

투자부동산 보유가 기업의 조세회피 행태와 기업가치에 미치는 영향

The Impact of Investment Property Holdings on Corporate Tax Avoidance Behavior and Firm Value

홍난희(주저자)

Nanhee Hong(First Author)

강남대학교 Kangnam University(nhhong@kangnam.ac.kr)

본 연구는 국내 상장기업을 대상으로 투자부동산 보유가 조세회피와 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 첫째, 투자부동산을 보유 비중이 높을수록 조세회피 수준은 오히려 감소하는 것으로 나타나 투자부동산이 조세회피 수단이 아니라 세 부담을 증가시키는 자산임을 확인하였다. 둘째, 투자부동산 보유는 일반적으로 기업가치에 부정적 영향을 미치나, 현금유효세율이 높은 기업에서는 이러한 부정적 영향이 일부 완화되는 것으로 나타났다. 이는 세 부담이 경영자의 대리인 문제를 억제하고 정치적 비용을 완화하여 투자부동산 보유가 기업가치에 미치는 부정적 영향을 완화하는 중요한 메커니즘으로 작용함을 의미한다. 본 연구는 투자부동산 보유와 조세부담 수준 간의 관계를 규명함으로써, 자산구성 관점에서 조세전략과 기업가치 연구의 새로운 시사점을 제공한다는 점에서 의의가 있다.

주제어: 투자부동산, 조세회피, 조세부담, 기업가치

This study empirically investigates the impact of investment property holdings on tax avoidance and firm value among publicly listed companies in Korea. First, the analysis reveals that a higher proportion of investment properties is associated with reduced levels of tax avoidance. This finding suggests that such assets tend to increase the aggregate tax burden rather than serve as conduits for tax sheltering. Second, the results indicate that holding investment properties generally exerts a negative influence on firm value, manifesting in a valuation discount. However, this negative effect is significantly mitigated in firms with higher cash effective tax rates. This moderation suggests that a higher tax burden can suppress managerial agency problems and reduce political costs, thereby alleviating the adverse impact of investment property holdings on firm value. By synthesizing agency theory and the political cost hypothesis, this research provides new insights into the complex interplay between asset composition, tax strategies, and corporate valuation.

Keyword: Investment property, Tax avoidance, Tax burden, Firm Value

1. 서론

현대 기업들은 자산 구성의 다양화와 복잡화 속에서 비핵심 자산인 투자부동산의 보유를 점차 증가시키고 있다(김동욱&김병곤, 2015; 서란주a, 2021). 투자부동산은 기업의 본업과 직접 연관되지 않는 자산으로, 과도하게 보유할 경우 자원 배분의 비효율성을 유발하고 경영 효율성을 저하시킬 수 있다. 이러한 측면에서 투자부동산이 기업의 재무성과 및 가치에 미치는 영향에 대한 관심이 증대하고 있다.

한편, 조세회피는 기업이 세금 부담을 줄이기 위해 취하는 다양한 전략과 행태를 의미하며, 기업 재무전략의 중요한 요소로 자리매김하고 있다. 조세회피 수준은 기업의 세후 현금흐름에 직접적인 영향을 미칠 뿐만 아니라, 자원 배분 의사결정결과도 긴밀히 연결되어 있다(정성환, 2012; 박종일&김수인, 2020; 김영철&이윤경, 2023). 특히, 투자부동산 보유와 같은 자산 구성과 조세회피 간의 관계, 그리고 이들 요소가 기업가치에 미치는 복합적 영향에 관한 연구는 상대적으로 미흡한 실정이다.

투자부동산의 운용은 본업과 독립된 현금흐름을 창출하는 동시에 추가적인 비용을 발생시킨다. 투자부동산 운용과정에서 발생하는 다양한 회계 및 세무 이슈들은 기업의 사업 운용 복잡성을 증가시키며 그에 따라 세무 실무의 복잡성도 증대될 것으로 예상된다. 또한 정치적 비용가설에 따르면, 규모 큰 기업은 대중의 관심과 사회적 영향력이 크기 때문에 상대적으로 높은 정치적 비용을 부담할 가능성이 있다(Watt and Zimmerman, 1986). 따라서 가시성이 높은 투자부동산 보유는 세무당국 등의 외부이해관계자의 관심과 감시를 높이며 결과적으로 실효세율의 상승으로 이어질 수 있다.

한편, 투자부동산 보유에 따른 기업의 조세부담 수준은 대리인 문제와 정치적 비용 가설 측면에서 기업의 자원 배분 및 가치 형성에 중요한 변수로 작용할 수 있다. 대리인이론에 따르면, 경영자의 자원 남용과 비효율적 투자 행태는 기업가치 훼손의 주요 원인으로 지적되므로 영업활동과 관련 없는 자산인 투자부동산 보유는 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 알려져 왔다(김동욱&김병곤, 2015; 김진태&배수진, 2017). 투자부동산 보유로 인해 세부담이 증가할 경우, 이는 경영자의 잉여현금흐름을 제약하여 대리인 비용을 억제하는 기능을 할 수 있다. 따라서 기업의 세부담은 투자부동산 보유에 따른 기업가치 훼손을 완화하는 간접적인 경로가 될 가능성이 있다.

이에 본 연구는 2011년부터 2024년까지의 기간에 한국증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 투자부동산 보유가 조세회피 정도에 미치는 영향을 분석하고, 나아가 투자부동산 보유와 기업가치 간 관계에서 조세부담 수준이 어떠한 효과를 발휘하는지를 실증적으로 검증하였다.

본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 투자부동산을 보유한 기업일수록 조세회피 정도는 감소하는 것으로 나타났다. 투자부동산이 비핵심 자산으로서 조세회피 수단이 되기보다는 세부담을 증가시키는 자산 특성을 가짐을 추론할 수 있다.

둘째, 현금유효세율(조세부담 수준)은 투자부동산 보유가 기업가치에 미치는 부정적 영향을 완화하는 변수로 작용하는 것을 확인하였다. 이는 높은 세부담이 경영자의 대리인 비용을 억제하고 정치적 비용을 완화하여 투자부동산의 기업가치 저해 효과를 부분적으로 상쇄시킨다는 가정에 근거한다.

본 연구는 자산구성 관점에서 조세회피와 기업가치 간의 복합적 관계를 실증적으로 규명하고, 이를 대리인 이론과 정치적 비용가설의 틀 속에서 해석함으로

써 이론적 기여를 제공한다. 실무적으로는 투자부동산 보유와 관련된 조세 및 재무 전략 수립에 중요한 시사점을 제공하며, 정책 당국이 세무 정책과 기업 자산 운영 간 균형 잡힌 접근을 하는 데 기여할 수 있다. 본 연구는 투자부동산과 조세회피, 기업가치의 관계를 통합적으로 분석한 초기 시도 중 하나로서, 향후 다양한 조세회피 지표와 다국적 표본을 활용한 연구 확장의 가능성을 제시한다.

본 논문의 이후 구성은 다음과 같다. II장에서는 선행연구를 검토하고 가설을 설정하며, III장에서는 연구 설계를 다룬다. IV장에서는 실증분석 결과를 제시하며, 마지막으로 V장에서 결론을 맺는다.

II. 선행연구 검토 및 가설설정

2.1 선행연구 검토

한국은 2011년부터 상장기업과 금융기관을 대상으로 국제회계기준(이하, IFRS)을 의무적으로 도입하였으며, 2009년부터는 조기 적용이 허용되었다. 한국회계기준원은 2001년부터 2007년까지 25개의 기업회계기준서를 제정하였지만, 투자부동산에 대한 별도 기준서는 마련하지 않았다. 당시 기업회계기준서 제21호는 자산을 유동자산과 비유동자산으로 분류하고 비유동자산 내에 투자자산을 구분하였지만, 투자부동산에 대한 명확한 분류 기준은 제시하지 않았다.

IFRS 제1040호(IAS 40) '투자부동산' 기준에 따르면, 임대수익 또는 시세차익을 목적으로 보유하는 부동산을 투자부동산으로 정의한다. 이러한 투자부동산은 기업의 다른 자산들과 독립적으로 현금흐름을 창출하는 특성을 가진다. 예를 들어, 임대용 건물에서

발생하는 현금흐름은 해당 건물에 직접 귀속되지만, 생산용 공장 건물에서 창출되는 현금흐름은 생산·공급·판매 과정의 여러 자산과 연관되어 있다. 기준서에서 제시하는 투자부동산의 구체적 사례로는 장기 시세차익을 목적으로 하는 토지, 미래 용도가 결정되지 않은 토지, 운용리스로 제공하는 직접 소유 건물, 운용리스 제공을 위해 보유하는 미사용 건물, 그리고 미래 투자부동산 용도로 건설 중인 부동산 등이 있다.

2010년 이전에는 투자부동산을 별도로 공시한 기업이 거의 없었기 때문에, IFRS 도입 이전의 관련 연구는 불가피하게 제한된 표본을 바탕으로 이루어질 수밖에 없었다. IFRS 도입 이후 투자부동산의 분류와 측정에 대한 명확한 기준이 제시됨에 따라 관련 회계정보의 품질과 투명성이 크게 향상되었다.

IFRS 도입 이전의 연구는 주로 기업의 투자용 부동산 취득 및 보유와 주가 관련성 또는 기업가치에 미치는 영향을 탐구하는 것으로, 분석결과는 혼재된 결과를 보고하였다. Nappi-Choulet et al.(2009)은 기업 부동산의 취득과 보유가 기업 규모, 투자수익률, 부채 상환 능력, 그리고 장부가치 대비 기업가치 비율 등 여러 재무 지표에 영향을 미치므로, 이러한 요소들을 고려한 신중한 재무적 판단이 필요하다고 주장하였다. 이해영과 조명호(2009)는 투자목적으로 보유한 부동산은 영업용 부동산과 달리 주가와 유의미한 음(-)의 상관관계를 보인다고 밝혔다. 김동욱·김병곤(2015)은 2004~2014년의 상장기업 자료를 분석해, 투자부동산 보유 규모가 클수록 기업가치가 낮아진다는 결과를 보고했다. 이들은 그 원인으로 자산 활용의 비효율성과 대리인 비용의 증가를 제시했다. 반대로 강원철(2016)은 기업이 보유한 부동산이 장부가보다 더 큰 잠재 가치를 지니며, 이로 인해 주가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다고 주장했다.

이러한 영향은 기업의 규모에 따라 차이를 보였다. 1995년부터 2015년까지의 데이터를 분석한 결과, 상장기업의 경우 소유부동산과 투자부동산 모두가 주가 상승에 기여하는 반면, 중소기업은 투자부동산이 오히려 주가에 부정적으로 작용했다. 강원철&고성수(2017)도 상장 제조업체를 대상으로 한 연구에서 소유부동산과 투자부동산 모두 주가에 긍정적인 영향을 주며, 부동산 처분 소식 역시 주가에 유익하게 작용함을 확인하였다. 홍난희(2024)는 경영전략에 따라 경영자의 투자 의사결정이 달라지며, 이는 투자부동산 보유 동기에 영향을 준다고 보았다. 분석 결과, 혁신을 증시하고 의사결정이 분권화된 선도형 전략을 가진 기업일수록 투자부동산 보유 비중이 높았다. 그러나 이러한 기업에서 투자부동산이 많을수록 오히려 기업가치에는 부정적인 영향이 나타났다.

투자부동산의 보유는 기업의 세무환경에 복합적인 영향을 미친다. 그러나 기존 연구는 주로 기업의 재무적 특성, 지배구조, 경영진 특성에 집중되어 있어, 투자부동산이라는 특정 자산 유형이 세무전략에 미치는 영향을 실증적으로 분석한 연구는 여전히 부족하다. 이에 본 연구는 기업의 투자부동산 보유가 기업의 세무전략, 구체적으로 조세회피와 지속적인 세무전략을 나타내는 세무위험에 미치는 영향을 살펴본다.

세금은 국가나 지방자치단체가 재정 수입을 마련하기 위해 국민으로부터 걷는 금전적 부담으로, 이에 상응하는 개별적인 보상이 제공되지 않는다. 법인세 또한 별다른 직접적인 보상 없이 기업의 자금이 유출되는 성격을 지니고 있어, 기업들은 자연스럽게 세 부담을 줄이려는 동기를 갖게 된다(박종국&홍영은, 2009).

조세회피(tax avoidance)는 통일된 정의가 없으며, 세법적·개념적·실증적인 측면에서 각각 다르게 정의되어 사용되고 있다. 조세회피는 탈세와 달리 세

법을 직접 위반하지는 않지만, 법률이 의도하지 않은 방식으로 세 부담을 줄이는 행위를 의미한다. 이러한 개념적 정의와는 별도로 많은 기업들이 가산세나 세금추징의 위험이 없는 합법적인 절세(tax savings) 전략도 적극적으로 활용하고 있다(Hanlon and Heitzman, 2010). 이러한 절세와 조세회피는 구분하여 측정하는 것이 실증적으로 어렵기 때문에 두 개념을 모두 포함하여 포괄적으로 정의하는 경우도 있다. Scholes and Wolfson(2002)은 조세비용 뿐만 아니라 암묵세와 재무보고비용까지 포함한 개념을 효과적인 조세전략(effective tax planning)이라고 정의하였다. Dyreng et al.(2008)은 명시적 세금 감소를 조세회피로 정의하였으며, 실증연구에서는 이와 같은 개념을 주로 활용한다. 본 연구에서는 내재적 세금을 제외하고 명시적 세금 부담을 줄이는 모든 행위를 조세회피로 간주하여 분석한다.

조세회피와 관련한 선행연구는 주로 기업가치에 미치는 영향 그리고 조세회피 수준을 결정하는 다양한 요인들에 대한 연구로 구분할 수 있다. 조세회피와 기업가치 간의 관계에 대한 연구는 상반된 결과를 보고한다. 조세회피에 따른 기업의 현금 유출이 감소하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구가 있으며(고윤성 외, 2007; 기은선&이광숙, 2016), 대리인 관점에서 조세회피로 인한 암묵적인 비용이 세금 감소로 인한 현금 유출 감소보다 크기 때문에 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 보고한 연구도 있다(Chen et al. 2008; Kim et al. 2011; Rego and Wilson 2012; 기은선 2012; 강정연&고종권 2014).

조세회피의 수준을 결정하는 요인에 대한 연구는 크게 재무적인 특성, 기업지배구조, 경영자 보상, 그리고 외부 이해관계자에 대한 연구로 구분할 수 있다. 김진희&정재욱(2006)은 자산규모와 수익성의 변화

가 클수록, 부채비율의 변화가 작을수록 조세회피 성향이 크게 나타나 실증분석을 통해 기업의 재무적 특성이 조세회피에 영향을 미친다는 점을 보고하였다. 최보람(2013)은 지배주주지분과 외국인주주지분율이 높을수록 조세회피 수준이 낮게 나타났음을 보고하여, 기업지배구조 또한 조세회피 수준의 결정요인을 제시하였다. 강정연과 고종권(2014)은 기업지배구조가 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 완화시키는 것을 실증분석을 통해 검증하였다. Desai and Dharmapala(2006)는 경영자에 대한 유인보상이 조세피난처(tax shelter) 활용과 같은 적극적인 조세회피 전략의 활용 가능성이 낮아지는 경향이 나타났음을 보고하였다. 기은선(2012)은 사회적 책임활동이 활발한 기업에서 조세회피의 부정적 영향이 감소한다고 분석하였다. 이는 기업이 세금뿐만 아니라 비세금 비용까지 고려해 최적의 조세회피 수준을 결정함을 보여준다. 신상익&전홍민(2016)은 노동조합의 영향력이 커질수록 경영자의 조세회피 성향이 높아진다는 실증 결과를 제시했다. 이는 한국 노동조합이 임금 극대화를 우선하며 기업에 대한 감시 역할이 미흡하다는 해석을 가능하게 한다.

본 논문은 투자부동산이 기업의 조세회피에 미치는 영향에 대해 탐구한다. 투자부동산은 본업과 독립된 현금흐름을 구성하는 자산으로서, 기업의 세무전략에서 중요한 역할을 한다. 또한 투자부동산 보유와 세금 부담 수준은 기업가치에 직·간접적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이러한 상호작용을 규명하는 것은 기업의 재무 및 세무전략 수립에 있어 통합적이고 현실적인 이해를 제공하는 데 필수적이다. 다음 가설 설정에서 그와 관련한 내용을 논의한다.

2.2 가설설정

투자부동산은 기업의 주된 영업활동과는 별개로 임대수익이나 시세차익을 목적으로 보유하는 부동산으로, 일반적인 사업용 자산과는 구별되는 특성을 가진다. 국내 기업들의 투자부동산 보유 규모는 지속적으로 확대되고 있으며, 이는 낮은 금리 환경과 부동산 시장의 투자 매력도 증가에 기인한다. 기업은 부동산을 보유함으로써 얻는 이익 즉, 임대수익이나 시세차익과 그에 따른 비용을 고려하여 이익 창출 기회가 존재하는 경우 투자 목적의 유인으로 부동산을 보유할 수 있다. 투자부동산은 임대, 시세차익 획득, 매각, 개발 등 다양한 목적으로 보유되며, 일반 영업자산과는 독립적인 현금흐름을 창출한다. 영업활동에 이용되는 유형자산과는 달리 투자부동산은 즉각 처분, 임대 연장, 임대료 조정 등의 운용 방식에 대한 경영진의 선택권이 광범위하다. 또한 시장 상황이나 세법 변화, 기업의 과세 포지션 등을 종합적으로 고려하여 투자부동산의 가치 변동에 따른 수익 실현시점을 경영자가 선택할 수 있다.

한편, 임대수익 창출, 유지보수비 처리, 감가상각 등 투자부동산 운용과정에서 발생하는 다양한 회계 및 세무 이슈들은 기업의 사업 운용 복잡성을 증가시킨다. 투자부동산은 기업이 주된 영업활동과 직접 관련 없이 투자목적으로 보유하는 부동산으로, 세법상 업무무관자산에 해당한다. 업무무관자산이란 법인세법 및 소득세법 상 영업활동과 직접적 관련이 없는 자산으로 규정되며, 이와 관련된 비용은 원칙적으로 손금(비용)불산입 대상으로 규정된다. 구체적으로 법인세법 제27조에 따라 법인의 업무와 직접 관련이 없다고 인정되는 자산을 취득 및 관리하면서 생기는 비용, 유지비, 수선비 및 이에 관련되는 비용은 손금에 산입하지 않는다. 즉, 투자부동산의 취득원가나 보유

및 관리 과정에서 발생한 비용은 세무상 비용으로 인정되지 않으며, 실질적으로 사업의 주된 영업에 사용되지 않는 토지 및 건물과 관련한 경비는 별도의 증빙이 있더라도 비용으로 인정받지 못한다. 이 과정에서 법인세 과세표준은 증가하는 효과를 가져올 것으로 예상할 수 있다.

투자부동산 운용은 본업과 독립된 현금흐름을 창출하는 동시에, 임대수익과 유지·관리 비용 등 별도의 운영활동을 수반한다. 영업과 관련 없는 소득원이 증가하게 되면 세무 실무의 복잡성도 증대될 것으로 예상된다. McGuire et al.(2012)에 따르면 사업운용이 복잡하고 다양한 소득과 비용 흐름이 존재할수록 조세전략을 일관되게 유지하기 어려운 경향이 있다. 복잡한 세무전략은 잠재적인 후속 결과를 가져올 수 있다. 예를 들어서 기업이 공제받으려는 비용이 과세당국에 의하여 거부되고 이에 따른 추가적인 세금과 가산세를 부담할 수 있다.

투자부동산은 물리적으로 가시적인 자산이므로 세무당국의 감시·추적하기 쉽다. 또한 IFRS는 기업이 보유한 투자부동산에 대해 상세한 정보를 공시하도록 요구하고 있다. 기준서 제1040호 '투자부동산'에 따르면 공정가치모형과 원가모형 중 하나를 선택하여 적용하도록 규정하고 있으며, 투자부동산에 원가모형을 적용하더라도 투자부동산의 공정가치 정보를 주석에 공시하여야 하므로 투자부동산을 보유하는 모든 기업은 투자부동산의 공정가치를 측정해야 한다. 투자부동산의 공정가치가 증가할 경우 향후 매각 또는 임대료 상승에 따른 처분이익이나 임대료 수익 발생을 예상할 수 있으므로, 투자부동산에 대한 공정가치 정보가 유용하다.

정치적 비용 가설은 기업이 규제 과정에서 잠재적인 부의 이전이 예상될 경우, 그러한 이전을 줄이는 회계적 선택을 할 유인을 가질 수 있다는 이론이다

(Watts and Zimmerman, 1990). 이에 따르면, 기업 규모의 확대는 정치적 비용 증가를 수반하여 세무당국의 관심과 감시를 높이며, 결과적으로 실효세율의 상승으로 이어진다는 관계를 실증적으로 입증하였다. 투자부동산은 영업활동과 독립적인 현금흐름을 창출하고 일종의 가치저장수단이나 대체투자수단으로서 기능할 수 있다는 장점이 있지만, 취득 시에 비교적 높은 초기투자비용이 소요되고 이에 따라 기업이 영업활동과 관련한 필수적이고 효과적인 생산요소에 대한 투자기회를 상실할 가능성이 있다(홍난희, 2024). 따라서 물리적으로 추적이 용이한 가시적인 자산인 투자부동산 보유는 투자자 및 세무당국의 관심 및 주목도를 증대시킬 것이다. Graham et al.(2014)에 따르면 설문조사를 통해 미국기업이 조세 회피 전략을 추구하지 못하는 이유에 대해 기업 명성에 관련한 답변을 과반수 이상이 응답하였다. 국내 연구에서는 최보람&이정미(2014)가 기업의 평판이 좋을수록 조세회피 수준은 낮다고 보고하였다. 투자부동산 보유 수준은 언론, 시민단체, 정치권 등에 노출되어 이슈화될 가능성이 커지며, 이에 따른 정치적비용인 세무조사, 규제, 평판리스크 등을 최소화하기 위해 기업은 세무전략을 보수적으로 운용할 유인을 갖게 된다.

이에 따라 다음과 같이 가설1을 수립하였다.

연구가설1: 투자부동산 보유 수준이 높을수록 기업의 세금 부담 수준은 증가할 것이다.

기업가치는 기업의 성장 전망, 수익성, 리스크 등을 종합적으로 반영하는 중요한 지표로, 기업이 보유한 자원의 효율적 활용과 미래 현금흐름의 기대치를 반영한다. 특히 비핵심자산인 투자부동산은 경영 효율성과 기업가치에 복합적인 영향을 미칠 수 있다(김

동욱&김병곤, 2015; 강원철, 2016; 강원철&고성수, 2017). 과도한 투자부동산 보유는 자원의 비효율적 배분과 관리 비용을 증가시키며, 주주의 이익과 상반되는 결과를 초래하여 기업가치에 부정적 영향을 미칠 가능성이 크다

한편, 기업의 조세전략과 세금부담 수준은 기업가치 형성에 중요한 역할을 수행한다. 현금유효세율(CETR)은 조세 집행 및 절세 활동에 관한 정보를 제공하는 동시에, 경영자의 대리인 문제와 정치적 비용의 지표로 활용된다(Jensen, 1986; Hanlon and Heitzman, 2010). 높은 세금 납부 수준은 기업의 사회적 책임 이행 신호로 작용하고, 투자부동산 보유로 인한 부정적 영향이나 정치적·사회적 압박을 완화하는 기능을 할 수 있다.

따라서 본 연구는 기업의 투자부동산 보유가 기업가치에 미치는 직접적 영향과 함께 간접적 매개경로의 역할을 함께 고려한다. 간접경로는 투자부동산이 실효세율을 통해 기업가치에 영향을 미치는 효과를 의미한다. 이러한 효과는 경영자가 비핵심 자산을 효율적으로 관리하거나, 투자부동산 보유에 따른 가치 훼손을 완화하는 중요한 매커니즘이 될 수 있다. 이에 따라 본 연구는 다음과 같이 연구가설을 제시한다.

연구가설2: 투자부동산 보유로 인한 세금부담 증가는 투자부동산과 기업가치 간의 부정적 관계를 완화 할 것이다.

III. 연구 설계

3.1 변수의 측정

조세회피에 관한 선행연구에서 그에 대한 정의와 측정치는 연구자마다 각기 다르다. 본 연구는 Dyreng et al.(2008)에 따라 명시적 세금의 감소를 가져오는 모든 행위를 조세회피를 정의하고 이에 따라 조세회피 측정치를 개별기업의 현금유효세율(CASH ETR)을 사용한다.¹⁾ 본 연구에서 조세회피 측정치로 ETR을 선택한 이유는 다음과 같다. 첫째, 본 연구의 관심은 기업이 실제로 부담하는 세 부담 수준에 있다. 세무이익과 회계이익 차이(BTD)는 조세회피뿐만 아니라 이익조정 효과까지 포함할 수 있어(Phillips et al., 2001) 해석에 혼선이 있을 수 있다. 둘째, 투자부동산의 업무무관자산 취급으로 인한 손금불산입 효과는 직접적으로 실효세율 상승으로 나타나므로, ETR이 이러한 효과를 포착하기에 더 적합한 측정치라고 판단하였다.

현금유효세율은 기업의 법인세납부액을 세전이익으로 나누어 계산하며 기업의 실제 법인세 납부액은 데이터베이스에서 제공되지 않기 때문에 법인세납부액을 추정하여 현금유효세율(CASH ETR)을 계산하였다.²⁾

다만 현금유효세율을 통해 조세회피를 추정함에 있어서 측정상의 이슈가 제기될 수 있어 그러한 발생 가능한 이슈를 다음과 같이 처리하였다. 첫째, 법인

1) 불확실한 절세효과(Uncertain Tax Benefit)와 조세피난처(tax shelter)를 통해 조세회피를 측정하는 방법은 광의의 조세회피 개념을 선택하고 있으며 한국에서는 정보 공시가 이루어지지 않기 때문에 사용하기 어렵다(최규담 외, 2015). 또한 BTD(Book-Tax Difference)를 이용한 조세회피 추정은 총발생액으로 제거되지 않은 이익조정효과와 기업회계와 세법과의 차이를 구분하기 어려워 측정오차에 대한 문제점이 있어(강정연과 고종권, 2014) 본 연구에서는 현금유효세율을 이용한 조세회피 측정방법을 사용한다.

2) 법인세 납부액은 다음과 같이 추정한다. 법인세납부액=손익계산서상 법인세비용+(당기이연법인세자산-전기이연법인세자산)-(당기이연법인세부채-전기이연법인세부채)

세비용이 음(-) 또는 '0' 인 경우는 법인세 환급으로 추정될 수 있으며 조세회피 동기가 낮아 연구 결과 해석에 있어 왜곡의 여지가 있어 표본에서 제외하였다. 둘째, 법인세비용에 비해 분모인 세전이이익이 매우 작은 값일 경우 유효법인세율이 매우 큰 값을 가지게 되는 경우가 있다. 이에 법인세차감전순이익이 1억 이하인 기업-연도 표본을 제외하였으며 그럼에도 유효법인세율이 비정상적인 경우는 선행연구에 따라 음(-)의 값일 때는 0으로, 1이상의 값일 때는 1로 조정(winsorizing)하였다(Gupta and Newberry, 1997).

3.2 연구 모형

본 연구의 목적은 기업의 투자부동산 보유가 세무 위험과 조세회피 수준에 영향을 미치는지를 검증하는 것이다. 이를 위해서 다음의 식(1)의 연구모형을 통해 검증한다.

$$CETR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INVP_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 INTAN_{i,t} + \beta_6 INVEN_{i,t} + \beta_7 PPE_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 Fore_{i,t} + \beta_{10} Own_{i,t} + \beta_{11} SMS_{i,t} + \beta_{12} GRW_{i,t} + \beta_{13} KOSPI_{i,t} + YD + ID + \varepsilon_{i,t} \quad \text{식(1)}$$

- CETR : 현금유효세율
 INVP : 투자부동산 보유 여부 또는 투자부동산 보유 수준 (= 투자부동산/기초총자산)
 SIZE : 총자산의 자연로그 값
 LEV : 부채비율 (= 총부채/총자산)
 ROA : 총자산이익률 (= 당기순이익/기초총자산)
 INTAN : 무형자산/기초총자산
 INVEN : 재고자산/기초총자산
 PPE : (유형자산-토지-건설중인자산)/기초총자산
 CFO : 영업활동현금흐름비율 (= 영업활동현금흐름/기초총자산)

- Fore : 외국인지분율
 Own : 최대주주지분율
 SMS : 중소기업여부
 GRW : 매출액성장률
 KOSPI : 코스피 상장기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수
 YD : 연도더미
 ID : 산업더미

식(1)의 종속변수는 조세전략에 관련된 변수로서 조세회피정도를 나타낸다. 종속변수인 현금유효세율(CETR)이 큰 값일수록 조세회피 수준이 낮다고 해석한다. 식(1)에 포함된 주요 설명변수 INVP는 투자부동산 보유 여부 또는 투자부동산 보유 비중을 이용한다. 투자부동산 보유 여부는 투자부동산을 보유하면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수를 의미하고 투자부동산 보유 비중은 기초총자산 대비 투자부동산 보유 비율을 사용한다.

위 모형에서 사용한 통제변수는 다음과 같다. 기업 규모(SIZE)는 기업 규모를 통제하기 위해 모형에 포함하였다. Porcano(1986)는 기업 규모가 클수록 정칙적 비용을 더 많이 부담하므로 조세회피를 덜 할 것으로 예상하였다. 규모가 큰 기업일수록 세금 전략에 대한 경험이 풍부하고, 세금 관련 이슈에 대한 전담 인력이 존재할 가능성이 크며, 효과적인 세무 계획 수립과 운용이 가능하다고 보았다(김진희&정재욱, 2006).

부채비율(LEV)은 재무구조 관련 통제변수로 사용하였다. 부채비율이 높을수록 자본 조달 시장에서 이자 비용의 증가를 가져올 수 있으며, 높은 이자 비용은 감세 효과를 가져온다. 권순창 외(2009)는 부채비율이 클수록 조세회피 수준 또한 높게 나타난다고 보고하였다. 한편 김진희&정재욱(2006)은 부채가 많은 기업은 이미 이자 비용의 감세 효과를 누리고 있기 때문에 추가적인 조세회피를 하지 않는 경향이 있

다고 보고하였다. 이에 부채비율을 모형에 고려하였다.

고운성 외(2007)는 자산수익률(ROA)이 수익성이 높은 기업일수록 많은 이익에서 발생하는 세금 부담을 줄이기 위해 적극적으로 조세회피 활동에 참여하는 경향이 있다고 보고하였다. 따라서 총자산이익률(ROA)을 통제변수로 포함하였다.

Gupta and Newberry(1997)은 성장 잠재력이 높고 연구개발에 대한 투자를 많이 하는 기업일수록 세제 혜택을 누리는 기회가 많고, 그에 따라 세금 부담이 적을 것으로 예상하였다. 또한 재고자산은 유형자산에 대한 투자와 대체 관계가 있으며, 많은 재고를 가지고 있는 업종에서 조세회피 수준이 더 낮다고 보고하였다. 이에 총자산 대비 무형자산 비중(INTAN)과 재고자산 비중(INVEN)을 포함하여 모형을 설계하였다.

자산 투자와 관련한 통제변수로 감가상각 대상 자산(PPE)을 고려하였다. 감가상각 대상 자산의 비중이 높을수록 다양한 수단을 이용해 조세 부담을 낮출 수 있기 때문에 조세회피 수준을 추정할 때 중요하게 기능한다.

영업활동으로 인한 현금흐름은 조세회피에 직접적인 영향을 미친다. 영업활동 현금흐름이 건전한 기업은 과세 대상이 되는 충분한 현금을 보유하고 있기 때문에 조세회피 활동에 적극적으로 참여할 것으로 예상된다(박종국&홍영은, 2009).

소유구조 관련 통제변수로는 외국인지분율(Fore)과 최대주주지분율(Own)을 사용하였다. 최보람(2013)에 따르면 외국인 투자자의 지분율이 높은 기업은 효과적인 감시가 이루어지기 때문에 적극적인 조세회피 활동을 하지 않는 경향이 있다고 보았다. 즉, 외국인 주주의 높은 소유는 경영자의 조세회피 행위를 억제하는 역할을 한다는 의미이다. 고성삼과 박상섭(2012)에 따르면 경영진과 임원이 소유한 기업은 주로 세후

소득을 배당금으로 사용하기 때문에 조세회피와 긍정적(+) 관련성을 보인다. 반면 홍영은 외(2009)는 경영진의 소유 지분이 높은 기업일수록 조세회피 활동이 적극적이지 않다고 주장하였다. 강정연&고종권(2014)는 조세회피와 경영진 소유 간의 관계가 비선형적 특성을 띠어 명확한 결론을 내리기 어렵다고 지적하였다.

박성욱 외(2015)은 경쟁기업 대비 매출 성장률이 높은 기업 경영자가 더 공격적인 조세 계획을 수립하는 경향을 실증적으로 확인하였다. 이에 따라 매출액 성장률(GRW)을 모형에 통제변수로 고려하였다.

또한 상장시장 유형에 따른 변수(KOSPI)를 모형에 포함하였다. 코스닥 상장기업은 코스피 상장기업에 비해 규모가 작고 지배구조가 취약한 경향이 있으며, 외부 자금 조달이 상대적으로 어려울 수 있다(박종일&전규완, 2003). 마지막으로 연도 및 산업별 특성을 통제하기 위해 산업과 연도 더미를 추가하였다.

본 연구의 두 번째 가설은 투자부동산 보유가 조세회피에 대한 시장의 평가가 달라지는지를 검증하는 것이다. 이를 위해 다음 식(2)의 연구모형을 통해 검증한다.

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CERT_{i,t} + \beta_2 INVP5_{i,t} + \beta_3 INVP5 \times CETR_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 RD_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 Fore_{i,t} + \beta_{10} Own_{i,t} + \beta_{11} GRW_{i,t} + \beta_{12} KOSPI_{i,t} + YD + ID + \varepsilon_{i,t} \quad \text{식(2)}$$

TQ : (자기자본의 시장가치+부채의 장부가액)/총 자산의 장부가치

CETR : 현금유효세율(=법인세납부액/세전이익)

INVP5 : 투자부동산 보유 수준의 연도별 산업별 5분위수

SIZE : 총자산의 자연로그 값

ROA : 총자산이익률(= 당기순이익/기초총자산)
 LEV : 부채비율(= 총부채/총자산)
 RD : 연구개발비비중(= 연구개발비/매출액)
 CFO : 영업활동현금흐름비율(= 영업활동현금흐름/기초총자산)
 Fore : 외국인지분율
 Own : 최대주주지분율
 GRW : 매출액성장률
 KOSPI : 코스피 상장기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수
 YD : 연도더미
 ID : 산업더미

식(2)의 종속변수는 자기자본과 부채의 시장가치를 총자산의 장부금액으로 나눈 값으로, 기업가치를 측정하는 대표적인 대용치이다. 주요 설명변수는 현금유효세율, 투자부동산 보유 수준 및 두 변수의 상호작용항이다. 다만, 두 연속변수를 상호작용 변수로 사용할 경우 각 변수의 평균이나 분산이 상호작용항의 값에 크게 영향을 미치며, 상호작용항의 안정성이 떨어지고 직관적이지 않아 해석이 어려워지므로 투자부동산 보유 수준은 연도별·산업별 5분위 수(INVP5)를 이용한다. 식(2)에서 주요 관심변수는 CETR×INVP5로, 시장이 투자부동산을 보유한 기업이 더 많은 세금을 내는 것을 우호적으로 평가하고 있다면 이 변수는 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

나머지 설명변수들은 과거 선행연구에서 기업가치에 영향을 미친다고 알려진 것으로, 기업의 수익성, 규모, 부채비율, 자본집약도, 기술집약도 및 지배구조 등 기업가치에 영향을 미치는 다양한 변수를 고려하였다. 기업성과를 통제하기 위하여 수익성(ROA)과 영업활동 현금흐름(CFO)을 통제하였다. 기업규모(SIZE)와 유형자산 비중(PPE)은 자산 보유 비중과 관련된 변수로 포함하였다. 기업의 성장성은 매출액

증가율(GRW)을 통해 통제하였으며, 기업의 미래 경제적 효익에 중요한 영향을 미치는 연구개발 투자 집중도(RD)를 고려하였다. 자본조달과 관련하여 레버리지 효과(LEV)를 포함하였고, 기업 지배구조에 영향을 미치는 변수인 최대주주 지분(Own) 및 외국인 주주 지분(Fore)을 모형에 포함하였다.

3.3 표본 선정

본 연구에 사용된 표본은 2011년부터 2024년까지의 기간에 한국증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 표본을 선정하였다. 표본의 동질성을 확보하기 위해 12월 결산법인이 아닌 기업과 금융업에 속하는 기업을 제외하였다. 또한 조세회피 측정에 있어 측정상의 이슈가 있을 수 있는 법인세 환급 추정 표본 및 법인세차감전순이익이 1억 원 이하의 표본을 제외하였으며 정상적인 경영활동을 했다고 보기 어려운 자본잠식 기업 또한 표본에서 제외하였다. 연구와 관련된 자료는 TS-2000 및 KIS-VALUE에서 수집하였으며 극단치가 연구의 결과에 미치는 영향을 제거하기 위해 각 변수들을 대상으로 상 하위 1% 이내에 해당하는 값을 상 하위 1% 값으로 조정하였다. 그 결과 실증분석에 이용된 표본 수는 총 14,004개이다. 표본선정과정은 <Table 1>에 제시한다.

본 연구의 산업분류는 통계청의 한국표준산업분류(KSIC)에 따른 중분류를 기준으로 하고 있으며, 대표적인 업종의 연도별 분포를 <Table 2>에서 요약하였다. 연도별 분포부터 살펴보면 2011년 860개부터 2024년 1,146개까지 표본이 조금씩 증가하고 있으나 비교적 고른 분포를 보이고 있다. 업종별 분포를 살펴보면 제조업이 1,1400개의 표본으로 전체의 약 69%를 차지하고 있으며 그 뒤로는 서비스업과 건설업 그리고 도소매업이 있다.

〈표 1〉 표본선정과정

표본선정기준	표본수(기업-연도)
2011년부터 2021년까지 12월 결산법인 중 금융업이 아닌 상장기업	48,790
시세자료가 없는 표본 제외	(24,441)
본 연구에 필요한 재무자료 수집이 불가능한 표본 제외	(309)
자본잠식, 법인세 환급 추정, 법인세차감전순이익 1억 이하 표본 제외	(10,036)
최종표본	14,004

〈표 2〉 연도별·업종별 분포

산업분류	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
제조업	591	585	617	624	667	694	672
건설업	25	26	20	26	29	27	33
도소매업	0	2	1	2	1	2	3
서비스업	242	242	235	235	262	275	259
기타	2	3	1	2	2	3	3
합계	860	858	874	889	961	1001	970
산업분류	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
제조업	706	723	666	813	814	757	788
건설업	37	38	38	32	37	34	34
도소매업	3	2	3	4	4	4	4
서비스업	279	260	268	328	287	299	317
기타	1	2	1	2	2	1	3
합계	1026	1025	976	1179	1144	1095	1146

IV. 실증분석결과

4.1 기술통계량 및 상관관계분석

〈Table 3〉은 본 연구에서 사용한 변수들의 기술 통계량이다. Panel A는 전체 표본을 대상으로 기술 통계량을 제시하였다. 기초통계량을 살펴본 결과, 전체 표본에서 현금유효법인세율(CETR)은 평균 0.228, 중위수는 0.202로 평균적으로 표본기업은 세전이익

대비 평균 약 23%의 법인세를 납부하는 것으로 나타났다. 본 연구의 관심변수인 투자부동산 보유 정도(INVP)는 평균이 약3.62%, 중위수가 0.26%로 나타나 우측에 상당히 치우친 분포라고 예상할 수 있다. 이에 투자부동산 보유 수준에 따른 기초통계량을 Panel B와 Panel C에서 살펴본다. Panel B는 투자부동산을 보유한 기업-연도 표본의 기초통계량이며 Panel C는 투자부동산을 보유하지 않은 기업-연도 표본의 기초통계량을 나타낸다.

투자부동산 보유 여부로 나눈 각 하위 표본에서

〈표 3〉 기술통계량

Panel A 전체표본

Variable	Obs	Mean	Min	Max	Std. Dev.	p25	p50	p75
CETR	14004	0.2281	0.0000	1.0000	0.0017	0.1069	0.2023	0.2774
TQ	14004	1.3713	0.1944	43.8032	0.0103	0.8045	1.0489	1.5372
INVP	14004	0.0362	0.0000	1.1063	0.0007	0.0000	0.0026	0.0372
SIZE	14004	19.4065	15.2949	26.1599	0.0114	18.4637	19.1684	20.0404
ROA	14004	0.0696	-0.2936	2.8684	0.0008	0.0239	0.0484	0.0872
LEV	14004	0.3374	0.0005	0.9487	0.0016	0.1819	0.3248	0.4751
INTAN	14004	0.0183	0.0000	0.7636	0.0003	0.0035	0.0084	0.0190
INVEN	14004	0.1065	0.0000	1.4287	0.0009	0.0249	0.0840	0.1553
PPE	14004	0.1561	0.0000	1.9698	0.0012	0.0542	0.1236	0.2226
CFO	14004	0.0736	-0.7696	3.4234	0.0009	0.0232	0.0632	0.1125
Fore	14004	0.0168	0.0000	0.6574	0.0005	0.0000	0.0000	0.0000
Own	14004	0.0315	0.0000	0.7930	0.0009	0.0000	0.0000	0.0000
SMS	14004	0.3252	0.0000	1.0000	0.0040	0.0000	0.0000	1.0000
GRW	14004	0.1540	-0.9989	214.4980	0.0166	-0.0358	0.0555	0.1806
RD	14004	0.0175	-0.0044	0.9012	0.0003	0.0000	0.0017	0.0197
KOSPI	14004	0.4410	0.0000	1.0000	0.0042	0.0000	0.0000	1.0000

Panel B 투자부동산을 보유한 기업-연도 표본

Variable	Obs	Mean	Min	Max	Std. Dev.	p25	p50	p75
CETR	7674	0.2429	0.0000	1.0000	0.0024	0.1205	0.2134	0.2958
TQ	7674	1.2308	0.2132	19.6405	0.0107	0.7629	0.9762	1.3646
INVP	7674	0.0661	0.0000	1.1063	0.0011	0.0099	0.0315	0.0854
SIZE	7674	19.7020	16.3244	25.6611	0.0159	18.6811	19.4768	20.4148
ROA	7674	0.0620	-0.2936	2.1999	0.0010	0.0211	0.0430	0.0778
LEV	7674	0.3431	0.0006	0.9487	0.0021	0.1852	0.3369	0.4821
INTAN	7674	0.0155	0.0000	0.6448	0.0003	0.0032	0.0079	0.0165
INVEN	7674	0.1025	0.0000	1.4287	0.0012	0.0257	0.0820	0.1481
PPE	7674	0.1415	0.0000	1.7778	0.0014	0.0515	0.1131	0.2022
CFO	7674	0.0638	-0.7696	0.9135	0.0009	0.0205	0.0567	0.1006
Fore	7674	0.0163	0.0000	0.5546	0.0006	0.0000	0.0000	0.0000
Own	7674	0.0285	0.0000	0.7930	0.0011	0.0000	0.0000	0.0000
SMS	7674	0.2583	0.0000	1.0000	0.0050	0.0000	0.0000	1.0000
GRW	7674	0.1482	-0.9989	214.4980	0.0290	-0.0363	0.0497	0.1606
RD	7674	0.0147	-0.0044	0.4524	0.0004	0.0000	0.0007	0.0140
KOSPI	7674	0.5224	0.0000	1.0000	0.0057	0.0000	1.0000	1.0000

〈표 3〉 기술통계량 (계속)

Panel C 투자부동산을 보유하지 않은 기업-연도 표본

Variable	Obs	Mean	Min	Max	Std. Dev.	p25	p50	p75
CETR	6330	0.2101	0.0000	1.0000	0.0024	0.0931	0.1890	0.2561
TQ	6330	1.5416	0.1944	43.8032	0.0184	0.8599	1.1503	1.7482
SIZE	6330	19.0483	15.2949	26.1599	0.0150	18.2617	18.8620	19.6131
ROA	6330	0.0790	-0.1873	2.8684	0.0013	0.0279	0.0565	0.0985
LEV	6330	0.3305	0.0005	0.9263	0.0023	0.1788	0.3125	0.4642
INTAN	6330	0.0217	0.0000	0.7636	0.0005	0.0037	0.0092	0.0226
INVEN	6330	0.1113	0.0000	0.8266	0.0014	0.0238	0.0864	0.1653
PPE	6330	0.1738	0.0000	1.9698	0.0020	0.0589	0.1386	0.2528
CFO	6330	0.0856	-0.6471	3.4234	0.0015	0.0272	0.0728	0.1285
Fore	6330	0.0174	0.0000	0.6574	0.0007	0.0000	0.0000	0.0000
Own	6330	0.0351	0.0000	0.7514	0.0014	0.0000	0.0000	0.0001
SMS	6330	0.4063	0.0000	1.0000	0.0062	0.0000	0.0000	1.0000
GRW	6330	0.1611	-0.9969	44.7139	0.0107	-0.0353	0.0633	0.2029
RD	6330	0.0210	-0.0018	0.9012	0.0005	0.0000	0.0036	0.0264
KOSPI	6330	0.3423	0.0000	1.0000	0.0060	0.0000	0.0000	1.0000

주) CETR= 법인세납부액/세전이익; TQ=(기말시가총액+부채장부가액)/자산장부가액; INVP=투자부동산/기초총자산;
 SIZE=ln(기초총자산); ROA=당기순이익/기초총자산; LEV=총부채/총자산; INTAN=무형자산/기초총자산;
 INVEN=재고자산/기초총자산; PPE=(유형자산-토지-건설중인자산)/기초총자산; CFO=영업활동현금흐름/기초총자산;
 Fore= 외국인지분율; Own= 최대주주지분율; SMS= 중소기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수; GRW= 전기 대비
 매출액성장률; RD=연구개발비/매출액; KOSPI= 코스피 상장기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

현금유효법인세율(CETR)을 살펴보면, 투자부동산이 있는 표본에서는 평균 0.243, 중위수가 0.213으로 나타난 반면, 투자부동산이 없는 표본에서 현금유효법인세율은 평균 0.210, 중위수가 0.189로 각 하위 표본별로 현금유효법인세율이 현저한 차이를 나타내는 것을 볼 수 있다. 이는 투자부동산을 보유한 기업-연도 표본이 평균적으로 법인세 납부를 더 많이 하고 있음을 시사한다.

전체 표본에서 기업규모는 총자산의 자연로그 값으로 전체 표본의 평균이 약 19.41, 중위값이 19.17로 나타나 기업규모에 따른 분포가 한쪽으로 치우치지 않는다고 볼 수 있다. 또한 각 하위표본을 살펴보면, 투자부동산이 있는 표본의 기업규모 평균값이 19.70

(중위값 19.48), 투자부동산이 없는 표본의 기업규모 평균이 19.05(중위값 18.86)를 나타내어 투자부동산 보유 여부에 따른 평균 기업규모가 크게 차이 나지 않음을 알 수 있다.

기업성과(ROA)의 통계량을 살펴보면 투자부동산이 있는 표본에서 평균이 0.062(중위수 0.043) 인데 반해, 투자부동산이 없는 표본에서의 기업성과(ROA) 평균이 0.079(중위수 0.056)로 나타나 투자부동산이 없는 표본에서의 기업성과가 다소 높은 편으로 예상할 수 있다. 영업현금흐름(CFO)의 통계량도 마찬가지로 투자부동산이 있는 표본에서 평균이 0.064(중위수 0.057) 인데 반해, 투자부동산이 없는 표본에서의 영업현금흐름(CFO) 평균은 0.086(중위수

0.073)으로 나타나 투자부동산이 없는 표본에서의 영업현금흐름이 전반적으로 더 높다고 추정 할 수 있다.

부채비율의 경우에는 전체 표본의 평균이 0.337(중위수 0.325)이고 투자부동산이 있는 표본의 부채비율은 평균 0.343(중위수 0.337), 투자부동산이 없는 표본의 부채비율은 평균 0.331(중위수 0.313)로 나타나 투자부동산 보유 여부에 따라 부채비율의 차이가 크지 않음을 알 수 있다. 상장시장 더미(KOSPI)를 살펴보면 투자부동산이 있는 경우 평균 0.522, 투자부동산이 없는 경우 0.342의 값을 보여 투자부동산을 보유한 표본이 코스피 시장에 상장되어 있을 확률이 높다는 것을 나타낸다.

〈Table 4〉는 각 변수별 상관관계 분석을 나타낸 것이다. 먼저 현금유효법인세율(CETR)과 투자부동산 보유 비율(INVP)는 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내었다. 또한 기업가치의 대용치(TQ)와 현금유효법인세율(CETR)의 상관관계 계수 및 기업가치(TQ)와 투자부동산 보유 비율(INVP)는 각각 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 그러나 상관관계 분석으로는 본 연구 가설의 검증이 어려우므로 각 요인변수의 영향을 고려한 다중회귀분석을 수행할 필요가 있다.

4.2 회귀분석결과

〈Table 5〉는 본 연구의 첫 번째 가설인 투자부동산 보유 비율이 조세회피 수준에 미치는 영향을 검증하기 위한 식(1)의 다중선형회귀분석 결과이다. 조세회피 정도를 측정하는 현금유효세율(CETR)을 종속변수로 하여, 투자부동산 보유비중(INVP)과 기업특성을 독립변수로 설정한 회귀분석 결과를 제시하고

있다. 연구모형에는 선행연구에서 알려진 다양한 변수를 고려하였고 산업효과와 연도효과를 통제하기 위하여 연도 및 산업 더미변수를 모형에 포함하였다.

식(1)에 따른 실증분석 결과 투자부동산 보유 여부(INVPD)의 계수 값은 0.015(t-value 4.39)로 나타났다으며, 투자부동산 보유 비율(INVP)의 경우 0.056(t-value 2.58)으로 각각 통계적으로 약 1%수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였다.³⁾ 이는 투자부동산 보유 비율이 높을수록 세금납부를 더 많이 하고 있다고 해석할 수 있다. 즉, 투자부동산 보유가 확대된 기업은 조세회피 수준이 낮아지는 것으로 해석될 수 있다.

통제변수의 결과를 살펴보면, 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 재고자산비중(INVEN), 영업활동 현금흐름(CFO)은 모두 현금유효세율(CETR)에 유의한 양(+)의 영향을 미쳐, 규모가 크고 부채비율 및 재고자산 비중이 높으며 현금흐름이 풍부한 기업일수록 조세회피 수준이 낮아지는 경향을 보였다. 반대로, 수익성(ROA), 무형자산비중(INTAN), 유형자산비중(PPE), 중소기업 더미(SMS)는 통계적으로 유의한 음(-)의 계수를 보였다. 특히 수익성과 유형자산비중은 현금유효세율(CETR)을 유의하게 낮추는 요인으로 나타나, 이들 기업일수록 조세회피 수준이 높은 것으로 해석된다.

외국인지분율(Fore), 최대주주지분율(Own), 매출액 성장률(GRW)은 유의한 영향을 나타내지 않았으나, KOSPI 상장 여부(KOSPI)는 유의한 음(-)의 계수를 보여, 코스피 상장기업이 비상장기업이나 코스닥 기업에 비해 다소 높은 수준의 조세회피를 할 가능성을 시사한다.

3) 종속변수인 현금유효세율의 시점을 t+1로 설정하여 추가분석을 실시한 결과에도 동일한 통계적으로 유의한 양(+)의 영향이 확인되어(coefficient = 0.071, t-statistic = 2.82, p < 0.01), 연구결과의 강건성을 확인하였다.

〈표 4〉 상관관계분석

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1)CETR	1															
(2)TQ	-0.05***	1														
(3)INVP	0.03***	-0.07***	1													
(4)SIZE	0.11***	-0.10***	-0.01***	1												
(5)ROA	-0.16***	0.24***	-0.04***	-0.07***	1											
(6)LEV	0.12***	-0.07***	0.00	0.23***	-0.18***	1										
(7)INTAN	-0.01	0.24***	-0.06***	-0.04***	0.08***	0.01	1									
(8)INVEN	0.00	0.00	-0.07***	-0.11***	0.09***	0.13***	-0.03***	1								
(9)PPE	-0.04***	0.01	-0.16***	0.08***	-0.01	0.23***	-0.03***	0.08***	1							
(10)CFO	-0.06***	0.20***	-0.08***	-0.04***	0.49***	-0.11***	0.10***	-0.06***	0.16***	1						
(11)Fore	0.00	0.09***	-0.01*	0.08***	0.06***	-0.06***	0.04***	-0.04***	0.00	0.08***	1					
(12)Own	-0.01	-0.01	-0.01	-0.06***	0.01*	-0.01*	-0.01	0.02**	0.00	0.02**	0.24***	1				
(13)SMS	-0.16***	0.14***	0.00	-0.56***	0.14***	-0.19***	0.08***	0.08***	-0.02**	0.07***	-0.04***	0.04***	1			
(14)GRW	-0.02**	0.04**	0.00	0.00	0.08***	0.01	0.07***	0.02**	0.00	0.06***	0.01	-0.01	0.01	1		
(15)RD	-0.09***	0.27***	-0.05***	-0.10***	0.09***	-0.16***	0.16***	-0.01	-0.02*	0.08***	0.07***	-0.02*	0.18***	0.00	1	
(16)KOSPI	0.09***	-0.13***	0.02**	0.56***	-0.13***	0.15***	-0.10***	-0.03***	0.04***	-0.10***	0.01	-0.06***	-0.48***	-0.01	-0.17***	1

주1) 변수의 정의는 〈Table 3〉의 각주와 동일함

주2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적 유의함을 나타냄

〈표 5〉 연구가설 1 분석결과

Variable	연구가설1 검증			
	투자부동산 보유 여부		투자부동산 보유 수준	
	계수 값	t-value	계수 값	t-value
Intercept	0.026	(0.31)	0.011	(0.13)
INVP	0.015***	(4.39)	0.056***	(2.58)
SIZE	0.009***	(5.50)	0.011***	(6.34)
ROA	-0.312***	(-15.38)	-0.314***	(-15.52)
LEV	0.076***	(7.50)	0.075***	(7.37)
INTAN	-0.109**	(-2.03)	-0.112**	(-2.09)
INVEN	0.062***	(3.36)	0.063***	(3.39)
PPE	-0.130***	(-9.31)	-0.132***	(-9.44)
CFO	0.086***	(4.51)	0.085***	(4.45)
Fore	-0.013	(-0.40)	-0.013	(-0.41)
Own	0.001	(0.06)	0.001	(0.04)
SMS	-0.043***	(-9.69)	-0.043***	(-9.70)
GRW	-0.000	(-0.60)	-0.000	(-0.57)
KOSPI	-0.008*	(-1.90)	-0.008*	(-1.87)
Industry Year dummy	Included		Included	
Num. of Obs.	14,004		14,004	
Adjusted R ²	8.6%		8.6%	

주1) 변수의 정의는 〈Table 3〉의 각주와 동일함

주2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적 유의함을 나타냄

본 연구의 두 번째 가설은 조세회피수준이 투자부동산 보유가 기업가치에 미치는 영향에 어떠한 영향을 미치는지에 관한 것이다. 두 번째 가설의 실증분석 결과는 〈Table 6〉에 보고하였다.

〈Table 6〉의 첫 번째 열에서는 조세회피수준과 투자부동산의 상호작용항(CETR×INVP5)을 제외한 기본모형의 분석결과를 제시하였으며, 두 번째 열에서는 해당 상호작용항을 포함하여 기업가치에 추가적인 설명력을 가지는지 살펴보았다. 분석결과, 투자부동산 보유 수준(INVP)은 기업가치에 대해 일관되게 1%수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 효과

를 보였다. 이는 기업이 투자부동산을 많이 보유할수록 토빈Q로 측정된 기업가치가 감소함을 의미한다. 즉, 비핵심적 자산인 투자부동산의 축적에 대해 시장은 본업과 관련된 자원 배분을 저해하거나 비효율적 자원활용으로 인식할 수 있음을 시사한다.

반면, 현금유효세율(CETR) 자체 계수는 두 모형 모두에서 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 단독으로는 조세회피 정도가 기업가치에 직접적인 영향을 미치지 않음을 의미한다. 그러나 주목할 점은 현금유효세율과 투자부동산 보유 수준의 상호작용항(CETR×INVP5)이 유의한 양(+)의 효과를 나타냈다는 것이

〈표 6〉 연구가설 2 분석결과

Variable	기본모형		연구가설2 검증	
	계수 값	t-value	계수 값	t-value
Intercept	1.072**	(2.28)	1.072**	(2.28)
CETR	0.006	(0.13)	-0.034	(-0.66)
INVP5	-0.838***	(-6.91)	-1.091***	(-6.23)
CETR × INVP5				
SIZE	-0.041***	(-4.69)	-0.041***	(-4.66)
ROA	1.885***	(16.65)	1.889***	(16.68)
LEV	0.326***	(5.94)	0.324***	(5.91)
RD	5.937***	(20.61)	5.926***	(20.57)
CFO	0.815***	(7.77)	0.810***	(7.72)
Fore	1.296***	(7.29)	1.299***	(7.31)
Own	-0.310***	(-3.40)	-0.314***	(-3.45)
GRW	0.010**	(2.25)	0.010**	(2.26)
KOSPI	-0.072***	(-3.00)	-0.072***	(-2.98)
Industry Year dummy	Included		Included	
Num. of Obs.	14,004		14,004	
Adjusted R ²	22.3%		22.4%	

주1) INVP5: 투자부동산 보유 수준의 연도별 산업별 5분위수; 기타 변수의 정의는 〈Table 3〉의 각주와 동일함

주2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적 유의함을 나타냄

다. 이는 투자부동산 보유가 일반적으로 기업가치를 저해하지만, 세금부담이 큰 기업에서는 그 부정적 효과가 완화됨을 의미한다. 다시 말해, 현금유효세율이 높은 기업의 경우 투자부동산이 기업가치 감소에 미치는 영향이 상대적으로 작게 나타난다고 할 수 있다.

4.3 추가 분석

본 연구의 추가분석에서는 가설1과 가설2를 검증하기 위한 식(1)과 식(2)에서 산업과 연도의 고정효과를 더미변수로 고려하는 대신 개별기업 수준에서 클러스터 표준오차를 적용한 결과를 보고한다.

분석 결과는 〈Table 7〉에 요약하였다. 분석결과, 기업수준 클러스터 표준오차를 반영하였음에도 계수 추정치 및 통계적 유의성은 본 연구의 주요 결과와 유사하게 나타났다. 이는 본 연구의 주요 결과가 기업 내 잔차의 자기상관성 보정을 통해서도 크게 변하지 않음을 의미하며, 연구 결과의 강건성을 뒷받침한다.

강원철(2016)은 투자부동산과 주가의 관계가 상장기업과 중소기업 간 다른 양상을 보인다는 것을 실증하였다. 이에 따라 두 번째 추가분석에서는 표본을 중소기업 여부로 하위 그룹을 구성하여 가설1과 가설2를 검증하였다. 분석결과는 〈Table 8〉에 제시하였다.

〈표 7〉 추가분석1

Panel A 가설1 검증

Variable	연구가설1 검증			
	투자부동산 보유 여부		투자부동산 보유 수준	
	계수 값	t-value	계수 값	t-value
Intercept	0.128***	(3.04)	0.025	(0.59)
INVP	0.018***	(4.22)	0.004***	(3.14)
SIZE	0.007***	(3.10)	0.010***	(4.63)
ROA	-0.306***	(-8.48)	-0.312***	(-8.37)
LEV	0.081***	(5.84)	0.076***	(5.42)
INTAN	0.016	(0.22)	-0.108	(-1.37)
INVEN	0.029	(1.41)	0.063***	(2.82)
PPE	-0.120***	(-7.58)	-0.130***	(-8.46)
CFO	0.090***	(3.62)	0.085***	(3.41)
Fore	-0.005	(-0.19)	-0.014	(-0.49)
Own	0.006	(0.34)	0.001	(0.08)
SMS	-0.047***	(-9.04)	-0.043***	(-8.15)
GRW	-0.001	(-1.14)	-0.000	(-0.92)
KOSPI	-0.009*	(-1.69)	-0.008	(-1.52)
Industry Year dummy	Included		Included	
Num. of Obs.	14,004		14,004	
Adjusted R ²	7.3%		8.6%	

Panel B 가설2 검증

Variable	기본모형		연구가설2 검증	
	계수 값	t-value	계수 값	t-value
Intercept	1.712***	(6.26)	1.754***	(6.40)
CETR	0.089	(1.50)	-0.148	(-1.45)
INVP5	-0.054***	(-6.06)	-0.074***	(-6.02)
CETR × INVP5			0.088***	(2.91)
SIZE	-0.048***	(-3.18)	-0.048***	(-3.14)
ROA	2.078***	(7.02)	2.080***	(7.03)
LEV	0.185**	(2.10)	0.182**	(2.06)
RD	8.048***	(4.93)	8.024***	(4.93)
CFO	0.971***	(3.57)	0.968***	(3.56)
Fore	1.512***	(2.68)	1.514***	(2.68)
Own	-0.327***	(-2.72)	-0.328***	(-2.73)
GRW	0.013	(0.98)	0.013	(0.98)
KOSPI	-0.074*	(-1.87)	-0.075*	(-1.90)
Industry Year dummy	Included		Included	
Num. of Obs.	14,004		14,004	
Adjusted R ²	16.4%		16.5%	

주1) 변수의 정의는 〈Table 3〉과 〈Table 6〉의 각주와 동일함

주2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적 유의함을 나타냄

〈표 8〉 추가분석2

Panel A 가설1검증

Variable	중소기업인 표본		중소기업이 아닌 표본	
	계수 값	t-value	계수 값	t-value
Intercept	-0.316***	(-3.88)	0.093	(1.04)
INVPD	0.009*	(1.78)	0.016***	(3.57)
SIZE	0.031***	(6.91)	0.006***	(2.97)
ROA	-0.201***	(-7.17)	-0.430***	(-14.99)
LEV	0.027	(1.64)	0.083***	(6.46)
INTAN	-0.383***	(-5.36)	0.146*	(1.91)
INVEN	0.018	(0.69)	0.075***	(2.96)
PPE	-0.156***	(-6.94)	-0.108***	(-6.07)
CFO	0.076***	(3.03)	0.047*	(1.65)
Fore	-0.016	(-0.28)	-0.021	(-0.54)
Own	-0.003	(-0.12)	-0.000	(-0.02)
GRW	0.002	(0.55)	-0.001	(-1.07)
KOSPI	-0.012	(-1.38)	-0.004	(-0.76)
Industry Year dummy	Included		Included	
Num. of Obs.	4,554		9,450	
Adjusted R ²	7.1%		7.3%	

Panel B 가설2 검증

Variable	중소기업인 표본		중소기업이 아닌 표본	
	계수 값	t-value	계수 값	t-value
Intercept	3.043***	(4.56)	1.089***	(6.75)
CETR	-0.491**	(-2.17)	0.121	(1.33)
INVP5	-0.103***	(-5.57)	-0.048***	(-5.15)
CETR × INVP5	0.159**	(2.25)	0.027	(0.95)
SIZE	-0.111***	(-3.03)	-0.021**	(-2.53)
ROA	1.477***	(6.28)	2.278***	(17.69)
LEV	0.022	(0.16)	0.227***	(4.41)
RD	8.079***	(15.91)	6.962***	(22.24)
CFO	0.452**	(2.18)	1.302***	(10.87)
Fore	3.579***	(7.52)	0.939***	(5.57)
Own	-0.255	(-1.25)	-0.346***	(-3.67)
GRW	0.239***	(6.54)	0.007*	(1.68)
KOSPI	-0.232***	(-3.18)	-0.016	(-0.75)
Industry Year dummy	Included		Included	
Num. of Obs.	4,554		9,450	
Adjusted R ²	17.2%		14.9%	

주1) 변수의 정의는 〈Table 3〉과 〈Table 6〉의 각주와 동일함

주2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적 유의함을 나타냄

분석 결과, 중소기업 여부로 구분한 두 표본 모두 가설1을 지지하는 방향으로 나타났다. 즉, 중소기업인 표본과 중소기업이 아닌 표본 모두 투자부동산을 보유하고 있는 경우에 실질적인 세부담이 더 큰 것으로 나타났다. 그러나 가설2의 결과를 보면 중소기업인 표본에서 주로 본 연구의 결과를 실증적으로 지지하고 있다. 따라서 기업의 규모가 상대적으로 작은 중소기업에서 세부담이 투자부동산과 기업가치 간의 부정적인 관계를 완화하는 역할을 하는 것으로 해석된다. 반면 비중소기업에서는 이러한 효과를 뚜렷하게 확인하지 못하였으며 이를 통해 기업 규모에 따른 세금부담과 투자부동산 효과의 차이가 존재할 가능성을 시사한다.

마지막으로 투자부동산 보유 기업 표본만을 대상으로 추가 분석을 실시하였으나, 해당 하위 집단에서는 기대한 효과가 통계적으로 유의미하게 나타나지 않았다. 이는 투자부동산을 보유한 표본 내 세금부담 수준의 상대적 변동성이 적거나 기업 특성의 이질성 등 여러 요인에 기인할 수 있으며, 이러한 점은 본 연구의 한계로 인식된다. 해당 결과는 본 연구 전체 결론과 모순되지 않으며, 다만 후속 연구를 통해 보다 심층적인 분석이 요구된다.

V. 결론 및 시사점

본 연구는 국내 상장기업을 대상으로 투자부동산 보유와 기업의 조세회피 및 기업가치 간의 관계를 실증적으로 분석하였다.

첫째, 조세회피와 관련하여, 투자부동산 보유 수준은 현금유효세율(CETR)에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 투자부동산을 보유한

기업의 조세회피 정도가 감소하고 세부담이 상대적으로 증가하는 경향이 관찰되었다. 이는 투자부동산이 조세회피 수단으로 기능하기보다는 오히려 세금 납부를 확대시키는 자산 특성을 지니고 있음을 보여준다.

둘째, 기업가치와 관련하여, 투자부동산 보유는 기업가치에 부정적인 영향을 미쳤다. 즉, 투자부동산 보유가 확대될수록 기업가치는 하락하였다. 또한 세금부담이 큰 기업의 경우 투자부동산 보유가 기업가치에 미치는 부정적 영향이 완화됨을 실증하였다.

이론적 측면에서 본 연구는 기업의 비핵심자산 보유와 조세행태 간 관계를 규명함으로써 조세회피 연구의 범위를 확장하였다. 기존 연구들이 조세회피의 주요 결정요인으로 기업규모, 수익성, 재무구조, 지배구조 등을 주로 고려해온 것과 달리, 본 연구는 투자부동산이라는 특정 자산구성을 변수로 포함시켜 조세행태를 설명하였다. 그 결과, 투자부동산 보유가 기업가치에는 부정적 영향을 주는 반면, 조세회피와는 오히려 역(逆)관계를 가질 수 있음을 확인하였다. 이는 자산구성 요인이 기업의 재무정책과 조세전략을 결정짓는 중요한 요인임을 시사한다.

실무적·정책적 측면에서, 본 연구는 투자부동산에 대한 새로운 해석을 제시한다. 투자부동산 보유는 조세회피 수단이 아니라 오히려 세부담을 높이며, 동시에 기업가치에는 부정적으로 작용한다. 다만, 세금부담이 큰 기업에서는 이러한 부정적 효과가 완화되므로, 정책당국은 투자부동산 보유 자체를 일률적으로 규제하기보다는 기업의 재무구조와 자산운용 특성을 함께 고려할 필요가 있다.

다만 본 연구는 국내 상장기업 자료를 활용하였다는 점, 조세회피를 CETR로 한정해 측정하였다는 점, 그리고 외부 환경 요인을 충분히 반영하지 못했다는 점에서 한계가 존재한다. 향후 연구에서는 다양한 조세회피 지표를 보완하고, 제도 변화나 거시경제 환경

을 고려한 동태적 분석을 수행하며, 지배구조 요인 등 비재무적 변수를 통합함으로써 연구의 강건성을 제고할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 강원철 (2016). “중소기업 무형자산 및 기업부동산과 주가와의 가치관련성에 관한 연구,” **중소기업연구**, 제 38권 2호, pp.45-65.
- (Kang, W. C. (2016). “The Survey of Value Relevance between Intangible Asset, Corporate Real Estate Information and Stock Price of Medium and Small Firm,” *The Korean Association of Small Business Studies*, 38(2), pp.45-65.)
- 강원철, 고성수 (2016). “M&A 시장에서 기업부동산의 영향에 관한 연구,” **부동산연구**, 제26권2호, pp.23-38.
- (Kang, W. C. and Ko, S. S. (2016). “An Empirical Study on the impact of Corporate Real Estate in the M&A Market,” *Korea Real Estate Review*, 26(2), pp.23-38.)
- 강정연, 고종권 (2014). “기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향,” **회계학연구**, 제39권 1호, pp.147-183.
- (Kang, J. Y. and Ko, J. K. (2014). “Tax Avoidance, Firm Value and Corporate Governance”, *Korean Accounting Review*, 39(1), pp.147-183.)
- 고윤성, 김지홍, 최원욱 (2007). “조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구,” **세무학연구**, 제24권 4호, pp.9-40.
- (Ko, 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.)
- 권순창, 강영옥, 김창훈, 김정환 (2009). “조세회피와 기업특성에 관한 분석,” **국제회계연구**, 제26권, pp.189-210.
- (Kwon, S. C., Kang, Y. O. and Kim, J. H. (2009). “An Empirical Study on Relationship between Tax Avoidance and Enterprise Characters’ Variables,” *Korea International Accounting Review*, 26, pp.189-210.)
- 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.)
- 김동욱, 김병곤 (2015). “한국기업의 투자부동산 보유는 기업가치를 감소시키는가?,” **산업경제연구**, 제28권 6호, pp.2523-2542.
- (Kim, D. W. and Kim, B. G. (2015). “Corporate Investment Real Estate and Corporate Value – Evidence from Korean Listed Companies,” *Journal of Industrial Economics and Business*, 28(6), pp.2523-2542.)
- 김영철, 이윤경 (2023). “경영전략, 조세회피와 투자효율성,” **상업교육연구**, 제37권 2호, pp.167-191.
- (Kim, Y. C. and Lee, Y. K. (2023). “Business Strategy, Tax Avoidance and Investment Efficiency,” *Korean Journal of Business & Management*,

- 37(2), pp.167-191.)
- 김진태, 배수진 (2017). "투자부동산의 기업가치 관련성에 관한 연구: 자가사용부동산을 중심으로," **대한경영학회지**, 제30권 12호, pp.2173-2194.
- (Kim, J. T. and Pae, S. J. (2017). "A Study on the value Relevance of the Separate and the Consolidated Financial Statements: Focus on Comprehensive Income," *Korean Journal of Business Administration*, 30(12), pp. 2173-2194.)
- 김진희, 정재욱 (2006). "기업의 재무적 특성이 조세회피행위에 미치는 영향," **세무학연구**, 제23권 4호, pp. 97-123.
- (Kim, J. H. and Jeong, J. W. (2006). "The Effect of Corporate Financial Characteristics on Tax Avoidance," *Korean Journal of Taxation Research*, 23(4), pp.97-123.)
- 박상섭 (2012). "대체적 조세회피대용변수의 실증적 타당성 검토," **대한경영학회지**, 제25권 6호, pp.2601-2628.
- (Park, S. S. (2012). "Study on Empirical Feasibility of the Proxy of Tax Avoidance Variables," *Korean Journal of Business Administration*, 25(6), pp.2601-2628.)
- 박성욱, 나형중, 정희선 (2015). "기업의 성장률과 지배주주 지분을 변화에 따른 조세회피 수준 분석," **세무학연구**, 제32권 4호, pp.315-340.
- (Park, S. O., NA, H. J. and Chung, H. S. (2015). "Sales Growth, Largest Shareholders and Tax Avoidance," *Korean Journal of Taxation Research*, 32(4), pp.315-340.)
- 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, 김수인 (2020). "세무위험이 투자에 미치는 실제 효과," **경영학연구**, 제49권 3호, pp.559-598.
- (Park, J. I. and Kim, S. I. (2020). "Real Effect of Tax Risk on the Investment," *Korean Management Review*, 49(3), pp.559-598.)
- 박종일, 전규완 (2003). "거래소와 코스닥기업의 회계이익과 과세소득의 차이 및 기업지배구조 비교분석," **경영학연구**, 제32권 2호, pp.343-378.
- (Park, J. I. and Jeon, K. A. (2003). "A Comparison of Book-Tax income differences and Corporate Governance between KSE and KOSDAQ Firms," *Korean Management Review*, 32(2), pp.343-378.)
- 서란주 (2021). "제조기업 보유 자가사용부동산과 투자부동산의 관계," **재무와 회계정보저널**, 제21권 1호, pp.77-101.
- (Seo, R. J. (2021). "Relationship between Owner-occupied Property and Investment Property Owned by Manufacturing Companies," *Journal of Finance and Accounting Information*, 21(1), pp.77-101.)
- 신상익, 전홍민 (2016). "노동조합의 영향력이 조세회피성향에 미치는 영향-한국기업을 중심으로," **세무와 회계저널**, 제17권 2호, pp.9-34.
- (Shin, S. Y. and Chun, H. M. (2016). "Labor Union and Tax Avoidance: Evidence from Korea," *Journal of Taxation and Accounting*, 17(2), pp.9-34.)
- 정성환 (2012). "조세회피가 투자효율성에 미치는 영향," **세무학연구**, 제29권 4호, pp.9-44.
- (Jung, S. H. (2012). "The Effect of Corporate Tax Avoidance on Investment Efficiency," *Korean Journal of Taxation Research*, 29(4), pp. 9-44.)
- 이해영, 조명호 (2009). "기업의 소유 및 투자 부동산이 기업 가치에 미치는 영향," **기업경영연구**, 제16권 4호, pp.67-81.

- (Lee, H. Y. and Cho, M. H. (2009). "An Empirical Study on the Influence of the Possession and Investment Estate on the Value of Firm," *Korean Corporation Management Review*, 16(4), pp.67-81.)
- 최보람 (2013). "현금흐름을 이용한 현금유효세율의 특성," **국제회계연구**, 제49권, pp.507-530.
- (Choi, B. R. (2013). "The Character of CTR calculated by tax payment divided by cash flow for operation," *Korea International Accounting Review*, 49, pp.507-530.)
- 최보람, 이정미 (2014). "기업평판과 조세회피, 기업가치의 관계," **세무학연구**, 제31권 3호, pp.149-175.
- (Choi, B. R. and Lee J. M. (2014). "The Effect of Tax Avoidance on Corporate Reputation and Its Relation to Firm Value," *Korean Journal of Taxation Research*, 31(3), pp. 149-175.)
- 홍난희 (2024). "경영전략과 투자부동산 그리고 기업가치," **대한경영학회지**, 제37권 4호, pp.611-30.
- (Hong, N. H. (2024). "Investment Property, Business Strategy, and Firm Value," *Korean Journal of Business Administration*, 37(4), pp.611-630.)
- 홍영은, 박종국, 이계원 (2009). "경영자지분율에 따른 기업 조세전략의 차별적 특성," **세무학연구**, 제26권 4호, pp.125-147.
- (Hong, Y. E., Park, J. K. and Lee, K. W. (2009). "Managerial Ownership and Distinctive Properties of Tax Avoidance Strategy," *Korean Journal of Taxation Research*, 26(4), pp. 125-147.)
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., Shevlin, T., and Shevlin, T. (2008). "Are family firms more or less tax aggressive?," *Journal of Financial Economics*, pp.41-61
- Desai, M. A., and Dharmapala, D. (2006). "Corporate tax avoidance and high-powered incentives," *Journal of financial Economics*, 79(1), pp. 145-179.
- Dyregang, S. D., Hanlon, M., and Maydew, E. L. (2008). "Long-run corporate tax avoidance," *The Accounting Review*, 83(1), pp.61-82.
- Graham, J. R., Hanlon, M., Shevlin, T., and Shroff, N. (2014). "Incentives for tax planning and avoidance: Evidence from the field," *The Accounting Review*, 89(3), pp.991-1023.
- Gupta, S., & Newberry, K. (1997). "Determinants of the variability in corporate effective tax rates: Evidence from longitudinal data," *Journal of Accounting and Public Policy*, 16 (1), pp.1-34.
- Hanlon, M., and Heitzman, S. (2010). "A review of tax research," *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), pp.127-178.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *The American Economic Review*, 76(2), pp.323-329.
- Kim, J. B., Li, Y., and Zhang, L. (2011). "Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis," *Journal of Financial Economics*, 100(3), pp.639-662.
- McGuire, S. T., Omer, T. C., and Wang, D. (2012). "Tax avoidance: Does tax-specific industry expertise make a difference?," *The Accounting Review*, 87(3), pp.975-1003.
- Nappi-Choulet, I., Missonier-Piera, F., and Cancel, M. (2009). "Value creation and the impact of corporate real estate assets: an empirical investigation with French listed companies," *Journal of Corporate Real Estate*, 11(2), pp.78-90.
- Phillips, J., Pincus, M., and Rego, S. O. (2003).

- "Earnings management: New evidence based on deferred tax expense," *The Accounting Review*, 78(2), pp.491-521.
- Porcano, T. M. (1986). "Corporate tax rates: progressive, proportional, or regressive" *Journal of the American Taxation Association*, 7(2).
- Rego, S. O., and Wilson, R. (2012). "Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness," *Journal of Accounting Research*, 50(3), pp.775-810.
- Scholes, M. and M. Wolfson, M. (1992). "Taxes and Business Strategy : A Planning Approach," *Engelwood Cliffs, NJ : Prentice-Hall, Inc.*
- Watts, R. L., and Zimmerman, J. L. (1990). "Positive accounting theory: a ten year perspective," *Accounting review*, pp.131-156.

- 저자 홍난희는 고려대학교에서 경영학 석사와 박사학위를 취득하였으며, 현재 강남대학교 경영관리대학 세무학전공 조교수로 재직 중이다. 한국공인회계사로서 삼일회계법인에서 근무하며 민간투자사업의 재무타당성 조사 및 사업계획서 작성 업무를 수행한 바 있고, 한국외국어대학교 경영대학 회계학전공 객원강의교수로 역임하였다. 주요 연구분야는 경영전략, 투자부동산, 기업의 보유현금 등이다.