



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학박사학위논문

조세회피가 현금보유 및 기업가치에  
미치는 영향  
:기업지배구조를 중심으로



도 경 분

경영학박사학위논문

조세회피가 현금보유 및 기업가치에  
미치는 영향  
:기업지배구조를 중심으로

지도교수 김 학 열

이 논문을 경영학박사 학위논문으로 제출함.



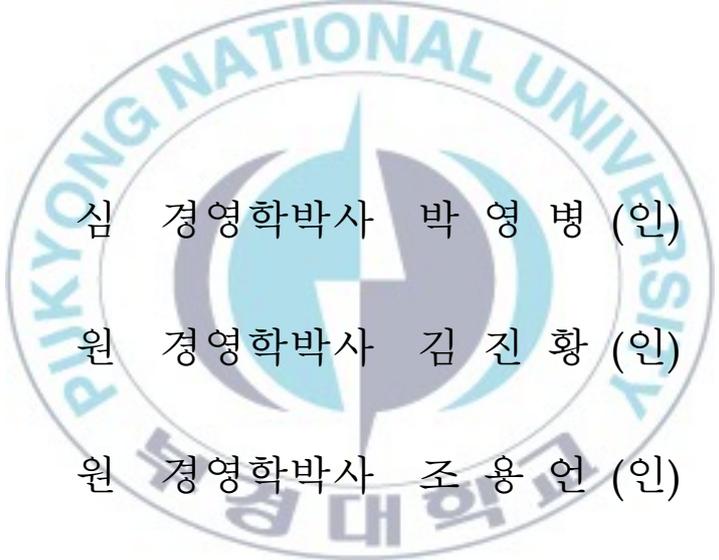
부경대학교대학원

경 영 학 과

도 경 분

# 도경분의 경영학박사 학위논문을 인준함

2013년 2월 22일



주 심 경영학박사 박 영 병 (인)  
위 원 경영학박사 김 진 황 (인)  
위 원 경영학박사 조 용 언 (인)  
위 원 경영학박사 최 미 화 (인)  
위 원 경영학박사 김 학 열 (인)

## < 차례 >

제1장 서론 .....	1
제1절 연구의 필요성과 목적 .....	1
제2절 연구방법 및 논문의 구성 .....	5
제2장 이론적 배경 및 선행연구 .....	7
제1절 조세회피 .....	7
제2절 현금보유 .....	15
제3절 기업지배구조 .....	19
제4절 선행연구와 본 연구의 차이점 .....	31
제3장 연구설계 .....	33
제1절 연구가설 .....	33
제2절 연구모형 및 변수의 측정 .....	44
제3절 표본선정 .....	57
제4장 실증분석 .....	59
제1절 기술통계량과 상관관계 .....	59
제2절 조세회피와 기업가치 .....	66
제3절 조세회피와 현금보유 .....	93
제4절 현금보유와 기업가치 .....	101
제5절 기업지배구조와 기업가치 .....	109
제5장 추가분석 .....	113
제1절 기업지배구조등급과 기업가치 .....	113
제6장 결론 .....	120

참 고 문 헌 .....125

Abstract .....133

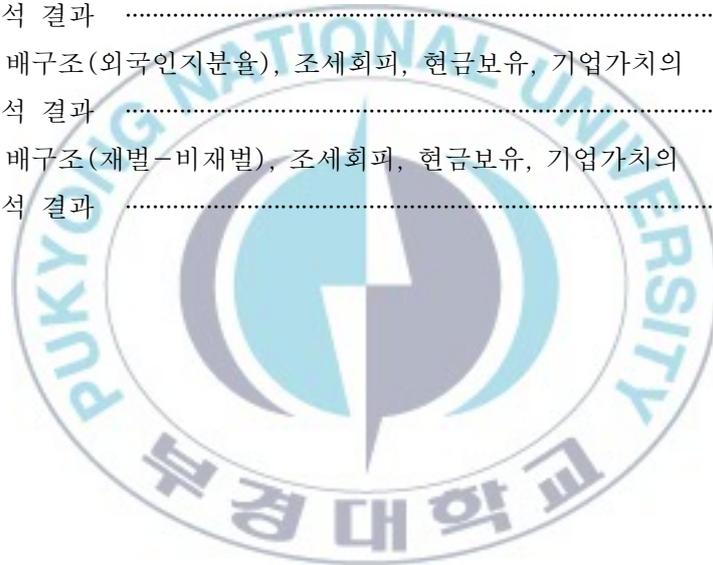


## 〈표 차례〉

[표 1] 절세·조세회피·탈세의 구분 .....	9
[표 2] 기업지배구조 평가항목 및 주요내용 .....	22
[표 3] 한국기업지배구조원의 기업지배구조 등급별 구분 .....	23
[표 4] 표본기업의 선정과정 .....	58
[표 5] 변수들의 기술통계량 .....	61
[표 6] 조세회피, 현금보유, 기업가치, 기업지배구조 변수 간의 상관관계 .....	64,65
[표 7] 조세회피가 기업가치에 미치는 영향 분석(기업가치 : MB ratio) .....	68
[표 8] 조세회피가 기업가치에 미치는 영향 분석(기업가치 : Tobin's Q) .....	69
[표 9] 조세회피, 기업가치 및 기업지배구조 분석(기업가치 : MB ratio) .....	72
[표 10] 조세회피, 기업가치 및 기업지배구조 분석(기업가치 : Tobin's Q) .....	75
[표 11] 조세회피와 기업가치에 미치는 현금보유의 매개효과 검증 .....	83
[표 12] 기업지배구조(외국인지분율)에 따른 조세회피, 현금보유 및 기업가치의 경로분석 결과 .....	91
[표 13] 기업지배구조(재벌-비재벌)에 따른 조세회피, 현금보유 및 기업가치의 경로분석 결과 .....	92
[표 14] 조세회피가 현금보유에 미치는 영향 분석 .....	95
[표 15] 조세회피와 현금보유, 기업지배구조 분석 .....	98
[표 16] 현금보유가 기업가치에 미치는 영향 분석 .....	102
[표 17] 기업의 현금보유와 기업가치의 비선형 관계 .....	103
[표 18] 현금보유, 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향 분석 .....	107
[표 19] 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향 분석 .....	111
[표 20] 조세회피, 기업지배구조와 기업가치 간의 상관관계 .....	115
[표 21] 기업지배구조에 따른 기업가치의 평균차이 분석 .....	116
[표 22] 기업지배구조등급과 기업가치 관계 분석 .....	119

## 〈그림 차례〉

[그림 1] 조세회피, 현금보유 그리고 기업지배구조 관련 선행연구 .....	31
[그림 2] 가설 경로도 .....	43
[그림 3] 조세회피가 기업가치에 미치는 간접적인 영향 검증 .....	48
[그림 4] 기업지배구조에 따른 조세회피, 현금보유, 기업가치의 관계 .....	49
[그림 5] 조세회피(누적유효법인세율(AETR)), 현금보유, 기업가치의 경로분석 결과 .....	78
[그림 6] 조세회피(유효법인세율(ETR)), 현금보유, 기업가치의 경로분석 결과 .....	80
[그림 7] 조세회피(현금유효법인세율(CETR)), 현금보유, 기업가치의 경로분석 결과 .....	80
[그림 8] 기업지배구조(외국인지분율), 조세회피, 현금보유, 기업가치의 경로분석 결과 .....	88
[그림 9] 기업지배구조(재벌-비재벌), 조세회피, 현금보유, 기업가치의 경로분석 결과 .....	88



조세회피가 현금보유 및 기업가치에 미치는 영향

: 기업지배구조를 중심으로

도 경 분

부경대학교 대학원 경영학과

요 약

본 연구는 2004년부터 2011년까지 유가증권 상장기업 중 비금융업을 대상으로 조세회피와 현금보유, 기업가치 그리고 기업지배구조의 관계를 검증하였다. 조세회피는 납부세금을 경감시키는 탈세·조세회피·질세의 모든 행위를 지칭하지만 본 연구에서는 불법적인 탈세를 제외한 협의의 조세회피를 대상으로 연구를 진행하였다.

본 연구에서는 조세회피를 다룬 선행연구에서 제시된 다양한 조세회피 측정치 중에서 누적유효법인세율(AETR), 유효법인세율(ETR) 그리고 현금유효법인세율(CETR)을 사용하여 조세회피를 측정하였다. 대부분의 선행연구에서 전통적으로 유효법인세율을 조세회피 측정치로 사용하여 왔으나 유효법인세율이 가지는 단점들이 제기됨에 따라 그러한 단점을 보완할 수 있는 측정치로 제시된 누적유효법인세율, 현금유효법인세율을 추가적으로 사용하여 검증하였다. 또한 본 연구는 기업지배구조 측정변수로 외국인지분율, 재벌더미를 사용하면서 추가적으로 기업지배구조등급을 사용하였다. 따라서 기업지배구조등급 자료를 확보할 수 있는 2004년부터 2011년까지를 분석대상으로 하였다.

본 연구의 목적은 다음과 같다. 첫째, 조세회피가 기업가치에 미치는 영향을 직접적으로 검증하고 기업지배구조에 따라 그 관계가 달라지는지를 검증한다. 둘째, 조세회피가 기업가치에 미치는 간접적인 영향을 검증하며, 매개변수로는 현금보유를 이용한다. 그리고 이러한 관계가 기업지배구조에 따라 달라지는지를 검증한다.

셋째, 조세회피가 현금보유에 미치는 영향을 검증하고, 넷째, 현금보유가 기업가치에 미치는 선형·비선형의 영향을 검증한다. 마지막으로 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향을 검증한다.

본 연구의 결과는 다음과 같이 5가지로 요약할 수 있다.

첫째, 조세회피는 기업의 가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 기업지배구조를 고려한 경우에는 일부 양(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 조세회피를 하는 기업이더라도 지배구조가 탄탄한 기업이라면 시장은 조세회피의 결과 증가한 현금의 유용가치를 인정하는 것이라 볼 수 있다.

둘째, 경로분석, Baron and Kenny(1986)의 위계적 회귀분석절차(hierarchical regression)와 Sobel test를 사용하여 현금보유의 매개효과를 분석하였다. 분석결과, 조세회피가 기업가치에 영향을 미치는데 있어 현금보유를 매개로 영향을 미치는 것을 알 수 있었다. 그리고 기업지배구조에 따라서 조세회피, 현금보유, 기업가치의 관계가 달라짐을 확인하였다.

셋째, 기업의 조세회피는 현금보유에 음(-)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 이것은 경영자에 의한 대리인 비용으로 인하여 현금수준이 줄어든다고 볼 수 있으나, 외국인지분율과 재벌-비재벌의 기업지배구조를 고려한 분석에서는 일부 조세회피가 현금보유에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업지배구조가 좋은 기업의 경우 기업지배구조는 경영자의 현금의 사적유용성을 견제하는 역할을 하여 현금보유에 양(+)의 영향을 미치게 된 것으로 볼 수 있다. 또한 재벌의 경우 친족 및 특수관계자로 구성되어 있는 특수집단으로서 현금의 유출보다 현금보유를 선호하는 결과로 볼 수 있다.

넷째, 현금보유는 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 현금 보유수준이 30%인 기점을 기준으로 0~30% 구간에서는 현금보유가 기업가치에 양(+)의 영향을 미치지만, 30% 이상인 구간에서는 현금보유는 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 현금보유는 기업가치에 비선형의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업이 보유하는 적정수준의 현금보유는 기업의 투자 및 경영에 필요한 요소이지만, 기업이 과도한 현금보유를 하게 되면 경영자의 사적유용성을 발생시킬 수 있으며 대리인비용이 발생하여 결과적으로 기업가

치에 음(-)의 영향을 미침을 의미한다.

다섯째, 기업지배구조는 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 기업지배구조를 등급으로 구분하여 추가분석한 경우에도 기업지배구조는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

다음은 연구의 질을 강화하기 위해 기업지배구조원이 제공하는 기업지배구조등급을 사용하여 기업지배구조를 측정하여 기업지배구조가 기업가치에 영향을 미치는지 알아보기 위하여 추가분석을 실시하였다. 분석결과, 지배구조 등급에 따라 기업가치가 차이가 남을 알 수 있었으며, 기업지배구조등급이 좋은 기업이 기업가치에 양(+)의 영향을 미침을 알 수 있었다.

본 연구의 의의 및 공헌점은 다음과 같다.

첫째, 조세회피가 현금보유에 미치는 영향을 대리인 관점에서 분석함으로써 조세회피와 관련된 연구를 확장하였다고 볼 수 있다.

둘째, 조세회피, 현금보유 그리고 기업가치를 동시에 고려하여 이들 변수간의 관계를 살펴보았다. 지금까지 조세회피와 관련된 대다수의 연구들이 조세회피가 기업가치에 미치는 직접적인 영향을 살펴보았지만 현금보유를 매개로 하여 기업가치에 영향을 미치는지를 살펴본 연구는 없었다.

셋째, 기업지배구조에 따라 조세회피, 현금보유, 기업가치의 관계가 어떻게 달라지는지를 분석하였다.

넷째, 기업지배구조를 측정하는 대용변수로 외국인지분율, 재벌더미변수를 사용하고 이에 추가적으로 기업지배구조원에서 제공하는 기업지배구조등급을 사용하였다. 이러한 자료를 본 연구의 분석에 사용하고 그 결과를 제시함으로써 기업지배구조등급 또한 기업지배구조를 평가하는 변수로 사용할 수 있는 변수임을 제시하였다는데 의의가 있다.

# 제1장 서론

## 제1절 연구의 필요성과 목적

최근 조세회피와 관련된 연구들과 조세관련 연구보고서<sup>1)</sup>에 따르면 기업들은 세법 규정을 위반하지 않는 여러 방법을 사용해서 조세회피를 행하거나 조세감면 등의 혜택을 받고 있음을 알 수 있으며, 특히 대기업과 재벌기업의 경우 그 정도가 더 크다고 보고되고 있다.

앞서 제시된 보고서에서는 조세지원이 대기업과 재벌기업에 집중되고 있으며, 조세지원을 많이 받은 재벌기업의 실효법인세율(유효법인세율)은 최저한세 보다 낮게 나타나는데 그 정도 또한 비재벌기업과 많은 차이를 보이고 있음을 제시하고 있다. 조세회피를 하거나 조세감면의 혜택을 받은 기업의 유효법인세율은 그렇지 않은 기업보다 낮은 수준을 나타내고 있음

---

1) 2010년 제조업 외감기업의 총 조세지원액은 약 8조 4,321억 원이며, 이 가운데 10대 재벌기업과 대기업의 조세지원 액이 각각 59.1%와 84.3%를 차지하고 있다. 또한 2010년 조세지원 비율은 10대 재벌기업이 39.1%, 대기업이 35.3%로 나타났지만, 비 10대 재벌기업은 27.3%, 중소기업은 25.1%를 기록하여 조세지원 비율 역시 10대 재벌기업과 대기업에서 높게 나타났다. 특히 2010년 상위 10대 대기업의 조세지원액이 전체의 59.7%를 기록하고, 그 중 삼성전자는 21.9% 포인트를 차지하였다. 10대 재벌그룹의 실효법인세율 또한 비10대 재벌그룹에 비해 낮을 뿐만 아니라 10대 재벌그룹 사이에서도 큰 편차를 보였다. 2010년 삼성그룹과 LG그룹의 실효법인세율이 각각 11.7%와 7.5%를 기록하였고, 그 중 삼성전자는 11.9%를 기록하여 최저한세율 14%에도 미치지 못하고 있다. 그 이유는 임시투자세액공제제도와 R&D 투자에 대한 세액공제 등 다양한 조세지원정책이 재벌 대기업에 집중되고 일부 세액공제 항목에 최저한세가 적용되지 않기 때문이다  
(참여연대 조세재정개혁센터, '재벌·대기업에 큰 혜택이 집중되는 현행 법인세제 개편 방향' (2012. 5. 10))

으로서 기업들의 유효법인세율을 사용하여 조세회피를 측정할 수 있음을 알 수 있다. 앞서 제시한 상황과 같이 조세혜택과 감면, 조세회피로 인하여 기업들이 부담하는 유효법인세율의 측정이 일관되지 못함으로서 조세당국이 추구하는 조세공평이 무너질 수 있다. 조세공평이 무너지게 되면 다른 개인 또는 기업이 부족한 부분의 조세를 부담할 수밖에 없으며, 또한 부족한 조세를 채우기 위한 대안으로 세율인상이 검토될 수도 있다. 이처럼 조세회피로 인한 과급효과는 개인 그리고 기업 차원에서 뿐만 아니라 사회적으로 큰 영향을 미칠 수 있다. 따라서 조세회피와 관련된 연구는 기업차원 뿐만 아니라 사회적 차원에서도 필요하다. 그런데 현실적으로 기업들의 조세자료를 수집하기 어려운 이유로 조세회피에 관련된 대규모 실증연구가 활발하게 진행되지는 못하였다. 조세회피와 관련된 그동안의 선행연구들은 이론연구, 설문조사나 사례연구가 대부분이었으나 2000년대 초반부터 조세회피의 대응변수들이 측정되고 그러한 대응변수들을 사용한 조세회피 관련 연구가 상당부분 진행되고 있는 상황이다(Desai et al. 2004 ; Desai et al. 2006 ; Dyreng et al. 2008, Dhaliwal et al. 2011).

지금까지 진행된 조세회피 관련 선행연구를 살펴보면, 조세회피와 기업가치 간의 관계는 조세회피로 인하여 세후 현금유출이 감소하여 기업가치가 증가한다는 주장과 현대 기업에서 발생하는 조세회피는 소유와 경영이 분리된 상황에서 대리인비용이 발생하기 때문에 기업의 정보환경이 투명하지 못하게 되므로 기업가치가 감소한다는 주장도 동시에 존재한다. 즉, 조세회피로 인한 비용은 발생하지 않고 효익이 더 크기 때문에 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 관점이며, 현대적인 관점은 조세회피로 인해 발생하는 비용인 대리인비용의 크기가 효익보다 크기 때문에 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 관점이다.

선행연구에서는 조세회피가 야기하는 현금의 증가와 감소에 따른 기업가

치의 변화의 관계를 살펴볼 때 조세회피와 기업가치 간의 관계만을 증명하였으며, 조세회피 결과 발생할 수 있는 기업의 현금보유의 변화에 대하여 기업의 현금보유의 증가와 감소는 이론상의 가정만 하였을 뿐 실증적으로 규명하지 않았다. 또한 조세비용은 현금을 수반하는 항목이기 때문에 조세비용이 낮아지게 되면 기업의 현금보유액은 증가하게 된다. 이에 따라 조세비용과 기업의 현금보유는 관련성이 있음을 예상할 수 있다. 그리고 조세회피와 기업가치의 관계를 분석한 선행연구에서는 조세회피가 기업가치에 영향을 미친다는 검증만 되었으며, 이 분석에 있어 현금보유라는 매개변수의 역할을 검증할 필요성이 있지만 이에 관련된 연구는 아직 부족한 실정이다.

이상의 이유로 조세회피와 현금보유의 이론적인 관계를 입증할 실증분석의 필요성이 있다. 이에 본 연구에서는 조세회피, 현금보유 및 기업가치의 관계를 분석하고자 한다. 그리고 조세회피가 기업가치에 미치는 직접적인 영향을 분석하고 조세회피가 현금보유를 매개로 하여 기업가치에 영향을 미치는지를 검증하고자 한다.

Pinkowitz and Williamson(2003)에 따르면 성장기회가 큰 기업일수록, 투자기회의 변동성이 큰 기업일수록 그리고 주주와 채권자의 갈등이 적은 기업일수록 기업이 보유하고 있는 현금의 가치가 높아짐을 알 수 있었다. 이하용(2007)에 따르면 기업의 현금보유는 기업의 가치평가에 음(-)의 영향을 미치며 비선형곡선은 우하향하고 있음을 나타내었다. 최수미(2008)에 따르면 2000년대 이전에는 현금보유액과 기업가치 간에 양(+)의 관련성을 나타내었지만 2000년대 이후에는 기업이 보유하고 있는 현금보유와 기업가치 간에 음(-)의 관련성을 나타내었다. 그러므로 기업의 현금보유가 기업가치에 미치는 영향과 관련한 선행연구 결과는 일관적이지 않게 나타나고 있다. 그리고 기업지배구조가 현금보유에 영향을 미친다는

다수의 연구(임동욱 2008 ; 최수미 2008 ; 신민식·김수은 2010)를 근거로 기업의 현금보유와 기업가치의 관계를 검증함에 있어 기업지배구조 변수를 고려하여 분석할 필요성이 있다.

현대 기업들은 소유와 경영이 분리되어 경영이 이루어지기 때문에 대리인비용의 발생이 불가피하다(Jensen and Meckling 1976). 또한 한국의 IMF, 엔론사태, 미국의 금융위기 등으로 자본시장이 큰 위기를 겪은 이후, 기업의 투명성이 중요시 되고 회사경영에 대한 감독 및 감시기능을 강화함으로써 기업이 제공하는 재무정보에 대한 신뢰성을 높일 수 있고, 대리인비용을 줄일 수 있는 방안으로서 기업지배구조에 많은 관심이 쏠리고 있다. 지금까지 기업지배구조에 관한 주된 연구방향은 기업지배구조와 이익 조정의 관계, 기업지배구조에 따른 기업가치의 변화에 관련된 주제로 연구가 되어 왔으며, 이에 관한 결과 또한 일관되지 않게 나타나고 있다.

이상의 내용과 같이 기업지배구조는 조절변수로서의 역할을 수행할 뿐 아니라 기업지배구조 그 자체만으로도 기업가치에 영향을 미친다는 다수의 선행연구가 존재한다(Gompers et al(2003) ; Black et al.(2003) ; 윤봉한·오재영(2005) ; 손평식(2008)). 따라서 기업지배구조가 기업가치에 미치는 직접적인 영향을 분석하고자 하며, 기업지배구조에 따라 다른 변수들 간의 관계가 달라지는지 또한 분석하고자 한다. 대다수의 선행연구들은 기업지배구조의 측정을 위하여 경영자지분율, 사외이사, 감사위원회, 외국인지분율 등의 대용변수를 사용하였다. 본 연구에서는 기업지배구조의 대용변수로 외국인지분율과, 공정거래위원회의 기업집단정보공개 사이트를 이용하여 상호출자제한 대규모기업집단자료를 추가적으로 사용하여 재벌변수를 측정하였다. 추가분석으로 한국기업지배구조 개선지원센터에서 제공하는 기업지배구조 등급을 분석함으로써 기업지배구조를 다각도로 측정하여 분석하고자 한다.

본 연구의 목적은 조세회피, 현금보유, 기업가치 그리고 기업지배구조 간의 관계를 살펴보는 것이며, 이를 구체적으로 보면 다음과 같다.

첫째, 조세회피가 기업가치에 미치는 직접적인 영향을 검증하고 둘째, 조세회피가 기업가치에 영향을 미치는 데 있어서 현금보유가 매개변수 역할을 하는지 다시 말하면 조세회피가 현금보유를 통하여 기업가치에 간접적인 영향을 미치는지 검증하고자 한다.

셋째, 조세회피에 따라 기업의 현금보유가 어떠한 영향을 받는지를 검증하고 기업지배구조를 고려하였을 때 조세회피와 현금보유의 관계가 어떻게 변화하는지를 검증하고자 한다.

넷째, 현금보유가 기업가치에 미치는 영향을 검증하고, 현금보유가 기업가치에 비선형의 영향을 미치는지도 검증하고자 한다. 그리고 기업지배구조를 고려하였을 경우 현금보유와 기업가치의 관계가 어떻게 변화하는지를 검증하고자 한다.

다섯째, 기업지배구조가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 검증하고자 한다.

여섯째, 기업지배구조에 따라 조세회피, 현금보유 그리고 기업가치의 관계가 어떻게 변화하는지를 검증하고자 한다.

## 제2절 연구방법 및 논문의 구성

본 연구의 분석에 필요한 재무적 자료는 (주)나이스신용평가에서 제공하는 KIS-VALUE를 통하여 수집하였으며, 기업지배구조등급에 관련된 자료는 한국기업지배구조원에서 제공하는 자료를 사용하였고, 재벌변수(대규모기업집단)의 측정은 공정거래위원회 내의 기업집단공개시스템을 통하여 수집

하였다.

본 연구에서 실시한 실증분석은 경로분석과 회귀분석이며, 경로분석은 Amos 5.0을 사용하였고 회귀분석은 Spss 12.0의 통계패키지를 사용하였다. 즉, 조세회피가 기업가치에 영향을 미침에 있어서 현금보유가 매개변수 역할을 하는지 여부를 검증하기 위하여 경로분석, Baron and Kenny(1986)의 위계적 회귀분석(hierarchical regression) 그리고 Sobel test의 세 가지 분석방법을 사용하였다. 그리고 기업지배구조를 반영하여 위 사항을 검증하기 위하여 기업지배구조별로 표본을 분류 한 후 경로분석을 실시하였다. 그리고 조세회피가 기업가치에 미치는 영향, 조세회피가 현금보유에 미치는 영향, 현금보유가 기업가치에 미치는 영향, 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위하여 회귀분석을 사용하여 검증하였다.

본 논문은 총 6장으로 구성되어 있으며 그 구성은 다음과 같다.

제 1장에서는 연구의 배경과 목적 및 논문의 구성에 대해 서술하였으며, 제 2장에서는 본 논문과 관련된 조세회피, 현금보유, 기업지배구조, 기업가치에 대한 이론적 배경과 국·내외 선행연구들을 검토한다. 제 3장에서는 제2장에서 설명된 변수들 간의 가설을 설정하고 가설을 검증하기 위한 검증모형 등을 구축한다. 제 4장에서는 모형의 실증분석결과를 구체적으로 설명하였다. 제 5장에서는 기업지배구조지수 및 기업지배구조 등급을 고려한 추가분석을 실시하여 결과를 제시하고, 제 6장에서는 연구의 요약과 결론에 대해 논의하도록 한다.

## 제2장 이론적 배경 및 선행연구

### 제1절 조세회피

#### 1. 조세회피의 개념

조세회피(tax avoidance)란 납세자가 특정 소득에 대해 정부가 의도하는 것보다 낮은 수준으로 조세부담을 경감하려는 행위이다. 즉, 불법적인 탈세행위가 아니라 가정하면, 세법상의 규정을 어긴 것은 아니지만 세법상의 불완전성을 이용하여 법률이 의도하지 않은 방법으로 조세부담을 경감시키려는 행위를 조세회피라고 볼 수 있다. 조세회피는 사회적 비난의 대상은 될 수 있지만 위법을 한 것이 아니기 때문에 세법상 처벌대상이 되지 않는다. 하지만 납세당국은 조세회피 행위에 대하여 세금을 추징할 수 있으며 가산세를 부과할 수 있다. 이처럼 조세회피에 해당되는 거래인지 아닌지를 명확하게 판단하는 것이 기업과 납세당국 모두에게 중요한 쟁점인 상황에서 조세회피의 정의는 다수의 학자들에 의해 비슷한 맥락이지만 다양하게 정의되고 있다. Dyreng et al.(2007)에서는 조세회피를 기업의 세전이익과 관련된 현금법인세의 감소시키는 능력이라고 정의하였으며, Dyreng et al.(2008)의 연구에서는 조세회피를 세전이익 또는 현금흐름 단위당 나타나는 명시적 세금의 감소로 정의하고 있다. 넓은 의미의 조세회피는 공격적 조세를 의미하는 조세피난(tax shelter) 행위까지도 포함된다고 한다(Desai and Dharmapala 2009).

아래의 [표 1]에서 볼 수 있는 바와 같이 조세회피는 탈세(tax

evasion)와 절세(tax planning)의 개념 사이에 위치하고 있다. 탈세(tax evasion)란 고의로 사실을 왜곡하는 등의 불법적인 방법을 동원해서 세금 부담을 줄이려는 행위이다. 탈세의 예로는 수입금액을 누락시키는 행위, 실물거래가 없는데도 비용을 지출한 것으로 처리하는 가공경비계상행위 그리고 실제보다 비용을 부풀려 처리하는 비용의 과대계상 행위 등을 들 수 있다. 탈세행위는 국가재정을 축내는 부정적인 행위이면서 동시에 탈세로 축낸 세금은 결국 다른 사람이 부담해야 하거나 또는 세율인상 등의 방안이 도입됨으로서 성실납세자의 부담이 커지는 결과를 가지고 올 수 있다. 탈세 후 적발되면 납부하지 않은 세금과 그에 상응하는 가산세를 추징당하고, 형사처벌의 대상이 될 수 있다. 절세(tax planning)는 세법이 인정하는 범위 내에서 합법적이고 합리적인 방법으로 세금을 줄이는 행위로서 절세의 예로는 세액공제나 세액감면제도 등을 들 수 있다. 이처럼 조세부담을 경감시키는 행위에는 절세, 조세회피 그리고 탈세가 있다. 일반적으로 광의의 조세회피는 합법적인 절세와 위법적인 탈세 모두를 포괄하는 개념으로써 조세부담을 감소시키는 일체의 행위라고 할 수 있고, 협의의 조세회피행위는 위법적인 탈세가 아닌 조세부담감소행위라고 할 수 있다.<sup>2)</sup> 따라서 본 논문에서는 조세부담을 경감시키는 행위 중에서 불법적인 탈세를 제외한 나머지 부분 즉 협의의 조세회피 행위를 조세회피로 정의하고 연구를 진행하고자 한다.

---

2) 오준석·신성민(2011), 외국인 투자기업의 특성 및 소유구조가 조세회피에 미치는 영향, p.61

[표 1] 절세·조세회피·탈세의 구분

구분	절세	조세회피	탈세
성격	광의의 조세회피		
	협의의 조세회피		
목적	세금감면		
수단	조세법령 준수	조세법 정신 위배	조세법령 위반
형태	정상·합리	이상·부당	사기·부정

자료 : 오준석·신성민(2011)

## 2. 조세회피에 관련된 선행연구

### 가. 조세회피와 기업가치

기업의 조세회피 행위가 기업가치에 영향을 미친다는 전통적인 관점에 따르면 기업의 조세회피는 자원을 주주에게 이전하여 주주의 부가 증가하거나 세후기업가치가 증가하는 것으로 보고 있다(고운성 2006 ; 고운성 외 2007). 그러나 조세회피 기업은 정보의 불확실성이 높아지기 때문에 기업가치가 낮게 평가될 수도 있다(Chen et al. 2011 ; 김은주·박미영 2012). 또한 소유와 경영의 분리로 인하여 경영자의 기회주의적 행동이 유발될 수 있기 때문에 최근에는 대리인 관점을 조세회피에 적용한 연구가 진행되고 있다. 이들에 따르면 대리인 관점에서는 대리인비용이 발생할 수 있으므로 조세회피가 항상 주주의 부 또는 기업가치를 증가시키는 것은 아니라고 보고 있다(Desai and Dharmapala 2005 ; Dhaliwal et al. 2011

; 전주성 2011).

고윤성(2006)의 연구에서는 2000년부터 2006년까지 유가증권 상장법인 중 비금융업을 대상으로 조세회피성향과 기업가치 간에 어떠한 관계가 있는지를 실증분석 하였다. 분석결과, 조세회피성향과 Tobin Q와 MTB를 이용하여 측정된 기업가치 간에 유의한 양(+)의 상관관계가 있음을 보고 하였다. 이는 기업의 조세회피성향은 기업의 조세비용을 절감할 수 있게 하며, 조세비용을 감소시킴에 따라 현금유출이 감소하여 투자자들에게 귀속 될 수 있는 세후순이익이 증가된다. 이러한 조세회피성향이 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것으로 분석되었다.

고윤성 외(2007)의 연구에서는 Tobin's Q와 장부가치 대 시장가치 변수로 기업가치를 측정하여 조세회피추정액과 기업가치와의 관련성을 분석 하였다. 분석결과, 조세회피추정액과 기업가치 간에는 유의한 양(+)의 관계가 있었다. 이는 기업의 투자자들이 조세회피 추정액을 긍정적으로 판단한 결과로서 조세회피 추정액은 기업의 조세비용을 절감하여 현금유출이 감소하게 됨을 의미한다. 즉 절감한 현금유출이 투자자에게 귀속될 자원으로 유입될 것이라고 판단하여 조세회피 추정액이 기업가치에 긍정적인 영향을 준다고 분석하였다.

Desai and Dharmapala(2005)의 연구에서는 조세회피와 기업가치와의 관련성을 분석하였다. 분석결과, 전체 기업을 대상으로 분석한 결과는 유의한 관계가 없었지만 좋은 지배구조를 가진 경우 조세회피는 기업가치에 유의한 양(+)의 관계를 가짐을 나타내었다.

Chen et al.(2011)의 연구에서는 조세회피와 기업의 정보환경이 어떤 관계가 있는지를 알아보기 위하여 대규모 실증분석을 실시하였다. 분석결과, 조세회피는 기업의 정보환경에 음(-)의 영향을 미치며 또한 기업의 불투명성이 증가하였다.

김은주·박미영(2012)의 연구에서는 기업의 장기적인 조세회피가 자기 자본비용에 미치는 영향을 분석하였다. 분석대상은 2002년부터 2008년까지 유가증권 상장기업 중 비금융업, 12월 결산법인이며, 분석결과는 다음과 같다. 조세회피와 자본비용 간에는 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났으며, 이는 조세회피수준이 높은 기업은 높은 자본비용을 부담하며, 자본시장에서는 조세회피를 하는 기업에 대한 회계정보의 질을 낮게 평가하고, 정보위험이 커져서 요구수익률이 높아지게 되고 따라서 기업이 높은 자본비용을 부담하게 된다는 결과를 나타내었다.

#### 나. 조세회피와 기업의 현금보유

Dhaliwal et al.(2011)의 연구에서는 1985년부터 2008년까지 상장기업을 대상으로 기업의 조세회피와 현금보유간의 관계를 검증하고자 하였다. 조세회피는 기업의 불투명성에 양(+)의 유의한 영향을 미치며(Chen et al. 2011), 대리인 이론에 따르면 기업의 소유와 통제가 분리된 상황에서 기업의 불투명성이 높아지면 경영자는 자신의 사적 이익을 위하여 주주들의 이익에 반대되는 행동을 취할 가능성이 높아진다(Jensen and Meckling 1976). Bushman and Smith(2001)에 따르면 기업의 불투명성은 이러한 대리인 문제를 악화시킬 수 있으며 이로 인하여 자본시장에서 기업내부를 감시하는 것이 어렵게 되어 경영자는 자신의 사적이익을 위한 행위를 취하게 된다. 이때 가장 손쉽게 이용되는 것이 현금이며, 경영자는 현금을 이용하여 자신의 사적 이익을 취하게 되며 따라서 기업의 현금 빠르게 소진된다(Harford et al. 2008). 선행연구에서 제시한 조세회피와 기업의 불투명성, 불투명성과 대리인 비용, 대리인 비용과 현금의 관계를

근거로 Dhaliwal et al.(2011)은 조세회피와 현금 간의 관계를 실증분석 하였으며, 분석결과 조세회피는 현금에 유의한 음(-)의 영향을 미친다는 결과를 제시하였다.

#### 다. 조세회피와 기업지배구조

Desai and Dharmapala(2006)의 연구에서는 경영자의 보상수준이 높을수록 조세회피행위가 감소한다는 결과를 제시하였는데, 이는 조세회피가 경영자의 사적이익추구행위를 충족시키는 수단으로 이용되고 있다는 의미로 해석할 수 있다. 그리고 경영자를 감시·감독하는 기업지배구조가 좋은 기업이면서 경영자 보상수준이 높을수록 경영자의 조세회피행위가 감소함을 검증함으로써 기업지배구조가 경영자의 조세회피행위에 영향을 미친다는 사실을 보여주었다.

고윤성(2006)의 연구에서는 기업의 특성 중 어떤 요인이 조세회피성향과 관련성이 있는지를 분석하였다. 분석 표본은 2000년부터 2006년까지 유가증권 상장기업을 대상으로 하였으며 분석 결과는 다음과 같다. 조세회피 성향은 조세부담수준, 수익성, 금융비용 부담수준, 소유자 지배기업 여부와 양(+)의 유의한 관련이 있었으며, 채벌기업 소속 여부와는 통계적으로 유의한 관련성이 없었다. 소유자지배기업은 경영자지배기업에 비하여 자본시장의 감시 정도가 작고 압력이 낮기 때문에 재무보고이익에 덜 민감하다. 또한 조세비용은 직접적으로 현금유출을 수반하기 때문에 소유자지배기업은 가용자금의 감소를 막고자 할 것이다. 이에 따라 소유자지배기업인 경우에는 조세비용으로 인한 현금유출을 줄이고자 하는 유인이 크기 때문에 조세회피를 하고자 하는 유인이 크다고 볼 수 있다. 채벌기업은 비재

별기업에 비해 세후이익을 극대화하고자 세무전문가를 고용하여 세무전략을 수행할 수도 있고(박종국·김혁 2005), 정치적 비용가설에 따라 자본시장의 감시로부터 자유롭지 못하기 때문에 재벌기업은 조세비용을 과도하고 줄이고자 하지 않을 수도 있다(Klassen 1997). 즉, 세무전문가를 통하여 적극적으로 조세비용을 감소시키는 경우에는 조세회피가 증가할 것이고, 정치적 비용가설에 의하여 행동할 경우에는 조세회피가 감소할 것이라 볼 수 있다. 그러나 고윤성(2006)에 따르면 조세회피와 소유자 지배기업 여부와는 양(+)<sup>1</sup>의 관련성이 나타났지만, 조세회피와 재벌기업 소속여부는 유의적인 결과가 나타나지 않았다.

최학삼(2007)의 연구에서는 기업지배구조와 기업의 조세회피 행위 간에 어떠한 관계가 있는지를 알아보기 위하여 2003년부터 2006년까지 유가증권 상장기업을 대상으로 실증분석 하였다. 분석결과, 기업지배구조를 평가하는 세부항목인 주주의 권리보호와 이사회 요소가 조세회피행위와의 관계에서 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 이는 주주의 권리를 보호하고 이사회 책임 있는 역할이 수행되면 조세회피행위가 줄어들 수 있음을 의미하는 것이다.

오정택·김영화(2010)의 연구에서는 2002년부터 2008년까지 유가증권 상장법인을 대상으로 기업의 소유구조가 조세회피에 미치는 영향을 분석하였다. 기업의 소유구조 대응변수로는 대주주지분율, 외국인지분율 및 사외이사비율을 사용하였다. 특히 대주주지분율은 선행연구의 분석결과 일관된 결과를 나타내고 있지 않기 때문에 기업회계기준서 제 15호에서 중대한 영향력을 미치는 지분율로 보는 20%와 K-IFRS 제 1027호의 기준에서 최대주주로 분류되는 지분율을 기준으로 0~20%, 20~50%, 50~100%의 구간으로 세분화하여 실증분석 하였다. 조세회피는 Desai and Dharmapala(2006)의 연구에서 제시한 회계이익과 과세소득의 차이를 이

용하여 측정하였다. 분석결과, 대주주지분율이 0~20%인 구간과 20~50%인 구간에서는 대주주지분율과 조세회피 간에 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났는데 이는 이 구간에서 대주주지분율이 높아질수록 기업의 조세회피행위가 증가함을 의미한다. 그리고 외국인지분율과 조세회피 간에는 유의한 음(-)의 관계가 있음을 확인할 수 있었는데 이는 외국인투자자의 경우 투자목적이 대부분 수익성과 고배당에 있는 경우가 많으므로 회계이익을 낮추고자 행하는 조세회피를 선호하지 않음을 보고하였다.

전주성(2011)의 연구에서는 조세회피가 기업가치에 미치는 영향을 분석함에 있어 기업지배구조가 어떠한 역할을 하는지에 중점을 두고 분석하였다. 1994년부터 2007년까지 상장기업을 대상으로, 조세회피는 선행연구에 근거하여 투자자에게 보고되는 회계이익과 과세당국에 보고되는 과세소득 간의 차이를 사용하였으며, 기업가치는 Tobin's Q를 사용하여 분석하였다. 지배구조의 대용변수로는 대주주지분율과 기관투자자지분율을 사용하였다. 분석결과, 기관투자자지분율이 높을수록 조세회피가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 대주주지분율이 높을수록 조세회피가 기업가치에 부정적인 영향을 미침을 알 수 있었다. 즉, 기업지배구조에 따라 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 상이함을 알 수 있었다.

## 제2절 현금보유

현금보유에 관한 연구 중 본 연구와 관련성이 깊은 주제는 현금보유와 기업가치의 관계, 현금보유와 소유구조의 관계에 관한 것이므로 이에 관해 살펴보도록 한다.

### 1. 현금보유와 기업가치

현금보유액과 기업가치의 관련성을 대리인 이론의 관점에서 포착한 이론으로는 현금보유가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 거래비용이론(transaction cost theory : Opler et al. 1999)과 우선순위이론(pecking order theory : Myers 1984)이 있으며, 반대로 현금보유가 증가함에 따라 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 잉여현금이론(free cash flow theory : Jensen 1986)이 있다.

거래비용(transaction cost : Opler et al. 1999)이란 어떠한 재화 또는 서비스 등을 거래하는데 수반되는 비용으로 즉, 시장에 참여하기 위해 드는 비용이다. 기업이 현금을 보유하고 있지 않아 외부에서 자금을 조달해야 하는 경우 기업은 거래상대방에게 자금조달에 따른 수수료 또는 이자비용 등의 기회비용을 지급해야 하므로 기업은 현금보유를 선호한다는 이론이 바로 거래비용이론이다.

우선순위이론(pecking order theory : Myers 1984)이란 기업이 자금을 필요로 하는 경우 외부자금을 사용해서 조달한다면 정보의 비대칭으로 인해 자금조달비용이 상승하게 되기 때문에 내부자금을 우선적으로 이용한다는 이론이며, 외부자금을 사용하는 경우 주주 등은 정보비대칭 프리미엄을 요구하는 등의 추가비용이 소요되기 때문에 내부자금을 사용하는 경우

외부자금을 사용할 때 보다 주주의 부는 상승하게 된다. 즉, 거래비용이론과 우선순위이론은 현금의 확보를 통해 자금조달비용이 감소하기 때문에 기업의 가치를 높일 수 있는 가능성이 있음을 주장한다.

이에 반해 잉여현금이론(free cash flow theory : Jensen 1986)은 경영자가 자신의 이익을 위해 현금을 확보하는 동기를 가지게 되고 현금이 주주보다 경영자의 사적이익을 위해 사용되는 경우 대리인 비용이 발생하여 기업의 가치를 떨어뜨릴 수 있다는 이론이다. 즉 대리인이론 관점에서 볼 경우 소유와 경영이 분리되어 있기 때문에 경영자는 주주의 이익보다 자신의 사적인 이익을 우선시하여 행동할 수 있는 유인을 가질 수 있고, 이때 경영자는 재량권을 행사하여 사적이익을 추구할 가능성이 높다. 경영자의 재량권 사용 시 가장 손쉽게 사용될 수 있는 자산이 현금성 자산이기 때문에 경영자의 사적이익추구 행위에 가장 많이 사용되는 수단이 될 수 있다. 따라서 경영자를 감시하는 기업지배구조에 따라 경영자의 사적이익추구행위가 조절되어 현금보유가 기업가치에 미치는 영향이 달라질 수 있을 것으로 기대할 수 있다.

Pinkowitz and Williamson(2003)는 1955년부터 1999년까지 미국의 제조기업을 대상으로 기업이 보유하고 있는 현금의 가치에 대하여 검증하였으며, 어떤 요인들이 현금보유의 가치를 결정하는 것인지를 검증하였다. 분석결과, 성장기회가 큰 기업일수록, 투자기회의 변동성이 큰 기업일수록 그리고 주주와 채권자의 갈등이 적은 기업일수록 기업이 보유하고 있는 현금보유의 가치가 높아짐을 알 수 있었다.

이하용(2007)의 연구에서는 1989년부터 2004년까지 국내 유가증권 상장기업 중 제조기업을 대상으로 국내 기업의 현금보유액이 기업가치에 미치는 영향을 실증분석 하였다. 분석결과, 기업의 현금보유는 기업의 가치 평가에 음(-)의 영향을 미치고 있었으며, 현금보유와 기업가치 간의 비선

형의 관계를 검증한 결과 추정곡선은 우하향하고 있음을 보고하였다. 즉, 시장에서는 기업이 일정수준까지 현금을 증가시킬 때는 부정적으로 반응하지만 일정수준 이상인 경우에는 긍정적으로 반응한다는 것이다.

빈기범 외(2007)의 연구에서는 외환위기 이후 기간인 1999년부터 2005년까지 유가증권 상장기업을 대상으로 기업의 현금성 자산보유현상을 진단하고 기업의 현금성 자산 보유가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 분석결과, 투자기회가 높을수록, 영업현금흐름 또는 영업현금흐름상의 불확실성이 높을수록, 시장에서 인식하는 기업 자체의 불확실성이 높을수록 그리고 기업이 보유하고 있는 채고수준이 낮을수록 현금성 자산 보유성향이 높아지는 것으로 나타났다. 또한 기업이 보유하고 있는 과도한 현금성 자산 보유가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 비유의적이었음을 알 수 있었다.

최수미(2008)의 연구에서는 기업이 보유하고 있는 현금을 자본시장에서는 어떻게 평가하는지를 검증하였다. 1994년부터 2006년까지 국내 유가증권 상장기업 중 비금융업에 속해있는 기업을 대상으로 분석하였다. 분석결과, 2000년대 이전에는 현금보유와 기업가치 간에 양(+)의 관련성을 나타내었지만 2000년대 이후에는 기업의 현금보유와 기업가치 간에 음(-)의 관련성을 나타낼 수 있었다. 이는 2000년대 이전에는 부채의 상환, 기업의 위험의 감소, 적절한 투자안에 투자하는 등의 현금보유가 가지는 긍정적인 측면이 더욱 컸다고 볼 수 있으나, 2000년대 이후의 현금보유의 증가는 재무구조가 건실해진 상황에서 현금보유가 늘어났다는 것으로 성장기회가 없어서 투자를 하지 못하는 상황이거나, 기업의 성장을 위하여 재투자를 하지 않는 등의 기업의 부정적 상황을 의미한다고 볼 수 있다.

장승욱 외(2011)의 연구에서는 1999년부터 2009년까지 국내 상장기업

을 대상으로 기업의 현금보유 변화가 기업가치에 미치는 영향에 관하여 검증하였다. 현금보유변화는 현금비율의 증분을 이용하여 측정하였다. 연구결과에 따르면, 현금보유 변화는 기업가치에 양(+)의 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 각 기업을 특성별로 나누어 현금보유변화가 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 결과, 현금보유 수준이 낮은 기업, 부채비율이 높은 기업, 재무적 제약기업 및 위험회피성향이 높은 기업의 현금보유 변화는 기업가치에 보다 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

## 2. 현금보유와 기업지배구조

임동욱(2008)의 연구에서는 기업지배구조가 현금보유비율에 미치는 영향을 검증하기 위하여 2000년부터 2007년까지 유가증권 상장기업을 대상으로 하여 분석을 실시하였다. 분석결과, 기업의 지배구조 중에서 주주의 권리보호 및 기업정보 제공에 충실한 기업의 경우 현금보유율과 양(+)의 유의한 관련성을 보였다.

신민식·김수은(2010)의 연구에서는 대리인 이론의 관점에서 현금보유와 소유구조 간에는 밀접한 관련성이 있다고 보고 이를 검증하기 위해 대주주 지분율, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이, 소유 집중도, 경영자 지분율의 비선형성, 소유자지배기업과 경영자지배기업과 같이 다양한 소유구조변수를 사용하여 현금보유와 소유구조간의 관계를 검증하였다. 1997년부터 2008년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 분석하였으며 연구결과는 다음과 같다. 대주주 지분율, 1대주주와 2대주주 간의 지분율 차이, 소유집중도는 현금보유에 유의한 양(+)의 영향을 미치

는 것으로 나타났다. 이는 대주주 지분율이 증가할수록 이들의 영향력이 증가하여 경영자 자신의 사적이익추구를 위해 현금보유를 증가시키는 방향으로 의사결정을 하여 소액주주들의 이익을 침해할 수 있음을 의미한다. 그리고 경영자 지분율은 현금보유에 비선형적인 "N"의 영향을 미침을 알 수 있었다. 마지막으로 소유자 지배기업과 경영자 지배기업이 현금보유에 미치는 영향을 분석한 결과, 소유자지배기업이 경영자 지배기업보다 현금보유가 증가함을 검증하였다.

### 제3절 기업지배구조

#### 1. 기업지배구조의 정의

국내외적으로 2001년 발생한 엔론사태, 2002년 월드콤사태, 2011년 시작한 국내의 저축은행 사태 등 기업의 경영에 있어 경영자의 부정행위와 범죄행위가 증가하면서 자산의 손실이라는 책임을 주주들이 떠안게 되는 기업지배구조의 실패 사건이 시장에 드러나게 되었다. 기업의 목적은 주주부의 극대화인데 이에 반하는 결과가 나타나게 된 것이다. 이에 자본시장 참여자들은 기업의 투명성과 신뢰성에 의문을 가지고 기업지배구조의 실패의 원인을 찾게 되었으며, 이를 개선하기 위한 조치의 중요성을 제기하기 시작하였다. 국내에서도 1997년 발생한 IMF 외환위기의 원인 중 하나로 기업지배구조의 문제점이 제기된 이후로 기업지배구조의 개선과 기업의 투명성을 제고하기 위하여 많은 방안이 제시·실행되고 있고, 미국과 유럽의 금융위기 여파로 전 세계의 자본시장이 부정적인 영향을 받으면서 기업

지배구조의 중요성은 더욱 부각되고 있는 상황이다. 기업지배구조(Corporate Governance Structure)의 개념은 최근 연구들을 통해서 다양하게 정의되고 있다. 기업지배구조는 기업의 법령준수를 감독하고 기업의 사회적 책임을 포함하는 광범위한 의미로 정의되기도 하며, 참가자들의 경제적 이해관계 즉, 자본을 공급하는 당사자들이 자신들의 투자에 대한 수익을 보장하는 것을 다루는 체계를 의미하기도 한다(Shleifer & Vishny 1997). 또한 Rezaee(2002)의 연구에서는 기업지배구조를 주주가치를 창출하기 위한 기업 활동을 감시하고 감독하는 체계로 정의하고, 기업지배구조를 이사회, 감사위원회, 내부 감사인으로 구성되는 내부지배구조와 외부 감사인, 규제기관, 자본시장참여자로 구성되는 외부지배구조로 구분하여 살펴보았다. 그리고 기업지배구조를 회사의 이사회, 임원과 그 주주간의 관계 및 권한과 역할을 정의하는 개념으로 사용하기도 한다(이세인 2010).

다시 말하면, 기업지배구조란 기업 경영을 통제하는 시스템으로서 기업을 둘러싸고 있으며 기업 경영에 직접·간접적으로 참여하는 주주·경영진·근로자 등의 이해관계자들의 이해관계를 조정하고 규율하는 제도적인 장치와 운영기구를 의미한다. 그리고 기업의 소유구조 뿐만 아니라 주주의 권리·주주의 동등 대우·기업지배구조에서 이해관계자들의 역할, 공시 및 투명성, 이사회 책임 등을 포괄하는 메커니즘이다.

2002년 6월 우리나라에서는 한국기업지배구조 개선지원센터(corporate governance service)를 설립하였으며 1999년 2월 공표한 OECD(Organization for Economic Cooperation and Development : 경제협력개발기구)의 '기업지배구조의 기본원칙'<sup>3)</sup>을 근간으로 하여 기업지배

---

3) 1999년 2월 OECD의 30개 회원국은 기업과 주식시장에 대한 신뢰를 구축하고 유지하기 위해 기업경영의 우수사례 권고안이 추가된 'OECD 기업지배구조원칙(OECD's

구조 모범규준을 제정하였으며 이후 개정을 거쳐 2차 기업지배구조 모범규준을 제정·제공하고 있다. 또한 각 기업의 지배구조의 강점과 약점, 현재기업의 위치 등을 파악하여 개선하는 등의 국내기업의 자발적인 지배구조 개선과 발전을 목적으로 매년 주권상장기업 및 코스닥 상장기업의 지배구조를 평가하여 발표하고 있다. 기업지배구조의 평가는 ① 주주의 권리보호, ② 이사회 구성·운영·평가·보상, ③ 공시의 적절성, ④ 감사기구의 설치와 운영, ⑤ 경영의 과실배분의 5개 항목을 기준으로 하여 측정·평가하고 있으며, 2003년부터 2010년까지는 그 결과를 최우량(Excellent), 우량+(Very strong), 우량(Strong), 양호+(Very Good), 양호(Good), 보통(Moderate), 취약(Weak), 매우취약(Very Weak)의 8등급으로 분류하여 기업지배구조등급을 제공하고 있으며, 2011년부터 기업의 사회적 책임준수를 중요시하는 국제적인 흐름에 맞추고자 기업지배구조(E) 외에 환경(E)과 사회(S) 부문을 추가하여 총 세 부문을 평가하고 각 부문 및 통합한 평가 결과를 A+, A, B+, B, C의 5개 등급으로 나누어 발표하고 있다. 기업지배구조의 평가항목 및 주요내용은 다음 [표 2], 기업지배구조의 각 등급별 구분 의미는 [표 3]과 같다.

---

Principle of Corporate Governance)' 개정안을 승인하였다.

OECD 기업지배구조원칙의 주요내용에는 ① 주주의 권리, ② 주주의 동등 대우, ③ 기업지배구조에 있어서 이해관계자의 역할, ④ 공시 및 투명성, ⑤ 이사회 임무와 책임 등에 관련한 내용이 포함되어 있다. 이후 2004년 5월 OECD 각료회의에서 개정원칙인 기업지배구조 확립, 주주의 권리와 이사회 독립성 및 책임강화, 기관투자자의 역할에 대한 세부사항이 추가되었다.

우리나라에서는 주주의 권리 강화, 이사회 활성화, 감사기구의 활성화, 이해관계자의 권리보호, 시장에 의한 경영감시 등을 기본 골격으로 개선작업이 시행되었다.

[표 2] 기업지배구조 평가항목 및 주요내용

항 목	주 요 내 용
주주의 권리보호 (90점)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기업지배구조헌장 및 임직원 윤리규정의 도입</li> <li>- 집중투표제 및 서면투표제 도입</li> <li>- 이사 시차임기제 도입여부</li> <li>- 적대적 기업인수에 대한 원천적 방어수단 도입</li> <li>- 이해관계자 지분율</li> <li>- 최대주주들과의 거래실적</li> <li>- 주주제안, 위임장 권유안내 등 소액주주 보호여부 등</li> </ul>
이사회 (90점)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 사외이사 선임비율 및 이사회 참석률</li> <li>- 이사회 안건에 대한 사외이사의 반대 또는 수정의견 제시 및 채택여부</li> <li>- 사외이사 추천형태</li> <li>- 이사들의 주식보유 현황</li> <li>- 추천위원회, 보상위원회의 설치</li> <li>- 대표이사와 이사회회장의 분리</li> <li>- 성과연동형 Stock Option의 부여</li> <li>- 이사회 활동의 자체평가 및 평가결과 공시</li> </ul>
공시 (60점)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- IR 실적, 자진, 조회, 정정공시 등 공시실적</li> <li>- 개별이사의 이사회 참석률 공시 및 찬반여부 공시</li> <li>- 인터넷 홈페이지, 감사보고서 등의 영문 공시여부 등</li> <li>- 이사 개인별 보수총액 공시여부</li> </ul>
감사기구 (50점)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 감사위원회의 설치, 구성, 운영</li> <li>- 내부신고자 보호제도의 구축여부</li> <li>- 외부감사인의 추천형태, 컨설팅여부</li> </ul>
경영의 과실배분 (10점)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 시가배당수익률, 자사주 매입</li> <li>- 3년간 평균 배당성향, 중간배당</li> </ul>
전체(300점)	

자료 : 한국기업지배구조원 (<http://www.cgs.or.kr>)

[표 3] 한국기업지배구조원의 기업지배구조 등급별 구분

2010년까지 등급체계	등급의 의미	2011년 등급체계	등급의 의미
최우량 (Excellent)	기업지배구조의 모든 부문에서 기업지배구조 모범규정이 제시한 체계를 갖추고 그에 부합한 운영관행을 보임		
우량 + (Very strong)	전반적으로 지배구조 관행이 매우 우량하며 지배구조의 전 분야에서 매우 높은 점수를 얻음	A+	전반적으로 기업의 지배구조, 사회, 환경분야의 사회적 책임활동이 우수한 기업으로 지배구조, 사회, 환경 대부분의 분야에서 높은 점수를 받고 있음
우량 (Strong)	전반적으로 기업지배구조 관행이 우량한 기업으로 지배구조의 대부분의 분야에서 높은 점수를 받고 있음		
양호 + (Very Good)	전반적으로 기업지배구조 관행이 매우 양호하나 한 두 분야에서 다소 낮은 점수를 획득함		
양호 (Good)	전반적으로 기업지배구조 관행이 양호하나 지배구조의 일부 분야에서 다소 낮은 점수를 획득함	A	전반적으로 기업의 지배구조, 사회, 환경분야의 사회적 책임활동이 양호하나 지배구조, 사회, 환경 대부분의 분야에서 다소 낮은 점수를 획득함
보통 (Moderate)	전반적으로 기업지배구조 관행이 보통인 기업으로 지배구조의 일부분에서 개선의 여지가 있음	B+	전반적으로 기업의 지배구조, 사회, 환경분야의 사회적 책임활동이 보통인 기업으로 지배구조, 사회, 환경 일부 분야에서 개선의 여지가 있음
취약 (Weak)	전반적으로 기업지배구조 관행이 취약하며 지배구조의 각 부문에서 개선의 여지가 많은 기업임	B	전반적으로 기업의 지배구조, 사회, 환경분야의 사회적 책임활동이 취약하며 지배구조, 사회, 환경 각 부문에서 개선의 여지가 있음
매우취약 (Very Weak)	전반적으로 기업지배구조 관행이 매우 취약하며 지배구조의 개선이 절대적으로 필요한 기업임	C	전반적으로 기업의 지배구조, 사회, 환경분야의 사회적 책임활동이 매우 취약하며 지배구조, 사회, 환경의 개선이 절대적으로 필요한 기업임

자료 : 한국기업지배구조원 (<http://www.cgs.or.kr>)

선행연구를 종합해 보면 기업지배구조의 측정변수는 크게 다음 두 가지로 분류할 수 있다. 첫째, 이사회 독립성·활동성·전문성, 감사위원회의 독립성·활동성·전문성, 소수지분율의 일종으로서 기관투자자 지분율, 외국인 지분율, 경영자 지분율, 대주주 지분율 등을 사용하였다(Shleifer and Vishny 1986 ; Morck et al.(1988); Gompers et al.(2003) ; 박종일(2004); 박종일 외(2006)). 둘째, 한국증권거래소에 공시되는 기업지배구조 지수나 한국기업지배구조원에서 분석·제공하는 기업지배구조 등급을 사용하였다.

선행연구에 사용된 기업지배구조 변수들에 대해 더 자세히 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 이사회는 기업지배구조의 감시·통제역할의 대표적인 변수로 사용되고 있다. 그 이유는 기업의 주인은 주주이지만 모든 개인의 주주들이 경영자를 견제·감시할 수 없는 것이 현실이며 따라서 주주는 자신을 대신해서 경영을 감시·감독할 수 있고 자신들의 부를 극대화시킬 수 있도록 이사회를 선출하여 경영자에 대한 감시역할을 하도록 하는 것이다. 그리고 이사회 구성 내에서 사외이사는 자신의 명성을 유지하기 위해 기업 내부의 이사보다 경영자를 감독하는 역할을 보다 효율적으로 수행한다(Fama 1980)는 연구결과가 있다. 이를 근거로 국내에서는 1998년 이후부터 자산 2조원 이상 상장기업과 금융기관인 경우 총 이사수의 1/2 이상, 그 외는 총 이사수의 1/4이상의 사외이사를 두도록 하였다. 국외 연구에서는 이사회에서 사외이사의 비율이 높을수록, 사외이사의 근무경력이 길수록 회계분석기능이 감소된다는 결과를 보고하고 있다(Beasley 1996).

둘째, 감사위원회는 회사의 업무감독과 회계감독권을 가지고 있는 이사회 내 위원회로서 우리나라에서는 2000년 1월 증권거래법의 개정을 통하여 자산총액 2조원 이상인 기업들은 감사위원회를 의무적으로 설치하도록

하였다.

권대현 외(2012)의 연구에서는 지배주주와 소액주주 사이의 대리인 문제가 회사 내부감시기구인 이사회 및 감사위원회의 구조에 미치는 영향을 분석하였다. 권대현 외(2012)의 연구에서는 지배주주와 소액주주 사이의 대리인 문제가 회사 내부감시 연구에서는 대리인문제를 지배주주의 의결권과 배당권의 차이로 측정하였으며, 지배주주의 의결권과 배당권 사이에 차이가 있으면 지배주주와 소액주주 간에는 대리인 문제가 발생할 수 있다고 보았다. 2001년부터 2008까지 기업을 대상으로 분석한 결과, 지분을 피리도나 의결권 및 배당권 비율은 모두 감사위원회의 독립성이나 활동성과는 유의적인 관련성을 보이지 않았다. 이는 지배주주-소액주주 차이가 클수록 즉, 대리인문제가 클수록 지배주주가 통제권을 이용하여 엄격한 감시장치를 도입하지 않고, 이사회나 감사위원회가 큰 효과를 발휘할 수 없는 형식으로만 도입한다고 해석할 수 있다. 즉 일부 시장의 자각 및 정보이용자들의 요구로 기업지배구조를 개선하기 위한 여러 방안이 제시·도입되고는 있지만 실제로 우리나라 기업들은 기업지배구조의 실질적 개선이 아닌 정관의 규정이나 법조항에 위배되지 않게만 하는 등의 임시방편적인 조치로 보이기도 한다.

셋째, 우리나라의 지배구조의 발전을 저해하고 다른 국가들과 가장 차별되는 우리나라만의 지배구조의 특징은 바로 재벌그룹이다. 다른 기업들과 마찬가지로 재벌(Chaebol)의 소유주는 소액주주이지만 실제적으로 기업을 지배하는 것은 재벌가족집단이며, 이들은 아주 소수의 지분으로 순환출자, 교차피라미드식 출자 등의 출자구조를 이용하여 각 계열사를 지배하는 등의 행태를 보이고 있다. 공정거래법에서는 “재벌”을 대규모기업집단으로 정의하고 있다. 대규모기업집단이란, 동일 기업집단 소속 국내회사(계열회사)들의 직전 사업연도 대차대조표상의 자산총액(금융·보험회사는 자본금

또는 자본총액 중 큰 금액) 합계액이 5조원 이상인 기업집단<sup>4)</sup>으로 정의된다<sup>5)</sup>. 공정거래위원회에서는 매 사업연도 연도 말을 기준으로 하여 대규모기업집단에 소속된 계열사들의 지분율과 재무제표를 제출받아 대규모기업집단 및 소속회사를 정의하고 매년 발표한다. 공정거래법에서는 대규모기업집단(일종의 재벌)의 경제력 집중과 이로 인한 시장경쟁저해 등의 부작용을 방지하기 위하여 상호출자의 규제, 출자총액의 제한, 계열회사에 대한 채무보증의 제한, 소속 금융·보험회사 계열회사 주식에 대한 의결권 제한, 중소기업창업투자회사의 계열회사주식취득 금지, 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 등의 규제를 두고 있다.

4) “기업집단이란, 동일인이 사실상 사업상 사업내용을 지배하는 회사의 집단”으로 지분율을 기준으로 하거나 또는 지배력을 기준으로 기업집단의 범위 즉, 계열사 여부를 판단하며 최소 2개 이상의 회사로 구성된다. 동일인이란 기업집단을 사실상 지배하는 자로서 자연인 혹은 법인을 지칭한다.

요 건	판 단 기 준
지분율 요건	동일인 및 동일인 관련자가 30% 이상 소유하고 최다출자자인 회사
지배력 요건 (① ~ ④ + 경영에 지배적 영향력 행사)	① 동일인이 임원의 50/100 이상 선임
	② 동일인이 당해 회사의 조직변경, 신규사업투자 등 주요의 사결정이나 업무집행에 지배적 영향력 행사
	③ 동일인 지배회사와 당해 회사 간 임원겸임, 인사교류
	④ 통상적 범위를 초과하여 동일인 및 동일인관련자와 자금·자산·상품·용역거래, 채무보증·피보증 및 계열회사로 인정될 수 있는 영업상 표시행위 등 사회통념상 경제적 동일체로 인정되는 회사

자료 : 공정거래위원회, 대규모기업집단 공개시스템

5) 출처 : 기획재정부, 시사경제용어

## 2. 기업지배구조와 기업가치

기업지배구조의 중요성이 제기되면서 Black et al.(2003)의 연구를 시작으로 기업지배구조가 기업의 가치에 영향을 미친다는 연구가 시작되었으며, 현재는 국내외적으로 기업지배구조를 점수화하여 기업지배구조점수 자체, 기업지배구조 지수 또는 등급을 이용한 연구들이 이루어지고 있는 단계이다. 기업지배구조가 기업가치 또는 성과에 미치는 영향을 연구한 선행 연구들의 결과는 긍정적인 영향과 부정적인 영향이 혼재해 있는 상황으로서 그 영향력이 불명확한 상태이다.

기업지배구조점수 또는 기업지배구조를 지수화 하여 기업지배구조를 측정한 국외 연구 중 Gompers et al.(2003)의 연구에서는 1990년부터 1999년까지 미국 상위 1500개 대기업을 대상으로 지배구조 지표를 Investor Responsibility Research Center(IRRC)로부터 입수하여 기업지배구조와 기업가치 간의 관계를 검증하였다. 분석결과, 지배구조가 좋은 기업인 경우 그렇지 않은 기업과 비교했을 때 기업가치가 더 높게 나타나고 있음을 발견하였으며, 지배구조와 주가수익률 간에는 강한 연관성이 있음을 보고하였다. 또한 Black et al.(2006)의 연구에서는 지배구조지수가 기업의 시장가치와 관련성이 있음을 한국 상장기업을 대상으로 검증하였다. 분석을 위해 설문조사를 실시하였으며 지배구조지수는 주주권리, 이사회 구조, 이사회 절차, 공시, ownership parity에 관련된 5가지 하위분류를 통해 산출하였다. 이를 사용하여 기업지배구조와 Tobin's Q의 관계를 분석하였으며, 한국 기업의 고유한 특징인 재벌변수를 고려하였다. 분석결과, 기업지배구조지수가 10 증가할 때 평균적으로 Tobin's Q의 값은 4% ~ 6% 정도 증가함을 알 수 있었다. 즉, 기업지배구조가 좋아질수록 기업가치가 증가함을 의미한다.

국내연구로 윤봉한·오재영(2005)의 연구에서는 한국증권거래소 상장기업을 대상으로 2003년 2월 한국기업지배구조원에서 실시한 설문자료를 기초로 하여 기업고유의 기업지배구조지수를 산출하고, 이 지수로 기업지배구조를 측정하여 개별기업의 경영성과와 기업가치 및 시장수익률과의 관계를 검증하였다. 분석결과, 주주 권리보호차원과 이사회 운영차원이 기업성과와 높은 관련성이 있음을 알 수 있었다.

황선웅·김종상(2007)의 연구에서는 기업지배구조가 장기간에 걸쳐 기업가치 증대에 영향을 미치는지를 분석하고자 하였다. 분석을 위해, 기업지배구조의 대용변수로는 한국기업지배구조 개선지원센터에서 제공하는 Corporate Governance Index(CGI)를 사용하였으며, 기업가치의 대용변수로는 누적초과수익률을 사용하여 2003년부터 2004년 동안 기업지배구조센터의 지배구조우수기업 선정기준에 속한 기업을 대상으로 분석하였다. 우리나라기업들의 기업지배구조 성향과 산업별 CGI점수를 근거로 분석했을 때, 연구대상 기업들 중에서 절반이상의 기업지배구조는 중·하위권에 속해 있었으며, 이는 아직 우리나라의 지배구조에 취약성이 있으며 발전시켜야 할 필요성이 있다고 해석할 수 있다. 또한 우리나라 기업지배구조의 건전성이 가장 좋은 업종은 금융업으로 나타났으며, 이는 금융업은 많은 강제적인 규제를 받고 있고 또한 지배구조건전화에 위해서 감독기관들이 엄격하게 감독하고 있기 때문이라 하였다.

그리고 높은 CGI와 높은 주식수익률은 단기보다는 장기적인 시차를 두고 영향력을 가지게 됨을 제시하였다. 즉, 기업의 지배구조가 증권시장에서 투자를 하는 투자자들에게 하나의 투자지표로서 의미를 가지는 유용한 지표임을 제시하였으며, 지배구조가 개선되면 기업의 가치가 증가할 뿐 아니라 주주부의 증가에도 영향을 미침을 검증하였다.

손평식(2010)의 연구에서는 기업지배구조가 기업가치에 영향을 미치는

지 인과관계를 검증하고자 하였다. 기업지배구조는 2003년부터 2007년까지 기업지배구조센터가 작성한 한국거래소의 상장기업의 기업지배구조지수를 이용하여 측정하고, 기업가치는 Tobin's Q와 M/B ratio를 이용하여 측정하였다. 지배구조지수를 주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영의 과실배분으로 나눈 하위지수로 나누어 측정하였으며, 이상의 5가지 하위지배구조의 합은 전체 지배구조지수가 된다.

연구결과, 전체지배구조지수와 기업가치 간의 관계는 유의한 양(+)의 관계를 나타냈으며, 이는 2003년부터 2007년까지 기업지배구조평가지수로 측정한 개별기업의 지배구조가 긍정적으로 판단될수록 기업가치도 증가함을 의미하는 것이다. 또한 기업지배구조와 기업가치 간의 인과관계 검증결과, 기업지배구조가 기업가치에 영향을 미친다는 결과를 실증적으로 입증하였다. 하위지배구조지수를 사용한 분석 결과는, 이사회, 공시, 감사기구 부문이 나타내는 지배구조지수가 기업가치와 유의한 양(+)의 관계를 나타내었으며, 이는 전통적으로 기업지배구조를 측정하는 대용변수를 사용한 연구의 결과와 일치하는 것이다. 반면 주주의 권리보호나 경영자의 과실배분 부문이 유의한 관계를 가지지 못하였다는 것은 이 부문에 관하여 아직 인식이 미흡하기 때문이라고 해석하고 있다.

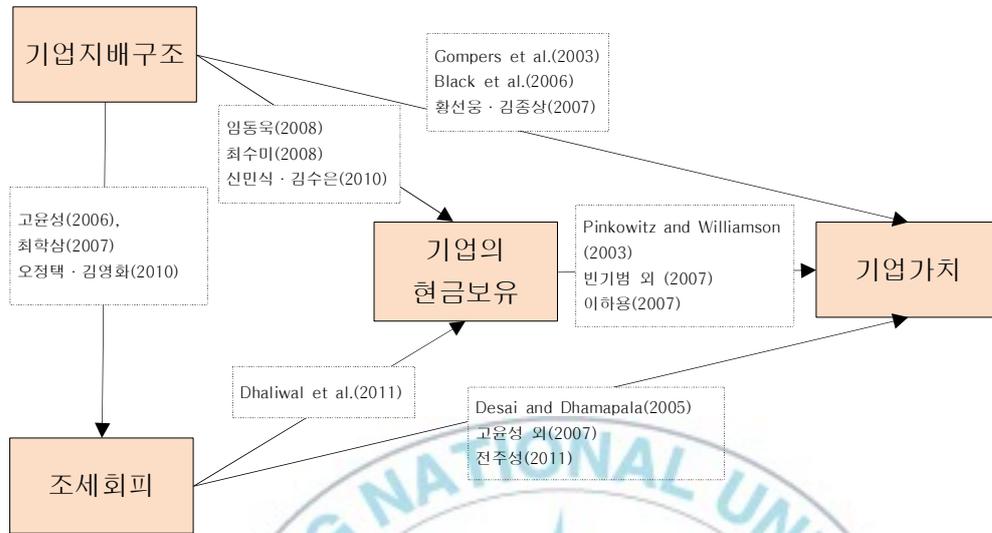
이성모(2012)의 연구에서는 손평식(2010)의 연구와 동일한 주제 즉, 기업지배구조와 기업가치 및 성과와의 관계를 검증하면서 기업지배구조를 전체지수와 하위지수로 나누어 검증기간을 달리 하여 검증하였으며 이에 추가적으로 기업지배구조 하위지수 개선과 기업가치 및 성과와의 관계를 실증 분석하였다. 분석결과 기업지배구조는 Tobin's Q, PBR, 매출액영업이익률로 측정한 기업가치와 유의적인 양(+)의 관계를 나타내었으며, 기업지배구조의 개선도 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미침을 보고하였다. 또한 기업지배구조 지수를 구성하고 있는 하위지수들과 기업가치의

관계를 분석한 결과, 주주 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실부문과 유의적인 양(+ )의 관계가 있음을 알 수 있었다. 이는 손평식(2010)의 연구와 대다수 일치하는 결과이며, 손평식(2010)의 연구에서는 주주의 권리보호와 경영과실부문이 유의한 관계가 보이지 않았지만, 이성모(2012)의 연구에서는 유의한 양(+ )의 관계를 보인 것은 그간 주주의 권리와 경영과실부문에 관한 인식이 높아졌으며 이를 중요하게 인식한다는 변화의 증거로 해석할 수 있는 근거가 될 수 있다. 마지막으로 추가적으로 분석한 기업지배구조 하위지수들의 개선과 기업가치간에는 유의한 관계를 발견할 수 없었다.

선행연구의 결과를 종합하면, 기업지배구조는 기업가치에 직접적으로 영향을 미치고 있으며, 그 결과는 기업가치에 유의한 양(+ )의 영향을 미치고 있는 것으로 요약할 수 있다.

조세회피, 현금보유 그리고 기업지배구조와 관련된 이상의 선행연구들을 종합하면 다음 [그림 1]과 같이 도식화 할 수 있다.

[그림 1] 조세회피, 현금보유 그리고 기업지배구조 관련 선행연구



#### 제4절 선행연구와 본 연구의 차이점

본 연구에서는 조세회피, 기업가치, 현금보유 그리고 기업지배구조의 관계를 분석하고자 하며, 본 연구와 선행연구와의 차이점은 다음과 같다.

첫째, 조세회피가 현금보유를 매개로 기업가치에 미친다는 연구는 거의 없으므로 본 연구에서는 조세회피가 기업가치에 영향을 미침에 있어 현금보유를 매개로 간접적인 영향을 미친다는 가설을 검증하고 이와 관련된 결과를 제시한다.

둘째, 조세회피와 현금보유 간의 관계를 설명하고 근거를 제시하는 연구

가 거의 없는 실정이므로, 본 연구에서는 조세회피와 현금보유의 관계를 대리인 관점에서 실증분석하고 이론으로만 제시되고 있던 조세회피와 현금보유간의 관계에 관한 근거를 제시한다. 그리고 기업지배구조를 고려하였을 경우 조세회피와 기업가치 간의 관계가 달라지는지를 검증하였다.

셋째, 선행연구에서는 주로 기업의 현금보유가 기업의 가치에 부정적인 영향을 미치는지 또는 긍정적인 영향을 미치는지의 선형적인 관계를 설명하고 있지만, 본 연구에서는 기업의 현금보유가 기업 가치에 비선형의 영향을 미치는지 검증하였다. 또한 기업지배구조를 고려한 경우 현금보유와 기업가치의 관계가 달라지는지 검증하였다.

넷째, 선행연구에서는 기업지배구조를 측정하는 대용변수로서 대부분 이사회 구성 중 사외이사의 비율, 대주주지분율, 감사위원회, 기관투자자지분율, 외국인지분율 등을 사용하여 분석하였다. 외국인 투자자는 외국인 개인투자자가 아니라 외국인 기관투자자로서 경영자의 행동을 검증하고자 하는 유인이 있으며, 경영자의 감시·감독에 소요되는 제반 비용을 부담할 경제적 여력이 있다. 따라서 본 연구에서는 일반적으로 기업지배구조를 측정하는 외국인지분율 변수를 사용하면서 추가적으로 공정거래위원회의 기업집단정보공개 사이트를 이용하여 상호출자제한 대규모기업집단자료를 이용하여 차별변수를 측정하고, 한국기업지배구조개선원에서 제공하는 기업지배구조등급 자료를 이용하여 기업지배구조를 다각도로 분석하였다.

## 제3장 연구설계

### 제1절 연구가설

#### 1. 조세회피와 기업가치

Desai and Dharmapala (2005)의 연구 결과 조세회피와 기업가치 간에는 유의한 관계가 나타나지 않았으며, 고윤성(2006)과 전주성(2011)의 연구에서는 조세회피와 기업가치 간에 양(+)의 유의한 관련성을 나타냄을 검증하였다.

반면 조세회피는 기업의 불투명성을 증가시키고(Chen et al 2011), 불투명성이 증가함에 따라 경영자는 정보비대칭을 이용하여 주주의 이익에 상반되는 자신의 사적이익을 위한 행동을 취할 가능성이 높아진다(Jensen and Meckling 1976). 조세회피 기업의 회계정보의 질은 자본시장에서 낮게 평가되며, 높은 정보위험으로 인하여 높은 자본비용을 부담하게 된다는 연구결과도 있다(김은주·박미영 2012). 이와 같이 조세회피의 결과 기업의 불확실성이 높아지기 때문에 기업가치에 음(-)의 영향을 미칠 것이라는 연구결과가 있다.

그리고 기업은 절세전략의 하나로 조세회피를 선택·사용할 수 있겠지만 조세회피는 기업의 다른 전략에 영향을 주고기도 하고 또 영향을 받을 수도 있기 때문에 기업의 최종 목표에 영향을 미치게 되어 최적의 기업전략이 될 수 없음을 인지할 필요성이 있다. 따라서 단지 법인세를 줄이고자 하는 조세회피 그 자체가 기업의 가치에 긍정적인 영향을 미친다고 확인할

수 없으며, 이에 대해서는 그 효과가 불확실하기 때문에 검증의 필요성이 있다.

앞서 언급한대로 조세회피에는 비용이 발생하고 또 효익이 발생하는데 이 비용과 효익의 상대적인 크기에 따라 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 결정된다. 즉, 비용이 효익보다 더 큰 경우에는 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이며, 비용보다 효익이 더 큰 경우에는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치게 될 것이다.

선행연구는 조세회피가 기업가치에 음(-)의 영향을 미친다는 연구(Chen et al 2011 ; 김은주·박미영 2012)와 양(+)의 영향을 미친다(고윤성 2006 ; 전주성 2011)는 연구결과가 혼재되어 있다.

따라서 본 연구에서는 조세회피가 기업가치에 영향을 미침에 있어 소유-경영의 분리, 대리인 비용의 영향을 고려해야 한다는 선행연구에 동의하여 다음의 [가설 1]을 도출한다.

[ 가설 1 ] 조세회피는 기업가치에 영향을 미칠 것이다.

[ 가설 1-1 ] 조세회피는 기업가치에 직접적인 영향을 미칠 것이다.

조세회피가 기업가치에 영향을 미치지만, 기업지배구조를 동시에 고려해야 한다는 선행연구들의 결과가 다수 존재한다. 기업지배구조가 좋은 기업에서만 조세회피가 기업가치에 긍정적인 영향을 미침을 보고한 연구(Desai and Dharmapala 2009), 조세회피를 대리인 이론을 근거하여 고려해야 한다는 연구(Slemrod 2004 ; Crocker and Slemrod 2005)가 있다. 그리고 정용수 외(2011)에 따르면 대리인 관점에서 기업지배구조가 조세회피에 영향을 미친다. 특히 경영자 지분율이 높을수록 조세회피는 낮아짐을 보고하였다. 이와 같이 기업지배구조에 따라 조세회피의 정도는 달

라질 수 있으며 결과적으로 기업가치에 미치는 영향이 달라질 것을 예상할 수 있다. 이에 따라 다음의 [가설 1-2]를 설정한다.

[ 가설 1-2 ] 기업지배구조에 따라 조세회피와 기업가치의 관계가 달라질 것이다.

조세회피의 결과 현금유출항목인 법인세비용이 감소하였지만 경영자의 사적유용성으로 인하여 현금의 유출이 증가하여 결과적으로 현금의 감소가 나타날 수 있으며(Dhaliwal et al 2011), 현금보유가 기업가치에 영향을 미친다는 연구(Pinkowitz and Williamson 2003 ; 빈기범 외 2007 ; 이하용 2007)의 변수간의 인과관계에 근거하여 조세회피는 현금보유를 매개로 하여 기업가치에 간접적인 영향을 미친다는 [가설 1-3]를 도출하였다.

[ 가설 1-3 ] 조세회피는 현금보유를 매개로 하여 기업가치에 간접적인 영향을 미칠 것이다.

기업지배구조가 조세회피에 영향을 미치며(고운성 2006 ; 최학삼 2007 ; 오정택·김영화 2010), 기업지배구조는 기업의 현금보유에 영향을 미치며(임동욱 2008 ; 최수미 2008 ; 신민식·김수은 2010), 기업지배구조는 기업가치에 영향을 미친다(Gompers et al. 2003 ; 황선웅·김종상 2007 ; 김병곤·김동욱 2008). 따라서 기업지배구조는 조세회피, 현금보유 그리고 기업가치에 영향을 미치며, 기업지배구조에 따라 조세회피, 현금보유 그리고 기업가치의 관계가 틀려질 수 있음을 예상할 수 있다. 이를 검증하기 위하여 [가설 1-4]를 도출하였다.

[ 가설 1-4 ] 기업지배구조에 따라 조세회피는 현금보유를 매개로 하여 기업가치에 간접적인 영향을 미칠 것이다.

## 2. 조세회피와 현금보유

조세회피 행위와 관련하여 고려해 보아야 할 부분은 다음과 같다. 조세회피는 현금유출이 감소되는 항목으로서 조세회피 행위의 결과 효익과 비용이 발생하게 되며, 이렇게 발생한 효익과 비용의 크기에 따라 조세회피의 긍정적인 측면이 부각될 것인지, 부정적인 측면이 부각될 것인지가 결정되게 된다. 그런데 만약 조세회피에 드는 비용이 없으며 차후 적발 가능성이 없다고 가정해 본다면, 조세회피는 기업이 보유하는 현금에 양(+)의 영향을 미칠 것이라 예상할 수 있다. 그리고 조세 즉 세금은 기업의 최종 이익에 영향을 미치고 또한 현금 지출을 수반하는 항목이기 때문에 조세를 절감하거나 회피한다는 것은 기업의 세후순이익이 증가함과 동시에 현금유출항목의 감소를 의미한다. 이에 따라 조세회피의 결과 기업이 보유하고 있는 현금항목은 증가할 수도 있다.

하지만 현대 기업의 경우에는 다음 사항들을 고려하여야 한다. 첫째, 현대 기업은 소유와 경영이 분리되어 있으며, 주주와 경영자간의 이해가 상충될 여지가 존재하기 때문에 대리인비용이 발생할 가능성이 높다(Jensen and Meckling 1976). 따라서 대리인 문제를 간과해서는 안 된다. 둘째, 현금은 쉽게 다른 성격으로 유용될 수 있는 자산으로서(Myers and Raghuram 1998), 경영자의 사적 목적을 위해 쉽게 유용될 수 있다(Jensen and Meckling 1976)<sup>6</sup>. 그리고 경영자와 주주 간에 정보비대칭

6) 경영자는 자유재량권을 사용하여 주주의 이익을 추구하기보다 자신의 이익을 위해 행동하기 위한 수단으로 현금을 사용하기 때문에, 현금을 보유하고자 하는 동기를 가진다(Jensen and Meckling 1976).

이 존재하는 경우 사적유용성은 더 커질 수 있다(Bushman and Smith 2001). 그러므로 경영자의 사적인 이익추구현상의 수단으로서 현금유용의 가능성을 배제할 수 없다. 셋째, 기업을 감시하는 이해관계자 즉 주주, 투자자, 세무당국 뿐 아니라 기업의 감사를 담당하는 감사인에 의해서도 경영자의 사적이득을 위한 행위는 감시되고 있으며, 이러한 감시·감독에 소요되는 비용을 무시할 수 없다.

그리고 현금이라는 자산의 성격은 경영자의 사적이익추구를 위해 가장 손쉽게 유용될 수 있는 수단이다(Myers and Raghuram 1998). 따라서 경영자의 견제·감시가 이루어지지 않는 환경 하에서 경영자가 사적이익을 위해 현금을 유용한다면 현금은 빠르게 소멸될 가능성이 아주 높다. Harford et al.(2008)의 연구에서는 대리인 문제가 발생하는 경우 기업의 현금보유는 빠르게 소멸됨을 제시하였다. 즉, 조세회피로 인해 조세비용이 줄어들기 때문에 현금지출이 적어질 수 있겠지만, 소유-경영의 분리로 인하여 이해관계의 불일치가 발생하면서 경영자의 행위를 감시하면서 발생하는 대리인 비용, 그리고 기업의 가치를 극대화함에 목적을 두지 않은 경영자의 투자 등으로 인해 발생하는 비용이 증가하게 되어 현금지출이 많아질 수도 있다. 이에 따라, 조세회피를 함으로써 발생하는 현금의 증가보다 대리인 비용 등으로 발생하는 현금의 감소가 더 클 것으로 예상할 수 있다.

대리인이론에서는 주주와 경영자 간의 대리인 문제를 완화하기 위한 수단으로 배당을 사용할 수 있다고 하였다. Easterbrook(1984)은 배당은 기업의 경영활동과 성과를 자본시장을 통해 통제하게 함으로써 대리인문제를 축소시킬 수 있다고 하였다. 배당지급이 많을수록 기업의 내부유보현금은 줄어들게 되기 때문에 기업이 자금조달을 해야 하는 경우 기업은 주식발행을 통해 자본을 조달할 필요성이 증가하게 된다. 이에 따라 기관투자자와 자본을 공급한 주주로부터의 경영감시가 강화되기 때문에 사적이익을

우선시 하는 경영자를 감시하여 대리인 비용을 줄일 수 있다는 것이다. 그리고 비대칭정보 하에서 주주와 경영자간의 대리인문제를 완화시키기 위한 수단으로 배당을 지급하기도 한다(Lintner 1956 ; Rozeff 1982).

Jensen(1986)은 지속적인 배당지급은 기업의 여유현금흐름을 최소화시켜 대리인문제를 줄일 수 있다고 하였다. 기업에 여유현금흐름이 발생하는 경우, 경영자는 가치를 창출하지 못하는 투자안에까지 투자를 확대하고자 하는 유인을 가질 수 있다. 따라서 배당을 통해 여유현금흐름을 최소화함으로써 과잉투자에 의한 대리인문제를 줄일 수 있게 된다고 하였다. 즉, 대리인비용을 줄이기 위해 배당을 증가시키게 되면 배당으로 인한 현금유출이 많아지기 때문에 결과적으로 현금유출이 증가하여 현금보유수준이 낮아질 수도 있다.

이상의 내용을 종합하면 조세회피의 결과 현금보유가 증가할 수도 있지만, 소유와 경영이 분리되어 있는 현대기업에서는 경영자의 사적유용성과 배당지급으로 인하여 기업의 현금보유가 감소할 수도 있다. 따라서 조세회피로 인한 현금보유의 증가와 대리인문제로 인한 현금의 감소의 크기에 따라 조세회피와 현금보유 간의 관련성의 방향이 결정 될 것임을 예상할 수 있으며 본 연구에서는 이를 검증해 보고자 한다.

이와 같은 이론을 근거로 본 연구에서는 조세회피와 현금보유 간에 관련성이 있음을 예측하고 다음의 [가설 2-1]을 도출하였다.

[ 가설 2-1 ] 조세회피는 현금보유에 영향을 미칠 것이다.

기업지배구조가 조세회피에 영향을 미친다는 연구(Desai and

Dharmapala 2006 ; 고윤성 2006 ; 최학삼 2007 ; 오정택·김영화 2010 ; 전주성 2011), 그리고 좋은(견고한) 기업지배구조는 대리인비용의 발생을 억제하는 등의 역할을 한다는 연구 결과가 존재한다. Harford et al.(2008)에 따르면 대리인 문제는 기업이 보유하고 있는 현금보유의 빠른 소멸에 영향을 미친다. 현대 기업에서는 기업의 이익과 기업가치의 상승을 위해 대리인 비용을 최소화하고자 하며, 따라서 기업지배구조를 견고히 하려는 노력을 하고 있다.

외부대주주는 기업 내부 정보에 대하여 소액주주에 비해 접근가능성이 크며 기업에 투자한 금액이 크기 때문에 경영자를 감시하고자 하는 유인이 크며, 또한 경영자에 대한 감시비용을 부담할 능력이 있으므로 경영진의 행동을 엄격히 감시하여 대리인비용을 낮추어 결과적으로 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다(Sheilfer and Vishny 1986). 또한 김병곤 외(2008)의 연구에서는 외국인 지분율이 높아질수록 기업의 가치가 증가함을 실증 분석 하였다.

아시아국가의 경우 기업의 소유구조로 인한 지배주주의 사적이익추구현상이 선진국에 비해 비교적 많다는 연구의 결과도 제시되었다(La Porta et al. 2000). 또한 계열기업을 많이 보유하고 지배권과 통제권의 괴리가 큰 기업일수록 소액주주와 지배주주 사이의 대리인 문제가 커질 수 있다(서윤석 외 2000).

이에 본 연구에서는 기업지배구조를 측정하는 변수로서 ① 외국인지분율, ② 재벌기업의 두 가지를 사용하여, 이러한 기업지배구조에 따라 조세회피가 현금보유에 미치는 영향이 달라진다고 예상하고 이를 검증하고자 한다.

이상의 내용을 근거로 다음의 [가설 2-2]를 설정한다.

[ 가설 2-2 ] 기업지배구조에 따라 조세회피와 현금보유의 관계는 달라질 것이다.

### 3. 현금보유와 기업가치

전통적으로 현금보유와 관련이 있는 이론에는 거래비용이론, 우선순위에론 그리고 잉여현금이론이 있다. 거래비용이론과 우선순위에론을 근거로 하였을 경우, 기업의 현금보유는 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 그리고 잉여현금이론을 근거로 하는 경우에는 기업의 현금보유는 기업가치에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다.

기업의 성장옵션이 클수록, 투자기회의 변동성이 클수록, 주주와 채권자의 갈등이 작을수록 현금의 가치가 높게 평가된다(Pinkowitz 2002). 현금보유는 자본구조와 기업지배구조에 따라 가치차이가 있고(박순홍·연강흠 2009), 현금보유량은 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 연구의 결과가 있다(김미형 2007).

기업의 현금보유가 높은 수준인 기업이 그렇지 않은 기업보다 영업이익 또는 기업성과에 긍정적인 영향을 미쳤다는 선행연구(Mikkelsen and Partch 2003 ; Sibikov 2005)가 있다. 그리고 외환위기 이후 전체적으로 기업들의 현금보유고가 높아지고 있다는 연구결과들이 제시되고 있으며, 이에 대한 원인으로는 외환위기 당시 현금부족으로 많은 기업들이 유동성에 어려움을 겪었었기 때문에 기업의 유동성 증대 측면으로 현금보유고를 증가시킴을 들 수 있다. 일부 연구에서는 이렇게 현금보유정도를 높이는 것은 기업이 설비투자를 줄임으로서 가능한 것이며, 따라서 당장의 비용이 줄어 현금보유수준이 높아지고 수익이 높아지긴 하지만 장기적으로 보았을

때는 기업의 성장잠재력과 경쟁력이 약화된다는 우려를 표명하였다. 하지만 임경목 외(2007)의 연구에서는 외환위기 이후 우리나라 기업들의 현금보유가 증가하여 온 것은 사실이나 설비투자부분이 감소하지 않았다는 증거를 제시하였다. 그리고 기업의 현금보유가 기업가치에 미치는 영향에 관한 결과는 혼재되어 있는 상황이기 때문에 현금보유와 기업가치 간의 관계를 확인할 필요가 있다. 이에 따라 본 연구에서는 현금보유가 기업가치에 어떤 영향을 미치는가에 대한 방향성을 제시하지 않고 어떠한 영향을 미치는지 보고자 현금보유<sup>7)</sup>이 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위하여 다음의 [가설 3-1]을 도출하였다.

[ 가설 3-1 ] 현금보유는 기업가치에 영향을 미칠 것이다.

지금까지 선행연구들은 주로 기업의 전체 현금보유가 기업가치에 미치는 긍정적 또는 부정적인 즉, 선형의 영향을 살펴보고 이에 관련된 결과를 제시하고 있다. 본 연구에서는 경영자지분을 등으로 측정된 기업지배구조가 기업가치에 미치는 비선형적인 실증연구(Thomson and Pederson(2000) ; Ozkan and Ozkan(2004) ; 신현열 · 박찬준(2006)), 기업의 부채비율이 현금보유에 미치는 비선형적인 영향에 관련된 실증연구들(Gunny et al.(2007) ; 신민식 · 김지영 · 전승훈 (2011))을 근거로 하여 기업의 현금보유 수준을 세분하여 기업의 현금보유가 기업가치에 비선형의 영향을 미치지 않는지 분석해 보고자 하며, 현금보유가 기업가치에 우하향의 영향을 미친다는 이하용(2007)의 연구와 일관된 결과가 나타나는지를 검증하

---

7) 좁은 의미의 현금: 현금 및 현금성자산을 의미하며, 넓은 의미의 현금으로는 유동성을 고려하여 현금 및 현금성자산에 단기금융상품, 유가증권을 포함한다. 좁은 의미의 현금을 사용한 선행연구(김미형 2007)가 있지만 본 연구에서는 유동성의 측면을 강조하여 넓은 의미의 현금을 사용하도록 한다.

고자 한다. 이를 검증하고자 가설 [3-2]를 도출하였다.

[ 가설 3-2 ] 현금보유는 기업가치에 비선형의 영향을 미칠 것이다.

그리고 대리인 관점에서 현금보유와 소유구조 간에는 밀접한 관련성이 있으므로(신민식·김수은 2010) 현금보유가 기업가치에 미치는 영향을 검증함에 있어서 기업지배구조를 고려하여야 한다. 이를 검증하기 위하여 [가설 3-3]를 설정하였다.

[ 가설 3-3 ] 기업지배구조에 따라 현금보유와 기업가치의 관계는 달라질 것이다.

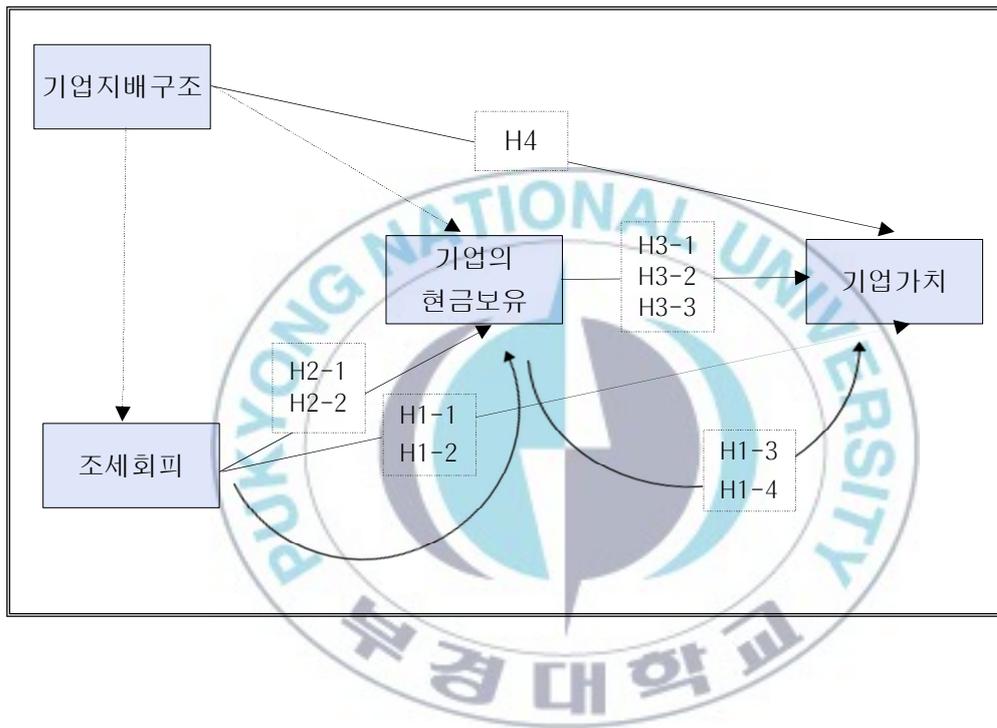
#### 4. 기업지배구조와 기업가치

앞서 제시한 바와 같이 [가설 1]부터 [가설 3]의 검증에 있어 기업지배구조 변수는 다른 변수들 간의 관계를 조절하는 역할로서 검증했지만, 이미 많은 선행연구들에서 지배구조가 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다는 결과가 제시되어 있다(Sheilfer and Vishny 1986 ; Gompers et al. 2003 ; 황선웅·김종상 2007 ; 김병곤 2008). 따라서 기업지배구조변수를 외국인지분율과 채별기업 더미변수로 측정하여 기업지배구조가 기업가치에 미치는 직접적인 영향에 대하여 검증해 보고자 다음의 [가설 4]을 도출하였다.

[ 가설 4 ] 기업지배구조는 기업가치에 영향을 미칠 것이다.

이상의 가설의 내용을 정리하여 도식화하면 다음 [그림 2]와 같이 나타낼 수 있다.

[그림 2] 가설경로도



## 제2절 연구모형 및 변수의 측정

### 1. 연구모형

#### 가. [가설 1]의 검증모형

본 절에서는 제 1절에서 논의한 가설들을 검증하기 위한 모형들을 제시할 것이다. 첫 번째로 조세회피가 기업가치에 직접적인 영향을 미칠 것이라는 가설 1-1을 검증하기 위한 모형은 식 (1)과 같다.

조세회피로 인하여 기업의 정보환경이 저해되고(Chen et al. 2011), 경영자의 사적유용성이 커짐에 따라 대리인비용이 증가한다면(Jensen and Meckling 1976) 기업의 가치는 감소하게 될 것이라 기대할 수 있다(Dhaliwal et al. 2011). 이에 조세회피가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기 위한 [가설 1-1]을 검증하는 모형은 다음의 식(1)과 같으며, Opler et al.(1999)의 모형을 기본으로 하여 본 분석에 맞게 수정하여 사용하였다.

$$FV = \beta_0 + \beta_1 TaxAvoi + \beta_2 Leverage + \beta_3 Size + \beta_4 BETA + \beta_5 Cash + \beta_6 Big4 + \beta_7 DividD + \beta_8 CFO + \sum YD + \sum ID + \epsilon$$

----- 식(1)

여기에서,

$FV_{it}$  : t년도 MBratio와 Tobin's Q로 측정

$$\textcircled{1} MBratio_{it} = \frac{(t\text{년도 보통주 및 우선주 시가총액})}{t\text{년도 총자본의 장부가치}}$$

$$\textcircled{2} Tobin's Q_{it} = \frac{(t\text{년도 보통주 및 우선주 시가총액}) + t\text{년도 총부채의 장부가치}}{t\text{년도 총자산의 장부가치}}$$

TaxAvoid<sub>it</sub> : 조세회피 측정치

(누적유효법인세율, 유효법인세율, 현금유효법인세율)

- AETR<sub>it</sub> : 누적유효법인세율이 중위수보다 작으면 1, 아니면 0
- ETR<sub>it</sub> : 유효법인세율이 중위수보다 작으면 1, 아니면 0
- CETR<sub>it</sub> : 현금유효법인세율이 중위수보다 작으면 1, 아니면 0

Leverage<sub>it</sub> : t년도 부채총액 / t년도 자산총액

Size<sub>it</sub> : t년도 ln총자산

BETA<sub>it</sub> : t년도 개별기업의 위험

Cash<sub>it</sub> : (t년도 현금 및 현금성자산 + t년도 매도가능 채권) / t년도 자산총액

Big4<sub>it</sub> : 감사인이 Big 4감사인에 해당되면 1, 아니면 0

- Big4 감사인 : 삼일, 삼정, 안진, 한영

DividD<sub>it</sub> : 해당연도에 배당을 하였으면 1, 아니면 0

CFO<sub>it</sub> : t년도 영업현금흐름 / t년도 총자산

ΣYD : 연도더미

ΣID : 산업더미

부채비율(Leverage<sub>it</sub>)이 높은 기업일수록 파산비용이 증가할 가능성이 있으므로 기업의 가치는 낮게 평가될 수도 있지만 신호가설에 의하면 기업 가치와 양(+)의 관계가 있을 수도 있다(Ross 1977). 기업규모(Size<sub>it</sub>)가 클수록 기업의 성장가능성이 크기 때문에 기업가치가 상승할 수 있으나, 기업규모가 큰 경우 정치적 비용이 증가하므로 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다. 자본자산가격결정모형(CAPM)에 의하면 기업의 체계적 위험(BETA<sub>it</sub>)은 자본비용에 음(-)의 영향을 미치므로(Francis et al. 2004) 기업가치에 음(-)의 영향을 미칠 수 있다. 조세회피는 현금 유출이 감소되는 항목이므로 현금(Cash<sub>it</sub>), 현금흐름(CFO<sub>it</sub>)과 관련성을 가질 것이기 때문에 통제변수에 포함하였다. 감사인의 크기는 기업가치에 영향을 미치며(최원욱·장금주 2011) MM이론에 따르면 배당은 기업가치에 영향을 미치므로 이들 변수를 통제변수에 포함하였다. 또한 산업별로 조세

회피의 가능성이 같지 않을 것이며 산업별 특성이 기업가치에 미치는 영향이 틀릴 것이므로 산업더미(ID)를 추가하였고, 조세회피 가능성의 연도별 특성을 통제하기 위하여 연도더미(YD)를 통제변수에 포함하였다.

기업지배구조에 따라 조세회피와 기업가치 간의 관계가 달라질 것이라는 [가설 1-2]를 검증하기 위한 모형은 식(2)와 같다.

$$\begin{aligned}
 FV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 TaxAvoi_{i,t} + \beta_2 Leverage_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} \\
 & + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 Big4_{i,t} + \beta_7 DividD_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} \\
 & + \beta_9 Gov_{i,t} + \beta_{10} TaxAvoi_{i,t} * Gov_{i,t} + \sum YD + \sum ID + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

----- 식(2)

여기에서,

GOV<sub>it</sub> = 기업지배구조 측정치 (외국인지대주주지분율, 재벌-비재벌기업)

- Foren<sub>it</sub> : t년도 기말 보통주 외국인지분율
- Chaeb<sub>it</sub> : t년도에 상호출자제한기업으로 선정된 기업이면 즉, 재벌이면 1, 아니면 0

TaxAvoi<sub>it</sub> \* GOV<sub>it</sub> = t년도 조세회피와 기업지배구조의 상호작용항  
 나머지 변수의 정의는 식(1)과 같다.

조세회피의 결과 법인세비용이 감소하였지만 경영자의 사적유용성으로 인하여 현금의 감소가 나타날 수 있으며(Dhaliwal et al 2011), 배당은 기업 내 잉여현금흐름(free cash flow)을 줄이고 외부자본시장으로부터 자금조달을 증가시켜 기관투자자나 투자자의 감시기능을 강화시킴으로써 대리인문제(agency problem)를 줄일 수 있다(Easterbrook 1984 ; Jensen 1986). 현금이 기업가치에 영향을 미친다는 연구(Pinkowitz and Williamson 2003 ; 빈기범 외 2007 ; 이하용 2007)에 근거하여 조세회

피는 현금을 매개로 하여 기업가치에 간접적인 영향을 미친다는 [가설 1-3]을 검증하기 위하여 다음 [그림 3]와 같은 경로도를 설정하고 경로 분석을 실시하도록 한다. 그리고 현금이 매개변수의 역할을 하는지를 검증하기 위하여 Baron and Kenny(1986)의 3단계 계층적 회귀분석절차(hierarchical regression)과 sobel test를 사용하였다.

Baron & Kenny(1986)의 연구에 따르면 매개효과의 검정절차는 다음과 같다.

[1단계] 독립변수(x)는 원래의 종속변수(y)에 유의한 영향을 미쳐야 한다.

[2단계] 독립변수(x)는 매개변수(z)를 종속변수로 하는 회귀분석에서 유의한 영향을 미쳐야 한다.

[3단계] 독립변수(x)와 매개변수(z)를 종속변수(y)에 동시에 회귀시키는 다중회귀분석에서 매개변수(z)는 종속변수(y)에 유의한 영향을 미치고, 독립변수(x)는 종속변수(y)에 단독으로 회귀분석한 결과보다 그 계수가 작거나 유의하지 않아야 매개효과가 있다고 본다. 이때, 단독으로 회귀시킨 경우보다 다중회귀분석에서의 값이 작은 경우 부분매개효과가 있다고 보고, 그 값이 유의하지 않은 경우는 완전매개효과가 있다고 본다.

Sobel test는 검증하고자 하는 변인이 많지 않은 경우, 독립변인과 종속변인 사이의 매개변인의 영향력이 유의미한지를 간명하게 검증할 수 있는 방법이다. Sobel test statistics를 도출하는 방법은 다음과 같다.

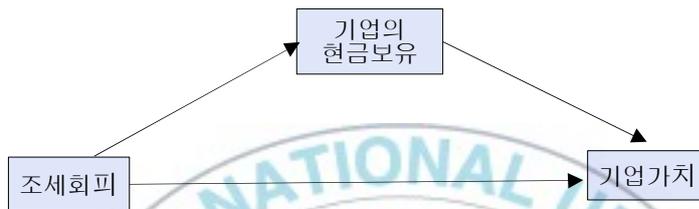
$$\text{Sobel test : } Z = \frac{ab}{\sqrt{b^2 s_a^2 + a^2 s_b^2}}$$

여기에서,

$a, s_a$  : 독립변수만을 사용한 회귀모형의 독립변수에 대한 회귀계수와 표준편차

$b, s_b$  : 독립변수와 매개변수를 같이 사용한 회귀모형의 독립변수에 대한 회귀계수와 표준편차

[그림 3] 조세회피가 기업가치에 미치는 간접적인 영향 검증



기업지배구조가 조세회피에 영향을 미치며(고운성 2006 ; 최학삼 2007 ; 오정택·김영화 2010), 기업지배구조는 기업의 현금보유에 영향을 미치며(임동욱 2008 ; 최수미 2008 ; 신민식·김수은 2010), 기업지배구조는 기업가치에 영향을 미친다(Gompers et al. 2003 ; 황선웅·김종상 2007 ; 김병곤 2008).

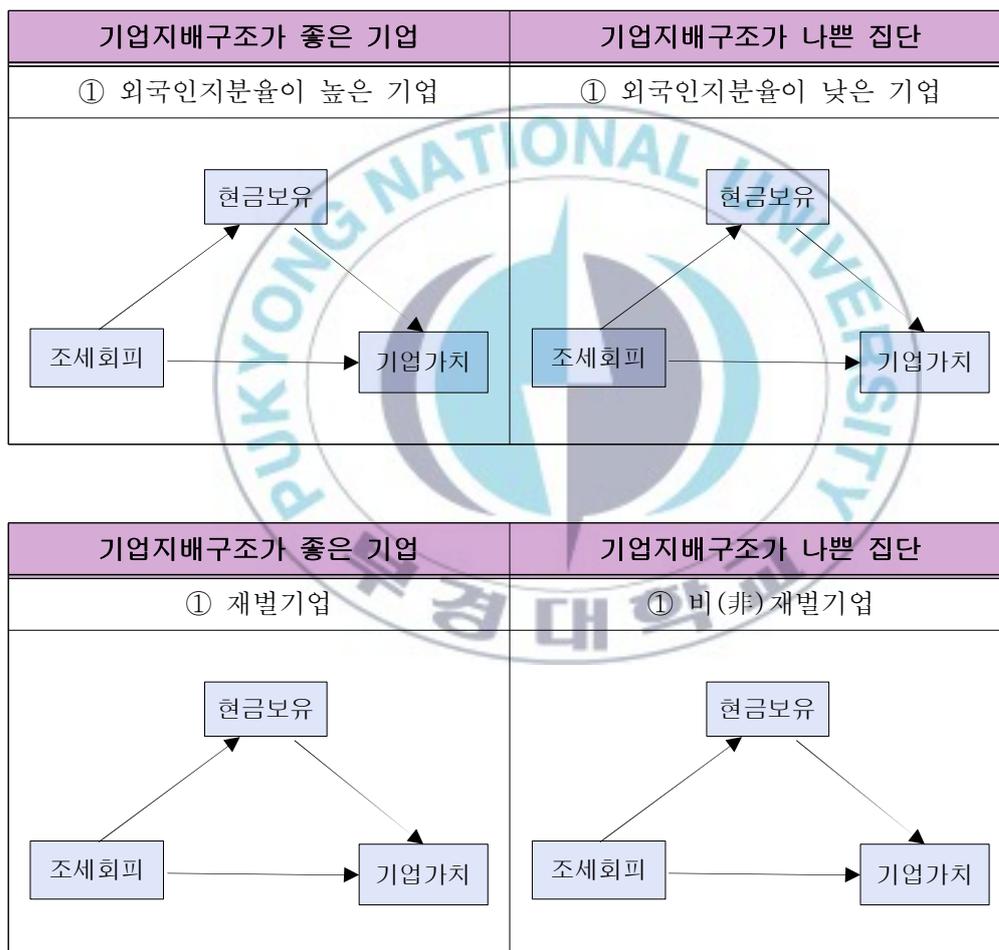
따라서 기업지배구조는 조세회피, 현금보유 그리고 기업가치에 영향을 미치며, 기업지배구조에 따라 조세회피, 현금보유 그리고 기업가치의 관계가 틀려질 수 있음 검증하기 위한 [가설 1-4]는 지배구조에 따라 위의 그림에서 제시한 경로도에 차이가 있는지를 검증하도록 한다. 이를 위하여 [그림 4]와 같이 표본을 기업지배구조가 좋은 기업과 그렇지 않은 기업으로 나누어 표본별로 각각 경로분석을 실시하고 결과를 비교하도록 한다.

기업지배구조를 외국인지분율을 사용해서 측정하는 경우에는 외국인 지

분율을 상·중·하의 3집단으로 나누고, 중위수의 영향을 배제하기 위하여 ‘상’을 기업지배구조가 좋은 기업으로, ‘하’ 집단을 기업지배구조가 나쁜 기업으로 정의한다.

기업지배구조를 재벌 기업 여부로 측정하는 경우에는 재벌기업을 기업지배구조가 좋은 집단으로, 비(非)재벌기업은 기업지배구조가 나쁜 집단으로 정의한다.

[그림 4] 기업지배구조에 따른 조세회피, 현금, 기업가치의 관계



나. [가설 2]의 검증모형

조세회피와 기업의 현금보유의 관계[가설 2-1]를 검증하기 위한 모형은 식(3)과 같다.

$$\begin{aligned}
 Cash = & \beta_0 + \beta_1 Tax\ Avoi + \beta_2 Leverage + \beta_3 Size + \beta_4 DividD \\
 & + \beta_5 ROA + \beta_6 MBratio + \beta_7 inter\ Exp + \beta_8 CFO \\
 & + \sum YD + \sum ID + \epsilon
 \end{aligned}$$

----- 식(3)

여기에서,

InterExp<sub>it</sub> : t년도 이자비용 / t년도 매출액

이상의 변수의 정의는 식(1)과 같다.

임경목(2007), 최수미(2008)의 연구에서 현금보유에 영향을 미치는 결정요인으로 제시된 변수들을 통제변수로 포함하였다. 기업의 규모효과가 현금보유에 미치는 영향을 통제하기 위해서 총자산에 로그를 취하여 측정된 기업규모변수(Size<sub>it</sub>)를 포함하였다. 그리고 조세비용은 현금유출과 직접적인 연관성을 가지므로 기업의 현금흐름에 상당한 영향을 미친다. 따라서 이를 통제하기 위하여 영업현금흐름을 총자산으로 나누어 측정된 영업현금흐름비율변수(CFO<sub>it</sub>)를 포함하였다. 또한 기업의 현금보유수준에 영향을 미칠 수 있는 변수인 부채비율(Leverage<sub>it</sub>), 배당(DividD<sub>it</sub>), 총자산이익률(ROA<sub>it</sub>), 이자비용(InterExp<sub>it</sub>)을 통제변수로 포함하였다.

기업지배구조에 따라 조세회피와 현금보유의 관계가 달라질 것이라는

[가설 2-2]를 검증하는 모형은 식(4)와 같다.

$$\begin{aligned}
 Cash = & \beta_0 + \beta_1 Tax\ Avoi + \beta_2 Leverage + \beta_3 Size + \beta_4 DividD \\
 & + \beta_5 ROA + \beta_6 MBratio + \beta_7 InterExp + \beta_8 CFO \\
 & + \beta_9 Gov + \beta_{10} TaxAvoi * Gov + \sum YD + \sum ID + \epsilon
 \end{aligned}$$

----- 식(4)

여기에서,

이상의 변수의 정의는 식(1)과 같다.

기업지배구조 변수의 정의는 식(2)의 정의와 같다.

다. [가설 3]의 검증모형

현금보유가 기업가치에 어떤 영향을 미치는지를 검증하기 위한 모형은 다음의 식 (5)와 같다.

$$\begin{aligned}
 FV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Cash_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} \\
 & + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 DividD_{i,t} + \beta_7 InterR_{i,t} \\
 & + \beta_8 Big4_{i,t} + \beta_9 BETA + \sum YD + \sum ID + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

----- 식(5)

여기에서,

이상의 변수의 정의는 식(1)과 같다

기업의 현금보유가 기업가치에 비선형의 영향을 미칠 것이다라는 [가설

3-2]를 검증하기 위해서는 식(6)에서 나타내었듯이, 현금보유의 일차항(Cash<sub>it</sub>)과 현금보유의 제곱항(Cash<sub>it</sub><sup>2</sup>)을 회귀식에 포함시켜 회귀분석을 실시한다. 회귀분석결과 나타나는 일차항(Cash<sub>it</sub>)과 제곱항(Cash<sub>it</sub><sup>2</sup>)의 방향성과 유의성으로 비선형을 판단할 수 있다. 분석결과 일차항(Cash<sub>it</sub>)과 제곱항(Cash<sub>it</sub><sup>2</sup>)이 모두 유의성을 가지고 서로 상반된 부호를 나타낸다면 기업의 현금보유가 기업가치에 비선형의 영향을 미친다고 판단할 수 있다.

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t}^2 + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Leverage_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 DividD_{i,t} + \beta_8 InterR_{i,t} + \beta_9 Big4_{i,t} + \beta_{10} BETA + \sum YD + \sum ID + \epsilon_{i,t}$$

----- 식(6)

여기에서,

Cash<sub>it</sub><sup>2</sup> : Cash<sub>it</sub>의 제곱항  
 이상의 변수의 정의는 식(1)과 같다

기업의 현금보유가 기업가치에 미치는 영향의 정도가 기업지배구조 변수에 따라 달라질 것이라는 [가설 3-3]을 검증하기 위한 모형은 다음의 식(7)과 같다.

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cash + \beta_2 Size + \beta_3 Leverage + \beta_4 ROA + \beta_5 CFO + \beta_6 DividD + \beta_7 InterR + \beta_9 Big4 + \beta_{10} BETA + \beta_{11} GOV + \beta_{12} GOV * Cash + \sum YD + \sum ID + \epsilon$$

----- 식(7)

여기에서,

이상의 변수의 정의는 식(1)과 같다

기업지배구조가 독립적으로 기업가치에 영향을 미친다는 선행연구들의 결과를 검증하기 위하여 [가설 4]를 도출하였으며, 이를 검증하기 위한 모형은 식(8)과 같다.

$$\begin{aligned}
 FV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} \\
 & + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 DividD_{i,t} + \beta_7 interR_{i,t} \\
 & + \sum YD_{i,t} + \sum ID_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

----- 식(8)

여기에서,

이상의 변수의 정의는 식(1)과 같다.

## 2. 변수의 측정

### 가. 조세회피의 측정

우리나라에서는 조세회피에 관련된 조세자료들이 공개되지 않는다. 따라서 조세회피를 측정할 수 있는 대용변수를 설정해서 조세회피를 측정해야 한다.

선행연구들에서 제시된 조세회피 측정변수로는 회계이익과 세무이익의 차이의 재량적인 부분(Desai and Dharmapala (2006)), 기업의 조세혜택을 직접적으로 측정하는 자본단위당 세금보조금(Wilkie and Limberg (1993)), 전통적인 조세회피 측정치인 유효법인세율, 누적유효법인세율

(Dyrenge et al.(2008))등이 있으며 이외에도 많은 측정치들이 존재한다. 이렇듯 직접적으로 측정할 수 없는 조세회피를 측정하기 위해서 어떤 측정 방법이 조세회피를 가장 잘 측정할 수 있는지를 알아보는 것이 중요하며 조세회피를 측정하는 측정치 간에 상관성이 높음을 증명하여 분석에 사용하는 조세회피 측정치의 신뢰성을 나타낼 필요성이 있다. 따라서 본 연구에서는 전통적인 조세회피 측정방법인 ①유효법인세율(ETR)을 사용하고 유효법인세율의 단점으로 지적된 즉 유효법인세율이 반영하지 못하는 이연 법인세대차와 실제로 현금을 수반하여 지출되는 법인세를 나타낼 필요성이 있으므로 Dyrenge et al. (2008)의 연구에서 제시한 ②현금지출 유효법인세율(CETR), 그리고 유효법인세율이 단기의 법인세와 법인세차감전순이익만으로 측정됨으로 인하여 기준이 되는 시점의 전과 후에 반영될 수 있는 영향을 간과한다는 단기적인 성격을 보완하기 위하여 5년간의 법인세와 법인세차감전순이익을 사용하여 유효법인세율을 측정한 ③누적유효법인세율(AETR)의 세 가지 측정방법을 사용하여 조세회피를 측정하고 각 측정치가 다른 변수에 미치는 영향을 비교·분석하고자 한다.

조세회피의 전통적인 측정방법인 유효법인세율(ETR)은 연간유효법인세율을 단순 평균하여 측정한 값으로 당기의 유효법인세율을 측정하기 때문에 측정은 용이하나, 법인세준비금이나 평가충당금 등과 같은 항목을 반영하지 못하는 단점이 있으며, 전기와 차기의 영향을 배제한 측정치이므로 유효법인세율이 비정상적으로 크거나 작을 수 있는 문제점이 있다. 유효법인세율(Effective Tax Rate : 이하 ETR)의 측정은 다음과 같다.

$$ETR_{i,t} = \frac{\text{법인세비용}_{i,t}}{\text{법인세차감전순이익}_{i,t}}$$

이러한 한계점을 보완하기 위해 Dyreng et al.(2008)의 연구에서는 법인세 비용 등을 법인세차감전순이익으로 나누어 측정하였던 전통적인 유효법인세율을 수정하여 장기적인 현금흐름 유효세율을 사용하여 조세회피성향을 측정하였다. Dyreng et al.(2008)의 연구에서는 누적기간을 1년부터 10년까지 다양화하여 단기간과 장기간으로 나누어 비교분석한 결과, 단기간의 유효세율이 장기간의 유효세율보다 불완전하다는 점에 착안하여, 10년 동안의 현금지출이 수반된 법인세비용을 누적하고 이를 10년 동안 누적된 법인세차감전 순이익으로 나누어 유효세율을 측정하였다. 그 결과 장기간의 누적유효법인세율이 조세회피를 보다 더 잘 반영한다는 결과를 나타내었다. 따라서 본 연구에서는 단기간의 측정치인 유효법인세율의 단점을 보완하면서 유효법인세율과 상관성을 가지는 누적유효법인세율을 사용하고자 하며 누적유효법인세율(Accumulated Effective Tax Rate : 이하 AETR)의 측정은 다음과 같다.

$$AETR_{i,t} = \frac{\sum_{t=n-4}^{t=n} \text{법인세비용}_{i,t}}{\sum_{t=n-4}^{t=n} \text{법인세비용차감전순이익}_{i,t}}$$

법인세비용은 당기에 납부하는 당기법인세비용과 이연법인세비용으로 구성되므로 이연법인세의 여부 및 크기에 따라 기업의 실제 법인세 납부액은 법인세비용과 다를 수 있다. 따라서 기업의 현금법인세 납부액을 반영하는 현금흐름 유효세율은 유효법인세율과 차이가 나지만 상관성이 있으므로 이를 측정하고자 하며, 현금유효법인세율(Cash Effective Tax Rate : 이하 CETR)은 다음의 식에 의해 측정한다.

$$CETR_{i,t} = \frac{\sum_{t=1}^n (\text{법인세납부액})_{i,t}}{\sum_{t=1}^n \text{법인세차감전순이익}_{i,t}}$$

현금유효법인세율은 분모는 당기의 이익을 반영하지만 분자의 경우 당기 법인세 외에 발생한 법인세도 포함될 가능성이 있기 때문에 분자와 분모의 대응이 올바르지 않을 수 있다. 또한 현금유효법인세율의 경우에는 분모가 재무이익을 나타내는 지표이기 때문에 회계이익과 세무이익의 차이를 반영하는 조세회피와 대응시키기 어렵다는 단점이 있다.

#### 나. 기업지배구조의 측정

자금적으로 여력이 있고, 소액주주들에 비해 상대적으로 소유지분이 많은 외국인투자자들은 경영자에 대한 감시기능을 하며 대리인비용을 최소화시키려는 유인이 있다. 이에 외국인지분율을 기업지배구조 대용변수로 설정하고, t년도 기말 보통주 외국인 지분율로 측정한다.

재벌-비재벌기업의 측정은 공정거래위원회에서 제공하는 자료를 근거로 하였다. 공정거래위원회의 대규모기업집단 공개시스템에서는 매년 대규모집단으로 선정되어 상호출자가 금지된 계열사의 명단이 공개된다. 이를 근거로 t년도에 대규모집단으로서 상호출자가 금지된 기업일 경우 재벌로 분류하고 1로 표기하며, 상호출자가 금지된 기업이 아닌 경우 비재벌로 분류하고 0으로 표기하여 더미변수를 형성하였다. 즉, 재벌기업이면 1, 아니면 0을 의미한다.

### 제 3절 표본선정

본 연구에서의 표본은 2004년부터 2011년까지 총 8개년 동안 다음의 조건에 해당하는 기업을 분석대상으로 선정하고 가설을 검증하였다.

- 1) 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업
- 2) 나이스신용평가(주)의 KIS-VALUE, 감사보고서를 통해 실증분석에 필요한 재무제표와 과세소득 자료를 추출할 수 있는 기업
- 3) 금융업에 포함되지 않는 기업
- 4) 12월 결산 기업
- 5) 자본잠식 기업 제외

12월 결산기업만을 표본으로 선정하는 것은 표본기업의 동질성을 확보하기 위해서이며, 금융업의 경우는 회계처리방법이나 계정과목 등이 일반 제조기업과는 다르기 때문에 분석의 일관성이 없거나 분석결과에 왜곡이 발생할 가능성이 있으므로 금융업종은 제외하고 분석하였다. 자본잠식기업의 경우 또한 기업의 자본구조의 특이성으로 연구결과에 오류를 가져다 줄 수 있으므로 제외하고, 그 외 자료가 미비한 경우는 제외하였다.

본 연구에서는 기업지배구조를 측정하는 대리변수로 기존 선행연구에서 입증된 외국인지분율을 사용함과 동시에 한국기업의 특징이라고 알려진 ‘재벌’ 변수와 한국기업지배구조원에서 제공하는 기업지배구조 등급을 사용하여 검증하고자 하며 이들 자료가 제공되는 2004년부터 최근 2011년까지를 분석대상 기간으로 한다. ‘재벌’ 변수는 공정거래위원회에서 제공하는 기업집단정보공개 사이트를 이용하여 상호출자제한 대규모기업집단을 근거로 분류하였으며, 기업지배구조등급은 한국기업지배구조원에서 매

년 자체적으로 평가하여 산출·제공하는 기업지배구조 등급을 근거로 분류하였다. 또한 개별 기업의 연도별 재무제표 자료 및 추가자료는 NICE 신용평가정보(주)에서 제공하는 KIS-VALUE를 통해서 수집하였다. 최종적으로 분석과 관련된 변수들을 확인할 수 없는 기업들을 제외하고 최종적인 표본으로 3,235개(firm-years)를 선정하였다.

[표 4] 표본기업의 선정과정

표본 선정 과정	기업-연도 수
2004년부터 2011년까지 계속상장기업으로서 결산 월이 12월인 총 표본 수	5,368
감사의견이 적정하지 않은 기업 제외	(14)
자료 미비기업 제외	(777)
조세회피 측정치 구할 수 없는 기업 제외	(74)
법인세차감전순이익 또는 추정과세소득이 음(-) 또는 0인 기업 제외	(1,268)
<b>실제 검증에 이용한 최종표본 수</b>	<b>3,235</b>

## 제4장 실증분석 결과

### 제1절 기술통계량과 상관관계

#### 1. 기술통계량

다음의 [표 5]는 본 연구에서 가설검증을 위해 사용된 모든 변수들의 기술통계량을 나타낸 표이다. 분석에 사용된 모든 변수들은 극단치로 인한 분석결과의 왜곡을 방지하기 위하여 표본을 삭제하지 않고 표본의 변수 분포에서 1%, 99%의 값으로 조정(winsorization)하였다.

기업가치를 나타내는 MB ratio변수의 평균은 1.140, 중위수는 0.824이며 Tobin 's Q의 평균은 1.077, 중위수는 0.905를 나타내고 있다. Tobin 's Q보다 MB ratio의 평균과 중위수의 차이가 더 크게 나타나고 있다. 이는 기업별로 측정되는 시장가치와 장부가치가 잘 대응되지 못하고 있으며 개별기업의 시장가치와 장부가치의 차이가 어느 정도 존재하고 있음을 의미한다. 다시 말하면 각 기업별로 가치가 다르게 형성되어 있다고 말할 수 있다.

기업의 현금보유의 평균은 0.080, 중위수는 0.051로 나타났으며, 표본에 포함된 기업들은 평균 8% 정도의 현금을 보유하고 있다고 볼 수 있다.

조세회피 측정치인 누적유효법인세율(AETR), 유효법인세율(ETR), 현금유효법인세율(CETR)의 평균은 각각 0.501, 0.499, 0.5017로서 3가지 측정치의 평균은 모두 0.5에 근접하고 있다. 즉, 이는 전체 표본 중에서 장·단기적으로 조세회피를 하는 기업은 대략 50%에 달함을 의미한다.

부채비율의 평균과 중위수는 각각 45.7과 46.2을 나타내었으며 이는 표본에 속한 기업들은 45.7% 정도의 부채비율로 운영됨을 의미한다. 그리고 평균적으로 기업이 발행한 주식의 13.2% 정도는 외국인이 소유하고 있으며, 표본에 재벌기업이 약 22% 포함되어 있음을 알 수 있다. Big4 감사인이 감사한 기업의 비율은 72.5%인 것으로 나타났다. 배당은 약 1.3%수준으로 나타났으며, 이는 배당이 거의 이루어지지 않고 있다고 볼 수 있다.



[표 5] 변수들의 기술통계량

변 수	Mean	Std Dev	Q1	Median	Q3
MB ratio <sub>it</sub>	1.140	1.005	0.532	0.824	1.349
Tobin's Q <sub>it</sub>	1.077	0.703	0.730	0.905	1.186
Cash <sub>it</sub>	0.080	0.089	0.020	0.051	0.106
AETR <sub>it</sub>	0.501	0.500	0.000	1.000	1.000
ETR <sub>it</sub>	0.499	0.501	0.000	0.000	1.000
CETR <sub>it</sub>	0.502	0.500	0.000	1.000	1.000
Foren <sub>it</sub>	0.132	0.156	0.120	0.662	0.207
Chaeb <sub>it</sub>	0.219	0.414	0.000	0.000	0.000
GoverG <sub>it</sub>	0.202	0.402	0.000	0.000	0.000
Size <sub>it</sub>	26.158	1.375	25.189	25.927	26.645
Leverage <sub>it</sub>	0.457	0.215	0.289	0.462	0.598
ROA <sub>it</sub>	0.328	0.470	0.000	0.000	1.000
CFO <sub>it</sub>	0.061	0.044	0.028	0.052	0.085
DividD <sub>it</sub>	0.013	0.018	0.002	0.008	0.017
InterExp <sub>it</sub>	0.074	0.091	0.018	0.065	0.120
Big4 <sub>it</sub>	0.725	0.418	0.000	1.000	0.100
BETA <sub>it</sub>	0.709	0.455	0.000	1.000	1.000

주 1) 변수의 정의

$$MBratio_{it} = \frac{(t\text{년도보통주 및 우선주 시가총액})}{t\text{년도총자본의 장부가치}}$$

$$Tobin's Q_{it} = \frac{(t\text{년도보통주 및 우선주 시가총액}) + t\text{년도총부채의 장부가치}}{t\text{년도총자산의 장부가치}}$$

Cash<sub>it</sub> : (t년도 현금 및 현금성자산 + t년도 매도가능 채권) / t년도 자산총액

AETR<sub>it</sub> : 누적유효법인세율이 중위수보다 작으면 1, 아니면 0

$ETR_{it}$  : 유효법인세율이 중위수보다 작으면 1, 아니면 0  
 $CETR_{it}$  : 현금유효법인세율이 중위수보다 작으면 1, 아니면 0  
 $Foren_{it}$  : t년도 기말 보통주 외국인지분율  
 $Chaeb_{it}$  : t년도 상호출자제한집단에 속한 기업인 경우 1, 아니면 0  
 $GoverG_{it}$  : t년도 한국기업지배구조원이 발표한 기업지배구조 등급에서  
     i기업이 보통 이상의 등급이면 1, 아니면 0  
 $Size_{it}$  : t년도 ln총자산  
 $Leverage_{it}$  : t년도 부채총액 / t년도 자산총액  
 $ROA_{it}$  : t년도 당기순이익 / t년도 총자산  
 $CFO_{it}$  : t년도 영업활동으로 인한 현금흐름 / t년도 매출액  
 $DividD_{it}$  : 해당연도(t)에 배당을 하였으면 1, 아니면 0  
 $InterExp_{it}$  : t년도 이자비용 / t년도 매출액  
 $Big4_{it}$  : t년도 감사인이 Big 4 감사인에 해당되면 1, 아니면 0  
     - Big4 감사인 : 삼일, 삼정, 안진, 한영  
 $BETA_{it}$  : t년도 개별기업의 위험

## 2. 상관관계

다음의 [표 6]은 본 연구에서 가설검증을 위해 사용된 모든 변수들의 피어슨(Pearson) 상관계수를 나타낸 표이다.

먼저 주된 관심변수인 조세회피를 나타내는 측정치인 누적유효법인세율( $AETR_{it}$ ), 유효법인세율( $ETR_{it}$ ), 현금유효법인세율( $CETR_{it}$ )은 기업의 현금보유(Cash)과 유의적인 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 자본시장에서 현금보유가 가지는 긍정적 기능보다 부정적 기능이 더 크게 반영되는 결과로 이해할 수 있다. 그리고 통제변수로 사용된 부채비율( $Leverage_{it}$ )과 배당지급여부( $DividD_{it}$ ), 기업의 이익과 관련된 ( $ROA_{it}$ )은

모두 기업의 현금보유에 유의적인 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이자비용( $InterExp_{it}$ ), 영업현금흐름( $CFO_{it}$ ) 그리고 기업의 성장성과 기업의 가치를 의미하는 MB ratio는 현금보유와 유의한 양(+)의 관련성이 있으며, 기업규모( $Size_{it}$ )의 경우에는 유의적인 관계가 나타나지 않았다.

기업이 보유하고 있는 현금보유(Cash)는 MB ratio와 Tobin's Q로 측정된 기업가치와 각각 0.121, 0.138의 유의한 상관관계가 있는 것으로 나타나 이는 기업의 현금보유는 기업의 부채상환에 있어 위험을 감소시키고 적절한 투자안에 시기적절한 투자를 할 수 있는 등의 현금보유가 가지는 긍정적인 측면이 더욱 크게 나타났기 때문이라고 볼 수 있다. 외국인지분율(Foren), 재벌-비재벌 변수(Chaeb)로 측정된 기업지배구조는 모두 양의 상관계수를 나타냄으로서 기업가치와 현금보유 간에는 양(+)의 상관관계가 있음을 나타내고 있다. 배당과 현금보유 간에는 음(-)의 유의한 상관관계를, Big 4 감사인과 현금보유 간에는 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다.

그리고 종속변수를 제외하고 상관계수 중 가장 높은 값을 가지는 값은 CFO와 Big 4의 상관계수인 0.695로서 0.7 이상을 가지는 변수가 없으므로 다중공선성(Multicollinearity)의 문제점은 우려할 수준이 아니라고 판단된다<sup>8)</sup>.

피어슨(Pearson) 상관계수는 통제변수를 고려하지 않은 단변량 간의 상관계수이므로 통제변수를 고려하여 분석할 필요가 있다.

---

8) 다중회귀분석 결과, VIF값이 모두 10이하의 값으로 나타나 다중공선성의 문제는 없다고 판단된다.

[표 6] 조세회피, 현금보유, 기업가치, 기업지배구조 변수 간의 상관관계

	AETR	ETR	CETR	MB ratio	Tobins Q	Cash	Foren	Chaeb	Size	Leverage	ROA	CFO	DividD	Inter-Exp	Big4
ETR	0.523 (0.000)	1													
CETR	0.316 (0.000)	0.385 (0.000)	1												
MBratio	-0.027 (0.129)	-0.043 (0.014)	0.004 (0.842)	1											
TobinsQ	-0.040 (0.022)	-0.049 (0.006)	-0.011 (0.516)	0.894 (0.000)	1										
Cash	-0.059 (0.001)	-0.048 (0.006)	-0.026 (0.144)	0.121 (0.000)	0.138 (0.000)	1									
Foren	-0.105 (0.000)	-0.080 (0.000)	-0.059 (0.001)	0.329 (0.000)	0.327 (0.000)	0.117 (0.000)	1								
Chaeb	-0.007 (-.688)	0.002 (0.907)	0.007 (0.688)	0.256 (0.000)	0.185 (0.000)	-0.058 (0.001)	0.282 (0.000)	1							
Size	0.073 (0.000)	-0.063 (0.000)	-0.047 (0.008)	-0.030 (0.087)	-0.069 (0.000)	0.011 (0.550)	0.108 (0.000)	0.050 (0.005)	1						
Leverage	-0.003 (0.865)	0.020 (0.259)	0.004 (0.809)	0.229 (0.000)	0.178 (0.000)	-0.083 (0.000)	0.441 (0.000)	0.575 (0.000)	-0.064 (0.000)	1					

(뒷면 계속)

[표 5] 조세회피, 현금보유, 기업가치, 기업지배구조 변수 간의 상관관계

	AETR	ETR	CETR	MB ratio	Tobins Q	Cash	Foren	Chaeb	Size	Lever-age	ROA	CFO	DividD	Inter-Exp	Big4
ROA	0.040 (0.025)	0.027 (0.122)	0.008 (0.645)	-0.099 (0.000)	-0.098 (0.000)	-0.526 (0.000)	-0.133 (0.000)	-0.002 (0.890)	0.009 (0.614)	-0.025 (0.154)	1				
CFO	0.045 (0.010)	0.080 (0.000)	-0.130 (0.000)	0.389 (0.000)	0.400 (0.000)	0.245 (0.000)	0.282 (0.000)	0.081 (0.000)	0.137 (0.000)	0.020 (0.246)	-0.181 (0.000)	1			
DividD	0.061 (0.001)	0.079 (0.000)	0.068 (0.000)	-0.108 (0.000)	-0.103 (0.000)	-0.200 (0.000)	-0.114 (0.000)	0.024 (0.180)	-0.150 (0.000)	0.139 (0.000)	0.200 (0.000)	-0.235 (0.000)	1		
Inrer-Exp	-0.018 (0.249)	-0.020 (0.245)	-0.052 (0.003)	0.326 (0.000)	0.352 (0.000)	0.175 (0.000)	0.250 (0.000)	0.123 (0.000)	0.088 (0.000)	0.088 (0.000)	-0.159 (0.000)	0.390 (0.000)	-0.238 (0.000)	1	
Big4	0.036 (0.038)	0.022 (0.206)	-0.005 (0.769)	0.414 (0.000)	0.46 (0.000)	0.155 (0.000)	0.281 (0.000)	0.119 (0.000)	0.100 (0.000)	0.053 (0.003)	-0.124 (0.000)	0.695 (0.000)	-0.213 (0.000)	0.498 (0.000)	1
BETA	0.087 (0.000)	0.046 (0.009)	0.057 (0.001)	0.172 (0.000)	0.155 (0.000)	0.002 (0.894)	0.218 (0.000)	0.267 (0.000)	0.096 (0.000)	0.347 (0.000)	-0.062 (0.000)	0.069 (0.000)	0.029 (0.099)	0.085 (0.000)	0.050 (0.005)

주 1) ( ) 안의 값은 p-value를 나타냄

주 2) \*\*는 0.01수준에서 유의함, \*는 0.05수준에서 유의함

## 제2절 조세회피와 기업가치

### 1. [가설 1-1]의 검증 결과

조세회피가 기업가치에 직접적인 영향을 미칠 것이라는 [가설 1-1]을 검증하기 위하여 다중회귀분석을 실시하였으며 그 결과는 다음과 같다.

투자자들은 기업의 조세회피는 기업의 조세비용을 절감할 수 있게 하며, 조세비용이 감소됨에 따라 현금유출이 감소하여 투자자들에게 귀속될 자원이 증가한다고 생각하여 조세회피를 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단하기도 한다(고운성 외 2007).

하지만 조세회피를 함으로서 기업의 정보환경이 저해되고, 쉽게 유용될 수 있는 성격의 현금자산이 경영자의 사적인 용도로 사용된다거나, 이러한 결과들로 인하여 대리인비용이 발생하게 되면 자본시장에서 인식하는 기업의 위험이 높아지기 때문에 기업의 가치는 낮아질 것으로 예상할 수 있다(김은주·박미영 2012).

본 연구에서는 조세회피가 기업가치에 미치는 영향에 대해 검증하고자 하였으며 이를 검증한 결과는 [표 7], [표 8]에 나타내었다. [표 7]는 기업가치를 MB ratio로, [표 8]는 기업가치를 Tobin's Q로 측정한 분석결과이다.

분석결과를 보면 기업가치에 영향을 미친다고 보고된 부채비율( $Leverage_{it}$ ), 기업규모( $Size_{it}$ ), 위험( $BETA_{it}$ ), 현금보유( $Cash_{it}$ ), 감사인( $Big4_{it}$ ), 배당( $DividD_{it}$ ), 영업현금흐름( $CFO_{it}$ )의 통제변수들은 모두 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 배당을 하면 기업가치가 상승한다는 선행연구의 결과와는 달리 본 연구에서는 배당여부는 기업가치에 음(-)의 영향을 미침을 나타내고 있다. 이는 배당을 하게 되면 기업의 내부 현금이

감소하기 때문에 적절한 투자가 필요한 때에 투자를 하지 못하는, 그리고 배당으로 인한 현금의 유출로 현금이 가지는 긍정적인 역할을 수행하지 못하기 때문에 기업가치에 음(-)의 영향을 미친 것이라고 볼 수 있다.

또한 [표 7]과 [표 8]에서 관심변수인 조세회피와 기업가치 간에는 누적유효법인세율(AETR<sub>it</sub>)인 경우 회귀계수가 -0.034, -0.044로서 5% 유의수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 유효법인세율(ETR<sub>it</sub>)인 경우 -0.048, -0.050의 회귀계수를 나타내고 있고 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있다. 하지만 현금유효법인세율(CERT<sub>it</sub>)의 경우에는 유의하지 않음을 알 수 있다. 이는 유효법인세율을 장기적으로 측정한 누적유효법인세율과 유효법인세율로서 조세회피를 측정한 경우, 조세회피를 행한 기업의 기업가치는 그렇지 않은 기업보다 낮음을 나타낸다. 즉, 자본시장에서 조세회피기업의 정보의 질을 낮게 평가하여 요구수익률이 높아지고 따라서 기업의 자본비용이 높아져 기업가치가 낮게 평가된다고 해석할 수 있다(김은주·박미영 2012).

[표 7] 조세회피가 기업가치에 미치는 영향 분석 (N=3,235)  
(기업가치 : MB ratio)

$$MTB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TaxAvoi_{i,t} + \beta_2 Leverage_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 Big4_{i,t} + \beta_7 DividD_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \sum YD + \sum ID + \epsilon_{i,t}$$

변수	기대 부호	종속 변수 (MB ratio)		
		Model 1	Model 2	Model 3
AETR <sub>it</sub>	-	-0.034 (-2.105)**	-	-
ETR <sub>it</sub>	-	-	-0.048 (-3.087)***	-
CETR <sub>it</sub>	-	-	-	0.012 (0.781)
Leverage <sub>it</sub>	-	0.197 (11.978)***	0.198 (12.057)***	0.197 (11.999)***
Size <sub>it</sub>	-	-0.113 (-7.252)***	-0.114 (-7.350)***	-0.111 (-7.107)***
BETA <sub>it</sub>	+	0.091 (5.560)***	0.090 (5.547)***	0.089 (5.486)***
Cash <sub>it</sub>	+	0.040 (2.506)***	0.039 (2.426)***	0.042 (2.631)***
Big4 <sub>it</sub>	+	0.256 (11.978)***	0.248 (11.518)***	0.262 (12.311)***
DividD <sub>it</sub>	-	-0.045 (-2.756)***	-0.042 (-2.620)***	-0.046 (-2.840)***
CFO <sub>it</sub>	+	0.197 (8.984)***	0.206 (9.302)***	0.193 (8.868)***
연도더미			Yes	
산업더미			Yes	
N		3,235	3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>		0.255	0.257	0.255
F-value		139.672***	140.827***	139.327***

주 1) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 2) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

주 3) BETA<sub>it</sub> : t년도 개별기업의 위험

주 4) Big4<sub>it</sub> : t 년도 감사인이 Big 4 감사인에 해당되면 1, 아니면 0

- Big4 감사인 : 삼일, 삼정, 안진, 한영

[표 8] 조세회피가 기업가치에 미치는 영향 분석 (N=3,235)  
(기업가치 : Tobin Q)

$$Tobin's\ Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TaxAvoi_{i,t} + \beta_2 Leverage_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 Big4_{i,t} + \beta_7 DividD_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \sum YD + \sum ID + \epsilon_{i,t}$$

변수	기대 부호	종속 변수 (Tobin's Q)		
		Model 1	Model 2	Model 3
AETR <sub>it</sub>	-	-0.044 (-2.701)**	-	-
ETR <sub>it</sub>	-	-	-0.050 (-3.217)***	-
CETR <sub>it</sub>	-	-	-	-0.025 (-1.568)
Leverage <sub>it</sub>	-	0.143 (8.792)***	0.145 (8.882)***	0.144 (8.842)***
Size <sub>it</sub>	-	-0.150 (-9.742)***	-0.151 (-9.782)***	-0.150 (-9.708)***
BETA <sub>it</sub>	+	0.094 (5.823)***	0.093 (5.772)***	0.092 (5.687)***
Cash <sub>it</sub>	+	0.051 (3.253)***	0.051 (3.226)***	0.052 (3.300)***
Big4 <sub>it</sub>	+	0.308 (14.528)***	0.302 (14.130)***	0.308 (14.577)***
DividD <sub>it</sub>	-	-0.106 (-6.521)***	-0.106 (-6.511)***	-0.104 (-6.385)***
CFO <sub>it</sub>	+	0.180 (8.259)***	0.187 (8.483)***	0.183 (8.343)***
연도더미			Yes	
산업더미			Yes	
N		3,235	3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>		0.269	0.270	0.269
F-value		149.918***	150.616***	150.033***

## 2. [가설 1-2] 검증결과

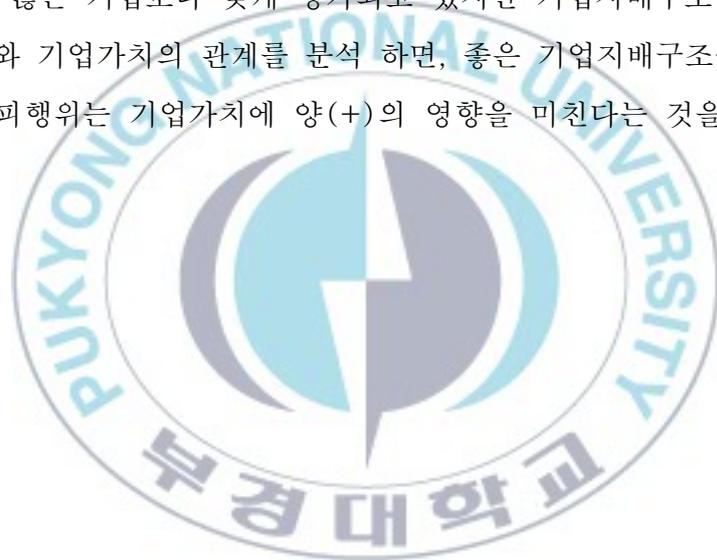
그렇다면 조세회피가 기업가치에 음(-)의 영향을 미친다는 관계가 기업 지배구조에 따라 달라질 수 있을 것인지에 검증(가설 1-2)이 필요하며 이에 관한 결과는 [표 9], [표 10]에 나타내었다. [표 9]은 기업가치를 MB ratio로, [표 10]은 기업가치를 Tobin's Q로 측정한 분석결과이다.

먼저 관심변수인 ‘조세회피(TaxAvoi)’와 ‘조세회피\*기업지배구조(TaxAvoid\*Gov)’를 살펴보면 조세회피는 기업가치에 음(-)의 유의한 영향을 미치거나 유의하지 않은 값을 나타내고 있다. [표 9]의 Panel A에서 기업지배구조를 외국인지분율로 측정한 경우, Panel B에서 기업지배구조를 재벌로 측정한 경우 그리고 Panel C에서 기업지배구조를 외국인지분율로 측정한 경우의 조세회피와 기업지배구조의 상호작용항은 유의한 양(+ )의 관계를 나타내고 있다. 그리고 [표 10]의 Panel A, B, C에서는 Panel C의 지배구조를 재벌로 측정한 경우를 제외한 모든 경우에서 조세회피와 기업지배구조의 상호작용항이 유의한 양(+ )의 값을 나타내고 있다. 즉, 이러한 결과는 조세회피행위를 하는 기업의 가치는 낮게 평가되지만 그 기업의 기업지배구조가 좋은 경우에는 기업가치가 높게 평가됨을 의미한다.

분석에 사용된 통제변수의 분석결과, [표 9]와 [표 10]의 Panel A, B, C에서는 지배구조가 통제된 상황에서 ‘현금’과 관련 있는 항목인 부채비율, 현금, 영업현금이 기업가치에 양(+ )의 영향을 미치는 것을 나타내고 있으며 이는 현금과 관련된 이론 중 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 거래비용이론이나 우선순위가론과 관련이 있다고 볼 수 있다. 즉 기업 내부에 여유현금이 있어서 순현가가 양(+ )인 투자안에 투자할 수 있거나, 자금조달이 필요한 상황에서 외부자금으로부터 조달하지 않기 때문에 외

부자금 조달 시 수반되는 수수료 또는 이자비용 등의 거래비용이 들이지 않음으로서 기업의 가치가 상승함에 일조할 수 있음이다. 배당을 하면 기업가치가 상승한다는 선행연구의 결과와는 달리 본 연구에서는 배당여부는 기업가치에 음(-)의 영향을 미침을 나타내고 있다. 이는 배당을 하게 되면 기업의 내부현금이 감소하기 때문에 적절한 투자가 필요할 때는 투자를 하지 못하는, 그리고 배당으로 인한 현금의 유출로 현금이 가지는 긍정적인 역할을 수행하지 못하기 때문이라고도 볼 수 있다.

[가설 1-2]의 분석결과를 종합하면, 조세회피행위를 하는 기업의 기업가치는 그렇지 않은 기업보다 낮게 평가되고 있지만 기업지배구조를 고려하여 조세회피와 기업가치의 관계를 분석 하면, 좋은 기업지배구조를 가진 기업의 조세회피행위는 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다.



[표 9] 조세회피, 기업가치 및 기업지배구조 분석 (N=3,235)  
(기업가치 : MB ratio)

$$MBratio_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TaxAvoi_{i,t} + \beta_2 Leverage_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 Big4_{i,t} + \beta_7 DividD_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 Gov_{i,t} + \beta_{10} TaxAvoi_{i,t} * Gov_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변 수	기대 부호	종 속 변 수 (MBratio)	
		(1) Gov : 외국인지분율	(2) Gov : 재 별
<b>Panel A. 누적유효법인세율(AETR)</b>			
TaxAvoi : AETR <sub>it</sub>		-0.010 (-0.623)	-0.033(-2.014)***
Leverage <sub>it</sub>	+	0.135(7.482)***	0.120(5.963)***
Size <sub>it</sub>	-	-0.115(-7.462)***	-0.113(-7.273)***
BETA <sub>it</sub>	+	0.084(5.217)***	0.081(4.979)***
Cash <sub>it</sub>	+	0.026(1.647)***	0.044(2.755)***
Big4 <sub>it</sub>	+	0.234(10.952)***	0.246(11.558)**
DividD <sub>it</sub>	-	-0.032(-2.018)***	-0.039(-2.402)***
CFO <sub>it</sub>	+	0.173(7.881)***	0.196(8.985)***
Gov <sub>it</sub>	+	0.139(7.711)***	0.122(6.550)***
TaxAvoi * Gov <sub>it</sub>	+	0.058(3.796)***	0.025(1.422)
N		3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>		0.271	0.266
F-value		121.402***	117.934***

주 1) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 2) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

변수	기대 부호	종속 변수 (MBratio)	
		(1) Gov : 외국인지분율	(2) Gov : 재벌
<b>Panel B. 유효법인세율(ETR)</b>			
<b>TaxAvoi : ETR<sub>it</sub></b>		<b>-0.031 (-1.790)*</b>	<b>-0.059(-3.524)***</b>
Leverage <sub>it</sub>	+	0.139(7.703)***	0.120(5.964)***
Size <sub>it</sub>	-	-0.118(-7.663)***	-0.114(-7.371)***
BETA <sub>it</sub>	+	0.084(5.178)***	0.080(4.936)***
Cash <sub>it</sub>	+	0.029(1.804)*	0.042(2.677)***
Big4 <sub>it</sub>	+	0.234(10.899)***	0.237(11.044)***
DividD <sub>it</sub>	-	-0.030(-1.842)*	-0.036(-2.255)**
CFO <sub>it</sub>	+	0.185(8.340)***	0.205(9.317)***
<b>Gov<sub>it</sub></b>	<b>+</b>	<b>0.134(7.443)***</b>	<b>0.032(1.822)**</b>
<b>TaxAvoi * Gov<sub>it</sub></b>	<b>+</b>	<b>-0.013(-0.778)</b>	<b>0.122(6.549)***</b>
N		3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>		0.269	0.267
F-value		120.202***	119.045***

주 1) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 2) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

변수	기대 부호	종속 변수 (MBratio)	
		(1) Gov : 외국인지분율	(2) Gov : 재벌
<b>Panel C. 현금유효법인세율(CETR)</b>			
<b>TaxAvoi : CETR<sub>it</sub></b>		<b>0.014(0.719)</b>	<b>-0.006(-0.252)</b>
Leverage <sub>it</sub>	+	0.140(7.772)***	0.129(6.691)***
Size <sub>it</sub>	-	-0.116(-7.534)***	-0.112(-7.215)***
BETA <sub>it</sub>	+	0.081(5.018)***	0.080(4.910)***
Cash <sub>it</sub>	+	0.031(1.930)*	0.045(2.838)***
Big4 <sub>it</sub>	+	0.239(11.227)***	0.247(11.633)***
DividD <sub>it</sub>	-	-0.032(-1.958)**	-0.038(-2.360)*
CFO <sub>it</sub>	+	0.178(8.066)***	0.198(8.989)***
Gov <sub>it</sub>	+	0.170(7.453)***	0.128(5.439)***
<b>TaxAvoi * Gov<sub>it</sub></b>	+	<b>-0.056(-2.350)**</b>	<b>-0.006(-0.252)</b>
N		3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>		0.269	0.265
F-value		120.235***	117.699***

주 1) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 2) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

[표 10] 조세회피, 기업가치 및 기업지배구조 분석 (N=3,235)  
(기업가치 : Tobin's Q)

$$Tobin's Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TaxAvoi_{i,t} + \beta_2 Leverage_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 Big4_{i,t} + \beta_7 DividD_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 Gov_{i,t} + \beta_{10} TaxAvoi_{i,t} * Gov_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	기대 부호	종속 변수 (Tobin's Q)	
		(1) Gov : 외국인지분율	(2) Gov : 재벌
<b>Panel A. 누적유효법인세율(AETR)</b>			
TaxAvoi : AETR <sub>it</sub>		-0.021(-1.380)	-0.049(-3.009)**
Leverage <sub>it</sub>	+	0.073(4.086)***	0.101(5.030)***
Size <sub>it</sub>	-	-0.153(-10.040)***	-0.151(-9.788)***
BETA <sub>it</sub>	+	0.086(5.417)***	0.089(5.515)***
Cash <sub>it</sub>	+	0.036(2.318)**	0.052(3.319)***
Big4 <sub>it</sub>	+	0.284(13.457)***	0.303(14.268)***
DividD <sub>it</sub>	-	-0.014(-0.853)	-0.024(-1.530)
CFO <sub>it</sub>	+	0.152(7.028)***	0.179(8.254)***
Gov <sub>it</sub>	+	0.159(8.920)***	0.054(2.897)**
TaxAvoi * Gov <sub>it</sub>	+	0.054(3.591)***	0.033(1.895)*
N		3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>		0.289	0.272
F-value		132.310***	121.624***

주 1) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 2) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

변 수	기대 부호	종 속 변 수 (Tobin's Q)	
		(1) Gov : 외국인지분율	(2) Gov : 재 별
<b>Panel B. 유효법인세율(ETR)</b>			
TaxAvoi : ETR <sub>it</sub>		-0.024(-1.394)	-0.066(-4.014)***
Leverage <sub>it</sub>	+	0.076(4.250)***	0.098(4.898)***
Size <sub>it</sub>	-	-0.155(-10.187)***	-0.151(-9.828)***
BETA <sub>it</sub>	+	0.086(5.405)***	0.087(5.414)***
Cash <sub>it</sub>	+	0.039(2.515)*	0.052(3.287)***
Big4 <sub>it</sub>	+	0.285(13.436)***	0.295(13.782)***
DividD <sub>it</sub>	-	-0.011(0.677)	-0.022(-1.399)
CFO <sub>it</sub>	+	0.163(7.414)***	0.187(8.504)***
Gov <sub>it</sub>	+	0.155(8.716)***	0.053(2.867)**
TaxAvoi * Gov <sub>it</sub>	+	-0.029(-1.704)*	0.049(2.827)**
N		3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>		0.287	0.274
F-value		131.382***	122.787***

주 1) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 2) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

변수	기대 부호	종속 변수 (Tobin's Q)	
		(1) Gov : 외국인지분율	(2) Gov : 재벌
<b>Panel C. 현금유효법인세율(CETR)</b>			
TaxAvoi : CETR <sub>it</sub>		-0.006(-0.309)	-0.039(-2.250)**
Leverage <sub>it</sub>	+	0.078(4.357)***	0.113(5.869)***
Size <sub>it</sub>	-	-0.154(-10.096)***	-0.149(-9.693)***
BETA <sub>it</sub>	+	0.083(5.192)***	0.087(5.403)***
Cash <sub>it</sub>	+	0.040(2.586)***	0.054(3.431)***
Big4 <sub>it</sub>	+	0.289(13.736)***	0.304(14.358)***
DividD <sub>it</sub>	-	-0.012(-0.755)	-0.023(-1.459)
CFO <sub>it</sub>	+	0.159(7.277)***	0.182(8.324)***
Gov <sub>it</sub>	+	0.183(8.107)***	0.060(2.571)***
<b>TaxAvoi * Gov<sub>it</sub></b>	+	<b>-0.044(-1.847)*</b>	<b>-0.005(-0.234)</b>
N		3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>		0.287	0.271
F-value		131.161***	121.255***

주 1) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 2) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

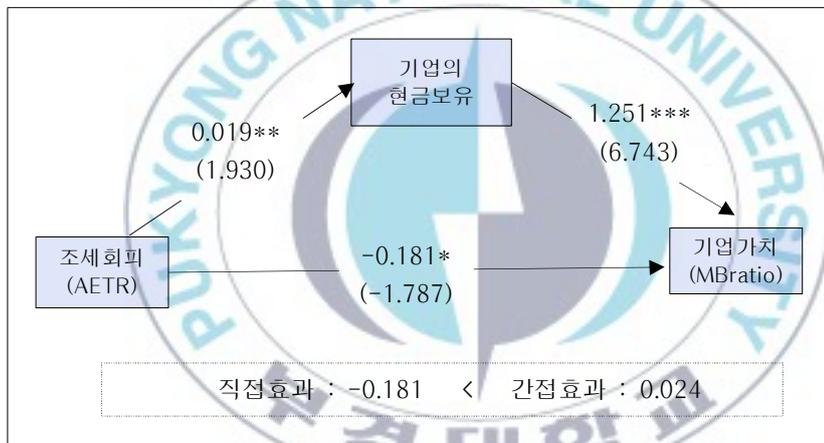
### 3. [가설 1-3]의 검증 결과

#### 가. 경로분석 결과

전체 표본을 대상으로 한 조세회피, 현금보유 그리고 기업가치의 경로분석 결과는 다음의 [그림 5], [그림 6], [그림 7]과 같다.

#### ① 조세회피(누적유효법인세율 : AETR)

[그림 5] 조세회피, 현금보유, 기업가치의 경로분석 결과  
(조세회피 :누적유효법인세율(AETR))



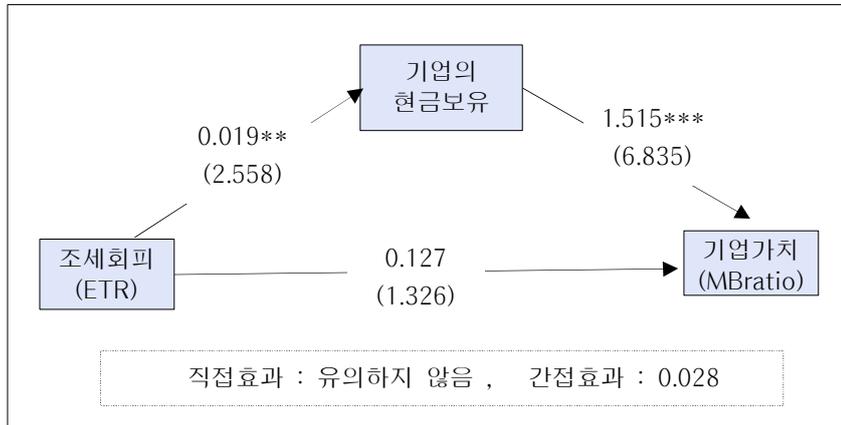
누적유효법인세율을 조세회피 측정치로 사용하여 경로분석 한 결과, 조세회피→현금보유, 현금보유→기업가치, 조세회피→기업가치의 세 경로가 모두 유의함을 알 수 있었다. 분석결과에 따르면 조세회피는 현금보유에 양(+)의 영향을 미치며 현금보유는 기업가치에 양(+)의 영향을 미치고 있다. 그리고 조세회피는 기업가치에 음(-)의 영향을 미치고 있음을 알

수 있다. 그리고 조세회피→기업가치의 직접효과는  $-0.181$ 이고, 간접효과는  $0.024(=-0.019 * 1.251)$ 의 값을 나타내며 간접효과가 직접효과보다 더 큰 값을 나타내므로 현금보유가 조세회피와 기업가치의 관계에 매개역할을 한다고 볼 수 있다. 이는 자본시장은 조세회피를 하는 기업의 가치를 부정적으로 평가하지만, 조세회피의 결과 현금보유가 증가하는 경우에는 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다고 해석할 수 있다.

## ② 조세회피(유효법인세율 : ETR)

유효법인세율을 조세회피 측정치로 사용하여 경로분석 한 결과, 조세회피→현금보유, 현금보유→기업가치의 경로는 유의하지만 조세회피→기업가치 경로는 유의하지 않음을 알 수 있었다. 이는 조세회피와 현금보유, 기업가치를 동시에 고려하였을 경우 조세회피가 기업가치에 미치는 영향은 유의하지 않지만 현금보유를 매개로 하여 기업가치에 미치는 영향이 유의함을 의미한다. 그러므로 현금보유는 조세회피와 기업가치의 관계에 매개역할을 한다고 볼 수 있다.

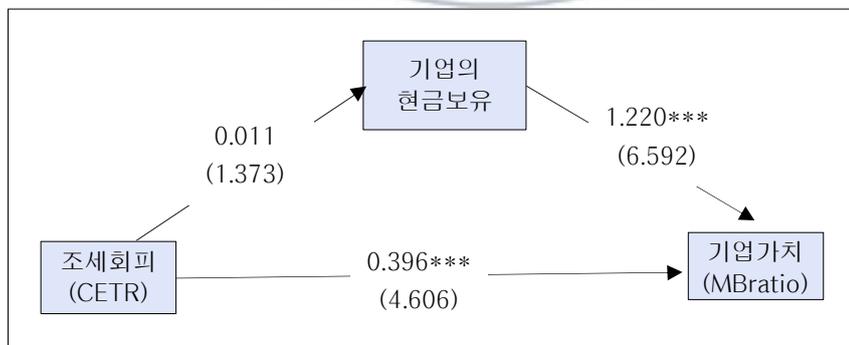
[그림 6] 조세회피, 현금보유, 기업가치의 경로분석 결과  
(조세회피 : 유효법인세율(ETR))



③ 조세회피 (현금유효법인세율 : CETR)

현금유효법인세율을 조세회피 측정치로 사용하여 경로분석 한 결과 세 경로 중에서 조세회피→현금보유 경로가 유의하게 나타나지 않음으로서 현금보유의 매개효과는 나타나지 않고 있다.

[그림 7] 조세회피, 현금보유, 기업가치의 경로분석 결과  
(조세회피 : 현금유효법인세율(CETR))



경로분석 결과, 조세회피 측정치로 누적유효법인세율(AETR)과 유효법인세율(ETR)을 사용하여 기업가치 간의 관계를 살펴본 경우에는 현금보유가 매개변수로서의 역할을 함을 알 수 있었지만 현금유효법인세율(CETR)을 사용한 경우는 조세회피가 현금보유에 미치는 영향이 유의하지 않게 나타났으므로 현금보유는 매개변수 역할을 하지 않음을 알 수 있었다.

#### 나. Baron & Kenny(1986) 매개효과검정 결과

[표 11]의 Panel A는 종속변수로서 MB ratio를 사용하여 현금보유의 매개효과를 분석한 결과이고, Panel B는 종속변수로 Tobin's Q를 사용하여 현금보유의 매개효과를 분석한 결과를 나타내었다.

먼저, Panel A의 Baron & Kenny(1986)을 사용하여 매개효과를 분석한 결과를 살펴보면 다음과 같다. 첫 번째로 조세회피의 대용변수로서 누적유효법인세율(AETR)을 사용한 경우를 보면, 1단계에서 독립변수 조세회피가 매개변수 현금보유에 유의적인 음(-)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 2단계 즉 조세회피는 기업가치에 음(-)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나 1단계와 2단계 모두 조건이 충족되었다. 그리고 매개변수를 함께 고려한 3단계에서 현금보유는 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미침과 동시에 조세회피가 기업가치에 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 그 계수가 2단계에서 나타난 회귀계수보다 작음을 알 수 있다. 즉, 조세회피로 누적 유효법인세율을 사용하는 경우 조세회피가 기업가치에 영향을 미침에 있어 현금보유가 부분매개변수의 역할을 한다고 볼 수 있다. 두 번째로 조세회피의 대용변수로 유효법인세율(ETR)을 사용하여 분석한 결

과를 보면, 조세회피가 현금보유에 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 조세회피가 기업가치에 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 그런데 3단계에서 즉 조세회피와 현금보유를 동시에 고려하는 경우에는 조세회피가 기업가치에 유의한 음(-)의 영향을 미치기는 하지만 회귀계수의 크기가 2단계보다 작은 값을 나타내고 있다. 이는 현금보유는 조세회피가 기업가치에 미치는 영향에 있어 부분매개역할을 한다고 볼 수 있다. 세 번째는 조세회피의 대응변수로서 현금유효법인세율(CERT)을 사용하여 매개효과를 검증하였다. 마찬가지로 1, 2단계는 모두 유의한 값을 가지고 있으며 3단계에서 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 유의한 값을 나타내고 있으며 회귀계수의 크기가 2단계에서 제시된 회귀계수보다 작으므로 부분매개효과가 있다고 볼 수 있다. 즉, 조세회피의 대응변수로 사용된 누적유효법인세율(AETR), 유효법인세율(ETR), 현금유효법인세율(CETR) 모두에서 현금보유는 부분매개변수로서의 역할을 한다고 볼 수 있다.



[표 11] 조세회피와 기업가치에 미치는 현금보유의 매개효과 검증

Panel A. 종속변수 : MB ratio					
단 계	변 인	$\beta$	S.E.	t 값	p 값
1. 독립→매개	AERT → Cash	-0.071	0.003	-4.239	0.000
2. 독립→종속	AETR → MB ratio	-0.038	0.038	-2.430	0.015
3. 독립→종속	AETR → MB ratio	-0.034	0.038	-2.226	0.026
매개→종속	Cash → MB ratio	0.044	0.222	2.686	0.007
sobel test statistics : -2.282		probability : 0.011			
∴ 현금보유의 매개효과가 유의함					
1. 독립→매개	ERT → Cash	-0.061	0.003	-3.610	0.000
2. 독립→종속	ETR → MB ratio	-0.054	0.038	-3.502	0.000
3. 독립→종속	ETR → MB ratio	-0.052	0.038	-3.330	0.001
매개→종속	Cash → MB ratio	0.043	0.222	2.645	0.008
sobel test statistics : -2.142		probability : 0.016			
∴ 현금보유의 매개효과가 유의함					
1. 독립→매개	CERT → Cash	-0.045	0.003	-2.699	0.007
2. 독립→종속	CETR → MB ratio	-0.041	0.038	-2.653	0.008
3. 독립→종속	CETR → MB ratio	-0.039	0.038	-2.523	0.012
매개→종속	Cash → MB ratio	0.044	0.222	2.737	0.006
sobel test statistics : -1.906		probability : 0.028			
∴ 현금보유의 매개효과가 유의함					

Panel B. 종속변수 : Tobin's Q					
단 계	변 인	$\beta$	S.E.	t 값	p 값
1. 독립→매개	AERT → Cash	-0.071	0.003	-4.239	0.000
2. 독립→종속	AETR → MB ratio	-0.051	0.021	-3.320	0.001
3. 독립→종속	AETR → MB ratio	-0.048	0.021	-3.134	0.002
매개→종속	Cash → MB ratio	0.038	0.125	2.397	0.017
sobel test Z statistics : -2.105		probability : 0.017			
∴ 현금보유의 매개효과가 유의함					
1. 독립→매개	ERT → Cash	-0.061	0.003	-3.610	0.000
2. 독립→종속	ETR → MB ratio	-0.066	0.022	-4.345	0.000
3. 독립→종속	ETR → MB ratio	-0.064	0.022	-4.189	0.000
매개→종속	Cash → MB ratio	0.038	0.125	2.370	0.018
sobel test Z statistics : -2.013		probability : 0.022			
∴ 현금보유의 매개효과가 유의함					
1. 독립→매개	CERT → Cash	-0.045	0.003	-2.699	0.007
2. 독립→종속	CETR → MB ratio	-0.064	0.021	-4.189	0.000
3. 독립→종속	CETR → MB ratio	-0.062	0.021	-4.071	0.000
매개→종속	Cash → MB ratio	0.039	0.125	2.444	0.015
sobel test Z statistics : -1.803		probability : 0.036			
∴ 현금보유의 매개효과가 유의함					

종속변수로 Tobin's Q를 사용하여 분석한 Panel B의 결과를 살펴보면 다음과 같다. 첫 번째로 조세회피의 대용변수로서 누적유효법인세율(AETR)을 사용한 경우, 조세회피가 현금보유에 음(-)의 유의한 영향을 미치며, 조세회피는 기업가치에 음(-)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나

타났다. 그리고 매개변수를 함께 고려한 3단계에서 현금보유는 기업가치에 유의한 양(+)<sup>1</sup>의 영향을 미쳤으나 조세회피가 기업가치에 유의한 음(-)<sup>2</sup>의 영향을 미치나 그 크기가 2단계보다 작다. 즉, 조세회피로 누적 유효법인세율을 사용하는 경우 조세회피가 기업가치에 영향을 미침에 있어 현금보유가 부분매개변수의 역할을 한다고 볼 수 있다. 두 번째로 조세회피의 대용변수로 유효법인세율(ETR)을 사용하여 분석한 결과를 보면, 조세회피가 현금보유에 유의한 음(-)<sup>3</sup>의 영향을 미치고 있으며, 조세회피가 기업가치에 유의한 음(-)<sup>4</sup>의 영향을 미치고 있다. 그런데 3단계에서 즉 조세회피와 현금보유를 동시에 고려하는 경우에는 조세회피가 기업가치에 유의한 음(-)<sup>5</sup>의 영향을 미치기는 하지만 회귀계수의 크기가 2단계보다 작은 값을 나타내고 있다. 이는 현금보유는 조세회피가 기업가치에 미치는 영향에 있어 부분매개역할을 한다고 볼 수 있다. 세 번째는 조세회피의 대용변수로써 현금유효법인세율(CERT)을 사용하여 매개효과를 검증하였다. 검증 결과, 조세회피가 현금보유에 음(-)<sup>6</sup>의 유의한 영향을 미치며, 조세회피는 기업가치에 음(-)<sup>7</sup>의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 매개변수를 함께 고려한 3단계에서 현금보유는 기업가치에 유의한 양(+)<sup>8</sup>의 영향을 미침과 동시에 조세회피가 기업가치에 유의한 음(-)<sup>9</sup>의 영향을 미치며 그 회귀계수의 크기는 2단계 분석에서 제시된 회귀계수보다 작다. 즉, 조세회피로 누적 유효법인세율을 사용하는 경우 조세회피가 기업가치에 영향을 미침에 있어 현금보유가 부분매개변수의 역할을 한다고 볼 수 있다.

분석결과를 종합하면, 조세회피가 기업의 가치에 영향을 미침에 있어서 기업의 현금보유는 부분매개역할을 한다고 볼 수 있다.

#### 다. Sobel test 결과

Sobel test를 통해 현금보유가 매개효과 유의성을 검증한 결과는 다음과 같다. Panel A에서 조세회피를 측정하는 3가지 측정치의 p-value는 0.011, 0.016, 0.028이므로 모두 5% 유의수준에서 유의함을 알 수 있다. 이를 근거로 Sobel test의 결과 Baron & Kenny(1986)의 방법론의 결과와 동일하게 현금보유가 조세회피와 기업가치의 관계를 매개한다는 결론을 내릴 수 있다.

Panel B에서도 Sobel test의 결과 Z통계량이 모두 유의함을 나타내고 있다. 이를 근거로 Baron & Kenny(1986)의 방법론의 결과와 동일하게 현금보유가 조세회피와 기업가치의 관계를 매개한다고 볼 수 있으며, 이는 조세회피가 기업가치에 직접적인 영향을 미치기도 하지만 현금보유를 매개하여 기업가치에 간접적인 영향을 미침을 의미한다. 즉, 조세회피는 기업가치에 직접적인 영향을 미치기도 하지만 현금보유를 매개하여 간접적으로 기업가치에 영향을 미치기도 함을 알 수 있다.

#### 4. [가설 1-4]의 검증 결과

기업지배구조에 따라 조세회피, 현금보유 및 기업가치 변수들의 관계가 달라지는지를 알아보기 위하여 기업지배구조별로 표본을 분류하여 경로분석을 실시하였다. 분석결과는 [그림 8], [그림 9], [표 12], [표 13]에 나타내었다.

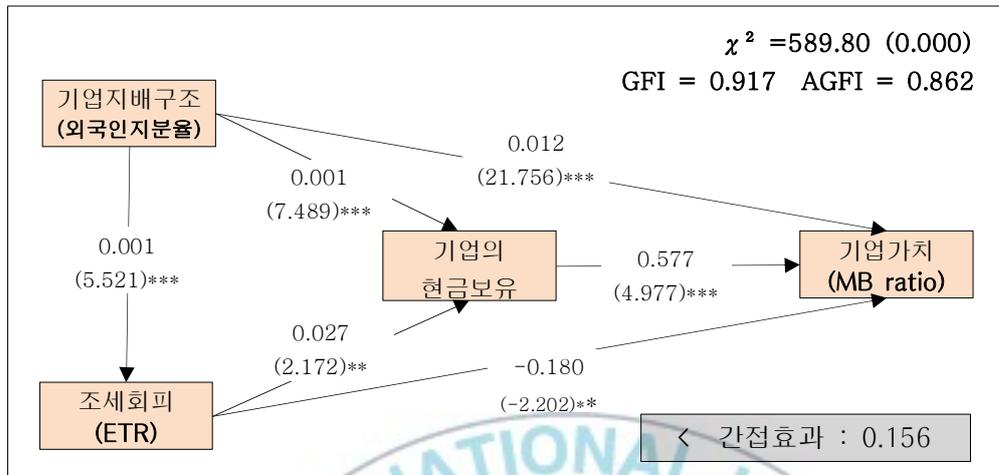
[그림 8], [그림 9]은 기업지배구조가 조세회피, 현금보유 및 기업가치에 모두 영향을 미친다는 선행연구에 근거하여 기업지배구조와 조세회피,

현금보유 그리고 기업가치를 모두 동시에 고려하여 경로분석을 실시한 결과이다. [그림 8]은 기업지배구조 변수로 외국인 지분율을 사용한 결과이며 [그림 9]은 기업지배구조 변수로 재벌-비재벌을 사용한 결과이다.

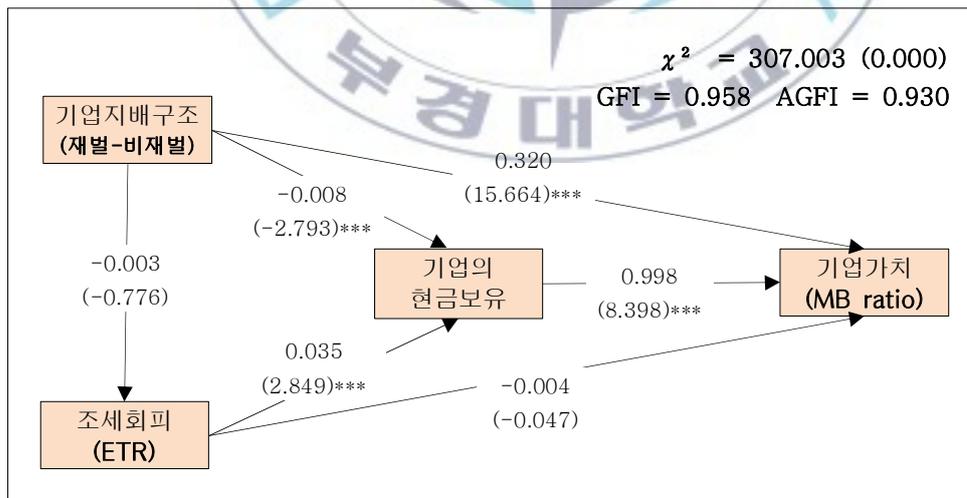
[그림 8]에서는 외국인지분율과 조세회피, 현금보유, 기업가치를 모두 동시에 고려한 경우의 결과를 나타내고 있다. 외국인지분율이 높은 경우 조세회피는 현금보유에 양(+ )의 영향을 미치며 현금보유와 기업가치 간에는 양(+ )의 관계가 있음을 알 수 있다. 그리고 조세회피와 기업가치간의 관계가 음(- )의 관계에 있기 때문에 조세회피와 현금보유의 간접효과 ( $0.027 * 0.577 = 0.016$ )가 직접효과(-0.180)보다 큰 것을 확인할 수 있다. [그림 9]에서는 재벌변수를 조세회피와 현금보유, 기업가치와 동시에 고려한 경우의 결과를 나타내고 있다. 조세회피와 현금보유의 관계는 유의한 양의 값을 나타내고 있으나, 조세회피가 기업가치에 미치는 영향은 유의하지 않음을 알 수 있다. 따라서 조세회피가 현금을 통하여 기업가치에 양(+ )의 영향을 미침을 알 수 있다.

이에 따라 기업지배구조에 따라 유의한 경로가 다름을 알 수 있었으며, 경로의 크기 및 방향성 또한 다름을 확인함으로써 기업지배구조에 따라 조세회피, 현금보유 및 기업가치의 관계가 달라짐을 확인할 수 있었다.

[그림 8] 기업지배구조(외국인지분율), 조세회피, 현금보유, 기업가치의 경로분석 결과



[그림 9] 기업지배구조(재벌-비재벌), 조세회피, 현금보유, 기업가치의 경로분석 결과



다음의 [표 12], [표 13]은 기업지배구조가 좋은 기업과 나쁜 기업으로 분류하고 각 집단별 조세회피, 현금보유 그리고 기업가치의 경로분석을 실시한 결과를 나타낸 것이다.

[표 12]는 기업지배구조변수로서 외국인지분율을 사용하여 분석한 결과이다. 외국인지분율이 높을수록 기업지배구조가 좋다는 선행연구의 결과를 근거로 외국인 지분율을 상·중·하의 세단계로 구분하고 외국인지분율이 높은 기업은 기업지배구조가 좋은 기업 그리고 외국인지분율이 낮은 기업은 기업지배구조가 나쁜 기업으로 분류하였다. 중위수의 영향을 배제하기 위하여 ‘중’에 해당하는 기업은 분석에서 제외하고 외국인 지분율 ‘하’에 속하는 기업인 경우 외국인지분율이 낮은 기업으로, ‘상’에 속하는 기업인 경우 외국인지분율이 높은 기업으로 구분하여 경로분석을 실시하였다.

[표 13]에서는 기업지배구조변수로서 재벌-비재벌 변수를 사용한 결과이다. 고윤성(2007)에 따르면 재벌기업은 정치적 비용을 인식하여 조세회피성향이 낮음을 알 수 있었다. 이에 따라 재벌인 경우 기업지배구조가 좋은 기업으로 분류하고 비재벌인 경우 기업지배구조가 나쁜 기업으로 분류하였다.

다음의 [표 12]의 결과를 보면 기업지배구조가 좋은 기업으로 분류된 경우 중에서 누적유효법인세율(AETR), 유효법인세율(ETR)을 사용하여 분석한 결과는 ① 조세회피 → 현금보유, ② 현금보유 → 기업가치, ③ 조세회피 → 기업가치의 세 경로가 대부분 유의하게 나타나고 있음을 알 수 있다. 그리고 외국인지분율이 높은 경우 조세회피 → 현금보유의 경로가 양의 유의한 값(0.064, 0.051)을 보이고 있으나 외국인지분율이 낮은 경우에는 유의한 값을 보이지 않고 있다. 이는 외국인지분율이 높은 기업의 경우 경영자에 대한 감시·감독기능이 강화되어 현금유용성이 떨어진다.

이에 따라 조세회피의 결과 발생하는 현금의 증가는 기업가치에 양(+)의 영향을 미치지만, 외국인지분율이 낮은 기업 즉 기업지배구조가 좋지 않은 기업의 경우에는 조세회피가 현금보유에 영향을 주지 못하며 조세회피 행위는 기업가치에 음(-)의 영향을 미침을 알 수 있다.

[표 13]은 기업지배구조를 재벌-비재벌로 측정한 결과이다. 재벌기업인 경우 조세회피가 현금에 모두 양(+)의 유의한 영향을 미치고 있고(0.066, 0.046, 0.028), 현금이 기업가치에 양(+)의 유의한 영향을 미치고 있다(1.449, 1.410, 1.381). 그러나 누적유효법인세율(AETR), 유효법인세율(ETR)을 사용한 경우에는 조세회피가 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못하고 있기 때문에, 재벌기업인 경우 조세회피가 현금의 증가를 통해 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 반면 비재벌인 경우 조세회피가 현금에 유의한 영향을 미치지 못하고 있다. 즉, 이는 재벌기업은 현금을 유용할 유인보다 사내에 유보하고자 하는 유인이 더 크기 때문에, 조세회피로 인해 현금이 증가하며 이에 따라 기업가치가 증가한다고 볼 수 있다.

다시 말하면, 기업지배구조에 따라 조세회피, 현금보유, 기업가치의 관계가 달라짐을 알 수 있다.

[표 12] 기업지배구조(외국인지분율)에 따른 조세회피, 현금보유 및 기업가치의  
경로분석 결과

	기업지배구조 : 외국인지분율 (Foren)			
	상		하	
	표준화계수	t값	표준화계수	t값
AETR → Cash	0.064**	2.318	0.013	0.722
Cash → FV	0.393*	1.664	0.773***	4.630
AETR → FV	0.368*	1.737	-0.333***	-3.360
	$\chi^2 = 11.569$ (0.000) GFI=0.99 AGFI=0.98		$\chi^2 = 32.101$ (0.000) GFI=0.98 AGFI=0.96	
ETR → Cash	0.051**	2.335	0.007	0.470
Cash → FV	0.391*	1.656	0.763***	4.551
ETR → FV	0.309*	1.845	-0.095	-1.114
	$\chi^2 = 12.035$ (0.000) GFI=0.99 AGFI=0.98		$\chi^2 = 21.810$ (0.000) GFI=0.98 AGFI=0.97	
CETR → Cash	0.024	1.378	-0.007	-0.552
Cash → FV	0.395*	1.681	0.768***	4.595
CETR → FV	0.366***	2.686	0.193***	2.770
	$\chi^2 = 12.285$ (0.000) GFI=0.99 AGFI=0.98		$\chi^2 = 28.297$ (0.000) GFI=0.98 AGFI=0.96	

[표 13] 기업지배구조(재벌-비재벌)에 따른 조세회피, 현금보유 및 기업가치의 경로분석 결과

	기업지배구조 : 재벌 (Chaeb)			
	재벌		비재벌	
	표준화계수	t값	표준화계수	t값
AETR → Cash	0.066***	2.733	0.000	-0.660
Cash → FV	1.449***	4.097	1.994***	8.105
AETR → FV	-0.061	-0.266	-0.005	-0.708
	$\chi^2 = 24.043$ (0.000) GFI=0.98 AGFI=0.96		$\chi^2 = 47.390$ (0.000) GFI=0.98 AGFI=0.98	
ETR → Cash	0.046**	2.366	0.078	1.462
Cash → FV	1.410***	3.993	0.565***	6.826
ETR → FV	0.174	0.951	0.005	0.416
	$\chi^2 = 23.023$ (0.000) GFI=0.98 AGFI=0.96		$\chi^2 = 48.682$ (0.000) GFI=0.98 AGFI=0.97	
CETR → Cash	0.028*	1.703	0.003	0.760
Cash → FV	1.381***	3.935	1.153***	8.000
CETR → FV	0.409***	2.629	0.054**	2.190
	$\chi^2 = 21.318$ (0.000) GFI=0.98 AGFI=0.95		$\chi^2 = 68.993$ (0.000) GFI=0.98 AGFI=0.96	

### 제3절 조세회피와 현금보유

앞서 조세회피를 정의할 때 유효법인세율이 표본 중위수보다 낮은 경우 조세회피를 하는 기업으로 정의했으므로, 조세회피를 하는 기업은 그렇지 않은 기업보다 유효법인세율이 낮다. 유효법인세율이 낮아지게 되면 법인세비용이 감소하게 된다. 법인세비용이 감소한다는 것은 현금유출항목이 줄어들음을 의미하며 결과적으로 현금은 증가할 수 있다.

하지만 조세회피의 결과 기업의 불투명성은 높아지며(Chen et al. 2011), 대리인 이론에 따르면 기업의 소유와 통제가 분리된 상황에서 기업의 불투명성이 높아지면 경영자는 자신의 사적 이익을 취할 가능성이 높아진다(Jensen and Meckling 1976). 그리고 기업의 불투명성은 이러한 대리인 문제를 악화시킬 수 있으며 이로 인하여 자본시장에서 기업내부를 감시하는 것이 어렵게 되어 경영자는 자신의 사적이익을 위한 행위를 취하게 된다(Bushman and Smith 2001). 이때 가장 손쉽게 이용되는 것이 현금이며, 경영자는 현금을 이용하여 자신의 사적 이익을 취하게 되며 따라서 기업의 현금도 빠르게 소진된다(Harford et al. 2008). 이상을 근거로 Dhaliwal et al.(2011)은 조세회피는 현금보유에 음(-)의 영향을 미침을 실증분석하였다. 분석결과, 조세회피와 기업의 현금보유 간에는 유의한 음(-)의 관계가 있음을 제시하였다.

그리고 조세회피행위의 결과 기업의 조세비용이 감소하게 되면 기업내부에 유보하게 되는 현금이 증가하게 되는데, 주주들은 유보현금으로 미래이익을 창출할 수 있는 투자안에 재투자하기를 선호하며 재투자하지 않는 경우는 배당을 선호한다. 현금을 유보하고 있음에도 배당하지 않는 경우 주주들은 자신들의 이익을 추구하기 위하여 위임장투쟁 등의 여러 가지 방법을 사용하기도 한다. 배당은 현금유출항목이므로 기업의 현금도 결과적으로

로 감소할 수 있다.

조세회피의 결과 현금의 증가할 수도 있고 감소할 수도 있으므로 본 연구에서는 조세회피가 기업의 현금보유에 어떠한 영향을 미칠 것인지(가설 2-1)를 분석해 보고자 한다.

### 1. [가설 2-1]의 검증결과

조세회피가 기업의 현금보유에 미치는 영향(가설 2-1)을 검증한 결과는 [표 14]에 나타내고 있다. 기업의 현금보유( $Cash_{it}$ )를 종속변수로 하고, 조세회피 측정치를 누적유효법인세율( $AETR_{it}$ ), 유효법인세율( $ETR_{it}$ ), 현금유효법인세율( $CETR_{it}$ )의 3가지로 측정하고, 각각의 측정치가 현금보유에 영향을 미치는 다른 변수들을 통제 후 검증하였다.

기업지배구조를 고려하지 않고 조세회피와 기업의 현금보유 간의 관계를 보았을 때에는 누적유효세율(AETR)과 유효법인세율(ETR)인 경우 5% 유의수준에서 기업의 현금보유에 부정적인 (-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 기업이 조세회피를 하는 경우에는 현금보유에 음(-)의 영향을 미친다는 것으로 이는 현금과 관련된 경영자의 사적유용성 등의 대리인 비용이 고려된 결과임을 알 수 있다. 그런데, 흥미로운 것은 다음 [표 15]에 제시된 바와 같이 기업지배구조를 고려하여 기업의 현금보유와 기업가치를 살펴본 결과, 조세회피를 측정하는 변수 중에서 누적유효법인세율(AETR)의 경우에는 양(+)의 유의적인 관계를 나타내었다는 것이다.

[표 14] 조세회피가 현금보유에 미치는 영향 분석

$$Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Tax\ Avoi_{i,t} + \beta_2 Leverage_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 DividD_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 MBratio_{i,t} + \beta_7 InterExp_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \sum YD_{i,t} + \sum ID_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변 수	기대 부호	종 속 변 수 (Cash)		
		Model 1	Model 2	Model 3
AETR <sub>it</sub>	-	-0.028 (-1.834)**	-	-
ETR <sub>it</sub>	-	-	-0.030 (-1.921)**	-
CETR <sub>it</sub>	-	-	-	-0.022 (-1.497)
Leverage <sub>it</sub>	-	-0.115 (-6.897)***	-0.114 (-6.840)***	-0.115 (-6.859)***
Sze <sub>it</sub>	-	0.000 (-0.014)	0.000 (-0.007)	0.001 (0.036)
DividD <sub>it</sub>	-	-0.054 (-3.306)***	-0.054 (-3.275)***	-0.054 (-3.286)***
ROA <sub>it</sub>	-	-0.477 (-31.689)***	-0.478 (-31.708)***	-0.478 (-31.752)***
MBratio <sub>it</sub>	+	0.013 (0.700)	0.011 (0.627)	0.013 (0.732)
InterExp <sub>it</sub>	-	0.040 (2.353)**	0.040 (2.343)**	0.038 (2.212)**
CFO <sub>it</sub>	+	0.121 (6.952)***	0.122 (6.996)***	0.123 (6.977)***
연도더미		Yes	Yes	Yes
산업더미		Yes	Yes	Yes
N		3,235	3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>		0.328	0.328	0.328
F-value		57.479	57.496	57.419

주 1) 변수의 정의는 [표 6]와 같음

주 2) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 3) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

## 2. [가설 2-2]의 검증결과

다음의 [표 15]은 지배구조에 따라 기업의 조세회피와 현금보유의 관계가 달라질 것이라는 가설 2-2를 검증한 결과를 나타낸 표이다.

기업지배구조변수로 외국인지분율과 재벌을 사용하여 이들 외국인지분율과 재벌인 경우에 따라 조세회피가 기업의 현금보유에 미치는 영향이 달라질 것이라는 가설을 각각의 조세회피 측정치 별로 검증하였다. Panel A에서는 조세회피 측정치로 누적유효법인세율을, Panel B에서는 유효법인세율 그리고 Panel C에서는 현금유효법인세율의 경우를 나타내었다.

분석결과를 살펴보면, 먼저 Panel A, Panel B의 경우 앞서 가설 2-1에서 검증했던 결과와 같이 조세회피는 기업의 현금보유 간에는 유의한 음(-) 영향을 미치고 있으며 Panel C의 현금유효법인세율로 측정된 경우도 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있다.

Panel A에서는 첫째, 기업지배구조 변수로 외국인지분율의 계수는 0.055로 현금보유에 유의한 양(+)의 영향을 미침을 나타내고 있으며 이는 외국인지분율이 높을수록 기업의 내부현금보유수준은 높아짐을 의미하며 즉 외국인지분율이 높을수록 대리인비용이 감소하여 현금의 사적유용성이 줄어들어 결과적으로 현금보유가 증가함을 의미한다. 둘째, 재벌기업인 경우는 현금보유에 유의한 영향을 미치지 않음을 알 수 있다. 세 번째로 조세회피와 기업지배구조를 동시에 고려하는 경우, 조세회피와 기업지배구조변수의 상호작용항인  $TaxAvoi_{it} * Gov_{it}$ 는 모두 현금보유에 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 이는 조세회피를 하더라도 외국인이라는 감시기능을 하는 지배구조가 있는 경우 그리고 조세회피를 하더라도 재벌기업인 경우에는 대리인비용을 낮출 수 있으므로 현금보유수준에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. Panel B와 Panel C에서는 조세회피 측

정치로 각각 유효법인세율(ETR)과 현금유효법인세율(CETR)을 사용하였으며, 기업지배구조 변수로 재벌(Chaeb)을 사용한 경우 조세회피는 기업의 현금보유에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 조세회피와 기업지배구조를 동시에 고려하는 경우에는 유의적인 결과를 나타내지 않고 있다.



[표 15] 조세회피와 현금보유, 기업지배구조 분석 (N=3,235)

$$Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TaxAvoi_{i,t} + \beta_2 Leverage_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 DividD_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 MBratio_{i,t} + \beta_7 InterExp_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 Gov_{i,t} + \beta_{10} TaxAvoi_{i,t} * Gov_{i,t} + \sum YD_{i,t} + \sum ID_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	기대 부호	종속 변수 (Cash)	
		(1) Gov : 외국인지분율	(2) Gov : 재벌
<b>Panel A. 누적유효법인세율(AETR)</b>			
<b>TaxAvoi : AETR<sub>it</sub></b>		<b>-0.024(-1.588)</b>	<b>-0.037(-2.307)**</b>
Leverage <sub>it</sub>	-	-0.141(-7.544)***	-0.115(-5.596)***
Size <sub>it</sub>	-	-0.001(-0.080)	-0.001(-0.079)
DividD <sub>it</sub>	-	-0.049(-2.974)***	-0.054(-3.322)***
ROA <sub>it</sub>	-	-0.475(-31.522)***	-0.476(-31.605)***
MBratio <sub>it</sub>	+	0.006(0.318)	0.014(0.759)
InterExp <sub>it</sub>	-	0.036(2.116)**	0.040(2.340)**
CFO <sub>it</sub>	+	0.112(6.359)***	0.122(6.984)***
Gov <sub>it</sub>	+	0.055(3.058)***	-0.022(-1.183)
<b>TaxAvoi * Gov<sub>it</sub></b>	+	<b>0.050(3.421)***</b>	<b>0.030(1.753)*</b>
연도더미		Yes	Yes
산업더미		Yes	Yes
N		3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>		0.330	0.329
F-value		55.964	53.824

주 1) 변수의 정의는 [표 6]와 같음

주 2) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 3) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

주 4) GOV<sub>it</sub> : 기업지배구조를 측정하는 대용변수

① t년도 외국인지분율, ② 재벌-비재벌 더미변수

변 수	기대 부호	종 속 변 수 (Cash)	
		(1) Gov : 외국인지분율	(2) Gov : 재 별
<b>Panel B. 유효법인세율(ETR)</b>			
<b>TaxAvoi : ETR</b>		<b>-0.024(-1.391)</b>	<b>-0.032(-1.981)**</b>
Leverage <sub>it</sub>	-	-0.141(-7.510)***	-0.106(-5.229)***
Size <sub>it</sub>	-	-0.001(-0.086)	0.000(-0.020)
DividD <sub>it</sub>	-	-0.048(-2.927)***	-0.054(-3.294)***
ROA <sub>it</sub>	-	-0.475(-31.528)***	-0.477(-31.615)***
MBratio <sub>it</sub>	+	0.004(0.243)	0.013(0.720)
InterExp <sub>it</sub>	-	0.036(2.105)**	0.040(2.349)**
CFO <sub>it</sub>	+	0.114(6.408)***	0.123(7.012)***
Gov <sub>it</sub>	+	0.055(3.704)***	-0.020(-1.090)
<b>TaxAvoi * Gov<sub>it</sub></b>	+	<b>-0.006(-0.384)</b>	<b>0.010(0.558)</b>
연도더미		Yes	Yes
산업더미		Yes	Yes
N		3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>		0.330	0.328
F-value		54.111	53.701

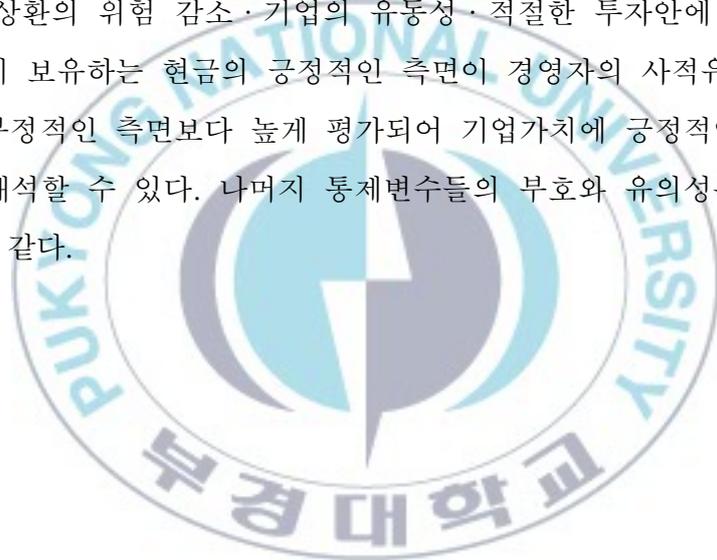
변 수	기대 부호	종 속 변 수 (Cash)	
		(1) Gov : 외국인지분율	(2) Gov : 재 별
<b>Panel C. 현금유효법인세율(CETR)</b>			
<b>TaxAvoi : CETR</b>		<b>-0.030(-1.562)</b>	<b>-0.032(-1.936)*</b>
Leverage <sub>it</sub>	-	-0.141(-7.558)***	-0.106(-5.376)***
Sze <sub>it</sub>	-	0.000(-0.025)	0.001(0.061)
DividD <sub>it</sub>	-	-0.048(-2.938)***	-0.054(-3.316)***
ROA <sub>it</sub>	-	-0.475(-31.542)***	-0.478(-31.682)***
MBratio <sub>it</sub>	+	0.007(0.371)	0.015(0.841)
InterExp <sub>it</sub>	-	0.034(2.003)**	0.038(2.221)**
CFO <sub>it</sub>	+	0.114(6.360)***	0.123(6.992)***
Gov <sub>it</sub>	+	0.043(1.911)*	-0.039(-1.678)*
<b>TaxAvoi * Gov<sub>it</sub></b>	+	<b>0.021(0.907)</b>	<b>0.030(1.371)</b>
연도더미		Yes	Yes
산업더미		Yes	Yes
N		3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>		0.330	0.328
F-value		54.078	53.708

## 제4절 현금보유와 기업가치

### 1. [가설 3-1]의 검증 결과

기업이 보유하고 있는 현금이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 살펴 보기 위해 회귀분석을 실시하였으며 결과는 다음 [표 16]과 같다.

기업이 보유하고 있는 현금은 MB ratio와 Tobin's Q로 측정한 경우 각각 0.042, 0.058의 유의한 양(+)의 회귀계수를 나타내고 있으며 이는 기업이 보유하는 현금은 기업가치에 양(+)의 영향을 미침을 의미하는 것이다. 이는 부채상환의 위험 감소·기업의 유동성·적절한 투자안에 투자하는 등의 기업이 보유하는 현금의 긍정적인 측면이 경영자의 사적유용성으로 부각되는 부정적인 측면보다 높게 평가되어 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 해석할 수 있다. 나머지 통제변수들의 부호와 유의성은 앞서 설명한 결과와 같다.



[표 16] 현금보유가 기업가치에 미치는 영향 분석

$$\begin{aligned}
 FV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Cash_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} \\
 & + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 DividD_{i,t} + \beta_7 InterExp_{i,t} \\
 & + \beta_9 Big4_{i,t} + \beta_{10} BETA + \sum YD + \sum ID + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

변수	종속변수 (FV)	
	(1) MB ratio	(2) Tobin's Q
Cash	0.042(2.301)**	0.058(3.200)***
Size	-0.113(-7.323)***	-0.150(-9.841)***
Leverage	0.190(11.540)***	0.135(8.321)***
ROA	0.020(1.094)	0.030(1.681)*
CFO	0.188(8.699)***	0.167(7.826)***
DividD	-0.032(-1.934)*	-0.013(-0.816)
InterExp	0.122(6.874)***	0.146(8.295)***
Big4	0.209(9.337)***	0.253(11.445)***
BETA	0.086(5.289)***	0.088(5.501)***
연도더미	Yes	
산업더미	Yes	
N	3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>	0.265	0.283
F-value	130.883	143.018

주 1) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 2) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

2. [가설 3-2]의 검증결과

기업의 현금보유가 기업가치에 미치는 비선형적인 영향을 미칠 것이라 예상하고 이를 검증한 결과는 다음의 [표 17]9)에 나타내었다.

[표 17] 기업의 현금보유와 기업가치의 비선형 관계

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t}^2 + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Leverage_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 DividD_{i,t} + \beta_8 InterExp_{i,t} + \beta_9 BigA_{i,t} + \beta_{10} BETA + \sum YD + \sum ID + \epsilon_{i,t}$$

(1) 종속변수 : MB ratio				(2) 종속변수 : Tobin's Q			
	$\beta$	t값	유의 확률		$\beta$	t값	유의 확률
cash	0.227	5.130	0.000	cash	0.248	5.626	0.000
cash <sup>2</sup>	-0.107	-2.413	0.016	cash <sup>2</sup>	-0.120	-2.729	0.006
N		3235		N		3235	
Adj-R <sup>2</sup>		0.018		Adj-R <sup>2</sup>		0.021	
F		30.206		F		35.010	

[표 17]의 (1)은 기업가치로 MB ratio를 사용하여 현금보유가 기업가치에 미치는 비선형적인 영향을 분석한 결과이고, (2)는 Tobin's Q를 사용하여 분석한 결과이다.

(1)의 경우, 현금보유의 일차항(cash) 회귀계수는 0.227이며, t 값은 5.130으로 1% 유의수준에서 양(+)의 유의한 결과를 보이고 있으며, 현금

9) 통제변수가 기업가치에 미치는 영향은 앞서 제시한 [표 16]의 결과와 유사하였으므로 이에 관련한 설명은 지면관계상 생략하도록 한다.

보유 현금(cash<sup>2</sup>)의 회귀계수는  $-0.107$ ,  $t$ 값은  $-2.413$ 으로 5% 유의수준에서 음(-)의 유의한 관련성을 보이고 있다. 분석결과, 이는 현금보유가 기업가치에 비선형적인 영향을 미치고 있음을 의미한다. (2)의 결과도 마찬가지로 현금보유의 일차항(cash) 회귀계수는  $0.248$ ,  $t$  값은  $5.626$ 으로서 1% 유의수준에서 양(+)의 유의한 결과를 보이고 있으며, 현금보유 현금(cash<sup>2</sup>)의 회귀계수가  $-0.120$ ,  $t$ 값은  $-2.729$ 로서 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 관련성을 보이고 있다. 이에 따르면, Tobin's Q를 종속변수로 분석한 결과에서도 MB ratio로 분석한 경우와 마찬가지로 현금보유가 기업가치에 비선형적인 영향을 미침을 의미한다.

변곡점을 분석한 결과, 현금 및 현금성 자산의 보유비율이 0~20%의 구간에서는 비유의적인 결과가 나왔으며, 20~30%의 구간에서는 기업의 가치가 증가하는 것으로 나타났으나, 31% 이상의 구간에서는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

기업은 현금성 자산을 보유함으로써 기업가치를 증가시킬 수도 있으며 감소시킬 수도 있다. 즉, 기업은 현금을 보유함으로써 거래비용을 절감할 수 있고, 적절한 시기에 프로젝트의 참여가 가능하여 투자기회를 포기하지 않을 수 있으며, 결과적으로 성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 또한 내부 자금을 이용함으로써 외부자금 조달 시 발생하는 자금조달비용을 절감할 수 있으며, 현금조달을 위해 기업의 자산의 처분을 야기하지 않으며, 주주들의 배당 요구에도 불응하지 않을 수 있다. 이렇게 현금보유에 따른 장점이 존재하기는 하지만 과도한 현금성 자산의 보유는 적대적 M&A(merger and acquisition)를 야기할 수 있으며, 수익성이 낮은 사업에 투자하여 현금을 낭비할 수도 있으며 경영자의 사적이익 추구현상의 결과로서 불필요한 자금이 낭비되는 등의 문제점이 발생할 수 있다.

이처럼 기업의 현금보유는 기업의 가치에 긍정적인 또는 부정적인 영향

을 미칠 수 있으며, 본 연구의 분석 결과 현금보유비율이 0~30%인 경우에는 기업가치를 증가시킬 수 있는 요인이 그렇지 않은 요인보다 더 크기 때문에 기업가치에 양(+) 영향을 미치지만, 30% 이상 현금을 보유하면 현금보유의 부정적인 영향이 더 커지게 되어 기업가치에 음(-) 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다. 이는 기업이 보유하는 적정수준의 현금은 기업의 투자 및 경영에 필요한 요소이지만 기업이 보유하는 과도한 현금은 경영자의 사적유용성을 발생시킬 수 있으며 대리인비용이 발생하여 결과적으로 기업가치에 음(-)의 영향을 미침을 의미한다.

현금보유와 기업가치 간에 우상향의 곡선이 나타난 본 연구의 분석 결과는 이하용(2007)의 연구결과와 상이한 결과이다. 이하용(2007)의 연구에서는 전체표본을 대상으로 하였을 때는 현금보유가 기업가치에 음(-)의 영향을 미침을 보고하였으며, 비선형 분석결과에서는 우하향하다가 변곡점을 기준으로 우상향하는 형태의 곡선이 존재한다고 보고하였다.

### 3. [가설 3-3]의 검증결과

[표 18]은 기업의 현금보유와 기업지배구조, 그리고 현금보유와 기업지배구조를 동시에 고려하는 경우 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 검증한 결과를 나타낸 것이다. Panel A는 기업지배구조 변수로서 외국인지분율을 사용하고, Panel B는 기업지배구조 변수로 재벌-비재벌 변수를 사용하였다. 먼저 Panel A의 결과를 먼저 살펴보면, 기업가치를 MB ratio로 측정할 경우 기업의 현금보유는 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치며, 기업지배구조 역시 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 알 수 있다. 하지만 현금보유와 기업지배구조의 상호작용항은 유의한 값을 나타내지 않고 있다. 그리고 기업가치로 Tobin's Q를 사용하여 분석한 경

우 현금보유는 유의한 관계를 나타내지 않고 있으며, 기업지배구조는 유의한 양(+)<sup>1</sup>의 관계를, 그리고 현금보유와 기업지배구조의 상호작용항은 유의한 양(+)<sup>2</sup>의 관계를 나타내고 있다. 이는 기업의 감시역할을 하는 기업지배구조가 좋은 기업일수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 기업이 보유하고 있는 현금이 많으면 대리인비용이 발생할 수 있는 여지가 있지만 기업지배구조가 좋은 기업이라면 이러한 감시기능으로 현금이 경영자 자신의 사적 유용성으로만 사용되지 않고 주주들을 위해 사용됨으로서 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. Panel B에서는 기업의 현금보유는 기업가치에 모두 유의한 양(+)<sup>3</sup>의 영향을, 기업지배구조도 기업가치에 모두 유의한 양(+)<sup>4</sup>의 영향을 미치고 있으나, 현금보유와 기업지배구조를 동시에 본 결과는 모두 유의하지 않은 결과를 나타내고 있다.



[표 18] 현금보유, 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향 분석

$$\begin{aligned}
 FV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Cash_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} \\
 & + \beta_6 DividD_{i,t} + \beta_7 InterExp_{i,t} + \beta_9 Big4_{i,t} + \beta_{10} BETA_{i,t} \\
 & + \beta_{11} GOV_{i,t} + \beta_{12} GOV_{i,t} * Cash_{i,t} + \sum YD + \sum ID + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

변수	종속변수 (FV)	
	(1) MB ratio	(2) Tobin's Q
<b>Panel A. GOV : 외국인지분율</b>		
Cash	0.044(1.844)*	-0.005(-0.231)
Size	-0.117(-7.645)***	-0.152(-10.086)***
Leverage	0.132(7.310)***	0.078(4.404)***
ROA	0.024(1.316)	0.027(1.542)
CFO	0.170(7.883)***	0.149(7.018)***
DividD	-0.020(-1.239)	-0.002(-0.125)
InterExp	0.114(6.401)***	0.132(7.577)***
Big4	0.197(8.827)***	0.239(10.934)***
BETA	0.079(4.941)***	0.080(5.036)***
GOV	0.143(5.716)***	0.091(3.727)***
GOV*Cash	-0.019(-0.673)	0.095(3.489)***
연도더미	YES	YES
산업더미	YES	YES
N	3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>	0.277	0.301
F-value	113.711	127.850

주 1) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 2) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

변수	종속 변수 (FV)	
	(1) MB ratio	(2) Tobin's Q
<b>Panel B. GOV : 재벌-비재벌</b>		
Cash	0.004(0.183)	-0.028(-1.334)
Size	0.012(0.606)	0.007(0.372)
Leverage	0.213(12.435)***	0.185(11.009)***
ROA	0.297(16.423)***	0.329(18.531)***
CFO	0.161(9.419)***	0.165(9.802)***
DividD	-0.122(-7.906)***	-0.139(-9.143)***
InterExp	-0.057(-3.498)***	-0.044(-2.736)***
Big4	0.068(4.208)***	0.074(4.666)***
BETA	0.080(4.950)***	0.064(4.009)***
GOV	0.141(5.620)***	0.124(5.056)***
GOV*Cash	0.060(2.164)**	0.110(4.061)***
연도더미	YES	YES
산업더미	YES	YES
N	3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>	0.274	0.285
F-value	112.202	118.043

주 1) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 2) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

## 제5절 기업지배구조와 기업가치

### 1. [가설 4]의 검증결과

기업지배구조와 기업가치 간의 관계를 검증한 여러 선행연구에서 그 방향성 및 유의성이 일관되게 나타나지 못하고 있다(Morck et al.(1988) ; Gompers et al.(2003) ; 박종일(2004) ; 박종일 외(2006)). 이는 기업지배구조의 측정을 경영자지분율, 사외이사, 감사위원회, 대주주지분율 등의 여러 가지 변수를 사용하고 있어 일관적이지 못한 변수의 사용으로 인한 결과로 생각된다. 또한 국외시장과 국내시장의 시장 여건과 시장을 둘러싸고 있는 여러 법제사항들의 차이로 인한 결과일수도 있다. 이에 본 논문에서는 기업의 경영자에 대한 감시기능을 하는 외국인지분율과 우리나라가 가지는 독특한 기업문화인 재벌-비재벌 변수를 사용하여 기업지배구조를 측정하고 이렇게 측정한 기업지배구조변수와 기업가치 간의 관계를 검증해 보고자 한다. 이를 검증한 결과는 다음의 [표 19]에 나타내었다. [표 19]의 Panel A는 기업지배구조 변수로서 외국인지분율(Foren)을 사용하여 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 결과이며, Panel B는 기업지배구조 변수로서 재벌-비재벌(Chaeb)을 더미변수로 측정하여 기업가치에 미치는 영향에 대하여 살펴본 결과이다. 기업가치는 MB ratio와 Tobin's Q로 측정하였다.

결과에서 나타나듯이 외국인지분율(Foren)이 MB ratio와 Tobin's Q로 측정한 기업가치에 미치는 영향을 살펴보면 각각의 회귀계수는 0.133, 0.154로 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다. 기업지배구조로서 재벌-비재벌을 사용한 분석에서도 마찬가지로 0.119, 0.049의 회귀계수를 나타냄으로서 모두 1%의 유의수준에서 기업가치에 유의한

양(+)<sup>1</sup>의 영향을 미치고 있다. 즉, 외국인지분율이 높아 감시기능이 커질수록, 그리고 재벌기업일수록 기업의 가치에 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있다.

그리고 통제변수로 사용된 기업규모(Size), 부채비율(Leverage), 영업 현금흐름(CFO), 배당여부(DividD), 이자비용(InterExp), 감사인 규모(Big4)는 선행연구의 결과와 일치하게 나왔으며, ROA는 유의한 결과도 출되지 않았다. 기업규모가 큰 기업일수록 기업가치가 낮게 나오는 것은 대기업은 그렇지 않은 기업보다 정보비대칭의 정도가 심하여 대리인 문제가 발생할 가능성이 크다. 따라서 선행연구에서는 대기업일수록 성장의 정도를 증대시키기 위하여 지분의 집중이 필요하다는 주장을 펼쳤으며, 본 연구의 결과도 이와 일치하는 결과를 나타내고 있다. 부채비율이 크다는 것은 기업 내부에 운용되는 현금이 많아 차후 투자할 여력이 많으므로 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있으며, 배당여부도 동일한 맥락에서 살펴보면 배당이 많아지면 기업내부에 현금이 줄어들게 되는 것이므로 기업이 성장성에 부정적인 영향을 미칠 수 있으므로 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것이라 볼 수 있다. 그리고 기업의 수익성을 나타내는 영업현금흐름은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것이며, 대규모 감사인이 감사한 경우의 기업인 경우, 재무정보를 신뢰할 수 있는 정도가 크기 때문에 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있다.

[표 19] 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향 분석

$$\begin{aligned}
 FV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} \\
 & + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 DividD_{i,t} + \beta_7 InterExp_{i,t} + \beta_8 Big4_{i,t} \\
 & + \beta_9 BETA_{i,t} + \sum YD + \sum ID + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

변 수	종 속 변 수 (FV)	
	(1) MB ratio	(2) Tobin's Q
Panel A. GOV : 외국인지분율		
GOV	0.133(7.442)***	0.154(8.743)***
Size	-0.117(-7.644)***	-0.155(-10.256)***
Leverage	0.130(7.278)***	0.065(3.707)***
ROA	0.006(0.401)	0.010(0.647)
CFO	0.175(8.210)***	0.154(7.317)***
DividD	-0.022(-1.353)	-0.003(-0.157)
InterExp	0.115(6.484)***	0.138(7.889)***
Big4	0.195(8.752)***	0.236(10.767)***
BETA	0.079(4.907)***	0.080(5.056)***
연도더미	Yes	Yes
산업더미	Yes	Yes
N	3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>	0.277	0.298
F-value	138.468	153.277

주 1) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 2) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

$$\begin{aligned}
 FV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} \\
 & + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 DividD_{i,t} + \beta_7 InterExp_{i,t} + \beta_8 Big4_{i,t} \\
 & + \beta_9 BETA_{i,t} + \sum YD + \sum ID + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

변수	종속 변수 (FV)	
	(1) MB ratio	(2) Tobin's Q
<b>Panel B. GOV : 재벌-비재벌</b>		
GOV	0.119(6.394)***	0.049(2.670)***
Size	-0.112(-7.317)***	-0.150(-9.839)***
Leverage	0.120(6.273)***	0.103(5.383)***
ROA	-0.005(-0.339)	0.000(-0.002)
CFO	0.194(9.114)***	0.176(8.325)***
DividD	-0.029(-1.773)*	-0.014(-0.087)
InterExp	0.121(6.840)***	0.148(8.399)***
Big4	0.199(8.955)***	0.247(11.161)***
BETA	0.076(4.732)***	0.084(5.223)***
연도더미	Yes	Yes
산업더미	Yes	Yes
N	3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>	0.273	0.283
F-value	136.272	142.536

주 1) ( ) 안의 값은 t-value를 나타냄

주 2) \*\*\*는 0.01수준, \*\*는 0.05수준, \*는 0.10 수준에서 유의함

## 제5장 추가분석

### 제1절 기업지배구조등급과 기업가치

기업지배구조의 측정변수로 앞서 제시한 외국인지분율, 재벌-비재벌 변수 외에 한국기업지배구조원에서 제공하는 기업지배구조 등급을 이용하여 기업지배구조를 측정하고 기업지배구조가 다른 변수에 미치는 영향, 그리고 지배구조가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 알아보기 위하여 강건성 분석(robust analysis)을 실시하였다.

한국기업지배구조원에서는 상장기업을 대상으로 기업지배구조 평가기준을 이용하여 매년 기업지배구조등급을 평가하고 있으며 매년 7월 1일 그 결과가 발표되고 있다. 본 연구에 표본대상 기간 내에서는 2004년부터 2012년까지 9년간 기업지배구조등급이 발표되고 있다. 하지만 2012년 12월을 결산월로 하는 개별기업의 재무제표는 현재 없는 상태이므로 2004년부터 2011년까지 8개년을 분석대상으로 한다.

2004년부터 2010년까지는 기업지배구조등급이 총 8개 등급으로 나뉘어 평가되며, "보통(moderate)" 등급 이상인 즉, 최우량(excellent), 우량+(Very Strong), 우량(Strong), 양호+(Very Good), 양호(Good), 보통(Moderate)의 6개 등급이 공개되었다. 그리고 2011년도에는 사회적 기업의 평가 기준도 더해 기업지배구조(G), 환경(E), 사회(S)의 3개 부문에 대하여 평가하였으며, 각 부문의 평가결과와 통합 평가결과가 A+, A, B+, B, C의 5개 등급으로 발표되었다. 모든 상장기업을 대상으로 평가가 실시되는 만큼, 보통 이상에 공개되지 않은 기업들은 보통이하의 등급으로 볼 수 있으므로 보통 이상(2011년도에는 B+ 이상)을 취득한 기업과 보통

미만의 등급(B 이하)을 취득한 기업집단으로 분류할 수 있다. 이때 보통 이상(2011년도에는 B+ 이상)을 취득한 기업을 기업지배구조가 좋은 기업으로 분류하고, 보통 미만의 등급(B 이하)을 취득한 기업을 기업지배구조가 나쁜 기업으로 분류하였다. 기업지배구조가 좋은 기업인 경우 1로 표기하고, 기업지배구조가 나쁜 기업인 경우 0으로 표기하여 더미변수를 생성하였다. 다음 [표 20]은 기업지배구조등급을 사용하여 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하는데 사용된 변수들의 상관관계를 나타낸 표이다. [표 20]에서는 기업지배구조등급(GoverG)와 기업가치 간에 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다(0.200, 0.164). 이는 기업지배구조가 좋은 기업인 경우 기업가치가 높게 평가되고 있음을 의미한다. 종속변수간의 상관관계를 제외하고 가장 높은 상관계수 값은 0.498(이자비용-Big 4)로서 다중공선성(Multicollinearity)의 문제점은 우려할 수준이 아니라고 판단된다..



1. 상관관계

[표 20] 조세회피, 기업지배구조와 기업가치 간의 상관관계

Variables	MB ratio	Tobin's Q	GoverG	Size	Leverage	ROA	CFO	DividD	InterExp	Big4
MB ratio	1									
Tobin's Q	0.894** (0.000)	1								
GoverG	0.200** (0.000)	0.164** (0.000)	1							
Size	-0.030 (0.087)	-0.069** (0.000)	0.055** (0.002)	1						
Leverage	0.229** (0.000)	0.178** (0.000)	0.508** (0.000)	0.064** (0.000)	1					
ROA	-0.099** (0.000)	-0.098** (0.000)	-0.030 (0.085)	0.009 (0.614)	-0.025 (0.154)	1				
CFO	0.389** (0.000)	0.400** (0.000)	0.060** (0.001)	0.137** (0.000)	0.020 (0.246)	-0.181** (0.000)	1			
DividD	-0.108** (0.000)	-0.103** (0.000)	0.032 (0.069)	-0.150** (0.000)	0.139** (0.000)	0.200** (0.000)	-0.235** (0.000)	1		
InterExp	0.326** (0.000)	0.352** (0.000)	0.067** (0.000)	0.088** (0.000)	0.088** (0.000)	-0.159** (0.000)	0.390** (0.000)	-0.238** (0.000)	1	
Big4	0.414** (0.000)	0.446** (0.000)	0.100** (0.000)	0.100** (0.000)	0.053** (0.003)	-0.124** (0.000)	0.695** (0.000)	-0.213** (0.000)	0.498** (0.000)	1

## 2. 하위표본 평균차이 분석

본 추가분석에 사용되는 기업지배구조등급 변수에 따라 기업가치에 차이가 있는지를 분석하기 위해 기업지배구조등급<sup>10)</sup>이 보통 이상인 기업과 보통 미만인 기업으로 나누어 기업가치의 차이가 있는지를 분석하였다. 분석 결과는 다음 [표 21]과 같다.

[표 21] 기업지배구조에 따른 기업가치의 평균차이 분석

구 분	하 위 표 본		평균차이 t값
	기업지배구조가 좋은 기업	기업지배구조가 나쁜 기업	
MB ratio	1.540	1.038	11.628***
Tobin's Q	1.306	1.019	9.438***

주 1) \*\*\*는 1%, \*\*는 5%, \*는 10%에서 유의함.

주 2) 한국기업지배구조원이 제공한 연도별 지배구조등급에서 “보통” 이상의 등급으로 표기된 기업의 경우 기업지배구조가 좋은 기업으로 분류하고 이러한 기업을 1, 그렇지 않은 경우 0으로 나타냄.

위의 [표 21]에서 볼 수 있는 바와 같이 기업지배구조 등급이 보통 이상인 기업과 기업지배구조 등급이 보통 미만인 기업을 각각 기업지배구조가 좋은 기업과 기업지배구조가 나쁜 기업으로 분류하여 각 집단 간에 기업가치의 차이가 있는지를 분석하였다. 분석결과, 기업가치를 측정하는 변수인 MB ratio와 Tobin's Q의 경우 모두에서 평균차이가 유의함을 보였

10) 한국기업지배구조원에서 제시한 등급별 의미에서도 알 수 있듯이([표 2] 참조) 기업지배구조등급이 보통 이상이라 함은 기업지배구조가 좋은 기업으로 분류할 수 있으며, 기업지배구조등급이 보통 미만인 기업의 경우에는 기업지배구조가 나쁜 기업으로 분류할 수 있다.

다. 이는 기업지배구조가 좋은 기업과 그렇지 않은 기업의 가치에 차이가 있음을 의미한다.

### 3. 회귀분석 결과

다음의 [표 22]는 기업지배구조를 한국기업지배구조원이 제공한 기업지배구조등급 자료를 근거로 기업지배구조가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한 결과를 나타낸 표이다. 분석에 앞서 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 여러 변수들을 통제변수로 설정하고 기업지배구조등급이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다.

[표 22]에서 볼 수 있는 바와 같이 종속변수로 MB ratio를 사용한 경우와 Tobin's Q를 사용한 경우의 결과는 모두 유의성이나 방향성에서 동일한 결과를 나타내고 있다. GoverG의 회계계수는 각각 0.083, 0.060으로 모두 유의한 양의 계수를 나타내고 있으며, 이는 기업지배구조등급이 보통이상으로서 기업지배구조가 좋은 기업으로 분류된 기업인 경우 그렇지 않은 기업보다 기업가치에 긍정적인 영향을 미침을 알 수 있다. 그리고 통제변수로 사용된 기업규모(Size), 부채비율(Leverage), 영업현금흐름(CFO), 배당여부(DividD), 이자비용(InterExp), 감사인 규모(Big4)는 선행연구의 결과와 일치하게 나왔으며, ROA는 유의한 결과가 도출되지 않았다. 기업규모가 큰 기업일수록 기업가치에 낮게 나오는 것은 대기업은 그렇지 않은 기업보다 정보비대칭의 정도가 심하여 대리인 문제가 발생할 가능성이 크다. 따라서 선행연구에서는 대기업일수록 성장의 정도를 증대시키기 위하여 지분의 집중이 필요하다는 주장을 펼쳤으며, 본 연구의 결과도 이와 일치하는 결과를 나타내고 있다. 부채비율이 크다는 것은 기업 내

부에 운용되는 현금이 많아 차후 투자할 여력이 많으므로 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있으며, 배당여부도 동일한 맥락에서 살펴보면 배당이 많아지면 기업내부에 현금이 줄어들게 되는 것이므로 기업이 성장성에 부정적인 영향을 미칠 수 있으므로 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것이라 볼 수 있다. 그리고 기업의 수익성을 나타내는 영업현금 흐름은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것이며, 대규모 감사인이 감사한 경우의 기업인 경우, 재무정보를 신뢰할 수 있는 정도가 크기 때문에 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있다.



[표 22] 기업지배구조등급과 기업가치 관계 분석 (N=3,235)

$$\text{기업가치}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{GoverG}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{CFO}_{i,t} + \beta_6 \text{DividD}_{i,t} + \beta_7 \text{InterExp}_{i,t} + \beta_8 \text{Big4}_{i,t} + \beta_9 \text{YD}_{i,t} + \beta_{10} \text{ID}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변 수	종 속 변 수 (기업가치)	
	(1) MB ratio	(2) Tobin's Q
기업지배구조 : GoverG (기업지배구조 등급 더미)		
GoverG <sub>it</sub>	0.083(4.948)***	0.060(3.586)***
Size <sub>it</sub>	-0.102(-7.066)***	-0.138(-9.554)***
Leverage <sub>it</sub>	0.149(8.380)***	0.105(5.906)***
ROA <sub>it</sub>	-0.001(-0.058)	0.009(0.600)
CFO <sub>it</sub>	0.153(7.426)***	0.148(7.242)***
DividD <sub>it</sub>	-0.060(-3.787)***	-0.040(-2.550)**
InterExp <sub>it</sub>	0.095(5.615)***	0.116(6.936)***
Big4 <sub>it</sub>	0.217(10.080)***	0.245(11.410)***
연도더미	Yes	Yes
산업더미	Yes	Yes
N	3,235	3,235
Adj-R <sup>2</sup>	0.374	0.378
F-value	70.049	71.105

## 제6장 결 론

본 연구에서는 기업의 궁극적인 이익은 법인세차감전순이익이므로 경영자는 이익을 극대화하기 위한 목적으로 세금을 줄이고자 하는 조세회피를 할 유인을 가지게 된다는 점에 착안하여 대응변수를 사용하여 기업의 조세회피를 측정하고, 조세회피의 결과 기업의 현금보유는 어떻게 변화할 것이며, 기업의 조세회피전략과 현금보유가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 관하여 실증분석 하였다. 그리고 앞서 제시한 조세회피, 현금보유 및 기업가치의 관계가 기업지배구조라는 변수에 따라 어떠한 영향을 받는지를 살펴보고, 기업지배구조가 기업가치에 단독으로 미치는 영향에 관하여 검증하였다. 본 연구에서는 조세회피를 유효법인세율(ETR), 누적유효법인세율(AETR), 현금유효법인세율(CETR)을 사용하여 측정하였으며, 기업지배구조는 외국인지분율과 재벌-비재벌 변수를 사용하였다. 또한 강건성 분석차원에서 한국기업지배구조원이 분석 제공하는 기업지배구조등급을 이용하여 기업지배구조등급을 좋은 기업과 나쁜 기업으로 분류한 후 기업가치에 미치는 영향에 관하여 분석하였다.

본 연구의 분석 결과는 다음과 같이 다섯 가지로 요약 할 수 있다.

첫째, 조세회피는 기업의 가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났지만, 기업지배구조를 추가하여 고려한 분석에서는 일부 양(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 조세회피를 하는 기업이더라도 지배구조가 탄탄한 기업이라면 즉 기업지배구조가 좋은 기업으로 판단되면 시장은 조세회피로 인한 현금의 유용가치를 인정하는 것이라 볼 수 있다.

둘째, 경로분석, Baron and Kenny(1986)의 위계적 회귀분석절차(hierarchical regression) 그리고 Sobel test를 사용하여 분석한 결과 조

세회피가 기업가치에 영향을 미치는데 있어 현금보유를 매개로 영향을 미치는 것을 알 수 있었다. 그리고 기업지배구조에 따라서 조세회피, 현금보유, 기업가치의 관계가 달라짐을 확인하였다.

셋째, 기업의 조세회피행위는 현금보유에 음(-)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 이것은 경영자에 의한 대리인 비용으로 인하여 현금수준이 줄어들었다고 볼 수 있으나, 외국인지분율과 재벌-비재벌의 기업지배구조를 고려한 분석에서는 일부 조세회피가 현금보유에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업지배구조가 좋은 기업의 경우 기업지배구조는 경영자의 현금의 사적유용성을 견제하는 역할을 하여 현금보유에 양(+)의 영향을 미치게 된 것으로 볼 수 있다. 또한 재벌의 경우 친족 및 특수관계자로 구성되어 있는 특수집단으로서 현금의 유출보다 현금보유를 선호하는 결과로 볼 수 있다.

넷째, 현금보유는 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 현금 보유수준이 30%인 기점을 기준으로 0~30% 구간에서는 현금보유가 기업가치에 양(+)의 영향을 미치지만, 30% 이상인 구간에서는 현금보유는 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 현금보유는 기업가치에 비선형의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업이 보유하는 적정수준의 현금보유는 기업의 투자 및 경영에 필요한 요소이지만, 기업이 과도한 현금보유를 하게 되면 경영자의 사적유용성을 발생시킬 수 있으며 대리인비용이 발생하여 결과적으로 기업가치에 음(-)의 영향을 미침을 의미한다.

다섯째, 기업지배구조는 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업지배구조를 등급으로 구분하여 추가분석한 경우에서도 마찬가지로 기업지배구조는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

다음은 기업지배구조등급을 이용하여 기업지배구조가 조세회피, 현금보유 및 기업가치에 미치는 영향에 대해 추가분석을 실시하였으며, 그 결과는 다음과 같이 세 가지로 요약할 수 있다.

첫째, 조세회피가 기업가치에 영향을 미침에 있어 현금보유가 매개변수 역할을 하는지를 검증하고자 현금보유의 매개변수검증을 실시하였다. 이를 검증하기 위하여 Baron & Kenny(1986)의 3단계 위계적 회귀분석과 Sobel test를 실시하였다. 분석결과 두 방법 모두에서 현금보유는 기업의 조세회피가 기업가치에 미치는 영향관계에 있어 부분매개역할을 하는 것으로 검증되었다. 이는 조세회피의 결과 기업의 현금보유수준이 영향을 받게 되며, 이러한 변화되는 현금보유가 기업가치에 영향을 미침을 의미하며 현금보유가 조세회피와 기업가치를 매개한다는 실증적인 근거를 제시하였다.

둘째, 기업지배구조원이 제공하는 기업지배구조등급을 사용하여 기업지배구조를 측정하여 기업지배구조가 기업가치에 영향을 미치는지 분석을 실시하였다. 분석결과, 지배구조 등급에 따라 기업가치가 차이가 남을 알 수 있었으며, 기업지배구조등급이 좋은 기업이 기업가치에 양(+)의 영향을 미침을 알 수 있었다.

셋째, 조세회피, 현금보유, 기업가치의 변수들의 전체적인 연관성을 알아보기 위하여 경로분석을 실시하였으며, 본 연구에서는 기업지배구조에 따라 이러한 관계가 어떻게 달라지는지를 보고자 하였으므로 기업지배구조 등급에 따라 표본을 구분하여 조세회피, 현금보유, 기업가치의 변수의 경로분석을 실시하였다. 분석결과, 지배구조가 좋은 기업의 경로분석의 경우에는 각 경로가 거의 유의미함으로서 조세회피, 현금보유, 기업가치의 관계가 유의함을 알 수 있었다. 그러나 기업지배구조가 나쁜 기업의 경로분석 결과 유의하지 않은 경로가 존재하거나, 유의성이 낮아짐을 알 수 있었다. 특히 기업지배구조등급을 사용한 분석에서는 기업지배구조가 좋은 기

업과 나쁜 기업의 경로에 확연한 차이가 나타남을 확인할 수 있다. 즉, 기업지배구조에 따라 조세회피, 현금보유, 기업가치의 관계가 달라짐을 알 수 있었다.

본 연구의 의의 및 공헌점은 다음과 같다.

첫째, 조세회피가 현금보유에 미치는 영향을 대리인 관점에서 분석함으로써 조세회피와 관련된 연구를 확장하였다고 볼 수 있다.

둘째, 조세회피, 현금보유 그리고 기업가치를 동시에 고려하여 이들 변수간의 관계를 살펴보았다. 지금까지 조세회피와 관련된 대다수의 연구들이 조세회피가 기업가치에 미치는 직접적인 영향을 살펴보았지만 현금보유를 매개로 하여 기업가치에 영향을 미치는지를 살펴본 연구는 없었다.

셋째, 기업지배구조가 조세회피, 현금보유, 기업가치에 영향을 미친다는 선행연구들을 근거로 기업지배구조에 따라 이들 변수간의 관계가 어떻게 달라지는지를 분석하였다.

넷째, 기업지배구조를 측정하는 대용변수로 외국인지분율, 재벌로 사용하고 추가적으로 기업지배구조원에서 제공하는 기업지배구조등급을 사용하여 분석하였다. 기업지배구조등급은 한국기업지배구조 개선지원센터에서 여러 가지 평가 기준을 사용하여 매년 측정하여 발표하는 등급으로서 자료의 접근이 용이하고 공개되어 있는 정보이므로 자본시장의 정보이용자들이 객관적으로 사용할 수 있는 자료이다. 이러한 자료를 본 연구의 분석에 사용하고 그 결과를 제시함으로써 기업지배구조등급 또한 기업지배구조를 평가하는 변수로 사용할 수 있는 변수임을 제시하였다.

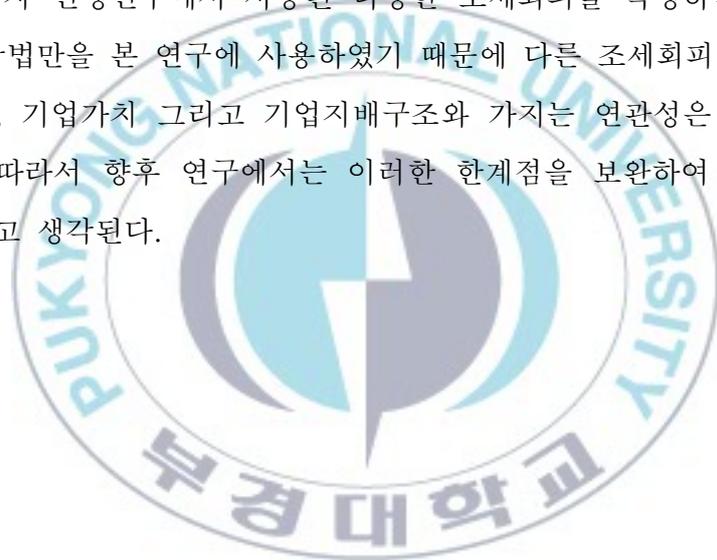
본 연구의 한계점은 다음과 같다.

첫째, 본 연구에서는 한국기업지배구조원이 제공한 기업지배구조등급을 사용하여 기업지배구조변수를 측정하고 다른 변수들 간의 관계를 검증함으로써 다른 연구들과 차별성이 있지만, 기업지배구조등급이 “보통” 이상으

로 책정된 기업들 중 상당 비율을 금융업이 차지하고 있었기 때문에 본 연구에서는 금융업을 제외하고 분석할 수밖에 없었다. 따라서 차후 금융업종의 기업만을 대상으로 분석을 실시하여 기업지배구조와 기업가치의 관계를 검증해 보는 것이 필요하다고 생각된다.

둘째, 본 연구에서는 t년도의 조세회피가 영향을 미치는 현금보유와 기업가치의 측정을 당해 연도로 측정함으로써 조세회피의 단기적인 영향만을 고려하였다. 따라서 조세회피가 미칠 수 있는 장기적인 영향이 간과되었다고 판단된다. 이에 따라 향후 연구에서는 현금보유와 기업가치의 측정을 차기년도로 확대하여 연구해 볼 필요성이 있다고 생각된다.

셋째, 지금까지 선행연구에서 사용된 다양한 조세회피를 측정하는 방법 중에서 일부 방법만을 본 연구에 사용하였기 때문에 다른 조세회피 측정치들과 현금보유, 기업가치 그리고 기업지배구조와 가지는 연관성은 분석하지 못하였다. 따라서 향후 연구에서는 이러한 한계점을 보완하여 연구할 필요성이 있다고 생각된다.



## 참 고 문 헌

- 강정연(2012), 기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향, 한양대학교 박사논문
- 고윤성(2006), 조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구, 연세대학교 박사논문
- 고윤성·김지홍·최원욱(2007), 조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구, 세무학연구 제 24권 제 4호 : p. 9-40
- 권대현·최종학·신재용·현정훈(2012), 지배주주-소액주주 간 대리인문제가 이사회 및 감사위원회 특성에 미치는 영향, 회계학연구 제 37권 1호 : p. 121-155
- 권순창·강영옥·김창훈·김정환(2009), 조세회피와 기업특성에 관한 분석, 국제회계연구 제 26집 : p. 189-210
- 김광윤·김상준(2005), 기업지배구조와 법인세유연화, 세무학연구 제 22권 제 4호 : p. 63-86
- 김미형(2007), 기업의 지배구조와 현금보유의 가치, 한국경영교육학회 : p. 27-44
- 김병곤·김동욱(2008), 한국기업의 지배구조가 자본구조와 기업가치에 미치는 영향 : 패널자료를 이용한 2SLS 방법을 응용하여, 재무관련 5개 학회 공동학술연구발표회
- 김은주·박미영(2012), 조세회피와 감사품질이 자기자본비용에 미치는 영향, 한국국제회계학회 춘계학술대회발표논문집 : p. 371-393
- 박순홍·연강흠(2009), 대리인문제가 현금보유의 가치에 미치는 영향에 관한 연구, 재무관리연구, 제 26권 제 4호 : p. 1-34
- 박종국·김혁(2005), 대규모기업집단의 소득이전과 조세부담, 한국회계학

- 회 2005년도 하계학술발표대회 발표논문집, p. 1033-1065
- 박종일 (2004), 이사회 의 구성 과 기업가치, 한국회계학회 동계학술발표논문  
문
- 박종일 · 김완희 (2006), 이사회 의 구성 과 기업가치, 회계정보연구, 제 24  
권 제 1호 : p. 91-123
- 빈기범 · 서은숙 · 송민규 (2007), 기업 현금성 자산 보유가 기업가치에 미  
치는 영향, 한국경제연구, 제 19권 : p. 5-37
- 서윤석 · 김영산 · 배기홍 · 조명현 · 조성욱 (2002), 한국 기업 지배구조의  
현황과 개선방향 연구, KOREI
- 손평식 (2008), 기업지배구조와 경영성과간의 관계에 대한 실증연구, 산업  
경제연구, 제 21권 제 2호 : p. 1061-1083
- 손평식 (2010), 기업지배구조와 기업가치와의 관계분석 -기업지배구조지  
수를 이용-, 산업경제연구 제 23권 제 3호 : p. 1443-1465
- 신민식 · 김수은 (2010), 기업의 소유구조와 현금보유간의 관계, 재무관리  
연구 제 27권 제 1호 : p. 89-120
- 신민식 · 김지영 · 전승훈 (2011), 기업의 레버리지가 현금보유에 미치는 비  
선형적 영향, 경영교육연구 제 26권 제 2호 : p. 271-292
- 오정택 · 김영화 (2010), 기업소유구조와 조세회피, 조세연구 제 10-2집 :  
p. 191-220
- 오준석 · 신성민 (2011), 외국인 투자기업의 특성 및 소유구조가 조세회피  
에 미치는 영향, 조세학술논문집 제 27집 제 2호 : p. 59-84
- 윤봉한 · 오재영 (2005), 기업지배구조와 기업성과 및 기업가치 : 한국상장  
기업에 대한 실증연구, 증권학회지, 제 34권 제 1호 : p. 227-263
- 이성모 (2012), 기업지배구조지수가 기업가치 및 성과에 미치는 영향에 대  
한 연구, 중앙대학교 석사학위논문

- 이세인(2010), 미국기업지배구조의 시대적 변천, 전남대학교 법학논총, 제 30집 제 2호 : p. 199-217
- 이하용(2007), 국내 기업의 현금보유액 결정요인과 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구, 서강대학교 석사논문
- 임경목·최용석(2007), 기업의 현금보유 패턴 변화 및 결정요인에 대한 연구, 한국개발연구, 제 29권 제 2호 : p. 75-116
- 임동욱(2008), 기업지배구조가 현금성 자산 보유 및 기업가치에 미치는 영향, 한국외국어대학교 석사논문
- 장승욱·안승철·이상휘·박지윤(2011), 현금보유의 변화가 기업가치에 미치는 영향, 경영교육논총 : p. 495-515
- 전주성(2011), 조세회피와 기업가치 : 지배구조의 역할을 중심으로, 재정학연구, 제 4권 제 4호 : p. 59-85
- 정용수·이윤원·조용언(2011), 기업지배구조가 세무신고 공격성에 미치는 영향, 세무학연구, 제 28권 제 2호, p. 9-40
- 주간금융브리프(2012), 한국금융연구원, vol.21, no. 15 : p.20-21
- 최수미(2008), 현금보유의 결정요인과 가치평가, 회계연구, 제 13권 제 2호 : p. 1-21
- 최원욱·장금주(2011), 계속 감사기간과 감사인 규모가 개발비의 가치관련성에 미치는 영향에 관한 연구, 세무와 회계저널, 제 12권 12호, p. 9-42
- 최학삼(2007), 기업지배구조가 조세회피행위에 미치는 영향, 한국전산회계학회 추계학술발표대회 : p. 1-21
- 황선웅·김종상(2007), 주식가치와 기업지배구조간의 상호관련성에 관한 실증연구, 재무관리논총 제 13권 제 1호 : p. 19-46
- Baron, R. M. and D. V. Kenny(1986), The moderator-mediator

variable distinction in social psychological research :  
conceptual strategic, and statistical considerations, *Journal of  
Personality and social psychology*, 51(6), p. 1173–1182

Beasley, M.(1996), An emperical analysis of the relationship  
between the board of director composition and financial  
statement fraud, *The Accounting Review*, 71(4) : p. 443–465

Black, B., H. Jang, and W.(2003), Does Corporate Governance  
affect Firms Market value? Evidence from Koea, Stanford  
and Economics Olin Working paper No.237

---

\_\_\_\_\_ (2006), Does Corporate Governance  
affect Firms` Market Value? Evidence from Korea, *Journal of  
Law, Economics and Organization*, 22(2) : p. 366–413

Bushman, R., and A. Smith.(2001). “Financial Accounting  
Information and Corporate Governance.” *Journal of  
Accounting and Economics*, 32(1–3) : p. 237–333.

Chen, Y., Huang, S., Pereira, R., Wang, J.,(2011), Corporate TAX  
Avoidance and Firm Opacity, Unpublished Working Paper,  
University of Missouri

Crocker, K. J and Slemrod, Joel B.(2004), Corporate Tax Evasion  
with Agency Costs, Working Paper No. w10690

Desai M.,A., Dyck, and L. Zingales,(2004), Theft and taxation,  
Unpublished Working paper.

Desai, M. A., and Dharpala. D.(2005), Corporate tax avoidance  
and firm value, Working paper.

---

\_\_\_\_\_ (2006), Corporate tax avoidance  
and high powered incentives, *Journal of Financial Economics* :

p. 145–179

- Dhaliwal, D. S., et al.(2011), Corporate Tax Avoidance and the Valuation of Firm Cash Holdings, Working paper.
- Dyreng, S., M. Hanlon and E. Maydew (2008), Long–run Corporate Tax Avoidance, *The Accounting Review*, 83(1), 61–82
- Easterbrook, F. H.(1984), "Two Agency–Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, 74 : p. 650–659.
- Fama, Eugene F.(1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88 : p. 287–307
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. schipper(2004), Costs of Equity and Earnings Attributes, *The Accounting Review*, 79(4) : p. 967–1010
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick(2003), Corporate Governance and Equity Price, *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), p. 107–155
- Graham, J. R. and Tucker, A. L.(2006), Tax Shelters and corporate debt policy, *Journal of Finance Economics* : p. 563–594
- Guney, Y., A. Ozkan. and N. Ozkan.(2007), International Evidence on the Non–Linear Impact of Leverage on Corporate Cash Holdings, *Journal of Multinational Financial Management*, 17 : p. 45–60
- Harford, J., Mansi, S., Maxwell, W. (2008), Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US, *Journal of Financial Economics*, 87 : p. 535–555

- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 : p. 305–360.
- Jensen, M.(1986), Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 76(2) : p. 323–329
- Klassen. K. H.,(1997), The Impact of Inside Ownership Concentration on the Trade-off Between Financial and Tax Reporting, *The Accounting Review* 72(3) : p. 455–474
- Lintner, J.(1956), "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review*, 46 ; p. 97–113.
- Mikkelson, W., and M. Partch.(2003), Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33 : p. 335–359
- Morck, R. and A. Shelifer and R. W. Vishny(1988), Management Ownership and Market Valuation, An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20 : p. 293–315
- Myers, S. C. and N. S. Majuluf(1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13(2) : p. 187–221
- Myers, S., Raghuram, R. (1998), The Paradox of Liquidity, Unpublished Working Paper Center for Research in Security Prices, Graduated School of Business, University of Chicago

- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson(1999), The determinants and implications of corporate cash holdings, *Journal of Financial Economics*, 52(1) : p. 3-46
- Ozkan. A & N. Ozkan.(2004), Corporate Cash Holding : An Empirical Investigation of U. K. Companies, *Journal of Financial Economics*, 28 : p. 2103-2134
- Pinkowitz, L. and Williamson(2003), What a Dollar Worth? The Market Value of Cash Holdings, Working paper
- Rezaee, A. (2002), *Financial Statement Fraud : Prevention and Detection*, Wiley & Sons, Inc.
- Ross, S.(1977), The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, 8 : p. 23-40.
- Rozeff, M.(1982), "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research*, 5 ; p. 249-259.
- Shleifer, A. and R. Vishny(1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94 : p. 461-488
- 
- \_\_\_\_\_ (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, p. 737-783
- Sivikov. V.,(2005), Is Cash More Valuable for Constrained Firms, Working paper, Present in 2005 FMA Annual Meeting.
- Slemrod, Joel B.(2004), Optimal Taxation and Optimal Tax Systems, NBER Working Paper No. w3038

- Thomsen, S. and T. Pedersen(2000), Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies, Strategic Management Journal, 21(6) : p. 689-705
- Wilkie, P. and S. Limberg.(1993), Measurement Explicit Tax (Dis)Advantage for Corporate Taxpayers : An Alternative to Average Effective Tax Rates, The Journal of the American Taxation Association : p. 46-71



**Tax Avoidance, Cash Holdings and Firm Value  
: Focusing on Corporate Governance Structure**

**Kyung Bun Do**

**Department of Business Administration, The Graduate School,  
Pukyung National University**

**Abstract**

This paper examines the relation among tax avoidance, cash holdings and firm value focusing on corporate governance structure. The objective of this study is that (1)What is the relationship between tax avoidance and firm value?, (2)Does the corporate governance structure affect the relationship between tax avoidance and firm value?, (3)What is the relationship among tax avoidance, cash holdings and firm value?, (4)Does the corporate governance structure affect the relationship among tax avoidance, cash holdings and firm value?, (5)What is the relationship between tax avoidance and cash holdings?, (6)Does the corporate governance structure affect the relationship between tax avoidance and cash holdings?, (7)What is the relationship between cash holdings and firm value?, (8)Does the corporate governance structure affect the relationship between cash holdings and firm value?, (9)What is the relationship between Corporate governance structure and firm value?

The sample of this study includes companies listed on Korea stock market that reported annual financial statement and excluding financial firms over period from 2004 to 2011. Finally, using the 3,235 firm-year

data. To empirically evaluate each of hypothesis, sample construction started with observations from KIS-VALUE database, covering the time period 2004 through 2011.

Corporate tax avoidance relates to the firm's income by reducing the tax payments to the tax authority. Most of the companies want to maximize their income so they have interest and concern over the magnitude, determinants and the consequences of corporate tax avoidance. And tax avoidance entails cash exchange. Liquid assets such as cash can be very easily converted into private benefits by errant manager (Mayers and Rajan 1998). And Liquid asset is the opportunity to investigate the implications of agency theories. (Pinkowitz et al. 2006).

And the corporate's ownership and control are separated by shareholders and manager.

Therefore, it is important to consider the corporate governance structure with tax avoidance and cash holdings. Prior study note that corporate governance structure plays a significant role in determining cash holdings and firm value.

The agency perspective of tax avoidance suggests that tax avoidance may not always be desired by shareholders because the combined costs, So, this paper evaluate this agency perspective of tax avoidance in relation to tax avoidance and firm cash holdings and firm value.

Follow the extant research, this analysis uses 3 different measures of tax avoidance. First measure of tax avoidance is the firm's traditional effective tax rate (ETR). It used normally, but it has weakness that it is based on annual data. Tax expense is composed of the sum of current and deferred tax expense. Deferred taxes will be paid in the future, so effect tax rate does not reflect the deferred taxes. To supplement ETR's weakness, use the follow measures. Second measure is the accumulated

effective tax rate(AETR)(Dyrenge et al. 2008). Sum a firm's total taxes over five and ten year periods and divide that by the sum of its total pretax income over the same five and ten year period. Third measure is the cash effective tax rate(CETR). The cash taxes paid includes actual taxes paid during the year rather than taxes paid on the year's income.

And in this paper corporate governance structure measured by foreign ownership and Chaebol. Chaebol is unique style of South Korean form of business conglomerate. Additionally I use 「corporate governance structure grade」 which is provided by Korea Corporate Governance Service(KCGS) as proxy of corporate governance structure.

Cash is measured by taking the log of the ratio of cash and marketable securities to total asset. And Firm value is measured by Tobin's Q and MB ratio. Other variables as leverage, size, dividend, ROA, MB ratio, Big 4, BETA is include to control the effect to dependent variable.

The results of this study are as follows : (1) There is negative and significant coefficient between tax avoidance and firm value when I use the AETR and ETR. But when I use CETR, it does not indicate significant. (2) Cash holdings plays as mediate variable between tax avoidance and firm value. (3) There is negative and significant coefficient between tax avoidance and cash holdings, (4) There is positive relation between cash holdings and firm value. And there is non-linear relationship. (5) The relationships of (1)~(4) are changed by considering the corporate governance structure. (6) There is positive relationship between corporate governance structure and firm value.

The results of this study contribute to the literature in the following ways. First, it is first time of try to evaluate the relationship among tax avoidance, cash holdings and firm value using path analysis. Second, I find there is negative relationship between tax avoidance and cash

holdings. It means tax avoidance enables rent extraction and it is the results of agency problem. Third, In this paper I use the Corporate Governance Structure Grade, it has difference with other paper. Fourth, I find there is non-linear relationship between cash holdings and firm value, it means normal cash holdings have a positive effect on the firm value but excessive cash holdings have a negative effect on firm value.

