

기관투자자 감시와 투자 기간이 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향

Effects of Institutional Investors' Monitoring and Investment Horizon on the Relationship between Tax Avoidance and Firm Value

이상철(주저자) · 이윤근(교신저자)

Sang Cheol Lee(First Author) · Yunkeun Lee(Corresponding Author)

이화여자대학교 경영대학 School of Business, Ewha Womans University(sclee@ewha.ac.kr)아주대학교 글로벌 경영학과 Department of Global Management, AJOU University(yk69@ajou.ac.kr)

본 연구에서는 기관투자자의 감시와 투자 기간이 기업의 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 2003년부터 2014년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융기업을 대상으로, 관리종목 및 자본잠식 기업과 조세회피 측정 및 재무 자료가 미비한 기업을 제외한 3,691개 기업-년 표본을 사용하였다. 가설검증을 위해 다중회귀분석을 실시하였다. 검증결과, 독립적인 대규모 기관투자자의 감시가 존재하고 기관투자자의 투자 기간이 길수록 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화되는 것으로 나타났다. 본 연구는 경영자의 조세회피 의사결정이 기업가치 제고로 이어질 수 있는 조건을 독립적인 대규모 기관투자자의 감시와 투자 기간이라는 관점에서 규명했다는 측면에서 선행연구와 차별화된 의의가 있다. 따라서 본 연구는 조세회피의 경제적 효과에 영향을 미치는 다양한 조절요인을 탐색하는 후속 연구에 기여할 수 있다. 또한 본 연구는 기관투자자의 기업지배구조 개선에 관한 정책 및 실무적 개선 방안을 마련하는데 유용한 시사점을 제공한다.

주제어: 기관투자자, 감시, 투자기간, 조세회피, 기업가치

This study examines how institutional investor monitoring and investment horizon shape the relation between corporate tax avoidance and firm value. The sample consists of 3,691 firm-year observations of non-financial firms listed on the Korea Exchange from 2003 to 2014. We test our hypotheses through multiple regression analyses. We find that the negative relation between tax avoidance and firm value is attenuated when independent large institutional investors actively monitor firms and when they maintain longer investment horizons. These results suggest that effective external monitoring and a long-term investment orientation mitigate managerial opportunism inherent in tax avoidance and improve its value implications. This study makes three contributions. First, it identifies the conditions under which tax avoidance becomes less value-destroying, helping reconcile mixed evidence in prior literature. Second, it highlights institutional investors' monitoring intensity and investment horizon as key governance mechanisms that constrain managerial discretion. Third, it provides a framework for examining additional moderators that shape the economic consequences of tax avoidance. Overall, by providing robust evidence on

최초투고일: 2026. 01. 12

수정일: (1차: 2026. 02. 27)

게재확정일: 2026. 03. 13

Copyright 2026 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.

the governance role of institutional investors, this study offers important implications for both research and policy aimed at strengthening corporate governance and enhancing firm value.

Keyword: Institutional Investor, Monitoring, Investment Horizon, Tax Avoidance, Firm Value

1. 서론

기업은 세금으로 유출될 수 있었던 현금을 조세회피를 통해 내부에 유보함으로써 유동성을 개선하고, 이를 투자 및 운영자금으로 활용하여 기업가치를 제고하는 효익을 누릴 수 있다(Abdelfattah and Aboud, 2020). 반면, 조세회피를 실행하기 위해 소요되는 세무 기획, 준수점검 및 모니터링 비용과 같은 직접 비용뿐만 아니라, 세무조사로 인한 몰수, 평판 손실 및 대리인비용과 같은 간접비용을 부담하게 된다(Hasan et al., 2021; Jiang et al., 2022). 따라서 조세회피가 유발하는 효익과 비용의 상대적 크기에 따라 기업가치에 미치는 효과는 달라질 수 있다.

조세회피가 기업가치에 미치는 효과에 대한 선행 연구 결과는 일관되지 않는다(Zhang and Zhang, 2024). 이에 대한 한가지 설명은 조세회피로 인한 효익과 비용의 크기가 기업별로 상이하여, 기업의 최적 조세회피 수준 역시 기업별로 다를 수 있다는 점이다. 이 경우 단순한 횡단면 분석만으로는 조세회피와 기업가치 사이의 관계를 명확히 파악하기 어려울 수 있다. 또 다른 설명은 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 영향을 미치는 중요한 조절변수를 제대로 고려하지 못한 경우, 조세회피가 기업가치에 미치는 효과를 제대로 설명하기 어렵다.

본 연구는 이러한 문제의식에 기반하여, 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 영향을 미치는 조절변수로

기관투자자의 감시와 투자 기간에 주목하고, 그 조절 효과를 실증적으로 분석한다. 기업지배구조는 경영자의 조세회피 의사결정을 감시하고 통제하여 조세회피로 인한 효익을 확대하고 비용을 감소시킬 수 있다. 이를 통해 조세회피가 기업가치에 미치는 긍정적인 효과를 강화할 수 있다(Desai and Dharmapala, 2009; Wilson, 2009). 특히 대규모 지분투자를 통해 기업지배구조의 중요한 축을 담당하는 기관투자자는 경영자의 조세회피 의사결정이 기업가치를 제고하는 방향으로 유도하는데 기여할 수 있다.

선행연구에서는 기관투자자의 경영자 감시수준을 기관투자자 지분율로 측정하는 경우가 일반적이다(Barclay and Holderness, 1989; Grossman and Hart, 1980). 그러나 한국의 경우 기관투자자 지분율이 높다고 해서 반드시 경영자 감시유인이 강하다고 보기는 어렵다. 동일한 지배주주의 영향력 아래에 있는 재벌계열 기관투자자가 같은 재벌에 속한 관계회사에 투자한 경우, 해당 기관투자자가 피투자회사 경영자의 의사결정을 적극적으로 감시할 유인을 갖는다고 보기 어렵기 때문이다(Lee and Lee, 2025). 이러한 특성으로 인해 한국 자본시장에서는 기관투자자의 유형과 역할을 보다 정교하게 구분할 필요가 있다.

한국 자본시장에서 기관투자자가 피투자회사 경영자 의사결정에 대해 실질적인 감시유인을 갖기 위해서는 몇 가지 조건이 충족되어야 한다. 첫째, 기관투자자는 피투자회사와 동일한 지배주주의 영향력 아래에 있지 않은 독립적인 투자자여야 한다(Cornett

et al., 2007; Hartzell and Starks, 2003; Parrino et al., 2003). 둘째, 감시로 부터 얻는 효익이 감시에 소요되는 비용을 상회할 수 있도록 충분한 지분을 보유해야 한다(Edmans, 2009; Edmans, 2014; McCahery et al., 2016). 셋째, 경영자를 효과적으로 감시하는데 필요한 내부정보 접근성과 감시 경험 및 전문성을 축적하기 위해 피 투자회사 지분을 장기간 보유할 필요가 있다(Chen et al., 2007).

이에 본 연구는 독립적인 대규모 기관투자자의 존재 여부와 기관투자자의 투자 기간에 따라 조세회피가 기업가치에 미치는 효과가 어떻게 달라지는지를 검증한다. 연구목적을 달성하기 위해 본 연구는 2003년부터 2014년까지 한국거래소 유가증권 시장에 상장된 비금융기업을 대상으로, 관리종목 및 자본잠식 기업과 조세회피 측정 및 재무 자료가 미비한 기업을 제외한 3,691개 기업-년 표본을 수작업으로 구축하여 실증분석을 수행하였다. 분석결과, 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 경우 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화되는 것으로 나타났다. 또한, 기관투자자의 투자 기간이 길어질수록 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향 역시 완화되는 것으로 확인되었다.

본 연구는 경영자의 조세회피 의사결정이 기업가치 증가로 이어질 수 있는 조건을 기관투자자의 특성이라는 측면에서 분석하였다는 점에서 선행연구와 차별화된 의의를 갖는다. 나아가 조세회피 의사결정의 경제적 효과에 영향을 미치는 다양한 조절변수를 탐색하는 후속 연구에 기여할 수 있으며, 기관투자자의 감시역할 및 기업지배구조 개선 방안에 대한 실증적 근거를 제공한다.

II. 선행연구 검토 및 연구가설 설정

2.1 기관투자자의 감시가 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향

조세회피를 통해 확보한 현금을 기업의 시장경쟁력 제고를 위한 투자에 활용하는 경우, 이는 조세회피의 효익으로 기업가치를 높일 수 있다(Abdelfattah and Aboud, 2020; Asiri et al., 2020; Lv et al., 2025). 반면, 조세회피를 실행하는 과정에서 세무 기획 및 준수에 따른 직접비용이 발생할 뿐만 아니라, 세무조사로 인한 세금추징과 기업 평판 훼손과 같은 간접비용도 수반된다(Hanlon and Slemrod, 2009; Hasan et al., 2021; Jiang et al., 2022; Zhang and Zhang, 2024). 또한 조세회피로 확보된 현금이 경영자의 사적 이익 추구에 사용되는 대리인 문제가 발생할 가능성도 존재한다. 이러한 조세회피의 직접 및 간접비용은 기업가치를 저해하는 요인으로 작용할 수 있다(Lee and Bose, 2021; Lv et al., 2025).

기관투자자는 적극적인 관여와 지분매각 위협을 통해 경영자를 감시함으로써 경영자 의사결정에 실질적인 영향력을 행사할 수 있다(Cornett et al., 2007). 이에 따라 기관투자자의 경영자 감시는 조세회피로 확보된 현금이 경영자의 사적 이익 추구가 아니라 기업의 시장경쟁력 제고를 위해 사용되도록 통제할 수 있으며, 동시에 조세회피로 인해 발생하는 직접 및 간접비용을 완화할 수 있다. 이러한 이유로 기관투자자의 감시는 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적 영향을 약화시키거나 긍정적 효과를 강화하는 역할을 수행할 수 있다(Desai and Dharmapala, 2009).

일반적으로 선행연구에서는 기관투자자의 경영자 감시유인과 능력을 기관투자자 지분율로 측정하고 있다(Barclay and Holderness, 1989; Grossman and Hart, 1980). 그러나 기관투자자 지분율이 경영자 감시유인을 정확히 반영하지 못하는 경우도 존재한다. 특히 기관투자자 지분이 지속적으로 증가해 온 한국 자본시장에서는 재벌 계열 기관투자자가 동일한 재벌에 속한 관계회사에 지분을 투자하는 사례가 빈번하게 관찰된다(Kim and Kim, 2007). 이러한 경우 기관투자자가 상당한 지분을 보유하고 있더라도, 피투자기업 경영자에 대해 독립적인 감시유인을 갖추었다고 보기 어렵다(Lee and Lee, 2025). 따라서 한국 자본시장에서는 피투자기업과 동일한 지배주주의 영향력 아래에 있는 기관투자자를 감시 주체에서 구분할 필요가 있다.

한편, 피투자기업과 독립적인 기관투자자라 하더라도 보유지분이 소규모인 경우에는 감시에 소요되는 비용과 감시를 실패한 경우 지분매각으로 인한 손실 위험이 감시로부터 기대되는 효익을 초과할 수 있다. 이 경우 기관투자자가 적극적인 감시유인을 갖추었다고 보기 어렵다(Edmans, 2009; Edmans, 2014). 반면, 독립적이면서도 대규모 지분을 보유한 기관투자자는 감시로 인한 효익이 비용을 상회하여 경영자를 적극적으로 감시하고 규율할 유인을 갖게 된다(McCahery et al., 2016; McNulty and Nordberg, 2016).

독립성과 충분한 지분 규모라는 두 조건을 동시에 충족하는 독립적인 대규모 기관투자자의 경영자 감시는 조세회피로 확보된 현금흐름이 경영자의 사적 이익이 아닌 기업가치 제고를 위해 활용되도록 유도할 수 있다. 또한, 이러한 감시는 조세회피로 인해 발생하는 직접 및 간접비용을 완화함으로써, 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적 영향을 완화 시킬 것으로

기대된다. 이러한 논리에 기초하여 다음의 가설을 설정한다.

가설 1 (H1): 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 경우, 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화된다.

2.2 기관투자자 투자 기간이 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향

기관투자자의 투자 기간이 단기인 경우, 기업 내부 정보에 대한 접근성이 제한적이며 감시에 필요한 지식, 경험 및 전문성을 축적하기 어렵다. 또한, 감시에 소요되는 비용을 회피하기 위해 다른 기관투자자의 감시에 무임승차하려는 유인이 존재할 수 있다(Black, 1990). 이로 인해 투자 기간이 단기인 기관투자자는 경영자에 대한 실질적인 감시유인을 갖기 어렵다(Bratton and Wachter, 2010; Burns et al., 2010).

반면, 기관투자자 투자 기간이 장기인 경우에는 기업 내부정보에 대한 접근성이 제고되고, 감시에 필요한 지식과 경험, 전문성이 점진적으로 축적된다(Barclay and Holderness, 1991; Friedman and Krackhardt, 1997). 장기간에 걸쳐 축적된 감시 경험은 감시에 소요되는 비용을 감소시키는 동시에 감시로부터 얻을 수 있는 효익을 증가시킨다(Chen et al., 2007). 이에 따라 장기투자성향을 가진 기관투자자는 경영자를 효율적으로 감시할 수 있다.

장기투자성향을 갖춘 기관투자자의 효율적인 경영자 감시는 조세회피로 확보된 현금흐름이 기업가치 제고를 위해 활용되도록 유도하는 한편, 조세회피로 인해 발생하는 직접 및 간접비용을 완화할 수 있다. 따라서 기관투자자의 투자 기간이 길어질수록 조세회

피가 기업가치에 미치는 부정적 영향은 완화될 것으로 기대된다. 이러한 논리에 기초하여 다음의 가설을 설정한다.

가설 2 (H2): 기관투자자의 투자 기간이 길어지는 경우, 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화된다.

III. 연구 방법

3.1 표본선정

본 연구에서는 2003년부터 2014년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융기업을 표본으로 선

정하였다. 2003년부터 투자신탁회사 및 자산운용회사가 신탁자산으로 보유한 주식의 의결권 행사 제한이 폐지되면서 기관투자자의 경영자 감시기능이 강화되었기 때문에, 이 시점을 표본 시작 연도로 설정하였다. 연구결과의 비교 가능성을 확보하기 위해 관리종목 기업, 자본잠식 기업, 금융기관을 제외하였으며, 조세회피 측정의 신뢰도를 높이기 위해 법인세비용차감 전 영업 손실이 연속된 기업과 법인세 부담액이 0 이하인 기업도 표본에서 제외하였다. 또한, 실증분석 결과의 왜곡을 방지하기 위해 주요변수에 대해 1% 수준에서 극단치 조정(winsorization)을 실시하였다. 이러한 절차를 거쳐 최종적으로 3,691개의 기업-연 자료를 분석에 사용하였다.

주요 관심변수인 기관투자자 자료는 국내 대형 증권회사를 통해 확보하였으며, 금융감독원 전자공시시스템(DART)에 공시된 사업보고서를 활용하여 피투자

〈표 1〉 표본의 연도 및 산업별 분포

구 분	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	합
농업, 임업 및 어업	1	1	0	0	0	0	1	0	0	1	1	1	6
제조업	175	177	172	188	207	187	167	196	209	274	268	268	2,488
전기, 가스, 증기 및 수도사업	0	0	0	5	5	5	3	3	1	3	6	6	37
건설업	11	10	12	15	16	12	12	16	13	18	12	10	157
도매 및 소매업	18	18	17	19	19	18	15	20	27	30	32	34	267
운수업	7	3	10	10	14	11	10	12	8	12	9	9	115
출판, 방송통신 및 정보서비스업	8	10	12	11	13	16	16	18	17	21	20	22	184
전문, 과학 및 기술 서비스업	16	14	13	42	38	37	30	28	42	52	47	44	403
사업시설관리 및 사업지원서비스업	0	0	0	1	1	1	1	1	3	4	4	4	20
교육서비스업	0	0	0	0	1	1	1	1	1	0	1	1	7
예술, 스포츠 여가 관련 서비스업	0	0	0	0	0	0	0	1	0	3	3	0	7
계	236	233	236	291	314	288	256	296	321	418	403	399	3,691

기업 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자를 수작업으로 식별하였다. 피투자기업 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자 가운데 피투자기업 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자를 독립적인 대규모 기관투자자로 정의하였다. 기관투자자의 투자 기간은 각 기관투자자의 투자 기간을 지분율로 가중평균하여 산출하였다. 한편, 종속변수인 기업가치와 주요 독립변수 및 통제변수 자료는 에프앤가이드와 NICE의 ValueSearch 데이터 베이스를 이용하여 수집하였다. 분석에 사용된 표본의 연도별 및 산업별 분포를 <표 1>에 제시하였다.

<표 1>에 제시된 바와 같이, 최종 분석에 사용된 표본은 총 3,691개의 기업-연 자료이다. 연도별 분포를 보면 2003년 236개, 2004년 233개, 2005년 236개, 2006년 291개, 2007년 314개, 2008년 288개, 2009년 256개, 2010년 296개, 2011년 321개, 2012년 418개, 2013년 403개, 그리고 2014년 399개로 구성되어 있다. 분석대상 기업은 11개 산업으로 분류되었으며, 산업별 분포에서는 제조업이 67.41%로 가장 큰 비중을 차지하였고, 도매 및 소매업은 7.23%, 전문, 과학 및 기술 서비스업은 10.92%를 차지하는 것으로 나타났다.

3.2 변수의 정의와 측정

3.2.1 종속변수 정의 및 측정

본 연구의 종속변수인 기업가치는 Tobin's Q와 Market-to-Book으로 정의하였다. Tobin's Q는 기업자산의 대체원가 대비 시장가치의 비율이다. 기업이 자산을 효율적으로 활용하여 양(+의 순 현재가치 투자기회를 보유하거나 연구개발, 브랜드, 기술력 등 무형자산을 축적할수록 Tobin's Q 값이 증가한다. 자산의 대체원가는 관측이 어렵기 때문에, 선행연구

에 근거하여 총자산의 장부가액을 대체원가의 대용치로 사용하였다(Chung and Pruitt, 1994). 한편 시장가치는 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액, 그리고 부채의 장부가액의 합으로 측정하였다. Tobin's Q의 구체적인 산식을 <식 1>에 제시하였다.

<식 1>

$$\text{Tobin's Q} = [(\text{보통주주식수} \times \text{보통주종가}) + (\text{우선주주식수} \times \text{액면가액}) + \text{부채의 장부가액}] / \text{총자산의 장부가액}$$

Market-to-Book 비율은 <식 2>와 같이 자기자본의 시장가치를 장부가치로 나눈 값으로 측정하였다(신현한 외, 2004; 이상철&이윤근, 2018).

<식 2>

$$\text{Market-to-Book} = (\text{보통주발행주식수} \times \text{보통주종가}) / \text{자본총계}$$

3.2.2 독립변수 정의 및 측정

조세회피는 현금유효세율과 유효법인세율을 이용하여 정의하였다. <식 3>에서와 같이 현금유효세율을 이용한 조세회피는 법인세 차감 전 이익 대비 실제 납부한 법인세액의 비율인 현금유효세율에 -1을 곱한 값으로 정의한다(Dyrenng and Lindsey, 2009; Rego and Wilson, 2011). 현금유효세율은 법인세 차감 전 이익 1단위당 기업의 실질적인 세금 부담 수준을 나타낸다. 이연법인세 제도 도입 이후 법인세 납부액이 재무제표에 직접 보고되지 않기 때문에, 선행연구에 근거하여 법인세비용에 이연법인세 자산의 증가분을 가산하고, 이연법인세 부채의 증가분을 차감하여 법인세납부액을 추정하였다(강정연&고

증권, 2014)¹⁾. 현금유효세율이 높을수록 조세회피 수준이 낮아지는 것을 의미하기 때문에, 해석의 편의를 위해 현금유효세율에 -1을 곱한 값으로 조세회피를 측정하였다.

〈식 3〉

$$\text{조세회피(현금유효세율)} = (\text{당기법인세납부액} / \text{당기법인세차감전이익}) \times (-1)$$

유효법인세율을 이용한 조세회피는 〈식 4〉에서와 같이 포괄 손익계산서에 계상된 당기 법인세 비용을 법인세비용 차감 전 이익으로 나눈 값인 유효법인세율에 -1을 곱한 값으로 정의한다(Salih et al., 2013). 유효법인세율을 이용한 조세회피 측정은 재무제표에 제시된 항목을 이용하여 간단히 계산할 수 있다는 장점이 있다. 유효법인세율이 높을수록 조세회피 수준이 낮아지는 것을 의미하기 때문에, 해석의 편의를 위해 유효법인세율에 -1을 곱한 값으로 조세회피를 측정하였다.

〈식 4〉

$$\text{조세회피(유효법인세율)} = (\text{당기법인세비용} / \text{당기법인세차감전이익}) \times (-1)$$

3.2.3 조절변수 정의 및 측정

본 연구의 조절변수는 기관투자자 감시와 기관투자자 투자 기간이다. 기관투자자 감시는 피투자기업에 대해 독립적이고 적극적인 감시유인을 가지며, 감시

비용을 부담할 수 있는 독립적인 대규모 기관투자자의 존재 여부로 측정하였다. 구체적으로, 피투자기업 최대주주의 관계회사가 아니면서 해당 기업의 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자가 존재하는 경우를 더미변수로 정의하였다.

피투자기업 최대주주의 관계회사 여부는 금융감독원 전자공시시스템(DART)에 공시된 사업보고서의 ‘Ⅷ. 주주에 관한 사항’ 중 ‘최대주주 및 그 특수관계인의 주식 소유 현황’을 수작업으로 검토하여 판단하였다. 기관투자자가 해당 항목에 최대주주 또는 그 특수관계인으로 등재된 경우, 이를 피투자기업 최대주주의 관계회사로 분류하였다. 한편, 대규모 지분투자자의 기준을 5% 이상으로 설정한 것은 기업지배권에 영향을 미칠 수 있는 대량보유 기준으로 미국 증권거래위원회(SEC)와 한국 증권거래법에서 모두 5% rule을 채택하고 있기 때문이다.²⁾

기관투자자 투자 기간³⁾은 〈식 5〉에서와 같이 해당 기업에 투자한 기관투자자의 투자 기간을 기관투자자 지분율로 가중 평균하여 계산하였다. t 연도에 i 기업에 n개 기관투자자가 존재하고, 기관투자자들이 해당연도(t)까지 각각 누적 투자 기간 p와 투자 지분율 r을 가지고 있다면, 기관투자자 투자 기간은 아래 〈식 5〉에서와 같이 계산된다. 국내 증권회사로부터 2003년부터 2014년까지의 상장회사 기관투자자 현황 자료를 입수한 후, 연도별로 해당 기업의 기관투자자 감시와 기관투자자의 투자 기간을 측정하였다.

1) 법인세납부액=법인세비용+(기말이연법인세자산-기초이연법인세자산)-(기말이연법인세부채-기초이연법인세부채)

2) 한국의 증권거래법 제200조의 2 제1항에서는 주식의 대량보유보고제도 (5% rule)를 규정하고 있다. 증권거래법 규정에 의하면, 국내 주권상장법인 또는 협회등록법인의 주식 등을 5% 이상 보유하게 되거나 5% 취득 후 1% 이상 변동된 경우에는, 그 보유상황 또는 변동내용을 변동이 발생한 해당일 이후 5일 이내에 금융위원회 및 증권거래소에 보고해야 한다.

3) 기관투자자의 지분율이 0인 경우, 기관투자자 투자기간을 0으로 처리하였다.

〈식 5〉

$$\text{기관투자자투자기간}_{t,i} = \frac{\sum_{j=1}^n (\text{기관투자자지분율}_{j,r} \times \text{기관투자자투자기간}_{j,p})}{\sum_{j=1}^n (\text{기관투자자지분율}_{j,r})}$$

3.2.4 통제변수 정의 및 측정

기업가치에 영향을 미칠 수 있는 요인을 통제하기 위해 소유구조, 기업 지배구조, 그리고 기업특성 변수를 모형에 포함하였다. 소유구조 변수로 외국인투자자지분율과 대주주지분율, 기업지배구조 변수로 대규모기업집단여부와 사외이사비율을 고려하였다. 기업특성 변수로 기업규모, 기업연령, 부채비율, 총자산이익률, 매출액 성장률 및 체계적위험(베타)을 포함하였으며, 산업 및 연도 효과를 통제하기 위해 산업 더미와 연도 더미를 추가하였다.

외국인투자자지분율은 외국인 투자자가 보유한 주식 수를 유통주식 수로 나눈 값으로 측정하였다. 외국인 투자자는 경영자에 대한 감시유인과 전문성을 보유하고 있어 기업가치에 영향을 미칠 수 있다 (Aggarwal, et al., 2011; Barclay and Holderness, 1989). 대주주지분율은 대주주 1인과 국제기본법 시행령 제20조에 해당하는 친족 및 특수관계인이 보유한 주식 수의 합을 총발행주식 수로 나눈 값으로 정의하였으며, 이는 경영자 감시 강화와 사적 이익 추구라는 상반된 효과를 가질 수 있다(김주현, 1992).

대규모기업집단여부는 공정거래위원회가 지정한 대규모기업집단 소속 계열사인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0으로 측정하였다. 대규모기업집단 소속 기업은 내부감시를 통해 기업가치가 제고될 수 있는 반면, 부의 이전이나 상호지원으로 기업가치가 훼손될 가능성도 존재한다(Friedman et al., 2003; Johnson et

al., 2000). 사외이사비율은 사외이사 수를 등기이사 수로 나눈 값으로, 이사회 독립성을 나타내는 지표이다(Menon and Williams, 1994). 기업규모는 총자산의 자연로그로, 기업연령은 상장 이후 경과 연수의 자연로그로 측정하였다. 부채비율은 부채총액을 총자산으로 나눈 값으로 정의하였으며, 총자산이익률은 영업이익을 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다. 매출액성장률은 전기 대비 매출액 증가율로 정의하였고, 체계적 위험은 결산 월 이전 60개월간의 월별 수익률을 이용해 추정된 베타로 측정하였다. 마지막으로 산업별 특성과 연도별 거시경제 환경을 통제하기 위해 산업 더미와 연도 더미를 모형에 포함하였다.

3.3 연구모형

기관투자자의 감시와 투자 기간이 피투자기업의 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향을 검증하기 위해 〈모형 1〉과 같은 회귀분석 모형을 설정하였다. 〈모형 1〉에서 종속변수는 기업가치를 나타내는 Tobin's Q이며, 독립변수는 기업의 조세회피 수준이다. 조절변수로는 독립적인 대규모 기관투자자의 존재 여부로 측정된 기관투자자감시와 기관투자자 투자 기간을 포함하였으며, 두 조절변수는 각각 조세회피와의 상호작용 항으로 모형에 반영하였다.

또한, 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 요인을 통제하기 위해 소유구조 및 기업지배구조 변수인 외국인투자자지분율, 대주주지분율, 대규모기업집단여부, 사외이사비율과 기업특성 변수인 기업규모, 기업연령, 부채비율, 총자산이익률, 매출액성장률과 체계적 위험인 베타를 통제변수로 포함하였다. 아울러 산업 및 연도 효과를 통제하기 위해 산업 더미와 연도 더미를 모형에 추가하였다.

독립적인 대규모 기관투자자가 존재하거나 기관투

자자의 투자 기간이 길어져서 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화된다면, <모형 1>에서 조세회피와 기관투자자감시 그리고 조세회피와 기관투자자투자기간의 상호작용 항 계수는 각각 유의적인 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

<모형 1>

Tobin's Q = $\alpha + \beta_1$ 조세회피 + β_2 기관투자자감시[or 기관투자자투자기간] + β_3 조세회피×기관투자자감시[기관투자자투자기간] + β_4 외국인투자자지분율 + β_5 대주주지분율 + β_6 대규모기업집단여부 + β_7 사외이사비율 + β_8 기업규모 + β_9 기업연령 + β_{10} 부채비율 + β_{11} 총자산이익률 + β_{12} 매출액성장률 + β_{13} 베타 + β_t 연도더미 + β_s 산업더미 + ε

여기에서,

Tobin's Q: 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액 그리고 부채의 장부가액의 합을 총자산의 장부가액으로 나눈 값,

Market-to-Book: 자기자본의 시장가치를 자기자본의 장부가치로 나눈 값,

조세회피(현금유효세율): (당기법인세납부액/법인세비용차감전이익) × (-1)

조세회피(유효법인세율): (당기법인세비용/법인세비용차감전이익) × (-1)

기관투자자감시: 피투자기업 최대주주의 관계회사가 아니면서 피투자기업 지분율을 5% 이상 보유한 기관투자자가 존재하는 기업인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0,

기관투자자투자기간: 해당 기업에 투자한 기관투자자의 투자 기간을 기관투자자지분율로 가중 평균하여 산출한 값,

외국인투자자지분율: 외국인 투자자가 보유한 주식

의 수를 유통주식 수로 나눈 값,

대주주지분율: 대주주 1인과 국제기본법시행령 제 20조에 해당하는 친족 및 특수관계인이 보유한 주식 수의 합을 총발행 주식 수로 나눈 값,

대규모기업집단여부: 해당 기업이 공정거래위원회가 지정한 대규모 기업집단에 소속된 계열사이면 1, 그렇지 않은 경우 0,

사외이사비율: 해당기업의 사외이사 수를 등기이사 수로 나눈 값,

기업규모: 총자산에 자연로그를 취한 값,

기업연령: 해당기업의 상장 이후 경과일수에 자연로그를 취한 값,

부채비율: 부채총액을 총자산으로 나눈 값,

총자산이익률: 영업이익을 자산총계로 나눈 값,

매출액성장률: 당기 매출액에서 전기 매출액을 차감한 값을 전기 매출액으로 나눈 값,

베타: 해당 연도 결산 월 이전 60개월의 월간수익률을 계산하여 추정된 베타,

연도더미: 해당 연도이면 1, 아니면 0,

산업더미: 해당 산업에 소속된 기업인 경우 1, 아니면 0.

IV. 실증분석

4.1 기술통계량과 상관관계

4.1.1 기술통계량

<표 2>는 본 연구에 사용된 주요변수들의 기술통계량을 제시하였다. 종속변수인 Tobin's Q와 Market-to-Book의 평균값(중앙값)은 각각 1.077(0.921)과

〈표 2〉 기술통계량

변수	평균값	중앙값	표준편차	최소값	최대값
Tobin's Q	1.077	0.921	0.575	0.375	3.854
Market-to-Book	1.180	0.854	0.946	0.274	3.895
조세회피(현금유효세율)	-0.240	-0.227	0.169	-0.458	0
조세회피(유효법인세율)	-0.226	-0.234	0.112	-0.469	0
기관투자자감시	0.377	0	0.485	0	1
기관투자자투자기간	1.117	0	1.833	0	11
외국인투자자지분율	0.124	0.051	0.160	0	0.646
대주주지분율	0.436	0.436	0.159	0.086	0.830
대규모기업집단여부	0.256	0	0.436	0	1
사외이사비율	0.283	0.250	0.146	0	0.670
기업규모	26.675	26.360	1.450	23.890	30.860
기업연령	8.501	8.762	0.971	5.070	9.730
부채비율	0.399	0.401	0.182	0.036	0.877
총자산이익률	0.061	0.054	0.053	-0.175	0.222
매출액성장률	0.081	0.059	0.243	-0.693	1.891
베타	0.705	0.677	0.378	-0.058	1.692

Tobin's Q: 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액 그리고 부채의 장부가액의 합을 총자산의 장부가액으로 나눈 값; Market-to-Book: 자기자본의 시장가치를 자기자본의 장부가치로 나눈 값; 조세회피(현금유효세율): (당기법인세납부액/법인세비용차감전이익)×(-1); 조세회피(유효법인세율): (당기법인세비용/법인세비용차감전이익)×(-1); 기관투자자감시: 피투자기업 최대주주의 관계회사가 아니면서 피투자기업 지분율을 5% 이상 보유한 기관투자자 존재한 기업인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0; 기관투자자투자기간: 해당 기업에 투자한 기관투자자의 투자 기간을 기관투자자지분율로 가중 평균하여 산출한 값; 외국인투자자지분율: 외국인 투자자가 보유한 주식의 수를 유통주식 수로 나눈 값; 대주주지분율: 대주주 1인과 국제기본법시행령 제 20조에 해당하는 친족 및 특수관계인이 보유한 주식 수의 합을 총발행 주식 수로 나눈 값; 대규모기업집단여부: 해당 기업이 공정거래위원회가 지정한 대규모 기업집단에 소속된 계열사이면 1, 그렇지 않은 경우 0; 사외이사비율: 해당기업의 사외이사 수를 등기이사 수로 나눈 값; 기업규모: 총자산에 자연로그를 취한 값; 기업연령: 해당기업의 상장 이후 경과일수에 자연로그를 취한 값; 부채비율: 부채총액을 총자산으로 나눈 값; 총자산이익률: 영업이익을 자산총계로 나눈 값; 매출액성장률: 당기 매출액에서 전기 매출액을 차감한 값을 전기 매출액으로 나눈 값; 베타: 해당 연도 결산 월 이전 60개월의 월간수익률을 계산하여 추정된 베타; 연도더미: 해당연도이면 1, 아니면 0; 산업더미: 해당산업에 소속된 기업인 경우 1, 아니면 0.

1.180(0.854)로, 표본기업의 시장가치가 자산의 장부가액을 평균적으로 상회함을 의미한다. 독립변수인 조세회피(현금유효세율)과 조세회피(유효법인세율)의 평균값(중앙값)은 각각 -0.240(-0.227)과 -0.226(-0.234)로 나타났다. 조절변수인 기관투자자감시는 평균값이 0.377로, 표본기업의 약 37.7%가 피투자기업 최대주주의 관계회사가 아니면서 지분율 5% 이상을 보유한 기관투자자가 존재함을 의미한다. 또한, 기관투자자의 평균 투자 기간은 1.117년으로 나타났다.

4.1.2 상관관계

주요변수들의 피어슨 상관계수를 〈표 3〉에 제시하였다. 〈표 3〉에 따르면, 기관투자자감시와 기관투자자투자기간은 Tobin's Q 및 Market-to-Book과 유의적인 양(+)의 상관관계를 보이는 반면, 조세회피는 Tobin's Q 및 Market-to-Book과 유의적인 음(-)의 상관관계를 나타낸다. 통제변수 중에서는 외국인투자자지분율, 대규모기업집단여부, 사외이사비율, 기업규모, 부채비율, 총자산이익률, 매출액성장률, 그

〈표 3〉 상관관계

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1. Tobin's Q	1															
2. Market-to-Book	0.853***	1														
3. 조세회피(현금유효세율)	-0.049***	-0.051**	1													
4. 조세회피(유효법인세율)	-0.036**	-0.017*	0.382***	1												
5. 기관투자자감시	0.140***	0.131*	-0.014	-0.019	1											
6. 기관투자자투자기간	0.081***	0.076*	-0.017	-0.046*	0.723*	1										
7. 외국인투자자지분율	0.379***	0.230*	-0.251	0.020	0.078*	0.066*	1									
8. 대주주지분율	-0.152***	-0.129*	-0.002	-0.048*	-0.071**	-0.060*	-0.120*	1								
9. 대규모기업집단여부	0.238***	0.156*	-0.008	-0.007	0.140*	0.157*	0.269*	-0.010	1							
10. 사외이사비율	0.245***	0.178*	-0.026	0.028	0.294*	0.156*	0.264*	-0.058*	0.644*	1						
11. 기업규모	0.249***	0.114*	-0.003	0.005	0.147*	0.310*	0.468*	0.158*	0.396*	0.507*	1					
12. 기업연령	-0.186***	-0.127*	0.038*	0.019*	0.020	0.088***	-0.015	-0.147*	-0.035*	0.069*	0.006	1				
13. 부채비율	0.029*	0.128*	0.026	0.085*	-0.033*	-0.033*	0.137*	-0.138*	0.145*	0.157*	0.121*	0.038*	1			
14. 총자산이익률	0.392***	0.177*	-0.008	0.113**	0.117*	-0.040*	0.281*	0.045*	0.094*	0.176*	-0.120*	-0.194*	-0.190*	1		
15. 매출액성장률	0.124***	0.087*	-0.030	0.012	0.019	0.018	0.002	0.026*	0.022	0.027*	0.029	0.131*	0.047*	0.226*	1	
16. 베타	0.119***	0.107*	-0.014	-0.031	0.001	-0.019	0.067*	0.193*	0.244*	0.296*	0.206*	0.012	0.200*	0.002	0.045*	1

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 2〉를 참조

리고 베타가 Tobin's Q 및 Market-to-Book과 유의적인 양(+)의 상관관계를 보였으며, 대주주지분율과 기업연령은 Tobin's Q 및 Market-to-Book과 유의적인 음(-)의 상관관계를 나타냈다.

4.2 기관투자자 감시가 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향

기관투자자 감시가 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향을 검증하기 위해 최소 자승 회귀분석을 실시하고(Phillips, 2003; Rego, 2003), 그 결과를 <표 4>에 제시하였다. 현금유효세율로 조세회피를 측정하여 분석한 결과를 제시한 <컬럼 A>와 <컬럼 C>에서 살펴보는 바와 같이, 조세회피(현금유효세율)의 회귀계수(<컬럼 A>: -0.075, <컬럼 C>: -0.146)는 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타난 반면, 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자감시의 상호작용 항의 회귀계수(<컬럼 A>: 0.048, <컬럼 C>: 0.090)는 유의적인 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하지 않는 기업의 경우 조세회피가 기업가치에 미치는 영향은 종속변수가 Tobin's Q인 경우 -0.075이며 종속변수가 Market-to-Book인 경우 -0.146인 것을 의미한다. 그러나, 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 기업의 경우에는 조세회피가 기업가치에 미치는 영향은 종속변수가 Tobin's Q인 경우 $-0.027(=0.048-0.075)$ 이며 종속변수가 Market-to-Book인 경우 $-0.056(=0.090-0.146)$ 이라는 것을 나타낸다.

유효법인세율로 조세회피를 측정하여 분석한 결과를 제시한 <컬럼 B>와 <컬럼 D>에서 살펴보는 바와

같이, 조세회피(유효법인세율)의 회귀계수(<컬럼 B>: -0.203, <컬럼 D>: -0.370)는 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타난 반면, 조세회피(유효법인세율)와 기관투자자감시의 상호작용 항의 회귀계수(<컬럼 B>: 0.152, <컬럼 D>: 0.291)는 유의적인 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하지 않는 기업의 경우 조세회피가 기업가치에 미치는 영향은 종속변수가 Tobin's Q인 경우 -0.203이며 종속변수가 Market-to-Book인 경우 -0.370인 것을 의미한다. 반면, 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 기업의 경우에는 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 종속변수가 Tobin's Q인 경우 $0.051(=0.152-0.203)$ 이며 종속변수가 Market-to-Book인 경우 $-0.079(=0.291-0.370)$ 라는 것을 나타낸다.

<표 4>의 검증결과는 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 경우 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적 영향이 완화됨을 나타낸다. 이러한 결과는 독립적인 대규모 기관투자자의 감시가 조세회피를 통해 확보된 현금흐름이 경영자의 사적이익이 아니라 기업가치 제고를 위해 활용되도록 유도하고, 조세회피로 인해 발생하는 직접 및 간접비용을 완화함으로써 조세회피의 부정적 효과를 완화시킬 수 있음을 의미한다. 따라서 <표 4>의 검증결과는 독립적인 기관투자자가 존재하는 경우, 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화된다는 가설 1을 지지하는 결과로 볼 수 있다.⁴⁾

4) 조세회피가 기업가치에 미치는 효과를 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 기업과 존재하지 않는 기업으로 표본을 구분하여 추가적인 검증하였다. 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 표본에서는 조세회피 회귀계수가 비유의적인 반면, 존재하지 않는 표본에서 조세회피 회귀계수는 유의적인 음의 값을 갖는 것으로 나타났다.

〈표 4〉 기관투자자 감시가 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향

$$\text{Tobin's } Q[\text{Market-to-Book}] = \alpha + \beta_1 \text{조세회피} + \beta_2 \text{기관투자자감시} + \beta_3 \text{조세회피} \times \text{기관투자자감시} + \beta_4 \text{외국인투자자지분율} + \beta_5 \text{대주주지분율} + \beta_6 \text{대규모기업집단여부} + \beta_7 \text{사외이사비율} + \beta_8 \text{기업규모} + \beta_9 \text{기업연령} + \beta_{10} \text{부채비율} + \beta_{11} \text{총자산순이익률} + \beta_{12} \text{매출액성장률} + \beta_{13} \text{베타} + \beta_4 \text{연도더미} + \beta_4 \text{산업더미} + \varepsilon$$

변수	종속변수: Tobin's Q				종속변수: Market-to-Book			
	〈컬럼 A〉 현금유효세율		〈컬럼 B〉 유효법인세율		〈컬럼 C〉 현금유효세율		〈컬럼 D〉 유효법인세율	
	추정계수	t 값	추정계수	t 값	추정계수	t 값	추정계수	t 값
상수	1.169***	4.31	1.492***	5.58	0.573	1.18	0.602	1.24
조세회피	-0.075**	-2.23	-0.203***	-2.80	-0.146**	-2.43	-0.370***	-2.84
기관투자자감시	0.019	0.91	0.006	0.24	0.108***	2.88	0.601	1.42
조세회피(현금유효세율)×기관투자자감시	0.048***	2.69			0.090***	2.77		
조세회피(유효법인세율)×기관투자자감시			0.152***	2.97			0.291***	3.17
외국인투자자지분율	0.760***	11.10	0.769***	11.27	0.990***	8.09	0.988***	8.07
대주주지분율	-0.296***	-4.83	-0.258***	-4.19	-0.309***	-2.82	-0.320***	-2.92
대규모기업집단여부	0.139***	4.56	0.153***	5.01	0.191***	3.50	0.190***	3.50
사외이사비율	0.074	0.99	0.083	1.11	0.294**	2.20	0.301**	2.25
기업규모	-0.009	-0.82	-0.008	-0.76	-0.001	-0.05	-0.001	-0.01
기업연령	-0.076***	-7.68	-0.075***	-7.56	-0.076***	-4.26	-0.075***	-4.23
부채비율	0.345***	6.19	0.383***	6.71	0.896***	8.99	0.907***	9.03
총자산이익률	3.472***	18.71	3.357***	17.97	5.300***	15.95	5.391***	16.09
매출액성장률	0.041	1.09	0.032	0.86	0.025	0.38	0.030	0.46
베타	0.081***	2.95	0.115***	4.16	0.064	1.30	0.057	1.16
산업더미		포함		포함		포함		포함
연도더미		포함		포함		포함		포함
표본 수		3,691		3,691		3,691		3,691
F 값		66.90***		54.16***		46.44***		46.64***
수정 R ²		0.385		0.392		0.302		0.303

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 2〉를 참조

4.3 기관투자자 투자기간이 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향

기관투자자 투자 기간이 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향을 최소 자승 회귀분석으로 검증한 결과를 <표 5>에 제시하였다. 현금유효세율로 조세회피를 측정하여 분석한 결과를 제시한 <컬럼 A>와 <컬럼 C>에서 살펴보는 바와 같이, 조세회피(현금유효세율)의 회귀계수(<컬럼 A>: -0.053, <컬럼 C>: -0.100)는 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타난 반면, 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자투자기간의 상호작용 항의 회귀계수(<컬럼 A>: 0.008, <컬럼 C>: 0.020)는 유의적인 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 또한, 유효법인세율로 조세회피를 측정하여 분석한 결과를 제시한 <컬럼 B>와 <컬럼 D>에서도, 조세회피(유효법인세율)의 회귀계수(<컬럼 B>: -0.188, <컬럼 D>: -0.375)는 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타난 반면, 조세회피(유효법인세율)와 기관투자자투자기간의 상호작용 항의 회귀계수(<컬럼 B>: 0.075, <컬럼 D>: 0.182)는 유의적인 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다.

<표 5>의 검증결과는 기관투자자의 투자 기간이 길어지는 경우 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적 영향이 완화됨을 나타낸다. 이러한 결과는 장기 투자 성향을 가진 기관투자자의 효율적인 감시가 조세회피를 통해 확보된 현금흐름이 기업가치 제고를 위해 활용되도록 유도하는 동시에, 조세회피로 인해 발생하는 직접 및 간접비용을 완화할 수 있음을 의미한다. 따라서 <표 5>의 검증결과는 기관투자자의 투자 기간이 길어지는 경우, 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화된다는 가설 2를 지지하는 결과로 볼 수 있다.

4.4 강건성 검증 및 추가분석

4.4.1 기관투자자 감시와 투자 기간이 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향 -시차 모형 검증

조세회피, 기관투자자 감시와 투자 기간 및 기업가치 사이의 인과관계가 역전(reverse causality)될 가능성 때문에 검증결과의 타당성이 훼손될 수 있다. 이러한 문제를 회피하기 위해, 종속변수인 기업가치를 $t+1$ 기로 두고 조세회피(현금유효세율), 조절변수 및 통제변수를 t 기로 설정한 시차모형을 설정하고 검증을 실시하였다(Jiang, 2008). 검증결과를 <표 6>에 제시하였다.

<표 6>에서 살펴보는 바와 같이, 조세회피(현금유효세율)의 회귀계수(<컬럼 A>: -0.085, <컬럼 B>: -0.067)는 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자감시의 상호작용 항에 대한 회귀계수(0.034)와 조세회피와 기관투자자투자기간의 상호작용 항에 대한 회귀계수(0.009)는 모두 유의적인 양(+)의 값을 나타내었다. 이러한 검증결과는 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하거나 기관투자자의 투자 기간이 길어지는 경우, 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화된다는 것을 의미한다. 따라서 시차 모형 검증을 통한 추가분석 결과는 <표 4>와 <표 5>에 제시한 가설 1과 가설 2의 검증결과에 대한 강건성을 뒷받침한다.

4.4.2 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업에서 기관투자자지분율의 조절변수 효과

기관투자자지분율이 높아질수록 조세회피가 기업가

〈표 5〉 기관투자자 투자 기간이 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향

Tobin's Q[Market-to-Book] = $\alpha + \beta_1$ 조세회피 + β_2 기관투자자투자기간 + β_3 조세회피×기관투자자투자기간 + β_4 외국인투자자지분율 + β_5 대주주지분율 + β_6 대규모기업집단여부 + β_7 사외이사비율 + β_8 기업규모 + β_9 기업연령 + β_{10} 부채비율 + β_{11} 총자산순이익률 + β_{12} 매출액성장률 + β_{13} 베타 + β_4 연도더미 + β_5 산업더미 + ϵ

변수	종속변수: Tobin's Q				종속변수: Market-to-Book			
	〈컬럼 A〉 현금유효세율		〈컬럼 B〉 유효법인세율		〈컬럼 C〉 현금유효세율		〈컬럼 D〉 유효법인세율	
	추정계수	t 값	추정계수	t 값	추정계수	t 값	추정계수	t 값
상수	1.168***	7.45	1.276***	6.43	0.798**	2.26	0.587	1.21
조세회피	-0.053***	-2.68	-0.188***	-3.36	-0.100**	-2.26	-0.375***	-2.78
기관투자자투자기간	0.003	0.81	0.009	1.12	0.025**	2.55	0.001	0.02
조세회피(현금유효세율)×기관투자자투자기간	0.008*	1.70			0.020*	1.72		
조세회피(유효법인세율)×기관투자자투자기간			0.075***	2.78			0.182***	2.80
외국인투자자지분율	0.541***	13.49	0.645***	12.72	0.862***	9.58	0.984***	8.04
대주주지분율	-0.194***	-5.36	-0.245***	-5.35	-0.259***	-3.19	-0.323***	-2.94
대규모기업집단여부	0.114***	6.39	0.139***	6.14	0.179***	4.45	0.179***	3.29
사외이사비율	0.062	1.41	0.073	1.32	0.251**	2.54	0.293**	2.19
기업규모	-0.005	-0.85	-0.006	-0.79	0.008	0.59	0.003	0.13
기업연령	-0.047***	-8.12	-0.057***	-7.75	-0.073***	-5.55	-0.080***	-4.49
부채비율	0.291***	8.70	0.340***	8.00	0.715***	9.53	0.901***	8.95
총자산이익률	1.994***	18.33	2.576***	18.56	3.898***	15.96	5.403***	16.13
매출액성장률	0.001	0.01	0.012	0.42	0.021	0.43	0.033	0.49
베타	0.124***	7.65	0.127***	6.14	0.142***	3.87	0.063	1.26
산업더미		포함		포함		포함		포함
연도더미		포함		포함		포함		포함
표본 수		3,691		3,691		3,691		3,691
F 값		66.77***		54.16***		46.68***		46.28***
수정 R ²		0.443		0.392		0.356		0.301

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 2〉를 참조

치에 미치는 부정적인 영향이 완화되는 효과는 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 기업에서만 나타날 수 있다. 이를 검증하기 위해 먼저 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업으로 표본을 구분하였다. 그런 다음, 각각의 표본을 대상으로 기관투자자지분율을 조절변수로 사용하여, 기관투자자지분율이 높을수록 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적 영향이 완화되는지 검증하였다. 검증

결과를 <표 7>에 제시하였다.

독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 표본에 대한 검증결과를 제시한 <표 7>의 <컬럼 A>에서 조세회피(현금유효세율)의 회귀계수(-0.175)는 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타난 반면, 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자지분율의 상호작용 항에 대한 회귀계수(0.007)는 유의적인 양의 값을 나타내었다. 그러나 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하지

<표 6> 기간투자자 감시와 투자기간이 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향 -시차모형 검증

Tobin's $Q_{t+1} = \alpha + \beta_1 \text{조세회피(현금유효세율)}_t + \beta_2 \text{기관투자자감시(기관투자자투자기간)}_t + \beta_3 \text{조세회피(현금유효세율)}_t \times \text{기관투자자감시(기관투자자투자기간)}_t + \beta_4 \text{외국인투자자지분율}_t + \beta_5 \text{대주주지분율}_t + \beta_6 \text{대규모기업집단여부}_t + \beta_7 \text{사외이사비율}_t + \beta_8 \text{기업규모}_t + \beta_9 \text{기업연령}_t + \beta_{10} \text{부채비율}_t + \beta_{11} \text{총자산순이익률}_t + \beta_{12} \text{매출액성장률}_t + \beta_{13} \text{베타}_t + \beta_t \text{연도더미} + \beta_t \text{산업더미} + \varepsilon$

변수	종속변수: Tobin's Q_{t+1}			
	<컬럼 A> 기관투자자감시		<컬럼 B> 기관투자자투자기간	
	추정계수	t 값	추정계수	t 값
상수	1.206***	4.24	0.660***	2.63
조세회피(현금유효세율)	-0.085**	-2.39	-0.067***	-3.26
기관투자자감시	0.017	0.79		
조세회피(현금유효세율)×기관투자자감시	0.034*	1.80		
기관투자자투자기간			0.089**	2.02
조세회피(현금유효세율)×기관투자자투자기간			0.009*	1.87
외국인투자자지분율	0.747***	10.39	0.479***	11.23
대주주지분율	-0.311***	-4.81	-0.151***	-3.81
대규모기업집단여부	0.167***	5.25	0.096***	4.92
사외이사비율	-0.013	-0.17	0.036	0.81
기업규모	-0.011	-0.95	0.016**	2.27
기업연령	-0.066***	-6.33	-0.041***	-6.49
부채비율	0.358***	6.10	0.303***	8.24
총자산이익률	3.190***	16.32	1.586***	13.22
매출액성장률	-0.012	-0.30	0.009	0.42
베타	0.038	1.31	0.105***	5.83
산업더미		포함		포함
연도더미		포함		포함
표본 수	3,310		3,310	
F 값	50.56***		27.18***	
수정 R ²	0.322		0.443	

***, **, * : 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 자세한 설명은 <표 2>를 참조.

〈표 7〉 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업에서 기관투자자지분율의 조절변수 효과 분석
 Tobin's Q = $\alpha + \beta_1$ 조세회피(현금유효세율) + β_2 기관투자자지분율 + β_3 조세회피(현금유효세율) \times 기관투자자지분율 + β_4 외국인투자자지분율 + β_5 대주주지분율 + β_6 대규모기업집단여부 + β_7 사외이사비율 + β_8 기업규모 + β_9 기업연령 + β_{10} 부채비율 + β_{11} 총자산순이익률 + β_{12} 매출액성장률 + β_{13} 베타 + β_1 연도더미 + β_1 산업더미 + ϵ

변수	종속변수: Tobin's Q			
	〈컬럼 A〉 기관투자자 감시=1		〈컬럼 B〉 기관투자자 감시=0	
	추정계수	t 값	추정계수	t 값
상수	-0.004	-0.01	0.617**	2.29
조세회피(현금유효세율)	-0.175***	-3.01	-0.078***	-3.49
기관투자자지분율	0.002*	1.81	0.004*	1.77
조세회피(현금유효세율) \times 기관투자자지분율	0.007***	2.81	-0.004	-1.16
외국인투자자지분율	0.009***	9.15	0.006***	9.15
대주주지분율	-0.547***	-4.81	-0.199***	-4.30
대규모기업집단여부	0.050***	5.25	0.097***	3.95
사외이사비율	0.043	0.17	0.186***	3.31
기업규모	-0.046	-0.95	0.018**	2.28
기업연령	-0.071***	-6.33	-0.052***	-6.63
부채비율	0.382***	6.10	0.217***	5.17
총자산이익률	3.109***	16.32	2.304***	16.18
매출액성장률	-0.092	-0.30	0.043	1.52
베타	0.067	1.31	0.124***	5.90
산업더미		포함		포함
연도더미		포함		포함
표본 수	1,393		2,298	
F 값	22.51***		23.08***	
수정 R ²	0.505		0.392	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 자세한 설명은 〈표 2〉를 참조.

않는 표본에 대한 검증결과를 제시한 〈컬럼 B〉에서 조세회피(현금유효세율)의 회귀계수(-0.078)는 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타난 반면, 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자지분율의 상호작용 항에 대한 회귀계수(-0.004)는 비유의적으로 나타났다. 이러한 결과는 기관투자자지분율이 높아져서 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적 영향이 완화되는 것은 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 경우에만 해당된다는 것을 의미한다.

4.4.3 규제 및 비규제산업에서의 효과 차이 분석

비규제산업(non-regulated industries)에 속한 기업은 규제산업(regulated industries)에 속한 기업에 비해 정보비대칭이 더 크다(Bushee and Noe, 2000). 정보비대칭이 높은 비규제산업에서는 기관투자자 감시와 기관투자자 투자 기간이 기업가치에 미치는 효과가 크게 나타날 수 있는 반면, 규제로 인해 정보비대칭이 낮아진 규제산업에서는 기관투자자 감

시와 기관투자자 투자 기간이 기업가치에 미치는 효과가 크지 않을 수 있다. 따라서, 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하거나 기관투자자 투자 기간이 길어지는 경우, 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적 영향이 완화되는 정도는 정보비대칭이 높은 비규제산업에서 크게 나타날 것으로 예상된다.

기관투자자 감시와 기관투자자 투자 기간이 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향이 규제산업과 비규제산업 구분⁵⁾에 따라 차이가 있는지를 검증한 결과를 <표 8>에 제시하였다. 규제산업 표본을 대상으로 검증을 실시한 결과를 제시한 <컬럼 A>에서 조세회피(현금유효세율)의 회귀계수(-0.054) 그리고 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자 감시의 상호작용 항의 회귀계수(0.016) 모두 유의적이지 않았다. 또한 <컬럼 B>에서 조세회피(현금유효세율)의 회귀계수(-0.060) 그리고 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자 감시의 상호작용 항의 회귀계수(0.001) 모두 유의적이지 않았다.

그러나 비규제산업 표본을 대상으로 검증을 실시한 결과를 제시한 <컬럼 C>에서 조세회피(현금유효세율)의 회귀계수(-0.090) 그리고 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자 감시의 상호작용 항의 회귀계수(0.055) 모두 유의적으로 나타났다. 또한 <컬럼 D>에서 조세회피(현금유효세율)의 회귀계수(-0.049) 그리고 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자 감시의 상호작용 항의 회귀계수(0.148)도 모두 유의적으로 나타났다.

이러한 검증결과는 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하거나 기관투자자의 투자 기간이 길어지는 경우, 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화

되는 효과는 정보비대칭이 높은 비규제산업에서만 나타난다는 것을 의미한다.

4.4.4 글로벌 금융위기 전후 효과 차이 분석

2008년 발발한 글로벌 금융위기는 자본시장 참여자들의 행동과 정보환경의 변화를 초래하였고, 기관투자자의 감시역할이 강화되는 계기가 되었다(Lee and Lee, 2025). 이러한 측면에서 기관투자자 감시와 기관투자자 투자 기간이 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향이 글로벌 금융위기 이전과 이후에 차이가 있는지 분석할 필요가 있다. 추가분석에서는 표본을 글로벌 금융위기 이전(2003~2007년)과 금융위기 이후(2008~2014년)로 구분한 후, 기관투자자 감시와 기관투자자 투자 기간이 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향이 차이가 있는지 분석하였다.

글로벌 금융위기 이전 표본을 대상으로 검증을 실시한 결과를 제시한 <표 9>의 <컬럼 A>에서 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자감시의 상호작용 항의 회귀계수(0.074)와 <컬럼 B>에서 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자투자기간의 상호작용 항의 회귀계수(0.012)는 모두 유의적이지 않았다. 그러나, 글로벌 금융위기 이후 표본을 대상으로 검증을 실시한 결과를 제시한 <컬럼 C>에서 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자감시의 상호작용 항의 회귀계수(0.058)과 <컬럼 D>에서 조세회피(현금유효세율)와 기관투자자투자기간의 상호작용 항의 회귀계수(0.009)는 모두 유의적인 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다.

5) 한국개발연구원(KDI) 규제연구센터 규제영향분석(RIA: Regulatory Impact Assessment)의 산업별 규제강도를 계량화 한 기준에 따라 표본기업을 규제산업(에너지 및 전력, 의료, 건설, 통신, 교육, 방송 및 미디어, 그리고 음식 및 숙박 서비스 관련 산업)과 비규제 산업으로 분류하였다.

〈표 8〉 규제 및 비규제산업에서의 효과 차이 분석

Tobin's Q = $\alpha + \beta_1$ 조세회피(현금유효세율) + β_2 기관투자자감시(기관투자자투자기간) + β_3 조세회피(현금유효세율) \times 기관투자자감시(기관투자자투자기간) + β_4 외국인투자자지분율 + β_5 대주주지분율 + β_6 대규모기업집단여부 + β_7 사외이사비율 + β_8 기업규모 + β_9 기업연령 + β_{10} 부채비율 + β_{11} 총자산이익률 + β_{12} 매출액성장률 + β_{13} 베타 + β_4 연도더미 + β_4 산업더미 + ϵ

변수	종속변수: Tobin's Q							
	규제산업				비규제산업			
	〈컬럼A〉		〈컬럼B〉		〈컬럼 C〉		〈컬럼 D〉	
	기관투자자감시	기관투자자투자기간	기관투자자감시	기관투자자투자기간	기관투자자감시	기관투자자투자기간	기관투자자감시	기관투자자투자기간
추정계수	t 값	추정계수	t 값	추정계수	t 값	추정계수	t 값	
상수	1.005*	1.88	0.592**	2.16	1.686***	4.35	1.400***	5.33
조세회피(현금유효세율)	-0.054	-0.73	-0.060	-1.63	-0.090***	-2.62	-0.049**	-2.10
기관투자자감시	0.009	0.16			0.038	1.29		
조세회피(현금유효세율) \times 기관투자자감시	0.016	0.13			0.055***	3.54		
기관투자자투자기간			0.005	0.57			0.005	1.06
조세회피(현금유효세율) \times 기관투자자투자기간			0.001	0.11			0.148*	1.92
외국인투자자지분율	0.670***	4.63	0.341***	4.68	0.806***	11.43	0.626***	13.12
대주주지분율	-0.364***	-3.12	-0.212***	-3.54	-0.131*	-1.95	-0.169***	-3.74
대규모기업집단여부	0.012	0.22	0.049*	1.73	0.255***	7.56	0.153***	6.65
사외이사비율	0.081	0.58	0.001	0.01	0.051	0.63	0.103*	1.87
기업규모	0.011	0.51	0.019	1.63	-0.009	-0.86	-0.009	-0.86
기업연령	-0.086***	-4.49	-0.047***	-4.73	-0.068***	-6.50	-0.048***	-6.66
부채비율	0.214*	1.86	0.195***	3.32	0.529***	8.82	0.361***	8.87
총자산이익률	4.223***	12.85	2.260***	13.47	2.520***	12.11	1.763***	12.45
매출액성장률	0.084	1.19	0.001	0.02	0.002	0.05	0.001	0.02
베타	0.219***	4.35	0.165***	6.34	0.079***	2.57	0.099***	4.73
산업더미	포함		포함		포함		포함	
연도더미	포함		포함		포함		포함	
표본 수	1,470		1,470		2,221		2,221	
F 값	21.82***		28.91***		45.45***		49.76***	
수정 R ²	0.362		0.422		0.463		0.477	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 2〉를 참조

〈표 9〉 글로벌 금융위기 전후 효과 차이 분석

Tobin's Q = $\alpha + \beta_1$ 조세회피(현금유효세율) + β_2 기관투자자감시(기관투자자투자기간) + β_3 조세회피(현금유효세율) \times 기관투자자감시(기관투자자투자기간) + β_4 외국인투자자지분율 + β_5 대주주지분율 + β_6 대규모기업집단여부 + β_7 사외이사비율 + β_8 기업규모 + β_9 기업연령 + β_{10} 부채비율 + β_{11} 총자산이익률 + β_{12} 매출액성장률 + β_{13} 베타 + β_{14} 연도더미 + β_{15} 산업더미 + ϵ

변수	종속변수: Tobin's Q							
	글로벌 금융위기 이전				글로벌 금융위기 이후			
	〈컬럼 A〉 기관투자자감시		〈컬럼 B〉 기관투자자투자기간		〈컬럼 C〉 기관투자자감시		〈컬럼 D〉 기관투자자투자기간	
	추정계수	t 값	추정계수	t 값	추정계수	t 값	추정계수	t 값
상수	1.175***	3.66	1.346***	6.70	1.391***	2.85	0.994***	3.87
조세회피	-0.054	-1.22	-0.053*	-1.90	-0.063	-1.10	-0.027	-0.89
기관투자자감시	0.047	1.41			0.013	0.36		
조세회피(현금유효세율) \times 기관투자자감시	0.074	0.90			0.058***	2.71		
기관투자자투자기간			0.015*	1.71			0.002	0.29
조세회피(현금유효세율) \times 기관투자자투자기간			0.012	0.62			0.009*	1.67
외국인투자자지분율	0.675***	8.81	0.561***	11.55	0.995***	7.43	0.520***	7.24
대주주지분율	-0.334***	-4.63	-0.165***	-3.60	-0.231**	-2.09	-0.254***	-4.25
대규모기업집단여부	0.128***	3.51	0.103***	4.37	0.145***	2.74	0.123***	4.33
사외이사비율	0.073	0.63	0.140*	1.87	0.005	0.05	0.009	0.17
기업규모	-0.009	-0.69	-0.013	-1.54	-0.008	-0.45	0.005	0.48
기업연령	-0.066***	-5.59	-0.039***	-5.18	-0.090***	-5.21	-0.059***	-6.27
부채비율	0.285***	4.45	0.268***	6.45	0.475***	4.60	0.329***	5.80
총자산이익률	2.901***	13.15	1.884***	13.43	4.398***	13.33	2.201***	12.54
매출액성장률	0.056	1.18	0.004	0.15	0.039	0.63	0.001	0.03
베타	0.106***	3.18	0.138***	6.59	0.068	1.42	0.093***	3.54
산업더미		포함		포함		포함		포함
연도더미		포함		포함		포함		포함
표본 수		1,310		1,310		2,381		2,381
F 값		50.73***		51.74***		33.49***		28.01***
수정 R ²		0.396		0.458		0.375		0.417

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 2〉를 참조

이러한 결과는 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하거나 기관투자자의 투자 기간이 길어지는 경우, 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 완화되는 효과는 기관투자자의 감시역할이 강화된 글로벌 금융위기 이후 기간에서만 나타난다는 것을 의미한다.

V. 결론

본 연구는 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 기관투자자 감시와 기관투자자 투자 기간에 따라 차별적으로 나타나는지를 분석하였다. 이를 위해 2003년부터 2014년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융기업을 대상으로, 관리종목 및 자본잠식 기업과 조세회피 측정치 및 재무 자료가 미비한 기업을 제외한 3,691개 기업-년 표본을 활용하여 최소 자승 회귀분석을 실시하였다.

분석결과, 독립적인 대규모 기관투자자가 존재하는 경우 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적 영향은 유의하게 완화되는 것으로 나타났다. 또한, 기관투자자의 투자 기간이 길수록 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적 영향 역시 약화되는 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 조세회피를 유효법인세율로, 기업가치를 Market-to-Book 비율로 측정한 분석에서도 일관되게 나타났다.

본 연구는 자료수집의 제약으로 표본이 2014년까지로 한정되어 연구결과의 외적 타당성이 저해될 수 있기 때문에, 연구결과 해석에 유의할 필요가 있다. 따라서 2015년부터 최근까지의 자료를 추가로 보완하여 분석을 실시할 필요가 있다. 또한, 2015년 이후 기간은 스투어드십 코드와 주주행동주의 확산으

로 기관투자자의 역할과 영향력이 강화되었기 때문에, 새로운 분석결과와 현재 분석결과를 비교할 필요도 있다.

이러한 한계에도 불구하고 본 연구는 조세회피가 경영자의 사적 이익 추구 수단으로 활용될 경우 기업가치가 훼손될 수 있다는 가능성을 고려하여, 이러한 부정적 효과를 통제할 수 있는 요건으로 독립성을 갖춘 대규모 기관투자자의 존재와 투자 기간을 규명하였다는 점에서 선행연구와 차별화된 학문적 의의를 가진다. 이러한 결과는 조세회피 의사결정과 관련된 대리인 문제를 완화할 수 있는 다양한 조절요인을 탐색하는 후속 연구에 중요한 시사점을 제공할 수 있다.

또한, 본 연구에서 확인된 바와 같이 기관투자자의 적극적인 감시와 장기적 투자 성향이 조세회피 의사결정의 긍정적 효과를 강화한다는 결과는 스투어드십 코드의 정착과 주주행동주의 확산의 필요성을 뒷받침하는 실증적 근거를 제공한다. 나아가 기업 경영자에게는 기관투자자를 단순한 투자자가 아니라 전략적 감시 파트너로 인식하고 조세 전략의 투명성을 제고할 필요가 있음을 시사한다. 투자자들에게는 피투자 기업의 주주 구성과 기관투자자의 투자 성향을 분석함으로써 경영자의 기회주의적 행동 가능성을 사전에 식별할 수 있는 실무적 판단 기준을 제시하였다는 점에서 실무적 공헌을 가진다.

참고문헌

- 강정연, 고종권 (2014), "기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향," **회계학연구**, 제39권 1호, pp.147-183.
- (Kang, J. Y. and Ko, J. G. (2014), "The effect of

- corporate governance on the relationship between tax avoidance and firm value," *Korean Accounting Review*, 39(1), pp.147-183.)
- 김주현 (1992), "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구," **재무연구**, 제5권 1호, pp.129-154.
- (Kim, J. H. (1992), "A study on the relationship between ownership structure and firm value," *Asian Review of Financial Research*, 5, pp.129-154.)
- 신현한, 이상철, 장진호 (2004), "외부감시주체와 기업가치," **재무연구**, 제17권 1호, pp.41-72.
- (Shin, H. H., Lee, S. C., and Chang, J. H. (2004), "Outside monitors and firm value," *Asian Review of Financial Research*, 17(1), pp. 41-72.)
- 이상철, 이윤근 (2018), "기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 영향," **경영학연구**, 제47권 1호, pp. 195-217.
- (Lee, S. C. and Lee, Y. K. (2018), "The effect of institutional investors' investment horizon on firm value," *Korean Management Review*, 47(1), pp.195-217.
- 전홍민, 김현희, 차승민(2011), "기관투자자가 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향," **경영학연구**, 제40권 2호, pp.383-406.
- (Jeon, H. M., Kim, H.H., and Cha, S. M. (2021), "The Monitoring Role of Institutional Investors on Real Earnings Management," *Korean Management Review*, 40(2), pp.383-406.
- 조지호, 김용현(2003), "기관투자자들의 투자패턴," **경영학연구**, 제32권 제5호, pp.1503-1530.
- (Cho, J.H and Kim, Y.H. (2003), "Investment Patterns of Institutional Investors," *Korean Management Review*, 32(5), pp.1503-1530.
- Abdelfattah, T. and Aboud, A. (2020), "Tax avoidance, corporate governance, and corporate social responsibility: The case of the Egyptian capital market", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 38, 100304.
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., and Williamson, R. (2011), "Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors," *Journal of Financial Economics*, 100(1), pp.154-181.
- Asiri, M., Al-Hadi, A., Taylor, G., and Duong, L. (2020), "Is corporate tax avoidance associated with investment efficiency?" *The North American Journal of Economics and Finance*, 52, pp.101-143.
- Barclay, M. J., and Holderness, C. G. (1989), "Private benefits from control of public corporation," *Journal of Financial Economics*, 25(2), pp.371-395.
- Barclay, M. J. and Holderness, C. G. (1991), "Negotiated block trades and corporate control," *The Journal of Finance*, 46(3), pp. 861-878.
- Black, S. (1990). "Shareholder passivity reexamined," *Michigan Law Review*, 89(3), pp.520-608.
- Bratton, W. W., and Wachter, M. L. (2010), "The case against shareholder empowerment," *University of Pennsylvania Law Review*, 158, pp.653-728.
- Burns, N., Kedia, S., and Lipson, M. (2010), "Institutional ownership and monitoring: Evidence from financial misreporting," *Journal of Corporate Finance*, 16(4), pp.443-455.
- Bushee, B. J., and Noe, C. F. (2000), "Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility," *Journal of Accounting Research*, 38, pp.171-202.
- Chen, X., Harford, J., and Li, K. (2007). "Monitoring: Which institutions matter?" *Journal of*

- Financial Economics*, 86(2), pp.279-305.
- Chung, K. H., and Pruitt, S. W. (1994), "A simple approximation of Tobin's q," *Financial Management*, 23(3), pp.70-74.
- Cornett, M., Marcus, A., Saunders, A., and Tehranian, H. (2007), "The impact of institutional ownership on corporate operating performance," *Journal of Banking and Finance*, 31(6), pp.1771-1794.
- Desai, M. A., and Dharmapala, D. (2009), "Corporate tax avoidance and firm value," *The Review of Economics and Statistics*, 91(3), pp.537-546.
- Dyregang, S. D., and Lindsey, B. P. (2009), "Using financial accounting data to examine the effect of foreign operations located in tax havens and other countries on U.S. multinational firms' tax rates," *Journal of Accounting Research*, 47(5), pp.1283-1316.
- Edmans, A. (2009), "Block-holder trading, market efficiency, and managerial myopia," *The Journal of Finance*, 64(6), pp.2481-2513.
- Edmans, A. (2014), "Block-holders and corporate governance," *Annual Review of Financial Economics*, 6(1), pp.23-50.
- Friedman, E., Johnson, S., and Mitton, T. (2003), "Propping and tunneling," *Journal of Comparative Economics*, 31(4), pp.732-750.
- Friedman, R. A., and Krackhardt, D. (1997), "Social capital and career mobility: A structural theory of lower returns on education for Asian employees," *The Journal of Applied Behavioral Science*, 33(3), pp.316-334.
- Grossman, S. J., and Hart, O. D. (1980), "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation," *Bell Journal of Economics*, 11(1), pp.42-64.
- Hanlon, M., and Slemrod, J. (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.
- Hasan, M., Lobo, G. J., and Qiu, B. (2021), "Organizational capital, corporate tax avoidance, and firm value," *Journal of Corporate Finance*, 70, 102050.
- Harzell, J., and Starks, L. (2003). "Institutional investors and executive compensation," *The Journal of Finance*, 58(6), pp.2351-2374.
- Jiang, W., Zhang, C., and Si, C. (2022), "The real effect of mandatory CSR disclosure: Evidence of corporate tax avoidance." *Technological Forecasting and Social Change*, 179, 121646.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (2000), "Tunneling." *American Economic Review*, 90(2), pp.22-27.
- Kim, H., and Kim, W. (2007), "Corporate governance in Korea: A decade after the financial crisis," *The University of Texas School of Law Research Paper*, No, 123.
- Lee, C. H., and Bose, S. (2021), "Do family firms engage in less tax avoidance than non-family firms? The corporate opacity perspective," *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 17(2), 100263.
- Lee, S., and Lee, Y. (2025), "Independent block institutional investors with long-term horizons and earnings forecast errors by financial analysts," *Applied Economics*, Published online, 20, Nov 2025.
- Lv, W., Meng, Q., Cao, Y., and Liu, J. (2025), "Impact and moderating mechanism of corporate tax avoidance on firm value from the perspective of corporate governance,"

- International Review of Financial Analysis*, 99, 103926.
- McCahery, J., Sautner, Z., and Starks, L. (2016), "Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors," *The Journal of Finance*, 71(6), pp.2905-2932.
- McNulty, T., and Nordberg, D. (2016), "Ownership, activism and engagement: Institutional investors as active owners," *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), p.346-358.
- Menon, K., and Williams, J. (1994), "The use of audit committees for monitoring," *Journal of Accounting and Public Policy*, 13(2), pp.121-139.
- Parrino, R., Sias, R., and Starks, L. (2003), "Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover," *Journal of Financial Economics*, 68(1), pp.3-46.
- Phillips, J. D. (2003), "Corporate tax-planning effectiveness: The role of compensation-based incentives," *The Accounting Review*, 78(3), pp.847-874.
- Rego, S. O. (2003), "Tax-avoidance activities of US multinational corporations," *Contemporary Accounting Research*, 20(4), pp.805 - 833.
- Rego, S. O., and Wilson, R. (2011), "Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness," *Journal of Accounting Research*, 50(3), pp.775-810.
- Salihu, I. A., Obid, S. N. S., and Annuar, H. A. (2013), "Measures of corporate tax avoidance: Empirical evidence from an emerging economy," *International Journal of Business and Society*, 14(3), pp.412-427.
- Wilson, R. J. (2009), "An examination of corporate tax shelter participants," *The Accounting Review*, 84(3), pp.969-999.
- Zhang, Z., and Zhang, L. (2024), "Investor attention and corporate ESG performance," *Finance Research Letters*, 60, 104887.

-
- 저자 이상철은 현재 이화여자대학교 경영대학 교수로 재직 중이다. 연세대학교에서 경영학 학사, 석사 및 박사 학위를 취득하였으며, 한국관리회계학회 회장을 역임하였다. 주요 연구 분야는 예산과 목표 설정, 조직 성과평가 및 경영자 보상 등 관리회계 이슈의 발굴과 실증적 분석이며, 이외에도 기업지배구조와 회계감사 분야에 관한 연구를 수행하였다. 또한 기업지배구조 개선과 관련하여 국민연금공단과 한국ESG기준원에서 자문교수로 활동한 바 있다.
 - 저자 이윤근은 아주대학교 글로벌경영학과 조교수이다. 연세대학교 응용통계학 학사, KAIST 경영대학원 MBA 석사 그리고 동국대학교에서 회계학 박사 학위를 취득했다. 그는 기업지배구조, 성과평가, 예산 톱니현상 및 경영진보상 분야에 관심을 가지고 있다.