▌ 예산정책연구 제9권 제1호 2020. 3. pp.61-88 https://doi.org/10.35525/nabo.2020.9.1.003

기업미환류소득세제, 차선의 선택은 아니었나?: 기업미환류소득세제 도입이 투자비효율성에 미치는 영향

박종국* 홍영은** 김수진***

국문초록

2014년 정부는 3년간 한시적으로 기업소득금액 중 일정액을 투자, 임금 및 배당 증가로 환류하지 않을 경우, 미환류액에 대하여 10%의 법인세를 부과하는 '기업의 미환류 소득에 대한 법인세'를 도입하였다. 그러나 기업의 배당, 투자, 임금 정책이 단기간의 조세회피를 위해 이루어지기에는 현실적인 어려움이 존재한다. 만약 미환류소득에 대한 법인세부담을 회피하기 위한 기업의 투자가 비효율적 투자로 이어진다면 이는 하나의 정책으로 인해 또 다른 사회비효율을 조장하는 결과가 된다. 이를 검증하기 위해 본 연구는 미환류소득세제 적용기업을 대상으로 세제 도입 이후 투자 비효율성의 변화를 검증하였다. 분석결과 미환류소득세제 도입 후 투자를 증가시킨 기업의 경우 세제 도입 전보다 도입 후에 투자비효율성이 유의하게 증가한 반면, 투자를 증가시키지 않은 기업의 경우 세제 도입 전과 후의 투자비효율성간에 유의한 차이가 없음이 확인되었다. 이는 미환류소득세제가 비효율적인 투자로 이어짐으로써 하나의 정책이 오히려 사회비효율을 야기하게 되는 차선이론의 실증적 자료로 전락하고 있음을 유추할 수 있게 한다. 따라서 본 연구는 정부가 정책을 실행함에 있어 단편적인 상황만을 고려할 것이 아니라 다른 상황과 연동하여 복합적으로 인지해야 차선의 선택을 하는 우(愚)를 범하지 않는다는 시사점을 제공한다. 또한 2018년부터 미환류소득세제의 연장선으로 보여 지는 투자·상생협력촉진세제가 3년간 한시적으로 적용되고 있는 상황에서 본 연구의 결과는 투자·상생협력촉진세제의 실효성에도 유의미한 화두를 던지게 될 것이다.

□ 주제어: 차선의 이론, 기업미환류소득세제, 투자비효율성

투고일: 2019. 10. 15. 수정일: 2020. 1. 6. 게재확정일: 2020. 1. 15.

* 제1저자: 영남대학교 경영대학 회계세무학과 교수 (jkpark@ynu.ac.kr)
** 교신저자: 영남대학교 경영대학 회계세무학과 조교수 (speaklow@ynu.ac.kr)
*** 공동저자: 영남대학교 경영대학 회계세무학과 박사과정 (ksoojin@ynu.ac.kr)

I. 서론

Lipsey and Lancaster(1956)가 Review of Economic Studies에 발표한 'The General Theory of Second Best'에는 정부가 정책을 입안할 때 사회전체를 최선의 만족스러운 상태로 만들기 위해 비록 완전하지는 못하지만 차선의 정책들을 통해 순차적으로 개선해나간다면 과연 이 사회는 최선의 만족스러운 상태로 점점 다가갈 수 있을 것인지에 대한 답이 제시되어 있다. 이들은 여러 가지 경제개혁 조치를 추진할 때 비합리적인 측면들을 점차로 제거해 나가는 점진적 접근법(Piecemeal approach)이 오히려 사회 전체적으로 비효율을 초래할 수 있음을 수학적으로 증명하였다. 즉, 모든 비합리성을 일거에 제거하지 않고 그 중 일부분만을 제거한다면, 그 결과로 나타나는 사회의 상황이 오히려 비효율을 초래할 수 있음을 경고하고 있다.

2014년 정부는 가계소득 증대세제 3대 패키지 중 하나로서 '배당소득 증대세제' 및 '근로소득 증대세제'와 함께 3년간 한시적으로 기업소득금액 중 일정액이 투자, 임금증가, 배당으로 환류하지 않을 경우, 미환류액에 대하여 10%의 법인세를 부과하는 '기업의 미환류 소득에 대한 법인세(이하 미환류소득세제)'를 도입하였다. 이는 투자와 고용증대를 위한 법인세 감세정책이 기업들의 사내유보이익만 확대시키고 있다는 문제의식에서 출발하여 기업으로 하여금 배당과 고용을 증대시켜 가계소득 증대를 꾀하고, 나아가 투자확대를 통해 경제 활성화를 유도하기 위한 정부의 의지가 반영된 것이다.

그러나 미환류소득세제는 자기자본 500억 원 초과 기업법인과 상호출자제한 기업집단소속 기업 즉, 소위 말하는 대기업이 그 대상이다. 이러한 대기업의 배당 정책, 투자 정책, 임금 정책이 단기간의 조세회피를 위해 추가적으로 이루어지거나 변경되기에는 현실적인 어려움이 존재한다.

즉, 기업의 배당 변화 및 배당 성향은 기업가치와 밀접한 관련성을 가진다(박경서 외, 2003; 조영석 외, 2007). 따라서 단기간의 배당정책 변경은 많은 기회비용을 감당해야 하므로 단기간의 조세회피를 위해 이를 행하기에는 무리가 따른다. 투자 역시 마찬가지다. 대기업의 투자는 그 규모나 파급효과를 고려하여 세심한 사전조사 및 시뮬레이션을 통해 신중하게 결정되므로 이를 변경하기에는 기업입장에서 상당

한 무리가 따르기 마련이다. 임금증대는 앞선 두 가지보다 훨씬 많은 비용을 지불해야 한다. 일반적으로 기업이 부담하는 비용 중에서 인건비가 가장 많은 비중을 차지하고 있다. 이러한 임금상승은 당연히 단기간의 조세회피보다 훨씬 큰 부담으로 작용할 수밖에 없다.

이러한 현실을 반영하듯 선행연구에서도 미환류소득세제로 인한 배당의 증가, 고용증대, 투자확대효과는 크지 않거나 심지어 발견되지 못하고 있다는 결론이 주류를 차지하고 있다(김성환, 2014; 김성태 외, 2017).

지금까지 진행되어온 선행연구는 미환류소득세제의 실효성 여부에 대해 검증하고 있다. 그러나 미환류소득세제가 오히려 사회적인 비효율을 초래한다면 이는 단순한 정책실효성의 문제를 뛰어넘는 또 다른 문제일 것이다. 즉, 미환류소득세제가 차선의 선택이 될 수 있다는 것이다.

정부가 미환류소득에 대해 법인세를 부과함에도 불구하고 현실적인 문제로 이를 실천하지 않는데 그친다면 이는 단순한 정책실효성의 문제이겠지만, 미환류소득에 대한 법인세를 회피하기 위한 투자가 오히려 비효율적이라면 이는 하나의 정책으로 인해 또 다른 사회비효율을 조장하는 결과가 된다.

이에 본 연구에서는 미환류소득세제의 정책실효성에 관한 선행연구에서 한 단계 나아가 미환류소득세제가 오히려 추가적인 사회 비효율을 조장한 것은 아닌지를 검증하고자 한다. 이를 위해 본 연구에서는 미환류소득세제 적용대상기업의 세제 도입 전과 후의 투자비효율성에 차이가 있는지 검증하고자 한다.

정책의 의도대로 기업이 미환류소득에 대한 법인세를 회피하기 위해 고용을 증대시키고 배당 및 투자를 증대시킨다면 정책의 성공으로 이어질 것이다. 만약 기업들이 고용, 배당, 투자를 증대시키지 않으면서 미환류소득에 대한 법인세를 부담하더라도 비록 정책이 성공하지는 못했지만 정부의 세수는 증대되는 효과를 얻게 될 것이다. 그러나 만약 기업의 고용, 배당, 투자의 증대가 미미하여 정책의 의도를 달성하지 못할 뿐만 아니라 일부 미환류소득에 대한 법인세를 회피하기 위하여 행한 기업의 투자가 오히려 비효율적이라면, 이는 미환류소득세제라는 정책이 또 다른 사회비효율을 초래하는 결과가 될 것이다.

미환류소득세제는 2015에 신설되어 2017년까지 적용되었다. 2018년 현재 미환류소득세제가 일몰된 상황에서 해당 세제의 효과에 대한 논의가 추가적으로 필요한

지에 대한 회의감이 들 수 있다. 그러나 과거는 미래의 거울이듯, 과거 정책에 대한 냉정한 평가는 미래정책의 밑거름이 된다는 측면에서 본 연구는 의의를 지닐 것이다. 더욱이 현실적으로 미환류소득세제는 2017년으로 일몰되었다고 보기 힘들다. 왜냐하면 2018년부터 미환류소득세제의 연장선으로 보이는 '투자·상생협력촉진세제'가 3년간 한시적으로 적용되기 때문이다. 투자·상생협력촉진세제는 기업의 투자·임금증가·상생지원(상생협력기금, 협력중소기업 근로복지기금을 통해 지원) 등이 당기 소득의 일정액에 미달하는 경우 추가과세(20%)하는 제도로서 미환류소득세제와 그 내용과 목적 면에서 거의 동일한 세제로 보는 것이 일반적인 견해이다. 따라서 미환류소득세제에 대한 냉정한 평가가 현시점에서 더더욱 절실하게 요구되는 것이다.

정부가 정책을 입안함에 있어 차선의 선택을 하는 우(愚)를 범하지 않도록 본 연구가 도움이 되기를 기대하며, 다음의 순서로 기술하고자 한다. Ⅱ장에서는 미환류소득세제에 대한 이론적 배경과 선행연구 및 투자비효율성에 대한 선행연구를 개관하고, Ⅲ장에서는 연구설계를, Ⅳ장에서는 실증분석결과를 기술하고 마지막 Ⅴ장에서 결론을 제시한다.

II. 이론적 배경 및 선행연구의 검토

1. 기업소득환류세제와 투자·상생협력촉진세제

외환위기 이후 내수부진 및 성장둔화에 대응하여 정부는 경제성장률을 높이기 위해 법인세 인하 정책 및 노동시장 유연화, 수출촉진을 위한 농업·서비스 분야 대외개방 확대 등 기타 제도적 측면의 지원으로 기업주도적 성장에 힘을 쏟았다. 그러나 친기업적 성향의 정책인 법인세 인하가 정부의 의도대로 기업의 투자와 고용 창출을 유발하는 '낙수 효과(trickle down)'로 이어지지 않았으며, 세수부족과 더불어 가계와 기업간 소득불균형이 양극화되었다는 비판이 제기되었다.

이에 정부는 2014년 가계소득 증대세제 3대 패키지 중 하나로서 배당소득 증대세제 및 근로소득 증대세제와 함께 3년간 한시적으로 기업소득금액 중 일정액이 투자, 임금증가, 배당으로 환류하지 않을 경우, 미환류액에 대하여 10%의 법인세를 부과하는 '미환류소득세제'를 2015년부터 2017년까지 한시적으로 도입하였다.

그러나 미환류소득세제는 도입초기부터 과거에 폐지되었던 '적정유보초과소득과세'의 부활이라는 비판을 시작으로 현실적으로 도입취지인 배당, 투자, 임금증대의 효과는 미비할 것이라는 예상이 주류를 이루었으며, 오히려 미환류소득세제로 인해 고소득자 혹은 외국인주주들에게 부가 이전되고, 실질적인 가계소득을 증가시키지 못했다는 비판이 쏟아졌다. 특히 기업의 배당, 임금, 투자정책은 기업 고유의 경영의사결정임에도 불구하고 배당, 임금, 투자의사결정이 기업에 미칠 영향을 고려하지 않은 채 과세를 할 경우 조세가 기업의 재무적·경제적 의사결정을 왜곡시켜 수익구조를 악화시키고, 경제적 비효율을 야기하며, 세원확보의 의미 이외의 실효성을 기대할 수 없다는 우려가 제기되었다.

비록 미환류소득세제는 2015년에 신설되어 2017년까지 적용되다가 현재는 일몰되었으나 2018년부터 3년간 한시적으로 새롭게 시행되고 있는 '투자·상생협력촉진세제'는 미환류소득세제과 많은 부분에서 닮아 있다. 투자·상생협력촉진세제는 기업의 투자·임금증가·상생지원(상생협력기금, 협력중소기업 근로복지기금을 통해 지원) 등이 당기 소득의 일정액에 미달하는 경우 추가과세(20%)하는 제도로서 기업소

득환류세제와 그 내용과 목적 면에서 거의 동일한 세제로 보는 것이 일반적인 견해이다. 따라서 미환류소득세제에 대한 냉정한 평가가 현시점에서 더더욱 절실하게 요구되고 있다.

2. 기업소득환류세제관련 선행연구의 개관

기업의 소득이 배당, 임금, 투자를 통해 가계로 흘러들어가는 경제선순환을 만들고자 하는 것을 목표로 출발한 미환류소득세제와 관련하여 선행연구들은 본 세제로 인해 배당, 임금상승 및 투자가 증가하였는지에 대한 정책실효성 검증과 미환류소득세제의 도입에 따른 기업의 조세전략의 변화 등을 살펴보았다.

먼저 미환류소득세제가 시행되기 전 상장기업이 부담할 가능성이 있는 추가적인 법인세 부담 금액과 각 기업이 선택할 가능성이 있는 납세방법 및 회피할 가능성이 존재하는지를 살펴본 김성환(2014)은 기업들이 다양한 수단을 강구하여 추가적인 법인세 납부를 회피할 가능성이 높기 때문에 세제 도입 목적이 달성되기 어려울 것으로 판단하였다.

미환류소득세제 도입이 예상세액존재 상장기업의 배당정책에 미치는 영향을 살펴본 이예지(2015)는 예상세액 존재기업이 2014년에 사전적으로 현저하게 배당을 감소시켰고, 이를 2015년 배당을 늘릴 수 있는 재무상황을 구축하게 위한 조세전략인 것으로 해석하였다.

반면 위의 연구들과 달리 미환류소득세제의 도입 후 추가적인 세금유출이 예상되는 기업이 제도 적용시기(2015년 귀속 사업연도부터 2017년 귀속 사업연도까지)의 조세 부담의 최소화를 위하여 제도 시행 이전(2014년 사업연도)에 사전적으로 배당, 투자 및 임금을 조정하였는지를 분석한 정남철·윤성수·정석우(2018)는 예상세액 산출법인은 2014 사업연도에 배당, 투자 및 임금을 사전적으로 감소시키지 않는다는 상반된 결과를 보고하였다.

홍영도·김갑순(2015)은 미환류소득세제 대상기업들이 제도 발표 전후로 배당증가에 따른 누적비정상수익률이 발생하는지 검증하였고, 세제 도입 후 누적비정상수익률이 발생하였음을 확인하였다.

이후 손혁·김연화(2017)는 미환류소득세제에서 가장 중요한 요인이 투자액임을

밝혔으며, 기업소득환류세제의 절감을 위하여 유보소득을 투자 〉 배당 〉 임금의 인상 순서로 우선 사용하는 순서효과가 있음을 수리적 모형을 통해 밝혔다.

미환류소득세제 도입 후 정책실효성을 검증한 임동원(2017)은 2015년 실적치 기준으로 분석한 결과 본 세제로 인한 임금 증가를 발견할 수 없어 정책적 실효성이 없을 뿐만 아니라 오히려 기업에 불필요한 부담을 주어 기업환경을 저해하는 등 부정적 결과를 초래하였다고 주장하였다.

미환류소득세제가 기업의 배당성향, 투자지출, 임금증가에 세제가 미치는 영향이 없는 것을 확인한 또 다른 연구인 김성태·박성욱(2017)은 이와 같은 결과가 나타난 이유를 세제 적용대상기업이 이미 배당성향이 높은 기업일 뿐만 아니라, 적용 대상기업이 이미 성숙기에 접어든 기업임에도 불구하고 신규투자를 독려하고 있기 때문으로 보았다. 임금의 경우는 하방경직성이 매우 높기 때문에 일시적인 세제의 부담을 회피하고자 증가시키지 않았을 것이라 추정하였다.

이용주·윤태화(2018)는 미환류소득세제 도입이 투자, 배당 및 임금 증가에 미치는 영향을 실증분석한 결과 세제 도입으로 인해 투자 및 현금배당은 유의하게 증가하였지만, 임금증가에는 유의한 영향을 미치지 않았음을 보고하였다.

심준용·허진숙·이만우(2018)의 연구는 미환류소득세제 적용 대상 기업이 세제 도입 후 기간에 재무의사결정의 변경을 통해 과세를 회피하려는 시도가 있었는지를 실증분석 하였다. 적용대상 기업은 도입 첫 해 재량적 발생액을 감소시키고, 비정상비용을 증가시킴으로써 이익을 하향조정 했다. 또한 배당 수준은 높아졌으나 투자나 임금증가에는 유의한 차이가 없었던 것을 확인하였다.

3. 투자비효율성관련 선행연구의 개관

투자비효율성에 대한 선행연구들은 주로 비효율성을 초래하는 원인에 대한 연구들이 주류를 이룬다. 비효율성을 유발시키는 환경은 크게 회계정보를 비롯한 기업 내부의 정보환경과 국가정책 등과 같은 외부환경으로 나누어진다.

기업의 내부정보환경과 관련하여 기존의 선행연구들은 회계정보의 불투명성을 기업투자의 비효율을 초래하는 원인으로 지목하고 있다. Biddle and Hilary(2006)는 고품질의 회계정보가 경영자와 외부정보이용자간 정보비대칭성을 줄인다는 결과를

제시 하였다. 반면에 McNichols and Stubben(2008)은 이익조정으로 인한 저품질의 회계정보는 기업의 과잉투자를 유발한다고 보고하고 있다. 나아가 Biddle, Hilary and Verdi(2009)과 Chen, Hope and Wang(2011)은 회계정보의 질이 낮을수록 정보비대칭이 증가하여 과잉투자와 과소투자로 인한 투자비효율성이 증가한다는 결론을 제시하였다. 기업들은 이러한 비효율성을 방지하기 위해 고품질 감사인의 고용을 활용하거나 기업지배구조의 개선을 통해 극복하고 있다는 연구결과도 제시되고 있다.

Bae and Choi(2012)는 감사인의 고용이 기업의 과대투자나 과소투자를 감소시켜 투자효율성을 증대시킨다고 주장하였으며, 박선영·배한수(2011)에 의하면 감사위원회의 설치가 과대투자 및 과소투자를 감소시키는 역할을 하고 있다는 결과를 제시하였다. 회계정보로 인한 투자비효율성 이외에도 Mueller(1969)는 경영자가 자신의 명성과 보상 등과 같은 사적 유인에 의해 기업의 과잉투자가 초래될 수 있음을 검증하였다.

이상과 같이 투자비효율의 원인을 기업내부정보환경에서 찾고자하는 연구들과는 달리 외부정보환경으로 인해 유발되는 기업의 투자비효율에 대한 연구는 미비한 실정이다. 최근에 기업들의 투자가 정체되어 있다는 사회적 우려의 이면에는 정치 환경이나 경제 환경의 불투명성으로 인해 기업들이 투자처를 찾지 못하고 있다는 주장도 제기 되고 있다. 이런 시점에서 미환류소득세제나 투자·상생협력촉진세제와 같은 국가의 정책이 기업의 투자비효율에 미치는 영향에 대한 연구가 필요할 것으로 보인다.

Ⅲ. 연구설계

1. 가설의 설정

Lipsey and Lancaster(1956)는 여러 가지 경제개혁 조치를 추진할 때 비합리적인 측면들을 점차로 제거해 나가는 점진적 접근법(Piecemeal approach)이 오히려 사회 전체적으로 비효율을 초래할 수 있음을 수학적으로 증명하였다. 이를 '차선의 이론' 또는 '차선의 선택'이라고 이야기 한다. 이들은 최선이 아닌 차선을 선택했을 때 사회가 진일보하기 보다는 오히려 사회적 비효율만 커지는 결과를 초래할 수 있다고 경고하고 있다.

이에 본 연구에서는 2015년부터 3년간 한시적으로 시행한 미환류소득세제가 경제현상을 다른 상황과 연동하여 복합적으로 인지하지 않고 단편적인 상황만을 고려하여 오히려 사회적비효율만 증대시킨 '차선의 선택'이었던 것은 아닌지를 검증하고자 한다.

정부는 기업소득금액 중 일정액이 투자, 임금증가, 배당으로 환류하지 않을 경우, 미환류액에 대하여 10%의 법인세를 부과하는 '기업미환류소득세제'를 도입하였다. 과거의 '적정유보초과소득과세'가 배당을 유도하는데 중점을 두었다면, 미환류소득세제는 배당뿐만 아니라 투자, 임금 증가의 유도 또한 목적으로 한다는 점에서 차이가 있다(김완석 외, 2015). 미환류소득세제는 투자와 고용 증대를 위한 법인세 감세정책이 기업들의 사내유보이익만 확대시키고 있다는 문제의식에서 출발하여 기업으로 하여금 배당과 고용을 증대시켜 가계소득증대를 꾀하고, 나아가 투자확대를 통해 경제 활성화를 유도하기 위한 정부의 의지가 반영된 정책으로 2015년부터 3년간 한시적으로 운영되었다.

기업이 세제 도입으로 인한 추가적인 세부담을 회피하기 위해서는 임금, 배당, 투자의 증가 세 가지 방법 중 하나의 지출을 확대하여 당기소득금액의 80% 이상을 상회하도록 해야 한다.

정책의 의도대로 기업이 미환류소득에 대한 법인세를 회피하기 위해 고용을 증대시키고 배당 및 투자를 증대시킨다면, 성공한 정책으로 평가받을 것이다. 그러나 미

환류소득세제는 자기자본 500억 원 초과기업법인과 상호출제제한 기업집단소속 기업을 대상으로 하고 있는데 이러한 대기업의 배당 정책, 투자 정책, 임금 정책은 단순히 한시적으로 부담하는 조세를 회피하기 위해 결정되지는 않을 것임은 쉽게 유추할 수 있다. 실제로 미환류소득세제와 관련한 선행연구에서도 해당 세제로 인한 배당의 증가, 고용증대, 투자확대효과는 크지 않거나 심지어 발견되지 못하고 있다는 결론이 대부분을 차지하고 있다(김성환, 2014; 김성태 외, 2017 등).

기업들이 이러한 현실적인 어려움으로 인해 고용, 배당, 투자를 증대시키지 않는다면 정부입장에서는 미환류소득에 대한 법인세를 징수할 수 있어 비록 정책적 목적을 달성하진 못하더라도 정부의 세수가 증대되는 효과를 얻게 될 것이다.

그러나 만약 기업의 고용, 배당, 투자의 증대가 미미하여 정책의 의도를 달성하지 못할 뿐만 아니라 일부 미환류소득에 대한 법인세를 회피하기 위하여 행해진 기업의 배당 및 투자가 오히려 비효율적이라면 이는 미환류소득세제라는 정책으로 또 다른 사회비효율을 초래하는 결과가 될 것이다.

기업은 전기 배당성향을 당기에도 유지하여 안정적인 배당성향을 선호하는 경향이 존재하고(신민식, 2008), 기업 규모가 크고 소유주지분율과 외국인투자자지분율이 높은 기업은 자발적으로 저배당 혹은 배당생략 의사결정을 할 가능성이 높을 가능성이 있음에도(고윤성 외, 2014) 불구하고, 실제로 우리나라 상장기업이 세제 도입 후 투자와 임금증가보다는 배당을 증가시키는 방향으로 과세 회피를 도모했다는 비판이 일었다. 이는 세제의 도입 취지와는 달리 미환류소득의 환류분이 특정 대주주 혹은 외국인 주주 등 일부 소득계층의 부로 돌아간 것이 아니냐는 문제의 제기로 이어졌다. 이에 정부는 배당보다 투자 및 임금의 지출을 유도하고자, 임금 인상분에 대한 가중치는 높이고, 배당에 대한 가중치는 줄여 배당보다는 고용과 투자가 증가한 기업을 우대하려는 노력을 기울였다(류지민, 2016).

하지만 노동 경직성이 매우 높고 노동조합의 힘이 강한 우리나라 노동시장의 특성상, 3년간의 한시적인 세제를 회피하고자 종업원을 추가로 고용하거나 임금을 증가시키는 것은 기업 입장에서 큰 부담으로 작용 할 수 있다. 또한 우리나라는 실질임금이 경기와 역으로 움직이는 매우 강한 하방경직적 특성을 가지고 있는 임금구조이므로(이철인, 1999), 세제의 일몰 이후 새로 채용한 직원을 해고하거나 임금을 낮추기가 매우 어렵다는 점을 감안한다면, 고용 및 임금의 증가로 이어질 가능성은

희박하다고 판단된다.

기업의 자원이 사외로 유출되는 배당이나 임금과는 달리 투자는 기업 내부에 보유되는 측면이 있다(김성태 외, 2017). 따라서 기업은 세제 도입으로 인한 추가적인 법인세 부담을 줄이기 위해 투자, 배당, 임금 증가를 고려한다면, 부의 외부 유출 성격이 강한 임금을 증가시키거나 가중치가 축소되고 정부 및 여론의 의견에 반하는 배당을 확대시키기보다 투자 지출을 확대하려는 유인을 보다 크게 느낄 수 있다. 물론 투자 지출의 경우 신규투자처, 경기전망, 자금조달 등 여러 요인에 의해 결정되지만, 경영자의 판단에 따라 장래에 계획된 투자를 미리 앞당겨 집행할 가능성도 존재한다(이용주 외, 2018). 손혁·김연화(2017)의 연구도 미환류소득세제 도입에 따라 기업이 투자〉배당〉임금 증가의 순으로 유보금을 우선 지출 할 것으로 예측하였다.

하지만 투자는 기업가치와 직결되는 중요한 의사결정 사항으로, 장기적인 관점으로 면밀한 사전조사와 시뮬레이션을 통해 계획되어야 하는 투자 활동이 단기적인 세제 회피를 위해 변경되거나, 새롭게 계획된다면 비효율적인 투자로 이어질 가능성이 높다.

비효율적인 투자는 성장잠재력의 약화로 기업의 경제적 기반을 흔들 수 있으며, 기업의 현금흐름을 압박하여 성장을 저해하고 고비용저효율의 악순환으로 연결되어 기업가치를 떨어뜨릴 수 있다. 따라서 정부는 기업이 효율적인 투자를 할 수 있도록 정책적으로 이를 뒷받침해줘야 한다. 그럼에도 불구하고 미환류소득세제로 인한 인위적인 투자가 비효율적으로 이루어진다면 미환류소득세제는 결국 정부가 행한 차선의 선택이 되는 것이다.

이에 본 연구에서는 다음의 가설을 통해 미환류소득세제가 차선의 선택이 된 것은 아닌지를 검증하고자 한다.

연구가설 : 미환류소득세제 적용대상기업의 투자비효율성은 도입 전 기간에 비해 도입 후 기간에 더 클 것이다.

2. 표본의 선정

기업미환류소득세제 도입 전·후 투자비효율성의 차이를 검증하기 위해 분석기간은 2012년부터 2017년까지로 하였으며, 분석에 필요한 변수의 측정을 위해 2010년부터 2017년까지 코스닥 및 유가증권시장 12월 결산 상장기업을 대상으로 다음의 요건을 충족하는 기업을 표본으로 선정하였다.[1)]

(1) 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인 기업
(2) 미환류소득세제 적용 대상 기업
(3) 에프엔가이드의 DataGuide에서 분석에 필요한 재무자료 입수 가능 기업
(4) 2010년에서 2017년까지 연속적인 재무자료 수집 가능 기업

결산시점의 차이로 인해 비교가능성이 떨어져 연구결과가 왜곡되는 것을 막기 위해 12월 결산법인을 한정하며, 영업특성과 재무제표 계정과목의 성격 등이 일반 제조업과 상이한 금융업은 표본의 동질성을 확보하기 위해서 제외하였다. 또한, 미환류소득세제 대상기업 중 각 사업연도 종료인 현재 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따른 상호출자제한 기업집단에 속하는 법인 혹은 중소기업을 제외한 자기자본금 500억 원을 초과하는 기업으로 한정하였으며, 상호출자제한 기업집단에 속하는 기업표본은 대규모기업집단 공개시스템(Groupopni.ftc.go.kr)에서 추출하였다. 조건(3)은 분석에 필요한 자료를 DataGuide에서 추출하였기 때문이며, 조건(4)는 본 연구의 가설을 검증하기 위하여 세제도입 전의 자료만 있는 기업 혹은 세제도입 후의 자료만 있는 기업이 포함되어 연구결과가 왜곡되는 것을 막기 위함이다.

1) 본 연구에서는 연도별 경제적 영향을 통제하기 위하여 미환류소득세제 도입 전 기간인 2012년부터 2014년까지, 도입 후 기간인 2015년부터 2017년까지 각각 3개년의 평균값을 분석에 사용하였다.

[표 1] 표본 선정 과정

표본선정기준	표본 수
최초표본	16,944
12월 결산이 아닌 경우, 금융업에 속하는 경우, 감사의견이 없거나 '적정의견'이 아닌 경우	(3,851)
2010년, 2011년에 속하는 기업	(3,011)
투자효율성 변수 측정을 위한 재무자료를 구할 수 없는 경우	(947)
2012년에서 2017년까지 6개년 연속 자료가 없는 경우	(1,035)
2015년에서 2017년까지 3개년 연속 미환류소득세제 적용 대상이 아닌 기업	(3,642)
최종표본	4,458

3. 변수의 정의와 연구모형

가. 투자비효율성의 측정

기업에게 주어진 투자기회에 대해 기업가치를 극대화시킬 것으로 예상되는 수준의 투자는 효율적인 투자로 볼 수 있지만, 기대수준에서 벗어나 NPV가 양(+)인 투자임에도 불구하고 투자하지 않거나(과소투자), NPV가 음(-)인 투자임에도 불구하고 투자가 이루어지는 경우(과잉투자)는 비효율적인 투자로 볼 수 있다. 효율적인 투자와 비효율적인 투자를 구분함에 있어 실제 기업이 당면하는 투자기회 및 기업의 의사결정을 알 수 없으므로 본 연구는 기존 선행연구에서 투자비효율성 측정을 위해 널리 사용되고 있는 Biddle, Hilary and Verdi(2009)와 McNichols and Stubben(2008)이 제시한 모형에 근거하여 실제투자수준과 기대투자수준(정상투자수준)과의 차이로 투자 비효율성을 측정하였다.

$$Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 Sales\,GR_{it-1} + \varepsilon_{it}^1 \qquad (1)$$

$Invest_{it}$:기업 i의 t기 자본투자

{t기 현금흐름표상 투자활동으로 인한 현금유출액/(t-1)기 유형자산}

$SalesGR_{it-1}$:기업 i의 t-1기 매출액성장률

{(t-1)기 매출액-(t-2)기 매출액/(t-2)기 매출액}

먼저 본 연구의 첫 번째 투자비효율성의 대용치를 구하기 위해 Biddle, Hilary and Verdi(2009)의 모형인 위의 식 (1)을 이용하였다. 식 (1)에서 종속변수인 기업의 자본투자액($Invest_{it}$)은 실제투자수준을 나타낸다. 투자기회 즉, 기대투자수준의 대용치는 선행연구를 따라 매출액성장률($SalesGR_{it-1}$)을 사용하였다(이미영 외, 2019; 이세용, 2019). 해당 식을 연도별-산업별로 회귀분석하여 구한 잔차 ε^1_{it}는 기대투자수준(정상투자수준)이 설명하지 못하는 실제투자수준을 의미하므로, 잔차의 절대값을 첫 번째 투자비효율성 측정치인 INVEFF1로 하였다. 해당 값이 클수록 투자비효율성이 높다는 것을 의미한다.

$$Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tobin\,Q_{it-1} + \beta_2 Sales\,GR_{it-1} + \varepsilon_t^2 \qquad (2)$$

TobinQit-1 :기업 i의 t-1기 Tobin's Q{(t-1)기 보통주 시가/(t-2)기 총자본}

두 번째 투자비효율성 측정치는 Biddle, Hilary and Verdi(2009)의 기본모형에 투자기회의 대용치로 매출액성장률과 더불어 기업의 성장가능성과 투자기회를 함축하고 있는 Tobin's Q를 추가로 고려한 장지영·김지령(2015)을 따라 위의 식 (2)를 연도별-산업별로 회귀분석하여 구한 잔차 ε^2_{it}의 절대값을 사용하였다. 두 번째 투자비효율성 측정치인 INVEFF2 또한 값이 클수록 투자비효율성이 높다는 것을 의미한다.

$$\begin{aligned} Invest_{it} = \beta_0 &+ \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 Q_{it-1} \times QT2_{it-1} + \beta_3 Q_{it-1} \times QT3_{it-1} \\ &+ \beta_4 Q_{it-1} \times QT4_{it-1} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 GWR_{it-1} \\ &+ \beta_7 Invest_{it-1} + \varepsilon_{it}^3 \end{aligned} \qquad (3)$$

Q_{it-1} :기업 i의 t-1기 TobinQ

$Q_{it-1} \times Q_QT2_{it-1}$($Q_{it-1} \times Q_QT3_{it-1}$,$Q_{it-1} \times Q_QT4_{it-1}$) : (t-1)기말 TobinQ×(산업-연도별 TobinQ가 2(3,4)분위에 속하면 1, 아니면 0을 가지는 더미변수)

CFO_{it} :기업 i의 t기 영업현금흐름

GRW_{it} :기업 i의 t-1기 총자산성장률

$Invest_{it}$:기업 i의 t-1기 자본투자

세 번째 투자비효율성 측정치 INVEFF3은 McNichols and Stubben(2008)을 통해 위의 식 (3)을 연도별-산업별로 회귀분석하여 구한 잔차 ε^3_{it}의 절대값을 사용하였다.

식 (3)에서 종속변수인 자본투자액($Invest_{it}$)은 실제투자수준을 의미한다. 독립변수로 사용된 전기 Tobin's Q와 각 기업의 투자수준이 Tobin's Q와 일정한 관계를 가진다는 가정을 완화하고자 포함한 Tobin's Q의 사분위수에 대한 증분계수는 과거 투자수준에 관한 변수이다. 추가로 생략변수의 문제점을 줄이고자 영업현금흐름, 총자산성장률(자산성장성), 그리고 전기 자본투자액은 기대투자수준을 대용하는 변수로 포함되었다. INVEFF3 또한 값이 클수록 투자비효율성이 높다는 것을 의미한다.

식 (1), 식 (2), 식 (3) 각각에서 산출된 INVEFF1(ε^1_{it}), INVEFF2(ε^2_{it}), INVEFF3 (ε^3_{it})을 기대투자수준이 설명하지 못하는 실제투자수준인 비기대투자수준, 즉 투자비효율성의 측정치로 정의하고 가설검증모형인 식 (4)의 종속변수로 사용하였다.

나. 연구모형

본 연구는 기업소득환류세제가 기업의 투자비효율성에 미치는 영향을 살펴보기 위해 다음과 같은 식 (4)를 설정하였다.

$$\begin{aligned} Inveff1(Inveff2, Inveff3)_{it} &= \alpha_0 + \alpha_1 PERIODdum_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} \\ &+ \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CFO_{it} + \alpha_5 TAN_{it} + \alpha_6 GRW + \alpha_7 TA \\ &+ \alpha_8 FOR_{it} + IND + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

$Inveff1_{it}$: Biddle et al.(2009)로 측정한 투자비효율성

$Inveff2_{it}$: Biddle et al.(2009)에 토빈Q를 고려하여 측정한 투자비효율성

$Inveff3_{it}$: McNichols and Stubeem(2008)의 모형으로 측정한 투자비효율성

$PERIODdum_{it}$: 기업소득환류세제 적용기간이면 1 그렇지 않으면 0인 더미변수

$SIZE_{it}$: 기업규모(총자산의 자연로그값)

LEV_{it}: 부채비율(총부채/총자산)

CFO_{it}: 영업현금흐름(영업활동으로인한현금흐름/총자산)

TAN_{it}: 유형자산비율[(유형자산-토지-건설중인자산)/총자산]

GRW_{it}: 총자산성장률[(당기총자산-전기총자산)/총자산]

TA_{it}: 총발생액[(당기순이익-영업현금흐름)/총자산]
FOR_{it}: 외국인지분율
IND: 산업더미

미환류소득세제 적용대상 기업은 도입 전 기간에 비해 도입 후 기간에 투자비효율성이 더 높을 것이라는 가설에 기초할 때 $\alpha 1$은 유의한 양(+)의 값을 보일 것으로 기대된다.

그밖에 기업의 투자비효율성에 영향을 미칠 수 있는 요인을 통제하기 위하여 다음의 변수들을 추가하였다. 우선 기업규모가 큰 경우 자금조달이 용이하고 이로 인해 투자가 증가할 수 있으므로(Biddle et al., 2009; 조정은 외, 2016) 이러한 영향을 통제하기 위해 기업규모(SIZE)를 통제변수로 추가하였다. 자본조달이 어려운 자본제약 기업은 과소투자 유인을 가질 수 있고(Biddle et al., 2006; 최승욱, 2016), 반대로 현금흐름이 높고 당기에 투자를 많이 한 기업은 차기에도 투자를 많이 할 것으로 예상되므로 이를 통제하고자 부채비율(LEV), 영업현금흐름(CFO), 유형자산비율(TAN) 및 총자산성장률(GROW)을 모형에 포함하였다. 이익조정이 기업투자에 미치는 영향(McNichols et al. 2008)과 외국인투자자가 경영자의 비효율적 투자의사결정을 통제하는 감시자 역할을 수행할 수 있다는 선행연구 결과(박진하 외, 2012)를 고려하여 이를 통제하고자 총발생액(TA)과 외국인지분율(FOR)을 모형에 포함하였다. 끝으로 산업특성에 따라 투자효율성이 다르게 나타날 수 있으므로 산업더미(IND)를 모형에 포함하여 산업특성을 통제하였다.

Ⅳ. 실증분석 결과

1. 기술통계 및 상관관계분석

위의 [표 2]는 본 연구에 사용된 주요 변수들의 기술통계량을 나타낸 것이다. 본 연구의 주요변수인 투자비효율성 변수 INVEFF1, INVEFF2, INVEFF3의 평균(중위수)은 각각 11.9589(3.9236), 11.8548(28.7558), 4.5116(11.2634)로 나타나 표본기업들의 투자비효율성 평균값이 중위수 값보다 더 큰 것으로 확인되었다. 또한 최솟값에서 중위수까지의 투자비효율성 변화와 비교할 때 중위수에서 최댓값까지의 투자비효율성 변화가 보다 급격하게 증가하는 것을 확인할 수 있어 일부 표본에서 투자 비효율성이 크게 나타나고 있음을 알 수 있다.[2] 이외 기타 통제변수들의 기술통계량 분포는 투자비효율성을 검증한 기존 선행연구들과 유사한 것으로 나타났다.

[표 2] 기술통계량(n=4,458)

변수명	평균값	표준편차	중위수	최솟값	최댓값
INVEFF1	11.9589	30.1738	3.9236	0.0576	235.0967
INVEFF2	11.8548	28.7558	3.7235	0.0527	219.1635
INVEFF3	4.5116	11.2634	0.8327	0.0086	86.5957
PERIOD	0.5000	0.5001	0.5000	0.0000	1.0000
SIZE	26.7756	1.2847	26.4761	23.5426	30.6738
LEV	0.4061	0.2028	0.4042	0.0278	0.8866
CFO	0.0560	0.0696	0.0517	-0.2396	0.2678
TAN	0.1607	0.1342	0.1310	0.0003	0.5788
GRW	0.0257	0.1387	0.0289	-0.6848	0.5215
TA	-0.0293	0.0773	-0.0235	-0.4602	0.2260
FOR	9.6208	12.1825	4.3085	0.0000	52.5726

$Inveff1_{it}$: Biddle et al.(2009)로 측정한 투자비효율성, $Inveff2_{it}$: Biddle et al.(2009)에 토빈Q를 고려하여 측정한 투자비효율성, $Inveff3_{it}$:McNichols and Stubeem(2008)의 모형으로 측정한 투자비효율성, $PERIODdum_{it}$: 기업소득환류세제 적용기간이면 1 그렇지 않으면 0인 더미변수, $SIZE_{it}$: 기업규모(총자산의 자연로그값), LEV_{it}: 부채비율(총부채/총자산), CFO_{it}: 영업현금흐름(영업활동으로인한현금흐름/총자산), TAN_{it}: 유형자산비율[(유형자산-토지-건설중인자산)/총자산], GRW_{it}: 총자산성장률[(당기총자산-전기총자산)/당기총자산], TA_{it}: 총발생액[(당기순이익-영업현금흐름)/총자산], FOR_{it}: 외국인지분율, IND: 산업더미

2) 극단치의 영향을 통제하기 위해 분석에 사용된 모든 변수는 상하위 1%로 Winsorization 하였다.

이어지는 [표 3]은 본 연구에 사용된 주요 변수들간의 피어슨 상관관계를 나타낸 것이다. 투자비효율성 변수 INVEFF1와 PERIOD 변수간 피어슨 상관계수는 0.0399로 1% 이하 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. INVEFF2, INVEFF3와 PERIOD 변수간 피어슨 상관계수는 각각 0.0382, 0.0357로 5% 이하 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

통제변수들과 투자비효율성변수의 상관관계를 살펴보면 부채비율(LEV), 영업현금흐름(CFO), 유형자산비율(TAN)은 세 가지 투자비효율성 측정치 모두와 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 기업규모(SIZE)의 경우도 INVEFF2 측정치를 제외한 나머지 두 가지 측정치와 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타나 대체로 음의 상관관계가 가지는 것으로 확인하였다.

이와는 반대로 총발생액(TA)의 경우 세 가지 투자비효율성 측정치 모두와 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 외국인지분율(FOR)의 경우 INVEFF3 변수를 제외한 나머지 두 개의 투자비효율성 변수와 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 확인되었다. 자산성장성(GRW) 변수의 경우 투자비효율성 측정치와 유의한 상관관계가 없는 것으로 나타났다.

하지만 상관관계분석은 통제변수의 영향이 고려되지 않은 각 변수들간의 일대일 관련성을 의미하는 것이므로, 이어서 통제변수들의 영향을 고려한 분석 결과를 살펴볼 필요가 있다. 통제변수들간의 다중공선성 문제를 의심한 만큼의 높은 상관계수는 관찰되지 않았으며, VIF(최대분산팽창계수)가 3을 넘는 변수가 없으므로(최댓값이 2.22) 다중공선성의 문제는 없는 것으로 판단하였다.[3)]

3) 대개의 선행연구들에서 VIF값이 10이 넘는 경우 심각한 다중공선성 문제가 있는 것으로 판단한다.

[표 3] 상관관계분석

	INVEFF1	INVEFF2	INVEFF3	PERIOD	SIZE	LEV	CFO	TAN	GRW	TA	FOR
INVEFF1	1.0000										
INVEFF2	0.9849 (<.0001)	1.0000									
INVEFF3	0.4977 (<.0001)	0.5039 (<.0001)	1.0000								
PERIOD	0.0399 (0.0077)	0.0382 (0.0108)	0.0357 (0.0173)	1.0000							
SIZE	-0.0304 (0.0425)	-0.0236 (0.1159)	-0.0294 (0.0497)	0.0393 (0.0087)	1.0000						
LEV	-0.1852 (<.0001)	-0.1805 (<.0001)	-0.1421 (<.0001)	-0.0710 (<.0001)	0.1822 (<.0001)	1.0000					
CFO	-0.0597 (<.0001)	-0.0569 (0.0001)	-0.0441 (0.0032)	0.0059 (0.6920)	0.0215 (0.1515)	-0.1618 (<.0001)	1.0000				
TAN	-0.2276 (<.0001)	-0.2235 (<.0001)	-0.2829 (<.0001)	-0.0260 (0.0830)	0.1597 (<.0001)	0.2615 (<.0001)	0.2016 (<.0001)	1.0000			
GRW	0.0006 (0.9696)	0.0037 (0.8066)	0.0099 (0.5086)	-0.0102 (0.4956)	0.0124 (0.4086)	-0.0635 (<.0001)	0.0855 (<.0001)	-0.0156 (0.2986)	1.0000		
TA	0.0441 (0.0033)	0.0450 (0.0027)	0.0578 (0.0001)	0.0053 (0.7217)	0.0017 (0.9080)	-0.1964 (<.0001)	-0.5087 (<.0001)	-0.2328 (<.0001)	0.2845 (<.0001)	1.0000	
FOR	0.0274 (0.0678)	0.0334 (0.0259)	0.0108 (0.4713)	0.0263 (0.0788)	0.4470 (<.0001)	-0.1928 (<.0001)	0.2426 (<.0001)	0.0199 (0.1846)	0.0854 (<.0001)	-0.0018 (0.9051)	1.0000

주: 변수에 대한 정의는 [표 2]와 동일

2. 가설 검증 결과[4)]

[표 4] 실증분석결과

$$Inveff_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PERIODdum_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CFO_{it} + \alpha_5 TAN_{it} + \alpha_6 GRW + \alpha_7 TA + \alpha_8 FOR_{it} + IND + \varepsilon_{it}$$

변수명	(1)		(2)		(3)	
	INVEFF1		INVEFF2		INVEFF3	
	계수값	t-value	계수값	t-value	계수값	t-value
Intercept	48.7089	3.01***	45.0769	2.96***	17.0041	3.49***
PERIOD	1.6887	1.37	1.5354	1.33	0.6893	1.86*
SIZE	-0.5525	-0.90	-0.4860	-0.84	-0.2404	-1.30
LEV	-22.9442	-5.63***	-21.0653	-5.49***	-2.8444	-2.32**
CFO	-60.5894	-3.75***	-57.3809	-3.77***	-5.8624	-1.20
TAN	-21.0898	-3.36***	-18.8398	-3.20***	-9.6594	-5.12***
GRW	0.4114	0.05	0.5831	0.07	1.4172	0.55
TA	-27.1716	-1.53	-27.7213	-1.66*	-9.4064	-1.76*
FOR	0.0652	0.97	0.0682	1.08	0.0083	0.41
IND	include		include		include	
F-value	12.62***		13.46***		25.66***	
Adj. R2	0.2517		0.2651		0.4166	
N	1,486		1,486		1,486	

주: 1) ***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함을 표시
2) 변수에 대한 정의는 [표 2]와 동일

위 [표 4]는 미환류소득세제의 도입이 적용 대상기업의 투자비효율성에 미치는 영향을 검증하기 위해 미환류소득세제 적용 대상 기업 표본으로 식 (4)를 회귀분석한 결

4) 가설검증을 위한 분석에 앞서 미환류소득세제 도입 전보다 후에 투자가 증가했는지를 검증하였다. 검증 결과 세제 도입 전과 후의 투자간 유의한 차이가 없는 것으로 확인되었다. 이는 미환류소득세제의 정책적 실효성을 검증한 선행연구와 맥락을 같이하는 결과이다. 이와 같은 결과는 기업들이 세제 도입으로 인해 투자와 관련된 의사결정을 함에 있어 다소 상충되는 유인을 가지고 있기 때문일 것으로 예상된다. 즉, 장기적인 관점으로 면밀한 사전조사와 시뮬레이션을 통해 계획되는 투자활동이 단기적인 세제 회피를 위해 변경되거나, 새롭게 계획되기 쉽지 않아 투자를 늘리지 않을 유인과, 추가적인 법인세 납부를 회피하기 위해 투자를 늘릴 유인이 양방향으로 존재하기 때문인 것으로 판단된다. 따라서 본 연구는 이어지는 장에서 세제 도입 후 투자를 실제로 증가시킨 기업과 그렇지 않은 기업 표본을 구분한 가설 검증 결과를 보고하였다.

과를 나타낸 것이다. 제 (1)열은 Biddle, Hilary and Verdi(2009)의 모형으로 측정한 본 연구의 첫 번째 투자비효율성 변수인 INVEFF1을 종속변수로 사용하여 분석한 결과를 나타내고 있다. 제 (2)열은 Biddle, Hilary and Verdi(2009)의 모형에 투자기회의 또 다른 대용치로 사용되는 TobinQ를 추가로 고려하여 측정된 투자비효율성 변수 INVEFF2를 종속변수로 분석한 결과를 나타내고 있다. 마지막 제 (3)열은 McNichols and Stubben(2008)의 모형으로 측정한 투자비효율성 변수 INVEFF3을 종속변수로 활용한 결과를 보여주고 있다.

선행연구에서 투자비효율성에 영향을 미치는 것으로 제시된 변수들의 효과를 통제한 분석결과를 살펴보면, 종속변수로 INVEFF1과 INVEFF2를 사용한 경우 기업소득환류세제 도입 전과 후의 투자비효율성간 유의한 차이가 없는 것으로 검증되었다. 하지만 종속변수로 INVEFF3을 사용한 경우에는 독립변수인 PERIOD 변수와 종속변수간 10% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 관찰되었다. 이는 미환류소득세제 적용 대상 기업의 경우 세제 도입 후의 투자비효율성이 세제 도입 전의 투자비효율성보다 높다는 것을 의미하므로 본 연구의 가설을 일부 지지하는 결과라고 할 수 있다.

하지만 이러한 분석결과는 미환류소득세제의 도입 후 실제로 투자를 증가시킨 기업과 증가시키지 않은 기업의 효과가 혼재되어 나타난 결과일 수 있다. 따라서 미환류소득세제 도입 전 기간보다 도입 후 기간에 실제로 투자를 증가시킨 기업과 증가시키지 않은 기업 표본을 각각 구분하여 식 (4)를 회귀분석 하였다. 분석결과는 아래 [표 5]와 같다.

[표 5]의 Panel A는 세제 도입 전 기간보다 도입 후 기간에 실제로 투자를 증가시킨 기업을 대상으로 식 (4)를 회귀분석한 결과를 나타내고, Panel B는 도입 후 기간에 도입 전보다 투자를 증가시키지 않은 기업을 대상으로 식 (4)를 회귀분석한 결과를 나타내고 있다.

Panel A, 즉 투자를 증가시킨 기업의 경우 PERIOD 변수와 투자비효율성 변수인 INVEFF1, INVEFF2, INVEFF3 모두와 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 세제 도입 이후 실제로 투자를 증가시킨 기업의 경우 세제 도입 전 기간보다 도입 후 기간에 투자비효율성이 더 높아진 것으로 해석 할 수 있으므로, 투자비효율성이 도입 전 기간에 비해 도입 후 기간에 더욱 클 것이라는 본 연구의 가설을

지지하는 결과라고 할 수 있다.

반면 Panel B의 경우 PERIOD 변수와 투자비효율성 변수인 INVEFF1, INVEFF2, INVEFF3의 관련성을 나타내는 $\alpha 1$의 값이 모두 유의하지 않은 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 미환류소득세제 도입 전 기간보다 도입 후 기간에 투자를 증가시키지 않은 기업의 경우 도입 전 기간과 도입 후 기간의 투자비효율성에 유의한 차이가 없는 것으로 해석 할 수 있으므로, 투자비효율성이 도입 전 기간에 비해 도입 후 기간에 더욱 클 것이라는 본 연구의 가설을 지지하는 결과로 볼 수 없다.[5)]

미환류소득세제 도입 후 세제 도입 취지대로 투자를 증가시킨 기업의 경우 투자비효율성이 유의하게 증가한 반면, 투자를 증가시키지 않은 기업의 경우 투자비효율성에 유의한 변화가 없다는 상기의 연구결과를 종합해 본다면, 장기적인 관점에서 면밀하게 계획되어야할 기업의 투자활동이 세제도입으로 인한 추가적인 법인세부담을 경감시키려는 유인으로 앞당겨 이루어지거나, 새롭게 계획될 경우 오히려 비효율적인 투자로 이어졌음을 유추할 수 있다. 즉, 미환류소득세제가 정책적 실효성을 달성하지 못했을 뿐만 아니라 또 다른 사회적비효율마저 초래했다고 판단할 수 있을 것이다.

---

5) 투자제외형을 선택할 가능성이 높은 서비스업 표본을 추가로 제외한 후 검증한 결과 본문에 기술되어있는 연구결과와 질적 차이가 없음을 확인하였다. 기업의 투자활동과 밀접한 연관이 있는 매출액 변동성 및 성장성이 높았던 반도체관련 산업 및 기업 관련 업종(전자부품·컴퓨터·영상·음향 및 통신장비 제조업, 기타 기계 및 장비 제조업)에 포함된 표본을 추가로 제외한 후 검증한 결과 본문에 기술되어있는 연구결과와 질적 차이가 없음을 확인하였다.

[표 5] 실증분석 결과

$$Inveff_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PERIODdum_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CFO_{it} + \alpha_5 TAN_{it} + \alpha_6 GRW + \alpha_7 TA + \alpha_8 FOR_{it} + IND + \varepsilon_{it}$$

Panel A(미환류소득세제 도입 후 투자 증가 기업)						
변수명	INVEFF1		INVEFF2		INVEFF3	
	계수값	t-value	계수값	t-value	계수값	t-value
Intercept	31.4687	1.42	30.2098	1.44	24.5735	3.46***
PERIOD	3.9173	2.47**	3.1964	2.12**	1.1496	2.27**
SIZE	-0.1767	-0.21	-0.1476	-0.19	-0.5031	-1.87*
LEV	-24.7249	-4.65***	-23.5119	-4.65***	-5.1336	-3.02***
CFO	-65.4371	-2.99***	-64.1432	-3.09***	-14.8443	-2.12**
TAN	-4.4862	-0.54	-3.7297	-0.47	-8.5042	-3.17***
GRW	9.8367	0.90	9.9818	0.96	3.7508	1.07
TA	-2.1082	-0.09	-1.1878	-0.05	-10.9776	-1.50
FOR	-0.0459	-0.51	-0.0516	-0.61	-0.0058	-0.20
IND	include		include		include	
F-value	7.44***		7.81***		14.36***	
Adj. R2	0.2727		0.2838		0.4375	
N	740		740		740	
Panel B(미환류소득세제 도입 후 투자 비증가 기업)						
변수명	INVEFF1		INVEFF2		INVEFF3	
	계수값	t-value	계수값	t-value	계수값	t-value
Intercept	66.2512	2.64***	65.9229	2.81***	14.0881	1.97**
PERIOD	-1.0771	-0.56	-0.6715	-0.37	0.1667	0.30
SIZE	-0.9160	-0.96	-1.0089	-1.13	-0.1507	-0.56
LEV	-19.5803	-3.03***	-17.1088	-2.84***	-0.1973	-0.11
CFO	-54.8281	-2.18**	-50.6758	-2.16**	-0.5825	-0.08
TAN	-38.6432	-3.92***	-36.4804	-3.97***	-11.0409	-3.94***
GRW	-10.1225	-0.75	-8.2868	-0.66	-0.4034	-0.11
TA	-50.5610	-1.81*	-55.3355	-2.13**	-10.9355	-1.38
FOR	0.1796	1.73*	0.1930	1.99**	0.0412	1.40
IND	include		include		include	
F-value	6.39***		6.92***		13.26***	
Adj. R2	0.2372		0.2547		0.4143	
N	746		746		746	

주: 1) ***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함을 표시
2) 변수에 대한 정의는 [표 2]와 동일

V. 결론

기업의 투자활동은 기업가치에 직접적으로 연결되기 때문에 기업 내·외부의 이해관계자들에게 중요한 관심사항으로 여겨져 왔다. 기업의 투자는 미래성장잠재력으로 인식되어 기업들은 투자의 파급효과를 고려하여 세심한 사전조사 및 시뮬레이션을 통해 신중하게 결정하고 있다. 그러나 기업들은 그들이 처한 기업 내·외부의 환경에 의해 투자의사결정 시 최적 투자안보다 더 많은 과잉투자 의사결정을 할 수 있으며, 동시에 그 반대로 최적 투자안보다 적은 과소투자의사결정을 할 수 도 있다. 이러한 과잉투자 또는 과소투자는 비효율적투자로 정의되고 있다.

본 연구에서는 미환류소득세제의 정책적 실효성이 미미한 것으로 밝혀지고 있는 현시점에서 해당 제도가 단순한 정책적 실패에서 한걸음 더 나아가 추가적인 사회비효율을 조장하고 있는 것은 아닌지에 대한 의구심을 검증하였다.

만약 기업이 미환류소득세제가 의도하는 바와는 달리 고용, 배당, 투자의 증대가 미미하여 정책의 의도를 달성하지 못할 뿐만 아니라 일부 미환류소득에 대한 법인세를 회피하기 위하여 행한 기업의 투자가 오히려 비효율적으로 이루어진다면 미환류소득세제는 오히려 사회비효율만 초래하는 차선의 선택으로 전락하게 되는 것이다. 이를 검증하기 위해 본 연구는 미환류소득세제 적용대상 기업의 세제 도입 전과 후의 투자비효율성을 분석하였다.

종속변수를 투자비효율성(비기대투자)의 절대값으로, 관심변수를 미환류소득세제 도입 후 기간이면 1, 도입 전 기간이면 0의 값을 가지는 더미변수로 하여 분석한 결과 미환류소득세제 도입 후 표본 기업의 투자비효율성(비기대투자)이 증가했음을 확인할 수 있었다.

하지만 이러한 결과에는 미환류소득세제 도입으로 인해 실제로 투자를 늘린 기업과 투자를 늘리지 않은 기업의 효과가 혼재되어 있을 가능성이 존재하므로 미환류소득세제 도입 전 기간 보다 도입 이후에 투자를 늘린 기업 표본과 늘리지 않은 기업 표본을 구분하여 추가적으로 분석하였다.

분석결과 미환류소득세제 도입 후 투자를 증가시킨 기업의 경우 세제 도입 전보다 후에 투자비효율성이 유의하게 증가한 반면, 세제 도입 후 투자를 증가시키지

않은 기업의 경우에는 세제 도입 전과 후의 투자비효율성간에 유의한 차이가 없음이 확인되었다.

이는 미환류소득세제로 인한 투자가 오히려 비효율적으로 이루어짐으로써 미환류소득세제의 정책적 실효성을 달성하지 못했을 뿐만 아니라 또 다른 사회적비효율마저 초래했다고 판단할 수 있을 것이다.

본 연구는 다음과 같은 한계점이 존재한다. 첫째, 미환류소득세제 도입 이외에도 기업의 투자의사결정에 영향을 미치는 요인들이 다양함에도 불구하고 여타 요인들은 모두 고려하지 못하였다. 둘째, 본 연구는 기업소득환류세제 도입 전과 도입 후를 더미변수로 정의하여 실증분석을 실시하였다. 미환류소득세제 이외에도 세제 도입 후 기간에 기업의 투자비효율성에 영향을 주는 거시경제적 요인이 다양할 것임에도 불구하고 이를 모두 고려하지 못한 생략변수(omitted variable)의 문제가 존재한다. 향후 DID(이중차이분석방법, DIfference in differences)분석 모형을 활용하여 미환류소득세제 적용대상기업과 비적용대상기업의 세제 도입 전·후 투자비효율성 비교 분석 하는 연구가 이루어진다면, 의미 있는 연구가 될 수 있을 것으로 기대된다.

하지만 위와 같은 한계점에도 불구하고 본 연구는 정부가 정책을 실행함에 있어 단편적인 상황만을 고려할 것이 아니라 다른 상황과 연동하여 복합적으로 인지해야 차선의 선택을 하는 우(愚)를 범하지 않는다는 시사점을 제공한다. 또한 2018년부터 미환류소득세제의 연장선으로 보여 지는 투자·상생협력촉진세제가 3년간 한시적으로 적용되고 있는 상황에서 본 연구의 결과는 투자·상생협력촉진세제의 실효성에도 유의미한 화두를 던지게 될 것이다.

참고문헌

김성태·박성욱, “기업소득환류세제 도입에 따른 배당투자입금증가에 관한 연구,”「조세연구」 제17권 제4호, 2017, 61~93쪽.

김성환, “기업소득 환류세제에 대한 기업의 회피 가능성에 대한 사례 연구,”「경영컨설팅연구」 제14권 제4호, 2014, 221~230쪽.

김완석·황남석,「법인세법론」, 삼일인포마인, 2015.

고윤성·박선영, “자발적 저배당 및 배당생략 기업의 특성 및 성과,”「회계학연구」 제39권 제5호, 2014, 1~40쪽.

류지민, “제재적 조세로서 기업소득 환류세제에 관하여,”「조세법연구」 제22권 제2호, 2016, 363~420쪽.

박경서·이은정·이인무, “국내기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구,”「재무연구」 제16권 제2호, 2003, 195~229쪽.

박선영·배한수, “재무보고의 질과 기업지배구조가 기업의 투자효율성에 미치는 영향,”「회계정보연구」 제29권 제4호, 2011, 363~391쪽.

박진하·권대현, “외국인주주의 지분율이 기업의 투자효율성에 미치는 영향,”「회계학연구」 제37권 제3호, 2012, 277~307쪽.

심준용·허진숙·이만우, “기업소득 환류세제가 기업 재무의사결정에 미치는 영향,”「회계정보연구」 제36권 제1호, 2018, 331~359쪽.

손혁·김연화, “기업소득환류세제의 경제적 효과: 유보소득 사용의 순서효과와 해당 세제의 개선방안,”「세무와회계저널」 제18권 제2호, 2017, 157~191쪽.

이미영·이서연·이현주, “재량원가가 투자효율성에 미치는 영향,”「회계세무와감사연구」 제61권 제2호, 2019, 251~284쪽.

이세용, “투자 비효율성과 주가급락위험,”「세무와회계저널」 제20권 제1호, 2019, 189~221쪽.

이예지, “기업소득 환류세제 및 배당소득 증대세제가 상장기업의 배당정책에 미치는 영향,” 한국세무학회 추계학술발표대회 발표논문집, 한국세무학회, 2015.

이철인, “실질임금의 하방경직성과 경기변동에 따른 신축성,”「국제경제연구」 제5권 제3호, 1999, 73~95쪽.

임동원,「사내유보금 과세제도 평가와 정책적 시사점 - 기업소득환류세제를 중심으로」,

한국경제연구원, 2017.

정남철·윤성수·정석우, “기업소득 환류세제와 조세전략,”「세무학연구」제35권 제2호, 2018, 141~178쪽.

조영석·한형호·양성국, “배당성향과 미래이익성장에 관한 연구,”「산업경제연구」제20권 제4호, 2007, 1445~1462쪽.

조정은·최아름, “산업내 기업간 경쟁이 투자효율성에 미치는 영향,”「세무와회계저널」제17권 제3호, 2016, 189~230쪽.

최승욱, “재무제표 비교가능성이 기업의 투자효율성에 미치는 영향,”「회계저널」제25권 제5호, 2016, 209~241쪽.

Bae, G. and S. Choi., “Do industry Specialist Auditors Improve Investment Efficiency?,” *Working paper*, Business School, Korea University, Seoul, 2012, pp.1-46.

Biddle, G. C., and G. Hilary., “Accounting Quality and Firm – Level Capital Investment,” *The Accounting Review*, vol.81 no.5, 2016, pp.963 – 982.

Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi., “How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?,” *Journal of Accounting and Economics*, vol.48 no.2, 2009, pp.112 – 131.

Chen, F., O. Hope, Q. Li, and X. Wang, “Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets,” *The Accounting Review*, vol.86 no.4, 2011, pp.1255 – 1228.

Lipsey, R.. G. and K. Lancaster, “The General Theory of Second Best,” *The Review of Economic Studies*, vol.24 no.1, 1956, pp.11 – 32.

McNichols, M. F., & S. R. Stubben, “Does Earnings Management Affect Firms’ Investment Decisions?,” *The Accounting Review*, vol.83 no.6, 2008, pp.1571 – 1603.

Mueller, D. C., “A Theory of Conglomerate Mergers,” *The Quarterly Journal of Economics*, vol.83 no.4, 1969, pp.643 – 659.

Theory of Second Best and Tax system of non-recycled Corporate Income

Park, Jongkook * Hong, Youngeun** Kim, Soojin***

Abstract

In 2014, the government introduced tax system of non-recycled corporate income. If a certain amount of enterprise income does not return to investment, wage increase, and dividend, tax is levied on corporation tax of 10%. There is a real difficulty for such large corporations' dividend, investment, and wage policy to be achieved for short-term tax avoidance. If investment to avoid tax of non-recycled corporate income leads to inefficient investment, this will result in social inefficiency due to policy. In order to verify this, this study attempted to find out whether the companies subject to the tax system of non-recycled corporate income are efficient investments or inefficient investments after the period. According to the analysis, companies that increased investment after the introduction of the tax system of non-recycled corporate income had a significant increase in investment inefficiency after the introduction of the tax system. However, it was confirmed that there was no significant difference in investment inefficiency before and after the introduction of tax in the case of companies that did not increase investment after the introduction of the tax system of non-recycled corporate income. Tax system of non-recycled corporate income is not only a failed policy that does not lead to increased employment, wages and investment in companies, but it also infers that the policy is socially inefficient because investment is inefficient. Therefore, this study suggests that, the government does not take into account only fragmentary situations in implementing policies. In addition, the investment and mutual benefit promotion tax, which is an extension of the tax system of non-recycled corporate income, is being applied for a limited period of three years from 2018, and the results of this study will also provide implications for the effectiveness of investment and mutual benefit promotion tax.

□ Keywords: Theory of Second Best, Tax system of non-recycled corporate income, Investment inefficiency

---

* Professor, Department of Accounting and Taxation, School of Business, Yeungnam University
** Assistant Professor, Department of Accounting and Taxation, School of Business, Yeungnam University
*** Doctor's course Department of Accounting and Taxation, School of Business, Yeungnam University