

기업의 잠정실적을 이용한 BTD와 투자수준의 관련성에 관한 연구

박성종* · 김승준**

〈요 약〉

본 연구는 잠정 실적 공시에서 회계이익과 과세소득의 차이(이하 잠정 BTD)를 추정하고 잠정 BTD가 기업의 투자와 비정상(abnormal) 투자에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 기업의 투자는 미래 잠재 성장에 중대한 영향을 미칠 수 있는 필수 활동이지만, 주주와 대리인 간 정보비대칭으로 인하여 과잉투자가 이루어질 수 있으며 궁극적으로 비효율적인 의사결정으로 인해 기업이 부실화가 될 수 있는 우려가 존재한다. 기존의 선행연구에 따르면 주주와 대리인 간의 정보비대칭으로써 이익의 질과 조세회피를 중심으로 연구가 진행되었는데, 본 연구는 이익의 질과 조세회피 정보를 모두 포함하는 BTD를 잠정 실적 정보를 이용하여 실증 분석 한 데에 의의가 있다.

실증 분석에 사용된 표본은 2014년부터 2019년까지 잠정 실적을 공시하는 유가증권시장과 코스닥 상장 기업을 대상으로 잠정 BTD가 총 투자(유형자산 투자와 연구개발투자), 유형자산 투자, 연구개발투자에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 실증 분석결과, 첫째, 잠정 BTD가 증가할수록 총 투자와 연구개발투자가 증가하는 결과를 보였고, 둘째, 잠정 BTD가 클수록 연구개발투자의 비효율성이 커지는 것으로 나타났다. 대체로 잠정 BTD가 커지더라도 유형자산 투자 수준은 관련이 없는 것으로 나타났는데 연구개발의 경우 단순 투자수준과 비효율성 투자 모두 증가하는 결과를 보였다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 잠정 BTD는 확정 실적이 아닌 잠정실적만을 이용한 추정치로서 경영자의 재량적 의도를 사전에 파악할 수 있는 정보유용성을 가질 것이다. 지금까지의 선행연구에서는 이익의 질 혹은 조세회피를 추정할 때 확정공시 실적을 이용함으로써 주주와 대리인 간의 정보비대칭으로써 분석 시점의 시차가 존재한다. 이에 본 연구에서 활용한 잠정 BTD는 동일한 연도의 경영자의 의도를 사전에 파악할 수 있다는 점에서 의의가 있다.

〈주제어〉 기업의 투자 수준, 잠정 BTD, 이익의 질, 조세회피, 비효율 투자

* 한경국립대학교 법경영학부 부교수, lifefund@hknu.ac.kr, 주저자

** 안양대학교 글로벌경영학과 조교수, kimsj0909@anyang.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

본 연구는 잠정 실적 공시에서 회계이익과 과세소득의 차이(이하 잠정 BTD)를 추정하고, 잠정 BTD가 기업의 투자와 비정상(abnormal) 투자에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 기업의 투자 활동은 미래의 잠재성장에 큰 영향을 미치는 필수 요소이며, 다수의 선행 연구에서는 연구개발투자와 설비자산투자가 기업의 성과를 증가시킨다는 결과를 제시하였다(Lev and Sougiannis 1996 ; 이태정 2007 ; 박종일과 김수인 2020). 그러나 과도한 투자 의사결정은 기업의 현금흐름을 위협하고, 자금 경색을 수반하여 성장을 이끌어 낼 수 없게 되며, 추후 과소투자로 이어져 기업의 부실화를 초래할 수 있는 부작용이 존재한다(최종서와 광영민 2010). 선행연구에서는 이익의 질이나 조세 회피 측면에서 기업의 투자와 비정상(abnormal) 투자에 미치는 영향에 대해 다양한 연구를 수행하였다. 본 연구에서는 이러한 연구를 바탕으로 잠정 BTD의 영향력을 분석하여 기업의 투자 결정에 미치는 영향을 파악하고자 한다.

기업의 이익의 질과 투자의 관련성 분석은 주주와 대리인 간 정보불균형에 대한 실증적인 측면을 수반한다. 기업의 경영자는 제국건설(empire building)을 추구하기 위해 투자자와 채권자로부터 조달한 자본을 과도하게 사용하여 과잉투자 성향을 나타낼 수 있다(Schumpeter 1934). 따라서 경영자와 외부 정보 이용자 간의 정보불균형이 심화될수록 과잉투자 성향이 높아지기 때문에 효율적 투자를 이끌어 낼 수 있는 방안이 필요하다(Lambert et al. 2007 ; McNichols and Stubben 2008 ; Biddle et al. 2009 ; 최종서와 광영민 2010). 이와 관련하여 Biddle and Hilary (2006)은 회계정보의 품질이 높을수록 기업의 투자효율성이 증가하며, 후속 연구에서는 이익의 질과 기업의 투자효율성을 과잉투자와 과소투자로 구분하여 실증 분석한 결과에서도 기업의 투자효율성이 증가하는 결과가 있음을 보고하였다(Biddle et al. 2009). 즉, 주주와 대리인 간의 정보비대칭으로 회계정보의 품질이 낮은 기업일수록 대리인 비용과 역 선택(adverse selection)으로 인해 대리인이 비효율적인 투자를 수행한다는 결론을 지지한다.

한편, 경영자들은 투자 결정을 위해 자본 조달 방법을 선택하게 된다. 자본조달순위이론(pecking order theory)에 따르면 기업은 외부 자본보다 내부 자본을 선호하며, 외부 자본의 경우 유상증자를 통한 자본조달보다 타인자본에 의한 부채를 선호한다. 또한, 유상증자나 차입을 통한 자금조달은 재무적 제약을 수반하기 때문에, 기업은 조세회피를 통해 내부 자본을 확보하고, 이를 통해 투자를 수행하는 유인이 발생한다(Mayberry 2012 ; Edwards et al. 2016 ; Guenther et al 2016 ; Green and Kurr 2022 ; 고종권과 박희진 2017). 선행연구에서는 대체로 기업이 조세 회피를 통해 확보한 현금흐름을 통해 투자를 증가시키는 것으로 나타났으며, 국내와 국외 기업에 대한 실증 분석에서도 일관된 결과를 보고하였다. 이를 통해 기업의 자본 조달 방법과 조세 회피를 통한 내부 자본 확보가 투자 결정에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 이해를 높이는 데 도움이 될 것이다. 더불어, 기업의 투자 결정에 대한 효율적인 방안을 도출하는 데 기여할 것으로 기대된다.

이에 본 연구는 기업의 이익의 질과 조세회피 정보를 모두 포함하는 잠정 LTD가 투자에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 전통적으로 LTD(book tax difference)는 이익조정이나 조세회피로 인해 확대되므로 주주와 대리인 간의 정보비대칭이 확대되어 투자(투자의 비효율성)가 늘어날 것으로 예상된다. 하지만 정경철(2017)의 연구에 따르면, LTD가 확대될 경우 이익의 지속성이 낮아지는 미래 불확실성으로 인해 투자가 줄어드는 결과를 보고하였다. 이는 한국의 과세소득 산출이 회계이익에서 세무조정으로 이루어지는 단일 장부체계(one book system)로써 이익조정과 조세회피의 정보를 적절히 반영하지 못하기 때문이라고 판단된다(김승준과 박재환 2021). 이에 본 연구는 잠정실적 공시자료의 LTD를 추정하여 실증 분석을 수행한다(기도훈 2018). 잠정실적은 감사 전 기업의 내부에서 산출된 회계수치를 공시하기 때문에 기업 내부의 회계 프로세스나 경영자의 재량성이 반영되어 과대 혹은 과소 공시하는 경향이 있으며 잠정 LTD의 확대(축소)를 수반하게 된다(송인만과 박연희 2006 ; 손성규 등 2015 ; 기도훈 2018 ; 기도훈과 박재환 2019 ; 이효진 2020 ; 지은상과 손성규 2021).¹⁾ 기도훈(2018)은 잠정 LTD가 잠정실적의 편익에 미치는 영향을 분석한 결과 잠정 LTD는 잠정 이익의 편익과 잠정 세전이익의 편익과 정(+)의 관련성, 잠정 법인세비용의 편익은 부(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났으며, 감사 후 재무정보를 통해 산출된 재량적 발생액은 정(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다.²⁾³⁾

이와 같이 잠정 LTD 정보는 감사 후 재무보고 정보를 선행한다고 볼 수 있다. 예컨대 잠정실적 공시 정보는 t기의 결산공시보다는 신뢰성이 다소 감소할 수는 있지만 적시성이 높은 특성을 갖는다. 즉, 잠정실적 정보는 주주와 대리인 간의 정보비대칭 문제를 사전에 인식하고 대응할 수 있는 중요한 정보로 활용할 수 있다(기도훈 2018 ; 이효진 등 2020). 이에 본 연구는 2014년부터 2019년까지의 잠정 실적을 공시한 유가증권시장과 코스닥 상장 기업을 대상으로, 잠정 LTD가 총 투자(유형자산 투자와 연구개발투자), 유형자산 투자, 연구개발투자에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 본 연구는 잠정 LTD와 투자 수준 사이의 관련성을 이익의 질과 조세회피를 통제하여 주주와 대리인 간의 정보 비대칭 문제를 함께 살펴보고자 한다.

실증 분석결과, 첫째, 잠정 LTD가 증가할수록 총 투자와 연구개발투자가 증가하는 결과를 보였고, 둘째, 잠정 LTD가 클수록 연구개발투자의 비효율성이 커지는 것으로 나타났다. 대체로 잠

- 1) 잠정공시 정보는 이해관계자들의 적시성 제고를 위한 것으로 감사 전 재무정보이기 때문에 감사 후 확정된 재무정보와 큰 차이를 보인다면 반드시 정정공시를 해야 한다. 그러나 실적 전망이나 예측정보에 대해서는 확정 실적정보와 차이가 있더라도 불성실공시법인으로 지정하지 않는다는 면책 조항으로 인해 정정공시의 패널티(penalty)가 없다.
- 2) 잠정실적은 공정공시로 매출액, 영업이익, 세전이익, 당기순이익, 지배주주이익의 형태로 공시된다.
- 3) 그밖에 이효진 등(2022)의 연구에서도 이익의 질을 측정할 수 있는 대용변수로 잠정 LTD를 이용하였다. 연구 결과에 따르면 적자회피기간에 있는 기업의 잠정 LTD가 그렇지 않은 기업에 비해 더 크게 나타났다. 또한, 잠정 LTD가 높은 기업은 확정 공시 시점의 이익반응계수가 더 작게 나타나, 잠정 LTD가 이익의 질을 반영하는 유용한 지표임을 입증하였다.

정 BTD가 커지더라도 유형자산 투자 수준은 관련이 없는 것으로 나타났는데 연구개발의 경우 단순 투자수준과 비효율성 투자 모두 증가하는 결과를 보였다. 추가분석을 통해 잠정 BTD와 이익의 질, 조세회피의 관련성을 살펴본 결과 잠정 BTD가 큰 기업은 이익의 질이 낮고 조세회피 수준이 높은 결과를 나타내고 있었다. 즉, 잠정 BTD가 확대될수록 경영자의 재량적 의사결정이 반영된다는 결과로서 기업의 투자 의사결정과 관련성이 있음을 실증 결과로 제시하고 있다.

이에 본 연구는 다음의 공헌점을 갖는다. 첫째, 기존의 선행연구에서는 확정 실적을 이용하여 BTD를 산출하여 투자효율성을 실증 분석하였는데, 단일장부체계를 갖는 국내 기업의 BTD는 이익조정이나 조세회피의 정보를 적절히 반영하지 못한다는 한계를 갖는다. 이에 본 연구에서는 경영자의 이익조정 및 조세회피의 정보를 반영한 잠정 BTD를 이용하여 투자 및 투자효율성을 실증한 데에 공헌점을 갖는다. 둘째, 현재까지 잠정 BTD와 관련된 연구가 많이 다루어지지 않은 시점에 기존 BTD 관련 연구를 보완하는 새로운 증거를 제시하고 있어 후속 연구자 및 정책 당국에 시사점을 제공할 것으로 판단된다.

본 연구의 구성은 다음과 같이 이루어진다. 제Ⅱ장은 선행연구 검토 및 가설 설정, 제Ⅲ장은 연구설계, 제Ⅳ장은 실증분석결과, 제Ⅴ장에서는 결론을 다룬다.

Ⅱ. 선행연구 검토 및 가설 설정

기업의 투자는 미래 잠재성장의 필수요소로써 장기적 기업성장을 이끌어 낼 수 있는 중대한 의사결정의 일환이며, 경제성장의 기본적 원천이 된다(Lev and Sougiannis 1996 ; Biddle and Hilary 2006 ; 이태정 2007 ; 박종일과 김수인 2020). 하지만 과도한 투자는 기업의 현금흐름을 감소시키는 결과를 초래해 기업의 부실화를 야기하며, 기업의 존속에 위협이 될 수 있다(최종서와 곽영민 2010). 선행연구에서는 이익의 질과 조세회피를 정보비대칭과 대리인 문제의 대응치로 보고, 기업의 투자에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보았다(Jensen and Meckling 1976 ; Myers 1977 ; Myers and Majluf 1984). 예컨대, 경영자는 명성과 의사결정권 확보를 목적으로 과도하게 투자를 늘리는 제국건설(empire building) 투자성향을 보인다는 주장이 존재한다(Hope and Thomas 2008). 이에 선행연구에서는 정보비대칭과 대리인 문제의 대응치로써 이익의 질과 조세회피가 기업의 투자에 미치는 영향을 살펴보았다.

먼저 이익의 질과 기업의 투자 관련성을 살펴본 선행연구를 살펴보면, Biddle and Hilary (2006)는 이익의 질이 높을수록 주주와 대리인 간의 정보비대칭의 감소가 투자효율성과 현금흐름에 미치는 영향을 살펴보았다. 분석 결과, 기업의 이익의 질이 높을수록 주주와 대리인 간의 정보비대칭이 감소되어 투자효율성은 증가하는 것으로 나타났으며, 이익의 질이 낮은 기업에서는 투자와 현금흐름 간의 민감도가 높아져 과잉 혹은 과소 투자 성향이 증가할 수 있음을 주장

하였다. 후속 연구인 Biddle et al.(2009)은 기업의 유보현금이 많거나 부채비율이 낮은 그룹과 유보현금이 적거나 부채비율이 높은 그룹을 구분하여 이익의 질과 투자와의 관련성을 살펴보았다. 기업의 유보현금이 많거나 부채비율이 낮은 그룹은 상대적으로 자본조달비용이 낮아 과잉투자 유인이 높은 반면, 유보현금이 적거나 부채비율이 높은 그룹은 자본조달비용이 높아 과소투자 유인이 높다고 판단하였다. 두 그룹 내의 이익의 질과 투자효율성의 관련성을 살펴본 결과, 이익의 질이 높을수록 과잉투자 유인이 높은 그룹에서는 과잉투자 성향이 완화되었으며 과소투자 유인이 높은 그룹에서도 과소투자 성향이 낮아지고 있음을 보고하였다. 즉, 주주와 대리인 간의 정보비대칭 감소는 자본조달비용을 감소시키고 경영자의 재량적 의사결정을 낮춤으로써 투자 효율성을 증가시키고 있음을 뒷받침한다.

McNichols and Stubben(2008)은 SEC에 감리를 받거나 분식회계로 소송에 연루된 기업 등 이익 조작이 명백한 기업들을 대상으로 해당 기간 동안 과잉투자 성향이 나타나는지를 실증 분석하였다. 분석 결과, 이익 조작 기간에는 과잉투자 성향을 보이는 데 반해 이후 기간에는 투자성향이 정상 범주로 돌아온 결과를 보였다. 즉, 이들은 주주와 대리인 간의 정보비대칭이 기업의 과잉투자에 영향을 미치고 있다고 주장하였다.

한편, 조세회피의 경우에도 주주와 대리인 간의 정보비대칭의 대응치가 된다. 기업의 조세비용과 세액공제는 내부자금을 확보할 수 있고, 사업성의 순실현가치(NPV)에 직접적으로 연관되어 있기 때문에 이익조정과는 다른 동기를 갖게 한다(Hanlon and Heitzman 2010). 즉 조세회피는 납부세액의 감소를 통해 기업의 내부자금을 확보할 수 있으므로 잠재적으로 투자와 정(+)의 관련성이 존재한다는 결과가 제시된 바 있다(Mayberry 2012 ; Edwards et al. 2016 ; 고종권과 박희진 2017).

Mayberry(2012)는 시장의 불안정성과 조세회피, 투자 간의 관련성이 있는지 실증하였다. 분석 결과, 주주와 대리인 간의 정보비대칭이 심화된 경우 기업의 자금조달이 어려울 수 있어 궁극적으로 조세회피 성향이 증가한다고 주장하였다. 아울러 경영자의 도덕적 해이, 정보비대칭을 이용하여 기업의 규모를 증가시키기 위해 과잉투자를 수행한다고 보고하였다. Guenther et al.(2016)은 재무적 제약에 처한 기업이 조세회피를 통해 확보된 내부자금이 기업의 투자활동(지분투자, 실질투자)을 증가시키는지를 실증 분석하였다. 분석 결과, 재무적 제약에 처한 기업은 자금조달 비용이 낮은 조세회피를 통해 내부자금을 확보하려는 유인이 높으며, 실질 투자보다는 지분투자를 적극적으로 늘리는 경향이 있음을 발견하였다. Green and Kerr(2022)은 조세회피를 통해 확보한 현금 절세액을 투자와 배당에 어떠한 영향을 미치는지 다국적기업을 대상으로 실증 분석하였다. 저자들은 절세 수준이 높은 기업에서는 유형자산, 연구개발비, 지분투자과 통계적으로 유의한 정(+)의 상관관계가 나타났다는 점을 보여준다. 즉, 기업이 조세회피를 통해 내부자금을 확보하면, 투자가 증가하는 경향이 있음을 실증적으로 입증하였다.

한편, 국내에서도 조세회피와 투자의 관련성을 살펴본 연구는 다음과 같다. 김창범과 송동건(2008)의 연구를 시작으로 관련 주제에 대한 연구가 활발히 진행되었다. 저자들은 과잉투자기업

을 과소투자기업과 비교하기 위하여 재량적 발생액을 이용한 평균차이 검증을 하였으며, 이익조정과 과잉투자가 서로 양(+)의 상관관계가 있음을 제시하였다. 경영자는 과잉투자 지출이 초래하는 부정적인 효과를 해소하기 위해 재량적 의사결정이 증가할 것으로 판단하였다. 연구 결과, 과잉투자기업이 과소투자 기업에 비해 유의적으로 재량적 발생액이 확대되는 효과를 보였는데, 이는 과잉투자로 인하여 발생한 미래의 수익성 저하로 인하여 경영자가 기업의 보고이익을 확대 조정하는 것으로 인하여 발생 된 것이라 주장하였다.

고종권과 박희진(2017)은 국내 기업을 대상으로 Guenther et al.(2016)의 방법론에 따라 실증하였다. 한국과 미국의 기업은 지배구조와 대리인 비용 등의 특성을 가지므로 조세회피로 창출된 현금흐름이 지분투자보다는 실질적인 유형자산 투자에 유입될 것이라고 판단하였다. 실증분석 결과, 한국 기업은 재무적 제약이 있을 경우 절세를 통해 확보된 내부 현금이 유형자산 투자를 증가시킨다는 결과를 보고하였다. 박종일과 김수인(2020)은 조세회피와 투자 간에 정(+)의 상관관계가 있음을 확인한 결과를 바탕으로, 보수주의적인 회계 처리와 투자 간의 관계가 어떠한 차이를 갖는지 검증하였다. 저자들은 조세회피와 투자 간의 정(+)의 상관관계가 경영자의 사적 이익 추구, 즉 대리인 문제로 인해 발생하는 효과를 감안하여, 보수주의적 재무제표 작성이 이러한 대리인 문제를 완화하는 조절 효과가 있는지를 분석하였다. 실증 분석 결과 보수주의 회계 처리는 조세 회피와 투자의 정(+)의 관계를 약화하는 것으로 나타났다. 김진수 등(2021)은 조세 회피가 투자에 영향을 미치는데 있어서 보수적인 회계 정보의 작성이 어떤 영향을 미치는지를 연구하였으며, 이는 이전의 선행 연구에서, 즉 조세 회피가 경영자의 사적인 이익 추구에 이용된다는 대리인 이론 관점의 선행 연구를 확장하는 결론을 도출하였다. 연구 결과 보수주의 회계정보의 작성은 경영자의 사적인 이익 추구하고 관련된 유인을 축소시켜 대리인 문제를 완화함으로써 과대 투자를 억제하는 결과를 제시하였다.

이상의 선행연구를 종합해보면, 이익의 질이 낮은 기업과 조세회피 수준이 높은 기업은 투자 효율성이 낮아진다는 결론을 보고하고 있다. 다만 본 연구는 이익의 질과 조세회피를 각각 별도로 다룬 기존의 연구와 달리, 두 정보가 함께 반영된 잠정 BTD가 투자에 어떤 영향을 미치는지에 초점을 두고 있다. 전통적으로 BTD(Book-Tax Difference)는 이익조정과 조세회피로 인해 확대된다. 즉, 이익조정과 조세회피를 주주와 대리인 간의 정보비대칭의 대응치로 측정할 경우 BTD가 확대되면, 기업은 투자(혹은 과잉·과소 투자)는 증가할 것이다. 하지만, 정경철(2017)의 연구에서는 BTD가 확대될수록 투자효율성이 감소한다는 결과를 제시하였는데 BTD가 확대될 경우 이익의 지속성이 낮아져 미래 불확실성이 커지므로 기업의 투자가 감소한다는 것이다(Hanlon 2005). 즉, 기존의 선행연구와 반대의 결과를 제시하는 것으로써 BTD가 투자에 미치는 영향을 재검증할 필요성이 존재한다.⁴⁾ 이에 본 연구는 이익의 질과 조세회피를 모두 고려한 후

4) 국내의 과세소득 산출은 단일 장부체계(one book system)를 사용하므로 회계 기준과 세법이 대체로 일치한다. 따라서 이익조정과 조세회피의 유인이 주주와 대리인 간의 정보비대칭 대응치로써 BTD는 적절하지 않을 수 있다(김승준과 박재환 2021).

경영자의 재량적 의사결정이 반영된 잠정 LTD를 이용하여 기업의 투자와의 연관성을 살펴보고자 한다. 기도훈(2018)의 연구에 따르면 잠정 LTD는 잠정 순이익의 편의, 잠정 세전이익의 편의와 정(+)의 관련성, 잠정 법인세비용의 편의는 부(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났다.⁵⁾ 다시 말해, 기업의 잠정 LTD가 클수록 이익을 과장하여 보고하려는 동기와 법인세비용을 낮추려는 동기가 존재할 것이며, 이로 인해 주주와 대리인 사이의 정보 불균형이 더욱 확대될 것이다.

즉, 기업의 잠정 LTD가 클수록 이익을 상향 보고 하려는 유인과 법인세비용을 하향 보고하려는 유인이 존재할 것이므로 주주와 대리인 간의 정보비대칭이 확대될 것이다. 따라서, 잠정 LTD가 큰 경우, 기업의 투자 수준(즉, 비효율적인 투자)이 증가할 것으로 예상되어, 이를 검증하기 위해 [연구가설 1]과 [연구가설 2]를 설정하고 실증 분석을 진행하고자 한다.

연구가설 1 : 기업의 잠정 LTD가 클수록 투자수준이 증가할 것이다.

연구가설 2 : 기업의 잠정 LTD가 클수록 비효율투자 성향이 커질 것이다.

III. 연구설계

1. 연구모형

본 연구의 가설을 실증 분석하기 위해 다음의 모형 1과 모형 2를 설정한다.

$$\begin{aligned} INV_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 ABS_LTD + \alpha_2 AQ_{i,t} + \alpha_3 CashETR_{i,t} + \alpha_4 \sigma CFO_{i,t} + \alpha_5 \sigma INVEST_{i,t} \\ & + \alpha_6 \sigma SALES_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 LEV_{i,t} + \alpha_9 CFO_{i,t} + \alpha_{10} LOSS_{i,t} \\ & + \alpha_{11} GRW_{i,t} + \alpha_{12} EXP_{i,t} + \alpha_{13} PPE_{i,t} + \alpha_{14} CASHDV_{i,t} + \alpha_{15} MTB_{i,t} \\ & + \alpha_{16} OPCYCLE_{i,t} + \alpha_{17} FOR_{i,t} + \alpha_{18} BIG4_{i,t} + YD + IND + \epsilon_{i,t} \quad (\text{모형 1}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} ABINV_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 ABS_LTD + \alpha_2 AQ_{i,t} + \alpha_3 CashETR_{i,t} + \alpha_4 \sigma CFO_{i,t} \\ & + \alpha_5 \sigma INVEST_{i,t} + \alpha_6 \sigma SALES_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 LEV_{i,t} \\ & + \alpha_9 CFO_{i,t} + \alpha_{10} LOSS_{i,t} + \alpha_{11} GRW_{i,t} + \alpha_{12} EXP_{i,t} + \alpha_{13} PPE_{i,t} \\ & + \alpha_{14} CASHDV_{i,t} + \alpha_{15} MTB_{i,t} + \alpha_{16} OPCYCLE_{i,t} + \alpha_{17} FOR_{i,t} \\ & + \alpha_{18} BIG4_{i,t} + YD + IND + \epsilon_{i,t} \quad (\text{모형 2}) \end{aligned}$$

5) 잠정 순이익의 편의는 잠정 순이익에서 확정 순이익을 차감한 값을 기초총자산으로 표준화, 잠정 세전이익의 편의는 잠정 세전이익에서 확정 세전이익을 차감한 값을 기초총자산으로 표준화, 잠정 법인세비용의 편의는 잠정 법인세 비용에서 확정 법인세 비용을 차감한 값을 기초총자산으로 표준화한 변수를 의미한다.

여기에서,

TINV	: t년도 총투자수준(=R&D+CAPEX), 총자산으로 나눈 값
CAPEX	: t년도 설비투자액(=현금흐름표상에 자본적 지출액), 총자산으로 나눈 값
RND	: t년도 연구개발비 투자액(=연구비+경상개발비+개발비의 증가), 총자산으로 나눈 값
ABTINV	: t년도 Biddle et al.(2009) 모형으로 추정된 TINV의 절댓값
ABCAPEX	: t년도 Biddle et al.(2009) 모형으로 추정된 CAPEX의 절댓값
ABRND	: t년도 Biddle et al.(2009) 모형으로 추정된 RND의 절댓값
ABS_BT D	: t년도 잠정 BTD(잠정 재무이익-잠정 세무이익) 절댓값을 총자산으로 나눈 값
AQ	: Dechow and Dichev(2002)의 발생액의 질(비정상 발생액의 5년 표준편차)
CashETR	: t년도 조세회피 성향, 당기가 고려된 과거 5년간($t-4 \sim t$)의 CashETR(=법인세부담액의 합계/세전이익의 합계)로 (-1)를 곱하여 측정
σ CFO	: t년도 과거 5년간($t-4 \sim t$) 총자산 대비 영업현금흐름의 표준편차
σ INVEST	: t년도 과거 5년간($t-4 \sim t$) 총자산 대비 총투자의 표준편차
σ SALES	: t년도 과거 5년간($t-4 \sim t$) 총자산 대비 매출액의 표준편차
SIZE	: t년도 기말총자산의 로그값
LEV	: t년도 부채비율(총 부채/총 자산)
CFO	: t년도 영업현금흐름(영업현금흐름/총자산)
LOSS	: t년도 손실더미(당기순이익이 음수이면 1, 아니면 0)
GRW	: t년도 매출액성장을
EXP	: t년도 수출비중
PPE	: t년도 총자산 대비 유형자산(토지와 건설 중인 자산은 제외)
CASHDV	: t년도 배당수준(배당액/총자산)
MTB	: t년도 자본의 장부가치 대비 시장가치
CASH	: t년도 현금성자산(현금성자산/총자산)
OPCYCLE	: t년도 영업순환주기[(매출채권/매출액)*360+(재고자산/매출원가)*360]의 로그 값
FOR	: t년도 외국인지분율
BIG4	: t년도 대형회계법인 감사 여부

모형 (1)의 종속변수는 TINV, RND, CAPEX로서 CAPEX는 유형자산 투자 수준을 나타내며, RND는 연구개발비 투자수준이다. TINV는 CAPEX와 RND를 합산하여 총투자를 계산한 값을 의미한다. 모형 (2)의 종속변수는 Biddle et al.(2009)의 방법에 따라 추정된 잔차값(residual)을 투자의 비효율성 측정치를 이용하였다. 투자의 비효율성 값은 양(+)의 값으로 클 경우 과잉투자를 나타내며, 음(-)의 값으로 작아질수록 과소투자를 의미한다. 본 연구는 과잉투자와 과소투자와 상관없이 투자의 효율성에 초점을 맞추므로 추정된 값에 절댓값을 취하여 모형을 설정한다.

관심변수는 이효진 등(2022)의 연구에서 제시한 잠정 BTD에 절댓값을 취하여 BTD의 크기에 따라 기업의 투자에 미치는 영향을 살펴본다. 잠정 실적 법인세 정보는 공시되는 대상이 아니기 때문에 잠정 실적 정보 내의 세전 이익에서 당기순이익을 차감하여 법인세비용을 계산하고 연도별 법정 최고세율로 나누어 세무이익을 산출하였다. 다음으로 주주와 대리인의 정보불균형 대응치로서 이익의 질(AQ)은 Dechow and Dichev(2002)의 모형을 이용하였으며, 조세회피

(CashETR)는 Dyreng et al.(2008)의 모형을 참조하여 5년간의 세전이익과 법인세부담액을 이용하였다.

통제변수의 경우 선행연구에서 제시된 변수들을 모두 포함하여 실증 분석을 수행한다. σ CFO, σ INVEST, σ SALES는 과거 4년 간 영업현금흐름, 총 투자, 매출액의 변동성을 측정하는 변수로 각 변수들의 변동성에 따라 투자 혹은 투자효율성에 미치는 영향을 통제하기 위해 모형에 포함하였다(Biddle et al. 2009 ; Chen et al. 2017 ; Green and Kerr 2022 ; 박종일과 김수인 2020). SIZE는 기업규모를 통제하기 위하여 모형에 포함하였으며, 기업규모가 클수록 자본조달이 상대적으로 수월하여 투자기회를 확보할 수 있다는 측면에 양(+)의 값이 나타날 것으로 예상되나 기업규모가 작을수록 투자를 증가시킬 수 있다는 선행연구도 존재한다(Biddle et al. 2009 ; Chen et al. 2017). LEV는 부채비율을 통제하기 위함이며 부채비율이 높을수록 투자수준은 다소 경직될 것으로 예상된다(심충진 2011 ; 박종일과 김수인 2020). CFO, LOSS, GRW는 각각 현금흐름, 손실여부, 매출액성장률을 통제하기 위하여 본 연구모형에 포함하였으며, 수출비중이 투자에 미치는 영향을 통제하기 위하여 EXP를 모형에 포함하였다. Biddle et al.(2009)와 같이 본 연구 모형에도 상각대상 유형자산을 포함하여 기업의 투자수준과 관련성을 살펴보고자 하며, 배당과 투자의 대체관계를 살펴보기위해 CASHDV를 모형에 포함하였다. MTB는 기업의 투자기회와 정(+)의 관련성을 보일 것이라는 선행연구에 따라 본 연구모형에 포함하였으며, 현금성자산과 투자 수준은 정(+)의 관련성이 존재한다는 Green and Kurr(2022)의 연구를 참조하여 본 연구 모형에 현금성자산을 포함하였다. 아울러 기업의 영업순환주기를 통제하고자 OPCYCLE, 외국인 지분율과 대형회계법인 감사에 따라 투자수준의 차이를 보일 수 있을 것이라 판단되어 FOR와 BIG4를 모두 모형에 포함하였다.

2. 연구 표본

주주와 대리인의 정보비대칭으로써 잠정 LTD가 투자에 미치는 영향을 검증하기 위하여 잠정 LTD를 구할 수 있는 기업을 대상으로 표본을 구성한다.

- (1) 전자공시시스템(Dart)에서 2014년부터 2019년까지 잠정실적을 공시한 기업
- (2) Kis-Value에서 2010년부터 2019년까지 분석에 필요한 데이터를 수집할 수 있는 기업
- (3) 12월 결산기업 중 자본잠식이 아닌 기업
- (4) 비금융업

본 연구의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 2014년부터 2019년까지의 연구기간을 설정하였다. 2020년과 2021년에는 코로나(Covid-19) 확산으로 비정상적인 영향을 미칠 수 있어 표본에는 포함하지 않았다. 기업의 잠정실적 공시 자료는 전자공시시스템(Dart)에

서 수작업을 통해 확보하였으며, 최초 잠정실적 공시자료를 수집하였다.⁶⁾ 재무정보 자료는 Kis-Value에서 자료를 수집하였다. 결산시점은 12월 말을 기준으로 표본을 선정하였으며 자본잠식이 나타난 기업은 연구대상에서 제외하였다. 기업의 재무제표 특성이 다른 금융업은 제외하고 최종 표본을 선정하여 본 연구에 사용된 기업-연도는 4,499개이다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량

본 절에서는 실증분석결과 중 기술통계량을 살펴보고자 한다. <표 1>은 본 연구에서 사용되는 변수들의 기술통계량을 나타낸다.

<표 1> 기술통계량(n=4,499)

변수명	평균	표준편차	최솟값	1사분위수	중위수	3사분위수	최댓값
TINV	0.050	0.044	0.002	0.017	0.038	0.070	0.181
CAPEX	0.044	0.039	0.002	0.014	0.032	0.062	0.158
RND	0.005	0.012	0.000	0.000	0.000	0.004	0.052
ABTINV	0.032	0.025	0.000	0.013	0.026	0.043	0.115
ABCAPEX	0.029	0.023	0.000	0.012	0.024	0.039	0.102
ABRND	0.007	0.009	0.000	0.002	0.005	0.010	0.041
ABS_BT D	0.044	0.063	0.001	0.008	0.021	0.049	0.284
AQ	0.057	0.051	0.010	0.024	0.039	0.070	0.232
CashETR	-0.267	0.286	-1.000	-0.384	-0.216	0.000	0.000
σ CFO	0.054	0.034	0.013	0.029	0.045	0.070	0.152
σ INVEST	0.029	0.024	0.002	0.012	0.022	0.040	0.098
σ SALES	0.148	0.114	0.024	0.066	0.112	0.196	0.504
SIZE	26.576	1.484	24.478	25.464	26.260	27.408	30.450
LEV	0.453	0.198	0.095	0.292	0.464	0.609	0.811
CFO	0.043	0.067	-0.112	0.004	0.043	0.085	0.188

6) Fn-Guide의 잠정실적 자료의 경우 최종 공시 정보로써 경영자의 의도가 다소 감소될 것으로 예상되어 전자공시시스템(Dart)을 이용하여 수작업으로 최초 공시정보를 수집하였다.

〈표 1〉 기술통계량(n=4,499) (계속)

변수명	평균	표준편차	최솟값	1사분위수	중위수	3사분위수	최댓값
LOSS	0.318	0.466	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
GRW	0.058	0.228	-0.372	-0.064	0.031	0.145	0.766
EXP	0.267	0.306	0.000	0.000	0.123	0.518	0.935
PPE	0.183	0.121	0.009	0.083	0.168	0.267	0.455
CASHDV	0.005	0.006	0.000	0.000	0.002	0.007	0.025
MTB	1.460	1.290	0.270	0.614	1.011	1.791	5.869
CASH	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002
OPCYCLE	4.765	0.579	3.439	4.415	4.777	5.138	5.974
FOR	0.083	0.103	0.001	0.014	0.036	0.115	0.411
BIG4	0.521	0.500	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000

- TINV : t년도 총투자수준(=R&D+CAPEX), 총자산으로 나눈 값
CAPEX : t년도 설비투자액(=현금흐름표상에 자본적 지출액), 총자산으로 나눈 값
RND : t년도 연구개발비 투자액((=연구비+경상개발비+개발비의 증가), 총자산으로 나눈 값
ABTINV : t년도 Biddle et al.(2009) 모형으로 추정된 TINV의 절댓값
ABCAPEX : t년도 Biddle et al.(2009) 모형으로 추정된 CAPEX의 절댓값
ABRND : t년도 Biddle et al.(2009) 모형으로 추정된 RND의 절댓값
ABS_BT D : t년도 잠정 LTD(잠정 재무이익-잠정 재무이익) 절댓값을 총자산으로 나눈 값
AQ : Dechow and Dichev(2002)의 발생액의 질(비정상 발생액의 5년 표준편차)
CashETR : t년도 조세회피 성향, 당기가 고려된 과거 5년간(t-4~t)의
CashETR(=법인세부담액의 합계/세전이익의 합계)로 (-1)를 곱하여 측정
σCFO : t년도 과거 5년간(t-4~t) 총자산 대비 영업현금흐름의 표준편차
σINVEST : t년도 과거 5년간(t-4~t) 총자산 대비 총투자의 표준편차
σSALES : t년도 과거 5년간(t-4~t) 총자산 대비 매출액의 표준편차
SIZE : t년도 기말총자산의 로그값
LEV : t년도 부채비율(총 부채/총 자산)
CFO : t년도 영업현금흐름(영업현금흐름/총자산)
LOSS : t년도 손실더미(당기순이익이 음수이면 1, 아니면 0)
GRW : t년도 매출액성장률
EXP : t년도 수출비중
PPE : t년도 총자산 대비 유형자산(토지와 건설 중인 자산은 제외)
CASHDV : t년도 배당수준(배당액/총자산)
MTB : t년도 자본의 장부가치 대비 시장가치
CASH : t년도 현금성자산(현금성자산/총자산)
OPCYCLE : t년도 영업순환주기[(매출채권/매출액)*360+(재고자산/매출원가)*360]의 로그 값
FOR : t년도 외국인지분율
BIG4 : t년도 대형회계법인 감사 여부

모든 변수들은 극단치를 조정하기 위하여 상·하위 1%를 기준으로 winsorization을 실시하였다. 먼저 가설 1의 종속변수에 해당하는 TINV, CAPEX, RND를 살펴보면 평균값은 각각 0.050, 0.044, 0.005를 나타내고 있으며, TINV는 CAPEX와 RND의 합계를 나타내므로 CAPEX와 RND보다 상대적으로 큰 값을 보인다.⁷⁾ 대체로 기업의 총 투자는 평균적으로 자산 대비 5% 수준인 것을 알 수 있으며, 중위수를 보면 3.8%임을 알 수 있다. 다음으로 가설 2의 종속변수에 해당하는 ABTINV, ABCAPEX, ABRND는 Biddle et al.(2009)의 연구방법론에 따라 추정된 투자의 비효율성으로써 절댓값을 취한 기술통계량을 나타낸다. 평균값(중위수)은 각각 0.029(0.024), 0.007(0.005), 0.044(0.021)이다. 이익의 질(AQ)과 조세회피(CashETR)의 평균값은 0.057, -0.267로 나타났고 장기유효세율인 CashETR의 평균값과 중위수를 살펴보면 국내 기업들은 연결재무제표를 기준으로 유효법인세율은 대체로 약 20%~27% 수준임을 유추해볼 수 있다.

다음으로 통제변수의 기술통계량을 살펴보면, σ CFO, σ INVEST, σ SALES의 평균값은 각각 0.054, 0.029, 0.148로 나타났고 기업규모를 나타내는 SIZE의 평균값(중위수)은 26.576(26.260)으로 나타났다. LEV의 평균값을 살펴보면, 45.3% 최대 81.1%를 보이는 기업이 존재하고 있으며, CFO 평균값과 중위수는 모두 0.043으로 동일한 수준을 보였다. 전체 표본 중 손실을 보고하는 기업은 31.8%, GRW 평균값과 중위수는 각각 0.058, 0.031, 수출비중을 나타내는 EXP 평균값은 0.267, 최댓값은 0.935의 표본을 구성하고 있다. PPE 평균값은 0.183으로 자산 대비 유형자산의 비중을 보이고 있고, CASHDV 평균은 0.005, 중위수는 0.002로 자산 대비 현금배당 수준을 나타낸다. MTB 평균값(중위수)는 1.460(1.011)을 나타내고 있으며 자산대비 현금성자산 수준은 매우 미비하며, 최댓값이 0.002 수준을 보였다. 영업순환주기를 나타내는 OPCYCLE 평균값은 4.765을 보였고 외국인지분율(FOR)의 평균수준은 0.083, 중위수는 0.036 수준을 보였다. 마지막으로 대형회계감사 비중은 평균 52.1%로 본 연구 표본의 기업들은 대체로 대형회계감사법인을 통해 감사를 수검받는 것으로 나타났다.

2. 단변량분석

<표 2>는 본 연구의 주변 변수들 간 상관관계분석 결과를 나타낸다. 먼저 ABS_BTĐ와 가설 1의 종속변수인 TINV는 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았고, AQ는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 부(-)의 관련성을 보였다. 그러나 조세회피를 나타내는 CashETR은 TINV와 상관관계의 유의성을 보이지 않았다. 다음으로 CAPEX는 ABS_BTĐ와 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았으나 AQ, CashETR은 1% 수준에서 유의한 부(-)의 관련성을 보였다. 마지막으로 RND와 ABS_BTĐ는 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관련성, AQ와 CashETR 모두 1% 수준에서

7) RND의 경우 중위수까지 “0”을 나타낸 반 이상의 표본이 0에 근접한다. 이에 RND가 0인 기업을 표본에서 제거하여 실증 검증한 결과, 질적인 차이는 없는 것으로 나타났다.

정(+)의 관련성을 나타낸다. 즉, 잠정LTD이 증가할수록 기업의 투자수준 중 RND에서만 정(+)의 관련성을 보이는 결과를 나타낸다. 다음으로 가설 2의 종속변수와 관심변수 간의 상관관계를 살펴보면, ABS_LTD와 ABTINV, ABCAPEX, ABRND 모두 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 보이고 있으며, AQ, CashETR 모두 비효율 투자수준과 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 나타낸다.

〈표 2〉 Pearson 상관관계표(n=4,499)

변수	TINV	CAPEX	RND	ABTINV	ABCAPEX	ABRND	ABS_LTD	AQ	CashETR
TINV	1.000								
CAPEX	0.937 (< .0001)	1.000							
RND	0.453 (< .0001)	0.153 (< .0001)	1.000						
ABTINV	0.488 (< .0001)	0.432 (< .0001)	0.218 (< .0001)	1.000					
ABCAPEX	0.453 (< .0001)	0.473 (< .0001)	0.084 (< .0001)	0.885 (< .0001)	1.000				
ABRND	0.427 (< .0001)	0.174 (< .0001)	0.825 (< .0001)	0.302 (< .0001)	0.125 (< .0001)	1.000			
ABS_LTD	0.022 (0.1472)	-0.020 (0.1864)	0.101 (< .0001)	0.063 (< .0001)	0.026 (0.0824)	0.130 (< .0001)	1.000		
AQ	-0.049 (0.0011)	-0.072 (< .0001)	0.042 (0.0052)	0.043 (0.0037)	0.030 (0.045)	0.067 (< .0001)	0.421 (< .0001)	1.000	
CashETR	-0.015 (0.31)	-0.049 (0.0009)	0.074 (< .0001)	0.047 (0.0015)	0.025 (0.0907)	0.087 (< .0001)	0.204 (< .0001)	0.247 (< .0001)	1.000

note : <표 2>의 변수의 측정 방법은 <표 1>을 따른다. 또한, 상단 값은 상관계수를, 하단 값은 p-value를 나타낸다.

3. 다변량 분석

가. 기업의 투자와 잠정 LTD의 관련성

본 절에서는 가설을 검증하기 위한 다변량 회귀분석결과를 제시한다. <표 3>은 본 연구 가설 1에 해당하는 다변량회귀분석 결과로서 Model 1부터 Model 3까지는 연도(year), 시장(market),

산업(industry)을 통제한 실증 분석을 수행하였으며, Model 4부터 Model 6까지는 기업(firm)을 clustering까지 고려하여 실증 분석을 수행하여 결과를 제시한다. 먼저 Model 1부터 Model 3의 결과의 Adj. R^2 는 각각 33.73%, 33.17%, 13.08%이며, F-value는 모두 1% 수준에서 유의한 결과를 보이고 있다.

Model 1의 TINV와 ABS_BTД는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 나타내고 있다. 이는 본 연구 가설 1을 지지하는 결과로서 잠정 BTД가 커질수록 총 투자수준이 증가하는 결과라 볼 수 있다. 다음으로 AQ는 TINV와 1% 수준에서 유의한 부(-)의 관련성을 나타내고 있어 이익의 질이 좋지 않은 기업일수록 투자가 줄어든다는 결과를 보인다. Model 2의 결과를 살펴보면 ABS_BTД는 CAPEX와 통계적으로 유의한 결과를 나타내지 않았으며, CashETR도 CAPEX와 관련성이 없는 것으로 나타났다. 관심변수에서는 유일하게 이익의 질을 나타내는 AQ에서 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다. Model 3의 결과에서는 ABS_BTД와 RND는 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관련성을 보였다. 아울러 AQ와 CashETR 모두 통계적으로 유의한 결과를 나타내고 있는데 이익의 질은 5% 수준에서 부(-)의 관련성 조사회피는 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관련성을 나타내고 있다. 종합해보면, 잠정 BTД가 확대될수록 기업의 투자 중 총 투자 수준과 연구개발투자가 증가하고 이익의 질이 상대적으로 좋지 않은 기업일수록 투자를 줄이는 것으로 나타났다. 조사회피 수준이 높은 기업의 경우 연구개발투자가 증가하고 있음을 보여 본 연구가설 1을 부분적으로 지지하고 있다.

다음으로 Model 4부터 Model 6의 결과를 살펴보면, 대체로 R^2 는 앞선 회귀분석결과와 비슷한 수준을 보이고 있다. 먼저 Model 4의 Clustering 분석을 수행하더라도 ABS_BTД와 TINV는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 보이고 있으며, 이익의 질을 나타내는 AQ는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 부(-)의 관련성을 보이고, CashETR은 유의미한 결과를 보이지 않았다. Model 5의 결과를 살펴보면 ABS_BTД는 통계적 유의성이 나타나지 않고 있으며, AQ는 10%에서 유의한 음(-)의 값을 보였고 CashETR은 유의미한 결과를 보이고 있지 않았다. 마지막으로 Model 6의 RND와 ABS_BTД는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 부(-)의 관련성을 보이고 있으며, AQ는 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있지 않아 이익의 질과 RND 투자의 관련성이 떨어지고 있었다. CashETR과 RND는 5% 수준에서 유의한 정(+)의 관련성을 보였다. 즉, Clustering 분석을 수행하더라도 가설 1에 대한 분석결과는 다중회귀분석과 크게 다르지 않는 결과를 나타낸다.

통제변수의 결과를 살펴보면 다음과 같다. 5년 현금흐름의 변동성(σ CFO)은 대체로 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있지 않으나, Model 3에서 5% 수준에서 유의한 결과를 보였고, 5년 투자수준의 변동성이 클수록 총 투자, 유형자산 투자, 연구개발투자 모두 정(+)의 관련성을 나타낸다. 5년 매출액 변동성이 클수록 총 투자와 유형자산 투자는 증가하지만 연구개발투자와는 부(-)의 관련성을 보이고 있으며, 기업규모를 나타내는 SIZE는 모든 모형에서 통계적으로 유의

한 정(+)의 관련성을 나타내고 있어 기업규모가 클수록 투자를 증가시키는 결과를 보이고 있다. LEV는 Model 3의 RND에서 10%에서 유의한 부(-)의 관련성을 보이고 있으며, 그 외의 Model에서는 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았다. CFO는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 보였으며, GRW는 RND를 제외한 Model에서 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 갖는다. 수출비중을 나타내는 EXP는 Model 1에서만 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있으며, PPE는 RND 모형을 제외한 모든 모형에서 양(+)의 값을 보이고 있다. 현금배당수준(CASHDV), 현금성자산(CASH)는 통계적 유의성을 보이지 않았으며, MTB가 증가할수록 투자수준은 모두 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관련성을 보였다. 그밖에 외국인지분율, 대형회계법인 감사의 결과에서는 투자와 관련성이 없는 것으로 나타났다.

〈표 3〉 잠정 LTD가 투자수준에 미치는 영향(가설 1)

Var.	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
	TINV	CAPEX	RND	TINV	CAPEX	RND
Intercept	-0.0852*** (-4.84)	-0.0632*** (-4.09)	-0.0204*** (-3.79)	-0.0852*** (-3.41)	-0.0632*** (-3.02)	-0.0204** (-2.03)
ABS_BTĐ	0.0266** (2.57)	0.011 (1.21)	0.0113*** (3.55)	0.0266** (2.23)	0.011 (1.14)	0.0113*** (2.6)
AQ	-0.0418*** (-3.01)	-0.0251** (-2.05)	-0.0094** (-2.21)	-0.0418** (-2.36)	-0.0251* (-1.73)	-0.0094 (-1.51)
CashETR	0.0004 (0.21)	-0.0024 (-1.33)	0.0018*** (2.92)	0.0004 (0.18)	-0.0024 (-1.17)	0.0018** (2.58)
σ CFO	0.0109 (0.55)	-0.0029 (-0.17)	0.0136** (2.26)	0.0108 (0.38)	-0.0029 (-0.12)	0.0136 (1.26)
σ INVEST	0.4563*** (17.03)	0.3858*** (16.37)	0.0379*** (4.6)	0.4563*** (11.49)	0.3857*** (11.22)	0.0379*** (3.03)
σ SALES	0.0136** (2.45)	0.0168*** (3.46)	-0.004** (-2.36)	0.0136* (1.85)	0.0168*** (2.76)	-0.004 (-1.52)
SIZE	0.0035*** (5.54)	0.0026*** (4.7)	0.0008*** (4.01)	0.0035*** (3.97)	0.0026*** (3.53)	0.0008** (2.14)
LEV	-0.0009 (-0.24)	0.0015 (0.48)	-0.002* (-1.84)	-0.0009 (-0.17)	0.0015 (0.38)	-0.002 (-1.04)
CFO	0.0753*** (7.83)	0.0662*** (7.82)	0.0085*** (2.88)	0.0753*** (5.84)	0.0662*** (6.15)	0.0085** (2.07)

〈표 3〉 잠정 BTD가 투자수준에 미치는 영향(가설 1) (계속)

Var.	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
	TINV	CAPEX	RND	TINV	CAPEX	RND
LOSS	-0.0007 (-0.5)	-0.0016 (-1.27)	0.0006 (1.36)	-0.0007 (-0.47)	-0.0016 (-1.22)	0.0006 (1.24)
GRW	0.0046* (1.86)	0.0055** (2.52)	-0.0003 (-0.44)	0.0046* (1.77)	0.0055** (2.39)	-0.0003 (-0.42)
EXP	0.0036* (1.81)	0.0026 (1.5)	0.0009 (1.51)	0.0036 (1.18)	0.0026 (1.12)	0.0009 (0.69)
PPE	0.102*** (17.13)	0.1045*** (19.96)	-0.0016 (-0.85)	0.102*** (10.36)	0.1045*** (12.71)	-0.0015 (-0.42)
CASHDV	-0.0064 (-0.06)	-0.1129 (-1.24)	0.0482 (1.52)	-0.0064 (-0.05)	-0.1129 (-1.05)	0.0482 (0.82)
MTB	0.0046*** (8.74)	0.0031*** (6.78)	0.0011*** (7.07)	0.0046*** (5.65)	0.0031*** (4.9)	0.0011*** (3.36)
CASH	0.1797 (0.13)	0.8812 (0.71)	-0.3124 (-0.72)	0.1797 (0.11)	0.8812 (0.6)	-0.3124 (-0.55)
OPCYCLE	0.0022** (1.99)	0.001 (1.04)	0.0013*** (3.83)	0.0022 (1.56)	0.001 (0.82)	0.0013** (2.41)
FOR	-0.0009 (-0.13)	0.0047 (0.77)	-0.0032 (-1.53)	-0.0009 (-0.11)	0.0047 (0.71)	-0.0032 (-0.99)
BIG4	-0.0005 (-0.43)	-0.001 (-0.89)	0.0004 (1.08)	-0.0005 (-0.3)	-0.001 (-0.66)	0.0004 (0.6)
Clustering				Firm	Firm	Firm
Fixed Effect	Y M I	Y M I	Y M I	Y M I	Y M I	Y M I
F-value	42.29***	45.66***	14.53***			
R^2	0.3373	0.3317	0.1308	0.3373	0.3392	0.1404
Obs	4,499	4,499	4,499	4,499	4,499	4,499

1) 변수의 측정 방법은 <표 1>을 따른다.

2) ***, ** 및 *은 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 통계적으로 유의성을 의미한다.

3) Model 1부터 Model 3의 R^2 는 Adj. R^2 , Model 4부터 Model 6까지 R^2 를 나타낸다.

나. 기업의 비효율적 투자와 잠정 BTD의 관련성

<표 4>는 본 연구 가설 2에 해당하는 실증 분석 결과로 잠정 BTD와 투자의 비효율성을 살펴

보고자 한다. 앞서 <표 3>와 마찬가지로 Model 1부터 Model 3까지는 연도(year), 시장(market), 산업(industry)을 통제한 결과이며, Model 4부터 Model 6까지는 기업(firm)을 clustering을 이용한 분석 결과를 제시한다. 먼저, Model 1부터 Model 3의 결과를 살펴보면 Adj. R^2 는 각각 16.92%, 16.30%, 31.75%로 나타났고, F-value는 모두 1% 수준에서 유의한 결과를 보이고 있다.

Model 1는 총 투자의 비효율성과 잠정 LTD의 관련성을 실증 분석한 결과로 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있지 않으며, AQ에서도 유의한 결과가 나타나지 않았다. 하지만, 조세회피를 나타내는 CashETR이 커질수록 비효율적인 총 투자가 증가하는 결과를 보였다. Model 2는 유형 자산투자의 비효율성과 잠정 LTD의 관련성에 대한 실증 분석결과로 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았으며, AQ에서도 유의미한 결과가 나타나지 않았다. 다만, CashETR이 커질수록 ABCAPEX가 증가하는 것으로 나타나 조세회피를 통한 현금 확보가 유형자산 투자의 비효율성을 증가시키는 것으로 나타났다. Model 3은 연구개발투자의 비효율성과 잠정 LTD의 관련성을 제시한 결과로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 보였다. 즉, 경영자의 재량적 의사결정이 반영되는 잠정 LTD가 확대될수록 연구개발 투자의 효율성이 악화되는 것으로 본 연구가설 2-3을 채택하는 결과이다.

다음으로 Model 4부터 Model 6의 결과를 살펴보면, R^2 는 회귀분석결과와 비슷한 수준을 보이고 있다. Model 4의 Clustering 분석 결과 ABS_LTD와 ABTINV는 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있지 않으며, AQ도 유의미한 결과를 나타내고 있지 않다. CashETR의 경우 5% 수준에서 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있어 조세회피의 증가가 총 투자의 비효율성을 증가시키고 있음을 알 수 있다. Model 5의 결과에서도 ABS_LTD와 ABCAPEX는 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있지 않았으며, AQ에서도 유의성이 발견되지 않았다. 앞선 Model 2와는 다르게 Model 5에서도 조세회피가 증가하더라도 유형자산투자의 비효율성은 관련성이 없는 것으로 나타났다. 마지막으로 Model 6의 결과를 살펴보면 ABS_LTD가 증가할수록 ABRND는 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 따라서 경영자의 재량적 의사결정으로써 이익의 질이 낮고 조세회피 성향이 높을수록 연구개발비 투자의 비효율성이 증가하는 결과를 보였다. 다만 AQ는 마지막 Model 6의 결과에서도 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있지 않았다. 조세회피를 나타내는 CashETR에서는 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있어 이익의 질보다는 조세회피를 통한 현금흐름의 확보가 투자에 더 많은 영향을 미칠 수 있다는 것으로 해석할 수 있다.

통제변수의 결과를 살펴보면 다음과 같다. 5년 현금흐름의 변동성(σ CFO)은 대체로 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있지 않으나, Model 1과 3에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있으며, 5년 투자수준의 변동성이 클수록 투자 비효율성이 증가하는 결과를 보였다. 5년 매출액 변동성은 비효율 투자와 유의미한 결과를 보이고 있지 않았으며, 기업규모를 나타내는 SIZE와 부채비율 LEV는 Model 3과 Model 6에서 유의한 정(+), 부(-)의 관련성을 보였다.

CFO는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 보였으며, GRW는 ABRND를 제외한 Model에서 통계적으로 유의한 부(-)의 관련성을 갖고 있다. 수출비중을 나타내는 EXP는 Model 3에서만 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있으며, PPE는 ABRND 모형을 제외한 모든 모형에서 음(-)의 값을 보였다. 현금배당수준(CASHDV)은 ABRND와 유일하게 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 보였으며, 현금성자산(CASH)은 대체로 통계적 유의성을 보이지 않았다. MTB는 clustering 분석 Model 4와 5에서 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았으나 그 외의 Model에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 보였다. 그밖에 외국인지분율, 대형 회계법인 감사의 결과에서는 투자와 관련성이 없는 것으로 나타났다.

〈표 4〉 잠정 BTD가 투자 효율성에 미치는 영향(가설 2)

Var.	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
	ABTINV	ABCAPEX	ABRND	ABTINV	ABCAPEX	ABRND
Intercept	0.0369*** (3.23)	0.0317*** (3.13)	-0.0007 (-0.2)	0.0369** (2.19)	0.0317** (2.23)	-0.0007 (-0.11)
ABS_BT D	0.0002 (0.03)	-0.009 (-1.51)	0.0063*** (3.12)	0.0002 (0.03)	-0.009 (-1.54)	0.0063** (2.38)
AQ	-0.003 (-0.34)	0.0025 (0.31)	-0.0015 (-0.55)	-0.003 (-0.29)	0.0025 (0.29)	-0.0015 (-0.39)
CashETR	0.0031** (2.4)	0.0019* (1.66)	0.0008** (2.11)	0.0031** (2.15)	0.0019 (1.48)	0.0008* (1.96)
σ CFO	0.0229* (1.8)	0.0158 (1.41)	0.0089** (2.32)	0.0228 (1.27)	0.0158 (1.07)	0.0089 (1.31)
σ INVEST	0.2369*** (13.63)	0.226*** (14.65)	0.0161*** (3.06)	0.2369*** (10.3)	0.226*** (11.53)	0.0161** (2.09)
σ SALES	-0.0036 (-0.99)	-0.0014 (-0.44)	-0.001 (-0.88)	-0.0036 (-0.82)	-0.0014 (-0.37)	-0.001 (-0.6)
SIZE	0.0001 (0.34)	0.0002 (0.54)	0.0004*** (3.02)	0.0001 (0.23)	0.0002 (0.39)	0.0004* (1.7)
LEV	0.0004 (0.18)	0.0006 (0.31)	-0.0022*** (-3.17)	0.0004 (0.14)	0.0006 (0.25)	-0.0022* (-1.84)
CFO	0.0255*** (4.09)	0.0222*** (4)	0.0036* (1.89)	0.0255*** (3.29)	0.0222*** (3.42)	0.0036 (1.41)
LOSS	0.0001 (0.13)	0.0001 (0.06)	0.0002 (0.73)	0.0001 (0.12)	0.0001 (0.06)	0.0002 (0.66)

〈표 4〉 잠정 LTD가 투자 효율성에 미치는 영향(가설 2) (계속)

Var.	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
	ABTINV	ABCAPEX	ABRND	ABTINV	ABCAPEX	ABRND
GRW	-0.0032** (-1.99)	-0.0027* (-1.91)	-0.0003 (-0.65)	-0.0032* (-1.88)	-0.0027* (-1.77)	-0.0003 (-0.6)
EXP	0.0015 (1.15)	-0.0009 (-0.81)	0.0011*** (2.93)	0.0015 (0.8)	-0.0009 (-0.58)	0.0011 (1.38)
PPE	-0.0134*** (-3.47)	-0.0148*** (-4.32)	0.0014 (1.16)	-0.0134** (-2.14)	-0.0148*** (-2.92)	0.0014 (0.59)
CASHDV	0.0497 (0.74)	0.0215 (0.36)	0.0464** (2.29)	0.0497 (0.58)	0.0215 (0.32)	0.0464 (1.28)
MTB	0.0007** (2.04)	0.0005* (1.79)	0.0006*** (5.69)	0.0007 (1.47)	0.0005 (1.51)	0.0006*** (2.64)
CASH	-1.4865 (-1.63)	-1.1222 (-1.38)	-0.4627* (-1.68)	-1.4865 (-1.6)	-1.1222 (-1.32)	-0.4627 (-1.47)
OPCYCLE	-0.0008 (-1.15)	-0.0007 (-1.04)	0.0004* (1.84)	-0.0008 (-0.97)	-0.0007 (-0.93)	0.0004 (1.26)
FOR	-0.0044 (-0.99)	-0.0049 (-1.22)	-0.0013 (-0.95)	-0.0044 (-0.86)	-0.0048 (-1.09)	-0.0013 (-0.64)
BIG4	-0.0007 (-0.85)	-0.0008 (-1.07)	0 (0.16)	-0.0007 (-0.68)	-0.0008 (-0.9)	0 (0.09)
Clustering				Firm	Firm	Firm
Fixed Effect	Y M I	Y M I	Y M I	Y M I	Y M I	Y M I
F-value	16.92***	16.30***	42.85***			
R^2	0.1598	0.1453	0.3175	0.1598	0.1548	0.3251
Obs	4,499	4,499	4,499	4,499	4,499	4,499

1) 변수의 측정 방법은 <표 1>을 따른다.

2) ***, ** 및 *은 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 통계적으로 유의성을 의미한다.

3) Model 1부터 Model 3의 R^2 는 Adj. R^2 , Model 4부터 Model 6까지 R^2 를 나타낸다.

4. 추가 분석

본 절에서는 잠정 LTD가 주주와 대리인의 정보비대칭으로써 이익의 질, 조세회피와 어떠한 관련성이 있는지를 추가분석 한다. Model 1과 Model 2는 잠정 LTD와 이익의 질 간의 관련성을

살펴보았으며, Model 3과 Model 4는 잠정 BTD와 조세회피의 관련성을 나타낸다. 또한 Model 1과 Model 3은 연도(year), 시장(market), 산업(industry)을 통제한 회귀분석 결과이며, Model 2와 Model 4는 기업(firm)을 고려한 clustering 분석 결과를 나타낸다. 잠정 BTD와 이익의 질(AQ)의 관련성을 살펴보면 Model 1과 Model 2 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 나타낸다. 이는 확정 실적 전 잠정 실적을 통해 추정한 BTD가 주주와 대리인 간의 정보비대칭으로써 이익의 질과 관련성이 매우 높다는 것을 의미하고 있다. 또한 확정 실적을 공시하기 전의 재무정보를 이용하여 대리인의 재량적 의도를 파악 할 수 있다는 데에 시사점이 있음을 뜻한다.

다음으로 잠정 BTD와 조세회피(CashETR)의 관련성을 살펴보면, Model 3과 Model 4에서 모두 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관련성을 나타낸다. 즉, 선행연구의 결과와 마찬가지로 기업이 이익의 질이 낮거나 조세회피를 수행할 경우 BTD가 확대된다는 결과와 일치하는 것을 알 수 있다. 다만, 본 연구의 BTD는 잠정 실적 공시를 이용한 추정치이므로 확정 실적에 따른 BTD보다 신뢰성일 일정부분 감소할 수 있다는 한계점이 있지만, 잠정 실적 공시정보가 확정 실적 공시보다 적시성이 높으므로 주주와 대리인 간 정보비대칭의 대용치로서 의의가 있을 것으로 판단된다.

〈표 5〉 잠정 BTD가 이익의 질, 조세회피에 미치는 영향(추가분석)

Var.	Model 1	Model 2	Var.	Model 3	Model 4
	AQ	AQ		CashETR	CashETR
Intercept	0.1331*** (7.44)	0.1331*** (4.89)	Intercept	0.6029*** (5.03)	0.6171*** (3.39)
ABS_BTД	0.243*** (20.49)	0.243*** (13.21)	ABS_BTД	0.5339*** (6.84)	0.5248*** (6.99)
SIZE	-0.0037*** (-5.18)	-0.0037*** (-3.35)	SIZE	-0.0334*** (-7.04)	-0.0342*** (-4.82)
LEV	-0.0036 (-0.94)	-0.0036 (-0.52)	LEV	0.0389 (1.47)	0.0434 (1.22)
ROA	-0.0273* (-1.77)	-0.0273 (-1.25)	TROA	-0.1391 (-1.5)	-0.1365 (-1.53)
CFO	-0.043*** (-3.88)	-0.043*** (-3.04)	LOSS	0.0289** (2.23)	0.0287* (1.85)
LOSS	0.0013 (0.66)	0.0013 (0.57)	GRW	0.0647*** (3.41)	0.0648*** (3.65)

〈표 5〉 잠정 LTD가 이익의 질, 조세회피에 미치는 영향(추가분석) (계속)

Var.	Model 1	Model 2	Var.	Model 3	Model 4
	AQ	AQ		CashETR	CashETR
GRW	0.011*** (3.8)	0.011*** (2.89)	EXP	-0.0043 (-0.29)	0.97** (2.38)
FOR	-0.029*** (-3.69)	-0.029** (-2.29)	INV	-0.3175*** (-5.22)	-0.0049 (-0.23)
BIG4	0.0039*** (2.72)	0.0039* (1.87)	PPE	-0.0147 (-0.36)	-0.3303*** (-3.98)
MTB	0.0057*** (9.79)	0.0057*** (5.5)	FOR	-0.0058 (-0.11)	-0.0163 (-0.28)
			BIG4	0.017* (1.8)	-0.0039 (-0.06)
			MTB	0.0069* (1.81)	0.0167 (1.25)
Clustering		Firm	Clustering		Firm
Fixed Effect	Y M I	Y M I	Fixed Effect	Y M I	Y M I
R^2	0.3296	0.3357	R^2	0.0963	0.1063
Obs	4,499	4,499	Obs	4,499	4,499

- 1) 변수의 측정 방법은 <표 1>을 따른다.
- 2) ***, ** 및 *은 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 통계적으로 유의성을 의미한다.
- 3) Model 1과 Model 3의 R^2 는 Adj. R^2 , Model 2와 Model 4는 R^2 를 나타낸다.
- 4) Model 1과 Model 2의 ROA는 당기순이익을 총자산에 나눈 값이며, TROA는 법인세 차감전순이익을 당기 총자산으로 나눈 값을 의미한다.

V. 결 론

본 연구는 잠정 실적 공시에서 회계이익과 과세소득의 차이(이하 잠정 LTD)를 추정하고 잠정 LTD가 기업의 투자와 비정상(abnormal) 투자에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 기업의 투자는 미래 잠재 성장에 중대한 영향을 미칠 수 있는 필수 활동이지만, 주주와 대리인 간 정보비대칭으로 인하여 과잉투자가 이루어질 수 있으며 궁극적으로 비효율적인 의사결정으로 인해 기업이 부실화가 될 수 있는 우려가 존재한다. 이에 본 연구는 주주와 대리인 간의 정보비대칭으로써 이익의 질과 조세회피를 모두 고려하고 추가적으로 잠정 실적 공시 자료를 통해 산출된 LTD를

이용하여 기업의 투자 수준을 살펴보았다.

일반적으로 BTD는 이익의 질 혹은 조세회피로 인해 확대되므로 주주와 대리인 간의 정보비대칭을 반영하는 대용치로 활용되어 왔다. 기존의 선행연구에서는 감사 후 확정실적을 통한 BTD 혹은 이익의 질, 조세회피를 기업의 투자와 살펴본 데 반해 본 연구는 잠정실적공시 자료를 이용하여 BTD를 산출하여 실증 분석한 데에 차별성을 갖는다. 잠정실적은 감사 전 기업의 내부에서 산출된 회계수치를 공시하는 것이므로 기업 내부의 회계 프로세스 혹은 경영자의 재량성이 반영되어 과대 혹은 과소 공시하는 경향을 나타낸다. 따라서 경영자가 이익을 상향(하향) 조정할 경우 잠정실적은 과대(과소) 보고되어 구조적으로 잠정 BTD의 확대(축소)를 수반하게 된다. 아울러 잠정 BTD 정보는 감사 후 재무보고 정보를 선행하므로 적시성이 높으며 주주와 대리인 간의 정보비대칭을 사전에 파악할 수 있는 중요한 정보로 활용 가능할 것으로 기대된다.

이에 본 연구는 2014년부터 2019년까지 잠정 실적을 공시하는 유가증권시장과 코스닥 상장 기업을 대상으로 잠정 BTD가 총 투자, 유형자산 투자, 연구개발투자에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 실증 분석결과, 첫째 잠정 BTD가 증가할수록 총 투자와 연구개발투자가 증가하는 결과를 보였고, 둘째, 잠정 BTD가 클수록 연구개발투자의 비효율성이 커지는 것으로 나타났다. 대체로 잠정 BTD가 커지더라도 유형자산 투자 수준은 관련이 없는 것으로 나타났는데 연구개발의 경우 단순 투자수준과 비효율성 투자 모두 증가하는 결과를 보였다. 추가분석을 통해 잠정 BTD와 이익의 질, 조세회피의 관련성을 살펴본 결과 잠정 BTD가 큰 기업은 이익의 질이 낮고 조세회피 수준이 높은 결과를 나타내고 있었다. 즉, 잠정 BTD가 확대될수록 경영자의 재량적 의사결정이 반영된다는 결과로서 기업의 투자 의사결정과 관련성이 있음을 실증 결과로 제시하였다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 기존의 선행연구에서는 확정 실적을 이용하여 BTD를 산출하여 투자효율성을 실증 분석하였는데, 단일장부체계를 갖는 국내 기업의 BTD는 이익조정이나 조세회피의 정보를 적절히 반영하지 못한다는 한계를 갖는다. 이에 본 연구에서는 경영자의 이익조정 및 조세회피의 정보를 반영한 잠정 BTD를 이용하여 투자 및 투자효율성을 실증한 데에 공헌점이 있다. 둘째, 현재까지 잠정 BTD와 관련된 연구가 많이 다루어지지 않은 시점에 기존 BTD 관련 연구를 보완하는 새로운 증거를 제시하고 있어 후속 연구자 및 정책당국에 시사점을 제공할 것으로 기대된다.

본 연구는 다음과 같은 한계점을 가진다. 먼저 잠정공시 실적 내 과세소득을 추정을 위한 변수를 고려하지 못하였다는 점과 잠정실적 재무정보는 연결재무제표를 기준으로 실증 분석에 활용하여 실증 결과의 해석의 한계가 있다.

참고문헌

- 고종권 · 박희진. 2017. “재무적 제약, 조세회피와 영업활동 현금의 사용”. 회계저널 제26권 제4호 : 229-262.
- 기도훈 · 박재환. 2019. “잠정이익 공시 이익의 체계적 · 비체계적 편익에 관한 연구 : 중단영업 손익을 이용한 분석을 중심으로”. 회계학연구 제44권 제4호 : 1-39.
- 기도훈. 2018. “잠정공시 회계이익과 세무이익 차이의 유용성에 관한 연구”. 중앙대학교 박사학위논문.
- 김승준 · 박재환. 2021. “회계기준과 세법, 법적 체계의 국가별 차이가 이익의 질에 미치는 영향 : 회계이익과 과세소득의 차이를 중심으로”. 회계학연구 제46권 제4호 : 75-131.
- 김진수 · 김임현 · 강정연. 2021. “보수주의가 조세회피와 투자의 관계에 미치는 영향”. 상업교육연구, 35(1) : 157-180.
- 김진수. 2018. “재무보고의 질과 조세회피가 투자효율성에 미치는 영향”. 한양대학교 박사학위논문.
- 김창범 · 송동건. 2008. “과잉투자가 이익조정에 미치는 영향”. 경영학연구 제37권 제4호 : 901-925.
- 박종일 · 김수인. 2020. “세무위험이 투자에 미치는 실제 효과”. 경영학연구 제49권 제3호 : 559-598.
- 손성규 · 정주렴 · 배창현. 2015. “가결산이익 정정공시에 대한 시장반응”. 회계학연구 제40권 제5호 : 135-170.
- 송인만 · 박연희. 2006. “가결산공시 시기의 적절성과 정보유용성”. 회계학연구 제31권 제3호 : 151-181.
- 안홍복 · 이연희. 2019. “현금보유, 과잉투자 및 재무이익-세무이익 차이의 관련성”. 세무회계연구 제59권 : 137-160.
- 윤성만 · 최원석 · 정형록. 2009. “회계이익과 과세소득 간 재량적 차이의 유용성에 관한 실증 연구”. 세무와 회계저널 제10권 제4호 : 341-372.
- 이태정. 2007. “연구개발투자 및 설비투자가 기업성과에 미치는 영향”. 국제회계연구 제17권 : 291-307.
- 이효진 · 정준희 · 전규안. 2022. “손익구조변경공시 시점의 회계이익과 과세소득 차이의 유용성에 관한 연구”. 회계학연구 제47권 제1호 : 207-249.
- 전규안. 2004. “조세비용과 재무보고 비용의 상충관계가 재무보고이익과 세무보고이익의 차이에 미치는 영향”. 세무학연구 제21권 제1호 : 103-131.
- 정경철. 2017. “IFRS의 도입이 회계이익 · 과세소득의 차이와 투자효율성의 관계에 미치는 영향”. 국제회계연구 제75집 : 191-212.
- 지은상 · 손성규. 2021. “감사 전 재무제표에 대한 근사치로서의 잠정실적에 관한 연구 : 차기연

- 도 감사시간과 감사보수를 중심으로”. 회계·세무와 감사연구 제63권 제2호 : 1-27.
- 최종서·곽영민. 2010. “경영자의 과잉투자성향과 이익조정의 관련성”. 회계학연구 제35권 제4호 : 75-131.
- Biddle, G. and G. Hilary. 2006. Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *The Accounting Review* 81 : 963-982.
- Biddle, G., G. Hilary, and R. Verdi. 2009. How does Financial Reporting Quality relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48 : 112-131.
- Bushman, R. and A. J. Smith. 2001. Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics* 32 : 237-333.
- Chen, T., L. Xie, and Y. Zhang. 2017. How does analysts' forecast quality relate to corporate investment efficiency?. *Journal of Corporate Finance* 43 : 217-240.
- Dechow, P. and I. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings : the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 : 35-59.
- Edwards, A., C. Schwab and T. shevlin, Financial constraints and cash tax savings. *The Accounting Review* 91(3) : 2016.
- Green, D. H., and Kerr, J. N. 2022. How Do Firms Use Cash Tax Savings? A Cross-Country Analysis. *Journal of the American Taxation Association* 44(1) : 93-121.
- Guenther, D., K. Njoroge and B. Williamms. 2016. What do firms do with cash from tax avoidance?. Working paper. University of Oregon.
- Hanlon, M. 2005. The persistence and pricing of earnings, accruals and cash flows when firms have large book-tax differences. *The Accounting Review* 80(1) : 137-166.
- Hanlon, M. and S. Heitzman. 2010. A review of tax research, *Journal of Accounting and Economics* 50(2-3) : 127-466.
- Healy, P. and K. Palepu 2001. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets : A Review of the Empirical Disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31 : 405-440.
- Hope, O. and W. Tomas. 2008. Managerial Empire Building and Firm Disclosure. *Journal of Accounting Research* 46 : 591-626.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firms : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial and Economics* 3(4) : 305-360.
- Lambert, R., C. Leuz and R. Verrecchia. 2007. Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 45 : 385-420.
- Lev, B. and T. Sougiannis. 1996. The capitalization, amortization and value relevance of R&D. *Journal of Accounting and Economics* 21 : 107-138.

- Mayberry, M. 2012. Tax avoidance and investment : Distinguishing the effects of capital rationing and over investment. (Doctoral dissertation)
- McNichols, M. and S. Stubben. 2008. Does Earnings Management affect Firms'Investment Decisions? *The Accounting Review* 83 : 1571–1603.
- Myers, S. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5 : 147–176.
- Myers, S. and N. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13 : 187–221.
- Schumpeter, J. 1934. The Theory of Economic Development. Cambridge, MA : Harvard University Press.

A Study on the Relationship between Book-Tax Differences and Investment Levels Using Preliminary Earnings Announcements

Park, Sung Jong* · Kim, Seung Jun**

〈Abstract〉

This study investigates the preliminary difference between accounting profit and taxable income, referred to as preliminary Book-Tax Differences (BTD), and empirically analyzes its effect on corporate investment and abnormal investment. Corporate investment is a vital activity that significantly impacts future growth potential. However, information asymmetry between shareholders and management can lead to overinvestment and, subsequently, to inefficient decision-making that might cause corporate insolvency. While previous studies have focused on profit management and tax avoidance as sources of information asymmetry, this study uniquely analyzes BTD, encompassing both profit management and tax avoidance, using preliminary performance data. The empirical analysis uses total investment (including tangible asset investment and R&D investment), as well as individual tangible asset investment and R&D investment data, from preliminary BTD for companies listed on the stock market and KOSDAQ that disclosed preliminary performance from 2014 to 2019. The empirical findings indicate that total investment and R&D investment increase as preliminary BTD increases. However, this increase in preliminary BTD also escalates the inefficiency of R&D investment. Interestingly, the level of investment in tangible assets appears unrelated to an increase in preliminary BTD. The significance of this study lies in its utilization of preliminary BTD, an estimate derived from tentative performance data rather than finalized data, providing valuable early insights into managerial discretionary intentions. Traditional analyses assessing profit quality or tax avoidance often encounter temporal lags due to information asymmetry, using final disclosure results. Therefore, the use of preliminary BTD in this study enables an earlier discernment of managerial intentions within the same fiscal year.

〈Key words〉 investment, preliminary BTD, earnings quality, tax avoidance, inefficient investment

* Associate Professor, School of Law & Business Administration, Hankyong National University, lifefund@hknu.ac.kr, First Author

** Assistant Professor, Department of Global business, University of Anyang University, kimsj0909@anyang.ac.kr, Corresponding Author