

기업의 조세회피와 기업가치: 국가별 제도 수준과 법적 강제력을 중심으로*

Corporate Tax Avoidance and Firm Value: Focusing on Country-Level Institutional Environment and Legal Enforcement*

김현태(주저자) · 허강성(공저자) · 김승준(교신저자)

Hyun Tae Kim(First Author) · Kang Sung Hur(Co-Author) · Seung Jun Kim(Corresponding Author)

성균관대학교 경영대학 경영연구소 연구원 Researcher, School of Business, Sungkyunkwan University(htkimht@skku.edu)

서울신학대학교 부교수 Associate Professor, Global Business Administration, Seoul Theological University(kangsunghur@stu.ac.kr)

영남대학교 회계세무학과 조교수 Assistant Professor, Department of Accounting and Taxation, Yeungnam University(kimsj0909@yu.ac.kr)

.....

본 연구는 국가별 제도 수준과 법 집행력의 차이가 조세회피와 기업가치 간의 관계에 어떠한 영향을 미치는지 실증적으로 분석하였다. 조세회피는 세후 현금흐름 증가를 통해 기업가치를 높이는 전략적 수단으로 기능할 수 있는 반면에, 회계정보의 불투명성 증가, 대리인비용 확대로 인해 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 2011년부터 2022년까지 27개 국가 50,491개 기업-연도 표본을 대상으로 분석한 결과, 제도적 기반이 견고하고 법 집행력이 강력한 국가에서는 조세회피가 기업가치를 제고하는 긍정적인 효과가 나타났다. 반면에, 국가의 제도적 기반과 법 집행력이 미흡한 경우에 조세회피는 기업가치에 부정적으로 작용할 수 있음을 확인하였다. 특히 우리나라의 경우 제도 수준과 법 집행력이 상대적으로 낮아, 세계정책 효과를 극대화하기 위해서는 투자자 보호 제도와 지배구조에 대한 제도적 보완이 병행될 필요가 있음을 시사한다.

주제어: 조세회피, 기업가치, 제도적 수준, 법 집행력, 국가 간 이질성

This study empirically examines how differences in institutional quality and legal enforcement across countries affect the relationship between corporate tax avoidance and firm value. While tax avoidance can serve as a strategic means to enhance firm value by increasing after-tax cash flows, it may also have adverse effects by exacerbating financial opacity and agency costs. Using 50,491 firm-year observations from 27 countries over the period 2011-2022, the results indicate that tax avoidance positively contributes to firm value in countries with robust institutional quality and rigorous legal enforcement. Conversely, in countries with weaker institutional frameworks and limited enforcement capacity, tax avoidance is associated with a negative effect on firm value. In particular, for Korea, where institutional quality and legal enforcement remain relatively limited, efforts to strengthen investor protection and corporate governance should accompany tax policy reforms to maximize the effectiveness of tax policy.

Keyword: Corporate Tax Avoidance, Firm Value, Institutional Quality, Legal Enforcement, Cross-country heterogeneity

최초투고일: 2025. 11. 10 게재확정일: 2025. 12. 29

* This research is supported by the Seoul Theological University Research Fund in 2026.

I. 서론

본 연구의 목적은 국가별 제도 수준과 법 집행력의 차이에 따라, 기업에 적용되는 실효 법인세율이 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는지 분석하는 것이다.

글로벌 경제 환경은 점점 더 복잡하고 불확실성이 증대되는 방향으로 진화하고 있다. 특히, 조세 정책과 기업의 납세 행태에 대한 관심은 세계화 경제의 확산으로 더욱 증대되었으며, 국가 간 조세경쟁과 이에 따른 기업의 조세전략은 기업 재무 의사 결정에 중요한 결정요소로 인식되고 있다(Atwood et al., 2012). 기업이 조세부담을 회피하기 위해 활용하는 다양한 전략은 세수 귀속의 왜곡을 초래할 뿐만 아니라, 기업의 미래 현금흐름과 정보비대칭 수준에 영향을 미쳐 장기적인 가치 평가에 구조적인 요인으로 작용한다(Graham and Tucker, 2006). 이러한 관점에서 조세회피(tax avoidance)는 세금 절감, 기업의 지배구조, 재무투명성, 그리고 이해관계자 간 신뢰 관계 전반에 영향을 미치는 중요한 전략적 행위로 간주된다(Desai and Dharmapala, 2006; Hanlon and Heitzman, 2010). 최근에는 보호무역주의의 확산과 조세정책의 불확실성 증대로 인해 국가 간 조세경쟁이 심화되면서 실효세율의 상대적 격차가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구의 필요성이 제기된다. 조세회피로 인한 세금 절감 효과가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해서는 기업이 속한 국가의 법체계, 투자자 보호수준, 법 집행의 효율성과 같은 제도적인 외부 환경을 함께 고려해야 한다(La Porta et al., 1998, 2000).

조세회피는 세법의 범위 내에서 세금을 최소화하

기 위한 합법적인 전략으로 정의된다. 이는 기업이 세법의 허점을 이용하거나, 특정 국가의 조세제도나 국제 조세조약의 구조를 활용하여 세부담을 줄이는 방식으로 구현된다(Slemrod, 2004). 이러한 조세 회피 전략은 단기적으로 기업의 세후이익을 증가시키고, 자본비용을 절감하여 투자 여력을 확대할 수 있다는 점에서 경영자와 투자자 모두에게 긍정적인 신호로 작용할 수 있다. 세금은 기업의 외부로 유출되는 현금흐름이므로, 이를 절감하는 행위는 자금 유동성을 확보하여 기업가치 제고에 기여할 수 있다(Dyreng et al., 2008). 이처럼 전통적인 관점에서는 기업의 유효법인세율이 낮아지면 절세에 따른 세후이익 증가가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 해석되어 왔다. 이는 정부에 귀속될 자원이 주주 또는 내부 이해관계자에게 이전되어 기업가치가 상승한다고 보는 시각이다. 그러나 조세회피가 기업가치에 항상 긍정적으로 작용하는 것은 아니다. 조세회피는 거래의 구조를 복잡하게 만들고 회계 정보를 불투명하게 하여 정보비대칭을 심화시킴으로써 외부 이해관계자에게 불리한 결과를 초래할 수 있다(Desai et al., 2007). 또한 조세회피를 통해 절감된 자원은 기업의 투자나 주주 환원에 활용되지 않고 경영자의 사적 이익을 위해 사용될 가능성도 있다(Jensen and Meckling, 1976).

조세회피와 관련한 선행연구에서는 개별 기업 수준의 특성에 초점을 맞추어 조세회피와 기업가치 간의 관계를 분석해왔다. 선행연구들은 기업규모, 산업 특성, 경영자 특성, 기업지배구조의 건전성 등이 조세회피 수준 및 그 결과와 밀접하게 관련되어 있다고 보고하였다(Wilson, 2009). 그러나 이러한 분석은 국가 간 제도적 이질성, 특히 법적 기원(legal origin), 법 집행력의 강도, 투자자 보호 수준 등과 같은 외부 요인을 고려하지 않고 조세회피

의 효과를 분석한 한계를 지낸다(Atwood et al., 2012). 조세회피 수준이 유사한 기업이라 하더라도 그 기업이 속한 국가의 제도적 환경이 어떻게 구성되어 있는가에 따라 조세회피가 기업가치에 미치는 영향은 다르게 나타날 수 있다(Markle, 2016).

제도적 환경은 조세회피로 인해 발생하는 대리인 비용, 평판위험, 법적 제재 가능성 등 비조세비용을 발생시켜 조세회피와 기업가치 간 관계에 영향을 미칠 수 있다(Hanlon and Slemrod, 2009). 영미법 체계를 따르고 강력한 사법제도와 투자자 보호 규범이 잘 정비된 국가에서는 조세회피로 인한 세금 절감이 기업의 잉여현금흐름 증가로 연결되고, 이는 주주에게 귀속되는 부의 증가로 이어질 수 있다(La Porta et al., 1998, 2000; Leuz et al., 2003). 반면에, 제도적 기반이 취약하고 법 집행력이 미약한 국가에서는 조세회피로 인해 발생한 여유자금에 경영자나 대주주의 사적 이익 추구에 활용될 가능성이 높아져, 이는 기업가치의 하락을 초래할 수 있다(Desai and Dharmapala, 2009). 따라서 조세회피의 기업가치에 대한 효과는 기업의 외부 제도적 환경에 따라 상이한 결과가 나타날 수 있다(Hope et al., 2013). 이에 본 연구는 국가별 법적 기원, 투자자 보호 수준, 소유집중도 등으로 측정되는 제도적 수준과, 사법제도 효율성, 법치주의, 부패 수준 등으로 측정되는 법 집행력의 차이가 조세회피와 기업가치 간 관계에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하고자 한다.

본 연구는 다음과 같은 두 가지 연구가설을 설정하여 분석을 수행하였다. 첫째, 제도 수준이 견고한 국가에서는 조세회피가 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높은 반면에, 제도적 기반이 취약한 국가에서는 조세회피가 기업가치에 부정적인 영향을

미칠 가능성이 높을 것이다. 따라서 국가별 제도 수준의 차이는 조세회피와 기업가치 간의 관계에 차별적인 영향을 미칠 것이다. 둘째, 법 집행이 강력한 국가에서는 경영자의 사적 이익 추구 및 자원 전용을 제약함으로써 조세회피가 긍정적인 효과로 이어질 수 있는 반면에, 법 집행이 미흡한 국가에서는 조세회피가 경영자의 사적 목적에 활용되어 부정적인 효과로 나타날 것이다. 따라서 국가별 법 집행력의 차이는 조세회피와 기업가치 간의 관계에 상이한 영향을 미칠 것이다.

본 연구는 2011년부터 2022년까지 27개 국가에 속한 상장기업을 대상으로, 국가별 제도 환경이 조세회피의 가치효과에 미치는 차별적인 영향을 검증하였다. 실증분석 결과, 첫째, 제도적 수준과 법 집행력의 효과는 모두 양(+)으로 추정되어, 투자자 보호가 견고하고 법 집행 체계가 정비된 국가일수록 기업가치가 체계적으로 높다는 것이 확인되었다. 또한 조세회피(*LongETR*)는 국가 수준의 제도 변수 통제 여부와 관계없이 전반적으로 기업가치에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 조세회피 수준이 높을수록 기업가치가 낮게 평가되는 경향을 확인하였다. 둘째, 국가별 제도 수준과 법 집행력은 조세회피와 기업가치 간 음(-)의 효과를 약화시키는 것으로 나타났다. 구체적으로, 제도적 수준 및 법 집행력과 조세회피 간 상호작용항(*LongETR*×*FACTOR* 및 *LongETR*×*LEGAL*)은 일관되게 유의한 양(+)의 값을 나타내어, 제도적 수준이 높고 법 집행력이 강한 국가에서는 조세회피의 기업가치에 대한 부정적인 효과가 완화되는 것으로 나타났다. 이는 견고한 제도적 기반과 강력한 법 집행이 정보비대칭을 완화하고, 조세 절감을 통한 자원의 사용을 보다 효율적으로 활용할 수 있는 환경을 조성함으로써 조세회피의

부정적 효과를 개선하여 기업가치의 제고로 이어질 수 있음을 시사한다. 반면에, 제도적 통제가 미흡한 국가에서는 조세회피가 경영자의 사적 이익 추구나 자원 전용의 수단으로 활용될 가능성이 높아 기업가치에 부정적인 결과를 초래할 수 있음을 보여준다. 이러한 결과는 클러스터링을 통한 강건성 검증에서도 일관되게 유지되었다.

본 연구는 다음과 같은 차별점이 있다. 첫째, Lee and Choi(2022)의 연구에서는 국가 간 재무보고 및 공시 투명성의 차이가 조세회피와 기업가치 간 관계에 미치는 영향을 분석한 반면에, 본 연구는 법적 기원, 투자자 보호, 법 집행력 등으로 구성된 보다 포괄적인 국가 수준의 제도적 기반을 중심으로 조세회피와 기업가치 간 관계의 국가 간 이질성을 체계적으로 분석하였다. 둘째, Tang(2019)의 연구에서는 국가 간 조세회피의 효과를 투자자 보호, 지배구조 등 단일 제도 지표 차원에서 분석한 반면에, 본 연구는 법적 기원·소유집중도·투자자 보호로 구성된 제도 수준 요인(institutional quality)과 사법제도 효율성·법치주의·부패 수준으로 측정된 법 집행력 요인(legal enforcement)을 분리하여 분석을 수행하였다. 이를 통해 제도 수준 및 법 집행이라는 두 유형이 조세회피의 가치효과에 대한 조절 효과를 규명했다는 점에서 차별화된다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점이 있다. 첫째, 기존 선행연구에서 상대적으로 충분히 분석되지 않았던 국가 수준의 제도적 요인과 법 집행력의 이질성에 주목하여, 이러한 외부 제도 환경이 조세회피의 가치효과에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 이를 통해 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 국가 간 제도적 차이 또는 분석 방법론의 상이함에 따라 일관되지 않게 보고되어 온 기존 연구 결과들에 대해 개념적·분석적 기반을 제시하였다는 점에서 학문

적 차별성을 지닌다. 특히, 조세회피의 효과가 국가별 제도 환경에 따라 상이하게 나타남을 실증적으로 제시함으로써 조세회피를 일관된 경제적 행위로 간주하기보다 정교한 해석과 정책적 접근의 필요성을 제기한다. 둘째, 정책적 측면에서 조세회피의 효과는 단순히 세율 수준이나 조세특례 확대 여부에 의해 결정되지 않으며, 기업의 조세행태가 긍정적인 가치효과로 연결되기 위해서는 제도적 기반의 정비가 선행되어야 함을 시사한다. 즉, 투자자 보호 제도, 법 집행 등과 같은 제도적 장치의 강화와 조세정책이 병행되어야 실질적인 정책 효과를 도출할 수 있음을 보여준다. 셋째, 실무적으로는 기업의 조세 전략 수립 시 각국의 제도 수준 및 법 집행력에 대한 정밀한 사전 분석이 필수적이며, 특히 다국적기업의 경우에는 진출 국가의 법제도 환경에 따라 조세회피 전략의 기대효과와 규제 위험이 상이하게 나타날 수 있음을 시사한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 조세회피와 기업가치, 국가 제도·투자자 보호와 조세, 국제 비교 연구와 관련한 선행연구를 검토하고 연구 가설을 설정한다. 제3장에서는 연구모형과 연구방법을 제시한다. 제4장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제5장에서는 결론을 기술한다.

II. 선행연구 및 가설설정

2.1 조세회피와 기업가치

조세회피는 자본구조에 영향을 줄 수 있으며, 조세회피의 효익은 주주와 경영자에게 귀속되는 효과가 다르게 나타날 수 있다(Dyrenge et al., 2008:

Graham and Tucker, 2006).¹⁾ 전통적 관점의 조세회피와 관련한 선행연구에서는 기업의 조세회피가 기업의 자원을 정부로부터 주주에게로 이전하여 기업가치 또는 주주의 부가 증가한다고 보았다 (Graham and Tucker, 2006; Desai and Hines, 2002; Seida and Wempe, 2004). Graham and Tucker(2006)는 조세혜택거래(tax shelter)로 인해 적발된 44개 기업을 분석하여, 세금절감 효과가 총자산 대비 상당한 규모로 추정되었고, 조세혜택거래 기업의 부채비율이 대응표본보다 낮다고 보고하였다. 이는 조세혜택거래가 부채에 따른 이자 공제 없이도 세부담을 낮추는 효과(non-debt tax shield)를 통해 경제적으로 중요한 결과를 가져올 수 있음을 보여주었다(Desai, 2003). 그러나 이러한 분석은 조세회피에 따른 비용을 고려하지 않아 조세회피의 순효과를 확인할 수 없다는 지적이 제기되었으며, 이에 따라 세후가치의 순효과는 조세회피의 한계효익과 대리인, 평판, 법 집행 위험의 한계비용이 일치하는 수준에서 결정된다고 보고되었다 (Slemrod, 2004; Scholes and Wolfson, 1992).

대리인 관점(agency perspective)에 따르면 소유와 경영의 분리로 대리인비용이 존재하므로, 기업의 조세회피는 주인-대리인 관점에서 분석할 필요가 있다고 보았다(Slemrod, 2004). 조세회피는 복잡하고 불투명한 거래(complexity and obfuscation)를 통해 실행되며, 경영자의 기회주의로 인한 사적 이익 추구로 이어질 수 있으므로 대리인비용이 증가하면 절세효과가 상쇄될 수 있다(Jensen and Meckling, 1976; Desai and Dharmapala, 2006, 2009; Desai et al., 2007). Desai and Dharmapala

(2006)는 복잡한 조세혜택거래가 주주가치의 제고보다는 경영자의 사적이익을 위한 수단으로 이용될 수 있음을 지적하였다. Desai et al.(2007)은 경영자가 조세회피 거래로 유보된 자원을 유용하기 위해 기업의 복잡성을 높이려는 경향이 있으며, 조세회피 제재 강도가 약할수록 경영자의 사적이익 추구가 증가하고, 제재 강도가 강할수록 추적이 가능성이 높아져 외부주주의 효익이 증가한다고 보고하였다.

조세회피의 경제적 효과를 이해하기 위해서는 정보환경, 시장반응, 위험요인을 함께 고려할 필요가 있다(박종일 외, 2016; 이영한&최유진, 2017). Balakrishnan et al.(2019)은 재무보고의 투명성이 확보될수록 공격적 조세회피와의 상충적 관계가 나타남을 밝혔다. Hanlon and Slemrod(2009)는 조세혜택거래 뉴스가 공시될 경우 시장에서 부정적 주가 반응이 나타난다고 보고하였고, Kim et al.(2011)은 조세회피가 주가폭락(crash risk) 가능성을 증가시킨다고 주장하였다. Hunt et al.(1996)은 자본시장 압력이 강할 때 기업이 세금절감보다는 보고이익을 높이는 방향으로 의사결정을 한다는 사실을 발견하였으며, Frank et al.(2009)은 일부 기업이 높은 재무보고이익과 낮은 세무보고이익을 동시에 추구하는 특성을 보인다고 보고하였다. Graham et al.(2014)은 600개 기업을 대상으로 한 설문조사를 통해 조세회피를 제약하는 요인으로 부정적 평판, 세무조사 위험, 보고이익 감소 가능성을 지적하여 비조세비용(non-tax costs)이 조세회피 결정에 영향을 미친다고 보고하였다. 이러한 연구는 조세회피가 효익뿐 아니라 정보비대칭, 평판, 위험 요인을 통해 기업가치에 부정적 영향을 미칠

1) 조세회피란 세법의 규정을 직접적으로 위반한 것은 아니지만 법법이 의도하지 않은 방법으로 세부담을 줄이는 행동을 의미하며, 조세혜택거래(tax shelter)란 사업상 목적 없이 조세혜택을 목적으로 수행되는 거래를 의미한다. 본 연구에서는 조세회피와 조세혜택거래를 유사한 의미로 혼용하여 사용한다(고종권 외, 2013).

수 있음을 보여준다.

La Porta et al.(2002)은 기업지배구조(corporate governance)를 경영자의 자원 유용으로부터 투자자를 보호하는 장치로 정의하였다. 선행연구에서는 기업지배구조의 역할에 따라 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 상이하게 나타날 수 있음을 보여준다. Desai and Dharmapala(2009)는 조세회피와 기업가치 간의 관계를 분석한 결과, 전체 표본에서는 유의성이 없었으나 기관투자자 지분율이 높은 기업에서는 양(+)의 관련성이 나타나, 지배구조가 조세회피의 가치효과를 결정하는 중요한 요인임을 제시하였다. Wilson(2009)은 사건연구를 통해 우수한 지배구조를 가진 조세혜택거래 기업이 더 높은 초과수익률을 보인다는 결과를 제시하였다. Moore(2006)는 감사위원회의 독립성이 조세회피를 줄이는데 효과가 있다고 보고하였고, Lanis and Richardson(2011)은 이사회에서 사외이사 비율이 높을수록 조세회피가 감소한다고 제시하며 지배구조 세부 요인의 중요성을 보여주었다.

국내 선행연구에서는 조세회피와 기업가치 간의 관계에 대해 일관되지 않은 결과를 보고하고 있다. 고윤성 외(2007)는 조세회피 추정액과 기업가치 간 유의한 양(+)의 관련성을 보고하였으며, 조세비용절감과 현금유출 감소를 통해 기업가치에 긍정적 영향을 미친다고 해석하였다. 반면에 전주성(2011)은 조세회피와 기업가치 간에 유의하지 않은 관계를 제시하면서, 기관투자자 지분율이 높은 기업에서는 조세회피가 기업가치에 긍정적 영향을 미치지만, 대주주 지분율이 높은 기업에서는 부정적 영향을 미친다는 결과를 보고하였다. 또한, 기은선(2012)과 손언승 외(2012)는 음(-)의 관계를 보고하였다. 손언승 외(2012)는 기업지배구조가 강화될 경우 조세회피의 기업가치에 대한 부정적 효과가 완화된다는 증거

를 제시하였다. 정용수 외(2011)는 이사회 의 독립성이 높을수록 세무보고의 적극성이 증가하고, 감사위원회가 설치된 기업에서는 조세회피 수준이 상대적으로 높게 나타난다고 밝혔다. 박종국&홍영은(2009)은 외국인지분율이 높을수록 조세회피가 감소한다고 실증하였으며, 강정연&김영철(2012)은 지배주주 지분율, 기관투자자 지분율, 외국인지분율 모두 조세회피와 음(-)의 관계를 나타낸다고 보고하였다. 고윤성&백혜원(2010)은 가족기업이 비가족기업보다 조세회피에 소극적임을 확인하여 소유구조 특성에 따른 차이를 제시하였다. 이러한 국내 연구의 혼재된 결과는 조세회피와 기업가치 간 관계가 기업지배구조 수준이나 제도적 환경의 차이에 따라 달라질 수 있음을 시사한다. 따라서 국가 수준의 제도, 투자자 보호, 법 집행력 차이를 고려한 국제적 비교 분석이 요구된다.

2.2 국가 제도·투자자 보호와 조세

기업지배구조는 정의와 기능에 따라 내부지배구조(이사회, 감사위원회, 내부감사인)와 외부지배구조(외부감사인, 규제기관, 외부주요주주)로 구분되며, 감사위원회를 통한 재무보고 품질(financial reporting quality), 내부통제(internal control) 개선과 기관투자자 및 외국인투자자를 통한 효율적 외부감시(external monitoring)가 정보불균형(information asymmetry)을 완화하고 기업가치 제고에 기여한다(Barclay and Holderness, 1989). 이와 같은 감시·통제 메커니즘은 조세 관련 의사결정의 투명성과 책임성(accountability)을 높이는 경로를 통해 조세공격성(corporate tax aggressiveness)에 대한 제약으로도 기능한다.

국가 제도 및 투자자 보호와 관련한 국제 선행연구

구는, 법체계(legal origin)와 사법 집행(legal enforcement)이 투자자 보호 수준과 재무보고 투명성에 체계적인 차이를 초래한다고 제시하였다. 영미법(common law)체계 국가가 대륙법(civil law)체계 국가보다 투자자 보호가 강하고 재무보고 투명성이 높다고 보고되었으며(Ball et al., 2000; Guenther and Young, 2000; Ball et al., 2003). 이는 금융발전 및 시장규모와 밀접하게 관련된다(La Porta et al., 1997, 1998; Beck et al., 2003). 법규와 집행은 사적거래(self-dealing) 통제에서 내부자의 이익 추구(expropriation)를 제약하는 핵심 장치로 작동하며, 의무공시(mandatory disclosure)와 집행 강화는 시장의 신뢰 및 주식시장의 규모와 관련된다고 보고되었다(Djankov et al., 2008; La Porta et al., 2006). 따라서 국가 간 제도 및 법 집행의 차이는 기업의 보고 형태와 조세 관련 의사결정, 자본시장 결과에 구조적 차이를 발생시킬 수 있다.

국제 비교연구에 따르면, 투자자 보호 수준이 높을수록 경영자의 사적 편익(private benefits)이 제약되고, 이로 인해 이익조정(earnings management)의 유인이 감소한다(Leuz et al., 2003; Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al., 2000). 배당정책 관점에서도 투자자 보호 수준이 높을수록 주주와 경영자 간 대리인 문제가 완화되며 자본시장 발전으로 연결된다(La Porta et al., 2000). 이러한 제도 및 투자자 보호 환경은 조세행태와 밀접히 관련되며, 선행연구에서는 이사회 독립성과 CSR 공시는 조세공격성과 유의한 음(-)의 관계를 보여 기업 지배구조가 조세공격성(corporate tax aggressiveness)을 제약할 수 있음을 보여주었다(Desai and Dharmapala, 2006; Hanlon and Slemrod, 2009; Chen et al., 2010; Lanis and Richardson,

2011, 2012).

지배구조와 투자자 보호 수준은 조세회피 과정에서 발생하는 재무보고비용(financial reporting costs), 대리인비용(agency costs), 정치적 비용(political costs), 부정적 평판위험(negative reputational risk) 등 비조세비용(non-tax costs)의 크기에 영향을 주어 조세행태의 허용 범위(boundary conditions)가 결정된다. 또한 조세회피의 최적 수준은 한계효익과 한계비용이 일치하는 지점에서 결정된다. 이때 비용은 가산세 등 명시적 비용(explicit costs) 외에 비조세비용도 포함된다(Scholes and Wolfson, 1992; Hanlon and Heitzman, 2010). Chen et al.(2010)과 국내 연구로 고유성&백혜원(2010)은 가족이 설립하고 소유 및 운영하는 가족기업(family firms)의 경우 조세회피에 대한 처벌, 기업의 명예와 이미지 손상에 따른 기업가치 하락 등 총비용(total cost)에 민감하여 비가족기업에 비해 조세회피 성향이 낮다고 보고하였다. 따라서 국가 차원의 제도적 환경은 조세회피의 한계비용 구조를 변화시켜 조세회피의 최적 수준을 이동시킬 가능성을 내포한다.

2.3 국제 비교 연구

조세회피의 수준과 그 결과를 이해하는 데 있어 국가 간 제도와 법 집행의 차이는 중요한 설명 요인으로 제시된다. Rego(2003)는 세전이이익이 클수록 유효법인세율이 낮아지는 경향을 발견하였으며, 특히 다국적기업이 내국법인에 비해 낮은 유효법인세율을 보여 절세전략(tax planning)이 규모의 경제를 갖는다고 보고하였다. Hope et al.(2013)는 다국적기업의 소득이전(income shifting)과 관련한 공시제도의 변화를 검토하며, 지리적 이익 공시

(geographic earnings disclosure)가 투자자 감시를 강화하는 긍정적 효과를 갖는 동시에 경쟁상기밀(proprietary costs) 유출이라는 비용을 수반한다고 보고하였다. 이는 다국적기업의 조세회피와 그 경제적 귀결이 제도적 공시 환경에 의해 달라질 수 있음을 보여준다. Atwood et al.(2012)의 연구에서는 22개국 자료를 바탕으로 회계-세무 일치(book-tax conformity), 과세체계(worldwide tax approach vs. territorial tax approach), 세무 집행의 강도(perceived strength of tax enforcement)의 세 가지 제도적 특징이 조세회피에 미치는 영향을 분석하였으며, 회계-세무 일치성이 낮고, 영토과세(territorial tax approach)를 채택하며, 법 집행이 약한 국가에서 조세회피 수준이 더 높다고 보고하였다. 세계과세(worldwide)와 영토과세(territorial) 제도의 차이는 소득이전 유인과 조세회피 구조에 중요한 영향을 미친다. 특히 영토과세에서는 해외배당이 본국 과세에서 면제되므로, 다국적기업은 세율이 낮은 국가로 소득을 이전할 경우 추가 세 부담 위험이 줄어들어 절세효과가 증가하게 된다. 즉, 영토과세 제도는 소득이전의 순편익(net benefit)을 확대하여 다국적기업의 조세회피 유인을 강화한다는 주장이 제기되었으며, 실제로 영토과세 국가의 다국적기업이 세계과세 국가보다 외국 자회사 간 소득이전을 더 많이 수행한다고 보고되었다(Markle, 2016). Lee and Choi(2022)의 연구에서는 Desai and Dharmapala(2006, 2009)와 Desai et al.(2007)의 이론을 국제 환경에 적용하여, 조세회피와 기업 가치 간 관계가 국가 수준의 특성에 따라 어떻게 달라지는지를 분석하였다. 저자들은 국가별 재무보고 투명성, 주식시장 발전 수준, 투자자 보호 수준으로 실증분석을 수행한 결과, 조세회피와 기업가치 간 관계가 투명성, 주식시장 발전이 높은 국가에서는

양(+)의 관련성이 나타난 반면에, 투자자 보호가 강할수록 음(-)의 관련성이 있음을 보여주었다. Tang et al.(2017)은 중국의 2002년 법인세 공유 제도 개편(tax sharing reform)을 기반으로 지방정부가 과세 시스템에서 세수 징수자(tax collector)이면서 동시에 과세대상 기업의 지배주주(controlling shareholders)라는 이중적 역할을 수행할 때 발생하는 중앙정부와의 이해 상충(intergovernmental agency conflicts)이 지방정부 지배기업의 조세회피에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 분석결과, 중앙정부와 지방정부 간 세수 공유 비율에 비해 지방정부의 지분율이 높고, 지방 재정적자가 클수록 지방정부 지배기업의 조세회피 수준이 유의하게 증가한다는 증거를 제시하였다. 이러한 결과는 조세회피가 정부의 소유 및 재정구조와 제도적 인센티브에 영향을 받을 수 있음을 시사한다. 또한 Tang(2019)은 국제 비교 연구를 통해, 전체 표본에서는 조세회피가 기업가치와 양(+)의 관련성을 보이지만, 자기 거래 통제 수준이 낮고, 부패가 심하며, 기업지배구조 수준이 낮은 국가에서는 이러한 긍정적 가치효과가 크게 약화된다고 보고하였다. 이는 조세회피의 효과가 국가의 제도·법적 환경에 따라 상이한 결과를 나타낼 수 있음을 의미한다.

한편, 법 집행 강도와 처벌 가능성은 처벌확률·수준의 변화를 통해 기업의 조세회피 전략을 제약하며, 특히 세무조사 가능성이 높아질수록 기업은 보고 품질을 개선하고, 공격적인 조세회피를 줄이는 경향을 보인다(Hanlon et al., 2014; Desai et al., 2007; Slemrod, 2004; Chen and Chu, 2005; Crocker and Slemrod, 2005). 따라서 국가별 세제 설계, 회계-세무 일치 정도, 법 집행력의 차이는 조세회피 동기와 그로 인한 경제적 효과에 근본적인 차이를 초래하며, 이는 국제비교 연구에서

공통적으로 확인되는 현상이다. 이러한 논의는 공시 제도 및 보고 체계와 과세의 관계로 확장되었으며, 이는 국제 비교 연구에서 중요한 주제로 검토되었다. 특히 미국에서의 Schedule M-3의 도입은 회계 이익과 과세소득 간 차이를 세분화하여 공시하도록 요구함으로써 해외법인의 손익, 자산, 부채 등 상세한 정보를 보고 대상으로 포함시켰으며, 이를 통해 다국적기업의 소득이전(income shifting)을 보다 용이하게 파악할 수 있는 제도로 평가된다(Donohoe and McGill, 2011; Hope et al., 2013).

따라서 국제 비교 연구는 국가의 제도와 법 집행력이 조세회피의 결정요인과 자본시장 반응에 중요한 역할을 하며, 이러한 차이는 조세회피와 기업가치 간의 관계에 차별적 영향을 미칠 수 있음을 시사한다(Hope et al., 2013; Atwood et al., 2012; Hanlon and Heitzman, 2010; Hanlon and Slemrod, 2009; Wilson, 2009).

2.4 가설 설정

기업의 조세회피(corporate tax avoidance)는 재무 및 회계 연구에서 오랫동안 중요한 주제로 논의되어 왔으나, 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 상반된 견해가 공존해왔다. 한편에서는 조세회피가 정부로 귀속될 자원을 주주에게 이전하는 역할을 수행하여 세후 현금흐름을 증가시키고, 이를 통해 기업가치를 높인다고 보았다. 이처럼 전통적 관점에서는 조세회피가 정부로부터 주주로 자원을 이전하여 기업가치(firm value)를 제고하는 효과가 있다고 보며, 조세혜택거래의 세금절감은 비부채 절세효과(non-debt tax shield)를 통해 경제적으로 유의미한 결과를 발생시킨다고 보고되었다(Graham and Tucker, 2006; Desai and Hines, 2002; Seida

and Wempe, 2004; Desai, 2003). 그러나 다른 한편에서는 조세회피가 복잡성과 불투명성을 수반하여 경영자의 사적 이익 추구 가능성을 확대함으로써 기업가치에 부정적으로 작용할 수 있다는 지적이 제기되었다. Desai and Dharmapala(2006)는 조세회피가 경영자의 재량적 권한을 확대하여 내부자와 외부 투자자 간의 이해관계 충돌을 심화시킬 수 있음을 보여주었으며, Hanlon and Heitzman (2010)은 조세회피가 합법적 절세에서부터 공격적 행위에 이르는 연속체(continuum)로 존재함을 설명하며, 기업가치에 미치는 효과가 상황적 조건에 따라 달라질 수 있다고 주장하였다. 조세회피에는 대리인비용(agency costs), 평판비용, 법 집행 위험, 보고이익 감소 등 비조세비용(non-tax costs)이 수반될 수 있으며, 세후가치의 순효과는 조세회피의 한계효익과 이러한 비용의 한계가 균형을 이루는 지점에서 결정된다고 보고되었다(Slemrod, 2004; Scholes and Wolfson, 1992; Graham et al., 2014). 또한 조세회피의 지속성 및 변동성에 따라 기업가치에 대한 반영 정도는 달라질 수 있다(기은선&이광숙, 2016).

이러한 상반된 효과는 기업 수준만으로는 충분히 설명되기 어렵고, 제도적·법적 환경과 결합할 때 보다 명확하게 이해될 수 있다. 기업 내부에서는 소유와 경영의 분리로 인한 대리인 문제(agency problem)가 존재하며, 경영자가 주주의 이익을 극대화하는 방향으로 행동할 경우 조세회피는 세후 현금흐름 증대와 기업가치 제고로 이어질 수 있다. 그러나 경영자가 조세회피를 자신의 사적 편익을 극대화하는 수단으로 활용한다면 이는 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 따라서 대리인 관점(agency perspective)에 따르면, 조세회피는 복잡성과 불투명성(complexity and obfuscation)을 수반하여 경

영자의 사적이익 추구로 연결될 수 있으므로, 주주 가치의 제고가 반드시 실현되지는 않는다(Jensen and Meckling, 1976; Desai and Dharmapala, 2006, 2009; Desai et al., 2007). 이와 일관되게 조세회피의 정보환경 및 시장반응과 관련한 선행 연구에서는 조세회피가 불투명성과 관련되고, 재무 보고의 투명성이 높을수록 공격적 조세회피가 억제되며, 조세해택거래 뉴스 공시는 부정적 주가 반응을 보인다고 보고되었다(Balakrishnan et al., 2019; Hanlon and Slemrod, 2009; Kim et al., 2011). Desai et al.(2007)는 강력한 세무 집행력(strong tax enforcement)이 경영자의 자원 유용을 억제하고, 그 결과 기업가치가 상승한다고 제시하였다. 저자들은 조세회피가 반드시 부정적이거나 긍정적인 결과로 귀결되는 것이 아니라, 법 집행력이라는 외부 요인에 의해 그 효과가 상이하게 나타난다고 주장하였다. 이러한 논의는 국가 제도와 법 집행력이라는 거시적 요인으로 확장된다.

국가 제도와 법 집행력은 조세회피와 기업가치 간 관계를 결정하는 중요한 외부적 요인이다. La Porta et al.(1998, 2000)은 투자자 보호 제도와 법적 기반의 차이가 자본시장 발달과 기업가치에 결정적인 영향을 미친다고 보고하였으며, Djankov et al.(2008)은 법적 장치와 제도가 강력할수록 소수주주의 권리가 보호되고 기업의 투명성이 제고된다고 제시하였다. Bushman et al.(2004)은 국가별 정치·법적 기반이 기업 투명성(corporate transparency)을 결정한다고 제시하였으며, 이는 회계 품질과 지배구조적 건전성이 조세회피의 효과와 밀접한 관련이 있음을 의미한다. 국가 수준에서의 제도(institutions)와 투자자 보호(investor protection)는 법체계(legal origin)와 사법 집행(legal enforcement)의 차이를 통해 재무 보고 투명성과 외부감시(external monitoring)를 체

계적으로 변화시킨다(Ball et al., 2000; La Porta et al., 1997, 1998; Francis et al., 2003; Beck et al., 2003). 의무공시(mandatory disclosure)와 법 집행 강화는 시장 신뢰와 주식시장의 규모에 영향을 미치며(Djankov et al., 2008; La Porta et al., 2006), 투자자 보호가 강화될수록 이익조정(earnings management) 유인이 감소하고 대리인 문제가 완화된다(Leuz et al., 2003; Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al., 2000).

조세회피가 기업가치에 미치는 영향은 단일 기준으로 평가될 수 없고, 기업의 내부 지배구조와 국가별 제도적 기반 및 법 집행력이라는 상황적 조건에 따라 상이하게 나타날 것으로 예측할 수 있다. 국가의 제도가 엄격하고 투자자 보호가 충실한 국가에서는 조세회피가 세후 현금흐름 향상으로 연결되어 기업가치 제고로 이어질 수 있다. 또한 법 집행력이 강한 국가에서는 경영자의 사적 이익 추구를 억제하여 절세된 현금흐름이 기업가치 제고에 활용될 가능성이 높을 것이다. 반면에, 국가의 제도가 취약하고 법 집행력이 미흡한 국가에서는 조세회피가 경영자의 사적 편익 추구로 이어져 기업가치를 훼손할 가능성이 높다. 이에 본 연구는 국가별 제도 수준과 법 집행력의 차이가 조세회피와 기업가치 간 관계에 어떠한 영향을 미치는지를 실증적으로 규명하고자 다음과 같이 가설을 설정하였다.

- 가설 1. 제도 수준이 높은 국가일수록 조세회피와 기업가치 간 음(-)의 관계는 완화될 것이다.
- 가설 2. 법 집행력이 높은 국가일수록 조세회피와 기업가치 간 음(-)의 관계는 완화될 것이다.

III. 연구설계 및 표본선정

3.1 연구모형

본 연구는 국가별 제도 수준 및 국가별 법 집행력에 따른 조세회피의 차이가 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는지를 분석하기 위해 다음과 같이 식(1)과 식(2)을 설정하였다. 본 연구의 모형은 기업가치를 분석한 Gaio and Raposo(2011)의 연구모형을 참고하여 본 연구의 목적에 부합하도록 적용하였다.²⁾

구체적으로, 식(1)과 식(2)의 종속변수는 기업가치의 대표적 측정치로 사용되는 Tobin's Q로, 주주지분의 시장가치와 부채의 장부가치를 합한 금액을 자산의 장부가치로 나눈 값이다(Bitner and Dolan, 1996; Rountree et al., 2008; Gaio and Raposo, 2011). 관심변수인 조세회피(*LongETR*)는 Dyreng et al.(2008)의 연구에 따라 5년간의 누적 유효세율로 측정하였다.³⁾ 식(1)에서 국가의 제도 수준(*FACTOR*)은 La Porta et al.(1998)와 Leuz et al.(2003)의 연구를 기반으로 법적 기원, 투자자 보호, 주식 소유 집중도를 종합하여 산출하였으며, 해당 연도 분포의 상위 제3분위수 이상이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수로 측정하였다. 조세회피

(*LongETR*)와 국가의 제도 수준(*FACTOR*)의 상호작용항(*LongETR*×*FACTOR*)을 추가하여, 국가별 제도 수준이 조세회피와 기업가치 간 관계에 미치는 영향을 검증한다.⁴⁾ 식(2)에서 국가의 법 집행력(*LEGAL*)은 La Porta et al.(1998)에서 제시한 세 가지 지표를 활용하여 측정하였다. 구체적으로, 사법제도의 효율성(*efficiency of judicial system*)은 계약 집행과 분쟁 해결 과정에서 사법체계가 신속하고 공정하게 작동하는 정도를 나타내며, 법치주의(*rule of law*)는 법률의 공정한 집행과 개인 및 기업의 법규 준수 수준을 반영한다. 마지막으로, 부패 수준(*corruption index*)은 기업 활동과 정부·사법제도 전반에서의 부패 정도를 측정한다. 각 지표는 0에서 10까지의 범위를 가지며, 값이 높을수록 법적 집행력이 강력하게 발휘된다는 것을 의미한다. 본 연구는 이들 세 지표의 산술평균을 산출하여, 국가의 법 집행력(*LEGAL*)이 연도별 3사분위수보다 크면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수로 측정하였다. 국가별 법 집행력이 조세회피와 기업가치 간 관계에 미치는 영향을 분석하기 위해 조세회피(*LongETR*)와 국가의 법 집행력(*LEGAL*)의 상호작용항(*LongETR*×*LEGAL*)을 모형에 포함하였다.⁵⁾

통제변수에서 기업규모(*SIZE*)는 회귀분석에서 생략된 변수들의 대응변수로 작용할 수 있기 때문에 모형에 포함하였으며(Becker et al., 1998), 부채

2) 본 연구는 27개 국가를 대상으로 실증분석을 수행하였으며, 재무제표 관련 자료는 Compustat과 Compustat Global 데이터베이스를 사용하였다.

3) Dyreng et al.(2008)은 조세회피(*tax avoidance*)를 기업의 조세회피 거래의 적법성 여부와 무관하게 명시적(*explicit*)으로 조세를 줄이는 모든 행위로 정의하고 있다.

4) 본 연구의 제도적 수준(*FACTOR*)은 Leuz et al.(2003)의 방법론을 따라 법적 기원(*legal origin*), 주주권리 보호지수(*anti-director rights index*), 소유집중도(*ownership concentration*)의 구성요소를 요인 분석을 통해 산출하였다. 법 집행력(*LEGAL*)은 La Porta et al.(1998)이 제시한 사법제도 효율성(*efficiency of judicial system*), 법치주의(*rule of law*), 부패 지수(*corruption index*)의 세 가지 지표의 평균값으로 정의되며, 각 지표는 해당 선행연구를 참고하였다.

5) *FACTOR* 및 *LEGAL*은 기본적으로 연속형(실제값) 측정치로 구성되며, <Table 2>, <Table 3>의 기술통계량에서는 실제 값을 보고하고, <Table 4>의 상관관계분석 및 회귀분석에서는 연도별 3사분위수 기준의 High 더미로 변환한 값을 사용하였다.

비율(LEV)이 높은 기업은 이익을 과대 보고할 유인이 존재하므로 모형에 반영하였다(DeFond and Jiambalvo, 1994; 허강성, 2022). 이외에도 선행 연구를 참고하여 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 총자산이익률(ROA), 영업현금흐름(CFO), 연구개발비(RND), 매출액성장률(GRW), GDP 성장률(GDP)을 통제변수로 설정하였다.

$$TobinQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LongETR_{i,t} + \alpha_2 FACTOR_{i,t} + \alpha_3 LongETR_{i,t} \times FACTOR_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 CFO_{i,t} + \alpha_8 RND_{i,t} + \alpha_9 GRW_{i,t} + \alpha_{10} GDP_t + Year Dummy + Ind Dummy + \varepsilon_{i,t} \quad \text{식(1)}$$

$$TobinQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LongETR_{i,t} + \alpha_2 LEGAL_{i,t} + \alpha_3 LongETR_{i,t} \times LEGAL_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 CFO_{i,t} + \alpha_8 RND_{i,t} + \alpha_9 GRW_{i,t} + \alpha_{10} GDP_t + Year Dummy + Ind Dummy + \varepsilon_{i,t} \quad \text{식(2)}$$

변수정의:

TobinQ = 기업가치[(총자산 + 시가총액 - 자기자본)/총자산];

LongETR = Dyreng et al.(2008)의 5년 장기 유효세율(5년 누적 법인세비용/5년 누적 법인세차감전순이익)에 -1을 곱한 값⁶⁾;

FACTOR = La Porta et al.(1998), Leuz et al.(2003)의 국가 법 제도, 투자자 보호 수준, 소유 집중도 변수를 요인 변

수화한 후 연도별 3사분위수보다 크면 1, 아니면 0;

LEGAL = La Porta et al.(1998)의 법적 강제력 수준이 연도별 3사분위수보다 크면 1, 아니면 0;

SIZE = 기업규모(당기, 전기의 총자산 평균의 log값);

LEV = 부채비율(총부채/당기, 전기 총자산 평균);

ROA = 총자산이익률(법인세차감전순이익 / 당기, 전기 총자산 평균);

CFO = 영업활동 현금흐름(영업현금흐름/ 당기, 전기 총자산 평균);

RND = 연구개발비(연구개발비 / 당기, 전기 총자산 평균);

GRW = 매출액성장률((당기매출액-전기매출액)/전기매출액);

GDP = GDP 성장률(World Bank);

ε = 회귀식의 잔차항.

3.2 표본선정

본 연구의 표본선정 과정을 <Table 1>에 제시하였다. 본 연구는 2011년부터 2022년까지 Compustat의 Global data에 포함된 기업에서 다음의 기준에 의해 분석에 필요한 표본을 선정하였다.⁷⁾ 본 연구에서 사용한 표본은 La Porta et al.(1998)의 연구에 따른 대상 국가 범위를 한정하여, 27개 국가에 속한 기업들로 구성하였다. 본 연구에서 활용하는 재무정보는 국가별로 상이한 환율체계를 고려하여

6) 조세회피 수준이 클수록 유효법인세율이 0에 가까울 것이므로 해석의 편의를 위해 -1을 곱하였다.

7) *LongETR*은 t년을 포함한 최근 5개 연도(t-4~t)의 누적 법인세비용을 누적 세전이익으로 나누어 산출하는 장기 유효법인세율이다(Dyreng et al., 2008). 따라서 본 연구의 최종 분석기간은 2011 - 2022년이나, *LongETR* 산출을 위해 2007 - 2022년 재무자료를 사용하였다.

〈Table 1〉 Selection of Sample

Sample Selection Criteria	Obs.
2011년부터 2022년까지 금융업에 속하지 않은 기업	309,705
(-) 실증분석에 필요한 재무 데이터를 획득할 수 없는 기업 제외	(187,537)
(-) 5년 장기유효법인세율을 구할 수 없는 기업은 제외 ⁸⁾	(71,093)
(-) 5년 장기유효법인세율이 1을 초과하거나 0미만인 기업 제외	(584)
(=) 최종 표본	50,491

국가-기업의 결산일을 기준으로 해당 시점의 미국 달러(USD) 환율을 적용하여, 국가별 다양한 제도적 환경과 법적 집행력 수준을 반영한 국제 비교 분석이 가능하도록 하였다. 금융업은 표본에서 제외하였으며, 실증분석에 필요한 재무 데이터와 5년 장기유효법인세율을 구할 수 없는 기업은 분석 대상에서 제외하였다. 마지막으로 5년 장기 유효법인세율이 1을 초과하거나 0 미만일 경우 표본에서 제외하였다(Dyreng et al., 2008). 〈Table 1〉에 나타난 바와 같이 본 연구의 최종 표본은 27개국, 50,491개이다.

IV. 실증 분석 결과

4.1 기술통계량

본 연구에 사용된 주요 변수들의 기술통계량을 〈Table 2〉에 제시하였다. 먼저, 종속변수인 *TobinQ*의 평균은 1.633으로 나타났으며, 최솟값은 0.574, 최댓값은 5.626으로 기업가치의 분포가 크게 나타나고 있는 것을 알 수 있다. 조세회피(*LongETR*)의

평균은 -0.26, 표준편차는 0.08로 나타났으며, 최솟값은 -0.429, 최댓값은 -0.079로 관측되어 국가-기업 간 세부담 수준에 편차가 존재함을 시사한다.⁹⁾ 이는 일부 기업이 장기적으로 낮은 세부담을 유지하고 있는 반면, 다른 기업은 상대적으로 높은 세부담이 있음을 의미한다. 국가별 제도 수준(*FACTOR*)의 평균은 0.628, 표준편차는 0.853으로 나타났으며, 최솟값 -1.783에서 최댓값 1.828까지 분포하였다. 이는 국가별 제도 수준이 상이하며, 일부 국가는 투자자 보호와 제도적 기반이 상대적으로 미흡한 반면, 다른 국가는 높은 수준의 제도적 기반을 갖추고 있음을 시사한다. 특히 *FACTOR*의 3분위수가 1.253인 것을 고려할 때, 상위 집단 국가들이 제도적 환경에서 상대적 우위를 보이고 있음을 알 수 있다. 법적 강제력 수준(*LEGAL*)의 평균은 7.855, 표준편차는 1.852이며, 최솟값은 2.9, 최댓값은 10으로 나타났다. 이는 국가 간 법 집행력의 차이가 크다는 점을 보여주며, 일부 국가는 제도의 집행력이 미약하여 투자자 보호가 실질적으로 제약될 수 있는 반면, 다른 국가는 법 제도가 강력히 작동함으로써 기업 지배구조의 투명성을 높일 수 있음을 의미한다. 또한 *LEGAL*의 중앙값이 8.9로 나타난 점은, 절반 이상의 국가들이 상대적으로 높은 수준의 법 집행력을

8) 5년 장기유효법인세율을 구할 수 없는 기업에는 법인세 차감전 순이익이 음(-)의 값을 갖는 기업을 제외하는 조건도 포함되어 있다.

9) 본 연구에서 *LongETR*은 장기 유효법인세율을 기반으로 산출하되, 해석의 편의를 위해 *ETR*에 (-1)을 곱하여 정의하였다. 따라서 *LongETR* 값이 클수록 조세회피 수준이 더 높은 것으로 해석한다.

〈Table 2〉 Descriptive statistics¹⁰⁾

Variables	Mean	Std	Min	Q1	Median	Q3	Max
<i>TobinQ</i>	1.633	1.155	0.574	0.903	1.212	1.887	5.626
<i>LongETR</i>	-0.260	0.080	-0.429	-0.313	-0.264	-0.210	-0.079
<i>FACTOR</i>	0.628	0.853	-1.783	0.097	0.543	1.253	1.828
<i>LEGAL</i>	7.855	1.852	2.900	5.600	8.900	9.100	10.000
<i>SIZE</i>	6.892	2.014	2.982	5.486	6.765	8.274	11.152
<i>LEV</i>	0.197	0.168	0.000	0.042	0.169	0.315	0.584
<i>ROA</i>	0.063	0.048	0.003	0.028	0.050	0.085	0.202
<i>CFO</i>	0.093	0.076	-0.054	0.045	0.084	0.134	0.289
<i>RND</i>	0.011	0.020	0.000	0.000	0.000	0.012	0.083
<i>GRW</i>	0.054	0.161	-0.262	-0.042	0.037	0.131	0.500
<i>GDP</i>	1.830	3.325	-11.603	0.958	1.929	3.125	9.074

Variable definitions

- TobinQ* = The market value of equity plus the book value of liabilities, divided by the book value of total assets;
- LongETR* = The five-year long-run effective tax rate, following Dyreng et al.(2008), defined as the ratio of the five-year cumulative income tax expense to the five-year cumulative pre-tax income, multiplied by -1;
- FACTOR* = A factor variable derived from country-level legal institutions, investor protection, and ownership concentration, based on La Porta et al.(1998) and Leuz et al.(2003), is coded as one for each year when the factor score exceeds the third quartile and zero otherwise;
- LEGAL* = Following La Porta et al.(1998), one if the annual legal enforcement index is greater than the third quartile, and zero otherwise;
- SIZE* = The natural logarithm of the average of current and prior total assets;
- LEV* = Total liabilities divided by the average of current and prior total assets;
- ROA* = profit before income tax divided by the average of current and prior total assets;
- CFO* = Operating cash flows scaled by the average of current and prior total assets;
- RND* = Research and development expenditures scaled by the average of current and prior total assets. Missing values are set to zero;
- GRW* = The change in total sales from the prior year, divided by prior year total sales;
- GDP* = The GDP growth rate.

갖추고 있음을 시사한다.

통계변수를 살펴보면, 기업규모(*SIZE*)는 평균값(중위수)이 6.892(6.765)으로 평균값과 중위수가 거의 유사한 수준을 보였다. 부채비율(*LEV*)의 평균은 0.197으로 비교적 낮은 수준이지만 표준편차가 0.168에 달해, 기업별로 상이한 수준의 부채를

보유하고 있음을 알 수 있다. 총자산이익률(*ROA*)과 영업현금흐름(*CFO*)의 평균은 각각 0.063과 0.093으로 나타나 전반적으로 기업들이 양호한 성과를 기록하고 있었다. 연구개발비(*RND*)는 평균 0.011로 연구개발 투자 비중이 대체로 낮은 경향을 보였다. 매출액성장률(*GRW*)의 평균값은 0.054로

10) 기술통계량에서는 *LongETR*을 결과 해석의 편의성을 위해 -1을 곱한 값을 계산한 후 기술통계량을 제시하고 있으며, *LEGAL*, *FACTOR*의 경우 3사분위수가 아닌 실제 값에 대한 기술통계량을 나타낸다.

기업들이 완만한 매출 성장을 보이고 있음을 알 수 있으며, GDP 성장률(*GDP*)의 평균값은 1.83으로 나타나 GDP 성장률이 대체로 증가하고 있음을 나타낸다.

4.2 국가별 기술통계량

〈Table 3〉는 본 연구에 포함된 27개국 기업들의 주요 변수에 대한 국가별 중위수를 나타낸다. 먼저, 기업가치의 대용변수인 *TobinQ*는 덴마크(1.971), 스위스(1.921), 미국(1.844), 스웨덴(1.782)에서 높은 수준을 보였으며, 홍콩(0.925), 싱가포르(0.945), 일본(0.985) 등은 상대적으로 낮은 값을 나타냈다. 한국은 0.975로 전체 평균(1.374)에 비해 낮아 상장기업의 저평가 가능성을 시사한다. 조세회피(*LongETR*)의 절대값은 일본(-0.316), 호주(-0.282), 프랑스(-0.282), 그리스(-0.275) 등에서 높은 수준을 보였고, 태국(-0.19), 홍콩(-0.196), 스위스(-0.213) 등은 낮은 수준을 보였다. 한국은 -0.24로 전체 평균(-0.241)과 유사한 수준에 위치한다고 볼 수 있다.

국가의 제도적 수준을 나타내는 *FACTOR*를 살펴보면, 미국(1.828), 영국(1.773), 캐나다(1.606)에서 높은 값을 보였으며, 벨기에(-1.783), 이탈리아(-1.392), 독일(-1.206) 등은 낮은 수준을 보였다. 한국은 -0.295로 전체 평균(0.034)에 미치지 못해 제도적 수준이 낮은 국가군에 포함되었다. 법적 강제력 수준(*LEGAL*)은 덴마크, 스웨덴, 스위스, 노르웨이, 네덜란드, 핀란드에서 10으로 가장 높게 나타났고, 캐나다(9.8), 호주(9.5), 미국(9.5), 벨기에(9.4), 오스트리아(9.4) 등도 높은 국가에 포함되었다. 반면에 필리핀(3.5), 인도네시아(2.9), 태국(4.9) 등은 상대적으로 낮아 국가 간 제도적 격차가 크다는 것을 보여준다. 한국은 5.6으로 전체 평

균(8.107)에 크게 미치지 못하는 수준이다.

통제변수의 경우, 기업규모(*SIZE*)는 네덜란드(8.859), 캐나다(8.707), 미국(8.52)에서 높았고, 인도(4.942), 태국(5.632), 말레이시아(5.648) 등은 상대적으로 낮았다. 한국은 6.656으로 전체 평균(7.103)과 유사한 수준이다. 부채비율(*LEV*)은 미국(0.285), 이탈리아(0.278), 스페인(0.267) 등에서 높게 나타났으며, 일본(0.111), 말레이시아(0.13), 호주(0.185) 등은 낮았다. 한국은 0.147로 전체 평균(0.198)보다 낮은 수준이었다. 총자산이익률(*ROA*)은 덴마크(0.08), 스웨덴(0.072), 남아프리카(0.071)에서 높았으며, 그리스(0.038), 홍콩(0.043), 싱가포르(0.045) 등은 상대적으로 낮은 값을 보였다. 한국은 0.041로 전체 평균(0.054)보다 낮은 수준에 해당한다. 영업현금흐름(*CFO*)은 캐나다(0.119), 핀란드(0.111), 호주(0.11), 스위스(0.108)에서 높은 수준을 보였고, 홍콩(0.043), 필리핀(0.042), 그리스(0.069) 등은 낮은 수준에 해당하였다. 한국은 0.074로 전체 평균(0.094)보다 낮게 나타났다. 연구개발비(*RND*)는 스위스(0.016)에서 상대적으로 높은 값을 보였으며, 다수의 국가에서 중앙값에 가까웠다. 한국은 0.007로 전체 평균(0.002)을 상회하여 연구개발 활동이 비교적 활발함을 보여준다. 매출액 성장률(*GRW*)은 캐나다(0.079), 그리스(0.072), 미국(0.059)에서 높은 값을 보였으며, 일본(0.02), 말레이시아(0.022), 네덜란드(0.034) 등은 상대적으로 낮은 수준을 보였다. 한국은 0.04로 전체 평균(0.043)과 유사한 수준이다. 마지막으로 GDP 성장률(*GDP*)은 인도(5.568), 필리핀(4.549), 인도네시아(4.018) 등 신흥국에서 높은 값을 보인 반면, 남아프리카(0.32), 노르웨이(0.828), 스위스(0.492) 등은 낮은 수준을 보였다. 한국은 2.578

〈Table 3〉 Descriptive statistics by country

Country	N	%	<i>TobinQ</i>	<i>LongETR</i>	<i>FACTOR</i> ¹⁾	<i>LEGAL</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>	<i>CFO</i>	<i>RND</i>	<i>GRW</i>	<i>GDP</i>
Australia	855	1.69	1.609	-0.282	1.177	9.5	6.665	0.185	0.066	0.110	0.000	0.049	1.255
Austria	184	0.36	1.240	-0.233	-0.870	9.4	8.153	0.232	0.040	0.085	0.004	0.048	1.000
Belgium	235	0.47	1.280	-0.242	-1.783	9.4	7.520	0.234	0.044	0.100	0.001	0.041	1.392
Canada	115	0.23	1.678	-0.234	1.606	9.8	8.707	0.158	0.056	0.119	0.000	0.079	1.442
Switzerland	694	1.37	1.921	-0.213	-0.815	10.0	7.746	0.168	0.067	0.108	0.016	0.049	0.492
Germany	1,425	2.82	1.529	-0.275	-1.206	9.1	6.735	0.186	0.051	0.090	0.006	0.036	1.227
Denmark	269	0.53	1.971	-0.229	-0.666	10.0	7.444	0.178	0.080	0.125	0.001	0.064	2.242
Spain	313	0.62	1.320	-0.228	-0.143	7.1	8.160	0.267	0.049	0.088	0.000	0.049	2.731
Finland	360	0.71	1.524	-0.213	-0.201	10.0	6.975	0.212	0.065	0.111	0.009	0.032	1.314
France	1,324	2.62	1.296	-0.282	-0.015	8.7	7.532	0.232	0.043	0.080	0.000	0.035	1.622
United Kingdom	1,719	3.40	1.648	-0.214	1.773	9.2	6.925	0.177	0.065	0.106	0.000	0.033	1.252
Greece	294	0.58	1.069	-0.275	-1.186	6.8	5.869	0.241	0.038	0.069	0.000	0.072	2.232
Hong Kong	2,030	4.02	0.925	-0.196	1.049	8.9	7.429	0.174	0.043	0.077	0.000	0.035	1.728
Indonesia	1,173	2.32	1.114	-0.252	-1.074	2.9	6.414	0.203	0.053	0.086	0.000	0.050	4.018
India	8,267	16.37	1.282	-0.265	1.253	5.6	4.942	0.154	0.059	0.085	0.000	0.050	5.568
Italy	517	1.02	1.248	-0.271	-1.392	7.1	7.695	0.278	0.040	0.083	0.000	0.049	1.486
Japan	13,546	26.83	0.985	-0.316	0.543	8.9	6.917	0.111	0.040	0.069	0.004	0.020	0.968
Korea, Rep.	3,483	6.90	0.975	-0.240	-0.295	5.6	6.656	0.147	0.041	0.074	0.007	0.040	2.578
Malaysia	2,157	4.27	1.029	-0.236	0.732	7.7	5.648	0.130	0.051	0.079	0.000	0.022	3.473
Netherlands	233	0.46	1.571	-0.221	-0.499	10.0	8.859	0.243	0.052	0.099	0.000	0.034	1.894
Norway	228	0.45	1.658	-0.222	-0.201	10.0	7.475	0.211	0.059	0.103	0.003	0.041	0.828
Philippines	528	1.05	1.100	-0.231	-0.516	3.5	7.104	0.245	0.042	0.070	0.000	0.057	4.549
Singapore	947	1.88	0.945	-0.202	0.713	8.9	6.359	0.156	0.045	0.077	0.000	0.026	2.479
Sweden	1,041	2.06	1.782	-0.229	-0.089	10.0	6.746	0.189	0.072	0.110	0.001	0.047	1.498
Thailand	1,626	3.22	1.312	-0.190	0.097	4.9	5.632	0.170	0.064	0.108	0.000	0.035	2.457
United States	6,433	12.74	1.844	-0.242	1.828	9.5	8.520	0.285	0.067	0.105	0.000	0.059	1.799
South Africa	495	0.98	1.249	-0.277	1.086	6.4	6.940	0.193	0.071	0.111	0.000	0.018	0.320
MIN		115	0.925	-0.316	-1.783	2.900	4.942	0.111	0.038	0.069	0.000	0.018	0.320
MEAN		1,870	1.374	-0.241	0.034	8.107	7.103	0.198	0.054	0.094	0.002	0.043	1.994
MAX		13,546	1.971	-0.190	1.828	10.000	8.859	0.285	0.080	0.125	0.016	0.079	5.568

1) Variable definitions: (1) *TobinQ*: (The market value of equity+the book value of liabilities)/the book value of total assets, (2) *LongETR*: The ratio of the five-year cumulative income tax expense/the five-year cumulative pre-tax income, multiplied by -1, (3) *FACTOR*: coded as one for each year when the factor score exceeds the third quartile and zero otherwise, (4) *LEGAL*: Coded as one for each year when legal enforcement index score exceeds the third quartile and zero otherwise, (5) *SIZE*: Natural logarithm of average of total assets(t , $t-1$), (6) *LEV*: Liabilities/average of total assets(t , $t-1$), (7) *ROA*: Profit before income tax/average of total assets(t , $t-1$), (8) *CFO*: Operating cash flow/average of total assets(t , $t-1$), (9) *RND*: Research and development expenditures/average of total assets(t , $t-1$), (10) *GRW*: (total sales(t)-total sales($t-1$))/total sales($t-1$), (11) *GDP*: GDP growth rate.

11) 〈Table 3〉에서 FACTOR와 LEGAL은 3사분위수가 아닌 실제 값에 대한 기술통계량을 나타낸다.

로 전체 평균(1.994)을 상회하여 비교적 안정적인 경제성장률을 나타낸다.

4.3 상관관계분석

본 연구에서 사용된 주요 변수 간 상관관계는 <Table 4>에 제시하였다. 먼저 종속변수인 기업가치(*TobinQ*)는 조세회피(*LongETR*), 국가 제도 수준(*FACTOR*), 국가의 법 집행력(*LEGAL*)과 모두 유의한 양(+)의 상관관계를 나타냈다. 구체적으로, *TobinQ*와 *LongETR*의 상관계수는 0.101로 양(+)의 관련성을 보였으나, 다른 요인을 통제하지 않은 상관관계라는 점에서 조세회피의 가치효과를 직접적으로 의미한다고 보기는 어렵다. *TobinQ*와 *FACTOR*의 상관계수는 0.232로 유의한 양(+)의 값을 보여, 제도적 기반이 잘 정비된 국가일수록 기업가치가 높게 평가되는 경향을 확인할 수 있다. 이는 투자자 보호, 법적 지원, 소유집중도의 완화 등으로 나타나는 제도적 여건이 기업가치 제고에 긍정적인 역할을 한다는 것을 의미한다. *TobinQ*와 *LEGAL*의 상관계수는 0.273으로, 강력한 법 집행이 기업가치 제고와 밀접하게 연관되어 있음을 보여준다. 이는 법률의 집행이 공정하고 신속하게 이루어지며 부패가 억제되는 환경에서 기업의 투명성이 확보되고, 경영자의 사적이익 추구가 제약됨으로써 외부투자자의

신뢰가 제고되는 결과로 해석할 수 있다. *FACTOR*와 *LEGAL* 간 상관계수는 0.741로 유의한 양(+)의 관련성을 보였다. 이는 제도적 수준이 견고한 국가일수록 법 집행이 효과적으로 작동하며, 이러한 상호 보완적 기능이 기업가치에 긍정적 영향을 미친다는 것을 시사한다.

4.4 회귀분석결과

<Table 5>는 국가별 제도 수준이 조세회피와 기업가치 간 관계에 미치는 차별적 효과를 검증하기 위한 회귀분석 결과를 나타낸다. 구체적으로, <Table 5>에서 주요 독립변수를 단계적으로 추가하여 분석을 수행하였으며, 이를 통해 본 연구의 가설이 다양한 모형에서도 일관되게 지지되는지를 검증하였다. 이와 같이 점진적으로 모형을 확장하는 방식은 변수 포함 여부에 따른 추정치 변화를 비교함으로써, 연구 결과가 일관되게 유지되는 것을 확인할 수 있다.¹²⁾

주요 변수의 결과를 살펴보면, 조세회피(*LongETR*)는 모형(1)부터 국가 제도 수준(*FACTOR*) 및 국가의 법 집행력(*LEGAL*)이 포함된 모형(5)까지 모든 모형에서 일관되게 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타냈다. 이는 조세회피 수준이 높을수록 기업가치가 낮게 평가되는 경향이 일관되게 나타난다는 것을 의미한다.¹³⁾

12) 본 연구의 회귀분석에서, 분산팽창지수(Variance Inflation Factor, VIF)를 통해 다중공선성 여부를 확인한 결과, 다중공선성의 문제는 없었다.

13) 조세회피와 기업가치 간의 관계는 선형적이라기보다 비선형적(non-linear)일 가능성이 크다. 조세회피의 초기 단계에서는 세후 현금흐름의 증가를 통해 기업가치가 제고될 수 있으나, 일정 수준을 초과할 경우 정보불투명성의 확대, 거래 구조의 복잡화, 법적 및 평판 리스크의 증대 등 비조세비용(non-tax costs)이 누적되면서 조세회피의 한계비용이 한계효익을 상회할 수 있다(Scholes and Wolfson, 1992; Desai and Dharmapala, 2009). 이 경우 조세회피는 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 특히 국가별 제도 수준과 법 집행력의 이질성이 존재하는 국제 표본에서는 공격적 조세회피가 경영자의 단기적 성과 관리 또는 사적 이익 추구를 결합할 가능성이 상대적으로 높으며, 그 과정에서 장기 투자나 연구개발과 같은 가치창출 활동이 위축되는 과소투자 문제가 발생할 수 있다. 또한 외부 투자자는 조세회피로 인한 미래 현금흐름의 불확실성과 규제 리스크를 반영하여 더 높은 할인율을 적용할 수 있다(Hanlon and Slemrod, 2009; Kim et al., 2011). 따라서 본 연구에서 관찰되는 조세회피(*LongETR*)의 음(-)의 효과는, 표본 내 기업들에서 조세회피의 한계비용이 한계효익을 상회하는 구간이 상대적으로 더 많이 관측될 가능성을 시사하는 결과로 해석할 수 있다.

〈Table 4〉 Correlation Coefficients

VAR	<i>TobinQ</i>	<i>LongETR</i>	<i>FACTOR</i>	<i>LEGAL</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>	<i>CFO</i>	<i>RND</i>	<i>GRW</i>	<i>GDP</i>
<i>TobinQ</i>	1.000										
<i>LongETR</i>	0.101 (〈.0001)	1.000									
<i>FACTOR</i>	0.232 (〈.0001)	0.140 (〈.0001)	1.000								
<i>LEGAL</i>	0.273 (〈.0001)	0.175 (〈.0001)	0.741 (〈.0001)	1.000							
<i>SIZE</i>	0.032 (〈.0001)	0.020 (〈.0001)	0.279 (〈.0001)	0.272 (〈.0001)	1.000						
<i>LEV</i>	-0.066 (〈.0001)	0.045 (〈.0001)	0.168 (〈.0001)	0.162 (〈.0001)	0.289 (〈.0001)	1.000					
<i>ROA</i>	0.632 (〈.0001)	0.169 (〈.0001)	0.141 (〈.0001)	0.171 (〈.0001)	-0.076 (〈.0001)	-0.248 (〈.0001)	1.000				
<i>CFO</i>	0.454 (〈.0001)	0.117 (〈.0001)	0.130 (〈.0001)	0.167 (〈.0001)	0.008 (0.0668)	-0.140 (〈.0001)	0.638 (〈.0001)	1.000			
<i>RND</i>	0.238 (〈.0001)	0.080 (〈.0001)	0.124 (〈.0001)	0.172 (〈.0001)	0.127 (〈.0001)	-0.110 (〈.0001)	0.133 (〈.0001)	0.106 (〈.0001)	1.000		
<i>GRW</i>	0.172 (〈.0001)	0.071 (〈.0001)	0.048 (〈.0001)	0.066 (〈.0001)	0.009 (0.0495)	0.089 (〈.0001)	0.231 (〈.0001)	0.079 (〈.0001)	0.036 (〈.0001)	1.000	
<i>GDP</i>	0.059 (〈.0001)	0.050 (〈.0001)	-0.038 (〈.0001)	-0.062 (〈.0001)	-0.132 (〈.0001)	0.005 (0.2331)	0.088 (〈.0001)	-0.030 (〈.0001)	-0.063 (〈.0001)	0.176 (〈.0001)	1.000

1) See 〈Table 2〉 for the definition of variables.

2) Parentheses represent p-values.

<Table 5> Effect of Tax Avoidance on Firm Value: Moderating Roles of Institutional Quality and Legal Enforcement

Variables	Model (1) <i>Coeff. (t-value)</i>	Model (2) <i>Coeff. (t-value)</i>	Model (3) <i>Coeff. (t-value)</i>	Model (4) <i>Coeff. (t-value)</i>	Model (5) <i>Coeff. (t-value)</i>
<i>Intercept</i>	0.012 (0.50)	0.066*** (2.75)	0.053** (2.15)	0.028 (1.17)	-0.001 (-0.05)
<i>LongETR</i>	-0.437*** (-8.96)	-0.607*** (-12.49)	-0.650*** (-12.31)	-0.698*** (-14.37)	-0.801*** (-14.73)
<i>FACTOR</i>		0.360*** (32.66)	0.416*** (14.46)		
<i>LEGAL</i>				0.378*** (38.79)	0.481*** (18.29)
<i>LongETR×FACTOR</i>			0.231** (2.09)		
<i>LongETR×LEGAL</i>					0.421*** (4.22)
<i>SIZE</i>	0.022*** (10.36)	0.007*** (3.15)	0.007*** (3.15)	0.006*** (2.70)	0.006*** (2.64)
<i>LEV</i>	0.649*** (25.63)	0.529*** (20.89)	0.529*** (20.89)	0.495*** (19.59)	0.495*** (19.61)
<i>ROA</i>	13.966*** (126.35)	13.527*** (122.75)	13.536*** (122.74)	13.439*** (122.45)	13.45*** (122.53)
<i>CFO</i>	1.079*** (16.18)	1.036*** (15.69)	1.036*** (15.68)	0.956*** (14.53)	0.957*** (14.54)
<i>RND</i>	9.764*** (47.61)	9.205*** (45.19)	9.187*** (45.07)	8.704*** (42.68)	8.658*** (42.40)
<i>GRW</i>	0.053** (2.09)	0.061** (2.39)	0.060** (2.36)	0.050** (2.00)	0.049* (1.94)
<i>GDP</i>	0.042*** (21.35)	0.043*** (22.51)	0.044*** (22.56)	0.047*** (24.15)	0.047*** (24.28)
Fixed effect	Year&Industry	Year&Industry	Year&Industry	Year&Industry	Year&Industry
F-Value	1,600.24***	1,613.03***	1,555.69***	1,642.59***	1,585.09***
Adj. <i>R</i> ²	0.4516	0.4630	0.4630	0.4675	0.4677
Obs	50,491	50,491	50,491	50,491	50,491

1) See <Table 2> for the definition of variables.

2) *, **, *** denote the statistical significance at 10%, 5% and 1% level, respectively.

국가의 제도적 수준(*FACTOR*)의 회귀계수는 모형(2)에서 0.36, 모형(3)에서 0.416으로 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)¹⁾의 값을 보였다. 이는 투자자 보호, 법적 지원, 소유집중도 등으로 구성된 제도적 기반이 견고할수록 기업가치가 높게 평가됨을 의미한다. 다시 말해, 제도적 기반이 견고한 국가에서는 외부투자자의 권리 보호와 정보 접근성이 제고되어 자본시장에서 더 높은 평가를 받을 가능성이 크다고 해석할 수 있다. 법적 강제력(*LEGAL*)의 회귀계수는 모형(4)에서 0.378, 모형(5)에서 0.481로 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)²⁾의 값이 나타났다. 이는 법 집행력이 강한 국가일수록 회계·공시 규정과 투자자 보호 관련 법규가 원활히 작동하여 기업의 지배구조 투명성이 제고되고, 경영자의 기회주의적 행위가 제약됨으로써 시장에서 기업가치가 더 높게 평가된다는 점을 보여준다.

본 연구의 핵심 관심변수인 상호작용효과를 살펴보면, 모형(3)에서 *LongETR*×*FACTOR*의 회귀계수는 0.231로 유의한 양(+)³⁾의 값으로 나타났다. 이는 제도적 기반이 견고한 국가에서는 조세회피가 기업가치를 감소시키는 음(-)⁴⁾의 효과가 완화된다는 것을 의미하며, 제도적 감시가 효과적으로 작동하여 조세회피의 부정적 효과를 억제함으로써 기업가치 하락 가능성을 낮추는 것으로 해석할 수 있다. 다음으로, 모형(5)에서 *LongETR*×*LEGAL*의 회귀계수는 0.421로 유의한 양(+)⁵⁾의 값으로 나타났다. 이는 법 집행력이 강한 국가일수록 조세회피의 부정적 가치효과가 완화된다고 해석되며, 강력한 법 집행이 조세회피에 대한 외부 감시와 제재 장치로 작동함으로써 조세회피와 기업가치 간 관계에 긍정적인 영향을 미치는 제도적 메커니즘으로 기능함을 시사한다.

통계변수들의 결과를 살펴보면, 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*)은 모든 모형에서 일관되게 유의한

양(+)⁶⁾의 값이 나타났다. 이는 규모가 크고 레버리지 높은 기업일수록 자본시장에서 더 높은 가치로 평가되는 경향을 시사한다. 총자산이익률(*ROA*)과 연구개발비(*RND*)도 모든 모형에서 양(+)⁷⁾의 값을 보여, 수익성이 높고 혁신적인 기업일수록 기업가치가 높다는 것을 확인하였다. 영업현금흐름(*CFO*), 매출액성장률(*GROW*)은 모두 유의한 양(+)⁸⁾의 값을 나타내어 안정적인 현금창출력과 성장성이 기업가치에 긍정적으로 작용하고 있음을 알 수 있다. GDP 성장률(*GDP*)은 모든 모형에서 양(+)⁹⁾의 값으로 유의하여, 거시경제의 성장 환경이 양호할수록 기업가치가 높게 형성된다는 이론적 예측과 일치하는 결과가 나타났다.

모형의 설명력(Adj. R^2)을 살펴보면, 모형(1)의 45.16%에서 마지막 모형(5)의 46.77%로 향상되었으며, 모든 모형의 F-통계량이 1% 수준에서 유의하여 회귀모형의 전반적인 적합성이 확인되었다. 이러한 결과는 국가별 제도적 환경이 조세회피와 기업가치 간 관계를 결정하는 핵심 요인임을 보여준다.

4.5 추가분석

4.5.1 클러스터링(Clustering) 분석

본 연구는 회귀분석 결과의 강건성(robustness)을 확인하기 위해 연도와 기업수준에서 클러스터링(clustering) 분석을 수행한 결과를 <Table 6>에 제시하였다. 클러스터링 분석은 동일 기업 내 관측치들 간의 상관관계와 동일 연도 내 관측치들 간의 상관관계를 동시에 고려하여 표준오차를 조정함으로써 통계적 추론의 정확성을 제고하는 데에 그 목적이 있다. 이는 패널데이터(panel data)의 특성상 발생할 수 있는 오차항의 이분산성(heteroskedasticity)

〈Table 6〉 Effect of Tax Avoidance on Firm Value: Moderating Roles of Institutional Quality and Legal Enforcement - clustering

Variables	Model (1) <i>Coeff. (t-value)</i>	Model (2) <i>Coeff. (t-value)</i>	Model (3) <i>Coeff. (t-value)</i>	Model (4) <i>Coeff. (t-value)</i>	Model (5) <i>Coeff. (t-value)</i>
<i>Intercept</i>	0.012 (0.47)	0.066** (2.54)	0.053** (2.00)	0.028 (1.08)	-0.001 (-0.04)
<i>LongETR</i>	-0.437*** (-9.31)	-0.607*** (-12.96)	-0.650*** (-13.04)	-0.698*** (-14.86)	-0.801*** (-15.95)
<i>FACTOR</i>		0.360*** (30.66)	0.416*** (13.76)		
<i>LEGAL</i>				0.378*** (36.36)	0.481*** (16.98)
<i>LongETR×FACTOR</i>			0.231** (2.06)		
<i>LongETR×LEGAL</i>					0.421*** (4.00)
<i>SIZE</i>	0.022*** (10.09)	0.007*** (3.05)	0.007*** (3.06)	0.006*** (2.60)	0.006** (2.55)
<i>LEV</i>	0.649*** (25.73)	0.529*** (21.10)	0.529*** (21.11)	0.495*** (19.77)	0.495*** (19.79)
<i>ROA</i>	13.966*** (95.40)	13.527*** (92.02)	13.536*** (92.05)	13.439*** (91.63)	13.450*** (91.72)
<i>CFO</i>	1.079*** (14.04)	1.036*** (13.55)	1.036*** (13.55)	0.956*** (12.55)	0.957*** (12.56)
<i>RND</i>	9.764*** (35.93)	9.205*** (34.37)	9.187*** (34.29)	8.704*** (33.19)	8.658*** (33.04)
<i>GRW</i>	0.053* (1.82)	0.061** (2.09)	0.060** (2.06)	0.050* (1.74)	0.049* (1.69)
<i>GDP</i>	0.042*** (18.89)	0.043*** (19.93)	0.044*** (19.96)	0.047*** (21.32)	0.047*** (21.41)
Fixed effect	Year&Industry	Year&Industry	Year&Industry	Year&Industry	Year&Industry
Clustering	Year&Firm	Year&Firm	Year&Firm	Year&Firm	Year&Firm
<i>R</i> ²	0.4519	0.4632	0.4633	0.4678	0.4679
Obs	50,491	50,491	50,491	50,491	50,491

1) See 〈Table 2〉 for the definition of variables.

2) *, **, *** denote the statistical significance at 10%, 5% and 1% level, respectively.

과 자기상관(serial correlation) 문제를 완화하여 보다 신뢰할 수 있는 통계적 결과를 제공한다.

주요 변수의 결과를 살펴보면, <Table 6>에서 조세회피(*LongETR*)의 회귀계수는 모든 모형에서 일관되게 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보였다. 이는 연도·기업 수준에서 클러스터링을 통해 표준오차를 조정 한 이후에도, 조세회피 수준이 높을수록 기업가치가 낮게 평가되는 부정적 효과가 일관되게 관측된다는 점을 보여준다.

제도적 수준(*FACTOR*)의 회귀계수는 모형(2)에서 0.36, 모형(3)에서 0.416으로 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 또한 법적 집행력(*LEGAL*)의 회귀계수는 모형(4)에서 0.378, 모형(5)에서 0.481로 모두 유의한 양(+)의 값을 나타내었다. 이는 클러스터링 분석에서도 제도적 기반이 견고할수록, 법 집행력이 강할수록 기업가치가 높게 평가된다는 것을 의미한다.

상호작용효과를 살펴보면, 클러스터링 조정을 적용한 이후에도 본 연구의 결과는 견고하게 유지되었다. 구체적으로, 모형(3)에서 *LongETR*×*FACTOR*의 계수는 0.231로 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이러한 결과는 제도적 기반이 견고한 국가일수록 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적 효과가 완화됨을 의미한다. 다시 말해, 제도적 수준이 높은 국가에서는 강한 제도적 감시와 규율 장치가 함께 작동하여 조세회피로 인한 기업가치의 부정적 효과를 약화시키는 역할을 수행한다고 해석할 수 있다. 모형(5)에서 *LongETR*×*LEGAL*의 회귀계수는 0.421로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보였다.

이는 법 집행력이 강한 국가일수록 조세회피의 부정적 가치효과가 약화되고, 강력한 법 집행이 조세회피 행위에 대한 외부 감시와 제재 장치로 기능함으로써 조세회피와 기업가치 간의 관련성에 중요한 영향을 미치는 제도적 요인으로 작용하고 있음을 보여준다.¹⁴⁾

4.5.2 성향점수매칭(Propensity Score Matching)

본 연구는 조세회피와 기업가치 간의 관계를 분석함에 있어 발생할 수 있는 내생성(endogeneity) 문제를 완화하기 위해 성향점수매칭(Propensity Score Matching, 이하 PSM)을 이용한 추가 분석을 실시하였다. 구체적으로, 본 연구는 제도적 수준이 높은 집단(*FACTOR*=1)과 법 집행력이 높은 집단(*LEGAL*=1)에 속할 확률(propensity score)을 추정하기 위해 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 수익성(*ROA*), 영업현금흐름(*CFO*), 연구개발비(*RND*), 성장성(*GRW*), GDP 성장률(*GDP*) 등 주요 기업특성 변수를 매칭 변수로 활용하였다. 이를 바탕으로 1:1 매칭을 수행하여 처치집단과 통제집단 간의 특성 차이를 통제된 표본을 구성하였다.

<Table 7>은 PSM을 통해 구성된 매칭 표본을 대상으로 회귀분석을 수행한 결과이다. 분석 결과, 제도적 수준에 따라 매칭된 표본(열 1)과 법 집행력에 따라 매칭된 표본(열 2) 모두에서 조세회피(*LongETR*)는 기업가치에 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다. 이는 조세회피가 심화될수록 기업가치가 낮게 평가된다는 본 연구의 가설을 지지한다. 또한

14) 표로 제시하지 않았으나, 국가별 제도, 법 환경 및 자본시장 구조 등 국가 특성이 추정치에 영향을 미칠 가능성을 고려하여, 국가 고정효과(country fixed effects)를 포함한 추가분석을 수행하였다. 분석 결과, 국가 고정효과를 통제 한 이후에도 조세회피(*LongETR*)의 음(-)의 효과와 제도적 수준(*FACTOR*) 및 법 집행력(*LEGAL*)의 양(+)의 조절효과에서 회귀계수의 방향 및 유의성이 모두 유지되어, 본 연구의 결론이 강건함을 확인하였다.

FACTOR 및 *LEGAL*은 각각 기업가치와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내어, 투자자 보호와 법 집행 체계가 견고한 국가일수록 기업가치가 높게 평가되는 경향이 확인된다. 본 연구의 핵심 관심변수인 상호작용항의 효과를 살펴보면, 제도적 수

준과 조세회피의 상호작용항(*LongETR*×*FACTOR*)은 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내었다. 또한, 법 집행력과 조세회피의 상호작용항(*LongETR*×*LEGAL*) 역시 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 기업 특성의 차이로 인한 선택 편

〈Table 7〉 Propensity Score - Matched Sample Results: Effect of Tax Avoidance on Firm Value

Variables	FACTOR-based Coeff. (t-value)	LEGAL-based Coeff. (t-value)
<i>Intercept</i>	-0.074 (-1.32)	-0.168*** (-3.60)
<i>LongETR</i>	-0.811*** (-6.63)	-1.193*** (-12.07)
<i>FACTOR</i>	0.430*** (10.79)	
<i>LEGAL</i>		0.535*** (15.40)
<i>LongETR</i> × <i>FACTOR</i>	0.361** (2.51)	
<i>LongETR</i> × <i>LEGAL</i>		0.671*** (5.33)
<i>SIZE</i>	0.014*** (3.28)	0.010*** (3.03)
<i>LEV</i>	0.397*** (7.88)	0.403*** (9.75)
<i>ROA</i>	13.852*** (52.01)	13.692*** (61.48)
<i>CFO</i>	1.297*** (8.43)	1.316*** (10.70)
<i>RND</i>	10.312*** (26.08)	9.785*** (28.33)
<i>GRW</i>	0.070 (1.17)	0.069 (1.41)
<i>GDP</i>	0.035*** (8.08)	0.033*** (8.92)
Fixed effect	Year&Industry	Year&Industry
Clustering	Year&Firm	Year&Firm
<i>R</i> ²	0.4861	0.4628
Obs	15,638	21,818

1) See 〈Table 2〉 for the definition of variables.

2) *, **, *** denote the statistical significance at 10%, 5% and 1% level, respectively.

(selection bias)를 완화한 후에도 국가의 견고한 제도적 기반과 강력한 법 집행력이 조세회피의 기업 가치에 대한 음(-)의 효과를 유의하게 완화시킨다는 것을 의미한다. 따라서 관측가능한 기업특성 차이를 통제한 매칭 표본에서도 본 연구의 주요 결과가 일관되게 유지됨을 보여준다.

V. 결론

조세회피가 기업가치에 미치는 영향은 그 효과의 방향과 크기를 일관되게 설명하기 어렵다는 점에서 지속적인 논의의 대상이 되어왔다. 기업의 조세회피로 인한 현금흐름의 증가는 자본 투자, 주주 환원 등의 경로를 통해 기업가치의 상승으로 이어질 수 있다는 견해가 보고되어 왔다. 그러나 조세회피는 경영자의 재량권을 확대하고, 정보비대칭을 심화시키며, 외부 감시를 약화시켜 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 상반된 주장이 함께 제기된다. 이와 같은 상반된 주장은 조세회피의 경제적 효과가 일정하게 작용하지 않고, 기업이 속한 제도적 환경에 따라 상이하게 나타날 수 있음을 보여준다. 이에 본 연구는 조세회피가 기업가치에 미치는 효과가 국가별 제도적 요인에 따라 달라질 수 있다는 점에 주목하여 국가별 제도적 환경이 조세회피의 경제적 효과를 변화시키는지 검토하였다. 기존의 선행연구에서는 조세회피의 효과를 소유구조, 내부통제, 감사 품질, 경영자 특성과 같은 기업 내부 요인에 집중해왔으나, 본 연구는 외생적 요인으로서 제도적 수준과 법적 집행력을 조세회피의 가치효과에 영향을 미치는 조절 변수로 설정하였다. 제도적 수준은 기업의 조세 전략이 자본시장 및 이해관계자로부터 어

떻게 인식되고 평가되는지를 결정하는 근본적 구조를 제공하며, 법적 강제력은 조세 전략의 경계와 한계를 규정하는 집행 수단으로 기능할 수 있다는 점에 기반하였다.

본 연구는 2011년부터 2022년까지 27개국에 속한 상장기업을 대상으로, 유효법인세율을 조세회피의 대리변수(proxy)로 활용하고, 조세회피와 국가별 제도적 수준 및 법 집행력의 상호작용항을 포함하여 회귀분석을 수행하였다. 실증분석 결과, 첫째, 국가의 제도적 수준과 법 집행력은 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 제도적 기반이 견고할수록 기업가치가 체계적으로 높다는 점이 확인되었다. 또한 조세회피(*LongETR*)는 기업가치에 유의한 음(-)의 관계를 보여, 조세회피 수준이 높을수록 기업가치가 낮게 평가되는 경향을 확인하였다. 둘째, 국가별 제도 수준과 법 집행력은 조세회피와 기업가치 간 음(-)의 효과를 완화시키는 것으로 나타났다. 구체적으로, 제도적 수준 및 법 집행력과 조세회피 간 상호작용항(*LongETR*×*FACTOR* 및 *LongETR*×*LEGAL*)은 일관되게 유의한 양(+)의 값이 나타나, 제도적 수준이 높고 법 집행력이 강한 국가에서는 조세회피의 부정적인 효과가 약화됨을 보여준다. 이는 견고한 제도적 기반과 강력한 법 집행이 정보비대칭을 완화하고, 조세 절감을 통해 확보된 자원이 보다 효율적으로 사용될 수 있는 환경을 조성함으로써 조세회피의 부정적 효과를 완화하여 기업가치 제고로 연결될 수 있음을 시사한다. 이러한 결과는 강건성 검증을 통해서도 일관되게 나타났다.

본 연구의 결과는 조세회피의 경제적 효과가 절제 자체에 내재된 효율성보다는 그것이 실행되고 해석되는 제도적 조건에 의해 결정된다는 점을 보여준다. 특히 제도적 기반과 법 집행력이라는 두 유형의 제도 요인을 분리하여 조세회피의 가치효과를 분석

하였다는 점에서 의의가 있다. 제도적 환경이 높다는 것은 강한 투자자 보호, 명확한 공시 기준, 법적 안정성, 강건한 외부 감시 시스템 등이 제도적으로 정비되어 있음을 의미하며, 이러한 환경에서는 조세회피로 인해 확보된 현금이 경영자의 자의적 판단에 의해 사적으로 전용되지 않고 전략적 자금 운용이나 투자에 활용될 가능성이 높다. 반면에, 제도 환경이 낮은 국가에서는 정보비대칭이 심화되고 경영진에 대한 감시가 제한되기 때문에, 절세로 확보된 자금이 외부 투자자나 주주의 이익과 무관하게 활용될 가능성이 크며, 이로 인해 조세 전략은 자본시장에서 부정적으로 평가될 수 있다. 이는 기업의 조세 전략이 외부 이해관계자로부터 신뢰를 획득하고 자본시장으로부터 긍정적인 평가를 받기 위해서는 일정 수준 이상의 제도적 안정성과 규범적 신뢰가 전제되어야 함을 보여준다.

조세회피가 경영전략의 일부로 활용되는 경우, 그 경제적 효과는 단순한 절세 여부에 국한되지 않으며, 이를 둘러싼 제도적 수용과 규제 구조에 따라 실질적으로 달라질 수 있다. 동일한 조세 전략이라 하더라도, 실행되는 국가의 제도적 환경에 따라 자본시장의 평가가 상이하게 나타날 수 있으므로, 기업은 조세 전략 수립 시 외부 정보 이용자의 해석 가능성까지 고려할 필요가 있다. 또한 정책 당국은 세제 정책이 단기적 투자 유치나 경영 유인을 넘어서 기업의 자원 배분과 시장 평가에 실질적 영향을 미치기 위해 제도적 기반과 집행 구조의 정비를 함께 고려할 필요가 있다. 다시 말해, 조세 감면, 세율 인하 등의 세제 혜택은 제도적 기반이 미흡한 환경에서는 정책 목적과 달리 기대한 효과를 제한하거나 조세회피의 부정적인 효과를 확대할 수 있다. 특히 본 연구의 분석 결과는 한국 자본시장에서 논의되는 코리아 디스카운트(Korea Discount) 현상과도 연결하여

해석할 수 있다. <Table 3>에서 제시된 바와 같이 한국은 제도적 수준(FACTOR)과 법 집행력(LEGAL)이 모두 표본 평균 이하에 위치하며, 본 연구 결과에 따르면 이러한 제도적 여건에서는 조세회피(LongETR)가 세후 현금흐름 증가로 긍정적으로 평가되기보다 정보불투명성 및 대리인비용과 결합되어 기업가치를 훼손하는 방향으로 해석될 수 있다. 따라서 한국 기업의 조세행태가 기업가치 제고 요인으로 전이되기 위해서는 세제 조정만으로는 한계가 있으며, 투자자 보호와 법 집행의 실효성 강화 등 제도적 기반의 보완이 병행될 필요가 있음을 시사한다. 아울러 조세 정책은 세제 설계와 함께 투자자 보호, 공시 규범, 외부 감시 체계 등 제도적 장치의 정합성을 강화함으로써 정책 효과를 제고할 수 있을 것으로 기대된다.

참고문헌

- 강정연, 김영철(2012), “조세회피와 소유구조,” **세무학연구**, 제29권 2호, pp.37-67.
- (Kang, J. Y. and Kim, Y. C.(2012), “Corporate Tax Avoidance and Ownership Structure,” *Korean Journal of Taxation Research*, 29(2), pp.37-67.)
- 고윤성, 김지홍, 최원욱(2007), “조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구,” **세무학연구**, 제24권 4호, pp.9-40.
- (Koh, Y. S., Kim, J. H. and Choi, W. W.(2007), “A Study on Corporate Tax Avoidance,” *Korean Journal of Taxation Research*, 24(4), pp.9-40.)
- 고윤성, 백혜원(2010), “가족기업의 조세회피 성향에 관한 연구,” **세무학연구**, 제27권 2호, pp.49-76.
- (Koh, Y. S. and Paik, H. W.(2010), “Family Firms and Corporate Tax Avoidance,” *Korean Journal of Taxation Research*, 27(2), pp.49-76.)

- 고종권, 윤성수, 강정연, 이광숙(2013), "실증세무연구의 개관," **회계학연구**, 제38권 2호, pp.367-446.
- (Ko, J. K., Yoon, S. S., Kang, J. Y. and Lee, K. S.(2013), "A review of empirical tax research," *Korean Accounting Review*, 38(2), pp.367-446.)
- 기은선(2012), "기업의 사회적 책임활동이 조세회피 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향," **세무학연구**, 제29권 2호, pp.107-136.
- (Ki, E. S.(2012), "The Effect of Corporate Social Responsibility on the Tax Avoidance and the Market Response to the Tax Avoidance," *Korean Journal of Taxation Research*, 29(2), pp.107-136.)
- 기은선, 이광숙(2016), "장기적인 조세회피 관리 능력이 기업 가치에 미치는 영향," **경영학연구**, 제45권, 4호, pp.1407-1434.
- (Ki, E. S. and Lee, K. S.(2016), "Long-run Tax Avoidance Management Ability and Firm Value," *Korean Management Review*, 45(4), pp.1407-1434.)
- 박종국, 홍영은(2009), "조세회피와 외국인지분율," **세무학연구**, 제26권 1호, pp.105-135.
- (Park, J. K. and Hong, Y. E.(2009), "Corporate Tax Avoidance and Foreign Ownership," *Korean Journal of Taxation Research*, 26(1), pp.105-135.)
- 박종일, 지승민, 신재은(2016), "세무보고 공격성이 재무분석가의 이익예측오차에 미치는 영향," **경영학연구**, 제45권, 6호, pp.1859-1900.
- (Park, J. I., Chee, S. M., and Shin, J. E.(2016), "The Effect of Corporate Tax Aggressiveness on Analyst' Earnings Forecast Errors," *Korean Management Review*, 45(6), pp.1859- 1900.)
- 손연승, 양동훈, 이상철, 김갑순(2012), "기업지배구조가 조세절감활동과 기업가치의 관련성에 미치는 영향에 대한 연구," **세무외회계저널**, 제13권 3호, pp.385-419.
- (Son, U. S., Yang, D. H., Lee, S. C. and Kim, K. S.(2012), "A Study on the Effect of Corporate Governance Structure on the Relationship between Tax Sheltering and Firm Value," *Journal of Taxation and Accounting*, 13(3), pp.385-419.)
- 이영환, 최유진(2017), "장기적인 조세최소화전략이 회계이익의 가치관련성에 미치는 영향에 관한 연구," **경영학연구**, 제46권, 1호, pp.75-107.
- (Lee, Y. H. and Choi, E. G.(2017), "An Empirical Study of the Effect of Long-term Tax Minimization Strategy on Value Relevance of Book Income," *Korean Management Review*, 46(1), pp.75-107.)
- 전주성(2011), "조세회피와 기업가치: 지배구조의 역할을 중심으로," **재정학연구**, 제4권 4호, pp.59-85.
- (Jun, J. S.(2011), "Tax Evasion and Firm Value: The Role of Corporate Governance," *Korean Journal of Public Finance*, 4(4), pp.59-85.)
- 정용수, 이운원, 조용언(2011), "기업지배구조가 세무신고 공격성에 미치는 영향," **세무학연구**, 제28권 2호, pp.9-40.
- (Jung, Y. S., Lee, Y. W. and Cho, Y. E.(2011), "The Effect of Corporate Governance on Tax Aggressiveness," *Korean Journal of Taxation Research*, 28(2), pp.9-40.)
- 허강성(2022), "부채계약가설의 적용은 경영성과에 따라 차이가 있는가?: OLS와 GLS 회귀모형 실증결과 비교분석," **국제회계연구**, 제106권, pp.221-245.
- (Hur, K. S.(2022), "Debt Covenant Hypothesis Verification depending on Management Performance," *Korea International Accounting Review*, 106, pp.221-245.)
- Atwood, T. J., M. S. Drake, J. N. Myers, and L. A. Myers(2012), "Home country tax system characteristics and corporate tax avoidance: International evidence," *The Accounting Review*, 87(6), pp.1831-1860.

- Balakrishnan, K., J. L. Blouin, and W. R. Guay (2019), "Tax aggressiveness and corporate transparency," *The Accounting Review*, 94(1), pp.45-69.
- Ball, R., S. P. Kothari, and A. Robin(2000), "The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), pp.1-51.
- Ball, R., A. Robin, and J. S. Wu(2003), "Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries," *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), pp.235-270.
- Barclay, M. J., and C. G. Holderness(1989), "Private benefits from control of public corporations," *Journal of Financial Economics*, 25(2), pp.371-395.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and R. Levine(2003), "Law and finance: why does legal origin matter?," *Journal of Comparative Economics*, 31(4), pp.653-675.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and R. Levine(2003), "Law, endowments, and finance," *Journal of Financial Economics*, 70(2), pp.137-181.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam(1998), "The effect of audit quality on earnings management," *Contemporary Accounting Research*, 15(1), pp.1-24.
- Bitner, L. N., and R. C. Dolan(1996), "Assessing the relationship between income smoothing and the value of the firm," *Quarterly Journal of Business and Economics*, 35(1), pp.16-35.
- Bushman, R. M., J. D. Piotroski, and A. J. Smith (2004), "What determines corporate transparency?," *Journal of Accounting Research*, 42(2), pp.207-252.
- Chen, K. P., and C. C. Chu(2005), "Internal control versus external manipulation: A model of corporate income tax evasion," *RAND Journal of Economics*, 36(1), pp.151-164.
- Chen, S., X. Chen, Q. Cheng, and T. Shevlin (2010), "Are family firms more tax aggressive than non-family firms?," *Journal of Financial Economics*, 95(1), pp.41-61.
- Crocker, K. J., and J. Slemrod(2005), "Corporate tax evasion with agency costs," *Journal of Public Economics*, 89(9-10), pp.1593-1610.
- DeFond, M. L., and J. Jiambalvo(1994), "Debt covenant violation and manipulation of accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), pp.145-176.
- Desai, M. A.(2003), "The divergence between book income and tax income," *Tax Policy and the Economy*, 17, pp.169-206.
- Desai, M. A., A. Dyck, and L. Zingales(2007), "Theft and taxes," *Journal of Financial Economics*, 84(3), pp.591-623.
- Desai, M. A., and D. Dharmapala(2006), "Corporate tax avoidance and high-powered incentives," *Journal of Financial Economics*, 79, 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.
- Desai, M. A., and J. R. Hines Jr(2002), "Expectations and expatriations: Tracing the causes and consequences of corporate inversions," *National Tax Journal*, 55(3), pp.409-440.
- Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer(2008), "The law and economics of self-dealing," *Journal of Financial Economics*, 88(3), pp.430-465.
- Donohoe, M. P., and G. A. McGill(2011), "The effects of increased book-tax difference tax

- return disclosures on firm valuation and behavior," *Journal of the American Taxation Association*, 33(2), pp.35-65.
- Dyreng, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew (2008), "Long run corporate tax avoidance," *The Accounting Review*, 83(1), pp.61-82.
- Francis, J. R., I. K. Khurana, and R. Pereira (2003), "The role of accounting and auditing in corporate governance and the development of financial markets around the world," *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 10(1), pp.1-30.
- Frank, M. M., L. J. Lynch, and S. O. Rego(2009), "Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting," *The Accounting Review*, 84(2), pp.467-496.
- Gaio, C., and C. Raposo(2011), "Earnings quality and firm valuation: international evidence," *Accounting and Finance*, 51(2), pp.467-499.
- Graham, J. R., and A. L. Tucker(2006), "Tax shelters and corporate debt policy," *Journal of Financial Economics*, 81(3), pp.563-594.
- Graham, J. R., M. Hanlon, T. Shevlin, and N. Shroff(2014), "Incentives for tax planning and avoidance: Evidence from the field," *The Accounting Review*, 89(3), pp.991-1023.
- Guenther, D. A., and D. Young(2000), "The association between financial accounting measures and real economic activity: A multinational study," *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), pp.53-72.
- 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.
- Hanlon, M., and S. Heitzman(2010), "A review of tax research," *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), pp.127-178.
- Hanlon, M., J. L. Hoopes, and N. Shroff(2014), "The effect of tax authority monitoring and enforcement on financial reporting quality," *The Journal of the American Taxation Association*, 36(2), pp.137-170.
- Hope, O. K., M. S. Ma, and W. B. Thomas(2013), "Tax avoidance and geographic earnings disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), pp.170-189.
- Hunt, A., S. E. Moyer, and T. Shevlin(1996), "Managing interacting accounting measures to meet multiple objectives: A study of LIFO firms," *Journal of Accounting and Economics*, 21(3), pp.339-374.
- Jensen, M., and W. Meckling(1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang(2011), "Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis," *Journal of Financial Economics*, 100(3), pp.639-662.
- Lanis, R., and G. Richardson(2011), "The effect of board of director composition on corporate tax aggressiveness," *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(1), pp.50-70.
- Lanis, R., and G. Richardson(2012), "Corporate social responsibility and tax aggressiveness: An empirical analysis," *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(1), pp.86-108.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny(1997), "Legal determinants of external finance," *The Journal of Finance*, 52(3), pp.1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and

- R. W. Vishny(1998), "Law and finance," *Journal of Political Economy*, 106(6), pp.1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny(2000), "Investor protection and corporate governance," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp.3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny(2002), "Investor protection and corporate valuation," *The Journal of Finance*, 57(3), pp.1147-1170.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (2006), "What works in securities laws?," *The Journal of Finance*, 61(1), pp.1-32.
- Lee, Y., and K. Choi(2022), "Tax avoidance and firm value: International evidence," *Korean Accounting Review*, 47(3), pp.33-74.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. D. Wysocki(2003), "Earnings management and investor protection: an international comparison," *Journal of Financial Economics*, 69(3), pp.505-527.
- Markle, K.(2016), "A comparison of the tax motivated income shifting of multinationals in territorial and worldwide countries," *Contemporary Accounting Research*, 33(1), pp.7-43.
- Moore, J. A.(2006), "Do board and audit committee independence affect tax reporting aggressiveness?," Arizona State University.
- Rego, S. O.(2003), "Tax avoidance activities of US multinational corporations," *Contemporary Accounting Research*, 20(4), pp.805-833.
- Rountree, B., J. P. Weston, and G. Allayannis (2008), "Do investors value smooth performance?," *Journal of Financial Economics*, 90(3), pp.237-251.
- Scholes, M. S., and M. A. Wolfson(1992), "Taxes and business strategy: A planning approach," Prentice Hall.
- Seida, J. A., and W. F. Wempe(2004), "Effective tax rate changes and earnings stripping following corporate inversion," *National Tax Journal*, 57(4), pp.805-828.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny(1997), "A survey of corporate governance," *The Journal of Finance*, 52(2), pp.737-783.
- Slemrod, J.(2004), "The economics of corporate tax selfishness," *National Tax Journal*, 57(4), pp.877-899.
- Tang, T. Y.(2019), "The value implications of tax avoidance across countries," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34(4), pp.615-638.
- Tang, T., P. L. L. Mo, and K. H. Chan(2017), "Tax collector or tax avoider? An investigation of intergovernmental agency conflicts," *The Accounting Review*, 92(2), pp.247-270.
- Wilson, R. J.(2009), "An examination of corporate tax shelter participants," *The Accounting Review*, 84(3), pp.969-999.

- 저자 김현태는 현재 성균관대학교 경영대학 경영연구소 연구원으로 재직 중이다. 주요연구분야는 회계정보의 질, 회계기준 변화, ESG 공시, 조세, 경영자 특성, 배당정책 등이다.
- 저자 허강성은 Accenture, KPMG 등에서 약 17년간 경영컨설팅을 하였고, 현재 서울신학대학교 부교수로 재직 중이다. 주요연구분야는 코리아 디스카운트 원인분석, 이익의 질과 배당정책의 관계분석, ESG와 기업가치, 은행지배구조와 차입기업의 회계선택, 비감사서비스와 감사독립성, 경영자 과신, R&D 비용행태, 회계·세무 정보의 정합성, 이익조정, IFRS 도입효과 등이다.
- 저자 김승준은 현재 영남대학교 회계세무학과 조교수로 재직 중이다. 주요연구분야는 회계기준 변화의 경제적 효과, 이익조정과 이익의 질, 회계이익-과세소득 차이와 감사 및 기업의 의사결정 등이다.