

세무와회계저널  
제13권 제3호 2012년 9월 pp.385~419  
한국세무학회

## 기업지배구조가 조세절감활동과 기업가치의 관련성에 미치는 영향에 대한 연구\*

손언승\*\* · 양동훈\*\*\* · 이상철\*\*\*\* · 김갑순\*\*\*\*\*

### <요 약>

본 연구에서는 경영자의 조세절감활동과 기업가치 사이의 관련성이 기업지배구조에 따라 차이가 있는지 검증하였다. 한국거래소 유가증권시장에 상장된 12월말 결산 제조업 가운데, 2003년 부터 2007년까지 과세표준이 0을 초과하며 기업세무조정 내역을 주석으로 공시한 1,154개 기업-년 자료를 최종분석 표본으로 선정하였다. 회계이익과 세무이익은 각각 법인세비용차감전순이익과 각 사업연도소득으로 하였고, 양이익의 차이(Book-Tax Differences, BTB) 중 총발생액으로 설명되지 않는 부분과 'BTB-영구적차이' 중 총발생액과 재량적 발생액으로 설명되지 않는 부분을 경영자의 조세절감활동액으로 정의하였다. 기업가치는 Tobin's Q와 Market-to-Book 비율로 정의하였다. 기업지배구조 변수는 이사회 내 사외이사 비율, 외국인 지분율, 기관투자자 지분율, 최대주주 및 특수관계인 지분율 등으로 측정하였다. 주요 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 최대주주 및 특수관계인 지분율이 높을수록 조세절감활동액이 유의적으로 증가하였다. 둘째, 조세절감활동액은 기업가치에 유의적인 음(-)의 영향을 미쳤다. 셋째, 기업지배구조가 강화되면 조세절감활동액이 기업가치에 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 정도가 감소되는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 조세절감활동으로 인한 경제적 효과는 기업지배구조가 좋을 때 경영자 자신의 개인적 혜택으로 유출되지 않고 주주의 몫인 기업가치 제고에 영향을 미친다고 해석할 수 있다.

<주제어> 조세절감활동, BTB, 기업지배구조 변수, 기업가치

\* 본 논문은 첫 번째 연구자의 동국대학교 박사학위논문(지도교수 : 양동훈)을 수정 · 보완한 것입니다.  
본 연구를 심사하면서 많은 조언을 해주신 김갑순 교수님, 이상철 교수님(이상 동국대), 김광운 교수님(아주대), 이계원 교수님(조선대)께 감사드립니다.

\*\* 삼영회계법인 대표, sonus@korea.com, 02-2277-8070, 제1저자

\*\*\* 동국대학교-서울 경영대학 교수, dyang@dongguk.edu, 02-2260-8655, 공동저자

\*\*\*\* 동국대학교-서울 경영대학 부교수, sclee68@dongguk.edu, 02-2260-3899, 공동저자

\*\*\*\*\* 동국대학교-서울 경영대학 교수, kks@dongguk.edu, 02-2260-3293, 교신저자

## I. 서 론

경영자는 세후이익을 극대화하기 위하여 조세절감활동(Tax Sheltering 또는 Tax Avoidance)을 실행할 동기를 가지고 있다. 경제적으로 조세절감활동은 세금으로 정부에 귀속될 경제적 자원을 주주나 경영자에게로 이전시키는 효과가 있다.

대리인이론(agency theory)의 관점에서 보면 조세절감활동으로 인한 경제적 자원의 이전 효과는 기업지배구조에 의해 영향을 받을 수 있다. 기업지배구조가 경영자에 대한 감시와 통제를 제대로 수행하는 경우에는 조세절감활동으로 인한 혜택이 주주에게 귀속되어 기업가치가 높아질 수 있다. 하지만 기업지배구조가 경영자에 대한 감시와 통제 역할을 제대로 수행하지 못하는 경우에는 조세절감활동으로 인한 경제적 자원의 증가가 경영자 자신의 혜택(Rent Diversion 또는 Rent Extraction)으로 귀착되어 기업가치 증가로 연결되지 않을 수도 있다(Desai and Dharmapala 2005 ; Desai and Dharmapala 2009 ; 전주성 2011). 다시 말해 기업지배구조가 어떠한 특성을 가지는가에 따라 경영자가 조세절감활동을 통해 추가로 확보한 현금이 주주 부의 증가로 이어지지 않을 수 있기 때문에 조세절감활동과 기업가치 간의 관련성에 차이가 발생할 수 있다. 그리고 이러한 이론적 가능성, 즉, 실제로 조세절감활동액이 기업가치에 미치는 영향은 기업지배구조의 경영자 감시기능의 유효성에 따라 차이가 있는지 여부를 실증적으로 검증할 필요가 있다.

그런데 발생주의에 기초한 재무보고 목적의 회계이익(법인세비용차감전순이익)과 권리·의무 확정주의에 기반한 세무보고 목적의 세무이익(각사업연도소득)의 차이(이하 '보고이익의 차이' 또는 Book-Tax Differences, 이하 'BTD')는 양 이익의 단순한 차이가 아니라, 그 안에 이익조정 정보<sup>1)</sup>와 조세회피의 정보<sup>2)</sup>가 내재되어 있다는 주장들이 제기되고 있다. 따라서 본 연구에서는 보고이익의 차이 중 이익조정으로 설명되지 않는 부분을 조세절감활동액(조세회피액)<sup>3)</sup>으로 정의한다. 조세절감활동액과 경영자 자신의 혜택(Rent Diversion 또는 Rent Extraction)은 보완적 관계<sup>4)</sup>에 있을 수 있다. 그러므로 기업지배구조가 좋지 않은 상태에서는 조세절감활동액이 기업

- 
- 1) 보고이익의 차이(BTD)가 이익조정 정보를 준다고 한 연구들에는 Cloyds et al.(1996), Mills and Newberry (2001), Phillips et al.(2003) 등 다수가 있으며, 우리나라도 전규안·박종일(2002), 주인기 외(2005) 등 다수가 있다.
  - 2) 보고이익의 차이(BTD)가 조세절감활동(조세회피)의 결과라고 주장하는 연구들로서는 Plesko(2004) 이래, Desai and Dharmapala(2006)가 있고, 우리나라에서는 고윤성(2006), 오광욱 외(2008), 박종국·홍영은(2009) 등이 있다.
  - 3) 고윤성. “조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구.” 『연세대학교 경영학과 박사논문』(2006) : p.10 및 Desai and Dharmapala(2005, 2006)도 Tax Avoidance와 Tax Sheltering을 혼용하여 쓰고 있다.
  - 4) Rent Diversion에 대한 명확한 정의는 없지만 Chen et al.(2008)은 조세절감으로 당기순이익이 늘어나면 개인적인 편익추구, 보상, 내부자거래 등을 할 수 있다고 하였고, Desai and Dharmapala(2005, 2006)은 조세절감활동과 보완적 관계가 있다고 하였다.

가치에 영향을 미치지 않거나, 시장에서 이를 나쁜 정보로 받아들여 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 기업지배구조가 좋으면, 조세절감활동액이 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 판단된다.

본 연구의 목적은 기업지배구조가 조세절감활동의 중요한 결정 요소인지와 조세절감활동이 기업가치에 미치는 영향이 기업지배구조에 따라 차이가 있는지를 실증적으로 분석하는 것이다. 한국거래소 유가증권시장에 상장된 12월말 결산 제조기업 가운데, 2003년부터 2007년까지 과세표준이 0을 초과하며 기업세무조정 내역을 주식으로 공시한, 1,154개 기업-년 자료를 최종 분석표본으로 선정하였다. 분석 결과, 최대주주 및 특수관계인 지분율이 조세절감활동액을 유의적으로 증가시켰으며, 조세절감활동액은 기업가치에 음(-)의 유의적인 영향이 있었지만, 기업지배구조가 강화되면 조세절감활동액이 기업가치에 미치는 음(-)의 영향이 감소되었다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 조세절감활동액과 기업지배구조 특성, 조세절감활동 및 기업지배구조의 기업가치 관련성에 관한 선행연구를 고찰하고, 연구가설을 설정하였다. III장에서는 표본선정과 변수에 대한 정의 및 측정에 대해 설명하였다. IV장에서는 실증분석 결과를 제시하고, V장에서는 연구의 결론을 기술하였다.

## II. 선행연구 검토와 연구가설 설정

### 1. 선행연구 검토

#### 가. 기업지배구조 특성과 조세절감활동

기업지배구조 특성에 따라서 조세가 경영의사결정에 미치는 영향이 달라질 수 있다. Chetty and Saez(2004)는 경영자 지분율이 높거나 기관투자자 지분율이 높은 경우 감세를 위해 배당금 지급을 증가시킨다는 연구결과를 보고하였다. Brown et al.(2004)은 경영자로 하여금 정부의 배당조세 경감정책에 대응하여 조세절감 의사결정을 유발시키는 주요 원인으로 경영자의 보상구조를 지적하였다. Perez and Gonzalez(2002)는 대주주의 조세특성이 기업의 배당정책에 미치는 영향을 조사하였다. 또한 Morck(2004)는 세금과 지배구조와의 관련성을 파악하기 위해 기업 간 배당금의 이중과세 문제를 분석하였다.

Klassen(1997)은 비공개 기업이거나 대주주 지분율이 높아 주주와 경영자의 이해가 일치되는 경우, 자본시장의 압력이 줄어들어 조세절감유인이 더 커질 것이라고 주장하였다. Desai et al.(2004)은 정부와 주주는 조세절감활동에 의한 경영자 자신의 혜택(Rent Diversion)을 감소시키려는 공통된 목표를 가지는데, 이를 위해서는 경영자와 주주의 이해를 일치시킬 필요가 있음을 주장하였다. 또한 세율이 높으면 기업지배구조가 악화되고, 조세법칙 처벌이 강화되면 기업지배구

조가 강화되며, 정부의 조세수입이 우량한 기업지배구조와 관련성이 있음을 밝혔다. 즉 조세회피와 기업지배구조 사이의 음(-)의 관련성이 있음을 간접적으로 밝혔다고 할 수 있다. Graham and Tucker(2005)는 1975년부터 2000년까지의 미국 기업 44개에 대한 조세 관련 소송사례를 분석하여, 규모와 수익성 등의 기업 특성이 조세회피와 관련이 있음을 보고하였다.

Desai and Dharmapala(2006)는 조세회피와 경영자의 자신의 혜택(Rent Diversion)은 보완적 관계에 있기 때문에, 스톡옵션(Stock Option)으로 경영자를 보상하면 주주와 경영자의 이해가 일치(Alignment)되어 굳이 경영자가 조세회피를 하지 않더라도 스톡옵션으로 경영자가 보상을 받으므로 기업지배구조가 좋지 않은 회사에서 조세회피와 스톡옵션은 음(-)의 관계로 유의적이라고 하였다.

Cloyds et al.(1996), Beatty and Harris(1999), Mills and Newberry(2001) 및 Hanlon et al.(2005)은 비공개기업이 공개기업보다 조세회피에 더욱 적극적이라고 주장하였다. 이러한 결과는 비공개기업의 경우 기업외부의 규제나 감독 등의 강도가 약하기 때문에 나타난 결과로 보인다. Chen et al.(2008)은 가족경영기업의 경우 국제청의 가산세 및 범칙금부과, 시장에서 소액주주들의 주식가격의 하락, 그리고 기업의 명성 하락 등 때문에 조세회피를 하지 않는다고 주장하였다. 그리고 가족경영기업, 공개기업, 비공개기업 순으로 더 많은 조세를 회피한다고 주장하였다.

국내에서는 고윤성(2006)은 보고이익의 차이 중 총발생액으로 설명되지 않는 부분을 조세회피액으로 정의하고, 조세회피 성향은 조세부담수준, 수익성, 금융비용부담수준, 소유자지배기업 여부와 양(+)의 유의한 관계가 있다고 주장하였다. 소유자지배기업의 경우 상대적으로 자본시장의 압력을 적게 받으므로 회계이익보다는 세무이익을 적게 보고하려는 유인이 크며, 따라서 소유자지배기업이 더 많은 조세를 회피하며, 조세회피로 현금유출이 감소되어 확보된 경제적 자원이 기업가치를 제고할 수 있다고 주장한다.

최학삼(2008)은 Desai and Dharmapala(2006)의 관점을 이용하여, 대리인문제로 인하여 조세절감활동과 경영자 자신의 혜택(Rent Diversion)을 상호보완적 관계로 예상하였다. 연구결과, 예상과 같이 주주의 권리보호와 이사회 요소는 조세절감활동과 유의적인 음(-)의 관련성이 있음을 발견하였다. 그러나 예상과 달리 감사기구는 조세절감활동과 유의적인 양(+)의 관련성이 있음을 밝혔다.

오광욱 외(2008)는 주식보상 수준이 클수록 조세회피가 감소하며, 소유경영자기업의 경영자인 경우 조세회피가 더욱 크다는 결과를 제시하였다. 박종국·홍영은(2009)은 조세회피와 외국인 지분율은 음(-)의 관련이 있어서, 외국인투자자는 과세소득 보다는 배당이익이 많이 산출되는 재무이익에 관심이 많다고 주장하였다. 이 외에도 박승식 외(2006), 권순창 외(2009) 및 오정택·김영화(2010)의 연구에서는 대주주 지분율이 높을수록 조세절감활동이 증가된다는 결과가 보고되었다.

#### 나. 조세절감활동과 기업가치

조세회피와 기업가치 사이에 양의 관련성이 존재한다는 것을 보고한 연구는 Desai and Hines (2002)와 Seida and Wempe(2003)가 있고, 조세회피와 기업가치 사이에 음의 관련성이 있음을 제시한 연구로는 Cloyd et al.(2003)과 Desai and Dharmapala(2009)의 연구가 있다. 한국기업을 대상으로 분석한 연구에서도 조세회피와 기업가치 사이의 관련성에 차이가 있다. 고윤성(2006)은 조세회피성향은 기업가치와 양(+)의 유의적인 관련성을 가지고 있다고 하였다. 이는 기업의 조세회피는 조세비용을 절감하고, 현금유출을 감소시킴에 따라 투자자들에게 귀속될 수 있는 자원을 증가하게 하여 기업가치에도 긍정적인 영향을 미치기 때문이라고 해석하였다. 전주성(2011)은 조세절감활동이 세후이익을 증가시켜 기업가치를 높일 것이라는 전통적인 견해와는 달리, 대리인비용이 발생하는 기업지배구조 하에서는 그 반대일 수도 있다고 주장하였다.

그러므로 조세회피와 기업가치 사이의 관련성은 기업지배구조에 따라 차이가 있을 수 있음을 알 수 있다. Desai and Dharmapala(2005)는 조세회피와 기업가치 사이에는 직접적인 관련성이 없으나, 기업지배구조가 우량한 기업에서는 조세회피가 기업가치와 양(+)의 관련성이 있다고 보고하였다. 기업지배구조의 대용치인 기관투자자 지분율이 높은 기업에서도 조세회피는 기업가치를 증가시킨다고 분석하였다.

Hanlon and Slemrod(2007)는 조세회피는 기업가치를 감소시키지만, 기업지배구조가 좋으면 그 하락 정도가 감소된다고 하였다. 또한 이들은 경영자가 조세회피를 실행한다는 정보가 국제 청뿐만 아니라 주주에게도 바람직하지 못할 수 있다고 주장하였다. 따라서 조세회피가 자본시장에 긍정적인 영향을 주지 못하며, 특히 소비재판매기업에서 그러한 관계가 두드러진다고 하였다. 또한 Wilson(2009)은 기업지배구조가 좋은 기업에서 조세절감활동이 기업가치를 증가시킨다는 결론을 얻었다.

한국기업을 대상으로 분석한 전주성(2011)의 연구에서는, 기관투자자 지분율이 높은 지배구조 하에서는 조세절감활동액이 기업가치에 긍정적인 영향을 주었지만, 대주주 지분율이 높은 지배구조 하에서는 부정적인 효과를 미친다는 결과를 보고하였다.

조세절감활동과 기업가치의 관련성이 기업지배구조에 의해서 달라진다는 선행연구와 본 연구와의 차이점 중 가장 큰 부분은 세무이익(TI, 각사업연도소득)을 수작업으로 일일이 자료를 수집하여 실증적인 의미를 더욱 높였다는 점이다. 또한 선행연구에서 현재까지 논의되었던 기업지배구조 변수 중 기업외부의 변수와 기업내부의 변수를 종합적으로 고려하였으며 선행연구에서 기업지배구조 변수로 고려되지 않았던 이사회내 사외이사 비율을 수작업으로 수집하여 변수로 활용하여 기존 연구모형의 누락변수 문제를 고려하였다는 점이다. 그리고 선행연구에서는 조세절감활동액을  $BTD = TA + \varepsilon_{it}$ 의 식에서 TA로 설명되지 않는 부분으로 분석하였지만, 본 연구에서는 회계이익(BI)과 세무이익(TI)의 차이 중 경영자가 통제가능한 부분은 일시적차이므로 양이익의 차이중 기계적차이(영구적차이)를 제외한 부분만을 고려한, 즉,  $BTD - \text{영구적차이} =$

$TA + \varepsilon_{it}$ 의 식에서 TA로 설명되지 않는 부분을 TS일시적차이TA,  $BTD - \text{영구적차이} = DA + \varepsilon_{it}$ 의 식에서 DA(Dechow et al.(1995)의 수정Jones모형의 재량적 발생액)로 설명되지 않는 부분을 TS일시적차이DA로 조세절감활동액을 추가로 정의하고 분석한 점이다.

한국기업을 대상으로 분석한 전주성(2011)의 연구에서는 기관투자자 지분율과 대주주 지분율만 기업지배구조 변수로 보아 분석하였고, 과세소득을 법인세비용/법정세율과 당기법인세부담액/법정세율로 간접적으로 산출하여 사용하였다. 그러나 본 연구는 각사업연도 소득을 직접 수작업으로 모집하여 자료의 신뢰성을 높인 점이 위에서 언급한 차별성 이외에 추가로 차이가 나는 부분이다.

## 2. 연구가설 설정

기업의 경영자는 재무이익을 크게 보고하고 조세를 적게 보고하여 현금부담을 적게 하려는 유인이 있을 수 있는데, 이처럼 조세를 절감하여 이익을 극대화하는 행위를 조세포탈행위, 조세회피행위 및 조세절약행위로 구분할 수 있다.<sup>5)</sup> 본 연구에서는 조세절감활동을 불법적인 탈세를 제외한 조세경감행위로 정의한다.

경영자가 재무이익은 크게 조세는 적게 보고하게 되면 BTD는 커지게 되는데, 이러한 BTD는 이익조정 동기와 조세절감활동으로 나눌 수 있고, BTD중 총발생액으로 설명되지 않는 부분을 조세절감활동으로 정의할 때, 소유와 경영의 분리로 대리인문제가 발생하면 조세절감활동액은 기업가치제고에 활용되지 못할 수도 있다. 오준환(2009)은 대리인문제를 완화시켜 자본시장의 효율성을 제고하는데 활용되는 기업지배구조는 내부지배구조와 외부지배구조로 구분된다고 하였다. 그러므로 본 연구에서는 선행연구와는 다르게 기업지배구조변수 중 기업외부의 변수인 이사회 내 사회이사 비율(이동기 · 조영곤 2001 ; Klein 2000 ; Beasley 1996 ; Menon and Williams 1994), 외국인 지분율(최정호 외 2001), 기관투자자 지분율(이상철 외 2005 ; Desai and Dharmapala 2005, 2006) 기업내부의 변수인 최대주주 및 특수관계인 지분율(Jesen and Mecking 1976 ; Ang et al. 2000 ; Jung and Kwon 2001 ; 이상철 · 최서연 2007)을 종합적으로 고려한다.

Desai et al.(2004)은 조세회피와 기업지배구조 사이에 음(-)의 관련성이 있음을 보고하였다. 정부와 주주는 조세절감활동에 따른 경영자의 혜택(Rent Diversion)을 감소시키려는 공통된 목표가 있는데, 경영자와 주주의 이해관계를 일치시키면 된다고 하였다. 또 세율이 높으면 기업지배구조가 나쁘게 된다고 하였고, 조세벌칙 처벌이 강화되면 기업지배구조가 강화되며 정부의 조세수입과는 양(+)의 관계가 있다고 하였다. 따라서 정부의 조세수입은 기업의 좋은 기업지배구조와 관련성이 있음을 주장하였다고 볼 수 있다. 최학삼(2008)은 한국기업지배구조개선지원센터(CGS)의 2004년부터 2007년까지 상장기업의 공시자료를 이용하여 평가한 기업지배구조개선

5) 이준규 · 김갑순(2008) 『기업의 조세전략과 세무회계연구』, pp.22~24.

에 대한 점수를 이용하여 기업지배구조의 질이 조세회피행위에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 분석결과는 기업지배구조 개선에 대한 이사회부문요소가 조세절감활동과 음(-)의 관계로 유의적이라 하였고, 기업지배구조개선에 대한 감사기구 부문은 조세절감과 양(+)의 관계로 유의적이라 하였으며, 오광욱 외(2008)는 소유경영기업의 경영자의 경우 조세회피가 더욱 크다고 하였다. 또한 박종국·홍영은(2009)은 외국인 지분율은 조세회피와 음(-)의 관계라고 하였고, 박승식 외(2006), 오광욱 외(2008), 권순창 외(2009), 오정택·김영화(2010) 등은 대주주 지분율이 높으면 조세절감활동이 증가한다고 하였다. 따라서 기업지배구조에 따라서 조세절감활동액이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기에 앞서서 기업지배구조 변수가 조세절감활동에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 다음과 같은 탐색적 가설을 설정한다.

[가설 1] 기업지배구조는 조세절감활동에 유의적인 영향을 미친다.

고윤성(2006)은 국내기업을 대상으로 조세절감활동이 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미친다는 연구결과를 제시하였는데, 조세절감활동으로 조세비용이 줄면 현금지출이 감소되기 때문에 투자자에게 귀속될 자원의 양이 증가하기 때문이라고 하였다. Desai and Hines(2002), Seida and Wempe(2003)도 조세절감활동이 기업가치를 증가시킨다고 하였다. 그러나 이러한 연구결과는 전통적 관점에 근거한 결과이며, 소유와 경영이 분리된 상태에서는 경영자의 행위는 투자자와 이해가 일치되지 않을 수도 있으므로 대리인문제의 관점에서 보면 조세절감활동액은 기업가치에 유의적인 영향을 미치지 않을 수도 있다(Desai and Dharmapala 2005, 2006, 2009 ; 전주성 2011). Desai and Dharmapala(2005, 2006)는 경영자의 조세절감활동은 경영자 자신의 혜택(Rent Diversion)과 보완적 관계에 있다고 하였다. 그러므로 경영자의 조세절감활동액은 경영자의 이해관계가 투자자와 일치되지 않을 때는 기업가치의 증가로 이어지지 않을 수 있다. 따라서 본 연구에서는 위의 두가지 관점과 선행연구의 실증결과를 근거로 다음과 같은 조세절감활동과 기업가치 사이의 관련에 대하여 귀무가설을 설정하였다.

[가설 2] 조세절감활동과 기업가치 사이에 유의적인 관련성이 없다.

조세절감활동은 경제적 자원을 정부로부터 기업으로 이전하는 효과가 있다. 고윤성(2006), Desai and Hines(2002) 및 Seida and Wempe(2003) 등은 조세절감활동이 기업가치를 증가시키는 효과가 있다는 연구결과를 보고하였다. 그런데 대리인 이론(Agency Theory)의 관점에서 보면 기업의 경영감시체계나 경영자에 대한 유인체계가 제대로 작동되지 않으면, 조세절감활동액이 주주의 몫인 기업가치로 연결되지 못하고 경영자의 혜택(Rent Diversion)으로 귀결되어 기업가치를 제고시키지 못할 수도 있다. Desai and Dharmapala(2005), Hanlon and Slemrod(2007) 및 Wilson(2009) 등은 조세회피가 기업가치를 감소시키며, 기업지배구조가 우량한 경우에는 조세회피가 기업가치 하락에 미치는 효과가 완화된다고 주장하였다.

이처럼 조세절감활동이 기업가치에 미치는 영향은 기업지배구조와 같은 조절변수의 영향을 제대로 통제하지 않는다면, 명확한 인과관계를 찾기 어렵다. 조세절감활동은 경제적 자원을 정부로부터 기업에게 이전하는 행위인데, 이를 제대로 통제하지 않으면 정부로부터 이전된 자원이 기업이 아닌 경영자 자신의 혜택(Rent Diversion)으로 귀결될 수 있다. 기업지배구조와 같은 경영자에 대한 감시체계는 조세절감활동액이 경영자 자신의 혜택(Rent Diversion)이 아니라 기업가치를 제고하는데 활용될 수 있도록 만드는 역할을 수행할 것이다. 본 연구에서는 이사회 내 사외이사 비율, 외국인 지분율, 기관투자자 지분율, 최대주주 및 특수관계인 지분율 등과 같은 기업지배구조 변수를 조절변수로 사용한다(김명희·김상호 2000 ; 김광윤·김상준 2005 ; 이영한 외 2006 ; 윤태화 외 2006).

이사회 내 사외이사 비율이 증가할수록 지배주주와 경영자의 부당한 의사결정을 저지할 수 있는 힘이 증가된다(이동기·조영곤 2001 ; Klein 2000 ; Beasley 1996 ; Menon and Williams 1994). 외국인 투자자는 투자와 관련한 의사결정 수행 시 기업가치와 경영투명성을 중시하는 경향이 강하며(최정호 외 2001), 기관투자자는 경영자에 대해 효율적인 감시기능을 수행할 수 있다(Desai and Dharmapala 2005, 2006). 이처럼 이사회 내 사외이사비율, 외국인 지분율 및 기관투자자 지분율 등은 경영자를 감시하기 위한 기업의 지배구조 특성으로 파악할 수 있다.

경영자의 지분율이 높아지면 경영자와 주주의 이해가 일치될 수 있다(이해일치가설, Convergence of Interest Hypothesis). 또한 대주주 지분율이 증가할수록 주주와 경영자의 이해가 일치되어 대리인 비용이 감소할 수 있다(Jensen and Meckling 1976 ; Ang et al. 2000 ; Jung and Kwon 2001 ; 이상철·최서연 2007). 반면 경영자에게 상당한 수준의 보수 및 충분한 지분이 주어져서 M&A나 자본시장 압력 등에서 자유로운 경우, 경영자와 주주 사이의 이해가 일치하지 않을 수도 있다(이익침해가설, Entrenchment Hypothesis). 따라서 기업지배구조는 조절변수로서 조세절감활동과 기업가치사이의 관련성에 중요한 영향을 미칠 수 있기 때문에, 다음과 같은 귀무가설을 설정한다.

[가설 3] 기업지배구조는 조세절감활동이 기업가치에 미치는 영향에 관계가 없다.

### III. 표본선정과 변수정의 및 측정

#### 1. 표본선정

2003년부터 2007년까지의 5개년 동안 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 제조기업 중 12월말 결산법인을 연구표본으로 선정하였다. 법인세비용을 계상한 내역이 2007년까지만 각사업년도소득, 영구적차이, 일시적차이가 감사보고서에 공시되어서 자료수집의 한계상 2007년까지

만 표본기간으로 선정하였다. 12월말 결산법인만을 분석 대상으로 선정한 것은 표본의 동질성을 확보하기 위한 것이며, 제조업만을 대상으로 한 것은 제조업을 제외한 금융업 등에 해당하는 기업은 회계원칙이나 재무자료의 속성이 차이가 나기 때문에 비교가능성을 높이기 위하여 제외하였다. 또한 관리대상 종목은 시장의 기능에 의해서 주가 등이 나타나는 것이 아니라 감독당국의 감독에 따라 달라질 수 있으므로 제외하였다. 과세표준이 '0'이하인 기업은 법인세 부담이 없어서 조세절감 활동을 할 유인이 없는 관계로 제외하였다. 또한 통계적 유의성을 확보하기 위하여 산포도를 검토하여 극단치를 제거하였다.<sup>6)</sup>

〈표 1〉 표본 선정과정과 연도 및 산업별 분포

| <패널 A> 표본 선정과정                              |      |      |      |       |      |       |
|---------------------------------------------|------|------|------|-------|------|-------|
| 표본선정기준                                      |      |      |      | 표본수   |      |       |
| 대상 : 2003년부터 2007년까지의 12월말<br>결산기의 거래소의 제조업 |      |      |      | 2,167 |      |       |
| 제외 : 관리대상종목                                 |      |      |      | 35    |      |       |
| 결산월이 12월이 아닌 기업                             |      |      |      | 237   |      |       |
| 당해연도 초도기업                                   |      |      |      | 29    |      |       |
| 과세소득 < 0인 기업                                |      |      |      | 299   |      |       |
| 데이터수집 불가 기업                                 |      |      |      | 256   |      |       |
| 극단치 해당 기업                                   |      |      |      | 28    |      |       |
| 중분류 10개 미만인 기업                              |      |      |      | 129   |      |       |
| 최종분석 표본                                     |      |      |      | 1,154 |      |       |
| <패널 B> 표본의 연도 및 산업별 분포                      |      |      |      |       |      |       |
| 구 분                                         | 2003 | 2004 | 2005 | 2006  | 2007 | 계     |
| 회사수                                         | 215  | 226  | 229  | 233   | 251  | 1,154 |
| 음·식료품 제조업                                   | 20   | 25   | 20   | 19    | 23   | 107   |
| 펄프, 종이 및 종이제품제조업                            | 10   | 12   | 12   | 13    | 13   | 60    |
| 화합물 및 화학제품제조업                               | 64   | 64   | 64   | 66    | 72   | 330   |
| 고무 및 플라스틱제품제조업                              | 11   | 11   | 12   | 11    | 12   | 57    |
| 비금속광물제품제조업                                  | 17   | 16   | 16   | 14    | 10   | 73    |
| 제1차금속산업                                     | 27   | 28   | 27   | 25    | 32   | 139   |
| 기타기계 및 장비제조업                                | 15   | 16   | 21   | 23    | 23   | 98    |
| 기타전기기계 및 전기변환장치제조업                          | 10   | 10   | 13   | 11    | 13   | 57    |
| 전자부품, 영상, 음향 및 통신장비제조업                      | 17   | 20   | 20   | 18    | 17   | 92    |
| 자동차 및 트레일러제조업                               | 24   | 24   | 24   | 23    | 26   | 121   |
| 봉제, 의복 및 모피제품제조업                            | 0    | 0    | 0    | 10    | 10   | 20    |

6) 주요변수는 상하±1%를 이상치(outliers)로 판단하여 제거하였다.

그리고 산업 효과를 통제하기 위하여 한국표준산업분류상 중분류에서 동일산업에 속하는 기업이 10개 미만인 기업을 제외하였다.<sup>7)</sup> 표본선정 과정을 <표 1>의 <패널 A>에 제시하였다. <표 1>의 <패널 B>에는 표본의 연도 및 산업별 분포를 제시하였다. 제시된 최종선정된 기업을 보면 화합물및화학제품제조업 330개 기업, 제1차금속산업 139개 기업, 자동차 및트레일러제조업 121개 기업 등 11개 업종 1,154개 기업이 선정되었다.

## 2. 연구모형

조세절감활동액에 영향을 미치는 기업소유구조 및 기업지배구조 특성을 분석하는 가설1을 검증하기 위하여, 다음과 같은 회귀분석 모형을 설정하였다.

<모형1>

$$\begin{aligned} \text{조세절감활동액} = & \beta_0 + \beta_1 \text{이사회내 사외이사비율} + \beta_2 \text{외국인지분율} + \\ & \beta_3 \text{기관투자자지분율} + \beta_4 \text{최대주주및특수관계인지분율} + \\ & \beta_5 \text{재벌더미} + \beta_6 \text{기업규모} + \beta_7 \text{영업현금흐름} + \beta_8 \text{부채비율} + \\ & \beta_9 \text{연구개발비지출비율} + \beta_{10} \text{자본적지출} + \beta_{11} \text{산업더미} + \\ & \beta_{12} \text{연도더미} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

<모형1>에서 종속변수인 조세절감활동액에 영향을 미치는 독립변수는 기업지배구조 변수이다. 그리고 선행연구에서 조세절감활동액에 영향을 미치는 것으로 파악된 재벌더미, 기업규모, 영업현금흐름, 부채비율, 연구개발비지출비율, 자본적지출 등을 통제변수로 모형에 고려하였다. 또한 산업더미와 연도더미를 포함하여 통제하였다. 위 모형의 회귀계수  $\beta_1 \sim \beta_4$ 의 부호는 선행연구에서 혼재된 결과를 보이므로 부호의 방향을 예측하지 않았다.

조세절감활동이 기업가치에 미치는 영향에 대한 가설2를 검증하기 위하여, 다음의 회귀분석 모형을 설정하였다.

<모형2>

$$\begin{aligned} \text{Tobin's Q} = & \beta_0 + \beta_1 \text{조세절감활동액} + \beta_2 \text{연구개발비지출비율} + \beta_3 \text{광고비지출비율} + \\ (\text{또는 M/B}) & \beta_4 \text{영업위험} + \beta_5 \text{재벌더미} + \beta_6 \text{기업규모} + \beta_7 \text{기업연령} + \beta_8 \text{부채비율} + \\ & \beta_9 \text{영업현금흐름} + \beta_{10} \text{매출액성장률} + \beta_{11} \text{Volatility} + \beta_{12} \text{산업더미} + \\ & \beta_{13} \text{연도더미} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

7) 10개 미만인 기업을 ‘기타산업’으로 묶어서 분석한 결과도 결과는 동일하였다.

<모형2>에서  $\beta_1$ 은 종속변수에 양 혹은 음의 영향을 미칠 것이다. 전통적 입장에서는 양(+), 대리인문제의 입장에서는 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

기업지배구조가 조세절감활동과 기업가치 사이의 관련성에 미치는 영향에 대한 가설3을 검증하기 위하여, 다음의 회귀분석 모형을 설정하였다.

#### <모형3>

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{조세절감활동액} + \beta_2 \text{이사회내사외이사비율} + \beta_3 \text{외국인지분율} + \\ (\text{또는 M/B}) & \beta_4 \text{기관투자자지분율} + \beta_5 \text{최대주주및특수관계인지분율} + \beta_6 \text{조세절감활동액} \times \\ & \text{이사회내사외이사비율} + \beta_7 \text{조세절감활동액} \times \text{외국인지분율} + \beta_8 \text{조세절감활동액} \times \\ & \text{기관투자자지분율} + \beta_9 \text{조세절감활동액} \times \text{최대주주및특수관계인지분율} + \\ & \beta_{10} \text{연구개발비지출비율} + \beta_{11} \text{광고비지출비율} + \beta_{12} \text{영업위험} + \beta_{13} \text{재벌더미} \\ & + \beta_{14} \text{기업규모} + \beta_{15} \text{기업연령} + \beta_{16} \text{부채비율} + \beta_{17} \text{영업현금흐름} + \beta_{18} \text{매출} \\ & \text{액성장률} + \beta_{19} \text{Volatility} + \beta_{20} \text{산업더미} + \beta_{21} \text{연도더미} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

<모형2>에서 종속변수인 기업가치에 영향을 미치는 독립변수는 조세절감활동액과 기업지배구조 변수의 상호작용항이다. 상호작용항의 회귀계수  $\beta_6 \sim \beta_9$ 의 부호는 유의적인 양의 값을 가질 것으로 예상된다. 왜냐하면 기업지배구조가 강화되어 경영자의 조세절감활동 수행과정에 대하여 기업 내부의 감시가 강화되는 경우, 조세절감활동이 기업가치를 향상시키는데 공헌할 수 있기 때문이다.

### 3. 변수의 정의와 측정

#### 가. 종속변수, 독립변수 및 조절변수

기업가치는 Tobin's Q를 사용하여 측정한다.<sup>8)</sup> Tobin's Q는 기업의 시장가치 대 자산 대체원가의 비율로서, 기업이 자산의 효율적 활용을 통한 양(+)의 순현재가치를 갖는 투자기회를 보유하거나 미래 성장성이 높은 연구기술개발 투자를 한 경우, 또는 브랜드 및 기술력 등의 무형자산을 많이 가지고 있는 경우에, 기업의 시장가치가 자산의 대체원가에 비하여 높게 나타나서 Tobin's Q도 높게 나타나게 된다. Tobin's Q 계산 과정에서 분자는 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액 그리고 부채의 장부가액의 합으로 계산한다. 이 때 보통주의 시장가치는 종가(측정년

8) Tobin's Q는 측정상의 어려움 때문에 수정된 Tobin's Q는 Chung and Pruitt(1994)를 사용하며 이는 {(보통주시장가치+우선주종가시장가치+부채장부가액)/자산장부가액}을 사용하거나(김우택 외 1993; 신현한 외 2004; 고윤성 2006; 김정옥·배길수 2009), 우선주종가 시장가치 대신 우선주 장부가액을 사용하기도 한다(최정호·이정우 2008 외 다수).

도 말인 12월 31일자의 증가)를 사용하여 계산한다. 부채의 추정 시장가치는 추정상의 어려움과 시장가치와 장부가액의 차이가 크지 않다는 점을 감안하여 부채의 장부가액을 사용한다. Tobin's Q에서 분모는 자산의 대체원가를 사용하여야 하나, 대부분의 경우 대체원가를 추정하기 어렵기 때문에 자산의 장부가액을 사용한다. 기업가치를 측정하는 추가 변수로 자기자본의 장부가액 대비 시장가치비율(Market-to-Book Ratio, M/B)을 사용하였다.<sup>9)</sup> 자기자본의 장부가액 대비 시장가치의 비율(Market-to-Book Ratio, M/B)은 개별기업의 자본규모에 대비한 주가의 시장가치 측정치를 의미한다.

$$\text{Tobin's Q} = (\text{보통주의 증가 시장가치} + \text{우선주 장부가액} + \text{부채의 장부가액}) / \text{총자산의 장부가액}$$

$$\text{M/B} = \text{순자산의 시장가치} / \text{순자산의 장부가액}$$

Desai and Dharmapala(2006)는 조세절감활동을  $\text{BTD}_{it} = \text{TA}_{it} + \varepsilon_{it}$ 의 회귀식에서 연도별로 TA(총발생액=당기순이익-영업현금흐름)로 설명되지 않는 부분(잔차)으로 정의하였다. 본 연구에서도 Desai and Dharmapala(2006)의 정의와 같이, 보고이익의 차이(BTD) 가운데 이익조정으로 설명되지 않는 부분을 조세절감활동액<sup>10)</sup>으로 정의하였다. 이 때 BTD 및 TA는 기초총자산으로 나누어 표준화하였다.

이익조정은 재무보고 이익은 발생주의에 근거한 것인 반면, 세무보고 이익은 현금주의와 권리·의무 확정주의에 근거하고 있으므로 재량적 발생액으로 측정하는 것보다는 총발생액으로 측정하는 것이 더 합리적인 것으로 판단된다. 즉, 총발생액으로 이익조정 부분을 측정하면 조세절감활동액은 보다 더 엄격해질 것이므로, 이에 근거한 분석은 통계적으로 보다 더 의미 있는 해석을 할 수 있다고 사료되기 때문이다. 여기서 보고이익의 차이(BTD)는 “회계이익-세무이익”인데, 회계이익은 법인세비용차감전순이익이며 세무이익은 각사업연도소득이다. 세무조정 사항이 없다면 법인세비용차감전순이익과 각사업연도소득이 일치하기 때문이다.

Desai and Dharmapala(2006)의 조세절감활동액의 측정치를 보완하여, 다음과 같은 추가적인 조세절감활동액을 추가로 정의하고 측정한다. 첫째, “{BTD-(회계이익과 세무이익 간의 기계적 차이 = 영구적차이)} = TA +  $\varepsilon_{it}$ ”라는 회귀식에서의 잔차( $\varepsilon_{it}$ )를 TS일시적차이TA로 정의한 후 측정한다. 회계이익과 세무이익의 차이 중 기계적 차이(영구적 차이)는 경영자가 통제하기가 거의 불가능하므로, 결국 경영자의 조세절감활동은 양 이익의 일시적 차이에서 발생할 수 있기 때

9) M/B(Market-to-Book Value)는 Black et al.(2003), Kanagaretnam et al.(2004), 신현한 외(2004), 고운성(2006), 고운성(2009), 손평식(2010) 등이 기업가치 변수로 사용하였다.

10) Dyreng et al.(2008)은 현금지출수반 유효법인세율을 사용하여 조세회피성향을 측정하였고, Frank et al.(2004)은 조세회피에 보다 유용한 수단으로 인식되는 영구적 차이 중 조세회피와 무관한 부분을 통제하여 회귀 모형을 통해 추정된 잔차를 조세회피의 측정치로 사용하였다.

문이다.

둘째, “ $\{BTD - (\text{회계이익과 세무이익 간의 기계적 차이} = \text{영구적차이})\} = DA + \varepsilon_{it}$ ”라는 회귀식에서 잔차( $\varepsilon_{it}$ )를 TS일시적차이DA로 정의한 후 측정하고자 한다. 여기서 DA는 Dechow et al.(1995)이 제안한 수정Jones 모형의 재량적 발생액(Discretionary Accruals : DA)이다.

기업지배구조 변수는 이사회 내 사외이사 비율, 외국인 지분율, 기관투자자 지분율, 최대주주 및 특수관계인 지분율 등으로 측정한다(김명희·김상호 2000 ; 김광윤·김상준 2005 ; 이영환 외 2006 ; 윤태화 외 2006). 소유와 경영의 분리로 나타나는 대리인문제를 완화시켜 자본시장의 효율성을 제고하는데 활용되는 기업지배구조는 내부지배구조와 외부지배구조로 구분된다(오준환 2009). 본 연구에서는 선행연구에서 활용된 내부 및 외부지배구조 변수를 종합적으로 고려한다.

이사회 내 사외이사 구성비율은 사업보고서상에서 매년도 12월 31일 현재 사외이사 수를 총 등기이사수로 나누어 계산한다. 이사회 내에서 사외이사 비중이 증가할수록 지배주주와 경영자의 부당한 의사결정을 저지할 수 있는 힘이 증가될 수 있다(이동기·조영곤 2001 ; Klein 2000 ; Beasley 1996 ; Menon and Williams 1994).

외국인 지분율은 매년도 12월 31일 현재의 외국인 개인투자자 및 기관이 보유하고 있는 보통주 주식수의 합을 기업의 총발행주식수로 나누어 계산한다. 국내 자본시장이 개방되면서 외국인 투자의 폭이 확대되어 주가변동에 큰 영향을 미치고 있으며, 외국인 투자자는 국내 투자자에 비해 상대적으로 높은 수익을 올리고 있다(최정호 외 2001). 또한 외국인 투자자는 투자와 관련한 의사결정 수행 시 기업가치와 경영투명성을 중시하는 경향이 강하다. 따라서 외국인 투자자의 지분이 높은 기업의 경우 경영진의 경영활동에 대한 감시활동을 효과적으로 수행할 것으로 본다.

기관투자자 지분율은 표본기간 동안의 매년도 12월 31일 현재의 이상철 외(2005)의 연구와 같이 금융기관, 증권회사, 보험회사가 보유하는 보통주 주식수의 합을 기업의 총발행주식수로 나누어 계산한다. 기관투자자의 역할에 대해서는 아직 명확한 결론이 내려진 바는 없다. Brickley et al.(1988)은 외부대주주인 기관투자자들이 경영진에 대하여 효율적인 감시기능을 수행하기 보다는 경영자가 원하는 방향으로 의결권을 행사한다는 실증연구 결과를 보고하였다. 권영도(2007)도 기관투자자는 이익의 질을 높이는데 충분한 역할을 하지 않는데, 장기적 관점에서 투자수익을 추구하기 위해서 경영자와의 우호관계를 유지하기 때문이라고 하였다. 이에 반해 Desai and Dharmapala(2005, 2006)의 연구결과에 의하면 기관투자자는 효율적인 감시기능을 수행하고 있음을 보여주고 있다. 국내 연구에서도 김주현(1992)은 기관투자자의 역할이 부정적임을 보고한 반면, 김영숙·이재춘(2000)은 기관투자자의 긍정적인 역할을 보고하였다.

최대주주 및 특수관계인 지분율은 매년도 12월 31일 현재의 최대주주 및 그 특수관계인의 주식수의 합을 총발행주식수로 나눈 비율인데, 이러한 최대주주 및 특수관계인은 소액주주와 이해

가 일치하지 않을 수도 있으며, 소액주주와 이해가 일치할 수도 있을 것이다. 즉, 경영자의 지분율이 높아지면 소액주주와 이해가 일치되며(Convergence of interest hypothesis), 상당한 수준의 보수 및 충분한 지분이 확보되어 M&A나 자본시장 압력 등에서 자유로워지면 소액주주의 이해와 일치하지 않을 수도 있다(Entrenchment hypothesis). 대주주 지분율이 증가할수록 주주와 경영자의 이해가 일치되어 대리인비용이 감소할 수 있다고 선행연구는 밝히고 있다(Jensen and Mecking 1976 ; Ang et al. 2000 ; Jung and Kwon 2001 ; 이상철 · 최서연 2007).

#### 나. 통제변수

조세절감활동액에 영향을 미치는 통제변수로 재벌더미, 기업규모, 부채비율, 영업현금흐름, 투자수준(연구개발비지출비율과 자본적지출) 등을 고려한다(Desai and Dharmapala 2005, 2006 ; 오광욱 외 2008 ; 박종국 · 홍영은 2009). 기업가치에 영향을 미치는 통제변수로는 연구개발비 지출비율, 광고비 지출비율, 영업위험, 30대 재벌더미, 기업규모, 기업연령, 부채비율, 영업현금흐름, 매출액성장률, 주가변동성(주가 수익률의 60개월의 표준편차) 등을 고려한다(Black et al. 2003 ; Desai and Dharmapala 2005, 2006 ; 고윤성 2006 ; 최정호 · 이정우 2008).

연구개발비 지출비율은 당기의 연구개발비를 매출액으로 나눈 비율로서 기업의 미래수익성을 판단하는 지표이다. 연구개발비는 손익계산서 및 제조원가명세서상의 개발비 및 경상연구개발비의 합<sup>11)</sup>이다. 연구개발비 지출비율은 장기적 투자성향의 대용변수라고 볼 수 있다. 연구개발비 지출비율과 기업가치 및 조세절감활동과는 양(+ )의 관계가 예측된다.

광고비 지출비율은 당기 광고비를 매출액으로 나눈 비율로 기업의 단기적 투자 정책으로 볼 수 있다. 광고비는 손익계산서상의 광고비의 합이다. 광고비 지출비율은 기업가치와 양(+ )의 관계가 예측된다.

영업위험은 매출채권과 재고자산의 연간평균을 총자산으로 나눈 것으로, 기업가치에는 부정적인 영향을 미친다. 따라서 영업위험과 기업가치와는 음(-)의 관련성이 예측된다.

30대 재벌더미는 공정거래위원회가 자산총액을 기준으로 지정한 상위 30대 대규모 기업집단 소속회사 현황을 참조하여 구분한다. 즉 해당기업이 30대 대규모 기업집단에 소속된 계열사인 경우 '1'의 값을 부여하고 그렇지 않은 경우 '0'의 값을 부여한다. 재벌기업은 독립된 기업보다 계열사 간 소득이전을 통해 조세부담을 최소화하고 있음을 박종국과 김혁(2007)은 밝혔다. 그러므로 조세절감활동과 양(+ )의 관계가 예측된다.

기업규모는 매출액에 자연로그를 취한 값으로 측정한다. 보통 기업의 규모는 총자산의 자연로그를 사용하여 분석하지만 종속변수에 자산총계를 사용하므로 의사상관관계(Spurious Correlation) 때문에 매출액의 자연로그를 사용한다. Mills(1998)는 규모가 큰 기업들은 조세전략에 따른 비용

11) 연구개발비를 재무상태표의 개발비증가액과 손익계산서 및 제조원가명세서상의 개발비 및 경상연구개발비의 합으로 하여 분석하여도 표로서는 제시되지 않았지만 실증분석 결과는 마찬가지였다.

이 낮다고 하였다. 따라서 기업규모와 조세절감활동은 양(+)의 관계가 예측된다.

기업의 연령은 설립 이후 경과연수에 자연로그를 취한 값으로 측정한다. Khanna and Palepu (1999)의 연구에서는 기업의 연령이 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

부채비율은 부채총액을 총자산으로 나눈 값이다. 선행연구에서는 부채비율과 기업가치 간에 양(+)의 상관관계가 존재한다고도 주장하였고(Modigliani and Miller 1963 ; Ross 1977), Myers (1984)는 기업가치에 음(-)의 영향을 미친다고도 하였다. 이자비용 때문에 조세가 절감되므로 조세절감활동과는 음(-)의 관계가 예측된다.

영업현금흐름은 당기순이익에서 총발생액을 차감하여 구한다. 그리고 표준화하기 위하여 기초총자산으로 나눈다. 영업현금흐름은 기업가치와 양(+)의 관련성이 예상되는데, 그 이유는 영업현금흐름이 좋으면 기업의 이익창출에 기여하는 자원이 많아질 것이기 때문이다(Francis et al. 2005 ; Ecker et al. 2006). 그리고 유동성이 부족할수록 조세절감활동에 적극적일 것이므로 조세절감활동과는 음(-)의 관련성이 예측된다.

매출액 성장률은 당기 매출액에서 전기 매출액을 차감한 값을 전기 매출액으로 나누어 측정한다. 매출액 성장률이 높을수록 당연히 이익창출이 많이 될 것이기 때문에 기업가치와 양(+)의 관련성이 예측된다.

자본적지출은 유형자산에서 건설중인 자산과 토지를 차감한 금액을 기초총자산으로 표준화한 것으로 이는 투자세액공제 및 감가상각을 통한 조세절감활동을 할 수 있어 조세절감활동과 양(+)의 관련성이 예측된다.

수익률의 변동성을 나타내는 변수로 60개월 간의 주가변동성을 고려한다. 이는 주가수익률의 60개월간 변동성의 표준편차인데, 위험이 높을수록 수익률이 높을 가능성이 있으므로 기업가치와 양(+)의 관계가 예측된다.

해당 산업 및 연도에 속하는 경우에 발생하는 효과를 분리하기 위해 산업 및 연도를 더미변수로 측정하며, 해당 산업 및 연도에 해당되는 경우 '1'의 값을 부여하고 그렇지 않은 경우 '0'의 값을 부여한다.

## IV. 실증분석 결과

### 1. 표본에 대한 기술통계와 상관관계

<표 2>는 각 변수의 기술통계량을 보여주고 있다. TS의 평균이 '0'이 아닌 이유는 주요변수는 상·하  $\pm 1\%$ 의 outliers를 제거하였기 때문이며, Tobin's Q와 M/B는 그 평균이 거의 비슷하므로 비슷한 속성을 가진 측정치임을 알 수 있다.

〈표 2〉 기술통계량

| 구 분       | N     | 평균      | 중위수     | 표준편차    | 최소값     | 최대값      |
|-----------|-------|---------|---------|---------|---------|----------|
| TS        | 1,154 | 0.0026  | 0.0054  | 0.0495  | -0.2273 | 0.2219   |
| TS일시적차이TA | 1,154 | 0.0000  | 0.0101  | 0.0684  | -0.7908 | 0.3522   |
| TS일시적차이DA | 1,154 | 0.0000  | 0.0099  | 0.0682  | -0.7902 | 0.3512   |
| Tobin's Q | 1,154 | 0.9145  | 0.8090  | 0.4826  | 0.1400  | 4.4000   |
| M/B       | 1,154 | 0.9744  | 0.7058  | 0.9480  | 0.0200  | 11.0700  |
| DONR      | 1,154 | 32.8119 | 28.5714 | 10.3556 | 14.2900 | 87.5000  |
| FNR       | 1,154 | 11.6569 | 4.2100  | 15.9532 | 0.0000  | 92.9700  |
| INSTR     | 1,154 | 4.5867  | 1.6950  | 7.7298  | 0.0000  | 70.4000  |
| MAXEQ     | 1,154 | 41.9494 | 41.8550 | 15.8729 | 0.0000  | 89.1400  |
| RD        | 1,154 | 0.0117  | 0.0023  | 0.0699  | 0.0000  | 2.3000   |
| AD        | 1,154 | 0.0098  | 0.0010  | 0.0263  | 0.0000  | 0.4600   |
| PPE       | 1,154 | 0.2335  | 0.2040  | 0.1394  | 0.0100  | 1.5700   |
| RISK      | 1,154 | 0.3041  | 0.2922  | 0.1322  | 0.0300  | 0.7600   |
| CHAEBEOL  | 1,154 | 0.1100  | 0.0000  | 0.3160  | 0.0000  | 1.0000   |
| SIZE      | 1,154 | 26.1659 | 25.9372 | 1.3929  | 22.6900 | 31.7800  |
| AGE       | 1,154 | 30.0500 | 35.0000 | 13.4410 | 2.0000  | 85.0000  |
| DEBTR     | 1,154 | 0.4098  | 0.4099  | 0.1738  | 0.0610  | 0.9800   |
| CFO       | 1,154 | 0.0664  | 0.0619  | 0.0811  | -0.6660 | 0.7060   |
| SALESR    | 1,154 | 0.1061  | 0.0726  | 0.3146  | -0.6570 | 6.3070   |
| VOL       | 1,154 | 45.3244 | 42.4200 | 14.9802 | 16.5700 | 123.0500 |

주) TS(조세절감활동액), TS일시적차이TA, TS일시적차이DA :  $BTD = TA + \varepsilon_{it}$ ,  $BTD$ -영구적차이  
 $= TA + \varepsilon_{it}$ ,  $BTD$ -영구적차이  $= DA + \varepsilon_{it}$ 에서 TA 및 DA로 설명하지 못하는 잔차  
Tobin's Q : (보통주 종가시가+우선주 장부금액+부채의 장부금액)/자산의 장부금액  
M/B : (보통주의 종가시가+우선주 장부금액)/자기자본의 장부금액, DONR : 사외이사 비율(사외이사/총이사수), FNR : 외국인 지분율, INSTR : 기관투자자 지분율, MAXEQ : 최대주주 및 그와 특수관계 있는 자의 지분율, RD : 연구개발비/매출액, AD : 광고비/매출액, PPE : 자본적지출액(유형자산-토지-건설중인자산)/기초총자산, RISK : (영업위험) : (기초의 매출채권+기말의 매출채권+기초의 재고자산+기말의 재고자산)/2/자산총계, CHAEBEOL : 30대 재벌기업이면 '1', 아니면 '0'인 더미변수, SIZE : 매출액의 자연로그, AGE : 기업연령, DEBTR(부채비율) : 부채총계/자산총계, CFO(영업현금흐름) : 영업현금흐름/기초총자산, SALESR(매출액성장율) : (당기 매출액-전기 매출액)/전기 매출액, VOL : 주가수익률의 60개월의 표준편차

사외이사 비율(DONR)은 최소 14%에서 최대 88%까지이며 평균 33%로서 이사회구성원의  $\frac{1}{3}$ 이 사외이사다. 외국인 지분율(FNR)은 0%~92.97%이며 평균 11.66%로서 주주의 10% 이상이 외국인 지분율임을 알 수 있다. 기관투자자 지분율(INSTR)은 0%~70.40%이며 평균 4.59%로서 외국인 지분율의 절반에도 미치지 못하고 있다. 최대주주 및 특수관계인 지분율(MAXEQ)은 0%~89.14%이며 평균 41.95%로서 지분율이 높음을 알 수 있다. 연구개발비 지출액(RD)은 매출액 대비 평균 1.17%이며, 광고비 지출액(AD)은 매출액 대비 약 1%수준이다. 자본적 지출은 기초총자산대비 평균 23.35%로서 제조업의 특성상 설비투자가 많음을 알 수 있다. 영업위험(RISK)은 약 30%로서 총자산 중 재고자산과 매출채권으로 약 30% 정도가 투자되고 있음을 보여주고 있으며, 표본기업의 약 11%가 재벌기업(CHAEBEOL)이다.

매출액(SIZE)은 최소값(최대값)은 71억원(63조1,760억원)이고, 그 평균은 1조 645억원이다. 매출액의 자연로그 값은 <표 2>에 제시된 바와 같다. 기업의 연령(AGE)은 최소 2년에서 85년까지이고 평균은 30년으로서 비교적 기업의 연령이 높음을 알 수 있다. 부채비율(DEBTR)은 6.1%에서 98%까지이며 평균은 41%정도로서 IMF이후에 재무구조가 상당히 건실해졌음을 알 수 있다. 영업현금흐름(CFO)은 기초총자산 대비 약 6.7%이다.

매출액 성장율(SALESR)은 평균 10.61%로서 매년 상당 수준 신장하고 있음을 알 수 있다. 주주이익률변동(VOL)은 약 45%로서 그 변동폭이 상당히 크다고 할 수 있다.

<표 3>은 각 변수의 피어슨 상관관계를 나타내고 있다. 패널A에서 TS와 TS일시적차이TA, TS일시적차이DA는 상당히 상관관계가 높으며 서로 양(+)의 관계로 유의적이고, 특히 TS일시적차이TA와 TS일시적차이DA는 거의 상관관계가 “1”이다. 기업지배구조 변수인 사외이사 비율, 외국인 지분율, 기관투자자 지분율, 최대주주 및 특수관계인 지분율을 보면 사외이사 비율, 외국인 지분율, 기관투자자 지분율은 기업 외부의 변수로서 서로 양(+)의 관계이며 이는 통계적으로 유의(기관투자자 지분율과 외국인 지분율은 비유의적임)한데 당연한 결과라고 생각된다. 기업 내부 변수인 최대주주 및 특수관계인 지분율과는 음(-)의 관계이며 통계적으로 유의하다. 조세절감활동액과 기업지배구조 변수의 관계를 보면 외국인 지분율과 최대주주 및 특수관계인 지분율은 양(+)의 관계로 유의적이다. 외국인 지분율이 양(+)의 관계로 유의적인 것은 박종국·홍영은(2009)의 결과는 반대이며, 사외이사 비율은 TS와는 양(+)의 관계로 유의적이거나 다른 두가지 측정치와는 음(-)의 관계로 비유의적이다. 조세절감활동액과 통제변수간의 상관관계를 보면, 재벌기업(대규모기업집단)과 회사의 규모가 클수록 조세절감활동을 더 하며, 예상과 달리 영업현금흐름이 좋아도 조세절감활동을 하는데 이는 조세절감활동이 예상보다 광범위함을 보여준다 하겠다. 또한 자본적지출이 많을수록 감가상각비와 세액공제 등으로 조세절감활동을 하며 양(+)의 관계로 유의적이지만, 예상과 달리 연구개발비 지출이 많으면 조세절감활동을 하지 아니하며 음(-)의 관계로 비유의적이고, 부채비율이 높을수록 음(-)의 관계이지만 비유의적이었다.

패널B에서는 가설2와 가설3의 검증과 관련하여 기업가치와 그 영향 변수들간의 상관계수들이 제시된다. 먼저 Tobin's Q와 M/B는 상관관계가 0.840이므로 두 변수가 기업가치를 나타내는 변수로서 서로 보완적으로 사용될 수 있음을 시사한다. Tobin's Q 및 M/B와 각 변수들의 상관관계를 보면 사외이사 비율, 외국인 지분율, 기관투자자 지분율은 각각 Tobin's Q(M/B)와 0.194(0.177), 0.292(0.222), 0.056(0.061)이며 양(+)의 관계로 유의적이며, 최대주주 및 특수관계인 지분율은 Tobin's Q(M/B)와 상관계수가 0.138(0.106)이며 음(-)의 부호를 보이며 통계적으로 유의하다. 사외이사 비율, 외국인 지분율, 기관투자자 지분율이 높을수록 기업에 대한 감시 감독이 강화되어 기업가치가 올라가므로 양(+)의 상관관계를 보이는 것은 예상과 같으나, 최대주주 및 특수관계인 지분율이 높을수록 기업가치가 낮아지는 상관관계는 최대주주 및 특수관계인의 이해가 일반 주주의 이해와 일치되지 아니한다는 것을 보여주는 것이라고 하겠다. 또한 조세절감활동액과 기업지배구조 변수의 상호작용향을 보면  $TS \times DONR$ 은 Tobin's Q와 M/B 모두 비유의적이고,  $TS \times FNR$ 은 양(+)의 관계로 유의적,  $TS \times INSTR$ 은 M/B와 양(+)의 관계로 유의적이거나,  $TS \times MAXEQ$ 는 M/B와 음(-)의 관계로 유의적이다. 나머지 통제변수의 결과는 예측과 거의 같다. 그러나 이상의 단변량 분석으로는 가설2와 가설3을 검증하는 것이 한계가 있으므로 다변량회귀분석을 실시한다.

〈표 3〉 피어슨 상관분석표

| 〈패널A〉 조세절감활동액과 기업지배구조간의 상관관계수(기설1) |                      |                      |                      |                       |                       |                      |                       |                      |                      |                       |                      |        |    |
|------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|--------|----|
|                                    | 1                    | 2                    | 3                    | 4                     | 5                     | 6                    | 7                     | 8                    | 9 <sup>(2)</sup>     | 10                    | 11                   | 12     | 13 |
| 1. TS                              | 1                    |                      |                      |                       |                       |                      |                       |                      |                      |                       |                      |        |    |
| 2. TS일시적차이TA                       | 0.591 <sup>***</sup> | 1                    |                      |                       |                       |                      |                       |                      |                      |                       |                      |        |    |
| 3. TS일시적차이DA                       | 0.594 <sup>***</sup> | 0.999 <sup>***</sup> | 1                    |                       |                       |                      |                       |                      |                      |                       |                      |        |    |
| 4. DONR                            | 0.117 <sup>***</sup> | -0.026               | -0.029               | 1                     |                       |                      |                       |                      |                      |                       |                      |        |    |
| 5. FNR                             | 0.110 <sup>***</sup> | 0.050 <sup>*</sup>   | 0.050 <sup>*</sup>   | 0.211 <sup>***</sup>  | 1                     |                      |                       |                      |                      |                       |                      |        |    |
| 6. INSTR                           | 0.038                | 0.038                | 0.033                | 0.101 <sup>***</sup>  | 0.046                 | 1                    |                       |                      |                      |                       |                      |        |    |
| 7. MAXEQ                           | 0.074 <sup>**</sup>  | 0.049 <sup>*</sup>   | 0.049 <sup>*</sup>   | -0.177 <sup>***</sup> | -0.068 <sup>**</sup>  | -0.063 <sup>**</sup> | 1                     |                      |                      |                       |                      |        |    |
| 8. CHAEBOEL                        | 0.141 <sup>***</sup> | 0.124 <sup>***</sup> | 0.122 <sup>***</sup> | 0.428 <sup>***</sup>  | 0.311 <sup>***</sup>  | -0.076 <sup>**</sup> | -0.146 <sup>***</sup> | 1                    |                      |                       |                      |        |    |
| 9. SIZE <sup>(2)</sup>             | 0.164 <sup>***</sup> | 0.186 <sup>***</sup> | 0.182 <sup>***</sup> | 0.00002               | 0.00003               | -0.00005             | -0.00001              | 0.321 <sup>***</sup> | 1                    |                       |                      |        |    |
| 10. CFO                            | 0.311 <sup>***</sup> | 0.137 <sup>***</sup> | 0.144 <sup>***</sup> | 0.112 <sup>***</sup>  | 0.252 <sup>***</sup>  | 0.016                | -0.017                | 0.130 <sup>***</sup> | 0.132 <sup>***</sup> | 1                     |                      |        |    |
| 11. DEBTR                          | -0.036               | -0.003               | -0.008               | 0.128 <sup>***</sup>  | -0.169 <sup>***</sup> | 0.006                | -0.137 <sup>***</sup> | 0.099 <sup>***</sup> | 0.288 <sup>***</sup> | -0.146 <sup>***</sup> | 1                    |        |    |
| 12. RD                             | -0.036               | -0.037               | -0.037               | 0.007                 | 0.007                 | -0.001               | -0.063 <sup>**</sup>  | 0.016                | -0.006               | 0.032 <sup>*</sup>    | 0.004                | 1      |    |
| 13. PPE                            | 0.126 <sup>***</sup> | 0.069 <sup>***</sup> | 0.052 <sup>*</sup>   | 0.087 <sup>***</sup>  | 0.091 <sup>***</sup>  | 0.036                | 0.097 <sup>***</sup>  | 0.269 <sup>***</sup> | 0.207 <sup>***</sup> | -0.001                | 0.236 <sup>***</sup> | -0.018 | 1  |

주) 1. \*\*\*, \*\*, \*는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함.

2. TS(조세절감활동액), TS일시적차이TA, TS일시적차이DA :  $BTD = TA + \varepsilon_{it}$ ,  $BTD - \text{영구적차이} = TA + \varepsilon_{it}$ ,  $BTD - \text{영구적차이} = DA + \varepsilon_{it}$ 에  
 서 TA 및 DA로 설명하지 못하는 잔차, DONR : 사외이사 비율(사외이사/총이사수), FNR : 외국인 지분율, INSTR : 기관투자자 지분율,  
 MAXEQ : 최대주주 및 그와 특 수관계있는 자의 지분율, SIZE : 매출액의 자연로그, CFO(영업현금흐름) : 영업현금흐름/기초총자산, DEBTR  
 (부채비율) : 부채총계/자산총계, RD : 연구 개발비/매출액, PPE : 자본적지출액(유형자산-토지-건설중인자산)/기초총자산

12) SIZE는 DONR, FNR, INSTR, NAXEQ와의 해크만 two-stage regression으로 산출한 값이다.

〈표 3〉 피어슨 상관분석표 (계속)

| 〈패널B〉 Tobin's Q 및 MB와 가설 2와 가설3의 검증에 관련된 변수 |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |          |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
|---------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|---------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----|
|                                             | 1         | 2         | 3         | 4         | 5         | 6         | 7         | 8         | 9         | 10        | 11        | 12       | 13        | 14      | 15       | 16        | 17       | 18        | 19        | 20        | 21       | 22       | 23 |
| 1. TS                                       | 1         |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |          |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 2. TS일시적차이TA                                | 0.591***  | 1         |           |           |           |           |           |           |           |           |           |          |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 3. TS일시적차이DA                                | 0.594***  | 0.999***  | 1         |           |           |           |           |           |           |           |           |          |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 4. Tobin's Q                                | -0.024    | -0.041    | -0.044    | 1         |           |           |           |           |           |           |           |          |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 5. MB                                       | -0.052*   | -0.069**  | -0.071**  | 0.840***  | 1         |           |           |           |           |           |           |          |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 6. DONR                                     | 0.117***  | -0.026    | -0.029    | 0.194***  | 0.177***  | 1         |           |           |           |           |           |          |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 7. FNR                                      | 0.110***  | 0.050*    | 0.050*    | 0.292***  | 0.222*    | 0.211***  | 1         |           |           |           |           |          |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 8. INSTR                                    | 0.038     | 0.038     | 0.033     | 0.056*    | 0.061**   | 0.101***  | 0.046     | 1         |           |           |           |          |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 9. MAXEQ                                    | 0.074**   | 0.049*    | 0.049*    | -0.138*** | -0.106*** | -0.177*** | -0.068**  | -0.063**  | 1         |           |           |          |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 10. TS+DONR                                 | 0.956***  | 0.564***  | 0.565***  | 0.013     | -0.025    | 0.190***  | 0.142***  | 0.045     | 0.050     | 1         |           |          |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 11. TS+FNR                                  | 0.607***  | 0.350     | 0.349***  | 0.088**   | 0.064**   | 0.204***  | 0.241***  | 0.026     | -0.039    | 0.659***  | 1         |          |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 12. TS+INSTR                                | 0.443*8   | 0.331***  | 0.327***  | 0.0003    | 0.052*    | 0.087***  | 0.048     | 0.239***  | 0.011     | 0.0446*** | 0.314***  | 1        |           |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 13. TS+MAXEQ                                | 0.923***  | 0.555***  | 0.559***  | -0.039    | -0.063**  | 0.086***  | 0.060**   | 0.034     | 0.078***  | 0.853***  | 0.531***  | 0.382*** | 1         |         |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 14. RD                                      | -0.036    | -0.037    | -0.037    | 0.061**   | 0.057     | 0.007     | 0.007     | -0.001    | -0.063**  | -0.029    | -0.024    | -0.023   | -0.036    | 1       |          |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 15. AD                                      | -0.104*** | -0.143*** | -0.142*** | 0.155***  | 0.170***  | -0.007    | 0.104***  | -0.005    | -0.067*** | -0.087*** | -0.028    | -0.025   | -0.104*** | 0.059** | 1        |           |          |           |           |           |          |          |    |
| 16. RISK                                    | -0.166*** | -0.118**  | -0.113*** | -0.040    | -0.008    | -0.186*** | -0.239*** | -0.074**  | -0.059**  | -0.171*** | -0.168*** | -0.079** | -0.130*** | 0.060** | 0.097*** | 1         |          |           |           |           |          |          |    |
| 17. CHAEBEOL                                | 0.141***  | 0.124***  | 0.122***  | 0.252***  | 0.226***  | 0.428***  | 0.311***  | 0.076**   | -0.146*** | 0.186***  | 0.231***  | 0.085*** | 0.111***  | 0.016   | 0.020    | -0.265*** | 1        |           |           |           |          |          |    |
| 18. SIZE                                    | 0.164***  | 0.186***  | 0.182***  | 0.126***  | 0.051*    | 0.00002   | 0.00003   | -0.00005  | -0.00002  | 0.189***  | 0.157***  | 0.062**  | 0.142     | -0.006  | -0.037   | -0.128*** | 0.321*** | 1         |           |           |          |          |    |
| 19. AGE                                     | -0.007    | -0.041    | -0.040    | -0.176*** | -0.182*** | -0.099*** | 0.025     | -0.134*** | -0.034    | -0.013    | -0.065**  | -0.018   | -0.029    | -0.044  | 0.013*   | -0.068**  | -0.070** | 0.059**   | 1         |           |          |          |    |
| 20. DEBTR                                   | -0.039    | -0.003    | -0.008    | 0.188***  | 0.210***  | 0.128***  | -0.169*** | 0.006     | -0.137*** | -0.026    | -0.039    | 0.046    | -0.026    | 0.004   | -0.027   | 0.195***  | 0.099*** | 0.288***  | -0.106*** | 1         |          |          |    |
| 21. CFO                                     | 0.311***  | 0.137***  | 0.144***  | 0.137***  | 0.118***  | 0.112***  | 0.252***  | 0.016     | -0.017    | 0.313***  | 0.222***  | 0.084*** | 0.254***  | 0.032   | 0.050*   | -0.179*** | 0.130*** | 0.132***  | -0.077*** | -0.146*** | 1        |          |    |
| 22. SALESR                                  | -0.063**  | -0.058**  | -0.064**  | 0.186***  | 0.221***  | 0.007     | -0.039    | 0.002     | 0.063**   | -0.057*   | -0.012    | -0.049*  | -0.067**  | 0.0002  | -0.001   | 0.045     | 0.035    | 0.088***  | -0.261*** | 0.125***  | -0.009   | 1        |    |
| 23. VOL                                     | -0.071*** | -0.062**  | -0.064**  | 0.245***  | 0.240***  | 0.025     | -0.171*** | -0.035    | -0.070**  | -0.073**  | -0.054*   | -0.019   | -0.053*   | -0.002  | -0.022   | 0.072**   | -0.035   | -0.097*** | -0.070*** | 0.297**   | -0.073** | 0.123*** | 1  |

주) 1. \*\*\*, \*\*, \*는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함.

2. TS(조세결감활동액), TS일시적차이TA, TS일시적차이DA :  $BTID = TA + \varepsilon_{it}$ ,  $BTID$  - 영구적차이 =  $TA + \varepsilon_{it}$ ,  $BTID$  - 영구적차이 =  $DA + \varepsilon_{it}$ 에서 TA 및 DA로 설명하지 못하는 잔차, Tobin's Q : (보통주 종가시가 + 우선주 장부금액 + 부채의 장부금액)/자산의 장부금액, MB : (보통주의 종가시가 + 우선주 장부금액)/자기자본의 장부금액, DONR : 사외이사 비율(사외이사/총이사수), FNR : 외국인 지분율, INSTR : 기관투자자 지분율, MAXEQ : 최대주주 및 그와 특수관계있는 자의 지분율, TS\*DONR : 조세결감활동액 × 사외이사 비율, TS\*FNR : 조세결감활동액 × 외국인지분율, TS\*INSTR : 조세결감활동액 × 기관투자자지분율, TS\*MAXEQ : 조세결감활동액 × 최대주주 및 그 특수관계있는 자의 지분율, RD : 연구개발비/매출액, A : 광고비/매출액, RISK : (영업위험) : (기초의 매출채권 + 기말의 매출채권 + 기초의 제고자산 + 기말의 제고자산)/2(자산 총계, CHAEBEOL : 30대 제별기업이면 '1', 아니면 '0'인 더미 변수, SIZE : 매출액의 자연로그, AGE : 기업연령, DEBTR(부채비율) : 부채총계/자산총계, CFO(영업원 금흐름) : 영업현금흐름/기초총자산, SALESR(매출액성장률) : (당기 매출액 - 전기 매출액)/전기 매출액, VOL : 주가수익률의 60개월의 표준편차

## 2. 회귀분석결과<sup>13)</sup>

### 가. 가설1의 검증결과

가설1의 검증 결과는 <표 4>에 제시되어 있다. <패널A>는  $BTD = TA + \varepsilon_{it}$ 의 회귀식에서 TA가 설명하지 못하는 잔차를 종속변수로 하였을 때의 회귀분석 결과이다. 이사회 내 사외이사 비율의 회귀계수는 0.00030(10% 유의수준), 최대주주 및 특수관계인 지분율의 회귀계수는 0.00027(1% 유의수준)으로 각각 양(+)의 관계로 유의적이다. 그러나 외국인 지분율과 기관투자자 지분율은 회귀계수값은 양(+)이나 비유의적이다. 기업지배구조 변수 중 이 두 개의 변수가 조세절감활동에 영향을 미친다고 할 수 있다. 통제변수는 예상과 같이 재벌기업과 규모가 큰 기업은 조세절감활동을 더 많이 하며, 영업현금흐름은 유동성이 부족할수록 현금지출을 줄일 수 있는 조세절감활동을 더 할 것이므로 조세절감활동액과는 영업현금흐름이 음(-)의 관계로 유의적일 것으로 예측하였으나 결과는 고윤성(2006)의 결과에서 이익이 클수록 조세절감활동을 더 활발히 하는 것으로 보고한 것과 유사하게 양(+)의 관계로 유의적으로 나타났다. 부채비율은 음(-)의 관계로 유의적 혹은 비유의적으로 예측과 같으나, 연구개발비 지출은 예상과 달리 음(-)의 관계로 유의적 혹은 비유의적으로 결과가 도출되었다. 자본적 지출액은 예상과 같이 양(+)의 관계이나 비유의적으로 나타났다.

<패널B>는  $BTD - \text{영구적차이} = TA + \varepsilon_{it}$ 의 회귀식에서 TA로 설명하지 못하는 잔차를 TS 일시적차이TA로 정의하고 종속변수로 놓은 가설1의 검증에 대한 회귀분석 결과이다. 그 결과는 사외이사 비율이 음(-)의 관계로 유의적인 것을 제외하고는 <패널A>와 거의 같다.

<패널C>는  $BTD - \text{영구적차이} = DA + \varepsilon_{it}$ 의 회귀식에서 DA로 설명하지 못하는 잔차를 TS 일시적차이DA로 정의하고 종속변수로 한 가설1의 회귀분석 결과인데 <패널B>와 결과가 거의 동일하다. 이상의 <패널A>, <패널B>, <패널C> 등 조세절감활동액을 서로 다르게 정의하여 측정한 결과를 종합하여 해석하여 보면 사외이사 비율은 서로 다르게 도출되어 조세절감활동에 대한 해석이 곤란하고, 최대주주 및 특수관계인 지분율은 선행연구와 동일하게 조세절감활동과 양(+)의 관계로 유의적임을 알 수 있다.

13) 본 연구에서 설정한 회귀모형의 기본가정에 대한 검증을 위해, 회귀진단(Regression diagnostics)을 실시한다. 자기상관성이 존재하지 않음(no autocorrelation)은 Durbin Watson통계량으로 확인하고, 동분산성(Homoscedasticity)의 점검은 표준화된 잔차의 퍼짐 정도로, 다중공선성(multicollinearity)은 VIF(분산 팽창인자)로 점검한다.

〈표 4〉 가설1의 검증결과

$$TS = \beta_0 + \beta_1 DONR_{it} + \beta_2 FNR_{it} + \beta_3 INSTR_{it} + \beta_4 MAXEQ_{it} + \beta_5 CHAEBEOL_{it} + \beta_6 SIZE_{it} \\ (\text{또는 } TS\text{일시적차이}TA, + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 DEBTR_{it} + \beta_9 RD_{it} + \beta_{10} PPE_{it} + \beta_{11} IND \\ TS\text{일시적차이}DA) + \beta_{12} YEAR + \varepsilon_{it}$$

| 변수명               | 구분 | 종 속 변 수               |                       |                       |
|-------------------|----|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                   |    | <패널A>_TS              | <패널B>_TS일시적차이TA       | <패널C>_TS일시적차이DA       |
| 절편                |    | -0.031***<br>(-3.333) | 0.004<br>(0.274)      | 0.005<br>(0.389)      |
| DONR              |    | 0.00030*<br>(1.925)   | -0.001***<br>(-2.772) | -0.001***<br>(-2.754) |
| FNR               |    | 0.00001<br>(0.142)    | 0.00005<br>(0.391)    | 0.00005<br>(0.378)    |
| INSTR             |    | 0.00023<br>(1.205)    | 0.00036<br>(1.336)    | 0.00033<br>(1.232)    |
| MAXEQ             |    | 0.00027***<br>(2.923) | 0.00022*<br>(1.670)   | 0.00023*<br>(1.718)   |
| CHAEBEOL          |    | 0.010*<br>(1.841)     | 0.026***<br>(3.371)   | 0.025***<br>(3.306)   |
| SIZE              |    | 0.005***<br>(3.277)   | 0.008***<br>(3.737)   | 0.008***<br>(3.724)   |
| CFO               |    | 0.155***<br>(8.631)   | 0.075***<br>(2.914)   | 0.084***<br>(3.278)   |
| DEBTR             |    | -0.013<br>(-1.455)    | -0.017<br>(-1.304)    | -0.016<br>(-1.251)    |
| RD                |    | -0.031<br>(-1.593)    | -0.041<br>(-1.476)    | -0.042<br>(-1.486)    |
| PPE               |    | 0.004<br>(0.380)      | 0.006<br>(0.385)      | -0.002<br>(-0.145)    |
| IND               |    | 포함                    | 포함                    | 포함                    |
| YEAR              |    | 포함                    | 포함                    | 포함                    |
| 수정 R <sup>2</sup> |    | 0.145                 | 0.079                 | 0.079                 |
| F-값               |    | 9.103***              | 5.139***              | 5.138***              |
| 표본수               |    | 1,152                 | 1,152                 | 1,152                 |

주) 1. \*\*\*, \*\*, \*는 양측검증으로 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함.

2. TS(조세절감활동액), TS일시적차이TA, TS일시적차이DA :  $BTD = TA + \varepsilon_{it}$ ,  $BTD - \text{영구적차이} = TA + \varepsilon_{it}$ ,  $BTD - \text{영구적차이} = DA + \varepsilon_{it}$ 에서 TA 및 DA로 설명하지 못하는 잔차, DONR : 사외이사 비율(사외이사/총이사수), FNR : 외국인 지분율, INSTR : 기관투자자 지분율, MAXEQ : 최대주주 및 그와 특수관계있는 자의 지분율, SIZE : 매출액의 자연로그, CFO(영업현금흐름) : 영업현금흐름/기초총자산, DEBTR(부채비율) : 부채총계/자산총계, RD : 연구개발비/매출액, PPE : 자본적지출액(유형자산-토지-건설중인자산)/기초총자산

3. 괄호 안은 t-값임

## 나. 가설2의 검증결과

가설2의 검증결과는 <표 5>에 제시되어 있다.

<표 5> 가설2의 검증결과

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{TS}_{it} + \beta_2 \text{RD}_{it} + \beta_3 \text{AD}_{it} + \beta_4 \text{RISK}_{it} + \beta_5 \text{CHAEBEOL}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} \\ (\text{또는 M/B}) & + \beta_7 \text{AGE}_{it} + \beta_8 \text{DEBTR}_{it} + \beta_9 \text{CFO}_{it} + \beta_{10} \text{SALESR}_{it} + \beta_{11} \text{VOL}_{it} \\ & + \beta_{12} \text{IND} + \beta_{13} \text{EAR} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

| 변수명               | 구분 | <패널A>_TS              |                       | <패널B>_TS일시적차이TA       |                       | <패널C>_TS일시적차이DA       |                       |
|-------------------|----|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                   |    | 종속변수                  |                       | 종속변수                  |                       | 종속변수                  |                       |
|                   |    | 토빈Q                   | M/B                   | 토빈Q                   | M/B                   | 토빈Q                   | M/B                   |
| 절편                |    | 0.420***<br>(4.162)   | -0.081<br>(-0.412)    | 0.431***<br>(4.245)   | -0.057<br>(-0.285)    | 0.432***<br>(4.256)   | -0.056<br>(-0.281)    |
| TS                |    | -0.848***<br>(-3.268) | -1.845***<br>(-3.647) | -0.384**<br>(-2.102)  | -0.862**<br>(-2.419)  | -0.409**<br>(-2.237)  | -0.887**<br>(-2.485)  |
| RD                |    | 0.112<br>(0.655)      | 0.166<br>(0.497)      | 0.715<br>(0.475)      | 0.188<br>(0.561)      | 0.122<br>(0.709)      | 0.187<br>(0.558)      |
| AD                |    | 2.792***<br>(5.736)   | 5.377***<br>(5.670)   | 2.801***<br>(5.722)   | 5.390***<br>(5.647)   | 2.792***<br>(5.705)   | 5.380***<br>(5.637)   |
| RISK              |    | -0.250**<br>(-2.346)  | -0.363*<br>(-1.751)   | -0.240**<br>(-2.249)  | -0.342<br>(-1.646)    | -0.239**<br>(-2.243)  | -0.340<br>(-1.636)    |
| CHAEBEOL          |    | 0.264***<br>(6.252)   | 0.535***<br>(6.505)   | 0.260***<br>(6.144)   | 0.527***<br>(6.387)   | 0.260***<br>(6.151)   | 0.527***<br>(6.389)   |
| SIZE              |    | 0.030**<br>(2.272)    | -0.025<br>(-0.969)    | 0.030**<br>(2.267)    | -0.024<br>(-0.937)    | 0.031**<br>(2.281)    | -0.024<br>(-0.934)    |
| AGE               |    | -0.067***<br>(-3.396) | -0.106***<br>(-2.758) | -0.069***<br>(-3.463) | -0.110***<br>(-2.840) | -0.069***<br>(-3.470) | -0.110***<br>(-2.842) |
| DEBTR             |    | 0.353***<br>(4.326)   | 0.984***<br>(6.193)   | 0.350***<br>(4.274)   | 0.977***<br>(6.124)   | 0.349***<br>(4.264)   | 0.976***<br>(6.116)   |
| CFO               |    | 0.756***<br>(4.809)   | 1.507***<br>(4.918)   | 0.646***<br>(4.236)   | 1.269***<br>(4.268)   | 0.650***<br>(4.263)   | 1.276***<br>(4.291)   |
| SALESR            |    | 0.183***<br>(4.592)   | 0.508***<br>(6.538)   | 0.185***<br>(4.613)   | 0.511***<br>(6.547)   | 0.184***<br>(4.590)   | 0.510***<br>(6.527)   |
| VOL               |    | 0.006***<br>(7.043)   | 0.010***<br>(5.750)   | 0.006***<br>(7.084)   | 0.010***<br>(5.796)   | 0.006***<br>(7.078)   | 0.010***<br>(5.790)   |
| IND               |    | 포함                    | 포함                    | 포함                    | 포함                    | 포함                    | 포함                    |
| YEAR              |    | 포함                    | 포함                    | 포함                    | 포함                    | 포함                    | 포함                    |
| 수정 R <sup>2</sup> |    | 0.317                 | 0.328                 | 0.313                 | 0.323                 | 0.314                 | 0.323                 |
| F-값               |    | 22.379***             | 23.426***             | 22.007***             | 22.979***             | 22.042***             | 22.998***             |
| 표본수               |    | 1,152                 | 1,152                 | 1,152                 | 1,152                 | 1,152                 | 1,152                 |

- 주) 1. \*\*\*, \*\*, \*는 양측검증으로 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함.
2. TS(조세절감활동액), TS일시적차이TA, TS일시적차이DA :  $BTD = TA + \varepsilon_{it}$ ,  $BTD - \text{영구적차이} = TA + \varepsilon_{it}$ ,  $BTD - \text{영구적차이} = DA + \varepsilon_{it}$ 에서 TA 및 DA로 설명하지 못하는 잔차, Tobin's Q : (보통주 종가시가+우선주 장부금액+부채의 장부금액)/자산의 장부금액, M/B : (보통주의 종가시가+우선주 장부금액)/자기자본의 장부금액, RD : 연구개발비/매출액, AD : 광고비/매출액, RISK : (영업위험) : (기초의 매출채권+기말의 매출채권+기초의 재고자산+기말의 재고자산)/2/자산총계, CHAEBEOL : 30 대 재벌기업이면 '1', 아니면 '0'인 더미변수, SIZE : 매출액의 자연로그, AGE : 기업연령, DEBTR(부채비율) : 부채총계/자산총계, CFO(영업현금흐름) : 영업현금흐름/기초총자산, SALESR (매출액성장률) : (당기 매출액-전기 매출액)/전기 매출액, VOL : 주가수익률의 60개월의 표준편차
3. 괄호 안은 t-값임

<패널A>는 조세절감활동액이  $BTD = TA + \varepsilon_{it}$ 에서 TA로 설명되지 못하는 잔차로 정의했을 때의 결과이며, <패널B>는 조세절감활동액이 TS일시적차이TA인 경우, <패널C>는 조세절감활동액이 TS일시적차이DA인 경우이다.

<패널A>, <패널B>, <패널C> 모두 종속변수가 Tobin's Q와 M/B인 경우 관심변수 TS, TS일시적차이TA, TS일시적차이DA가 전부 음(-)으로 유의적인 결과가 도출되었다. 이러한 결과는 경영자의 조세절감활동이 정부로부터 주주에게로 자원을 이전시켜 기업가치를 높일 수 있다는 전통적인 관점(고윤성 2006)이 아니라, 조세절감활동이 다양한 형태의 경영자의 Rent Diversion (Extraction) 행위를 촉진시킬 수 있기 때문에 항상 주주의 부를 증가시키는 것이 아니라는 대리인 이론의 관점에 부합하는 것이다(Desai and Dharmapala 2006 ; Hanlon and Slemrod 2009 ; 전주성 2011).

그러므로 이러한 결론은, 경영자는 조세절감활동을 통한 경제적 자원을 주주의 부를 극대화시키지 않고 경영자 개인의 혜택(Rent Diversion)에 사용할 가능성을 보여주는 결과라고 해석할 수 있다.

통제변수는 광고지출비율, 기업집단더미, 기업규모, 부채비율, 영업현금흐름, 매출액성장률, 주가변동성은 예측과 동일하게 양(+)의 관계로 유의적이고, 영업위험과 기업연령도 예측과 같이 음(-)의 관계로 유의적이거나, 연구개발비 지출비율은 유의적인 영향이 없는 것으로 나타났다.

#### 다. 가설3의 검증결과<sup>14)</sup>

가설3의 검증에 대한 결과는 <표 6>에 제시되어 있다. <패널A>는  $BTD = TA + \varepsilon_{it}$ 에서 TA

14) 표로서 제시되지는 않았지만 <모형3>에 DONR, FNR, INSTR, MAXEQ를 넣은 Full Model은 다중공선성(multicollinearity) 때문에 분석하지 아니하였다. 따라서 DONR, FNR, INSTR, MAXEQ를 평균값을 기준으로 그 이상이면 '1', 아니면 '0'인 더미변수로 회귀분석을 실시하였다. Myers(2005)은 VIF(분산팽창인자, Variance Inflation Factor)이 10을 넘으면 심각한 다중공선성이 발생하고, 5를 넘으면 주시해야 할 정도의 다중공선성이 있다고 하였다.

로 설명되지 못하는 잔차를 TS(조세절감활동액)으로 정의했을 때의 회귀분석 결과이다. 조세절감활동액의 회귀계수는 음(-)의 관계로 유의적이거나 비유의적이므로 조세절감활동액은 기업가치를 제고시키지 못하고 있음을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 고윤성(2006)의 결과와는 다른 결과이고 전주성(2011)과 Desai and Dharmapala의 결과와는 동일하다. 관심변수인  $TS \times DONR\_MEAN$ 은 회귀계수가 Tobin's Q가 종속변수인 경우는 1.037(1%유의수준)로서 양(+)의 관계로 유의적이고, 종속변수가 M/B인 경우는 회귀계수가 0.838(10%유의수준)으로 양(+)의 관계로 유의적이다.  $TS \times INSTR\_MEAN$ 은 종속변수가 M/B인 경우만 회귀계수가 1.158(5%유의수준)으로 양(+)의 관계로 유의적이고 나머지  $TS \times FNR\_MEAN$ ,  $TS \times MAXEQ\_MEAN$ 은 비유의적이다. 그러므로 기업지배구조 중 이사회 내 사외이사 비율과 기관투자자 비율은 조세절감활동이 기업가치 제고에 활용될 수 있도록 하는 통제변수로서의 역할을 수행한다고 해석할 수 있다.

통제변수의 경우 연구개발비지출은 비유의적이고, 광고비는 예상대로 양(+)의 관계로 유의적이며, 영업위험은 예측과 반대로 양(+)의 관계로 유의적 혹은 비유의적이다. 채벌, 부채비율, 영업현금흐름, 매출규모, 주가수익률변동율은 양(+)의 관계로 유의적이고, 기업연령도 예측대로 음(-)의 관계로 유의적이다. 매출액성장율의 부호는 예측한 바와 같이 양(+)의 관계이나 비유의적이다. 그러므로 통제변수의 실증분석 결과는 선행연구와도 일치하고 본 연구의 예측과도 거의 일치되게 도출되었다.

<패널B>는  $BTD - \text{영구적차이} = TA + \varepsilon_{it}$ 에서 TA로 설명하지 못하는 잔차를 TS일시적차이 TA로 조세절감활동액을 정의하고 분석한 결과이다. 종속변수가 Tobin's Q일 때는  $TS \times FNR\_MEAN$ ,  $TS \times MAXEQ\_MEAN$ 이 5%유의수준에서 양(+)의 관계로 유의하고, 종속변수가 M/B인 경우는  $TS \times INSTR\_MEAN$ 이 5%유의수준에서 양(+)의 관계로 유의적이다. 통제변수는 Tobin's Q와 거의 동일하다. 그러므로 기업지배구조 변수 중 외국인 지분율, 기관투자자 지분율, 최대주주 및 특수관계인 지분율은 조세절감활동이 기업가치제고에 활용될 수 있도록 하는 통제변수의 역할을 수행한다고 할 수 있다.

<패널C>는 <패널B>와 마찬가지로이다.

따라서 이상의 결과를 요약하면 조세절감활동은 기업가치제고에 활용되지 못하거나 오히려 음(-)의 영향이 있지만, 기업지배구조가 강화되면 그 하락정도가 감소되거나 증가된다고 해석할 수 있다.

〈표 6〉 가설3의 검증결과

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{TS}_{it} + \beta_2 \text{DONR\_MEAN}_{it} + \beta_3 \text{FNR\_MEAN}_{it} + \beta_4 \text{INSTR\_MEAN}_{it} + \\ (\text{또는 M/B}) & \beta_5 \text{MAXEQ\_MEAN}_{it} + \beta_6 \text{TS}_{it} \times \text{DONR\_MEAN}_{it} + \beta_7 \text{TS}_{it} \times \text{FNR\_MEAN}_{it} + \\ & \beta_8 \text{TS}_{it} \times \text{INSTR\_MEAN}_{it} + \beta_9 \text{TS}_{it} \times \text{MAXEQ\_MEAN}_{it} + \beta_{10} \text{RD}_{it} + \beta_{11} \text{AD}_{it} + \\ & \beta_{12} \text{RISK}_{it} + \beta_{13} \text{CHAEBEOL}_{it} + \beta_{14} \text{SIZE}_{it} + \beta_{15} \text{AGE}_{it} + \beta_{16} \text{DEBTR}_{it} + \beta_{17} \text{CFO}_{it} + \\ & \beta_{18} \text{SALESR}_{it} + \beta_{19} \text{VOL}_{it} + \beta_{20} \text{IND} + \beta_{21} \text{YEAR} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

| 변수명 \ 구분      | <패널A>_TS             |                       | <패널B>_TS일시적차이TA      |                       | 패널C>_TS일시적차이DA      |                       |
|---------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|
|               | 종속변수                 |                       | 종속변수                 |                       | 종속변수                |                       |
|               | 토빈Q                  | M/B                   | 토빈Q                  | M/B                   | 토빈Q                 | M/B                   |
| 절편            | 0.306***<br>(3.895)  | 0.150<br>(1.521)      | 0.305***<br>(3.877)  | 0.168*<br>(1.693)     | 0.306***<br>(3.882) | 0.169*<br>(1.709)     |
| TS            | -0.430<br>(-1.214)   | -1.639***<br>(-3.786) | 0.355<br>(1.354)     | -0.924***<br>(-2.802) | 0.319<br>(1.212)    | -0.942***<br>(-2.848) |
| DONR_MEAN     | 0.004<br>(0.241)     | 0.043*<br>(1.887)     | 0.006<br>(0.314)     | 0.040*<br>(1.786)     | 0.005<br>(0.305)    | 0.040*<br>(1.774)     |
| FNR_MEAN      | 0.184***<br>(9.007)  | 0.226***<br>(8.854)   | 0.183***<br>(9.022)  | 0.229***<br>(8.959)   | 0.183***<br>(9.025) | 0.229***<br>(8.961)   |
| INSTR_MEAN    | 0.054***<br>(2.837)  | 0.077***<br>(3.181)   | 0.055***<br>(2.883)  | 0.077***<br>(3.190)   | 0.055***<br>(2.884) | 0.077***<br>(3.179)   |
| MAXEQ_MEAN    | -0.038**<br>(-2.116) | -0.075***<br>(-3.342) | -0.038**<br>(-2.138) | -0.079***<br>(-3.530) | -0.038*<br>(-2.136) | -0.079***<br>(-3.531) |
| TS*DONR_MEAN  | 1.037***<br>(2.894)  | 0.838*<br>(1.864)     | 0.298<br>(1.354)     | 0.402<br>(1.280)      | 0.304<br>(1.212)    | 0.406<br>(1.287)      |
| TS*FNR_MEAN   | -0.229<br>(-0.591)   | 0.370<br>(0.763)      | 0.658**<br>(2.393)   | -0.547<br>(-1.581)    | 0.634**<br>(2.291)  | -0.519<br>(-1.493)    |
| TS*INSTR_MEAN | 0.308<br>(0.773)     | 1.158**<br>(2.316)    | 0.140<br>(0.482)     | 0.834**<br>(2.287)    | 0.140<br>(0.480)    | 0.833**<br>(2.279)    |
| TS*MAXEQ_MEAN | -0.546<br>(-1.550)   | 0.170<br>(0.384)      | 0.564**<br>(2.106)   | 0.512<br>(1.519)      | 0.542**<br>(2.013)  | 0.509<br>(1.505)      |
| RD            | 0.040<br>(0.355)     | -0.005<br>(-0.038)    | 0.046<br>(0.404)     | -0.0005<br>(-0.003)   | 0.046<br>(0.400)    | -0.001<br>(-0.006)    |
| AD            | 0.816**<br>(2.396)   | 1.729***<br>(4.048)   | 0.849**<br>(2.476)   | 1.720***<br>(3.992)   | 0.847**<br>(2.469)  | 1.715***<br>(3.980)   |
| RISK          | 0.116<br>(1.563)     | 0.226**<br>(2.434)    | 0.17<br>(1.583)      | 0.224**<br>(2.399)    | 0.116<br>(1.568)    | 0.225**<br>(2.408)    |
| CHAEBEOL      | 0.097***<br>(2.770)  | 0.127***<br>(2.881)   | 0.106***<br>(3.014)  | 0.135***<br>(3.054)   | 0.106***<br>(3.010) | 0.135***<br>(3.046)   |
| SIZE          | 0.033***<br>(3.335)  | 0.026**<br>(2.078)    | 0.033***<br>(3.268)  | 0.029**<br>(2.255)    | 0.033***<br>(3.275) | 0.029**<br>(2.256)    |
| AGE           | -0.027*<br>(-1.830)  | -0.067***<br>(-3.567) | -0.027*<br>(-1.838)  | -0.069***<br>(-3.653) | -0.028*<br>(-1.844) | -0.069***<br>(-3.666) |

〈표 6〉 가설3의 검증결과 (계속)

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{TS}_{it} + \beta_2 \text{DONR\_MEAN}_{it} + \beta_3 \text{FNR\_MEAN}_{it} + \beta_4 \text{INSTR\_MEAN}_{it} + \\ (\text{또는 M/B}) & \beta_5 \text{MAXEQ\_MEAN}_{it} + \beta_6 \text{TS}_{it} \times \text{DONR\_MEAN}_{it} + \beta_7 \text{TS}_{it} \times \text{FNR\_MEAN}_{it} + \\ & \beta_8 \text{TS}_{it} \times \text{INSTR\_MEAN}_{it} + \beta_9 \text{TS}_{it} \times \text{MAXEQ\_MEAN}_{it} + \beta_{10} \text{RD}_{it} + \beta_{11} \text{AD}_{it} + \\ & \beta_{12} \text{RISK}_{it} + \beta_{13} \text{CHAEBEOL}_{it} + \beta_{14} \text{SIZE}_{it} + \beta_{15} \text{AGE}_{it} + \beta_{16} \text{DEBTR}_{it} + \beta_{17} \text{CFO}_{it} + \\ & \beta_{18} \text{SALESR}_{it} + \beta_{19} \text{VOL}_{it} + \beta_{20} \text{IND} + \beta_{21} \text{YEAR} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

| 변수명               | 구분 | <패널A>_TS            |                      | <패널B>_TS일시적차이TA     |                      | <패널C>_TS일시적차이DA     |                      |
|-------------------|----|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|
|                   |    | 종속변수                |                      | 종속변수                |                      | 종속변수                |                      |
|                   |    | 토빈Q                 | M/B                  | 토빈Q                 | M/B                  | 토빈Q                 | M/B                  |
| DEBTR             |    | 0.136**<br>(2.275)  | -0.050<br>(-0.672)   | 0.131**<br>(2.192)  | -0.062<br>(-0.826)   | 0.131**<br>(2.191)  | -0.062<br>(-0.830)   |
| CFO               |    | 0.459***<br>(3.660) | 1.338***<br>(8.514)  | 0.414***<br>(3.435) | 1.195***<br>(7.886)  | 0.414***<br>(3.430) | 1.199***<br>(7.908)  |
| SALESR            |    | 0.013<br>(0.319)    | 0.007<br>(0.127)     | 0.015<br>(0.357)    | 0.012<br>(0.233)     | 0.016<br>(0.377)    | 0.013<br>(0.241)     |
| VOL               |    | 0.006***<br>(9.749) | 0.008***<br>(10.446) | 0.006***<br>(9.983) | 0.008***<br>(10.590) | 0.006***<br>(9.974) | 0.008***<br>(10.579) |
| IND               |    | 포함                  | 포함                   | 포함                  | 포함                   | 포함                  | 포함                   |
| YEAR              |    | 포함                  | 포함                   | 포함                  | 포함                   | 포함                  | 포함                   |
| 수정 R <sup>2</sup> |    | 0.315               | 0.417                | 0.315               | 0.413                | 0.314               | 0.413                |
| F-값               |    | 15.623***           | 23.666***            | 15.565***           | 23.303***            | 15.524***           | 23.303***            |

- 주) 1. \*\*\*, \*\*, \*는 양측검증으로 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함.
2. TS(조세절감활동액), TS일시적차이TA, TS일시적차이DA :  $\text{BTD} = \text{TA} + \varepsilon_{it}$ ,  $\text{BTD}$ -영구적차이 =  $\text{TA} + \varepsilon_{it}$ ,  $\text{BTD}$ -영구적차이 =  $\text{DA} + \varepsilon_{it}$ 에서 TA 및 DA로 설명하지 못하는 잔차, Tobin's Q : (보통주 증가시가+우선주 장부금액+부채의 장부금액)/자산의 장부금액, M/B : (보통주의 증가시가 + 우선주 장부금액)/자기자본의 장부금액, DONR\_MEAN : 사외이사 비율(사외이사/총이사수)이 평균 이상이면 '1', 아니면 '0'인 더미변수, FNR\_MEAN : 외국인 지분율이 평균 이상이면 '1', 아니면 '0'인 더미변수, INSTR\_MEAN : 기관투자자 지분율이 평균 이상이면 '1', 아니면 '0'인 더미변수, MAXEQ\_MEAN : 최대주주 및 그와 특수관계있는 자의 지분율이 평균 이상이면 '1', 아니면 '0'인 더미변수, TS\*DONR\_MEAN : 조세절감활동액×사외이사비율 더미변수, TS\*FNR\_MEAN : 조세절감활동액×외국인지분율 더미변수, TS\*INSTR\_MEAN : 조세절감활동액×기관투자자지분율 더미변수, TS\*MAXEQ\_MEAN : 조세절감활동액×최대주주 및 그 특수관계있는자의 지분율 더미변수, RD : 연구개발비/매출액, AD : 광고비/매출액, RISK : (영업위험) : (기초의 매출채권+기말의 매출채권+기초의 재고자산+기말의 재고자산)/2/자산총계, CHAEBEOL : 30대 재벌기업이면 '1', 아니면 '0'인 더미변수, SIZE : 매출액의 자연로그, AGE : 기업연령, DEBTR(부채비율) : 부채총계/자산총계, CFO(영업현금흐름) : 영업현금흐름/기초총자산, SALESR (매출액성장율) : (당기 매출액-전기 매출액)/전기 매출액, VOL : 주가수익률의 60개월의 표준 편차
3. 괄호 안은 t-값임

### 3. 추가분석

본 연구의 <표 4>와 <표 5> 및 <표 6>은 Desai and Dharmapala(2005, 2006), 오광욱 외(2008), 박종국·홍영은(2009), 고윤성(2006), 최정호·이정우(2008) 등이 사용한 연구방법을 이용하였다. 그러나 당기의 조세절감활동은 전기 및 미래의 조세부담과 밀접한 관련을 가지고 있으므로 이를 통제하고 분석하는 것이 필요하며, 또한 자본적 지출은 일반적으로 기업가치를 제고시키므로 이를 통제하는 것도 필요하다. 따라서 지금까지의 연구결과에 대해 재확인하고 일반화가능성이 있는지를 알아보기 위해 추가분석(Robustness Check)을 실시해 보았다.

#### 가. 전년도 및 미래의 조세절감활동액을 고려할 때

당기의 조세절감활동액은 전기 및 미래의 조세부담과 관계가 있다. 따라서 이를 통제하고 분석하는 것이 필요하다.

당기의 조세절감활동으로 인하여 미래에 미치는 조세부담액은 이연법인세비용이며, 결국 각 기업의 세무조정사항 중 일시적 차이에 해당하는 부분이다. 그러므로 일시적 차이×세율(현법인세분 주민세포함)<sup>15)</sup>을 당기의 조세절감활동으로 인하여 미래에 미치는 조세부담으로 산출하였으며, 과거의 조세절감활동액에 대한 변수는  $TS_{t-1}$ 로 통제하였다. 그 결과는 표로서는 제시하지 않았지만 다음과 같다.

이연법인세는 종속변수가 M/B인 경우 <패널A>에서만 기업가치와 음(-)의 관계로 비유의적인 것을 제외하고는 전부 음(-)의 관계로 기업가치와 유의적이다. 이것은 미래의 조세지출은 현재의 기업가치와 음(-)의 관계라는 의미로 당연한 결과라고 보여지며, 과거의 조세절감활동액은 기업가치와 비유의적이다.

또한 최대주주 및 특수관계인 지분율은 기업가치와 유의한 관련이 없는 것을 제외하고는 앞의 <표 6>과 결과가 거의 같으며, 이사회 내 사외이사 비율은 <패널B>와 <패널C>에서 양(+)의 관계로 유의적으로 도출되었다.

이러한 결과는 당기의 조세절감활동으로 인하여 미래에 미치는 조세부담과 과거의 조세절감활동을 통제하여도 본 연구의 주요 분석에 별다른 영향을 미치지 못한다는 점을 시사한다.

#### 나. 자본적 지출을 고려할 때

자본적 지출액<sup>16)</sup>은 일반적으로 기업가치를 제고시킨다. 즉, 이익창출을 위한 설비투자 등은

15) 미래의 조세부담은 일시적 차이×세율(현법인세분 주민세포함)인 바, 법인세 최고 세율은 2003년, 2004년은 27%, 2005년, 2006년, 2007년은 각각 25%이었다. 그러므로 주민세를 포함하여 2003년과 2004년도는 29.7%, 2005년, 2006년, 2007년은 각각 27.5%로 계상하였다.

16) 자본적 지출액은 '유형자산-(토지+건설중인자산)'의 금액으로 하였다(Desai and Dharmapala 2005).

기업가치를 높이는 것으로 선행연구에서 제시되었다. 그러므로 기업가치를 높이는 설비투자의 대응치로 자본적 지출액을 통제할 필요가 있어서 이러한 자본적 지출액을 통제한 결과는 표로서는 제시하지 않았으나 회귀분석 결과는 <표 6>과 결과가 동일하다. 따라서 자본적 지출을 고려할 때의 회귀분석 결과는 다. 가설3의 검증결과를 더욱 지지하고 있다.

## V. 결 론

본 연구는 국가로부터 경제적 부가 이전되는 조세절감활동액이 기업가치에 미치는 영향이 기업지배구조에 따라서 어떻게 달라지는가를 실증적으로 분석하는 것이 주요한 목적이다.

본 연구의 목적을 달성하기 위하여 우리나라 유가증권시장에 상장된 기업 중 12월말 결산일인 제조업을 대상으로 2003년부터 2007년까지의 기간 동안 자료입수가 가능한 기업-년 자료 1,154개를 대상으로 실증분석하였다. 조세절감활동액은 Desai and Dharmapala(2006)의 방법론에 따라서 보고이익의 차이(Book-Tax Differences, 'BTD') 중 총발생액(당기 순이익-영업현금흐름, 'TA')으로 설명되지 못하는 부분(TS)과, "{BTD-(회계이익과 세무이익 간의 기계적 차이 = 영구적차이)} = TA +  $\varepsilon_{it}$ "라는 회귀식에서의 잔차( $\varepsilon_{it}$ )를 TS일시적차이TA, "{BTD-(회계이익과 세무이익 간의 기계적 차이 = 영구적차이)} = DA +  $\varepsilon_{it}$ "라는 회귀식에서의 잔차( $\varepsilon_{it}$ )를 TS일시적차이DA로 정의하고 분석하였다. 또한 기업지배구조 변수로는 기업외부의 변수로서 이사회 내 사외이사 비율, 외국인 지분율, 기관투자자 지분율을 사용하였고, 기업내부의 변수로는 최대주주 및 특수관계인 지분율을 사용하였다.

기업가치의 측정변수로는 Tobin's Q와 자기자본의 장부가액 대 시장가치 비율인 M/B(Market-to-Book Ratio)를 사용하여 분석하였다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 기업지배구조 변수 중 최대주주 및 특수관계인 지분율이 높을수록 조세절감활동액이 유의적으로 증가하였다. 그러나 이사회 내 사외이사 비율은 조세절감활동액의 측정치가 달라질 때 양(+)의 관계 혹은 음(-)의 관계로 유의적이어서 해석할 수가 없었고, 외국인 지분율 및 기관투자자 지분율은 조세절감활동액과 비유의적으로 분석되었다. 이러한 조세절감활동에 대한 기업지배구조의 유의성에 대한 의미는 조세정책당국에 의미있는 정책적 함의를 제시하는 결과라고 여겨진다.

둘째, 조세절감활동액은 기업의 가치에 음(-)의 영향을 미친다는 것이다. 즉, 본 연구결과는 조세절감활동은 현금지출을 억제하여 세후이익이 극대화되어 기업가치가 제고될 것이라는 전통적인 인식과는 틀리게 대리인 문제로 인해 기업가치가 낮아질 수 있음을 보여주고 있다.

셋째, 조세절감활동액이 기업가치에 미치는 영향을 좀 더 세부적으로 고찰하면, 이사회 내 사외이사 비율, 외국인 지분율, 기관투자자 지분율 그리고 최대주주 및 특수관계인 지분율이 높을

수록 기업가치는 유의적으로 증가되었다. 그러므로 조세절감활동액은 대리인 문제로 인해 기업 가치를 감소시키지만 기업지배구조가 강화되면 조세절감활동으로 확보된 재원이 기업가치 제고에 올바르게 투자되어 기업가치 하락을 완화하는 역할을 한다고 해석할 수 있다. 따라서 기업의 지배구조를 강화하는 것은 경제적 정의의 실현이라는 거시적 목표를 이룰 수 있는 한 수단이 될 수 있다는 점을 시사한다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다.

미국의 경우는 세무이익을 추정에 의하여 산출하여 분석하였으나 본 연구의 경우는 이사회 내 사외이사 비율, 기관투자자 지분을 등 주요 조절변수와 아울러 독립변수 및 통제변수를 직접 수집하여 자료의 신뢰성을 높였다는 것이다. 또한 최근에 공시되지 아니한 자료도 직접 수집하여 기업지배구조 변수의 신뢰성도 확보하였다. 그리고 조세절감활동액을 개별 case로 분석한 것이 아니고 재무자료를 이용하여 객관적 분석을 하여 분석결과의 외적 타당성을 높였다는 점과, 기업지배구조 변수를 기업 외부의 변수와 기업 내부의 변수를 모두 고려하여 좀 더 포괄적으로 분석하였다는데 의의가 있다고 하겠다. 그러나 표본을 유가증권 시장의 제조업만을 대상으로 한 점, 보고이익의 차이 중 이익조정 부분을 완벽히 통제하였다고 확인할 수 없는 점, 기업가치에 영향을 주는 통제변수를 완벽하게 통제할 수 없었다는 점, 기업지배구조 변수를 전부 고려하였다고 할 수 없다는 점 등이 앞으로 향후 연구에서 좀 더 밝혀져야 하는 본 연구의 한계점이다.

## 참고문헌

- 고윤성. 2006. “조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구”. 연세대학교 대학원 박사 학위 논문
- 고윤성. 2009. “세무상 이월결손금과 기업가치에 관한 연구”. 세무와 회계저널 제10권 제2호 : 199-223.
- 권순창 · 강영옥 · 김창훈. 2009. “조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구”. 국제회계연구 제26집 : 189-210.
- 권영도. 2007. “이익의 질에 대한 기관투자자의 영향”. 국제회계연구 제19집 : 157-173.
- 김광윤 · 김상준. 2005. “기업지배구조와 법인세유연화”. 세무학연구 제22권 제4호 : 63-86.
- 김명희 · 김상호. 2000. “경영자 소유구조가 법인세평준화에 미치는 영향”. 세무학연구 제15호 : 239-270.
- 김영숙 · 이재춘. 2000. “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”. 증권학회지 26 : 173-197.
- 김우택 · 장대홍 · 김경수. 1993. “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구”. 재무연구 제6호 : 55-75.
- 김정옥 · 배길수. 2009. “장부가치와 순이익의 상대적인 가치관련성”. 회계와 감사연구 제50호 : 137-175.
- 김주현. 1992. “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”. 재무연구 5 : 129-154.
- 박승식 · 장지인 · 정길채. 2006. “기업지배구조와 이익조정의 관련성에 대한 실증연구”. 회계정보연구 제24권 제1호 : 213-241.
- 박종국 · 김 혁. 2007. “대규모기업집단의 소득이전과 조세부담”. 경영연구 제22권 제1호 : 175-201.
- 박종국 · 홍영은. 2009. “조세회피와 외국인 지분율”. 세무학연구 제26권 제1호 : 105-135.
- 손평식. 2010. “기업지배구조와 기업가치와의 관계분석-기업지배구조지수를 이용” 산업경제연구 제23권 제3호 : 1443-1465.
- 신현한 · 이상철 · 장진호. 2004. “외부감사주체와 기업가치”. 재무연구 제17권 제1호 : 41-72.
- 오광옥 · 이동현 · 이만우. 2008. “주식매수선택권 부여기업의 소유 또는 전문경영이 조세회피 성향에 미치는 영향”. 회계저널 제17권 제4호 : 65-95.
- 오정택 · 김영화. 2010. “기업소유구조와 조세회피”. 조세연구 제10-2집 : 191-220.
- 오준환. 2009. “기업지배구조, 회계정보 및 기업가치-한국과 미국 자본시장의 비교연구-”. 세무와 회계저널 제10권 제4호 : 75-115.
- 윤태화 · 이영한 · 고윤성. 2006. “소유구조 및 사외이사 비율이 영구적 차이 손금불산입 항목에 미치는 영향”. 세무학연구 제23권 제2호 : 9-35.
- 이동기 · 조영곤. 2001. “이사회 구조가 연구개발투자에 미치는 영향”. 경영학연구 30(4) : 1251-1263.
- 이경태 · 이상철 · 박애영. 2005. 소유 및 지배구조의 경영자 스톡옵션 보상. 증권학회지 제34권 제3호 : 37-70.
- 이상철 · 최서연. 2007. “경영자 스톡옵션과 대리인 비용과의 관련성”. 제9회 경영관련학회 하계통합 학술대회.

- 이영한 · 손성규 · 최원욱. 2006. “외국인 투자기업의 조세회피에 관한 연구—해외관계사 내부거래를 중심으로—”. 회계학연구 제31권 제3호 : 285—317.
- 이준규 · 김갑순. 2008. “기업의 조세전략과 세무회계연구”. 『영화조세통람』
- 전규안 · 박종일. 2002. “이연법인세와 이익조정에 관한 연구”. 회계학연구 제27권 : 107—135.
- 전주성. 2011. “조세회피와 기업가치 : 지배구조의 역할을 중심으로”. 재정학연구 제4권(통권 제71호) : 59—85.
- 주인기 · 최원욱 · 염지인. 2005. “이익조정 행위의 측정치로서 회계이익과 과세소득 차이의 유용성에 관한 연구”. 회계학연구 제30권 제2호 : 237—275.
- 최정호 · 이정우. 2008. “감사품질과 이익의 질 및 기업가치에 관한 실증적 연구”. 회계와 감사연구 제48호 : 109—144.
- 최정호 · 임창우 · 김성중. 2001. ‘사외감사의 자발적 선임과 기업특성’. 회계학연구 제26권 제1호 : 177—197.
- 최학삼. 2008. “기업지배구조의 질이 조세회피행위에 미치는 영향”. 경영교육논총 Vol.50 No.—[2008] : 305—322.
- Ang, J., R. Cole and J. Lin. 2000. Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance* LV(1) : 81—106.
- Beasley, M. 1996. An Empirical Analysis of the Relation between Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review* 71(4) : 443—465.
- Beatty and Harris. 1999. The Effects of Taxes, Agency Costs and Information Asymmetry on Earnings Management : A Comparison of Public and Private Firms. *Review of Accounting Studies* Vol.4 No.3—4 : 299—326.
- Black, B. H. Jang, and W. Kim. 2003. Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Stanford Law and Economics* No.237.
- Brickley, A., R. C. Lease, and W. Smith, Jr. 1988. Ownership Structure and Voting on Anti—Takeover Amendments. *Journal of Financial Economics* 20 : 267—292.
- Brown, J.R., N.Liang and S. Weisbenner. 2004. Exclusive Financial Incentives and Payout Policy : Firm Response to the 2003 Dividend Tax Cut. *NBER Working Paper* #11002.
- Chetty, R. and E. Saez. 2004. Dividend Taxes and Corporate Behavior : Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut. *NBER Working Paper* #10841.
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt. 1994. A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management* Vol. 23(3) : 70—74.
- Cloyd, C., J. Pratt and T. Stock. 1996. The Use of Financial Accounting Choice to Support Aggressive Tax Positions : Public and Private Firms. *Journal of Accounting Research* 34(1) : 23—43.
- Cloyd, C., Mills L., Weaver. c. 2003. Firm Valuation Effects of the Expatriation of U.S. Corporations to Tax—Haven Countries. *The Journal of the American Taxation Association*. Vol.25, Supplement : 87—109.

- Dechow, P., Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70 : 193–225.
- Desai and Heines. 2002. Expectation and Expatriations : Tracing the Cause and Consequences of Corporate Inversions. *The National Tax Journal*, September(55) : 409–440.
- Desai and Dharmapala. 2005. Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *American Law & Economics Association Annual Meetings* : 1–30.
- Desai and Dharmapala. 2006. Corporate Tax Avoidance and High Powered Incentives. *Journal of Financial Economics* 79 : 145–179.
- Desai and Dharmapala. 2009. Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *The Review of Economics and Statistics*. August 2009, pl(3) : 537–546.
- Desai, Dyck, and L. Zingales. 2004. Theft and Taxation. *Journal of Financial Economics* 84 : 591–623.
- Dyreng, Hanlon, Maydew. 2008. Long–Run Corporate Tax Avoidance. *The Accounting Review* Vol. 83, No.1 : 61–82.
- Ecker, Francis, Kim, Olsson, Schipper. 2006. A Returns–Based Representation of Earnings Quality. *The Accounting Review* Vol.81, No.4 : 749–780.
- Francis, LaFond, Olsson, Schipper. 2005. The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics* 39(2005) : 295–327.
- Frank, Lynch, Rego. 2004. Does Aggressive Financial Reporting Accompany Aggressive Tax Reporting(and Vice Versa)?. *SSRN Working Paper*.
- Graham, J.R. and A. Tucker. 2005. Tax Shelters and Corporate Debt Policy. *SSRN Working Paper*.
- Hanlon, Maydew, Shevlin. 2005. An Unintended Consequence of Book–Tax Conformity : A Loss of Earnings Informativeness. *Journal of Accounting and Economics* 46 : 294–311.
- Hanlon and Slemrod. 2007. What Does Tax Aggressiveness Signal? Evidence from Stock Price Reactions to News About Tax Aggressiveness. *SSRN Working Paper*.
- Jensen, M. and W. Mecking. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 : 305–360.
- Jung, K. and S. Kwon. 2001. Ownership Structure and Earnings Informativeness : Evidence from Korea. *SSRN Working Paper*.
- Kanagaretnam, Lobo and Yang. 2004. Joint Tests of Signaling and Income Smoothing through Bank Loan Loss Provisions. *Contemporary Accounting Research* Vol.21 No.4 : 843–884.
- Khanna, T., and K. Palepu. 1999. Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance. *NBER Working paper* #6955.
- Klassen, K. J. 1997. The Impact Inside Ownership Concentration the Trade–off between Financial and Tax Reporting. *The Accounting Review*. 72 : 455–474.
- Klein, A. 2000. Audit Committee, Board of Director Characteristics and Earnings Management. *SSRN*

*Working Paper.*

- Menon, K. and J. D. Williams. 1994. The Use of Audit Committees for Monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy* : 129–131.
- Mills, L. 1998. Book–Tax Differences and Internal Revenue Service Adjustments. *Journal of Accounting Research* 28 : 343–356.
- Mills, L. and K.Newberry. 2001. The Influences Tax and Non–Tax Costs on Book– Tax Reporting Differences : Public and Private Firms. *Journal of the American Taxation Association* 23 : 1–19.
- Modigliani, F. and M. B. Miller. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction. *American Economic Review* : 261–297.
- Morck, R. 2004. How to Eliminate Pyramidal Business Groups–The Double Taxation of Inter–Corporate Dividends and Other Incisive Uses of Tax Policy. NBER *Working Paper* #10944.
- Myers. 1984. Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance* Vol.XXXIX No.3.
- Myers. 2005. Classical and Modern Regression with Application (Second Edition) : 고등교육출판사.
- Perez–Gonzalez, F. 2002. Large Shareholders and Dividends : Evidence from U. S. Tax Reforms. *SSRN Working Paper*.
- Phillips, J., M. Pincus, and S. Rego. 2003. Earnings Management : New Evidence Based on the Deffered Tax Expense. *The Accounting Review* 78(2) : 491–521.
- Plesko, G. 2004. Corporate Tax Avoidance and the Properties of Corporate Earnings. *National Tax Journal* 57(3) : 729–738.
- Ross, S. A. 1977. The Determination of Financial Structure : The Incentive–signalling Approach. *Bell Journal of Economics* 8 : 23–40.
- Seida and Wempe. 2003. Investors' and Managers' Reactions to Corporate Inversion Transactions. *SSRN Working paper*.
- Shuping Chen, Xia Chen, Qiang Cheng, Terry Shevlin. 2008. Are Family Firms more Tax Aggressive than Non–family Firms?. *SSRN Working Paper*
- Wilson, R. 2009. An Examination of Corporate Tax Shelter Participants. *The Accounting Review* Vol.84 No.3 : 969–999.

## A Study on the Effect of Corporate Governance Structure on the Relationship between Tax Sheltering and Firm Value

Unseung Son<sup>\*</sup> · Donghoon Yang<sup>\*\*</sup> · Sangcheol Lee<sup>\*\*\*</sup> · Kapsoon Kim<sup>\*\*\*\*</sup>

### 〈Abstract〉

In this study, we examine whether there is a difference in the relationship between the tax sheltering by management and firm value as the corporate governance structure varies. Among the manufacturing companies listed in the Korea Securities Exchange with fiscal year ending in December, annual statements of 1,154 corporations that publicly announce the details of corporate tax reconciliation by having the taxation standard exceeding zero for the period 2003–2007 are selected as the final sample for our empirical analysis. The accounting income is defined as income before income taxes and the taxable income is income of each business year. We define the tax sheltering as the Book–Tax Income differences or 'BTD–Permanent Differences' that cannot be explained by total accrual amount or discretionary accruals.

Our empirical results are as following :

First, as the largest shareholders' and specially related parties' equity ratios are higher, the tax sheltering value exhibits a statistically significant increase. Second, tax sheltering leads to an decrease in the firm value. Third, the negative effect of tax sheltering on firm value increases as the governance structure improves. This suggests that corporate governance structure must be secured first in order to attain the economic benefits arising from the tax sheltering by the management.

〈Key words〉 tax sheltering, BTD(Book–Tax Difference), corporate governance, firm value

---

\* Samyoung Accounting Corporation

\*\* Professor, Dongguk Business School, Dongguk University–Seoul

\*\*\* Associate Professor, Dongguk Business School, Dongguk University–Seoul

\*\*\*\* Associate Professor, Dongguk Business School, Dongguk University–Seoul