

조세전략의 지속가능성이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향*

마희영

동덕여자대학교 세무회계학과 교수

The Effects of Sustainable Tax Strategies on Value Relevance

Hee-Young Ma^a

^aDepartment of Tax Accounting, Dongduk Women's University, South Korea

Received 31 August 2018, Revised 13 September 2018, Accepted 21 September 2018

Abstract

This study verifies whether the sustainable tax strategy provides unique information on earnings persistence and brings about the difference of value relevance of accounting information. Sustainability is measured by the 5-year coefficient of variation in cash ETR, such as in McGuire et al.(2013), which measures variability in long-term performance of tax avoidance. The value relevance of accounting information in this study is modified by the Ohlson model(1995), which explains the value of the firm by using accounting information such as net assets and net income and other non-accounting information. The samples of this study are the firms listed on the securities market from 2004 to 2015 and the final samples are 3,133 firm-year. The results of this empirical analysis show that the value relevance of accounting information increases as firms have long-term and sustainable tax strategies. Most of the prior studies on tax strategies have examined the tax minimization strategy that minimizes the tax cost. However, this study is different in that the sustainability of the tax strategy affects the value relevance of accounting information. The results of this study will be useful for the users to make decision using the value relevance of accounting information.

Keywords: Sustainable Tax Strategy, Cash ETR, Value Relevance, Ohlson Model

JEL Classifications: M40, M41

* 이 논문은 2016년도 동덕여자대학교 연구비 지원에 의하여 수행된 것임(This study was supported by the 2016 Dongduk Women's University grant).

* 이 논문은 '2018년 한국기업경영학회 춘계학술대회 및 학술심포지엄(2018.4.28)'에 발표한 초안을 수정·보완한 것임.

^a E-mail: hyy7026@naver.com

© 2018 The Institute of Management and Economy Rese. All rights reserved.

I. 서론

본 연구는 조세전략의 지속가능성이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하였다. 기업은 이익의 일부분을 과세당국에 세금으로 납부하기 때문에 세후이익을 극대화하기 위한 조세최소화전략이 주된 조세전략으로 인식되어져 왔다. 그러나 Scholes et al. (2008)은 세무보고와 재무보고는 서로 상충관계를 가지고 있기 때문에 효과적인 세무계획은 조세최소화전략이 아니라 세금비용은 물론 비세금비용을 최소화하는 것이라고 주장하였다. McGuire et al. (2013)은 지속가능성을 기업의 조세회피 수준에 관계없이 조세회피 성과가 일관성 있게 유지하는 것으로 정의하고, 기업이 장기적이고 경영의 전반적인 차원에서 조세를 최소화하기 위한 조세전략을 지속적으로 수행할 때 단기적인 조세회피와는 달리 회계이익에 대한 차별적인 정보를 제공한다고 하였다. 지속적인 조세전략을 가진 기업은 지속적이지 않은 기업보다 세전이익, 현금흐름, 발생액의 지속성이 높다는 것을 검증하여 조세회피의 변동성이 적을수록 이익지속성이 높아진다고 주장하였다. 실무상으로도 단기적인 조세최소화보다는 세무조사 등의 위험을 고려하여 장기적이고 지속적인 조세전략이 중요한 것으로 여겨진다.

재무보고의 목적은 회계정보이용자들이 투자나 신용의사 결정 등을 하는데 영향을 미치는 기업의 미래 순현금흐름을 예측하는데 도움을 얻기 위함이고, 회계정보가 기업의 내재가치에 관한 정보를 포함하고 있을 때 가치관련성을 갖는다. 이에 본 연구는 지속가능한 조세전략이 이익지속성에 대한 고유한 정보를 제공하여 회계정보의 가치관련성의 차이를 가져오는지 검증한다.

조세전략의 지속가능성은 조세회피의 장기성과에 대한 변동성을 측정하는 것으로 McGuire et al. (2013)과 같이 현금유효세율(Cash ETR)의 5년간 변동계수로 측정하였다. 변동계수는

이익과 현금흐름의 변동성 측정치로서 단위에 적용을 받지 않는 측정치로서 선행연구에서 사용되었다 (Minton et al., 2002). 회계정보의 가치관련성은 Ohlson모형(1995)을 사용하였는데, Ohlson은 순자산 및 순이익과 같은 회계정보와 비회계정보에 의한 기업가치를 설명하였다.

본 연구에서 사용된 표본기간은 법인세부담액을 전자공시시스템을 통해 구할 수 있는 2004년¹⁾부터 2015년까지이고 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 하였다. 최종 표본 수는 기업-연도(Firm-Year)로 총 3,133개이다.

실증분석결과를 살펴보면 첫째, 조세전략의 지속가능성과 회계이익의 가치관련성은 유의한 양(+)의 관계로 나타나 기업이 장기적이고 지속적인 조세전략을 가질수록 회계정보의 가치관련성은 증가하는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 McGuire et al. (2013)의 주장과 같이 조세전략의 지속가능성이 회계이익의 지속성에 관한 고유한 정보를 제공하기 때문인 것으로 추론할 수 있다. 둘째, 조세전략의 지속가능성의 더미변수로 나누어 조세전략의 지속가능성의 차이에 따른 가치관련성의 차이를 검증한 결과, 조세전략의 지속가능성이 낮은 그룹의 경우에만 매우 유의한 음(-)의 관계로 나타났다. 이러한 실증분석결과는 조세전략의 지속가능성이 낮을 경우 즉, 조세전략의 변동성이 높은 경우 회계이익의 가치관련성이 저하되는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구의 결과에 따르면 지속가능한 세무전략은 이익지속성에 관한 고유한 정보를 제공하기 때문에 회계정보의 가치관련성을 제고하는 것을 알 수 있다. 그리고 세무보고와 재무보고는 연관성을 갖기 때문에 기업의 효율적인 세무관리는 조세최소화전략보다는 Scholes et al. (2008)의 주장과 같이 세금비용과 비조세비용

1) 법인세부담액은 1999년부터 전자공시시스템을 통해 수작업으로 구하였으나 조세전략의 지속성은 5년간의 현금유효세율의 변동계수로 측정하기 때문에 표본기간은 2004년부터이다.

을 함께 고려해야 한다는 것을 알 수 있다. 조세전략에 관한 대부분의 선행연구가 세금비용을 최소화하는 조세최소화전략을 검증하는데 있지만 본 연구는 조세전략의 지속가능성이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하고 있다는 점에서 차별점이 있다. 그리고 본 연구의 결과는 회계정보이용자가 회계정보의 가치관련성을 활용하여 의사결정을 하는데 유용할 것이다.

본 연구는 제Ⅱ장에서 조세전략의 지속가능성과 회계정보의 가치관련성에 관한 선행연구를 검토하고, 제Ⅲ장에서 선행연구를 바탕으로 조세전략의 지속가능성이 회계정보의 가치관련성에 영향을 미치는지 알아보기 위한 가설 설정과 연구모형의 설계 등을 다룬다. 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 설명하고 제Ⅴ장에서 본 연구의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 검토

1. 조세전략의 지속가능성

그동안 기업의 세무관리는 조세부담을 최소화하기 위해 세무보고이익과 재무보고이익을 최소화하는 조세최소화전략으로 인식되어져 왔다. 기업은 영업활동 등을 통해 수익을 창출하고 이익의 상당부분을 조세비용으로 과세당국에 납부하기 때문에 세후이익이 실제 이익으로 간주되며, 기업은 세후이익의 극대화하기 위하여 조세비용을 감소시켜야 하는 유인이 있다. 즉, 기업은 조세부담을 최소화하고자 하는 동기가 존재하게 되는 것이다(최기호과 박종성, 2000).

그러나 최근 조세전략은 재무보고의 선택과 관계가 있는 것으로 나타났다. Scholes et al. (2008)은 세금비용을 최소화하는 조세최소화 전략보다 효과적인 세무계획은 세금비용은 물론 비세금비용을 최소화하는 것이라고 주장하

였다. 세무보고와 재무보고는 서로 상충적인 관계가 있기 때문에 기업은 기업가치를 극대화하기 위해 조세최소화전략과 이익극대화전략 간의 균형이 필요하다는 것이다. 조세최소화전략은 관련 비조세비용을 고려하지 않고 단기적 조세비용 최소화만을 추구함에 따라 경영 전반적인 차원에서 효율적인 의사결정에 이르지 못할 가능성이 높기 때문이다. 따라서 효율적인 세무관리는 조세최소화전략이 아니라 세무관리를 전반적인 경영의사결정의 일부로서 인식하여 조세비용과 비조세비용을 포함한 모든 비용을 고려할 것을 전제로 하고 있다(기업의 조세전략과 세무회계연구, 2012).²⁾

McGuire et al. (2013)은 기업의 지속적인 세무전략을 오랜 기간 동안 조세회피의 크기를 일관성 있게 유지하는 것으로 정의하였다. 지속가능성은 조세회피 수준에 관계없이 조세회피 성과를 일관성 있게 유지하는데 초점을 두기 때문에 조세최소화와는 다른 차원의 조세전략을 나타낸다고 설명하였다. Lev and Nissim (2004)에 따르면 재무이익에 비해 독특한 경제적 정보를 포함하고 있는 세무이익에 대한 경제적 충격(Economic Shocks)은 조세전략의 지속가능성을 감소시키고 조세전략의 성과인 세금부담 수준에 영향을 미친다. 이에 따라 조세전략의 지속가능성은 잠재적으로 이익지속성에 대한 차별화된 정보를 제공한다고 주장하였다. McGuire et al. (2013)은 지속가능한 조세전략을 현금유효세율의 변동계수로 측정하였고, 지속적인 조세전략을 가진 기업은 조세전략이 지속적이지 않은 기업에 비해 세전이익, 현금흐름과 발생액의 지속성이 높은 것을 검증하였다. 이러한 결과는 조세전략의 지속성이 이익지속성에 대한 고유한 정보를 제공하고 미래 이익에 대한 경영자의 기대치를 반영하므로, 투자자가 기업의 이익지속성을 평가하는데 유용한 정보를 제공한다고 주장하였다. Neuman et

2) 기업의 조세전략과 세무회계연구(이준규와 김갑순, (주)영화조세통합, 개정2판)

al. (2013)은 조세전략이 지속적인 기업이 자산순이익률, 잉여현금흐름, 알트만 Z-score 값 등이 높다는 결과를 보였고, 지속적인 조세전략을 갖는 기업이 보다 투명한 정보 환경을 갖고 있다고 주장하였다.

기은선과 이광숙(2016)은 산업-규모조정 장기 유효세율과 토빈 Q와의 관계를 분석하여 장기적인 조세회피 능력이 높을수록 기업 가치가 증가하고, 조세회피의 지속성이 높고 변동성이 낮을수록 장기 조세회피능력과 기업가치 간 양(+)의 관계가 강화됨을 보였다. 이러한 결과는 시장이 기업의 단기적인 조세회피 능력과 장기적인 조세회피 능력을 차별적으로 평가하고 있음을 나타낸다고 주장하였다.

2. 조세전략의 지속가능성

회계정보와 주가가 연관관계에 있을 때 가치관련성(Value Relevance)이 있다고 정의(Barth et al., 2001)되고, Ohlson (1995)이 주가를 순자산, 이익과 같은 회계정보와 기타 비회계정보로 설명하는 모형을 제시함으로써 회계정보가 기업가치에 직접 연계되었다. 회계정보의 가치관련성을 검증하는 Ohlson모형 이후에 많은 실증연구들이 수행되었는데, 시계열적 변화, 기업 특성(부채비율, 기업규모 등), 이익 성격(손익, 지속성 등), 개별 회계항목(공정가치, 무형자산 등) 등에 따라 가치관련성의 차이가 발생하는 것으로 나타났다(권수영 등 2010).

Collins et al. (1997)은 40여 년 간 순자산과 순이익의 가치관련성을 분석한 결과 순자산과 순이익의 결합 가치관련성에는 변화가 없었으나, 순자산의 가치관련성은 증가하고 순이익의 가치관련성은 감소되었다는 결과를 보였다. Ohlson모형에서 순자산 장부가액과 회계이익의 상대적인 중요성은 회계이익의 미래지속성에 따라 결정(김은혜, 2005)되는데, Subramanyam and Venkatachalam (1998)은 현재이익의 일시성이 클수록 현재이익 보다는 순자산 장부가

액의 설명력이 증가한다는 것을 확인하였다. 백원선과 최관(1999)은 Ohlson모형에서 정의된 초과이익의 지속성과 순자산 및 회계이익 간의 상대적 중요성을 분석한 결과, 초과이익이 지속적인 경우에는 비지속적인 경우보다 회계이익에 대한 주가배수는 높게 나타나고 순자산에 대한 주가배수는 낮게 나타났다.

Barth et al. (1999)은 회계이익은 미래 이익 지속성에 중요하게 영향을 미치는 요인이고, 지속적인 이익 증가는 그 자체로서도 정보효과가 있으며 회계이익의 가치관련성을 증가시킬 수 있다고 하였다. Penman and Zhang (2002)은 현행이익이 미래이익에 대한 중요한 지표로서 기능을 수행할 경우 이익의 질이 높다고 보았으며, 이익지속성이 증가할 경우 기업가치 관련성 또한 증가한다는 것을 확인하였다.

선행연구에 따르면 회계정보의 가치관련성에 대한 연구에서 회계이익은 중요한 정보 중의 하나이고, 그 정보가치는 이익 특성 중의 하나인 이익지속성에 따라 차이가 발생할 수 있다는 것을 알 수 있다.

III. 연구 설계

1. 연구가설

본 연구는 조세전략의 지속가능성이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 이영한과 최유진(2017)은 장기현금유효세율이 낮은 기업의 회계이익의 가치관련성이 유의하게 높게 나타남을 보였는데, 이는 회계이익이 기업가치에 반영되는 과정에서 조세부담수준이 가치평가에 반영되는 것을 시사한다고 설명하였다. 김문현(2016)은 조세회피가 주가와 양(+)의 관계임을 보였는데, 비세금비용의 부담에도 불구하고 조세회피는 미래 현금흐름을 증가시켜 기업가치를 높이는 조세전략이라고 주장하였다. 정현욱(2016)은 기업의 조세

혜택이 클수록 경영자는 회계이익을 높이려는 압박이 낮아져 회계이익의 질이 개선될 것이라는 것에 근거하여 순자산 및 순이익의 가치관련성에 미치는 영향을 실증분석하였다. 조세혜택과 회계정보 간의 교호변수는 순자산과는 유의한 음(-)의 관계로, 순이익과는 유의한 양(+)의 관계로 나타나 기업의 조세혜택에 따라 회계정보의 가치관련성은 차별적으로 나타난다고 주장하였다. 선행연구의 결과를 미루어보면 조세회피나 조세혜택이 회계정보의 가치관련성에 영향을 주는 것을 알 수 있는데, 주로 조세최소화전략의 관점에서 살펴본 것이다. 그러나 본 연구는 McGuire et al. (2013)과 같이 기업의 지속적인 조세전략이 회계정보의 가치관련성에 차이를 가져오는지 검증하고자 한다. 조세전략의 지속가능성은 조세회피 수준에 관계없이 장기적으로 조세회피의 성과가 일관성 있게 유지하는 것으로 조세최소화와는 다른 차원의 조세전략을 나타내기 때문이다.

Hanlon et al. (2005)은 기업의 경제적 성과를 두 가지 방법으로 정량화할 수 있다고 보았다. 본질적으로는 과세소득과 회계이익이 연결되어 있지만 과세대상 소득의 인정에 적용되는 규정은 일반적으로 재무보고 이익보다 경영자의 재량권을 덜 허용하기 때문에, 과세대상 소득은 기업의 경제적 활동 결과를 보다 밀접하게 반영한다고 하였다. Lev and Nissim (2004)의 경우 과세소득은 재무이익과 관련하여 고유한 경제적 충격(economic shocks)을 겪을 가능성이 있기 때문에 과세대상소득은 기업 성과에 대한 증분 정보를 포함하고 있다고 주장하였다. 과세소득에 대한 경제적 충격이 주어진 기간에는 기업의 세무전략의 결과에 영향을 미치기 때문에, 이러한 충격은 기업의 조세회피 결과에 변동성을 유발한다는 것이다. 즉, 기업의 조세전략의 지속가능성을 감소시킨다. McGuire et al. (2013)은 기업의 단기적인 조세최소화 보다는 장기적이고 경영의 전반적인 차원에서 조세를 최소화하기 위한 조세전략

을 조세전략의 지속가능성으로 정의하였는데, 단기적인 조세회피와는 달리 회계이익에 대한 차별적인 정보를 제공한다고 주장하였다. 지속가능한 조세전략은 조세회피 정도를 기간에 상관없이 일정하게 유지하는 것이므로, 조세전략이 지속적이지 않은 기업보다 세전이익, 현금흐름, 발생액의 지속성이 높은 것을 검증하였는데, 조세회피의 변동성이 적을수록 이익지속성이 높아진다고 주장하였다. 또한, 투자자들은 조세전략의 지속가능성을 예측할 수 있으며, 이익지속성을 평가할 때 지속적인 조세전략이 추가적인 정보를 제공하고 있음을 밝혔다.

조세전략의 지속가능성에 관한 선행연구에 따르면 과세소득에는 기업의 성과에 대한 고유한 정보가 포함되어 있고, 조세전략의 지속가능성은 기업이 이익을 창출할 수 있는 능력에 대한 추가 정보를 제공함을 알 수 있다. 따라서 지속가능한 세무계획은 이익지속성에 대한 고유한 정보를 제공하여 가치관련성에 차이를 가져올 것으로 예상되기 때문에 다음과 같이 연구가설을 설정한다.

H 조세전략의 지속가능성이 높을수록 회계정보의 가치관련성은 높아질 것이다.

2. 연구가설

Ohlson모형(1995)은 순자산 장부가치와 미래초과이익의 현재가치로 기업가치를 평가하는 모형을 도출하였는데, 종속변수인 P는 t+1년도의 3월 말 보통주 증가이다. 독립변수인 BPS는 주당순자산, EPS는 주당순이익을 나타낸다.

$$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BPS_{it} + \gamma_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

P = t+1년도 3월 말 보통주 증가

BPS = t년도 주당순자산

EPS = t년도 주당순이익

본 연구에서는 조세전략의 지속가능성이 회

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BPS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 SUSTAIN_{it} + \beta_4 EPS \times SUSTAIN_{it} + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BPS_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + \alpha_3 HighSUSTAIN_{it} + \alpha_4 LowSUSTAIN_{it} + \alpha_5 EPS \times HighSUSTAIN_{it} + \alpha_6 EPS \times LowSUSTAIN_{it} + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

P = t+1년도의 3월말 주가

BPS = 주당순자산

EPS = 주당순이익

SUSTAIN = (-1)×5개년(t년도에서 t-4년도까지)의 현금유효법인세율의 변동계수 값

HighSUSTAIN = t년도 SUSTAIN의 값이 상위 20%(10%)에 해당하면 1, 아니면 0인 더미변수

LowSUSTAIN = t년도 SUSTAIN의 값이 하위 20%(10%)에 해당하면 1, 아니면 0인 더미변수

YEAR = 연도더미

계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하기 위하여 Ohlson모형(1995)을 식 (2)와 같이 변형한다. 식 (2)에서는 조세전략의 지속가능성(SUSTAIN)을 포함하였고, 회계정보 중 순이익에 영향을 줄 것으로 보아 순이익과의 상호작용변수인 EPS×SUSTAIN를 포함하였다.

식 (3)은 조세전략의 지속가능성(SUSTAIN)을 더미변수로 나누어 조세전략의 지속가능성의 차이에 따라 회계정보의 가치관련성에 차이가 나는지를 검증하기 위한 모형이다. 지속가능성의 크기에 따라 5그룹(10그룹)으로 구분하여 조세전략의 지속가능성이 높은 그룹은 HighSUSTAIN, 지속가능성이 낮은 그룹은 LowSUSTAIN으로 정의한다. HighSUSTAIN은 SUSTAIN 값이 상위 20%(10%)에 해당하면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이고, LowSUSTAIN은 SUSTAIN의 값이 하위 20%(10%)이면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이다.

본 연구모형에서는 선행연구(마희영과 정진향, 2016; 이영환과 최유진, 2017)와 같이 연도효과를 통제하기 위하여 연도더미(YEAR)를 포함하였다.

기업의 조세전략의 지속가능성이 높을 때, 회계이익의 가치관련성 또한 증가할 것으로 예상하기 때문에 식 (2)에서 조세전략의 지속가능성을 나타내는 변수인 SUSTAIN의 회귀계수

인 β_3 가 양(+의) 값을 가질 것으로 기대한다. 또한, 회계변수인 순이익과 조세전략의 지속가능성과의 상호작용효과변수인 EPS×SUSTAIN를 포함한 모형으로 β_4 의 회귀계수는 양(+의) 값을 가질 것으로 예상된다.

식 (3)은 조세전략의 지속가능성이 높은 그룹의 회계이익의 가치관련성은 높아질 것이고, 조세전략의 지속가능성이 낮은 그룹의 회계이익의 가치관련성은 낮아질 것으로 예상하기 때문에, 순이익(EPS)과의 상호작용효과변수인 EPS×HighSUSTAIN의 회귀계수인 α_5 는 유의한 양(+의) 값으로, EPS×LowSUSTAIN의 회귀계수인 α_6 는 유의한 음(-)의 값으로 예상된다.

3. 조세전략의 지속가능성(SUSTAIN) 변수의 측정

조세전략의 지속가능성을 나타내는 변수인 SUSTAIN은 조세회피의 장기성과에 대한 변동성을 측정하는 것으로 McGuire et al. (2013)과 같이 현금유효세율(cash ETR)의 5년간 변동계수로 측정하였다. 현금유효세율의 변동계수는 연간 현금유효세율의 표준편차를 5년간 현금유효세율의 평균값의 절댓값으로 나누어 측정한다. 변동계수는 이익과 현금흐름의 변동성 측정치로서 단위에 적용을 받지 않는 측정

조세전략 지속가능성(SUSTAIN)

$$= (-1) \times \frac{\sqrt{\frac{\sum_{t=1}^N \{ \text{현금유효세율}(\text{cash ETR}) - \text{평균 현금유효세율}_i(\text{avg. cash ETR}) \}^2}{N}}}{\text{절대값}[\frac{1}{N}(\sum_{t=1}^N \text{현금유효세율}(\text{cash ETR}))]}$$

치로서 선행연구에서 사용되었다 (Minton et al., 2002).

McGuire et al. (2013)은 t년도부터 t-4년까지 5년 동안의 연간 현금유효세율(cash ETR)의 변동계수가 작은 값을 보이면 기업의 조세전략은 지속적인 것으로 해석하였다. 그러나 본 연구에서는 해석의 편의성을 위해 McGuire et al. (2013)과 달리 SUSTAIN은 현금유효세율의 변동계수 값에 -1을 곱하였다. 따라서 SUSTAIN 값이 큰 경우 조세전략의 지속가능성이 높은 것으로, SUSTAIN 값이 작은 경우 조세전략의 지속가능성이 낮은 것으로 해석한다.

유효세율(effective tax rate)은 측정에 따른 한계가 지적됨에도 불구하고 현실적으로 조세 부담수준을 측정할 수 있는 가장 일반적인 측정치로서, 법인세부담액을 세전이익으로 나눈 값이다(이영환과 최유진, 2017). 본 연구에서는 현금유효세율(cash ETR)로 측정하였는데, 당기 법인세부담액을 법인세비용차감전순이익으로 나누었다.

$$\text{현금유효세율}(\text{cash ETR}) = \frac{\text{법인세부담액}}{\text{법인세비용차감전순이익}}$$

4. 표본의 선정

본 연구는 조세전략의 지속가능성이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하는 것으로, 표본기간은 2004년부터 2015년까지이고, 다음과 같은 조건을 만족하는 기업을 최종 표본으로 선정하였다.

- (1) 유가증권시장 상장된 12월말 결산법인
- (2) 금융업에 속하지 않는 기업
- (3) 금융감독원 전자공시시스템을 통해서 법인세부담액을 파악할 수 있는 기업
- (4) 현금유효법인세율을 산정하기 위해 법인세비용차감전순이익이 0보다 큰 기업
- (5) 조세전략의 지속가능성(SUSTAIN)변수를 구하기 위하여 5개년 연속 현금유효법인세율이 존재하는 기업
- (6) KISVALUE에서 필요한 재무자료 및 주가자료를 구할 수 있는 기업

자료의 비교가능성을 높이기 위해 조건 (1)과 (2)를 설정하였다. 조건 (3), (4), (5)는 조세전략의 지속가능성을 측정하기 위해 법인세부담액 자료를 파악하기 위한 것이다. 위의 조건 이외에 이상치의 영향을 통제하기 위하여 연구모형에 사용된 각 변수의 상·하위 1%에

Table 1. Number of Samples per Year

Year	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Sum
N	188	200	237	270	242	248	290	300	299	268	279	312	3,133

Table 2. Basic statistics(N=3,169)

Variables	Mean	Std	Min	25%	Median	75%	Max
P	44,421	81,203	904	15,650	47,800	714	819,000
BPS	47,703	70,983	1,474	23,853	52,794	1,237	623,228
EPS	4,129	6,912	36	1,610	4,406	6	65,662
SUSTAIN	-0.503	0.398	-1.932	-0.383	-0.216	-2.160	-0.047

Note: The Definition of the variable is as follows. P is stock price at 3 months after the fiscal year end, BPS is book value of equity per share, EPS is earnings per share, and Sustain is $(-1) \times$ coefficient of variation of cash effective tax rate for 5 years (from year t to year t-4)

Table 3. Correlation Analysis

Variables	P	BPS	EPS	SUSTAIN
P	1.000	0.661***	0.723***	0.083***
BPS		1.000	0.734***	0.035*
EPS			1.000	0.113***
SUSTAIN				1.000

Notes: 1. The definitions of variables are given in <Table 2>.

2. p: ***<0.01, **<0.05 and *<0.10.

해당하는 값을 제거하였다. 최종적으로 선정된 표본의 수는 총 3,133개(firm-year)이다.

<Table 1>은 최종 표본을 연도별로 나타낸 것이다. 2004년 188개, 2005년 200개, 2006년 237개, 2007년 270개, 2008년 242개, 2009년 248개, 2010년 290개, 2011년 300개, 2012년 299개, 2013년 268개, 2014년 279개, 2015년 312개로 연도별로 고르게 분포되어 있다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량 및 상관관계분석 결과

<Table 2>는 본 연구에 사용되는 주요 변수의 기술통계량을 나타낸다. P는 t+1년도의 3월 말 보통주 종가를 나타내는데, 평균은 44,421원이다. 회계정보를 나타내는 주당순자산(BPS)과 주당순이익(EPS)의 평균은 각각

47,703원, 4,129원이다. 현금유효세율을 계산하기 위하여 법인세비용차감전순이익이 0이상인 기업만을 표본으로 선정하였기 때문에 EPS의 최솟값이 0보다 크다. 조세전략의 지속가능성(SUSTAIN)은 현금유효세율의 변동계수 값에 -1을 곱하였기 때문에 평균은 -0.503, 최솟값은 -1.932, 최댓값은 -0.047이고, 이 값이 클수록 조세전략의 지속가능성이 높은 것이다. McGuire et al. (2013)의 경우 SUSTAIN 값이 0.058에서 2.236으로 나타난 것과 유사한 값을 보였다.

<Table 3>은 연구모형에 사용된 변수간의 상관관계를 나타낸다. 기본적으로 기업가치를 나타내는 주가(P)는 회계정보인 주당순자산(BPS) 및 주당순이익(EPS)과 매우 유의한 양(+)의 관계로 나타났다. 그리고 조세전략의 지속가능성(SUSTAIN)과도 예상과 같이 매우 유의한 양(+)의 관계이다. 이러한 상관관계 분석 결과는 조세전략의 지속가능성이 높을수록 연

Table 4. Result for Regression Analysis of Equation 2

Variables	Model 1		Model 2		Model 3	
	Coefficient	t Value	Coefficient	t Value	Coefficient	t Value
BPS	0.255	14.70**	0.257	14.80***	0.262	15.30***
EPS	0.544	31.40***	0.540	30.94***	0.636	30.65***
SUSTAIN			0.022	1.86*	-0.028	-2.12**
EPS×SUSTAIN					0.144	8.33***
YD	Included		Included		Included	
F-value	329.30***		306.26***		296.73***	
Adj R ²	0.577		0.577		0.586	
Max VIF	2.405		2.411		2.411	
N	3,133		3,133		3,133	

Notes: 1. The definitions of variables are given in <Table 2>. 2. p: ***<0.01, **<0.05 and *<0.10.

구가설과 같이 회계정보의 가치관련성이 높아질 것이라고 예상할 수 있다. 그러나 이는 단순 상관관계이므로 회귀분석결과를 통해 연구가설을 검증한다.

2. 회귀분석 결과3)

연구가설을 검증하기 위하여 조세전략의 지속가능성과 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 분석한 연구모형인 식 (2)의 회귀분석 결과를 <Table 4>에서 제시한다. Model 1은 Ohlson모형(1995)에 따라 순자산(BPS)과 순이익(EPS)으로 측정된 회계정보의 가치관련성을 분석한 결과이다. 선행연구와 같이 BPS와 EPS의 회귀계수 값은 0.255(t값 14.70), 0.544(t값 31.40)로 두 변수 모두 매우 유의한 양(+)의 값으로 나타나 회계정보의 가치관련성이 있는 것을 알 수 있다.

Model 2와 3은 연구가설을 검증하기 위해 관심변수인 조세전략의 지속가능성(SUSTAIN)

을 포함한 모형이다. Model 2가 기본모형이고 Model 3은 기본모형에 순이익(EPS)과 조세전략의 지속가능성(SUSTAIN)의 상호작용 항을 포함한 모형이다. F값은 두 모형 모두 1% 수준에서 유의하여 연구모형은 적합한 것으로 판단되고, 최대 VIF 값이 2.411로 독립변수 간의 다중공선성 문제는 없다.

Model 2에서 조세전략의 지속가능성을 나타내는 SUSTAIN의 회귀계수 값이 0.022(t값 1.86)로 10% 수준에서 유의하다. 이는 조세전략이 지속적일수록 주가에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다. Model 3에서 조세전략의 지속가능성과 회계정보와의 상호작용효과를 나타내는 BPS×SUSTAIN의 회귀계수 값 또한 0.144(t값 8.33)로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이러한 결과는 조세전략이 지속가능성이 높을수록 주가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 연구가설을 지지하는 결과로 조세전략의 지속가능성이 높을수록 이익의 지속가능성 또한 높아져 회계정보의 가치관련성이 제고되는 것으로

3) 본문에서는 표준화된 회귀계수 값으로 표시하였다.

Table 5. Result for Regression Analysis of Equation 3

Variables	Model 4		Model 5	
	Coefficient	t Value	Coefficient	t Value
BPS	0.253	14.60***	0.255	14.68***
EPS	0.587	27.70***	0.567	29.46***
HighSUSTAIN	0.008	0.52	0.025	1.73*
LowSUSTAIN	0.043	2.54**	0.032	2.44**
EPS×HighSUSTAIN	-0.002	-0.10	-0.012	-0.07
EPS×LowSUSTAIN	-0.115	-7.89***	-0.080	-5.99***
YD	Included		Included	
F-value	261.40***		256.99***	
Adj R2	0.586		0.582	
Max VIF	3.396		2.775	
N	3,133		3,133	

Notes: 1. The definitions of variables are given in <Table 2>. HighSUSTAIN is a dummy variable that is 1 if the value of SUSTAIN in year t corresponds to the top 20%(10%) or 0 otherwise, LowSUSTAIN is a dummy variable that is 1 if the value of SUSTAIN in year t is 20% (10%) or 0 otherwise.

2. p: ***<0.01, **<0.05 and *<0.10.

추정할 수 있다.

<Table 5>는 식 (3)의 회귀분석결과이다. 조세전략의 지속가능성(SUSTAIN)을 크기에 따라 더미변수로 나눈 것으로 조세전략의 지속가능성의 차이에 따라 가치관련성에 차이가 나는지를 검증한 결과이다.

조세전략의 지속가능성이 높은 그룹은 High SUSTAIN, 지속가능성이 낮은 그룹은 Low SUSTAIN으로 정의하였다. Model 4는 5그룹으로 구분한 것으로 HighSUSTAIN은 SUSTAIN 값이 상위 20%에 해당하면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이고, LowSUSTAIN은 SUSTAIN의 값이 하위 20%에 해당하면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이다. Model 5는 10그룹으로 구분한 것으로 HighSUSTAIN은 SUSTAIN 값이 상위 10%에 해당하면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이고, LowSUSTAIN은 SUSTAIN의 값이 하위 10%이면 1, 아니면 0의 값을 갖

는 더미변수이다. F값은 모두 1% 수준에서 유의하므로 연구모형은 적합한 것으로 판단되고, 최대 VIF 값이 각각 3.396과 2.775이기 때문에 독립변수 간의 다중공선성 문제는 없는 것으로 판단된다.

Model 4에서 조세전략의 지속가능성과 회계정보와의 상호작용을 나타내는 변수의 회귀계수 값을 살펴보면, 조세전략의 지속가능성이 높은 그룹인 EPS×HighSUSTAIN 회귀계수의 값은 음(-)의 값으로 유의하지 않았고, 조세전략의 지속가능성이 낮은 그룹인 EPS×LowSUSTAIN의 회귀계수 값은 -0.115(t값 -7.89)로 음(-)의 값으로 매우 유의한 것을 나타냈다.

Model 5에서도 조세전략의 지속가능성이 낮은 그룹의 경우(EPS×LowSUSTAIN)에만 회귀계수 값이 -0.080(t값 -5.99)로 1% 수준에서 유의한 것으로 나타나 조세전략이 지속적이지 않은 경우 주가에 부정적인 영향을 미치는 것

으로 볼 수 있다. 이러한 연구결과는 연구가설을 지지하는 결과로 조세전략의 지속가능성이 낮을 경우 회계정보의 가치관련성 또한 저하되는 것으로 해석할 수 있다.

V. 결론

본 연구는 2004년부터 2015년까지를 분석 기간으로 하여 조세전략의 지속가능성이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하였다. McGuire et al. (2013)은 장기적인 차원에서 조세전략을 지속적으로 수행한다면 단기적인 조세회피와는 달리 회계이익에 대한 차별적인 정보를 제공한다고 하였다. 지속가능한 조세전략이란 조세회피정도를 일정하게 유지하는 것이므로, 조세회피의 변동성이 작을수록 이익 지속성이 높아진다고 주장하였다. 그리고 투자자들은 조세전략의 지속가능성을 예측할 수 있으며, 이익지속성을 평가할 때 지속적인 조세전략이 추가적인 정보를 제공하고 있음을 실증 분석하였다.

본 연구에서는 이러한 연구결과에 근거하여 조세전략의 지속가능성이 회계정보의 가치관련성에 영향을 미치는지 분석하였다. 조세전략의 지속가능성 측정치는 McGuire et al. (2013)의 방법을 이용하여 5개년 현금유효세율의 변동계수로 측정하였고, 회계정보의 가치관련성은

Ohlson모형(1995)을 이용하였다.

실증분석결과는 다음과 같다. 첫째, 조세전략의 지속가능성과 회계이익의 가치관련성은 유의한 양(+)의 관계로 나타났다. 둘째, 조세전략의 지속가능성의 터미변수로 나누어 조세전략의 지속가능성의 차이에 따른 가치관련성의 차이를 검증한 결과, 조세전략의 지속가능성이 낮은 그룹의 경우에만 유의한 음(-)의 관계로 나타났다. 이는 조세전략의 지속가능성이 작아질 때 회계정보의 가치관련성이 낮아지는 것으로 해석할 수 있다. 실증분석결과를 종합하면 연구가설을 지지하는 것으로 조세전략의 지속가능성이 높을수록 이익지속성인 높아져 회계이익의 가치관련성이 향상되는 것으로 해석할 수 있다.

조세전략에 관한 대부분의 선행연구가 세금 최소화나 조세혜택에 관한 것이고 본 연구와 같이 조세전략의 지속가능성을 검증한 연구는 거의 미미하다. 본 연구는 McGuire et al. (2013)의 지속가능한 조세전략이 이익지속성에 관한 고유한 정보를 제공한다는 연구결과에 근거하여, 조세전략의 지속가능성이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 분석함으로써 조세최소화전략이 아닌 조세전략의 지속가능성을 검증하였다는데 의의가 있다. 또한 조세전략과 재무보고와의 상호관계를 분석하였다는데 의의가 있다.

References

- Kown, Soo Young, Moon Chul Kim, Sung Kyu Sohn, Kwan Choi and Bong H. Han (2010), Usefulness of Accounting Information in the Capital Market(2nd), Shinyoungsa.
- Ki, Eun Sun and Kwang Sook Lee (2016), "Long-run Tax Avoidance Management Ability and Firm Value", *Korean management review*, 45(4), 1407-1434.
- Kim, Eun-Hae (2005), "Value-Relevance of Nonfinancial Information in the REITs", *Corporate Management Research*, 12(2), 1-11.
- Kim, Moon-Hyun (2016), "The influence of Tax Avoidance on Value Relevance of Accounting

- Information”, *Industrial Innovation Research*, 32(2), 153-175.
- Paek, Wonsun and Kwan Choi (1999), “Effects of Persistence of Abnormal Earnings on Relative Pricing Multiples on Book Value of Equity and Earnings”, *Korean Accounting Review*, 24(4), 61-81.
- Lee, Young-Han and Eugene Choi (2017), “An Empirical Study of the Effect of Long-term Tax Minimization Strategy on Value Relevance of Book Income”, *Korean management review*, 46(1), 75-107.
- Lee, Joon-Gyu and Kap Soon Kim (2012), *Corporate Tax Strategy and Tax Accounting Research*(Revised 2nd), YOUNG-HWA JOSE-TONGRAM. CORP.
- Jung, Hyun-UK (2016), “Tax Subsidy and Value Relevance”, *Research of Computers and Accounting*, 14(1). 1-13.
- Choi, Gi-Ho and Jong-Sung Park (2000), “Estimating the Corporate Tax Evasion with Financial Statements”, *Korean Accounting Review*, 25(3), 79-104.
- Barth, M. E., J. A. Elliott, and M. A. Finn (1999), “Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings”, *Journal of Accounting Research*, 37, 387-413.
- Barth, M., W. Beaver. and W. Landsman (2001), “The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standards Setting: Another View”, *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77-104.
- Collins, D., E. Maydew and I. Weiss (1997), “Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years”, *Journal of Accounting and Economics*, 24, 39-67.
- Hanlon, M. (2005), “The Persistence and Pricing of Earnings, Accruals, and Cash Flows When Firms Have Large Book-Tax Differences”, *The Accounting Review*, 80(1), 137-166.
- Subramanyam, K. R. and Mohan Venkatachalam (1998), *The Role of Book Value in Equity Valuation: Does the Stock Variable Merely Proxy for Relevant Past Flows?*(Working paper SSRN).
- Lev, B. and D. Nissim (2004), “Taxable Income, Future Earnings, and Equity Values”. *The Accounting Review*, 79(4). 1039-1074.
- McGuire, S., S. Neuman, and T. Omer (2013), *Sustainable Tax Strategies and Earnings Persistence*(Working Paper SSRN).
- Minton, B., C. Schrand, and B. Walther (2002), “The Role of Volatility on Forecasting”, *Review of Accounting Studies*, 7(2-3), 195-215.
- Neuman, S., T. Omer, and M. Shelley (2013), *Corporate Transparency, Sustainable Tax Strategies, and Uncertain Tax Activities*(Working paper SSRN).
- Ohlson, J (1995), “Earnings, Book Value, and Dividends in Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, 11, 661-687.
- Setphen H. Penman and Xiao-Jun Zhang (2002), “Accounting Conservatism, The Quality of Earnings, and Stock Returns”, *The Accounting Review*, 77(2), 237-264.
- Scholes, M., M. Wolfson, M. Erikson, E. Maydew, and T. Shevlin (2008), *Taxes and Business Strategy : A Planning Approach*(4th ed), Prentice Hall.