-130.
- 전성일 · 박민경. 2019. “특수관계자 거래가 주가붕괴 위험에 미치는 영향”. 회계학연구 제44권 제6호 : 125-160.
- 정균오 · 김연용 · 장원경. 2005. “연구개발비와 광고비가 기업가치에 미치는 영향”. 대한경영학회 제18권 제5호 : 1851-1867.
- 조상민 · 강선아. 2016. “투자규모에 따라 보수적 회계처리가 타인자본비용과 자기자본비용에 미치는 영향”. 국제회계연구 제70집 : 305-327
- 조수혜 · 정강원. 2023. “구조방정식을 이용한 지배 구조, 자본구조, 기업가치의 관계에 관한 실증적 연구”. 기업경영리뷰 제14권 제2호 : 259-280.
- 최동권 · 최성호. 2019. “소유지배과리도가 자기자본비용에 미치는 영향”. 한국융합학회논문지 제10권 제8호 : 217-226.
- 최동춘. 2012. “조세회피에 대한 자본시장의 반응에 관한 연구”. 국제회계연구 제42집 : 327-358
- 최향미 · 조영곤. 2012. “지배주주의 소유-지배 과리도와 고정자산투자”. 전략경영연구 제15권 제3호 : 1-18.
- 최정호. 2010. “관계회사거래의 정보가치”. 회계저널 제19권 제1호 : 77-105.

2. 외국문헌

- Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, 1997. “A Survey of Corporate Governance”. *The Journal of Finance* 737-783.
- Bae, K., J. Kang and J. Kim. 2002. “Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups”. *The Journal of Finance* 57 : 2695-2740.
- Burunciuc Corina, Gonenc Halit. 2021. “Reforms Protecting Minority Shareholders and Firm Performance : International Evidence”. *Journal of Risk & Financial Management* 1-24.
- Cheung, Y.L., Rau. P.R. and Stouraitis A. 2006. “Tunneling, Propping and Expropriation : Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong”. *Journal of Financial Economics* 82 : 343-386.
- Choi, Y.M., Park, K. 2019. “Foreign ownership, agency costs, and long-term firm growth : Evidence from Korea”. *Sustainability* 1599.
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt. 1994. “A Simple Approximation of Tobin’s Q”. *Financial Management* 23(3) : 70-74.

- Desai, M.A., Dharmapala, D. 2009. "Corporate Tax Avoidance and Firm Value". *The Review of Economics and Statistics* 91(3) : 537–546.
- Desai, M.A And D.Dharmapala. 2006. "Corporate tax avoidance and high-powered incentives". *Journal of Financial Economics* 79 : 145–179.
- Edwards, A., C. Schwab, and T. Shevlin. 2016. "Financial Constraints and Cash Tax Savings". *The Accounting Review* 91 : 859–881.
- Elçin Aykaç Alp, Dilek Teker. 2018. "ECONOMIC VALUE ADDED and CORPORATE FIRM VALUE IMPLICATIONS". *Press Academia* 8 : 76–79.
- Gogineni Sridhar, Linn Scott C., Yadav Pradeep K. 2022. "Vertical and Horizontal Agency Problems in Private Firms : Ownership Structure and Operating Performance". *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 1237–1278.
- Hai Jiang, Min Huang, Barth James R. 2018. "On Foreign Share holdings and Agency Costs : New Evidence from China". *Emerging Markets Finance & Trade* 2815–2833
- Hyun-Young Park, Soo-Joon Chae, Moon-Kyung Cho. 2016. "Controlling shareholders' ownership structure, foreign investors' monitoring, and investment efficiency". *Investment Management & Financial Innovations* 159–170.
- Graham, J., and A. Tucker. 2006. "Tax Shelters and Corporate Debt Policy". *Journal of Financial Economics* 563–59.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer. 2000. "Tunneling". *American Economic Review* 76 : 323–329.
- Joseph P.H Fan, T.J Wong. 2002. "Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia". *Journal of Accounting and Economics* 401–425.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. 1999. "Corporate ownership around the world". *Journal of Finance* 54(2) : 471–517.
- Myron S. Scholes and Mark A. Wolfson. 1992. "Taxes and Business Strategy : A Planning Approach". *National Tax Journal* 45(4) : 451–455.
- Partington, G. H. 1985. "Dividend Policy and Its Relationship to Investment and Financial Policies : Empirical Evidences". *Journal of Business Finance & Accounting* 12(4) : 531–542.
- Randall Morck, Bernard Yeung. 2005. "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth". *Journal of Economic Literature* 655–720.

The Impact of Agency Costs on Tax Avoidance, Investment, and Firm Value

Ban-Seok Seo* · Kap-Soon Kim**

〈Abstract〉

This study used the least squares estimation method(2SLS) to verify hypotheses on the relationship between agency costs and tax avoidance, the relationship between tax avoidance and investment according to the level of agency costs, and the relationship between investment and corporate value according to the level of agency costs, and analyzed data on companies listed on the Korea Exchange and KOSDAQ from 2016 to 2022.

The difference from previous studies is that first, the investment amount was measured as the amount spent on tangible and intangible assets at the time of actual investment, not at the time of asset acquisition. Second, both economic value added (EVA) and modified Tobin's Q were used as measures of corporate value, and internal performance and external evaluation were considered together. Third, it was shown that companies with low agency costs avoid taxes as a means of securing internal funds for efficient investment that increases corporate value, thereby identifying the purpose of tax avoidance by companies with low agency costs. Fourth, to measure agency costs, both corporate governance structure(controlling shareholder ratio, foreign share ratio) and transactions between special related parties were considered.

The results of the empirical analysis are as follows. First, as agency costs increase, tax avoidance decreases, indicating that controlling shareholders of firms with agency problems do not engage in tax avoidance that requires effort and strategy. Second, as tax avoidance increases, firms with low agency costs see increased investment, indicating that they suppress private use of internal funds secured through tax avoidance and use them for investment. Third, as investment increases in firms with low agency costs, both the modified Tobin's Q, which is the corporate value by market evaluation, and the economic value added (EVA), which is the corporate value by internal performance, increase, indicating that firms with low agency costs increase corporate value by making efficient investments with internal funds secured through tax avoidance.

〈Key words〉 agency cost, tax avoidance, capital expenditures, firm value

* Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Dongguk University-Seoul, reduce2k@dongguk.edu, First Author

** Professor, Department of Accounting, Dongguk University-Seoul, kks@dongguk.edu, Corresponding Author