산학경영연구 제20권 제1호 2007년 4월

조세지원제도의 기업가치관련성에 관한 연구

최 헌 섭
홍익대학교 상경대학
hschoi@hongik.ac.kr
박 종 오
숭의여자대학
dauphine@sewc.ac.kr

이 연구는 조세특례제한법상 세액공제 및 세액감면 등의 직접감면과 준비금 손금산입 등의 간접감면의 세제혜택이 기업가치와 관련성이 있는지를 Ohlson(1995)모형을 토대로 1999년부터 2001년까지 3개년도 제조업을 대상으로 총 497개를 대상으로 실증분석하였다. 연구결과 주주지분 장부가치측면에서 직접 감면제도에 의한 기업합리화 적립금(누적액)과 당기전입 기업합리화적립금이 기업가치에 긍정적인 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 세제지원의 성격과 사후관리제도의 정도 및 지속성의 차이로 인하여 기업가치 관련성에 있어서 서로 차이가 있을 수 있음을 보여주는 것이라 할 수 있다. 특히, 주주지분 장부가치측면과 회계이익측면에서 각각의 감면제도가 기업가치에 미치는 정도의 차이가 있는 것으로 나타났다. 이는 정책당국에서 간접감면제도의 조세정책적 실효성을 재검토 할 필요성의 여지를 가질 수 있음을 보여주고 있다.

< 색인어 > 기업가치, 조세지원제도, 직접감면, 간접감면

Ⅰ. 서론

경제정책의 전환기에는 정치·경제·사회적으로 커다란 변화와 개혁이 따라야 하는 것은 주지의 사실일 것이다. 이러한 시기에 특히 강조되는 것이 기업의 조세정책이나 경영합리화 방안과 기업내재가치의 증대와 기업재무구조의 개선이 절실히 요구되고 있는 실정이다. 최근 기업들은 글로벌化와 더불어 국내의 실업 등을 해소하고 국가경제의 지속적인 성장 발전의 원동력이 되어, 고용의 안정과 소득의

논문제출일 : 2006. 12 게재확정일 : 2007. 3

재분배를 통한 국가 경제발전과 국가경쟁력에도 크게 기여하므로 안정된 기업경영은 곧 국가와 기업 모두의 건전한 성장과 발전에 지대한 영향을 미칠 것이라 사료된다. 이로 인하여 정부정책 입안자들은 건전한 기업경영의 발전을 저해하는 요인들을 개선하고 기업내실을 다질 수 있는 정책적인 재무구조개선내지 경영합리화의 방침과 관련하여 조세법적 차원에서 기업들을 지원하고 있다. 이러한 기업에 대한 세제지원은 조세를 직접감면해주는 세액공제 및 세액감면과 간접적 감면방법으로 조세혜택을 부여하고 있다. 그러나 이러한 기업에 대한 세액공제나 과세면제 및 감면제도는 법인세부담액에 대한 공평성을 저해한다는 목소리도 다소 제기되고 있으며, 또한 각종 조세지원제도의 유효성에 문제가 있는 것도 사실이다.

한편 조세법상 각종 세액공제나 세액감면 또는 소득공제의 조세지원혜택을 받은 경우에는 그 혜택의 목적이 산업정책상의 지원을 통하여 지원대상기업의 재무구조와 기업발전 영향을 추구하기 위한 것임을 고려하여 혜택의 효과가 주주에 대한 배당 등으로 사외 유출되어 조세지원의 취지가 퇴색되는 것을 방지하도록 하는 시스템이 기업합리화 적립금의 적립의무인 것이다. 비록, 조세지원제도에 의한 기업합리화 적립금의 의무적립이 2002년도 세법개정으로 폐지되었지만, 이러한 강제 적립액이 기업가치와 부합되게, 기업의 투자촉진 등으로 이어져 실질적으로 기업가치의 긍정적인 창출효과가 나타나는지의 여부를 살펴봄으로써, 기업합리화 적립금의 의무적립의 유용성 여부와 더불어 간접감면제도의 기업가치관련성을 검증해 볼 필요가 있다.

이에 따라 본 논문에서는 직접감면인 기업합리화 적립금과 간접감면인 각종의 손금산입한 제 준비금을 구분하여 연구 분석하되, 강제적 유보와 제 준비금의 임의적립금 설정액이 기업의 내재가치의 상승효과로 인하여 기업가치에 미치는 정(+)의 효과를 평가함과 아울러 또한 직접간면액과 간접감면액 중 어느 감면방법이 기업의 가치평가에 더 영향을 미치는지를 실증연구를 통하여 분석하고자 한다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

1. 조세감면제도

조세란 국가 또는 지방자치단체가 수입을 획득하기 위하여 법률의 규정에 의하여 직접적인 반대급부 없이 자연인이나 법인에게 부과하는 경제적 부담액이며, 조세감면제도는 국가가 특정한 정책목표를 성하기 위하여 특정의 경제활동 및 특

정의 업종의 소득 내지 특정기업에 대하여 조세부담액을 적게 하여 주는 제도이다. 또한 조세지원이란 국가가 특정의 정책목적을 달성하기 위하여 세금을 경감하여 주는 행위를 말한다. 조세지원은 세제상 특별조치에 의해 주로 특정기업이나 특정한 산업에 대하여 조세부담을 경감하여 주거나 면제하는 제도이다. 이는 특정부문에 대하여 조세혜택을 줌으로서 차별적 적용을 통하여 상대적으로 유리한 조건을 부여하게 되어 이러한 차별적 적용은 경제의 불균형적인 발전에 따른 국가의 경제과정에 개입이 불가피함을 보여주는 단적인 예라 할 것이다.

이러한 조세지원제도는 조세법으로 명시되어 있고 법인세법 및 조세특례제한법 등 규정으로 구성되어 있으며 이를 구분해보면 직접감면제도와 간접감면제도로 나눌 수 있다. 조세지원에 대한 이론적인 접근을 살펴보면, 정부의 경제정책의 일환으로 발생되는 조세지원제도 하에서도 단순히 기간연장에 기인하는 감면제도와 특별한 반대급부 없이 납부할 조세를 차감하여 주는 것으로 나눌 수 있다. 전자의 경우를 간접 감면제도라 하고 후자의 경우를 직접 감면제도라 한다. 구체적인 구성내용을 명시해 보면 간접 감면제도는 법인세 납부시기를 연기시켜 주는 조세지원제도로 특별상각, 준비금의 손금산입 등으로 구성되고 직접 감면제도는 법인세액 또는 과세소득을 직접적으로 감소시켜 주는 조세경감제도로서 세액공제 및 세액감면과 소득공제 등이 있다.

(1) 직접감면제도

국가의 경제정책 중 특히 조세정책과정은 조세부담을 무겁게 과세하거나 또는 조세부담액을 일부 또는 전부를 면제해 주어 실질적인 정부보조금 행태로의 기업에 귀속시켜 주는바 그 행태를 살펴보면 소득공제, 세액감면 및 세액공제 등이 있다.

1) 소득공제

소득공제란 조세정책적 목적에서 특정 소득에 대한 법인세를 부과하지 않기 위하여 법인세 과세표준을 계산할 때 각 사업연도의 소득금액에서 일정한 소득금액을 공제하는 제도이다. 법인이 소득공제를 받고자하는 경우에는 법인세 과세표준 신고서에 당해 소득공제에 관한 명세서를 첨부하고, 공제받은 세액상당액을 기업합리화적립금으로 적립하여야 한다. 소득공제 항목은 해외사업에 대한 소득공제, 증자소득공제 등이다.

2) 세액감면

법인의 세액감면은 특정소득에 대한 전액 또는 일정률에 상당하는 법인세를 면제해 주기 때문에 그 면제 받은 세액상당액을 기업합리화 적립금으로 적립하여야 한다. 세액감면 항목은 창업중소기업에 대한 법인세 감면, 농공단지 입주기업에 대한 법인세 감면, 의료취약지구내 신설병원에 대한 법인세 감면, 위탁영농회사에 대한 법인세 감면, 사업전환 중소기업에 대한 법인세 감면, 중소제조업에 대한 특별세액 감면, 기숙사 운영사업에 대한 법인세 감면, 산림개발소득에 대한 법인세 감면, 기술이전소득에 대한 법인세 감면, 산업합리화에 따른 자산양도의 법인세 감면 등이다.

3) 세액공제

세액공제는 법인세법상 세액공제제도가 있지만, 기업합리화적립금의 적립대상이 되는 조세특례법상의 세액공제제도에 제한된다. 법인세법상의 세액공제도 기업가치를 증가시키나 현실적으로 재무제표공시 자료에 포함되지 않기 때문에 편의상 미처분이익잉여금계산서의 기업합리화적립금을 이용하는데 따른 제약이 따르기 때문이다. 세액공제 항목은 외국납부세액공제, 재해손실세액공제, 중소기업투자세액공제, 기술 및 인력개발비세액공제, 기술 및 인력개발을 위한 투자세액공제, 의료취약지역 병원신설에 대한 투자세액공제, 지방이전기업의 설비투자세액공제, 법인본사 지방이전에 대한 투자세액공제, 산업합리화 시설투자세액공제, 생산성향상 시설투자세액공제, 특정설비 투자세액공제, 의료기기 투자세액공제, 임시투자세액공제, 근로자복지증진을 위한 설비투자세액공제 등이다(한영희 1998).

조세법 중 조세특례제한법에 의거한 조세감면제도를 살펴보면 세액감면, 소득공제, 세액공제 등의 특혜를 받는 기업은 당해연도의 이익잉여금 처분 시 소득공제에 상당하는 법인세액 등의 경감상당액을 임의적립금과 달리 법정적립금으로 분류하여 자본항목의 기업합리화적립금으로 적립하여야 하는 강제적립금으로 재무구조개선을 유도한다는 취지로 도입되었으나, 다소 그 도입배경과의 취지가 다르다고 판단하여 배당 등의 유출로 실효성이 없어 강제 적립규정을 2002년 12월 11일자로 폐지하였다. 또한 그 목적취지와 부합하기 위하여 과세당국은 사후관리를 행하였고 법정적립금에 해당하는 기업합리화 적립금의 사용은 제한규정을 두어 반드시 이월결손금 보전 및 자본전입 이외에는 사용할 수 없도록 조세특례제한법

에 규정하였다.

(2). 간접감면 제도

각종 준비금과 특별상각을 간접 감면제도라고 하며 세법에서는 특별비용이라고도 한다. 간접감면은 일정 기간 동안 조세징수를 연기함으로써 기업이 절감되는 세액만큼 무이자의 자금을 이용할 수 있는 효과가 있다. 즉 간접감면은 일시적으로 조세특혜를 부여하지만 차기이후에 일정기간이 경과하면 그 감면금액은 회수되고 아니면 더 많은 이자를 가산하여 징수하게 되므로 당기가 아닌 차기이후로 과세이연방법에 의한 감면방법이다. 이러한 간접감면은 납세자의 지출예산 등에 영향을 주어 국가에서 일정기간 납세자에게 조세특혜에 대한 납세보조금을 무이자로 대부하는 형식을 취하므로 국가는 국고적 기준에 反하고 일시적으로 국고손실이 발생하나 차기이후에 만회되는 것이 간접감면제도의 특징이다.

법인세법상 준비금은 은행·상호신용금고·보험업·증권업 등의 사업을 영위하는 법인에 대하여 은행법 등의 법률에서 강제적으로 설정하도록 규정한 준비금이다. 본 연구에서는 금융 및 보험업을 제외한 제조업을 대상으로 분석하였으므로 금융업과 관련된 법인세법상 준비금은 제외하였다. 舊조세감면규제법상의 준비금 중 자산취득·비용충당 및 손실보전을 위한 준비금은 성격에 따른 분류로 준비금의 목적, 사용의무화 여부, 이자상당 가산액의 추징여부, 임의환입여부에 따라 크게 두 가지로 분류할 수 있다. 첫째, 목적사용을 강제하여 미사용시에는 이자상당 가산액을 추징하고 회사의 사정에 따라 미사용분에 대해서는 조기환입을 허용한다. 즉 자산취득이나 비용충당을 위한 준비금은 중소기업투자준비금, 기술개발준비금, 공장지방이전준비금, 에너지 절약시설투자준비금, 광업투자준비금 등이 있다. 둘째, 목적사용이 강제되지 않아 미사용시에도 이자상당 가산액을 추징하지 않지만 임의환입을 인정하면 조세회피 수단으로 이용될 가능성이 있으므로 당기에 환입해야 할 금액을 초과하여 환입하는 경우에는 그 초과액은 익금에 산입하지 아니한다. 즉 손실보전을 위한 준비금은 수출손실준비금, 해외시장개척준비금, 해외사업손실준비금, 해외시장개척준비금, 해외사업손실준비금, 해외투자손실준비금, 투융자손실준비금 등이 있다(한영희 1998).

(3) 강제적립제도와 기업가치 관련성

조세특례 제한법에 의하여 세액공제, 세액감면 또는 소득공제를 적용받고자 하는 내국법인은 당해 사업연도 이익금처분에 있어서 감면세액 상당액을 기업합리화적립금으로 적립하여야한다. 적립한 기업합리화적립금은 이월결손금의 보전과 자본에 전입하는 용도로만 처분이 가능하다. 적립금액은 소득공제의 경우, 공제받고자 하는 소득금액에 대한 법인세상당액이며, 세액공제, 세액감면은 공제 및 감면받고자 하는 세액에서 공제 또는 감면세액에 부과되는 농어촌특별세(공제 또는 감면세액의 20%)를 차감한 금액이다.

내국법인이 조세특례제한법상 세액공제 및 세액감면 등을 적용받을 경우, 법인기업은 당해 상업연도의 이익처분에 있어서 그 소득공제에 상당하는 법인세액 또는 그 공제감면 받는 세액에 상당하는 금액을 미처분이익잉여금에서 기업합리화적립금으로 대체하여야 한다. 따라서, 기업합리화적립금의 적립과 처분은 회사의 주주지분 장부가치의 크기와 구성에 영향을 미친다고 할 수 있으며, 이와 같은 세제혜택은 중소기업육성, 인구집중의 분산 및 기술개발촉진, 내부자금동원과 재무구조개선 등을 위하여 정부에서 인정하는 것이다. 그러나 기업합리화적립금은 법인기업이 배당으로 자유롭게 처분할 수 없는 잉여금으로서 자본전입과 결손보전 외의 용도로 처분할 수 없는 법정적립금이다. 그러므로 기업합리화적립금의 기업가치 관련성은 이익이 내부에 유보되어 잉여금이라는 긍정적인 효과와 배당 등 자유로운 처분을 할 수없는 사용제약이라는 부정적인 효과의 상대적 크기에 따라 결정될 것이다. 일반적으로 기업합리화 적립금은 재무구조개선 등에 사용될 수 있는 내부유보금이라는 긍정적인 효과가 처분제약이라는 부정적인 효과보다 클 것으로 예상된다.

이와 관련하여, 본 논문에서는 조세특례 제한법의 준비금제도에 따라 매년 회사가 전입하고 일정기간 후 환입한 준비금 잔액의 기업가치 관련성을 검증하고자 한다. 이러한 준비금의 전입 및 환입 시에는 이익잉여금 처분계산서상에 이익잉여금 처분액 및 임의 적립금 등의 이입액으로 기재되며, 회사의 주주지분 장부가치의 크기와 구성에 영향을 미친다,

한편, 조세특례 제한법상의 준비금은 크게 두 가지 종류로 구분할 수 있다. 그 하나는 특정사업에 대하여 조세지원목적으로 세법이 그 금액을 손금으로 인정하고, 일정기간동안 특정형태의 투자 및 외화수입에 소요될 재원을 이익에서 유보시킨 것이 있고, 다른 하나는 기업의 손실을 보전해 주기 위해 이익에서 유보시킨 것이 있다. 법인기업의 준비금잔액이 크다면 3년 내에 기업이 자산취득, 연구 및

인력개발 그리고 유통개선 등을 위하여 투자 할 수 있는 내부금융이 확보되어 있고, 사용기간 내에 목적에 적합하게 사용 될 경우 기업의 미래수익을 개선하는 효과가 있을 것으로 기대할 수 있다.

따라서 적립되어 있는 준비금의 잔액이 클수록 기업가치에 긍정적인 효과가 클 것으로 판단된다, 그러나 준비금이 많다는 것은 일정기간 후에 환입되어 과세될 금액이 많아 법인세부담 증가로 미래의 당기순이익을 감소시킬 수 있고, 환입될 때까지 처분이 제한되어 있으며, 또한 투자목적 준비금이 경우 설정목적대로 사용하지 않거나 임의 환입할 경우 사후관리규정에 따른 이자상당액을 추징당하는 불이익이 있을 수 있다. 이처럼 준비금의 사용에 어느 정도 제약이 있는 것은 적립금으로서의 준비금이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향을 어느 정도 약화시키는 요소가 될 수 있다. 결과적으로 일반적인 법인기업에 있어서, 주주지분 장부가치를 구성하고 있는 준비금은 그 사용 및 처분에 어느 정도 제약이 있지만, 투자 및 연구개발 등의 재원이 내부에 유보되어 있다는 긍정적인 효과가 더 클 것으로 예측된다.

2. 선행연구

우리나라에서 조세감면규정 등이 기업가치 평가에 미치는 영향에 관한 실증연구로서 다양한 방법으로 조세감면규정의 유효성에 대한 연구는 많이 이루어지고 있다. 정규언(1997)은 간접감면 등이 경영자의 자유재량에 의해 임의로 설정할 수 있으므로 법인세와 이익을 조절하는 유인과 수단으로 이용될 가능성과 관련하여 실증연구를 하였다.

정재원(1990)의 연구는 세법상 특별감가상각비와 당해 기업합리화적립금 적립액이 기업가치 평가에 영향을 미치는가를 검증하였는데 표본 대상으로는 1985년부터 1989년까지 5년간 73개의 기업을 대상으로 모형을 추정한 결과, 첫째, 세법상 특별감가상각비가 기업가치 평가에 정(+)의 관계가 있었으며 둘째, 당해 기업합리화적립금 적립액이 기업가치 평가에 정(+)의 영향을 미친다는 실증적 증거를 발견하였다. 이는 투자가들이 기업가치를 평가함에 특별감가상각비와 세액공제 및 세액감면 등이 중요 요인으로 간주됨을 확인하였다.

이만우(1990)의 연구는 과세소득의 크기는 세금부담을 통한 부(-)의 현금흐름과 관련되므로 과세소득과 회계상 기간이익의 차이는 기간이익으로부터 추정할 수 있는 금액보다 추가되는 세금부담에 관한 정보를 제공하는 것으로 보고, 이러한 과세소득의 정보가치를 주가수익률의 변동과 관련시켜 실증적으로 검증하였다. 실

증분석 결과 과세소득과 기간이익의 차이의 크기가 주가수익률과 통계적으로 유의한 부(-)의 관계가 있었다. 즉, 과세소득이 주식시장에서 부(-)의 현금흐름을 유발한다는 측면이 강조되고 있음을 보여주었다. 따라서 과세소득정보가 주가수익률에 영향을 미친다는 실증적 증거가 발견됨에 따라 이를 적절하게 공시하여야 할 필요성이 제기되었다. 한편, 이만우(1990)의 연구는 특정기업의 주식의 가치는 미래현금흐름의 현재가치로 평가될 수 있기 때문에 세금절약을 통한 현금흐름이 유리한 주가반응을 가져올 것이라고 보고, 기업이 세법상 인정하는 각종 준비금을 설정하여 세금혜택을 얻은 경우 유리한 주가반응이 나타나는지를 검증하였다. 실증결과, 준비금의 세금혜택에 대하여 통계적으로 유의한 주가반응은 없었다. 그 이유로 회계이익의 증가율변수와 절세효과변수와의 상관관계가 매우 높고 사전적으로 주가에 이미 반영되었기 때문으로 해석하였다.

한영희(1998)의 연구는 1991년부터 1995년까지를 검증기간으로 하고 1984년 이전에 상장된 228개 기업으로 1985년부터 1995년까지 법인세를 계속하여 납부한 기업 102개 기업을 표본기업으로 하여 회계이익의 정보효과를 조사하고, 과세소득정보인 법인세, 직접감면과 간접감면을 독립변수로 하는 확장된 회귀모형을 이용하여 조세감면규정의 정보효과를 조사하였다. 여기에서 법인세와 산업별 및 연도별로 더미변수(dummy variable)로 하는 회귀모형을 설정하여 법인세와 직접감면 또는 간접감면이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가를 살펴보았다. 또한 산업별 및 연도별 각 그룹의 평균사이에 특정한 차이가 있는가를 Duncan의 다중비교(multiple comparison)[1]분석을 하였다. 회계이익정보에 추가하여 조세감면규정인 직접감면과 간접감면이 기업가치에 대하여 얼마나 설명력이 있는가를 검증한 결과, 직접감면과 간접감면은 기업가치를 평가하는데 정보이용자에게 유용한 정보로서 정보효과가 있었다. 또한 다중비교 분석결과 산업별 및 연도별로 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다.

김권중(1997)의 연구는 자산재평가로 인한 회계정보의 유용성 저해 논쟁을 검토하고, 나아가서 재평가 후 제공되는 회계수치(증가된 자기자본)의 유용성 여부를 실증적으로 분석하였다. 자산 재평가를 하면 감가상각비 증가에 의한 조세부담의 감소와 추후 자산양도시의 재평가차액에 대한 비과세 등의 조세절감효과가 발생하고, 장부상 자산가액 및 자기자본이 증가하게 되어 사채발행능력 확대 등의 재

1) F검정을 이용한 분산분석이 모집단 평균들간의 차이가 유의적인지 여부를 판정하는 거이라면, 다중비교법이란 각 쌍(예를 들어 산업별.연도별)의 평균 간 특정한 차이가 주어진 신뢰도하에서 유의할 만한지를 확인할 수 있는 검정방법이다.

무적 효과가 발생하게 된다. 그러나 재평가 후 자산 및 자기자본수치에 초래되는 큰 변화 때문에 회계수치의 비교가능성 등이 저해되어 회계정보의 유용성이 저해된다는 주장이 끊임없이 제기되어 왔다.

신현걸(1999)의 연구는 조세감면규제법(현재 조세특례 제한법)상 조세지원제도가 기업의 투자행위에 어떤 영향을 미쳤는지를 실증적으로 분석하였다는 점에서 기존의 조세부담률을 이용하여 간접적으로 조세지원의 영향을 분석한 과거의 연구와 다르다.

김영일과 이은하(2000)의 연구는 우리나라 법인세제하에서 기업규모와 기업특성 및 조세지원제도에 따라 발생하는 조세부담의 차이에 대해 실증 분석하였다. 상장대기업과 중소기업을 대상으로 유효법인세율로 측정되는 조세부담의 차이가 기업의 규모 및 업종별로 어떤 차이가 있는지를 분석하였다. 세액공제와 세액감면의 유효성에 대한 분석은 실제 세액공제와 세액감면을 받았는지 여부와 기업규모 그리고 업종으로 구분하여 집단별로 법인세부담률의 평균을 비교하였다. 그 결과, 첫째, 대기업과 중소기업의 세액공제의 혜택에 따른 법인세부담률의 차이는 두 집단 모두에서 세액공제가 있는 기업의 법인세부담률이 세액공제가 없는 기업의 법인세부담률보다 유의하게 낮은 값을 나타내었다. 이는 조세지원에 따른 세액공제가 법인기업의 조세부담률에 실질적으로 영향을 미치고 있으며 조세지원제도가 유효하다는 것을 의미한다고 판단하고 있다. 둘째, 중소기업의 법인세부담률이 대기업의 법인세부담률보다 유의하게 낮은 수치를 보였는데, 이는 중소기업에 대한 조세지원제도가 어느 정도 유효하다는 것을 의미한다고 판단하고 있다. 셋째, 제조업의 법인세부담률이 비제조업의 법인세부담률보다 유의하게 낮은 수치를 보였는데, 이는 제조업에 대한 조세지원제도가 어느 정도 유효하다는 것을 의미한다고 판단하고 있다.

III. 연구의 설계

1. 가설의 설정

기업의 법인세 감면제도는 직접감면과 간접감면으로 구성되는데 직접감면에는 소득공제, 세액감면, 세액공제 등이 있으며, 이러한 직접감면제도는 조세정책 목적상 직접적인 세금감면의 혜택을 기업에게 부여한다. 또한 간접감면에는 준비금이 있으며 일정 기간 납세를 연기해 주는 효과가 있다. 먼저, 가설1과 가설3의 기업

합리화 적립금의 기업가치 관련성은 이익이 내부에 유보되어 있는 잉여금이라는 긍정적인 효과와 배당 등 자유로운 처분을 할 수 없는 사용제약이라는 부정적인 효과의 상대적인 크기에 따라서 결정될 것으로 판단되나, 일반적으로는 기업합리화 적립금은 재무구조개선 등에 사용될 수 있는 내부유보금이라는 긍정적인 효과가 처분제약이라는 부정적인 효과보다 클 것으로 예상되어 가설1과 가설3을 설정한다.

가설2와 가설4의 기업가치 관련성은 조세특례 제한법상의 준비금은 크게 두 가지 종류로 구분할 수 있다. 첫째는 특정사업에 대하여 조세지원목적으로 세법이 그 금액을 손금으로 인정하고 일정기간동안 특정형태의 투자 및 외화수입에 소요될 재원을 이익에서 유보시킨 것이 있고, 두 번째는 기업의 손실을 보전해 주기 위해서 이익에서 유보시킨 것이 있다. 법인기업의 준비금잔액이 크다면, 3년 내에 기업이 자산취득, 연구 및 인력개발, 그리고 유통개선 등을 위하여 투자할 수 있는 내부금융이 확보되어 있고, 사용 기간 내에 목적에 적합하게 사용될 경우 기업의 미래수익을 개선하는 효과가 있을 것으로 기대할 수 있다. 따라서 적립되어 있는 준비금의 잔액이 클수록 기업가치에 긍정적인 정(+)의 효과가 클 것으로 판단되어 가설2, 가설4를 설정한다.

그러나 준비금이 많다는 것은 일정기간 후에 환입되어 과세될 금액이 많아 법인세부담 증가로 미래의 당기순이익을 감소시킬 수 있고 환입될 때까지 처분이 제한되어 있으며, 또한 투자목적 준비금의 경우 설정목적대로 사용하지 않거나, 임의 환입할 경우 사후관리규정에 따른 이자상당액을 추징당하는 불이익이 있을 수 있다. 이처럼 준비금의 사용에 어느 정도 제약이 있는 것은 적립금으로서의 준비금이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향을 어느 정도 약화시키는 요인이 될 수 있다. 일반적인 법인기업에 있어 준비금은 그 사용 및 처분에 어느 정도 제약이 있지만, 투자 및 연구개발 등의 재원이 내부유보(내부금융)되어 있다는 긍정적인 효과가 더 클 것으로 판단된다.

한편, 가설5의 경우는 회계이익측면에서 세액공제 및 세액감면 등은 직접적으로 납부할 세액을 영구적으로 면제해 주어 당기순이익을 증가시키고 현금유입과 다름없는 세제혜택임에 반해, 제 준비금 등은 당해 과세소득계산에 있어서 손금 산입함으로써, 법인세를 감소시키지만 향후, 일정기간 후에 익금 산입함으로써 납부할 법인세를 증가시키므로 과세이연에 따른 기간이익이 있을 따름이다. 따라서, 과세이연에 불과한 준비금의 손금산입에 의한 간접감면보다도 납부를 영구히 면제해 주는 세액공제 및 세액감면 등의 직접감면이 세 부담과 현금흐름측면에서 유리함으로 기업가치 관련성이 더 클 것으로 판단되어 가설5를 설정한다. 이러한

가설을 요약하면 다음과 같다.

가설1 : 주주지분 장부가치측면에서 직접 감면제도에 의한 기업합리화 적립금의 적립(누적액)은 기업가치에 긍정적(+)인 영향을 미칠 것이다.

가설2 : 주주지분 장부가치측면에서 간접 감면제도에 의한 제 준비금 등의 적립(누적액)은 기업가치에 긍정적(+)인 영향을 미칠 것이다.

가설3 : 회계이익측면에서 직접 감면제도에 의한 기업합리화 적립금의 적립(당기 전입액)은 기업가치에 긍정적(+)인 영향을 미칠 것이다.

가설4 : 회계이익측면에서 간접 감면제도에 의한 제 준비금 등의 적립(당기 전입액)은 기업가치에 긍정적(+)인 영향을 미칠 것이다.

가설5 : 회계이익측면에서 직접 감면제도에 의한 세액공제 및 세액감면액(기업합리화 적립금의 당기 전입액)이 간접감면에 의한 준비금의 손금산입에 의한 이연효과보다도 기업가치 관련성이 더 클 것이다.

2. 연구모형

Ohlson(1995)모형에 의하면 순자산 장부가치의 순전성(clean surplus relation)이 성립할 때 주가는 순자산 장부가치와 초과이익의 현재가치의 합으로 표시된다. 또한 초과이익이 선형적 시계열형태를 가질 때 주가는 순자산 장부가치(BVE)와 이익(NI)으로 설명될 수 있다. Ohlson(1995)이 기업의 소유주지분의 시장가치는 주주지분 장부가치와 회계이익에 의해 결정됨을 보인 후, 이를 바탕으로 주가형태를 설명하는데 있어서 중점을 둔 가치 측정적 관점(value measurement perspective)의 연구들은 기업의 가치평가에 있어, 아래의 산식과 같은 주주지분 장부가치와 회계이익의 모형을 실증연구에 이용하고 있다(Ohlson 1995, Collins외 1997, Barth 외 1998).

$$P_{it} = a_0 + a_1 BVE_{it} + a_2 NI_{it} + e_{it} \quad (1)$$

본 연구가 추구하는 조세지원제도가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위하여, 위(1)식을 토대로 하여, 주주지분 장부가치(BVE)를 직접감면인 기업합리화적립(RAT)과 간접감면인 조세특례제한법상 준비금(RES)으로 분리하였으며, 회계이익(NI)은 당기의 기업합리화적립금(CURAT)과 당기의 순준비금(CURES)으로 세분화 하였으며 다음과 같이 회귀모형식을 설정하였다.

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVE_{it} + \alpha_2 RAT_{it} + \alpha_3 RES_{it} + \alpha_4 CUNI_{it} + \alpha_5 CURAT_{it} + \alpha_6 CURES_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

여기서,

P_{it} 는 i기업의 t+1년도의 3월말 주가

BVE_{it} 는 i기업의 t년도 말 주당 주주지분 장부가치-기업합리화적립금-준비금

RAT_{it} i기업의 t년도 말 기업합리화적립금 누적액

RES_{it} i기업의 t년도 말 준비금 누적액

$CUNI_{it}$ 는 i기업의 t년도 주당 순이익 - 당기 적립한 기업합리화적립금 - 당기 순준비금

$CURAT_{it}$ i기업의 t년도 당기 적립한 기업합리화적립금

$CURES_{it}$ i기업의 t년도 당기 순준비금

e_{it} 는 i기업의 t년도 기타정보

그리고 가설5를 검정하기 위해서 추가적으로 식(3)과 식(4)의 비지분모형으로 Vuong검증을 하였다.

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVE_{it} + \alpha_2 RAT_{it} + \alpha_3 RES_{it} + \alpha_4 CUNI_{it} + \alpha_5 CURAT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVE_{it} + \alpha_2 RAT_{it} + \alpha_3 RES_{it} + \alpha_4 CUNI_{it} + \alpha_5 CURES_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

3. 표본기업의 선정

본 연구의 목적달성을 위하여 2001년 현재 존속하고 있는 계속기업 중 조세특례제한법 등에 의하여 직접감면제도의 경감혜택을 받거나, 준비금 등의 설정으로 간접 경감의 혜택을 받는 제조업 가운데, 舊 조세특례 제한법의 규정에 의하여 기업합리화 적립금의 적립대상 상장기업을 중심으로 하여 자료를 수집하였다. 재무제표자료는 KIS-FAS를 이용하였고, 관련 주가자료는 증권거래소에서 수집하였다. 분석에 사용된 표본기간은 외환위기 이후 기간으로 1999, 2000, 2001년까지 3개년도이며 금융업은 제외하였고, 기업의 결산일이 12월말인 기업, 조사 대상 기간 중 주가 및 재무자료가 이용 가능한 기업, 조사대상 기간 중 완전자본잠식 기업은 제외하였다.

분석에 사용된 기업-년도 표본은 3개 년도에 걸쳐 총 497개를 대상으로 하였고, 주가는 2000년도부터 2002년까지 3월말 종가를 기준으로 하였으며, 표본으로 선정된 기업-년도는 법인기업이 기업회계상 임의로 적립한 임의적립금과 차기이월 이익잉여금의 합계가 '0'보다 큰 경우의 표본이다. 표본의 극단치의 효과를 줄이기 위해서 표본의 상하 1%수준으로 winsorizing(조정) 하였다.

Ⅳ. 실증결과

1. 기술통계

표본의 기술통계량은 아래 <표 1>과 같다. 아래 <표 1>을 보면, 주당 주주지분 장부가치의 평균(BVE+RAT+RES]은 39,711원이고 주당 회계이익[NI]은 3,126이다. 주주지분 장부가치에서 기업합리화 적립금이 차지하는 비율은 3.31%이고 준비금이 차지하는 비율은 5.69%이다. 따라서, 주주지분 장부가치 중에서 조세특례제한법상 세제혜택이 차지하는 부분은 9.00%에 해당된다. 그리고 당해 세액공제 및 세액감면 등(CURAT)은 주당 순이익에서 6.53%를 차지하고 있으며, 당해 준비금 순손금 산입의 세금효과액(CURES)은 0.29%를 차지하고 있다.

<표 1> 기술통계량 (단위 : 원)

구분	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
P	19,869	27,312	1,170	12,500	19,400
BVE	36,136	49,083	1,614	22,201	304,761
RAT	1,316	2,290	5	780	18,045
RES	2,259	4,223	10	908	31,477
CUNI	2,913	4,161	-1,107	1,601	28,566
CURAT	204	444	1	69	3,533
CURES	9	335	-1,666	-8	1,969
NI	3,126	4,674	-1,376	1,742	33,347

2. 상관관계 분석

기업-년도 표본에 대한 실증모형의 변수 간의 Pearson상관계수가 <표 2>에 나타나있다. <표 2>를 살펴보면, 3월말 주가수준과 주주지분 장부가치 및 회계이익의 각 변수는 모두 1%미만에서 유의한 상관관계를 보여주고 있다(단, CURES만이 0.1143으로 1%미만에서 비유의적이다). 주주지분 장부가치 중에서는 RAT(기

업합리화 적립금)가 RES(제 준비금 등)보다 다소 주가수준과 상관관계가 높은 것으로 나왔고, 회계이익 중에서도 CURAT(당기 기업합리화적립금 전입액)가 CURES(제 준비금 등의 전입액)보다도 주가수준과의 관계에서 훨씬 더욱 더 높은 상관관계를 나타내었다.

개별변수별로는 주주지분 장부가치 중에서는 RAT(기업합리화 적립금)가, 회계이익 중에서는 CUNI(당기순이익에서 CURAT 및 CURES를 차감한 잔액)가 주가수준과 상관관계가 높은 것으로 나타났다. 특히, CUNI(당기순이익에서 CURAT 및 CURES를 차감한 잔액)가 주가수준과 상관관계가 높은 것으로 나타난 것은, CUNI가 기업이 배당 등으로 자유로이 처분이 가능한 이익임을 암시하고 있으며, 이와 같은 맥락에서 살펴보면, 주주지분 장부가치 중에서도 RAT(기업합리화 적립금)가 BVE와 마찬가지로 주가수준과 높은 상관관계를 나타내고 있음을 설명할 수 있다. 그러나 회계이익 중에서 CURES(제 준비금 등의 전입액)는 주가수준과 아주 낮은 수준의 상관관계를 나타내고 있으며, 통계적으로도 비유의수준을 보이고 있다.

<표 2> 상관계수

구분	P	BVE	RAT	RES	CUNI	CURAT	CURES
P	1.0000	0.611*	0.719*	0.684*	0.757*	0.633*	0.070
BVE		1.000	0.612*	0.531*	0.676*	0.461*	-0.131*
RAT			1.000	0.726*	0.730*	0.825*	0.083***
RES				1.000	0.715*	0.674*	0.132*
CUNI					1.000	0.628*	0.061
CURAT						1.000	0.130*
CURES							1.000

• * 는 1%, **는 5%, ***는 10% 유의수준을 표시함.

한편, 독립변수간의 다중 공선성에 관련된 분산확대인자(VIF)가 아래의 <표 3>에 잘 나타나 있으며 VIF의 경우 모두 10미만으로 독립변수 간의 다중공선성 문제는 보이지 않는 것으로 나타났다.

<표 3> 다중공선성 통계량

구분	BVE	RAT	RES	CUNI	CURAT	CURES
VIF	2.12243	4.58121	2.62168	3.03440	3.30902	1.09612

3. 실증분석 결과

1999년부터 2001년까지 총 497개의 기업-회계연도 표본을 대상으로 한 다중회귀분석의 결과는 <표 4>에 나타나 있다. 실증모형의 분석결과, CURAT와 CURES를 제외하고는 모두 유의적인 결과를 나타내었다. 특히, 주주지분 장부가치의회귀계수 값이 모두 기업가치와 유의적인 양(+)의 값을 보이고 있어, 가설1, 가설2는 모두 채택되는 것으로 나타났다.

<표 4>실증모형의 회귀분석결과

변 수	회 귀 계 수	t 값	Pr > t
상 수	3949.44836	4.27	0.0001
BVE	0.07048	3.27	0.0012
RAT	2.34243	3.45	0.0006
RES	1.04559	3.76	0.0002
CUNI	2.40967	7.93	0.0001
CURAT	4.35135	1.46	0.1452
CURES	1.47119	0.65	0.5168
R^2	64.95%		

즉, 주주지분 장부가치측면에서 직접 감면제도에 의한 기업합리화적립금(누적액)은 회귀계수 값이 2.34243이고 t값은 3.45(p=.0006)으로 기업가치에 긍정적(+)인 영향을 미치고 있으며, 또한 간접 감면제도에 의한 제 준비금 등의 적립(누적액)도 각각 1.04559와 3.76으로서 기업가치에 긍정적(+)인 영향을 미치는 것으로 나타났다(각각, 양(+)의 회귀계수 값과 1%미만에서 유의적인 수준을 보이고 있다).

그러나 회계이익측면에서는 직접감면제도에 의한 기업합리화적립금(당기 전입액)이나, 간접감면제도에 의한 제 준비금 등의 적립(당기 전입액)은 기업가치에 유의적인 정(+)의 효과가 나타나지 않고 있다. 특히, CURES의 경우는 매우 비유의적인 것으로 나타났다. 이는 기업합리화 적립금의 기업가치 관련성은 이익이 내부에 유보되어 있는 잉여금이라는 긍정적인 효과와 배당 등 자유로운 처분을 할 수 없는 사용제약이라는 부정적인 효과의 상대적인 크기에 따라서 결정될 것으로 판단되나, 분석결과 기업합리화 적립금은 재무구조개선 등에 사용될 수 있는 내부유보금이라는 긍정적인 효과가 처분제약이라는 부정적인 효과보다 큰 것으로 나타났음을 의미할 수도 있다.

그리고 직접감면제도에 의한 기업합리화 적립금(당기 전입액)이나, 간접감면제도에 의한 제 준비금 등의 적립(당기 전입액)은 기업가치에 유의적이지 않으나, 기업가치를 증가시키는 방향으로 양(+)의 회귀계수를 갖고 있는 것으로 나타났으며, CUNI(당기순이익에서 CURAT 및 CURES를 차감한 잔액)가 주가수준과의 상관관계 분석에서와 마찬가지로 기업가치와 유의적인 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다(회귀계수 값 ; 2.40967, t값 ; 7.93). 이는 전체적으로 보아 모두 기업가치를 증가시키는 방향으로 회귀계수 값이 나타났으나, 유의성 여부가 규모의 차이에서 기인될 수도 있다. 따라서 가설3, 가설4는 기각한다. 이는 종전의 선행연구결과와 일치하지 않고 있다(정휘영 2003).

그리고, 상기 분석결과 법인기업의 준비금잔액이 크다면, 3년 내에 기업이 자산취득, 연구 및 인력개발, 그리고 유통개선 등을 위하여 투자할 수 있는 내부금융이 확보되어 있고, 사용 기간 내에 목적에 적합하게 사용될 경우 기업의 미래수익을 개선하는 효과가 있을 것으로 기대할 수 있어서, 적립되어 있는 준비금의 잔액이 클수록 기업가치에 긍정적인 정(+)의 효과가 큰 것으로 나타났다고 할 수 있다.

한편, 회계이익측면에서 직접 감면제도에 의한 세액공제 및 세액감면액(기업합리화적립금의 당기 전입액)이 간접감면에 의한 준비금의 손금산입에 의한 이연효과보다도 기업가치 관련성이 더 클 것이다 하는 가설5에 대한 검증은 CURAT와 CURES의 회귀계수 값이 모두 유의적이지 않아, Vuong검증 결과는 의미가 없는 것으로 나타났다. 따라서 가설5는 기각한다.

또한, 직접감면과 간접감면은 조세지원의 성격과 조세감면의 사후관리 규제의 정도 등에서 서로 차이가 있으나, 실증결과 뚜렷하게 나타나지 않고 있어 조세지원의 차별성이 뚜렷하게 기업가치와의 관련성을 밝힐 수 없었다.[2)]

4. 추가분석

위의 기업가치 평가 모형은 가격수준(price levels-based)의 횡단면적인 회귀모형으로 검증할 때 이분산성(heteroscedasticity)으로 인한 계수 추정의 비효율성 문제가 심각하게 대두 될 수 있다(Christie 1987). 이러한 문제를 완화하기 위하여 종속변수와 독립변수는 기업규모를 나타내는 전기 주가로 나누어주는 방법을 적용한다. 전기주가로 나누어 실증 분석한 결과를 살펴보면 <표 6>과 같다.

실증모형의 분석결과, RES와 CURES를 제외하고는 모두 유의적인 결과(10%수준)를 나타내었다. 특히, 주주지분 장부가치 중에서 RAT만이 회귀계수 값이 모두 기업가치와 유의적인 양(+)의 값을 보이고 있어, 가설1만이 채택되는 것으로 나타났다. 즉, 주주지분 장부가치측면에서 직접 감면제도에 의한 기업합리화 적립금의 적립(누적액)은 회귀계수 값이 1.38118이고 t값은 2.06(p=0.0396)으로 기업가치에 긍정적(+)인 영향을 미치고 있으며, 또한 간접 감면제도에 의한 제 준비금 등의 적립(누적액)은 각각 0.32169와 1.12로 기업가치에 긍정적(+)인 영향을 미치나 유의적이지 못한 것으로 나타났다. 따라서 가설1만이 채택되었고 가설2는 기각되었다.

<표 6> 실증모형의 회귀분석결과

변 수	회 귀 계 수	t - value	Pr > ItI
상 수	0.55030	9.31	0.0001
BVE	0.05959	2.79	0.0055
RAT	1.38118	2.06	0.0396
RES	0.32169	1.12	0.2631
CUNI	1.50055	6.11	0.0001
CURAT	4.31082	1.68	0.0942
CURES	1.38715	0.65	0.5150
R^2	22.83%		

회계이익측면에서는 직접 감면제도에 의한 기업합리화 적립금의 적립(당기 전입액)의 경우에는, 상기분석결과와는 달리, 회귀계수 값이 4.31082이고 t값은

2) 추가적으로 연도별, 산업별로 분석하였으나 차이가 없는 것으로 나타났다.

1.68(p=.0942)로 기업가치에 긍정적(+)인 영향을 미치고 있으나, 간접 감면제도에 의한 제 준비금 등의 적립(누적액)은 각각 1.38715와 0.65(p=.5150)으로서 기업가치에 긍정적(+)인 영향을 미치나 유의적이지 못한 것으로 나타났다. 특히, CURES의 경우는 매우 비유의적인 것으로 나타났다. 따라서, 가설3은 채택되었고 가설4는 기각되었다. 가설5에 대해서는 CURAT와 CURES의 상대적 차이를 Vuong검증 방법으로 분석한 결과는 차이가 없는 것으로 나타났다.

결과적으로 직접감면제도는 기업합리화적립(누적액)과 당기 적립액 모두 기업가치 관련성을 나타내고 있으나 간접감면제도는 기업가치에 긍정적(+)인 영향을 미치나 유의적이지 못한 것으로 나타났다. 이는 정책당국에서 간접감면제도의 조세정책적 실효성을 재검토 할 필요성의 여지를 가질 수 있음을 보여주고 있다.

V. 요약 및 결론

본 논문은 조세특례 제한법상 세액공제 및 세액감면 등의 직접감면과 준비금 손금산입 등의 간접감면의 세제혜택이 기업가치와 관련성이 있는지를 Ohlson(1995) 모형을 토대로 실증분석 하였다. 기업가치 관련성측면에서 직접감면과 간접감면은 법인기업에게 법인세부담 감면혜택을 주어 현금유출을 감소시켜주고 회계이익을 증가시켜 회계이익의 일부를 구성한다. 또한 법인기업이 이러한 직접감면과 간접감면의 세제혜택을 받을 경우 조세감면의 사후규정에 따라 이익처분에 의한 적립금이 사후관리규정에 따라 이익처분에 의한 적립금이 각각 기업합리화 적립금과 각종 준비금으로 계상되어 주주지분 장부가치의 일부를 구성한다. 즉, 세제혜택에 의해 주주지분 장부가치의 일부를 구성하는 기업합리화 적립금과 각종 준비금 그리고 회계이익의 일부를 구성하는 직접감면에 의한 세액공제 및 세액감면 등과 간접감면에 의한 준비금 손금산입의 조세효과가 기업가치와 관련성이 있는지를 실증분석 하였고, 또한 회계이익측면에서 직접감면과 간접감면간의 기업가치 관련성의 차이를 실증분석 하였다.

본 분석의 결과를 요약하면, 가설1과 가설2만이 채택되어 종전의 선행연구(정휘영, 2002)와는 다른 결과가 제시되었다. 즉, 주주지분 장부가치측면에서 직접 감면제도에 의한 기업합리화 적립금(누적액)과 간접 감면제도에 의한 제 준비금 등의 적립(누적액)만이 기업가치에 긍정적인 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 가설5의 경우, 즉 '회계이익측면에서 직접 감면제도에 의한 세액공제 및 세액감면액(기업합리화 적립금의 당기 전입액)이 간접감면에 의한 준비금의

손금산입에 의한 이연효과보다도 기업가치 관련성이 더 클 것이다' 에 대한 검증은 Vueong검증 결과 차이가 없는 것으로 나타났다. 한편, 추가분석에서 기초주가로 디플레이터 하여 재검증한 결과 RES와 CURES를 제외하고는 모두 유의적인 결과(10%수준)를 나타내었다. 이는 주주지분 장부가치측면에서 직접 감면제도에 의한 기업합리화 적립금(누적액)과 당기기업합리화적립금이 기업가치와 정(+)의 관계가 있는 것으로 나타나 각각의 분석 모두에 대해서 강건한 것으로 나타났다.

따라서, 결론적으로 주주지분 장부가치측면에서 직접 감면제도에 의한 기업합리화 적립금의 적립(누적액)만이 기업가치에 긍정적인 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 세제지원의 성격과 사후관리제도의 정도 및 지속성의 차이로 인하여 기업가치 관련성에 있어서 서로 차이가 있을 수 있음을 보여주는 것이라 할 수 있다. 특히, 주주지분 장부가치측면과 회계이익측면에서 각각의 감면제도가 기업가치에 미치는 정도의 차이가 있는 것으로 나타났다. 이는 정책당국에서 간접감면제도의 조세정책적 실효성을 재검토 할 필요성의 여지를 가질 수 있음을 보여주고 있다.

한편, 본 논문의 한계점은 다음과 같다.

첫째, 직접감면과 간접감면에 의한 현금유출의 감소액과 회계이익의 증가액을 세무조정계산서상에서 직접적으로 측정하지 못하고, 재무제표를 통하여 간접적으로 추정한 점이다. 둘째, 본 연구는 이미 형성된 주가에 대하여 조세혜택이 이를 사후적으로 얼마나 설명하는지를 간접적으로 연구한 것이며, 조세혜택이 주가형성에 어떠한 영향을 미쳤는지를 직접적으로 연구한 것이 아니기 때문에 조세혜택의 직접접인 기업가치 기여부분을 정확히 알 수 없다.

참 고 문 헌

김영일 · 이은하(2000), "조세지원체계의 유효성에 관한 연구", 「산학경영연구」, 13권, pp.159-178.

신현걸(1999), "임시투자세액공제제도가 기업의 투자설비에 미치는 영향", 고려대학교 박사학위 논문.

이만우(1990), "법인세 과세소득에 대한 주가반응", 「증권학회지」, 제12집, pp.147-170.

정규언(1997), "법인세법의 구조적인 영향을 고려한 법인세평준화 연구", 「세무학연구」, 제9호, pp.205-236.

정재원(1990), "회계이익과 법인세 관련 회계정보가 기업가치평가에 미치는 영향", 계명대학교 박사학위 논문.

정휘영(2003), "조세감면의 사후관리규정이 기업합리화적립금 및 준비금의 기업가치 관련성에 미치는 영향", 「세무학연구」, 제20권, 제1호, pp.63-100.

한영희, "직접감면과 간접감면이 기업가치평가에 미치는 영향에 관한 실증연구", 세무학연구, 제11호(1998), pp.43-74

Barth, M. E., W. H. Beaver and W. R. Landsman (1998), "Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health". *Journal of Accounting and Economics* 25, pp. 1-34.

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, pp. 39-67.

Christie, A. A. (1987), "On Cross-Sectional Analysis in Accounting Research", *Journal of Accounting and Economics* 9, pp. 231-258.

Ohlson, J. A. (1995), "Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research* 11, pp. 661-687.

Vuong, Quang H. (1989), "Likelihood Ratio Tests for Model Selection and Non-Nested Hypotheses", *Econometrica* 57, pp. 307-333.

An Empirical Study on Value Relevance of Tax Benefits

Heon-Seob Choi*
Jong-Oh Park**

Abstract

This paper empirically examines whether the tax effect of indirect tax reductions such as reserves deductible and direct tax reductions such as tax credits and tax reductions is significantly associated with value relevance. That is, direct and indirect tax reductions bear upon an increase in accounting earnings and decrease in cash outflows through reducing tax burdens.

The empirical result in this paper shows that firm value is significantly related to the tax effect of reserves for business improvement and other tax reserves, which comprise parts of the book value of equity through tax benefits, but is not significantly related to the tax credits and reserves deductible as necessary expenses that comprise accounting earnings.

This paper also analyzes the difference in value relevance between direct tax reductions and indirect tax reductions(That is, Hypothesis No.5). We find that there are no significant differences between direct tax reductions and indirect tax reductions. Because the regressive coefficients of direct tax reductions and indirect tax reductions are not significantly.

Key words : Value Relevance, Direct and Indirect Tax Benefits

* Full-time Lecturer, Hong-Ik University, College of Business Management
** Professor, Soong-Eui Women's College, Business Administration