

기업지배구조가 가중평균자본비용과 조세회피간의 관련성에 미치는 영향

이화령*, 김진섭
부산대학교 대학원 경영학과

The Effect of Corporate Governance on Weighted Average Cost of Capital and Tax Avoidance

Lee Hwa Ryeong*, Kim Jin Seop

Division of Management and Accounting, Pusan University

요약 본 연구의 목적은 강한 기업지배구조가 조세회피와 가중평균자본비용 간 관련성에 미치는 영향을 실증 분석하는 것이다. 표본은 2012년부터 2014년 3개년 사이에 거래소 상장기업 중 금융업에 속하지 않은 12월 결산법인 716개를 대상으로 하였으며, 회귀분석을 사용하였다. 연구 결과, 기업지배구조는 가중평균자본비용에 음(-)의 유의적인 관련성이 있는 것으로 나타났다. 대주주지분율과 외국인지분율이 높을수록 해당기업의 회계정보에 대하여 신뢰를 갖고 투자자들의 정보위험이 감소하며 요구수익률이 감소하여 기업은 낮은 자본비용을 부담하게 된다는 것을 의미한다. 둘째, 조세회피는 가중평균자본비용에 양(+)의 영향을 미친다는 결과가 나왔다. 조세회피를 할 것으로 예상되는 기업의 회계정보의 질을 낮게 평가할 것이다. 이에 따라 정보위험이 증가하고 그 영향으로 요구수익률이 높아지면 자본비용증가로 이어질 것으로 해석된다. 다음으로, 기업지배구조와 조세회피 간 상호작용은 가중평균자본비용에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업지배구조는 조세회피와 가중 평균자본비용에 중요한 역할을 하며, 강한 기업지배구조는 조세회피에 감소영향을 준다. 또한 자본시장에서 기업이 지불해야할 가중평균자본비용을 감소시키는 효과가 있는 것으로 나타났다.

Abstract This paper examines the effects of strong corporate governance for listed companies in accessing capital markets from the point of view of the weighted average cost of capital. Results found that corporate governance had a significant negative(-) relation to the weighted average cost of capital. This finding is consistent with previous research and implies that the higher shareholder ownership and foreign ownership have confidence in the financial information of the company, and therefore, risk is reduced for investors. This results in lower expected rates of return and companies will pay a lower cost of capital. Second, tax evasion had a positive effect(+) on the weighted average cost of capital. The low quality of corporate accounting information is expected to increase tax avoidance. Accordingly, this results in increased risk. If the required rate of return is high in its impact, it leads to increased capital costs. In addition, corporate governance and tax avoidance factors showed a negative affect (-) on the weighted average cost of capital. Corporate governance plays an important role in tax avoidance and the weighted average cost of capital, and strong corporate governance reduces the impact on tax avoidance. In addition, the weighted average cost of capital in capital markets showed the reducing effect.

Keywords : corporate governance, the weighted average cost of capital, tax avoidance, Foreign Investors Ownership, Large Ownership

*Corresponding Author : Lee Hwa Ryeong (Busan National University.)

Tel: +82-10-8917-7277 E-mail:kvell89@pusan.ac.kr

Received April 24, 2017

Revised May 11, 2017

Accepted May 12, 2017

Published May 31, 2017

1. 서론

1.1 연구의 배경과 목적

본 연구의 목적은 강건한 기업지배구조가 조세회피와 자본비용 간 관련성에 미치는 영향을 실증 분석하는 것이다. 구체적으로, 우수한 기업지배구조는 조세회피를 줄일 수 있으며, 자본시장에서는 우수한 기업지배구조를 가진 조세회피가 낮은 기업에 대해 신뢰성을 제공하여 회계정보의 투명성을 높게 평가할 것이다. 따라서 투자자들은 위험에 따른 요구 수익률이 높아지게 되어 이 영향으로 기업이 자금을 차입할 때에 지불해야하는 자본비용의 부담이 감소할 것으로 예상된다.

1.2 연구범위와 조사방법

본 연구는 2012년부터 2014년까지 한국거래소에 상장되어있는 유가증권시장에 상장된 716개 기업을 대상으로 최소자승회귀분석(least square regression analysis)을 이용하여 실증분석을 실시한다. 구체적으로, 상장기업을 대상으로 강건한 기업지배구조를 가진 기업이 자본시장에서 어떤 영향을 미치는가를 가중평균자본비용(weighted average cost of capital)의 관점에서 검증하고자한다. 가중평균자본비용은 자기자본비용과 타인자본비용을 동시에 고려하여 기업의보다 효율적인 자본조달의사결정을 확인할 수 있다는 장점이 있다. 또한, 본 연구는 기업지배구조가 조세회피행위에 미치는 영향에 대해서도 중점적으로 연구하고자한다.

2. 선행연구

2.1 기업지배구조의 선행연구

기업지배구조에 관한 선행 연구 중 [2]는 기업지배구조는 주주 부의 극대화하기 위한 기업 활동을 감시하고 감독하는 것으로 정의하고 기업지배구조는 내부, 외부 지배구조로 나뉘어진다고 하였다. 내부기업지배구조는 이사회, 지배주주, 감사위원회 등이며, 외부기업지배구조는 외부감사인, 외국인투자자, 외부평가기관 등으로 기업지배구조를 나누어 정의 했다. [8]은 기업지배구조와 보수성의 관계를 분석하였다. 기업지배구조수준이 높을수록 회계정보의 보수성은 증가하는 것으로 나타났다. 공시수준이 높을수록 회계정보의 보수성이 증가하는 것

으로 나타났으며, 다른 부문은 회계정보의 보수성에 영향을 거의 미치지 않는 것으로 나타났다. 이 영향으로 회계의 투명성이 증가될 것으로 예상된다고 하였다.

2.2 가중평균자본비용의 선행연구

[9]에 따르면 기존의 경제성분석에서 사용하였던 타인자본만이 아니라 자기자본에 대한 비용도 포함되어야 함을 주장하고 이에 대한 모형으로서 가중평균자본비용을 사용하였다. 사례연구로 연도별 타인자본과 가중평균자본비용을 비교함으로써 가중평균자본비용을 경제성분석의 자본비용으로 사용하여야함을 서술하였다. [10]은 자본구조에 있어 가장 큰 문제는 기업이 타인자본을 어떻게 적절히 이용할 수 있는가하는 점이며, 이를 위해 타인자본비용을 측정하는 것이라 하였다. 타인자본비용을 측정하는 경우 기업이 타인자본을 이용함으로써 얻는 이익과 위험을 서로 비교하여 최적자본구조를 이루는 것이 중요한 문제라 하였다. 최적자본구조를 구하기 위하여 가중평균자본 비용과 레버리지 증감을 보았다.

2.3 조세회피의 선행연구

[6]은 기업지배구조에서 지배주주의 소유와 지배 사 이가 조세회피에 영향을 미치지 않을 것으로 보고, 기업 지배구조 점수가 높을수록 조세회피는 감소하는 것으로 분석하였다. [7]은 대주주지분율이 높을수록 조세회피성향에 양(+)의 관련성이 있으며, 외국인지분율이 높을수록 조세회피성향과 음(-)의 관련성이 있는 것으로 분석하였다. [1]은 기업지배구조와 관련된 요인들이 잠재적으로 조세회피에 중요 요인이라 하였다. 경영자의 기회주의적 행동과 조세회피가 상호보완적이라면 대주주지분율과 외국인지분율도 기업지배구조의 구성 일부로써 조세회피에 영향을 준다 하였다. 선행연구에 따라 조세회피와 기업지배구조에는 밀접한 영향이 있을 것으로 보인다.

3. 연구설계

3.1 연구가설

최근, 주주들의 이익을 보호하기 위해 기업지배구조에 초점을 두어야한다는 의견이 많아지고 있는 추세이다. 무엇보다 중요한 것은 기업지배 구조가 자본 조달에

가장 밀접한 관련성을 갖기 때문이다. 기업지배구조가 강건한 기업일수록 주주의 권리보호와 공시에 대한 평가가 높아져 자본비용을 낮출 수 있다고 보기 때문이다.

[11]의 연구에서는 사외이사비율은 이사회의 독립성을 판단하는 기준으로써 자율공시의 역기능이 완화되어 정보 위험과 대리인위험을 감소시킴으로써 자기자본비용 또한 감소되는 것으로 분석된다. 선행연구를 종합해보면, 강건한 기업지배구조를 가진 기업은 대리인위험을 감소시키므로 회계의 신뢰성을 높게 평가받게 되고 낮은 자본비용을 부담하게 된다는 것이다. 따라서, 본 연구는 이상의 선행연구의 주장을 바탕으로 기업지배구조는 가중평균자본비용에 음(-)의 관계가 나타날 것으로 예상되어 다음과 같은 가설을 설정한다.

<가설 1> 기업지배구조는 가중평균자본비용에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

과거의 경영자의 조세전략은 소극적이었던 데에 반하여 최근의 경영자는 적극적인 조세회피의 경향을 띄게 되었다. 이에 조세회피로 인한 회계정보의 불투명성은 경영자의 사적이익추구행위를 유발하고, 기업에 대한 신뢰도를 떨어뜨려 정보위험성이 매우 크다는 인식을 주어 자본비용이 증가 할 것이다. 그러므로 조세회피는 가중평균자본비용의 증가에 영향을 주고, 주주의 이익에 손해를 미칠 수 있다.

기업으로부터 제공받는 재무정보에 대해 투자자들이 느끼는 정보위험이 클수록 그 대한 요구수익률인 자본비용이 증가하게 된다. 결국 자본비용은 정보이용자인 투자자가 느끼는 회계정보의 질에 대한 평가를 반영하고 있다고 할 수 있으며, 이런 점에서 자본비용은 정보이용자 측면의 회계정보의 질 대응치로 사용될 수 있으며 특히 투자자가 판단하는 회계정보의 질은 기업의 자본비용에 중요한 영향을 미친다고 하였다[1]. 조세회피 기업은 정보이용자들에게 투자위험이 큰 기업으로 분류되어 자금 조달에 어려움이 생기며 높은 이자를 부담할 것이다. 이에 따라 가중평균자본비용이 상승할 것으로 예상된다. 본 연구는 이상의 선행연구의 주장을 바탕으로 다음과 같은 가설을 설정한다.

<가설 2> 조세회피는 가중평균자본비용에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

조세회피와 기업지배구조에 관한 논문인 [3]은 기업의 소유구조는 기업지배구조의 일부이며 조세회피에 영향을 미친다고 하였다. 조세 회피 기업은 정보위험성이

매우 크기 때문에 높은 자본비용을 지불하게 되고, 감사인 규모가 클수록 투자자들의 회계정보에 대한 신뢰도가 증가할 것이다. 이에 대한 선행연구인 [4]은 감사품질이 조세회피와 자본비용 간의 관계에 차별적 영향을 미치는 지를 검증하였다. 감사품질이 높을수록 조세회피와 자본비용 간의 양(+)의 관계가 줄어들는 것으로 나타나, 자본시장에서 감사품질이 조세회피로 인한 기업의 자본비용 부담 증가를 완화시켜주고 있음을 보여주었다. 따라서, 기업지배 구조가 강건한 기업일수록 조세회피 유인이 줄어들고 이에 따라 정보위험이 감소되어 기업이 부담해야할 요구수익률이 낮아질 것이므로 가중평균자본비용 또한 낮아질 것이다. 본 연구는 이상의 선행연구의 주장을 바탕으로 가설을 설정한다.

<가설 3> 기업지배구조와 조세회피간의 상호작용은 가중평균자본비용에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

3.2 연구모형

$$WACC_t = \beta_0 + \beta_1 CS + \beta_2 FORE + \beta_3 B + \beta_4 LEV + \beta_5 SIZE + \Sigma YD \quad (식1)$$

$$ETR = \frac{\sum_{t=2}^N \text{법인세비용}}{\sum_{t=1}^N \text{세전이익}}$$

국내의 많은 조세회피에 관한 논문들은 BTD를 사용하고 있지만 BTD는 구성요소 데이터 수집이 까다롭고, 이는 측정 오차를 불러일으킬 위험이 있으므로 [3] 유효 법인세율(ETR)을 이용하였다 ETR은 Fn-Guide에서 얻은 데이터를 기반으로 법인세율과 법인세차감전순이익을 나눈 값으로 사용하였다.

$$WACC = \beta_0 + \beta_1 ETR + \beta_2 B + \beta_3 LEV + \beta_4 SIZE + \Sigma YD \quad (식2)$$

$$WACC = \beta_0 + \beta_1 CS + \beta_2 FORE + \beta_3 ETR + \beta_4 B + \beta_5 LEV + \beta_6 SIZE + \Sigma YD \quad (식3)$$

4. 연구분석

4.1 기업지배구조가 가중평균자본비용에 미치는 영향 (가설1)

Table 1을 보면 F 값이 1% 이내로 나타나 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다.

Table 1에 의하면 지배구조지분율(CS)이 -0.011로 기대부호와 일치하는 결과가 나왔다.

Table 1. is a regression analysis to test the hypothesis 1

variable	expect.	coeff.	t
intercept		0.062	8.508***
CS	-	-0.011	-3.296***
FORE	-	-0.003	-1.707*
BETA	+	0.041	27.274***
LEV	-	-0.019	-3.036**
SIZE	-	-0.109	-3.036**
YD		Yes	
F		144.167***	
adjusted		0.584	
Sample		716	

가중평균자본비용(WACC)은 지배주주지분율(CS)와 -0.011로 음(-)의 값이 나왔는데 이 결과는 대주주지분율이 높을수록 감시와 모니터링을 잘 수행하며 정보비대칭을 감소하여 우수한 지배구조기업에 투자자들의 요구수익률이 작아지는 것으로 가중평균자본비용이 감소하는 것을 의미한다. 총자산(SIZE)은 -0.109로 가중자본 추정치와 음(-)의 상관관계를 보이는데, 이것은 선행연구와 일치하며, 기업의 총자산규모가 클수록 가중평균자본비용이 낮다는 것을 알 수 있다. 대주주지분율과 외국인투자자는 정보비대칭 완화하며 정보위험을 줄여 가중평균자본비용을 줄이는 데에 효과적인 역할을 수행 할 것으로 보인다. 따라서 조세회피와 가중평균자본비용에 음(-)의 영향을 줄 것이라는 가설을 지지한다.

4.2 조세회피가 가중평균자본비용에 미치는 영향(가설2)

Table 2. is a regression analysis to test the hypothesis 2.

variable	expect.	coeff.	t
intercept		0.007	7.365***
ETR	+	0.004	8.787***
BETA	+	0.001	-9.621***
LEV	-	-0.163	-6.792***
SIZE	-	-0.155	-1.974**
YD		Yes	
F		193.484	
adjusted		0.618***	
Sample		716	

Table 2를 보면 F 값이 1% 이내로 나타나 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다.

ETR 0.004와 LEV -0.163은 음(-)의 관련성을 가지는데 이것은 부채가 커지면 이자비용을 통하여 지불해야 할 조세가 작아질 것 이므로 조세회피를 하려는 경향이 줄어드는 것으로 해석 할 수 있다. 통제변수인 부채 비율(LEV) -0.163은 부채가 많은 기업들은 이자비용을 통한 감세효과로 인해 비부채감세 수단으로써의 조세회피에 다소 소극적이므로 조세회피와 부채비율은 음(-)의 관련성을 갖는다는 선행연구와 같은 음(-)의 결과가 나왔다 [5]. 이는 조세회피 기업은 정보이용자들에게 투자위험이 큰 기업으로 분류되어 자금 조달에 어려움이 생기며 높은 이자를 부담할 것이고, 이에 따라 가중평균자본비용이 상승할 것이라는 가설 과 지지하는 결과이다.

4.3 기업지배구조와 조세회피 간 상호작용이 가중평균 자본비용에 미치는 영향 (가설3)

Table 3. is a regression analysis to test the hypothesis 3.

variable	expect.	coeff.	t
intercept		0.058	8.474***
CS	-	-0.012	-3.898***
FORE	-	-0.002	-1.664*
ETR	-	-0.007	-9.960***
BETA	+	0.042	29.143***
LEV	-	-0.018	-6.904***
SIZE	-	-0.077	-2.265**
YD		yes	
F		156.041***	
adjusted		0.634	
Sample		716	

Table 3을 보면 F 값이 1% 이내로 나타나 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다.

Table 3 또한 지배주주지분율(CS), 유효법인세율(ETR)이 기업지배구조와 조세회피간 상호작용(CS*ETR)은 가중평균자본비용에 -0.007로 유의한 음 (-)으로 나타나 가설 3을 지지하는 것으로 해석할 수 있다. 체계적 위험 (BETA)은 기업위험에 대한 변수로 WACC와 양(+)의 영향을 줄 것으로 예상했던 0.042로 예상과 같으며, 선행연구의 CAMP모형에 의하면 체계적 위험(BETA)는 자본비용과 양(+)의 관련성을 갖는다[1]는 결과와 일치한다. 그러므로 기업지배구조가 강건한 기업일수록 조세회피 유인이 줄어들고 이에 따라 정보위험이 감소되어 기업이 부담해야할 요구수익률이 낮아질 것 이므로 가중평균자본비용 또한 낮아질 것이라는 가설 3을 지지한다.

5. 결론

5.1 연구결과 요약

본 연구는 기업지배구조는 기업의 조세회피와 가중평균자본비용에 중요한 역할을 할 것으로 보이며 강건한 기업지배구조는 조세회피에 감소 영향을 줄 것으로 보인다. 이 영향으로 자본시장에서 기업이 지불해야 할 가중평균자본비용을 감소시키는 효과가 있을 것으로 예상하고 연구를 실시하였다.

기업지배구조가 기업의 가중평균자본비용과 조세회피간의 관련성에 미치는 영향을 검증하였다. 주된 변수 중 기업지배구조변수는 내·외부 구조에서 지배주주지분율(CS)을 사용하였다. 재무보고이익과 세무보고이익의 차이에 대한 변수들의 대응으로 유효법인세율(ETR)을 사용하여 연구를 하였으며, 표본은 2012년도부터 2014년도 3개년 사이에 거래소 상장기업 중 금융업에 속하지 않은 12월 결산법인 716개를 대상으로 하였다.

연구 결과, 기업지배구조는 가중평균자본비용에 음(-)의 유의적인 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 선행 연구와 같이 대주주지분율과 외국인지분율이 높을수록 해당기업의 회계정보에 대하여 신뢰를 갖고 투자자들의 정보위험이 감소하며 요구수익률이 감소하여 기업은 낮은 자본비용을 부담하게 된다는 것을 의미한다. 둘째, 조세회피는 가중평균자본비용에 양(+)의 영향을 미친다는 결과가 나왔다. 조세회피를 할 것으로 예상되는 기업의 회계정보의 질을 낮게 평가할 것이다. 이에 따라 정보위험이 증가하고 그 영향으로 요구수익률이 높아지면 자본비용증가로 이어질 것으로 해석된다.

다음으로, 기업지배구조와 조세회피 간 상호작용은 가중평균자본비용에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업지배구조는 조세회피와 가중 평균자본비용에 중요한 역할을 하며, 강건한 기업지배구조는 조세회피에 감소영향을 준다. 또한 자본시장에서 기업이 지불해야 할 가중평균자본비용을 감소시키는 효과가 있는 것으로 나타났다. 본 연구는 기업지배구조원의 지배구조 평가지수를 사용하지 않고 그 대응치(proxy)로 지배구조의 내·외부 지배구조로 나누어 각각을 대표할 변수를 선택하였다. 또한 기존의 선행연구들은 타인자본비용과 자기자본비용 중 선택하여 분석을 하였지만 본 연구는 각 자본의 원천별로 적절한 기준에 의하여 가중평균 한 가중평균자본비용(WACC)을 사용하였다. 끝으로 조세회피가 상당

한 비용이 발생하여 부정적인 영향을 줄 수 있다는 것을 보여주었고, 기업지배구조가 조세회피와 가중평균자본비용에 부정적인 관계를 완화할 수 있다는 실증적인 증거를 제시하였다는 점에서 의의가 있다. 이런 결과는 중요한 시사점을 제공하며, 연구자들에게도 흥미로운 주제를 제공할 것이라 생각한다.

5.2 연구의 한계점 및 미래연구방향

현재 논문연구 진행 중이며 보다 더 적절한 변수를 찾기 위하여 다른 대응변수를 써야 할 것이다. 상호작용항을 추가하고, 유효법인세율(ETR)은 단기간의 법인세와 법인세차감전순이익만으로 측정되기 때문에 해당 시점 전이나 후의 영향은 반영하지 못하므로 단기적인 성질을 보완하기 위해 누적유효법인세율을 사용하여야 할 것으로 생각된다.

Reference

- [1] Francis, J., R. La Fond, P. Olsson, K. schipper, Costs of Equity and Earnings Attributes, The accounting Review vol. 79, no. 4, pp. 967-1010, 2004.
- [2] Rezaee, Z. 2002. Financial Statement
- [3] Kang, Jeong-yeon, Tax Avoidance and Corporate Transparency, vol. 2012. no. 2, pp. 74-111, 2012.
- [4] Kim, Eun-Joo, The Effect of Tax Avoidance and Audit Quality on the Cost of Equity, 2012.
- [5] Park Jong-guk and Hong Young Eun, "Tax Avoidance and Foreign Ownership", Journal of Accounting Research, vol. 26, no. 1, pp. 105-135, 2009.
- [6] Jin Taehong, Choe Heon-seop, The "large-scale enterprise group corporate governance and tax avoidance," Taxation Research, vol. 12, no. 1, pp. 163-184, 2012.
- [7] Choi Dongchun, Seo Jeong-rok, "Relationship between Corporate Governance and Tax Avoidance", Accounting Research, vol. 18, no. 1, pp. 1-27, 2012.
- [8] Choe Hyeon-dol, Yun Jaewon, "impact of corporate governance on the conservatism of accounting information." Accounting Research, vol. 31, no. 4, pp. 145-174, 2006.
- [9] Kim Tae Sung Goo il Seo, A Study on the Economic Evaluation of Investment Using Weighted Average Cost of Capital, Journal of the Korean Society for Safety Management Science vol. 3, no. 4, pp. 135-144, 2001.
- [10] Choi, Yong - Sub, An Empirical Study on the Capital Cost and Optimal Capital Structure of Listed Companies in Korea, 1996.
- [11] sin ho young, corporate governance structure influence

on the relationship between voluntary disclosure and cost of equity, 2014

이 화 령(Hwa-Ryeong Lee)

[정회원]



- 2017년 2월 : 부산대학교경영학과 (회계학 석사)
- 2017년 3월 ~ 현재 : 부산대학교 경영학과 (재무·세무회계전공 박사과정)

<관심분야>

재무회계, 세무회계

김 진 섭(Jin-Sep Kim)

[정회원]



- 1991년 2월 : 한남대학교 회계학과 (경영학학석사)
- 1997년 2월 : 한남대학교 회계학과 (경영학박사)
- 1998년 3월 ~ 2006년 2월 : 밀양대학교 회계정보학과 교수
- 2006년 3월 ~ 현재 : 부산대학교 경영대학 경영학과 교수

<관심분야>

재무회계, 세무회계