The Effect of Market Uncertainty on Corporate Tax Avoidance*
시장 불확실성이 기업 조세회피 전략에 미치는 영향

Gun Lee(First Author)
Accounting Department, Changwon National University
(*gunlee@changwon.ac.kr*)
Jae Eun Shin(Corresponding Author)
School of Industrial Management,
Korea University of Technology & Education(KOREATECH)
(*jeshin@koreatech.ac.kr*)

This study examines the relationship between market uncertainty and tax avoidance. We can make two distinct predictions on how uncertainty affects tax avoidance. On the one hand, uncertainty increases the precautionary motive of holding cash, and managers may increase the level of tax avoidance as a way of reducing cash outflow. On the other hand, uncertainty increases the value of waiting to invest and from the point of view that tax avoidance strategy is one of many alternative investment strategies, managers may decrease the level of tax avoidance under uncertainty. We empirically examine how uncertainty affects tax avoidance and further examine firm value implications of tax avoidance. Using 9,687 firm-year observations for the period from 2005 to 2020, we provide evidence that managers reduce the risky and aggressive forms of tax avoidance under uncertainty, and that the negative effect of aggressive tax planning on firm value is mitigated.

Key Words: Market uncertainty, VKOSPI, Tax avoidance, Firm value

Ⅰ. 서 론

본 연구에서는 시장 불확실성이 기업의 조세회피 전략에 미치는 영향을 살펴보고자 했다. 대부분의 선행연구에서는 기업의 의사결정에 미치는 요인들로 다양한 기업 특성(예를 들어, 기업 규모, 부채 현황, 지배구조, 주식 소유현황 등) 또는 경영자 특성(예를 들어, 경영자 보상, 경영자 지분, 경영자 능력 등)을 살펴본 반면, 최근의 몇 개 연구를 제외하고는 외부 환경적 요인에 따라 달라지는 기업 의사결정을 고려하지 않고 있다. 같은 기업 특성을 지닌다 할지라도 혹은 같은 경영자에 의해 운영되더라도 시기별로 동일한 의사결정 유인을 지닐 것으로 기대하기는 어렵다. 현대의 복잡한 경제적 상황 및 경영 환경 속에서 상대적으로 불확실성이 높은 시기의 경우 그렇

Submission Date: 09. 14. 2021 Revised Date: (1st: 02. 07. 2022) Accepted Date: 02. 23. 2022
* This paper was supported by the new professor research program of KOREATECH in 2022.

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION
This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

지 않은 안정적인 시기와는 다른 의사결정을 할 것으로 예상할 수 있다.

시장 불확실성은 투자자나 기업 경영자의 다양한 의사결정에 영향을 미치게 된다. 투자자의 입장에서는 투자자들이 기본적으로 지닌 불확실성 기피 성향에 의해 불확실성이 높은 환경에서 안 좋은 뉴스가 발표되는 경우, 좋은 뉴스가 발표되는 경우에 비해 강한 반응이 나타난다는 비대칭성이 제시되었다(Epstein & Schneider, 2008; Williams, 2015). 이는 투자자들이 불확실성 하에서 부정적인 뉴스에 대한 가중치를 높여 보수적으로 행동하는 것을 의미한다. 기업 경영자의 입장에서도 불확실성이 높은 시기에는 투자 의사결정이나 자본시장에 대한 정보 제공 등에 있어 보수적으로 접근하며, 비용을 줄이고자 한다. 선행연구에서는 불확실성 높은 시기에 경영자들이 투자나 고용을 감행하기보다 불확실성이 해소될 때까지 기다리고자 하며, 이로 인해 불확실성 하에서 기업 투자나 고용, 광고 지출 등이 줄어드는 증거를 제시했다(Julio & Yook, 2012; Gulen & Ion, 2016; Stein & Stone, 2013). 또한, 시장 불확실성 하에서 경영자들은 미래 예측성 정보(forward-looking information)를 발표하는 것에 대해 보다 큰 부담을 느끼게 됨에 따라 경영자 이익예측치 발표를 줄이는 결과가 제시되었으며, 감사 보수 협상 측면에서는 기업(피감사기업)이 감사인으로 하여금 불확실성에 따르는 경제적 고통을 분담하도록 요구함에 따라 감사인이 받는 감사보수가 줄어든다는 결과가 나타났다(Kim et al., 2016; Chen et al., 2019).[1] 본 연구에서는 기업 경영자의 여러 의사결정 중 조세회피 전략이 시장 불확실성에 따라 어떻게 달라지는지 살펴보고, 나아가 조세회피가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

본 연구에서 사용하는 조세회피의 개념은 기업이 조세를 줄이기 위해는 하는 모든 행위를 일컬으며, 불확실성이 조세회피에 미치는 영향에 대해서는 두 가지 상반된 예측이 가능하다. 한 편으로는 경영자가 불확실성이 높은 상황에서 현금 확보를 늘리는 수단으로 조세회피를 이용할 수 있다. 불확실성 하에서 기업은 예상치 못한 갑작스러운 현금지출에 대비하고자 하는 예비적 동기(precautionary motive)의 현금보유의 유인을 지니게 되는데, 조세회피가 직접적인 반대급부 없이 현금유출의 감소를 가져온다는 점에서 불확실성 하에서 기업은 조세회피 성향을 높일 것으로 예상할 수 있다(Keynes, 1937; Baum et al., 2004; Nguyen & Nguyen, 2020). 하지만 다른 한편으로는, 조세회피 전략이 효익과 비용을 동반하는 투자 전략(investment opportunities)의 하나라는 관점에서 기업이 높은 불확실성 하에서 위험을 수반하는 조세절감 행위 또한 줄일 것으로 기대할 수 있다. 선행연구에서는 실물옵션기반 투자이론(real options-based investment framework)에 따라 외부 불확실성이 높은 시기에 기업 경영자들이 "wait-and-see" 하는 성향을 보이며, 해당 시기에 투자를 줄인다는 결과를 제시했다(Julio & Yook, 2012; Stein & Stone, 2013; Gulen & Ion, 2016). 또한, 시장 불확실성이 커짐에 따라 경영자들이 미래 예측성 정보 제공을 줄이고 회계처리의 보수성을 높인다는 선행연구의 결과는 모두 기업 경영자들이 추후 발생할 수 있는 소송이나 법적 규제에 대한 위험을 줄이고자 불확실성 하에서 보수적인

1) Kim et al.(2016)과 Chen et al.(2019)는 시장 불확실성 측정치로 CBOE(Chicago Board Options Exchange)에서 산출하는 VIX(Volatility Index)를 사용했다.

의사결정을 한다는 증거를 제시한다(Kim et al., 2016; Hwang & Choi, 2020). 조세회피 행위의 스펙트럼은 안전한 전략(절세)에서 사후 위법인 것으로 판정되는 위험한 전략(탈세)을 모두 포함하는데, 기업 경영자들이 불확실성 하에서 위험한 형태의 조세회피 행위를 줄인다면 시장 불확실성하에서 기업 조세회피 수준이 줄어들 것이라는 예상도 가능하다. 본 연구에서는 조세를 경감하는 행위 중 일부는 위험을 동반하는 투자 전략으로 볼 수 있다는 관점 하에 후자의 결과를 예상했다.

나아가, 본 연구에서는 불확실성 하에서 조세회피가 줄어든다면 안전한 형태의 전략이 아닌 사후적으로 위법인 것으로 판정되어 기업 이미지의 손상이나 평판 하락, 주가 하락 등을 가져올 수 있는 위험한 형태의 조세회피 행위를 줄일 것으로 예상했다. 이처럼 불확실성 하에서 사후적 세금 추징의 가능성이 높거나 대리인비용을 동반하는 복잡한 형태의 조세회피 전략을 줄인다면 우리나라 기업에서 나타나는 조세회피와 기업가치 간의 부정적인 관계가 완화될 것으로 예상했다.

실증연구에 있어서는 2005년부터 2020년까지 유가증권 및 코스닥 시장에 상장된 9,687개 기업-연도가 표본으로 사용됐다. 불확실성 측정치로는 한국거래소에서 발표하는 변동성지수인 VKOSPI를 이용했다. 변동성지수는 옵션가격에 내재된 기초자산의 미래 변동성에 대한 시장 기대치를 나타내는 지수로, 옵션 가격을 이용함으로써 투자자들이 기대하는 향후 변동성을 측정한다는 점에서 미래지향적인(forward-looking) 특징을 지니고, 이는 기존 많은 재무연구에서 사용한 역사적 변동성(historical volatility) 지표인 주가변동성과는 다르다.[2] VKOSPI가 높을수록 향후 주가 등락폭이 클 것으로 투자자들이 예상한다는 것을 의미하며 최근의 많은 연구에서는 변동성지수를 시장 불확실성의 지표로 사용하고 있다(Chen et al., 2019; Kim et al., 2016; Williams, 2015; Bonsall Ⅳ et al., 2020). 조세회피 측정치로는 현금 유효법인세율과 장부상 유효법인세율을 사용했다.

분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 시장 불확실성과 조세회피 수준 간에 음(-)의 관계를 보임으로써 불확실성이 높을 때 경영자들이 "wait-and-see"하려는 성향이 조세회피 전략에서도 나타남을 제시했다. 둘째, 불확실성이 낮을 때 조세회피 수준과 기업가치 간에 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타나지만, 불확실성이 높을 때는 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 사라지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 불확실한 환경에서 기업 경영자들이 공격적이고 위험한 성격의 조세회피를 줄임으로써 조세회피가 기업가치에 갖는 부정적인 영향이 사라지는 것으로 해석된다.

본 연구는 다음과 같은 차별적 공헌점을 지닌다. 첫째, 본 연구는 불확실성이 가져오는 영향에 대한 선행연구를 확장시켰다는 점에 의의를 지닌다. 선행연구에서는 불확실성이 높을 때 기업 경영자들이 투자 및 고용을 줄이고 보수적 회계처리의 정도를 높이는 결과를 제시했다(Stein & Stone, 2013; Hwang & Choi, 2020). 본 연구에서는 이에 대한 연장선 상에서 기업의 다양한 의사결정 중 조세회피 전략에 초점을 맞춰 실증분석을 수행했다. 구체적으로, 단순히 조세절감으로 인한 현금유출 감소만 고

2) VKOSPI는 KOSPI 200 옵션에 내재된 30일간 KOSPI 200 지수의 변동성에 대한 투자자의 기대치를 나타내며 미국 VIX(Volatility Index)에 대응하는 변동성지수이다. 변동성지수는 일반적으로 기초자산의 상승 구간에서보다 하락 구간에서 높은 값을 가지며 하방위험에 대한 공포심리가 반영되기 때문에 투자자 공포지수(investor fear gauge)라고도 불린다.

려하면 불확실성 하에서 조세회피 수준이 증가할 것으로 예상할 수 있으나, 조세회피 전략이 리스크를 동반한다는 측면에서 불확실성과 조세회피 수준 간의 관계는 실증적인 문제이다. 불확실성과 조세회피 간 음(-)의 관계를 보임으로써 불확실성하에서 기업 경영자들이 보수적인 접근에 따라 조세회피의 수준을 낮추는 증거를 제시했다. 둘째, 본 연구는 조세회피가 기업가치에 갖는 영향이 시기적으로 달라지며, 그 요인으로 시장 불확실성을 제시하고 있다. 조세회피와 기업가치 간의 관계는 많은 국내외 선행연구에서 다루고 있다(Desai & Dharmapala, 2009; Kang & Ko, 2014; Kim & Ko, 2016 외 다수). 특히, Desai & Dharmapala(2009)에서는 조세회피와 기업가치 간에 일반적으로는 유의한 관계가 발견되지 않으나 기업지배구조가 효과적으로 작동하는 경우 조세회피가 동반하는 비조세비용이 줄어들어 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 결과를 제시했다. 본 연구에서는 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 기업별 기업지배구조 뿐 아니라 시기적 불확실성 수준에 따라 달라지는 결과를 보였으며, 이는 학계를 넘어 투자자 및 기업분석가, 감독당국 등에 시사점을 줄 것으로 기대한다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 2장은 불확실성에 따른 영향 및 조세회피에 관한 선행연구를 정리하고 가설을 설정한다. 3장은 본 연구의 가설을 검증하기 위한 모형과 표본에 대한 설명을 하고, 4장은 본 연구의 실증 분석 결과를 제시하며, 마지막으로 5장은 본 연구의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

2.1 불확실성에 따른 영향

본 연구에서 살펴보는 불확실성은 Knight(1921)에서 제시한 정의로, 기존 재무 연구에서 가격 결정 요인으로 다룬 위험(risk)과는 다르다. 위험이 계량가능한(measurable) 개념임에 비해, 불확실성(uncertainty)은 계량이 불가능(immeasurable)하며, Ellsberg(1961)의 실험연구에 따르면 개개인들은 두 개념을 구분해 의사결정을 내리는 것으로 나타났다.[3] 또한, 본 연구에서의 시장 불확실성은 투자자들이 기대하는 향후 주식시장의 변동성으로, 개별 기업의 일별 주식가격 등락으로 측정되는 주가변동성(stock price volatility)이나 주별 주식수익률의 음(-)의 왜도(negative conditional skewness)로 측정되는 주식폭락위험(stock price crash risk)과는 다르다.

선행연구에서는 불확실성에 따른 영향으로 크게 (1)투자자의 이익 발표에 대한 반응과 (2)기업 경영자의 투자 의사결정을 살펴봤다(Chen et al., 2019). 먼저 투자자의 행동 측면에서는 불확실성이 높아지는 시기에 안 좋은 뉴스가 발표되는 경우, 투자자들이 최악의 상황(worst-case scenario)을 산정해 의사결정을 내린다는 증거가 제시되었다(Ellsberg, 1961; Epstein & Schneider, 2008). Epstein & Schneider(2003)은 불확실성 기피 성향의 개개인들이 불확실성 하에서 최악의 상황에서의 효익을 극대화하는 것(maximin expected utility)처럼 행

3) Keynes(1937)의 표현에 따르면, 위험(risk)은 룰렛을 돌리는 것과 같이 결과에 대한 가능성을 계산할 수 있는 반면, 불확실성(uncertainty)은 전쟁 발발 여부나 미래 이자율의 방향성 등과 같이 과학적 근거를 이용해 가능성을 계산할 수 없다.

동한다고 제시했으며, Epstein & Schneider(2008)는 불확실성 하에서 안 좋은 뉴스(bad news)가 발표되는 경우, 좋은 뉴스(good news)가 발표되는 경우에 비해 강한 반응이 나타난다고 제시했다. Williams(2015)와 Bird & Yeung(2012)는 기업 이익 발표 시점에서의 투자자 반응을 살펴봄으로써 불확실성이 높아지는 시기에 이익 발표가 이루어지는 경우, 부정적인 이익 발표에 대해 긍정적인 이익 발표에 대해서보다 투자자 반응이 커지는 비대칭적 투자자 행태를 제시했다. 또한, Bonsall IV et al.(2020)는 시장 불확실성이 높아질 때 투자자들의 기업 재무 정보에 대한 수요가 높아짐에 따라 정보 매개체(information intermediary)인 미디어에서 이익 발표에 대한 뉴스 기사를 양적으로 늘린다는 결과를 보였다.

또한, 기업의 다양한 전략을 계획하고 수행하는 주체가 기업의 경영자임을 감안할 때, 불확실성 하에서 기업의 주된 의사결정 또한 달라질 것으로 예상할 수 있다. 불확실성이 기업 경영자 행동에 미치는 영향을 살펴본 연구로는 직접적인 투자나 고용 측면에서 불확실성이 높을 때 기업 경영자들이 당장 투자를 실행하기보다는 상황을 관망하여 의사결정에 유연성을 확보하고자 하는"wait-and-see"경향을 보인다는 증거가 제시되었다(Julio & Yook, 2012; Gulen & Ion, 2016; Stein & Stone, 2013). Julio & Yook(2012)은 대선(national elections) 직전에 기업 투자 수준이 줄어드는 결과를 보임으로써 정치적 불확실성(political uncertainty) 하에서 기업이 투자를 보류하는 증거를 제시했으며, Gulen & Ion(2016)은 정책적 불확실성(policy uncertainty)이 높을수록 기업 투자가 감소하며, 특히 투자의 비가역성(irreversibility) 정도가 높을수록 이러한 음(-)의 관계가 강화되는 결과를 보였다. 또한, Stein & Stone(2013)은 내재변동성(implied volatility)으로 측정되는 시장 불확실성이 투자, 고용, 그리고 광고지출을 줄이는 결과를 제시했다.[4] 이러한 결과는 불확실성하에서 투자를 지연시키는 효익(benefits from delaying investment)이 커진다는 실물옵션 이론(real options theory)과 일관된다. 이 외에 Kim et al.(2016)에서는 시장 불확실성 하에서 경영자들이 미래 예측성 정보(forward-looking information)를 발표하는 것에 대해 보다 큰 부담을 느끼게 됨에 따라 경영자 이익예측치가 줄어드는 결과를 제시했고, Chen et al.(2019)는 감사인의 측면에서 시장 불확실성이 높을 때 피감사기업의 가격 협상력이 높아짐에 따라 감사수수료가 낮아진다는 결과를 제시했다.

시장 불확실성에 따른 투자자 및 기업 경영자의 행동을 다룬 국내연구로는 최근 Shin & Cho(2021)에서 불성실공시법인 지정이라는 이벤트에 대해 불확실성이 높아지는 시기에 이루어지는 경우, 불확실성이 낮아지는 시기에 이루어지는 경우와 비교해 부정적인 투자자 반응이 강화되는 것을 보였다. 해당 논문에서는 불성실공시법인으로 지정되는 것에 대해 투자자들은 기업 공시의 신뢰도나 경영자의 의도에 대해 의구심을 갖게 되며, 이러한 투자자 걱정과 의심은 불확실성 하에서 증폭되는 것으로 해석했다. 또한, 기업 경영자의 의사결정 측면에서 Hwang & Choi(2020)에서는 시장 불확실성이 높아질 때 향후 발생 가능한 소송 및 법적 제재의 위험을 줄이고자 기업의 보수적 회계처리의 정도가 높아진다는 증거

4) Stein & Stone(2013)에서는 불확실성이 투자, 고용, 광고 지출을 감소시키는데 비해, R&D 지출은 증가시킨다고 제시하며, R&D 지출에 대해 투자와 반대 방향의 결과가 나오는데 대해 R&D 지출이 지닌 기술적 불확실성(technical uncertainty)과 투자에 따른 성과가 나타나기까지의 긴 기간(long lags)을 제시했다.

를 제시했다. 하지만 외부적 환경적 요인에 따른 차별적 기업 의사결정에 대해 분석한 국내연구는 아직 부족한 실정이다.

2.2 조세회피의 효익과 비용 및 기업가치에 미치는 영향

본 연구에서 사용하는 조세회피의 개념은 기업이 조세를 줄이기 위해는 하는 모든 행위를 일컬으며, 일반적으로 세 가지 종류로 나눌 수 있다(Kwag, 2001; Ki, 2012). 첫 번째는 절세로, 세법에 규정된 공제와 감면 규정을 이용한 명백하고 합법적인 조세부담 경감행위이다. 두 번째는 피세로, 불법적이지는 않지만 입법 취지에 맞지 않게 편법을 사용하거나 세법상의 불분명하고 모호한 영역이나 해석상의 허점을 이용해 조세부담을 줄이는 행위이다. 마지막으로 탈세는 불법적인 조세부담 경감행위로 사후적으로 과세당국에 의해 탈세인 것으로 판단되는 경우 세금 추징 및 가산세가 따르게 된다.

기업의 입장에서 조세는 여러 가지 비용 중 하나며, 공격적인 조세회피 전략을 수행한다면 기업의 세후순이익과 세후현금흐름 모두 증가하기 때문에 기업 경영자는 조세부담을 경감하고자 하는 유인을 지닌다. 특히, 조세회피는 절감한 세금만큼 기업 내부적으로 활용할 수 있는 현금이 늘어남을 의미한다. Mills et al.(1998)에서는 조세절감을 위해 드는 비용 $1에 대해 $4에 해당하는 명시적 조세부담(explicit tax liabilities) 절감 효과가 있음을 보였고, Edwards et al.(2016)은 재무적으로 제약된 기업의 경우 공격적인 조세회피 전략을 수행함으로써 현금을 내부적으로 확보하고자 한다는 증거를 제시했다.

하지만 조세회피가 현금흐름의 증가를 가져오는 효익만 있는 것은 아니다. 공격적인 조세전략을 계획하고 실행하기 위해서는 회계사나 변호사에 상당한 수수료를 지급해야 하며, 그 외 직원들 또한 감사나 세무조사에 대비해 많은 시간을 투입해야 한다(Rego & Wilson 2012). 또한, 이러한 직접적인 비용 외에도 조세회피 행위는 사후적으로 위법 판정을 받아 세무 추징을 받고 기업 이미지가 훼손될 위험인 비조세비용(nontax costs)을 발생시킨다. 조세회피 전략 중 일부는 합법적인 범위 내에 있는지, 탈세의 범위에 있는지에 대해 추후 과세당국의 세무조사에 따라 밝혀지는데, 탈세로 적발되는 경우 기업의 미래 현금흐름이 오히려 악화될 뿐 아니라 기업의 이미지나 평판, 주가 반응 등에 악영향을 초래하게 되는 위험을 지닌다(Slemrod, 2004). Hanlon & Slemrod(2009)는 조세 피난처(tax shelter)를 활용하는 기업의 조세회피 뉴스에 대해 시장에서는 부정적인 주가반응을 보였으며, 여러 일화적 증거(anecdotal evidence)를 통해 시장에서 조세회피가 부적절하거나 부당한 것으로 인식됨을 제시하고 있다(Lee et al., 2021; Pegg, 2017; Elbra & Mikler, 2017).[5] 더불어, 조세회피가 복잡한 형태의 거래를 수반한다는 측면에서 대리인 비용을 발생시키고 경영자의 사적편익 추구 수단으로 사용될 수 있다(Slemrod, 2004). Kim et al.(2011)은 조세회피와 주가폭락위험(stock price crash risk) 간 양(+)의 관계를 보이며, 조세회피가 경영자로 하여금 기업에 대한 안 좋은 뉴스를 은폐(bad news

5) Hanlon & Slemrod(2009)에 의하면 조세피난처(tax shelter)를 활용해 조세를 절감하는 기업에 대해 시장에서는 "poor corporate citizens"로 평가한다.

hoarding)하는 수단 또는 정당성을 제공한다고 제시했다. 구체적으로, 해당 논문에서는 경영자가 기업의 안 좋은 뉴스를 은폐시키는 수단으로 복잡한 형태의 조세회피를 사용하며, 오랜 기간 누적된 부정적인 정보는 한계점을 넘기는 순간 일시에 시장에 전달되어 주가 폭락으로 이어진다고 해석했다.[6)]

앞선 논의에서 제시하는 바와 같이 조세회피 행위에는 효익(benefit)과 비용(cost)이 따르며, 선행연구에서는 조세회피에 따르는 효익과 비용의 상대적 크기에 따라 기업가치에 미치는 영향이 달라질 수 있음을 제시했다. Desai & Dharmapala(2009)는 기업지배구조를 고려하지 않는 일반적인 경우 조세회피와 기업가치 간 유의한 관계가 발견되지 않으나 기업지배구조가 우수한 기업에 대해서는 조세회피와 기업가치와 유의한 양(+)의 관계가 발견되는 것을 보고했다. 이는 기업지배구조가 효과적으로 작동하는 경우 조세회피가 동반하는 비조세비용이 줄어들어 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석된다. 국내 연구로는 Kang & Ko(2014), Ki(2012), 그리고 Kim & Ko(2016) 등에서 조세회피와 기업가치 간의 관계를 살펴봤다. Kang & Ko(2014)은 Desai & Dharmapala(2009) 결과와는 달리 우리나라의 경우 일반적으로 조세회피와 기업가치 간에 음(-)의 관계가 있음을 보였다. 나아가 해당 논문에서는 기업지배구조가 효과적으로 작동할수록 조세회피와 기업가치 간 부정적인 관계가 완화되는 증거를 제시했다. Ki(2012)는 조세회피 수준이 높은 기업의 경우 조세회피 수준이 낮은 기업과 비교해 기업가치가 낮은 것으로 나타났지만, 사회적 책임활동(CSR) 성과가 높은 기업의 경우 탈세 판정 위험이 높은 세무 전략보다는 안전한 형태의 세무 전략을 선호함에 따라 조세회피와 기업가치 간의 음(-)의 관계가 완화된다는 결과를 제시했다. Kim & Ko(2016) 역시 조세회피와 기업가치 간 유의한 음(-)의 관계를 제시했으며, 이러한 관계는 세무위험의 수준이 클수록 강화되는 결과를 보였다. 이처럼 조세회피와 기업가치 간 음(-)의 관계를 보인 국내논문은 우리나라의 경우 조세회피의 비조세비용이 조세절감 효과보다 크다는 증거를 제시한다.

본 연구에서는 시장 불확실성과 기업 조세회피 수준 간의 관계를 살펴보고, 시장 불확실성이 높을 때 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 시장 불확실성이 낮을 때와 비교하여 달라지는지 살펴보고자 한다.

2.3 가설의 설정

불확실성이 기업의 조세회피 성향에 미치는 영향에 대해 두 가지 상반된 예측이 가능하다. 한편으로는 경영자가 경영환경 불확실성이 높은 상황에서 현금 보유를 늘리고자 보다 공격적인 조세회피 전략을 수행할 유인이 있을 것으로 예상할 수 있다. 갑작스런 실적 악화 또는 신용경색이 발생하는 경우 내부 보유한 현금으로 문제를 해소할 수 있기 때문이다. Im et al.(2017)에서는 기업별 불확실성 지표를 이용해 불확실성이 높아질 때 보유현금의 가치가 높아짐을 보였으며, Baum et al.(2004)는 경제적 변동성이 커지는 상황에서 기업들이 보다 보수적인 관점에서 현금을 보유한다고 제시했다. Keynes(1937)에서는 예상치 못한 갑작스러운 현금지출에 대비하

6) Kim et al.(2011)에서 조세회피와 사후적(ex-post)으로 측정된 주가폭락위험 간의 관계를 살펴보았다면, 본 연구에서는 투자자들이 사전적(ex-ante)으로 예측하는 시장 불확실성과 조세회피 간의 관계를 살펴보았다.

기 위한 예비적 동기(precautionary motive)의 현금보유 유인을 지닌다. 불확실성 하에서 기업은 기존에 매출채권 등의 형태로 제공한 신용에 대해 수취가능성이 낮아지는데 비해, 금융기관에서는 기존의 대여금이나 신규 대여금에 대해 보다 엄격한 요구조건을 부여함에 따라 기업의 예비적 현금보유 동기가 커질 것으로 예상할 수 있다(Bloom, 2014; Baum et al., 2004). Nguyen & Nguyen(2020)은 미국 자료를 이용해 정책적인 불확실성(policy uncertainty)이 높은 경우 기업이 현금을 확보하고자 조세회피 성향을 높인다는 결과를 제시했다.[7] 조세회피가 내부적으로 자금을 확보할 수 있는 수단이 될 수 있다는 점에서 시장 불확실성 불확실성이 높은 상황에서 조세회피의 정도가 높아진다면 시장 불확실성과 조세회피 성향 간에 양(+)의 관계가 나타날 것으로 예상할 수 있다.

이에 비해 다른 한편으로는, 기업 경영자가 공격적인 조세회피 전략에 대해 미래 현금흐름을 오히려 악화시킬 수 있는 위험한 전략으로 여긴다면 불확실성이 높아짐에 따라 공격적인 조세회피 전략을 줄여, 보다 낮은 조세회피 성향을 가져올 것으로 예상할 수 있다. 조세회피 전략은 효익(benefit)과 비용(cost)을 모두 동반하며, 경영자는 효익과 비용의 상대적인 크기를 고려하여 의사결정을 내린다는 측면에서 조세회피 전략을 투자전략(investment opportunities) 중 하나로 볼 수 있다(Scholes & Wolfson, 1992). 경영자의 위험에 대한 보상(risk-based-incentives)이 많아질수록 기업은 보다 공격적인 조세 전략을 실행한다는 Rego & Wilson (2012)의 결과는 조세회피 전략이 리스크를 동반하는 투자전략의 일환이라는 관점과 일관된다. 기업 경영자들이 불확실성이 높은 환경에서 리스크를 동반하는 투자를 줄인다는 선행연구에 따라 불확실성이 높아지는 상황에서 기업이 감수하는 리스크를 줄이기 위해 조세회피 성향을 오히려 낮출 것이라는 예측이 가능하다(Julio & Yook, 2012; Stein & Stone, 2013; Gulen & Ion, 2016). 더불어, 불확실성이 투자자에 미치는 영향에 관한 선행연구에서는 투자자들이 불확실성 하에서 안 좋은 뉴스에 대해 평소 대비 강한 주가반응을 보인다는 결과를 제시했다(Williams, 2015). 조세회피 뉴스에 대해 음(-) 주가반응을 보인 선행연구는 투자자들이 기업의 공격적인 조세회피 행위에 대해 부정적인 시각으로 바라봄을 의미하며(Hanlon & Slemrod, 2009), 특히 불확실성 하에서 조세회피 관련하여 과세당국의 세무조사를 받는 등의 이슈가 발생될 경우 강한 시장페널티를 가져올 것으로 예상할 수 있다. 기업 경영자들이 불확실한 상황에서 감수하는 리스크를 줄이고 강한 부정적인 시장반응을 방지하고자 조세회피 성향을 낮춘다면 시장 불확실성과 조세회피 성향 간에 음(-)의 관계가 나타날 것이다.

본 연구에서는 불확실성 하에서 기업 경영자들이 공격적인 조세회피를 통해 현금을 비축하려는 유인과 보수적인 관점에서 "wait-and-see"하여 조세회피 성향을 낮추려는 유인 중 어떠한 것이 더 크게 작용하는지 실증분석을 통해 규명하고자 했다. 두 가

7) Nguyen & Nguyen(2020)에서 사용한 불확실성 지표는 정책적 불확실성 측정치인 EPU(economic policiy uncertainty)로 본 연구에서 사용하는 시장 불확실성 측정치인 VKOSPI와 차이가 있다. 구체적으로, Baker et al.(2016)이 개발한 EPU는 뉴스 기사에 대한 검색을 통해 다음의 세 가지 분류의 단어가 함께 사용된 기사를 추출함으로써 전체 기사 개수에서의 비중으로 정책적인 불확실성을 측정했다: "economic" 또는 "economy"; "uncertain" 또는 "uncertainty"; "congress", "deficit", "federal reserve", "legislation", "regulation", "white house"의 단어 중 한 개 이상.

지 상반된 예측이 가능함에 따라 다음과 같이 귀무가설 형태로 가설 1을 설정했다.

가설 1: 시장 불확실성은 기업의 조세회피 성향에 유의한 영향을 미치지 않는다.

나아가, 본 연구에서는 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 시장 불확실성에 따라 달라질 것으로 기대했다. 조세회피가 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 상반된 견해가 존재한다. 한편으로 조세회피가 많을수록 현금유출이 줄어들기 때문에 기업가치에 긍정적으로 작용할 수 있지만, 다른 한편으로 조세회피가 과세당국의 추적을 피하고자 복잡성과 모호성을 동반하는 경우에는 사후 적발 및 가산세 추징의 위험성과 주주와 경영자 간의 대리인비용을 증가시키고 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다(Balakrishnan et al., 2019; Kang & Ko, 2014). Balakrishnan et al.(2019)는 공격적 조세회피가 기업의 재무적 복잡성(financial complexity)을 높임으로써 기업 투명성을 악화시킨다는 증거를 제시했고, Kim et al.(2011)은 조세회피와 주가폭락위험 간 양(+)의 관계를 보임으로써 조세회피가 기업 경영자의 사적이익 추구(rent extraction) 및 안 좋은 뉴스의 은폐(bad news hoarding)를 돕는 도구나 정당성을 제공한다고 해석했다. 국내 자료를 이용한 선행연구에서는 대체적으로 조세회피와 기업가치 간 음(-)의 관계를 보임으로써 조세회피로 인한 비조세비용(non-tax costs)이 조세절감이라는 효익(tax savings)보다 큰 증거를 제시하고 있는 가운데, 기업지배구조가 우수할수록 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 줄어드는 것으로 나타났다(Kang & Ko, 2014; Kim & Ko, 2016). 이는 조세회피로 유보된 자원이 주주 부 극대화로 연결되지 않고 비효율을 초래하지만, 기업지배구조가 건전한 경우에는 위법성이 높은 조세전략을 채택하거나 자신의 사적편익 추구를 위해 조세회피를 사용하는 가능성이 낮아지는 것으로 해석될 수 있다.

본 연구에서는 가설 1에서 불확실성이 높을 때 기업의 조세회피 성향이 낮아지는 것으로 나타나는 경우, 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 불확실성 하에서 완화될 것으로 기대했다. Hanlon & Heitzman(2010)에서는 조세회피 전략을 연속체(continuum)로 나타낸다면 채권에 투자하는 것처럼 명백하고 합법적인 전략이 한 편에, 탈세 및 공격적 조세회피 전략이 반대편에 위치한다고 제시했다. 또한, Dyreng et al.(2019)에서는 기업이 조세회피 전략을 수립해 실행함에 있어 우선적으로 안전한 형태를 선택하고, 안전한 형태가 고갈되면 불확실한 형태의 조세회피 전략을 감수한다고 제시했다. 이에 따라 기업이 불확실한 경제환경에서 조세회피 행위를 줄인다면 다양한 위험 형태의 조세회피 전략(절세, 피세, 탈세) 중 안전한 형태의 절세 행위가 아닌 사후적 세금추징의 위험이 높은 복잡한 형태의 탈세(그리고 일부 피세) 행위를 줄일 것으로 예상할 수 있다.[8] 불확실성 하에서 투자자의 걱정이나 의심이 극대화되기 때문에 과세당국에 의해 탈세 기업으

8) 사후적 세금추징의 위험이 높은 불확실한 조세회피의 대표적인 예로는 조세피난처(tax haven)를 이용한 소득이전, 역외탈세, 그리고 조세혜택거래(tax shelter)가 있다. 조세피난처(tax haven)은 조세회피를 위해 해외자회사나 명목회사, 금융자회사를 설립해 활용하는 것을 일컬으며, 조세혜택거래(tax shelter)는 경제적 위험이나 손실 없이 조세회피를 주된 목적으로 하는 계획 또는 약정을 일컫는다. 특히, 미국에서는 사후에 과세당국으로부터 인정되지 못하고 추징될 불확실한 세금 혜택 UTB(Unrecognized Tax Benefit)에 대해 공시하도록 하고 있으나, 우리나라의 경우는 UTB에 대한 공시가 별도로 이루어지지 않는다.

로 판정되는 경우 시장 페널티나 평판 하락, 기업 이미지 훼손, 소송 위험 등의 비조세비용이 커질 것으로 기대되기 때문이다. 비조세비용(cost)과 조세절감(benefit) 효과를 비교해 조세회피 전략을 결정하는 기업 경영자의 입장에서는 불확실성 하에서 높아지는 비조세비용을 고려해 조세회피의 스펙트럼 중 위험한 영역을 감수하지 않을 것이며, 세무위험의 수준이 클수록 조세회피와 기업가치 간 음(-)의 관계가 강화된다는 선행연구에 따라 위험성이 높은 형태의 조세회피 행위의 감소는 조세회피와 기업가치 간 음(-)의 관계를 완화시키는 결과를 가져올 것으로 예상할 수 있다. 더불어, 안전한 조세회피 전략이 명백한 거래를 동반함에 비해, 사후적으로 과세당국으로부터 추징될 위험을 지니는 조세회피 전략의 경우 복잡성과 모호성을 지니며, 경영자는 이러한 거래의 모호성을 이용해 자신의 사적유인 추구의 수단으로 조세회피를 이용할 수 있다는 점(Balakrishnan et al., 2019; Kang & Ko, 2014)에서 위험한 형태의 조세회피 전략이 감소하는 경우 조세회피의 대리인비용이 낮아질 것으로 예상할 수 있다. 이처럼 불확실성 하에서 기업이 위법의 위험이 있거나 주주와 경영자간 대리인비용을 동반하는 탈세(그리고 일부 피세) 행위을 감소시킨다면 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적 영향이 완화될 수 있다. 이러한 논의에 따라 다음과 같이 대립가설 형태로 가설 2를 설정했다.

가설 2: 시장 불확실성 하에서 조세회피의 기업가치에 대한 부정적인 영향이 완화될 것이다.

Ⅲ. 연구모형 및 연구표본

3.1 불확실성의 측정치

본 연구에서는 시장 불확실성 지표로 한국거래소에서 2009년 4월부터 발표하고 있는 시장 변동성지수인 VKOSPI를 사용했다. VKOSPI는 미국의 시카고 옵션시장(Chicago Board Options Exchange Volatility Index)에서 발표되는 변동성지수 VIX (Volatility Index)의 방식을 적용하여 국내 상장기업을 대상으로 계산한 불확실성 지표이다. 구체적으로, 한국거래소에서 발표하는 VKOSPI는 KOSPI 200 옵션 가격을 이용해 계산되며, 향후 30일간 KOSPI200 지수 변동성에 대한 투자자의 기대치를 나타낸다. 이 지수가 높을수록 향후 주가 등락폭이 클 것으로 투자자들이 예상한다는 것을 의미한다.[9] 다수의 해외 재무 및 회계 연구에서 VIX를 사용하고 있는 이유는 VIX가 옵션가격을 이용함에 따라 투자자들의 미래 시장 변동성에 대한 기대를 나타내주는 미래지향적(forward-looking) 지표라는 장점이 있기 때문이다(Williams, 2015). 과거 연구에서 기업별 불확실성(firm-level uncertainty) 지표로 사용된 이익변동성이나 주가변동성, 발생액의 크기

9) 시장 불확실성을 나타내는 VKOSPI의 연도별 평균은 아래와 같다:

연도	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
VKOSPI	0.20	0.20	0.25	0.36	0.31	0.19	0.25	0.19	0.15	0.13	0.14	0.14	0.12	0.15	0.15	0.26

표에서 확인할 수 있는 바와 같이 VKOSPI는 2008-2009년 미국 서브프라임 및 리만브러더스 사태, 2011-2012년 Grexit, 2020년 코로나 발발 등 시장 불확실성이 높을 때 높아지는 모습을 보인다.

가 사후적으로 나타난 ex-post 측정치인 반면, 경제 변동성 지표인 VKOSPI는 시장참여자들이 사전적으로 기대하는 ex-ante 측정치라는 점에서 VKOSPI 지수를 이용함으로써 사전적으로 예상되는 외부 시장 불확실성에 대해 기업 경영자들이 어떠한 의사결정을 내리는지 분석할 수 있다.

3.2 실증분석 모형

본 연구의 첫 번째 가설인 시장 불확실성과 기업의 조세회피 성향 간 음(-)의 관계가 있는지 검증하기 위한 연구모형은 다음 식(1)과 같다.

$$\begin{aligned} &CASHETR_t\,(\text{또는 } BOOKETR_t) \\ &= \beta_0 + \beta_1 VKOSPI_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t \\ &\quad + \beta_4 ROA_t + \beta_5 INVEST_t + \beta_6 DA_t \\ &\quad + \beta_7 OCF_t + \beta_8 LARGEPCT_t \\ &\quad + \beta_9 FOREIGNPCT_t + IndustryDummy \\ &\quad + \varepsilon_t \qquad (1) \end{aligned}$$

변수정의

VKOSPI : 일자별 VKOSPI의 연평균;
CASHETR : t기부터 t-2기까지의 법인세납부액을 t기부터 t-2기까지의 세전이익으로 나눈 값 (회귀분석 결과 해석의 용이함을 위해 -1을 곱함);
BOOKETR : t기부터 t-2기까지의 법인세비용을 t기부터 t-2기까지의 세전이익으로 나눈 값 (회귀분석 결과 해석의 용이함을 위해 -1을 곱함);
SIZE : 총자산에 자연로그를 취한 값;
LEV : 총부채를 총자산으로 나눈 값;
ROA : 당기순이익을 전기말 총자산으로 나눈 값;
INVEST : 토지를 제외한 유형자산의 변화분에 감가상각비와 연구개발비를 합한 뒤 전기 총자산으로 나눈 값;
DA : 수정 Jones 모형을 이용해 측정한 재량적 발생액;
OCF : 당기 영업현금흐름을 전기말 총자산으로 나눈 값;
LARGEPCT : 대주주 1인과 특수관계인의 지분율;
FOREIGNPCT : 외국인 투자자 지분율.

식(1)의 종속변수는 조세회피의 수준을 나타내는 현금 유효법인세율(*CASHETR*)과 장부상 유효법인세율(*BOOKETR*)이다. *CASHETR*의 경우 법인세납부액을 법인세비용차감전순이익으로 나누어 측정하며, *BOOKETR*의 경우 법인세비용을 법인세비용차감전순이익으로 나누어 측정했다. *CASHETR*과 *BOOKETR*의 측정 시 법인세의 납부시기와 이익 간의 시차문제를 완화하기 위하여 t기부터 t-2기까지의 누적 금액을 이용했고, 해당 측정치가 커질수록 조세회피 성향이 증가하도록 (-1)을 곱하여 분석에 사용했다(Kang & Ko, 2014). 식(1)에서의 관심변수는 *VKOSPI*로써 시장 불확실성의 수준을 나타낸다. 만약 시장 불확실성이 증가하는 시기에 기업의 조세회피 성향이 감소한다면 *VKOSPI* 변수의 회귀계수 β_1은 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다. 식(1)에서 조세회피 수준에 대한 통제변수로 기업의 규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 기업성과(*ROA*), 투자수준(*INVEST*), 이익조정 수준(*DA*), 영업현금흐름의 크기(*OCF*), 대주주 지분율(*LARGEPCT*), 외국인투자자 지분율(*FOREIGNPCT*)을 고려했다. 또한 산업더미를 모형에 포함하여 기업의 소속 산업으로 인한 효과를 통제했다. 관심변수인 *VKOSPI* 측정치가 연간 측정치이기 때문에 연도더미는 포함하지 않았다.

다음으로 본 연구의 두 번째 가설인 시장 불확실성의 수준에 따른 조세회피와 기업가치 간의 관계를

검증하기 위한 연구모형은 다음 식(2)와 같다.

$$\begin{aligned} TOBINQ_t = \ & \beta_0 \\ & + \beta_1 CASHETR_t (\text{또는 } BOOKETR_t) \\ & + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t \\ & + \beta_5 OCF_t + \beta_6 LARGEPCT_t \\ & + \beta_7 FOREIGNPCT_t + \beta_8 RND_t \\ & + \beta_9 SALESGRW_t + IndustryDummy \\ & + YearDummy + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (2)$$

변수정의

TOBINQ : 보통주 및 우선주의 시장가치와 총부채의 합을 기말 총자산으로 나눈 값;

RND : 당기 연구개발비 총 지출액을 당기 매출액으로 나눈 값;

SALESGRW : 매출액의 변화분을 전기 매출액으로 나눈 값.

나머지 변수에 대한 정의는 식(1)과 동일.

식(2)의 종속변수는 기업가치 측정치인 *TOBINQ*로 보통주 및 우선주의 시장가치와 총부채의 장부금액을 합한 뒤 기말 총자산으로 나누어 측정했다. 관심변수는 조세회피의 수준을 나타내는 *CASHETR*과 *BOOKETR*이다. 국내 기업을 대상으로 한 다수의 선행연구에서 β_1에 대해 음(-)의 계수값을 보임으로써 조세회피가 기업가치를 감소시키는 증거를 제시했다(Choi & Lee, 2014; Kang & Ko, 2014). 시장 불확실성에 따라 조세회피와 기업가치 간의 관계에 차이가 나타나는지 살펴보고자 *VKOSPI*의 크기에 따라 두 개의 하위표본을 구성한 뒤 β_1의 값이 하위표본간에 차이를 보이는지 검증했다. 식(2)에서 통제변수는 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 기업의 성과(*ROA*), 영업현금흐름(*OCF*), 대주주 지분율(*LARGEPCT*), 외국인투자자 지분율(*FOREIGNPCT*), 연구개발비 지출액(*RND*), 매출액증가율(*SALESGRW*)을 사용했고, 산업 및 연도로 인한 효과를 통제하기 위하여 산업더미와 연도더미를 모형에 포함했다.

3.3 연구표본

본 연구의 가설검증을 위한 표본은 〈Table 1〉과 같은 기준을 이용해 선정했다. DATAGUIDE 5를 이용해 2005년부터 2020년까지 코스피 및 코스닥 상장기업 중 금융업에 소속되지 않은 기업을 초기 표본으로 선정한 뒤, 조세회피 측정치를 구할 수 없

〈Table 1〉 표본선정과정

표본선정기준	표본수 (기업-연도)
2005년부터 2020년까지 코스피 및 코스닥 상장기업 중 금융업에 소속되지 않은 기업	34,861
(제외) 조세회피 측정치(*CASHETR, BOOKETR, TAXAVOID*)를 구할 수 없는 표본 (세전이익이 음수인 경우 포함)	(22,458)
(제외) 가설1 검증에 필요한 변수(*SIZE, LEV, ROA, INVEST, DA, OCF, LARGEPCT, FOREIGNPCT*)를 측정할 수 없는 표본	(12,235)
(제외) 가설2 검증에 필요한 변수(*TOBINQ, RND, SALESGRW*)를 측정할 수 없는 표본	(2,548)
최종표본	9,687

는 표본 및 가설 1과 가설 2의 검증모형에서 사용되는 변수를 측정할 수 없는 표본을 제외했다. 최종적으로 선정된 표본은 9,687 기업-연도이다. 시장 불확실성을 나타내는 *VKOSPI* 측정치는 KRX 정보데이터시스템을 이용해 수집했고, 나머지 변수들은 DATAGUIDE 5를 이용해 측정했다.

Ⅳ. 실증분석결과

4.1 기술통계 및 상관관계 분석

〈Table 2〉는 본 연구에서 사용되는 변수의 기술통계량을 나타낸다. 불확실성 측정치인 *VKOSPI*의

〈Table 2〉 기술통계량(n=9,687)

변수명	평균	표준편차	Q1	중위수	Q3
VKOSPI	0.192	0.064	0.123	0.153	0.237
CASHETR	-0.229	0.127	-0.284	-0.214	-0.147
BOOKETR	-0.220	0.081	-0.259	-0.221	-0.178
TAXAVOID	0.004	0.058	-0.022	0.006	0.034
SIZE	19.198	1.361	18.261	18.946	19.836
LEV	0.330	0.174	0.187	0.316	0.463
ROA	0.071	0.057	0.030	0.057	0.097
INVEST	0.042	0.059	0.004	0.025	0.062
DA	-0.015	0.071	-0.052	-0.014	0.024
OCF	0.081	0.087	0.030	0.072	0.126
LARGEPCT	0.438	0.152	0.325	0.433	0.541
FOREIGNPCT	0.096	0.128	0.009	0.039	0.135
TOBINQ	1.296	0.824	0.810	1.040	1.469
RND	0.024	0.035	0.001	0.010	0.034
SALESGRW	0.080	0.216	-0.032	0.052	0.158

변수정의
VKOSPI : 일자별 VKOSPI의 연도별 평균값을 100으로 나눈 값;
CASHETR : t기부터 t-2기까지의 법인세납부액을 t기부터 t-2기까지의 세전이익으로 나눈 값 (회귀분석 결과 해석의 용이함을 위해 -1을 곱함);
BOOKETR : t기부터 t-2기까지의 법인세비용을 t기부터 t-2기까지의 세전이익으로 나눈 값 (회귀분석 결과 해석의 용이함을 위해 -1을 곱함);
TAXAVOID : Desai & Dharmapala(2006)의 방법론에 의해 추정된 조세회피수준 측정치;
SIZE : 총자산에 자연로그를 취한 값;
LEV : 총부채를 총자산으로 나눈 값;
ROA : 당기순이익을 전기말 총자산으로 나눈 값;
INVEST : 토지를 제외한 유형자산의 변화분에 감가상각비와 연구개발비를 합한 뒤 전기 총자산으로 나눈 값;
DA : 수정 Jones 모형을 이용해 측정한 재량적 발생액;
OCF : 당기 영업현금흐름을 전기말 총자산으로 나눈 값;
LARGEPCT : 대주주 1인과 특수관계인의 지분율;
FOREIGNPCT : 외국인 투자자 지분율;
TOBINQ : 보통주 및 우선주의 시장가치와 총부채의 합을 기말 총자산으로 나눈 값;
RND : 당기 연구개발비 총 지출액을 당기 매출액으로 나눈 값;
SALESGRW : 매출액의 변화분을 전기 매출액으로 나눈 값.

〈Table 3〉 시장 불확실성에 따른 변수의 차이 분석

변수	(A) LOW VKOSPI 표본 (n=5,348)		(B) HIGH VKOSPI 표본 (n=4,339)		평균 차이 (A)-(B)	중위수 차이 (A)-(B)	t-stat.	z-stat.
	평균	중위수	평균	중위수				
CASHETR	-0.228	-0.213	-0.230	-0.214	0.002	0.001	0.85	0.52
BOOKETR	-0.213	-0.215	-0.228	-0.229	0.015	0.014	9.44***	11.89***
TAXAVOID	0.005	0.007	0.003	0.006	0.002	0.001	2.08**	1.04
SIZE	19.327	19.090	19.040	18.758	0.287	0.332	10.38***	12.95***
LEV	0.314	0.294	0.351	0.341	-0.036	-0.047	-10.30***	-10.19***
ROA	0.066	0.052	0.077	0.063	-0.011	-0.012	-9.64***	-10.58***
INVEST	0.038	0.021	0.047	0.030	-0.009	-0.008	-7.76***	-8.02***
DA	-0.014	-0.013	-0.016	-0.015	0.002	0.003	1.35	1.55
OCF	0.079	0.069	0.085	0.079	-0.006	-0.010	-3.51***	-3.92***
LARGEPCT	0.440	0.435	0.434	0.429	0.006	0.006	1.85*	2.07**
FOREIGNPCT	0.096	0.043	0.095	0.034	0.001	0.009	0.37	9.29***
TOBINQ	1.332	1.067	1.253	1.012	0.079	0.055	4.68***	5.11***
RND	0.025	0.010	0.024	0.010	0.001	-0.001	1.29	-1.27
SALESGRW	0.064	0.037	0.101	0.074	-0.037	-0.037	-8.47***	-10.95***

1) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄. 변수의 정의는 〈Table 2〉를 참조할 것.

평균(중위수)은 19.2(15.2)이고, 조세회피의 측정치로 사용된 *CASHETR*과 *BOOKETR* 변수의 평균은 각각 -0.229, -0.220이다.[10] 이는 본 연구에서 사용된 표본 기업들이 평균적으로 세전이익의 22.9%를 법인세로 납부했음을 의미한다. 더미변수를 제외한 모든 연속변수는 각각 상·하위 1% 수준에서 winsorization을 수행함으로써 극단치의 영향을 통제했다.

〈Table 4〉는 본 연구에서 사용된 변수간의 상관관계를 나타낸다. 먼저 조세회피 측정치인 *CASHETR* 변수와 *BOOKETR* 변수와 간의 상관계수는 0.58로서 5% 수준에서 유의했다. 불확실성 측정치인 *VKOSPI*와 조세회피 측정치 변수 간에는 -0.04(*CASHETR*)과 -0.10(*BOOKETR*)의 상관계수(Pearson 상관계수 기준)가 나타나 불확실성과 조세회피 수준간 유의한 음(-)의 상관관계를 확인했다. 또한, 조세회피 측정치와 기업가치(*TOBINQ*) 간에는 각각 0.16(*CASHETR*)과 0.13(*BOOKETR*)의 상관계수가 나타나, 통제변수의 영향을 고려하지 않을 경우 조세회피는 기업가치와 양(+)의 상관관계가 있는 것을 확인했다.

4.2 회귀분석 결과

〈Table 5〉는 식(1)의 모형식을 이용해 가설1을 검증한 회귀분석 결과이다. (1)열은 조세회피 측정

10) 조세회피 측정치 *CASHETR*과 *BOOKETR*에 각각 (-1)을 곱했기 때문에 해당 변수의 기술통계량이 음수로 기재되어 있다.

〈Table 4〉 상관관계표

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) *VKOSPI*	1	**-0.04**	**-0.10**	**-0.05**	**-0.08**	**0.08**	**0.10**	**0.07**	**-0.03**	**0.03**	-0.01	-0.02	**-0.08**	0.00	**0.11**
(2) *CASHETR*	-0.02	1	**0.58**	**0.30**	**-0.09**	**-0.12**	**0.35**	**0.12**	**-0.06**	**0.19**	**-0.03**	**-0.03**	**0.11**	**0.13**	**0.15**
(3) *BOOKETR*	**-0.12**	**0.58**	1	**0.37**	**-0.15**	**-0.20**	**0.17**	**0.13**	**-0.02**	**0.10**	**-0.03**	**-0.07**	**0.08**	**0.22**	**0.08**
(4) *TAXAVOID*	0.00	**0.34**	**0.39**	1	**-0.06**	**-0.12**	**0.17**	**0.12**	**-0.49**	**0.57**	**-0.03**	-0.01	**0.08**	**0.14**	**-0.02**
(5) *SIZE*	**-0.12**	**-0.14**	**-0.24**	**-0.10**	1	**0.24**	**-0.12**	**-0.05**	0.00	**-0.05**	**-0.06**	**0.50**	0.00	**-0.12**	**-0.04**
(6) *LEV*	**0.09**	**-0.09**	**-0.21**	**-0.12**	**0.25**	1	**-0.24**	**0.06**	**0.14**	**-0.16**	**-0.07**	**-0.05**	**-0.07**	**-0.23**	**0.11**
(7) *ROA*	**0.11**	**0.37**	**0.18**	**0.19**	**-0.15**	**-0.25**	1	**0.30**	**-0.17**	**0.51**	**-0.07**	**0.16**	**0.41**	**0.18**	**0.35**
(8) *INVEST*	**0.08**	**0.14**	**0.16**	**0.13**	**-0.08**	**0.05**	**0.31**	1	**-0.02**	**0.23**	**-0.13**	**0.07**	**0.25**	**0.46**	**0.24**
(9) *DA*	**-0.03**	**-0.05**	**-0.02**	**-0.47**	0.01	**0.14**	**-0.18**	**-0.03**	1	**-0.81**	**0.03**	**-0.10**	**-0.13**	**-0.08**	**0.02**
(10) *OCF*	**0.05**	**0.18**	**0.09**	**0.57**	**-0.07**	**-0.15**	**0.49**	**0.22**	**-0.78**	1	**-0.05**	**0.14**	**0.29**	**0.13**	**0.15**
(11) *LARGEPCT*	-0.02	**-0.06**	**-0.05**	**-0.04**	-0.01	**-0.07**	**-0.07**	**-0.16**	**0.03**	**-0.05**	1	**-0.20**	**-0.14**	**-0.21**	**-0.05**
(12) *FOREIGNPCT*	**-0.10**	**-0.06**	**-0.10**	-0.01	**0.56**	**-0.05**	**0.15**	**0.06**	**-0.10**	**0.13**	**-0.21**	1	**0.21**	**0.05**	0.01
(13) *TOBINQ*	**-0.09**	**0.16**	**0.13**	**0.11**	**-0.04**	**0.03**	**0.40**	**0.32**	**-0.12**	**0.29**	**-0.20**	**0.18**	1	**0.28**	**0.19**
(14) *RND*	**0.02**	**0.15**	**0.27**	**0.15**	**-0.17**	**-0.17**	**0.21**	**0.53**	**-0.06**	**0.15**	**-0.22**	**0.05**	**0.27**	1	0.01
(15) *SALESGRW*	**0.12**	**0.18**	**0.06**	-0.01	**-0.04**	**0.13**	**0.33**	**0.24**	0.01	**0.14**	**-0.06**	0.02	**0.23**	**0.05**	1

1) 표의 우상단은 Pearson 상관계수를 나타내고 좌하단은 Spearman 상관계수를 나타냄. **Bold** 처리된 수치는 5% 수준에서 유의함을 나타냄. 변수의 정의는 〈Table 2〉를 참조할 것.

〈Table 5〉 시장 불확실성과 조세회피 간의 관계

변수	(1) 종속변수 = *CASHETR*		(2) 종속변수 = *BOOKETR*	
	회귀계수	t-stat.	회귀계수	t-stat.
Intercept	-0.206***	-6.12	-0.079***	-3.04
VKOSPI	-0.143***	-6.40	-0.140***	-9.13
SIZE	-0.001	-0.78	-0.005***	-3.57
LEV	-0.008	-0.61	-0.059***	-6.54
ROA	0.719***	20.39	0.139***	5.52
INVEST	0.011	0.39	0.127***	6.06
DA	0.122***	2.93	0.085***	2.88
OCF	0.144***	3.58	0.080***	2.74
LARGEPCT	-0.030**	-2.11	-0.026**	-2.31
FOREIGNPCT	-0.078***	-4.09	-0.043***	-2.90
산업더미	YES		YES	
Adjusted R^2	0.152		0.125	
Observations	9,687		9,687	

1) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄. 유의성은 기업별 클러스터링을 통해 측정된 표준오차를 기준으로 표시함. 변수의 정의는 〈Table 2〉를 참조할 것.

치로 *CASHETR*을 사용한 결과를, (2)열은 조세회피 측정치로 *BOOKETR*을 사용한 결과를 나타낸다. 본 연구의 가설 1과 관련된 관심변수 *VKOSPI*는 (1)열과 (2)열 모두에서 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값이 나타났다. 이는 시장 불확실성이 높은 경우, 불확실성이 낮은 경우에 비해 조세회피 수준이 낮아지는 것을 의미하며, 기업 경영자들이 불확실성이 높을 때 "wait-and-see" 하는 성향이 조세회피 전략에서도 동일하게 나타나는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 기업 경영자들은 불확실성 하에서는 현금 유출의 감소라는 조세회피의 효익에 비해 추후 위법으로 판정될 수 있는 비조세비용이 커지는 것으로 판단해 보수적인 접근에 따라 조세회피의 수준을 낮추는 것으로 나타났다.

〈Table 6〉은 가설2를 검증한 회귀분석 결과이다. 시장 불확실성에 따라 조세회피와 기업가치 간의 관계에 차이가 나타나는지 살펴보고자 *VKOSPI*의 크기에 따라 두 개의 하위표본을 구성한 뒤 식(2)의 모형식을 이용해 회귀분석을 했다. (1)열과 (2)열은 *VKOSPI*가 중위수보다 낮은 하위표본(LOW VKOSPI)에 대한 결과를, (3)열과 (4)열은 *VKOSPI*가 중위수보다 높은 하위표본(HIGH VKOSPI)에 대한 결과를 보여준다. 먼저, LOW VKOSPI 하위표본을 사용한 결과((1)열과 (2)열)를 보면,

〈Table 6〉 시장 불확실성에 따른 조세회피와 기업가치 간의 관계

변수	종속변수 = *TOBINQ*							
	LOW VKOSPI 표본				HIGH VKOSPI 표본			
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	회귀계수	t-stat.	회귀계수	t-stat.	회귀계수	t-stat.	회귀계수	t-stat.
Intercept	1.148***	3.34	1.180***	3.42	0.718***	2.68	0.783***	2.97
CASHETR	-0.500***	-3.40			-0.179	-1.60		
BOOKETR			-0.514**	-2.20			0.005	0.03
SIZE	-0.058***	-3.09	-0.058***	-3.06	-0.015	-1.13	-0.016	-1.19
LEV	0.574***	4.72	0.555***	4.60	0.555***	5.59	0.553***	5.62
ROA	5.451***	10.87	5.155***	10.79	4.178***	11.70	4.055***	11.72
OCFS	0.754***	4.08	0.736***	3.98	0.591***	3.87	0.582***	3.81
LARGEPCT	-0.089	-0.71	-0.092	-0.73	-0.200**	-2.01	-0.195*	-1.95
FOREIGNPCT	1.033***	4.20	1.048***	4.21	0.850***	4.39	0.865***	4.47
RND	5.252***	7.29	5.323***	7.32	4.858***	6.69	4.831***	6.47
SALESGRW	0.282***	4.41	0.278***	4.33	0.308***	4.85	0.303***	4.82
산업더미	YES		YES		YES		YES	
연도더미	YES		YES		YES		YES	
Adjusted R^2	0.313		0.311		0.336		0.335	
Observations	5,348		5,348		4,339		4,339	

1) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄. 유의성은 기업별 클러스터링을 통해 측정된 표준오차를 기준으로 표시함. 변수의 정의는 〈Table 2〉를 참조할 것.

CASHETR(*BOOKETR*)에 대해 -0.500(-0.514)의 계수값이 나타났고 1%수준(5%수준)에서 통계적으로 유의했다. 이는 조세회피와 기업가치 간 음(-)의 관계를 보인 선행연구(Choi & Lee, 2014; Kang & Ko, 2014; Ki, 2012)와 일관된 결과로, 우리나라의 경우 조세회피의 효익보다 비조세비용이 더 큰 것을 의미한다. 다음으로, HIGH VKOSPI 하위표본을 분석한 결과((3)열과 (4)열)를 보면, 조세회피 측정치(*CASHETR*와 *BOOKETR*)에 대해 유의미한 계수값이 나타나지 않아, 불확실성이 낮은 시기에 나타나는 조세회피와 기업가치 간의 음(-)의 관계가 불확실성이 높은 시기에는 사라지는 것을 확인했다. 구체적으로, *CASHETR*에 대해서는 -0.179의 계수값이 나타났지만 통계적 유의성이 사라졌고, *BOOKETR*에 대한 계수값인 0.005 역시 통계적 유의성이 없었다. 이는 기업이 불확실성 하에서 거래의 복잡성을 동반하는 위험한 형태의 조세회피 전략을 감수하지 않음에 따라 탈세와 같은 위험한 조세회피 전략이 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 사라지는 것으로 해석된다.[11)]

종합적으로, 〈Table 5〉와 〈Table 6〉은 불확실성이 높을 때 기업 경영자들이 위법의 위험이 있거나 주주와 경영자간 대리인비용을 증가시키는 탈세 (그리고 일부 피세) 행위을 감소시키며, 이는 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 완화시키는 결과를 제시한다.[12)]

4.3 강건성 분석

다음으로, 본 연구 결과의 강건성을 확인하기 위해 추가분석으로 Desai & Dharmapala(2006)의 방법론에 따라 조세회피를 추정해 본 연구의 가설 1과 가설 2를 검증했다. Desai & Dharmapala(2006)에서는 총발생액으로 설명되지 않는 회계이익과 세무이익의 차이(*BTD: Book-tax-difference*)로 경영자 재량에 의한 조세회피의 수준을 측정했다. 구체적으로, 회계이익에서 세무이익을 차감해 *BTD*를 먼저 계산하고, *BTD*를 종속변수로 하여 총발생액(*TACC*)에 대해 회귀분석을 돌림으로써 그 잔차를 조세회피의 측정치(*TAXAVOID*)로 제시했다.[13)]

추가분석 결과는 〈표 7〉와 같다. Panel A는 가설 1에 대해, Panel B는 가설 2에 대해 조세회피 측정치로 *TAXAVOID*를 사용한 결과이다. 먼저, Panel A를 보면 *VKOSPI* 변수에 대해 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 계수값이 나타나, 불확실성 하에서 기업 조세회피 수준이 낮아지는 본 연구의 가설1에 대한 결과를 지지했다. 가설 2에 대한 재검증 결과인 Panel B에서는 조세회피(*TAXAVOID*)에 대한 계수값이 LOW VKOSPI 하위표본에서 -1.498, HIGH VKOSPI 하위표본에서 -0.903으로 나타났다. 두 표본 모두에서 조세회피가 기업가치에 음(-)의 영향을 미치지만, 조세회피에 대한 계수값의 절대적 크기를 비교하면 불확실성 수준이 높을 때 작아지는

11) 기업가치와 조세회피 간의 관계를 분석함에 있어 내생성의 문제가 있을 수 있다. 이에, Kang & Ko(2014)의 방법론에 따라 BTD를 도구변수로 사용하여 2단계 최소자승법으로 가설 2를 재검증했고, 분석 결과 내생성을 통제한 후에도 〈Table 6〉의 결과가 유지되는 것을 확인했다.

12) 조세회피 측정에 있어 본 연구에서는 3년 누적 ETR을 사용했다. 1년 ETR로 조세회피를 측정하는 경우 동일한 기업이 해마다 조세회피를 사용하는지 여부를 알 수 없고, 특정 세금 혜택을 발생시키는 사건에 의해 조세회피의 수준이 일시적으로 높아질 수 있다는 문제를 지닌다(Dyreng et al., 2008). 다만, 추가분석을 통해 1년 ETR을 조세회피 측정치로 사용해 분석하더라도 본 연구의 결과와 질적으로 일관된 결과가 나타나는 것을 확인했다. 더불어, 5년 누적 ETR, 그리고 산업-규모 조정 ETR을 사용해 가설 1과 가설 2를 재검증했고, 본 연구의 결과와 동일한 결과가 나타나는 것을 확인했다.

13) *BTD*는 회계이익에서 세무이익을 차감해서 계산하는데, 세무이익은 별도로 공시되지 않기 때문에 법인세부담액에서 법인세최고세율을 나누어 추정했다. *BTD*에 대해서는 전기말 총자산으로 scaling 했다.

〈Table 7〉 대안적인 조세회피 측정치를 사용한 분석결과

Panel A: 시장 불확실성과 조세회피 간의 관계

변수	종속변수 = *TAXAVOID*	
	회귀계수	t-stat.
Intercept	0.012	0.91
VKOSPI	-0.049***	-5.23
SIZE	-0.000	-0.54
LEV	-0.021***	-5.10
ROA	-0.188***	-8.68
INVEST	0.039***	2.83
DA	0.031	1.37
OCFS	0.468***	21.29
LARGEPCT	-0.015***	-2.77
FOREIGNPCT	-0.036***	-3.76
산업더미	YES	
Adjusted R^2	0.360	
Observations	9,687	

Panel B: 시장 불확실성에 따른 조세회피와 기업가치 간의 관계

변수	종속변수 = *TOBINQ*			
	LOW VKOSPI 표본		HIGH VKOSPI 표본	
	회귀계수	t-stat.	회귀계수	t-stat.
Intercept	1.229***	3.58	0.783***	3.05
TAXAVOID	-1.498***	-3.89	-0.903**	-2.50
SIZE	-0.056***	-3.00	-0.016	-1.19
LEV	0.567***	4.67	0.547***	5.58
ROA	4.886***	10.73	3.901***	11.67
OCFS	1.347***	5.45	0.999***	4.01
LARGEPCT	-0.086	-0.69	-0.213**	-2.15
FOREIGNPCT	1.010***	4.11	0.831***	4.33
RND	5.357***	7.46	4.970***	6.72
SALESGRW	0.251***	3.77	0.290***	4.51
산업더미	YES		YES	
연도더미	YES		YES	
Adjusted R^2	0.314		0.338	
Observations	5,348		4,339	

1) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄. 유의성은 기업별 클러스터링을 통해 측정된 표준오차를 기준으로 표시함. 변수의 정의는 〈Table 2〉를 참조할 것.

것을 확인했다. 이는 조세회피와 기업가치 간의 음(-)의 관계가 불확실성 하에서 완화되는 것으로 해석할 수 있다.

요컨대, 추가분석 결과는 〈Table 5〉와 〈Table 6〉에서와 정성적으로 동일하며, 불확실성 하에서 조세회피가 줄어들며, 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화되는 증거를 제시한다.

4.4 교차변수를 포함한 연구모형의 사용

본 연구의 가설 2에 대한 분석에서는 조세회피와 기업가치 간의 관련성이 불확실성이 높은 시기와 낮은 시기에 차별적인 모습을 보이는지 살펴보고자 불확실성 수준에 따라 두 개의 하위표본으로 나누어 분석을 수행했다. 이 절에서는 추가적으로 불확실성이 조세회피와 기업가치 간의 관련성에 미치는 영향을 명확하게 검증하고자 모형 (2)에 조세회피(*CASHETR* 또는 *BOOKETR*)와 불확실성(*VKOSPI*)에 대한 교차변수를 포함하여 분석을 재수행했다.

분석결과는 〈Table 8〉과 같다. (1)열과 (2)열은 *VKOSPI*에 대해 중위수를 기준으로 더미변수를 생성해서 조세회피와 교차시킨 결과를, (3)열과 (4)

〈Table 8〉 시장 불확실성에 따른 조세회피와 기업가치 간의 관계 - 교차변수 사용

변수	종속변수 = *TOBINQ*							
	VKOSPI = 더미 변수 사용				*VKOSPI* = 연속 변수 사용			
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	회귀계수	t-stat.	회귀계수	t-stat.	회귀계수	t-stat.	회귀계수	t-stat.
Intercept	0.870***	3.24	0.915***	3.42	0.842***	3.16	0.886***	3.33
CASHETR	-0.493***	-4.28			-1.253***	-8.01		
CASHETR×VKOSPI	0.520***	7.91			4.969***	10.50		
BOOKETR			-0.450**	-2.44			-1.427***	-6.38
BOOKETR×VKOSPI			0.623***	8.39			6.237***	11.68
SIZE	-0.020	-1.43	-0.021	-1.48	-0.019	-1.37	-0.020	-1.44
LEV	0.451***	4.79	0.454***	4.85	0.443***	4.76	0.445***	4.82
ROA	4.452***	12.49	4.311***	12.62	4.464***	12.60	4.324***	12.75
OCFS	0.775***	5.89	0.763***	5.81	0.768***	5.86	0.757***	5.79
LARGEPCT	-0.154	-1.53	-0.152	-1.51	-0.152	-1.53	-0.149	-1.48
FOREIGNPCT	0.873***	4.39	0.891***	4.44	0.857***	4.34	0.870***	4.39
RND	5.121***	8.12	5.120***	8.02	5.176***	8.23	5.189***	8.15
SALESGRW	0.240***	5.04	0.237***	5.01	0.259***	5.46	0.259***	5.49
산업더미	YES		YES		YES		YES	
Adjusted R^2	0.284		0.283		0.288		0.289	
Observations	9,687		9,687		9,687		9,687	

1) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄. 유의성은 기업별 클러스터링을 통해 측정된 표준오차를 기준으로 표시함. 변수의 정의는 〈Table 2〉를 참조할 것.

열은 *VKOSPI*를 연속변수 그대로 조세회피와 교차시킨 결과를 보여준다. 분석결과, 조세회피 변수(*CASHETR* 또는 *BOOKETR*)에는 모두 통계적으로 유의한 음(-)의 계수값이 나타나 조세회피와 기업가치 간 음(-)의 관계를 확인했다. 나아가, 조세회피와 불확실성에 대한 교차변수(*CASHETR*×*VKOSPI* 또는 *BOOKETR*×*VKOSPI*)에 대해 모두 통계적으로 유의하게 양(+)의 계수값이 나타나는 것을 확인했다. 이는 기업이 불확실한 시장 환경에서 복잡하고 위험한 형태의 조세회피 전략을 감수하지 않음에 따라 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 불확실성 하에서 완화된다는 〈Table 6〉에서의 결과를 일관되게 지지한다.

Ⅴ. 결 론

본 연구에서는 시장 불확실성에 따라 기업 조세회피 수준이 달라지는지 살펴보고, 나아가 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 불확실성 하에서 달라지는지 분석했다. 불확실성이 기업으로 하여금 현금 확보의 유인을 높인다는 측면에서 불확실성이 높은 시기에 기업 경영자들이 조세회피의 수준을 높일 것이라는 예측과 불확실성 하에서 기업이 향후 발생 가능한 소송 및 법적 제재의 위험을 줄이고자 조세회피의 수준을 낮출 것이라는 상반된 예측이 가능한 가운데, 본 연구에서는 불확실성이 높은 시기에 조세회피의 수준이 낮아지는 결과를 제시함으로써 후자를 지지했다. 또한, 조세회피의 스펙트럼이 위험도가 낮은 절세 행위에서 사후적으로 과세당국으로부터 위법인 것으로 판정될 위험도가 높은 탈세 행위를 모두 포함한다는 측면에서, 기업 경영자들이 불확실성 하에서 조세회피의 정도를 낮춘다면 위험도가 높은 탈세 행위를 줄일 것으로 예상했다. 불확실성 하에서 기업이 위법의 위험이 있거나 주주와 경영자간 대리인비용을 증가시키는 탈세 행위를 감소시킨다면 조세회피가 기업가치를 제고하는 방향으로 작용할 수 있다. 본 연구에서는 불확실성이 낮은 시기와 불확실성이 높은 시기에 대해 조세회피와 기업가치 간의 관계를 각각 살펴봄으로써 불확실성이 높을 때 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화되는 결과를 확인했다. 종합적으로, 본 연구의 결과는 불확실성 하에서 기업 경영자들이 위험도가 높은 형태의 조세회피 행위를 줄이고, 이는 조세회피가 기업가치에 갖는 부정적인 영향을 줄이는 효과가 있는 것으로 해석된다.

본 연구는 다음의 분석상에 한계점을 지닌다. 첫째, 본 연구에서 사용된 불확실성 지표인 변동성지수(VKOSPI)는 옵션가격을 이용해 투자자들이 예상하는 향후 변동성을 반영하기 때문에 유가나 환율, 이자율 등의 거시 경제적 환경 변화를 반영한다. 기업의 의사결정이 시장 변동성에 영향을 미치는 다른 거시 경제적 요인으로 달라졌을 수 있다는 점에 내생성의 문제가 있을 수 있다. 하지만 이는 Chen et al.(2019)이나 Kim et al.(2016) 등 시장 불확실성에 따라 달라지는 기업 의사결정을 분석하는 연구가 갖는 공통적인 한계점이다. 둘째, 본 연구에서는 조세회피의 측정치로 기업이 부담하는 유효세율을 사용했기 때문에 기업이 불확실성 하에서 조세회피의 수준을 줄였다면 어떠한 형태의 조세회피 행위가 감소한 것인지 확인하기 어렵다. 추가분석에서 Desai & Dharmapala(2006) 방법론을 이용해 기업의 재량에 따른 조세회피의 정도를 추정하고 본 연구의 결과를 재검증했지만, 구체적인 조세회피 전략의 변화를 파악할 수는 없다.

이러한 한계점에도 불구하고 본 연구에서는 기업별 조세회피 전략이 모든 시기에 걸쳐 동일하게 나타나는 것이 아니며 외부 환경적 요인에 따라 달라질 수 있음을 제시했고, 조세회피가 기업가치에 갖는 영향 또한 불확실성 수준에 따라 달라진다는 증거를 제시했다. 이는 학계를 넘어 투자자 및 기업분석가, 감독당국 등에 시사점을 줄 것으로 기대한다.

참고문헌

Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis(2016), "Measuring Economic Policy Uncertainty," *The Quarterly Journal of Economics,* 131(4), pp.1593-1636.

Balakrishnan, K., J. L. Blouin, and W. R. Guay(2019), "Tax Aggressiveness and Corporate Transparency," *The Accounting Review,* 94(1), pp.45-69.

Baum, C. F., M. O. Caglayan, N. Ozkan, and O. Talavera(2004), "The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Cash Holdings for Non-financial Firms," *ZEW-Centre for European Economic Research Discussion Paper*, pp. 04-010.

Bird, R. and D. Yeung(2012), "How do Investors React under Uncertainty?," *Pacific-Basin Finance Journal*, 20(2), pp.310-327.

Bloom, N.(2014), "Fluctuations in Uncertainty," *The Journal of Economic Perspectives,* 28(2), pp.153-176.

Bonsall IV, S. B., J. Green, and K. A. Muller III(2020), "Market Uncertainty and the Importance of Media Coverage at Earnings Announcements," *Journal of Accounting and Economics*, 69(1), pp.101264.

Chen, J., R. Duh, C. T. Wu, and L. H. Yu(2019), "Macroeconomic Uncertainty and Audit Pricing," *Accounting Horizons*, 33(2), pp.75-97.

Choi, B. R. and J. M. Lee(2014), "The Effect of Tax Avoidance on Corporate Reputation and Its Relation to Firm Value", *Korean Journal of Taxation Research*, 31(3), pp.149-175.

Desai, M. A. and D. Dharmapala(2006), "Corporate Tax Avoidance and High-powered Incentives," *Journal of Financial Economics,* 79(1), pp.145-179.

Desai, M. A. and D. Dharmapala(2009), "Corporate Tax Avoidance and Firm Value," *The Review of Economics and Statistics* 91(3), pp.537-546.

Dyreng, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew(2008), "Long run Corporate Tax Avoidance," *The Accounting Review*, 83(1), pp.61-82.

Dyreng, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew(2019), "When does Tax Avoidance Result in Tax Uncertainty?," *The Accounting Review*, 94(2), pp.179-203.

Edwards, A., C. Schwab, and T. Shevlin(2016), "Financial Constraints and Cash Tax Savings," *The Accounting Review,* 91(3), pp.859-881.

Elbra, A. and J. Mikler(2017), "Paying a 'Fair Share': Multinational Corporations' Perspectives on Taxation," *Global Policy,* 8(2), pp.181-190.

Ellsberg, D.(1961), "Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms," *The Quarterly Journal of Economics,* pp.643-669.

Epstein, L. G. and M. Schneider(2003), "Recursive Multiple-priors," *Journal of Economic Theory,* 113(1), pp.1-31.

Epstein, L. G. and M. Schneider(2008), "Ambiguity,

Information Quality, and Asset Pricing," *The Journal of Finance,* 63(1), pp.197-228.

Gulen, H. and M. Ion(2016), "Policy Uncertainty and Corporate Investment," *Review of Financial Studies,* 29(3), pp.523-564.

Hanlon, M. and S. Heitzman(2010), "A Review of Tax Research," *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), pp.127-178.

Hanlon, M. and J. Slemrod(2009), "What does Tax Aggressiveness Signal? Evidence from Stock Price Reactions to News about Tax Shelter Involvement," *Journal of Public Economics,* 93(1-2), pp.126-141.

Hwang, J. and K. Choi(2020), "Accounting Conservatism and Investors' Response under Market-uncertainty," *Korean Management Review*, 49(4), pp.841-874.

Im, H. J., H. Park, and G. Zhao(2017), "Uncertainty and the Value of Cash Holdings," *Economics Letters,* 155, pp.43-48.

Julio, B. and Y. Yook(2012), "Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles," *The Journal of Finance,* 67(1), pp.45-83.

Kang, J. and J. K. Ko(2014), "Tax Avoidance, Firm Value and Corporate Governance", *Korean Accounting Review*, 39(1), pp.147-183.

Keynes, J. M.(1937), "The General Theory of Employment," *The Quarterly Journal of Economics,* 51(2), pp.209-223.

Ki, E. S.(2012), "The Effect of Corporate Socal Responsibility on the Tax Avoidance and the Market Response to the Tax Avoidance," *Korean Journal of Taxation Research*, 29(2), pp.107-136.

Kim, J. S. and J. K. Ko(2016), "The Effects of Tax Avoidance and Tax Risk on the Firm Value," *Korean Journal of Taxation Research*, 33(3), pp.267-298.

Kim, J., Y. Li., and L. Zhang(2011), "Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk : Firm-level Analysis," *Journal of Financial Economics*, 100, pp.639-662.

Kim, K., S. Pandit, and C. E. Wasley(2016), "Macroeconomic Uncertainty and Management Earnings Rorecasts," *Accounting Horizons,* 30(1), pp.157-172.

Knight, F. H.(1921), Risk, Uncertainty and Profit. New York: Hart, Schaffner and Marx.

Kwag, T. W.(2001), *Tax Theory*, first ed., Bobmunsa.

Lee, Y., S. Ng, T. Shevlin, and A. Venkat(2021) "The Effects of Tax Avoidance News on Employee Perceptions of Managers and Firms: Evidence from Glassdoor.com Ratings," *The Accounting Review,* 96(3), pp.343-372.

Mills, L., M. M. Erickson, and E. L. Maydew(1998), "Investments in Tax Planning," *The Journal of the American Taxation Association,* 20(1), pp.1-20.

Nguyen, M., and J. H. Nguyen(2020), "Economic Policy Uncertainty and Firm Tax Avoidance," *Accounting and Finance,* 60(4), pp.3935-3978.

Pegg, D.(2017), "The tech giants will never pay their fair share of taxes - unless we make them," The Guardian Online (December 11), Available at: https://www.theguardian.com/commentisfree/2017/dec/11/tech-giants-taxes-appleparadise-corporation-avoidance.

Rego, S. O. and R. Wilson(2012), "Equity Risk Incentives and Corporate Tax Aggressiveness," *Journal of Accounting Research,* 50(3), pp.775-810.

Scholes, M. and M. Wolfson(1992), Taxes and Business Strategy : A Planning Approach,

Engelwood Cliffs, NJ : Prentice-Hall, Inc.

Shin, J. E. and K. Cho(2021), "Investor Reaction to Unfaithful Disclosure under Uncertainty", *Korean Accounting Journal*, 30(3), pp.241-267.

Slemrod, J.(2004), "The Economics of Corporate Tax Selfishness," *National Tax Journal*, 57(4), pp.877-899.

Stein, L. C. and E. Stone(2013), "The Effect of Uncertainty on Investment, Hiring, and R&D: Causal Evidence from Equity Options," *Hiring, and R&D: Causal Evidence from Equity Options* (October 4, 2013).

Williams, C. D.(2015), "Asymmetric Responses to Earnings News: A Case for Ambiguity," *The Accounting Review,* 90(2), pp.785-817.

• The author Gun Lee is an associate professor at Accounting Department, Changwon National University. His research interests include value relevance of accounting information, and top management structure and performance evaluation.

• The author Jae Eun Shin is an assistant professor at School of Industrial Management, Korea University of Technology & Education. Her research interests include earnings informativeness, earnings management, and corporate governance.