

# 기업의 조세전략이 투자의사결정에 미치는 영향

최경수\*, 최정미\*\*

고려대학교 기업경영연구원\*, 청주대학교 회계학과\*\*

## The Effect of Firm's Strategy in Investment Decision

Kyong-Soo Choi\*, Jeongmi Choi\*\*

Institute for Business Research & Education in Korean University\*

Dept. of Accounting, Cheongju University\*\*

요 약 본 연구에서는 경영자의 투자의사결정을 중심으로 하여 조세전략과 투자효율성 간의 관계를 분석하고자 한다. 구체적으로, 경영자의 조세회피 행태가 기업의 투자수준에 미치는 효과를 살펴보고자 한다. 분석 결과, 경영자의 조세회피 수준이 높아질수록 기업의 과잉투자가 증가하는 결과를 보였다. 이는 조세회피로 인하여 증가한 기업의 가용자금이 과잉투자로 이어진다는 것을 의미하며, 조세회피를 통한 가용자금의 증가분이 경영자의 기회주의적인 목적을 위해 이용되어지는 것으로 해석된다. 지금까지의 선행연구를 살펴보면, 기업의 조세전략이 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석에 앞서 그 메커니즘에 대한 연구가 선행되어야 함에도 불구하고 기업가치에 영향을 주는 경영자의 의사결정들과 조세전략과의 관련성을 본 연구는 드물다. 따라서 본 연구는 경영자의 핵심적인 행태 중 하나인 조세전략이 기업의 실제 투자의사결정에 미치는 영향에 대한 구체적인 결과를 제시하였다는 점에서 공헌점이 존재한다. 즉, 투자자와 세수를 확보하고자 하는 정부는 경영자의 조세회피 행태가 투자행태에 미치는 영향을 감안하고, 경영자의 조세회피 행위에 보다 경각심을 기울이게 할 것이라고 기대된다.

주제어 : 조세전략, 조세회피, 투자의사결정, 투자효율성, 과잉투자

**Abstract** We investigate the association between tax strategy and investment efficiency focusing on manager's investment decision. Specifically, we examine the effect of manager's tax avoidance on the firm's investment level. The result show that as the degree of tax avoidance becomes higher firm's over investment increases. This result implies that the available resources generated from firm's tax avoidance induces over investment. Prior researches have been interested in the effects of firm's tax strategy on firm value. However, there is little literatures regarding the effects of firm's tax strategy on management's real investment decisions which provides the important implications about the mechanisms between tax strategy and firm value. In this respect, our research provides a meaningful results which demonstrates the effects of firm's tax strategy on manager's real investment decisions. This will provide useful implications for the investors and government regarding manager's tax avoidance behavior.

**Key Words** : Tax Strategy, Tax Avoidance, Investment Decision, Investment Efficiency, Over Investment

Received 11 February 2014, Revised 12 March 2014  
Accepted 20 March 2014  
Corresponding Author: Jeongmi Choi(Cheongju University)  
Email: jmchoi@cju.ac.kr

© The Society of Digital Policy & Management. All rights reserved. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0>), which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ISSN: 1738-1916

## 1. 서론

기업의 최적 조세전략은 재무보고이익은 극대화하면서 세무보고이익은 낮추어 조세비용을 줄이는 것이다. 이러한 조세전략은 기업의 실제 의사결정에 영향을 미치며, 이는 이윤창출과 기업가치 향상으로 이어진다. 하지만, 기존 연구들은 조세전략이 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석에 앞서 그 메커니즘에 대한 연구가 선행되어야 함에도 불구하고, 기업가치에 영향을 주는 경영자의 의사결정들과 조세전략과의 관련성을 본 연구는 드물다[15]. 따라서, 본 연구의 목적은 경영자의 조세전략이 기업의 실제 투자의사결정에 어떠한 영향을 미치는지 분석하는데 있다.

재무보고이익과 세무보고이익의 차이(재무보고이익에서 세무보고이익을 차감한 값으로 정의: 이하 ‘보고이익의 차이’)는 다양한 정보를 내포한다. 예를 들어, 보고이익의 차이는 재무회계와 세무회계의 단순한 차이로 인해 나타날 수 있고, 경영자의 이익조정 행태 및 절세전략으로 인해 야기되기도 한다[9]. 만일, 보고이익의 차이가 재무보고와 세무보고 시의 자연스러운 차이로 인해 나타난다면 경영자의 의사결정과 관련이 적을 것이다. 반면에 보고이익의 차이에서 자연스러운 차이를 제외한 부분은 경영자의 의도적인 행위로 인한 측면을 나타내며, 이는 기업의 다양한 의사결정에 영향을 미쳐 궁극적으로 기업가치에 영향을 줄 것이다.

본 연구는 선행연구에 기반하여 보고이익의 차이 중 이익조정 부분을 제외한 조세회피 부분에 초점을 맞춘다. 구체적으로, 본 연구에서는 보고이익의 차이에서 조세회피 부분을 조세전략의 일환으로 보고 경영자의 조세회피 행태가 기업의 투자효율성에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

한편, 경영자의 과잉투자 행위는 기업의 현재 외부자금 조달수준(즉, 가용자금의 정도)과 경영자의 기업 소유 정도, 그리고 기업이 처한 경쟁 환경에 의해 영향을 받는다. 가용자금이 상대적으로 적은 경우 경영자는 투자를 줄이게 되며, 반대의 경우에는 과잉투자를 야기할 수 있게 된다. 또한, 경영자의 지분율이 나타내는 기업에 대한 소유권 및 기업이 처한 산업내의 경쟁정도는 경영자의 투자의사결정에 유의한 영향을 미칠 수 있다. 따라서 본 연구는 외부자금 조달정도, 경영자 지분율 및 경쟁정

도가 조세회피와 투자효율성 간의 관계가 대변하는 경영자의 투자행태에 어떠한 영향을 미치는지를 이어서 분석하였다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 2장에서는 보고이익의 차이와 조세회피에 관련한 선행연구들과 검증 가설을 제시한다. 3장에서는 연구모형과 표본구성을 논의한다. 4장에서는 실증분석결과를 기술한다. 마지막으로 5장에서는 연구의 결과와 시사점을 제시한다.

## 2. 선행연구와 가설설정

### 2.1 경영자의 조세전략에 관한 연구

지금까지 많은 선행연구들은 경영자의 조세전략 행위에 많은 관심을 기울여왔으며, 다양한 연구결과를 제시하고 있다[4][11][15]. 구체적으로, 경영자의 조세전략에 있어 가장 최적의 대안은 재무보고이익의 증가를 통해 비조세비용을 줄이고, 세무보고이익을 낮추어 조세비용을 줄이는 것이다. 그러나 통상적으로 재무보고이익의 증가는 세무보고이익의 증가를 수반한다. 이와 같은 상황에서 경영자는 조세비용과 비조세비용의 상충관계를 고려하여 기업의 가치를 극대화시키는 최적의 의사결정을 내리기 위한 행태를 나타낸다.

예를 들어, Erickson et al.(2004)은 경영자가 적자회피를 위해 재무보고이익을 높이며 이에 대한 세금의 증가를 기꺼이 부담하고 있음을 밝혔다. 이렇듯 기업이 추가적인 세금을 지불하면서 이익을 과대계상하는 것은 이익의 증가가 이에 상승하는 가치가 있기 때문일 것으로 판단된다. Erickson et al.(2004)의 연구에서는 1996년부터 2002년까지의 재무제표 재수정 기업을 분석한 결과 평균적으로 124.5백만 달러의 이익이 과대계상되었고 추가로 납부한 세금은 11.8백만 달러였다.

이처럼 경영자의 조세전략은 독립적인 행태를 존재하는 것이 아닌, 기업의 조세비용과 비조세비용을 함께 고려하여 이루어지는 전사적인 의사결정의 일환으로 존재하게 된다.

### 2.2 보고이익의 차이 및 조세회피에 관한 연구

재무보고이익과 세무보고이익은 각각 회계기준과 세법에 의해 산출된다. 따라서 재무보고이익과 세무보고이

이익의 차이는 재무보고이익 또는 세무보고이익에 대한 추가적인 정보를 반영하게 된다[11][4]. 구체적으로 보고이익의 차이는 영구적인 부분과 일시적인 부분으로 구분할 수 있다. 예를 들어, 배당수익 익금불산입의 경우는 보고이익의 차이 중 영구적인 차이를 야기하는 항목이며, 수익 및 비용 항목에 대한 회계기준과 세법의 인식시점의 차이에서 오는 발생액에 기인하게 된다.

선행연구들에서는 영구적 차이가 아닌 일시적 차이를 주로 이용하여 다양한 연구결과를 제시하고 있다. 즉, 보고이익의 차이가 이익조정에 대한 정보를 내포하고 있는지 또는 보고이익의 차이가 이익의 지속성에 체계적인 영향을 미치는지에 대한 연구결과를 보고하고 있다. 또한, 보고이익의 차이를 유발하는 원인을 이익조정과 조세회피로 보고 두 가지 보고이익 차이의 속성에 관한 연구를 진행하였다. 본 연구에서는 보고이익의 차이가 내포하는 부분 중 조세회피 부분에 초점을 맞추어 관련된 연구들을 다음과 같이 요약한다.

보고이익의 차이는 이익조정을 통한 상향이익조정과 더불어 조세회피를 거쳐 세무보고이익이 감소함으로써 발생할 수도 있다.<sup>1)</sup> 구체적으로 경영자의 회계이익을 상향 조정하는 행위와 함께 과세소득의 이연 혹은 세법상의 손급, 소득공제 항목의 가속 인식으로 과세표준을 줄이는 기업의 조세전략으로 인해 보고이익의 차이가 발생한다고 보았다[1]. Frank et al.(2009)는 발생액 이익조정을 하는 기업이 조세회피를 동시에 활용한다는 결과를 보였다. 반면, 고종권 등(2012)은 국내기업을 대상으로 분석한 결과 성과조정 재량적 발생액과 유효세율의 관계가 음으로 나타나 적극적 재무보고와 적극적 세무보고가 동시에 활용되지는 못하고 있음을 밝히고 있다. 이러한 상반되는 결과는 국내기업은 미국기업에 비해 세부담을 감소하는 수단인 준비금, 세액공제가 연구개발이나 투자 등의 특정 행위에 대해서만 제한적으로 허용되기 때문인 것으로 해석하였다. 또한 이익지속성 측면에서 보았을 때, Blaylock et al.(2012)은 보고이익의 차이로 인한 이익지속성의 감소는 조세회피를 많이 한 기업에 비해 이익조정이 심한 집단에서 더 크게 나타나고 있음을 보였다.

1) 본 연구에서는 재무보고이익의 세무보고이익보다 큰 기업에 초점을 둔다. 조세회피의 증가가 세무보고이익을 줄여 보고이익의 차이가 커지는 효과가 나타나기 위해서는 세무보고이익이 재무보고이익보다 작아야 하기 때문이다.

## 2.2 가설설정

선행연구에서는 보고이익의 차이에서 발생액으로 인한 부분을 제외한 나머지 부분, 즉 재무보고 목적 상의 이익조정 행위를 분리한 나머지 부분을 조세회피의 측정치로 보았다. 조세회피는 기업이 납부하는 세금을 줄이기 위한 경영자의 의도적인 행위의 일환으로서, 경영자의 조세회피 수준이 증가하면 기업의 가용자금이 증가하게 된다. 이처럼 경영자가 조세회피로 인해 동원할 수 있는 가용자금이 증가할 경우 이를 자신의 사적이익을 추구하기 위한 용도로 쓰게 될 가능성이 높아진다.

다수의 선행연구는 기업의 잉여현금흐름이 상대적으로 많을 경우, 경영자는 이를 활용하여 사적이익을 추구한다는 연구결과를 제시하고 있다. 또한, 일련의 연구는 조세회피 정도가 증가할수록 경영자 보상이 감소함을 제시하고 있는데, 이와 같은 결과는 경영자의 조세회피 행태가 자신의 기회주의적인 행태와 밀접한 연관성이 있음을 강하게 뒷받침하는 결과로 볼 수 있다. 따라서 본 연구는 조세회피가 증가할수록 과잉투자가 증가하는 반면 과소투자는 완화될 것으로 예상한다.

가설 1-1: 조세회피의 증가는 과잉투자와 양의 관계를 나타낸다.

가설 1-2: 조세회피의 증가는 과소투자와 양의 관계를 나타낸다.

한편, 기업의 투자가 비효율적으로 이루어지는 원인은 현재 기업의 외부조달자금의 크기(즉, 가용자금의 정도)와 관련이 있다. 만일, 기업에 투자를 위한 가용자금이 부족할 경우, 조세회피를 통해 동원할 수 자금 외에 추가적으로 자금을 조달할 수 있는 통로가 제한되고 이는 조세회피로 인한 경영자의 과잉투자를 보다 증가시키리라 예상된다. 반면, 기업에 투자를 위한 가용자금이 상대적으로 클 경우, 조세회피를 통해 동원할 수 자금 외에 추가적으로 자금을 조달할 수 있는 통로가 존재하기 때문에 조세회피로 인한 경영자의 과잉투자는 감소하리라 예상된다. 이에 다음과 같은 본 연구의 가설 2를 설정한다.

가설 2: 외부자금조달이 상대적으로 많은 기업은 조세회피와 과잉투자 간의 양의 관계가 완화된다.

전통적인 대리인이론은 소유와 경영의 분리로 인한

경영자의 도덕적 해이로 인해 주주의 부가 침해될 수 있다고 주장한다[15]. 경영자와 주주 부의 관련성은 경영자의 소유정도에 따라 달라지는데 기존 연구들에서는 이를 각각 이해일치가설과 이해침해가설로 구분하고 있다. Jensen and Meckling(1976)의 주장에 기반한 이해일치가설은 경영자의 지분율이 증가할수록 경영자가 주주의 부를 높이는 의사결정을 내릴 것으로 예상한다. 반면, Claessens et al.(2000)과 La Porta et al.(2000) 등은 경영자 지분율 증가는 오히려 제국건설형(Empire Building) 행태를 나타낸다고 주장한다. 이와 같은 이해침해가설 하에서는 경영자 지분율의 증가에 따라 외부주주들의 감시기능이 감소할 것으로 본다. 경영자 지분율과 조세회피 간의 관련성에 대해 홍영은 등(2009)은 경영자 지분율이 일정 수준까지는 조세회피와 양의 관계를 나타내며, 일정 지분율을 초과할 경우 조세회피가 감소함을 발견하였다. 조세회피가 기업의 과잉투자를 야기할 경우 투자 의사결정을 내리는 경영자들이 지분율이 각각 어떻게 영향을 미치는지는 실증분석이 필요한 부분이다.

가설 3 : 경영자지분율의 증가는 조세회피와 과잉투자의 양의 관계를 완화한다.

산업 내 기업 간 경쟁은 외부 지배구조의 영향을 한다. Giroud and Mueller(2011)는 경쟁정도가 낮은 기업들은 지배구조와 기업가치가 낮으며 적대적 헤지펀드들의 타깃이 되는 것을 발견하였다. 이는 외부 지배구조가 약한 기업들에 대해 투자자들이 기업의 비효율적인 측면을 개선하기 위한 적극적인 투자 행위를 보이고 있음을 제시한다. 이처럼 기업의 투자기회는 기업의 외부 경쟁 환경에 따라 다르게 나타나기 때문에 보고이익과 조세회피 정도가 투자효율성에 미치는 영향이 이러한 경쟁정도와 관련성 가지는지를 본 연구의 가설 4로 설정한다.

가설 4 : 경쟁정도의 증가는 조세회피와 과잉투자의 양의 관계를 완화한다.

### 3. 연구모형 및 표본 구성

#### 3.1 조세회피의 측정

보고이익의 차이는 재무보고이익과 세무보고이익의

차이로 계산한다. 재무보고이익의 경우 기업의 세전이익 자료를 이용하며, 과세소득은 공시자료가 아니므로 추정치에 의한 계산한다.<sup>2)</sup> 본 연구는 두 가지 과세소득을 추정 방법을 활용한다. 먼저, 박승식 등(2006)의 방법에 의해 법인세부담액을 법정세율로 나눈 값을 과세소득 추정치로 활용한다. 이월결손금은 전기 이전에 발생한 것이지만 당기의 과세소득 결정에 영향을 미친다. 따라서 Hanlon et al.(2005), Blaylock et al.(2012) 등에서 이용한 방법에 기반해 법인세부담액에서 이월결손금변동액을 차감한 금액을 법정세율로 나눈 값을 두 번째 과세소득 추정치로 이용한다. 구체적인 측정방법은 다음과 같다.

$$BTD1 \text{ or } 2^3) = (\text{세전이익} - (\text{추정과세소득1 or 추정과세소득 2})) / \text{기초 총자산}$$

$$\text{추정과세소득1} = \text{법인세부담액} / \text{법정세율}^4)$$

$$\text{추정과세소득2} = \text{법인세부담액} / \text{법정세율} - \text{이월결손금변동액}$$

$$\text{법인세부담액} = \text{법인세비용} + (\text{기말 이연법인세자산} - \text{기초 이연법인세자산}) - (\text{기말 이연법인세부채} - \text{기초 이연법인세부채})$$

- 2) 전규안·김철환(2008)은 재무보고이익으로 세전이익을 이용하고 과세소득으로는 각 사업연도 소득금액과 과세표준, 추정과세소득금액 중 어떤 추정치를 이용하여도 보고이익 차이의 연구결과에는 영향을 미치지 않는다고 하였다.
- 3) 이하 조세회피 측정 및 실증분석에서는 결과의 번잡함을 피하기 위해, BTD1을 이용했을 경우에 따른 결과만을 제시한다. 하지만, BTD2를 이용했을 경우에도 결과는 일관적임을 발견하였다.
- 4) 연도별로 과세소득 산출에 이용한 법정세율과 추정과세소득은 다음과 같다(기은선 2012, 단위: 억).

Year	Tax Base	Tax Rate (%)	Estimated Taxable Income
2002-2004	≤ 1 (<)	16.5 (29.7)	$X = \{(\text{Tax} - 1 \times 17.6\%) / 30.8\% + 1$
2005-2007	≤ 1 (<)	14.4 (27.5)	$X = \{(\text{Tax} - 1 \times 14.3\%) / 27.5\% + 1$
2008	≤ 2 (<)	12.1 (27.5)	$X = \{(\text{Tax} - 1 \times 12.1\%) / 27.5\% + 1$
2009	≤ 2 (<)	12.1 (24.2)	$X = \{(\text{Tax} - 1 \times 12.1\%) / 24.2\% + 1$
2010	≤ 2 (<)	11 (24.2)	$X = \{(\text{Tax} - 1 \times 11\%) / 24.2\% + 1$

조세회피금액은 Desai and Dharmapala(2006)을 참고하여 측정한다. 구체적으로, 보고이익의 차이 구성요소 중 발생액을 통한 이익조정 부분을 제외한 나머지 잔차를 조세회피금액으로 이용한다.

$$BTD_t = \alpha_1 TACC_t + \epsilon_t \quad (1)$$

$TS_t =$  조세회피금액 =  $\epsilon_t$   
 $TACC_t =$  (당기순이익 - 영업현금흐름)/기초 총자산

### 3.2 투자효율성의 측정

본 연구에서는 McNichols and Stubben(2008)의 연구 모형을 원용하여 식 (2)의 잔차항을 이용하여 투자효율성을 측정한다.

$$INV_t = \beta_0 + \beta_1 Q_{t-1} + \beta_2 Q_{t-1} * \text{Quartile}_{2t-1} + \beta_3 Q_{t-1} * \text{Quartile}_{3t-1} + \beta_4 Q_{t-1} * \text{Quartile}_{4t-1} + \beta_5 CF_t + \beta_6 \text{GROWTH}_{t-1} + \beta_7 \text{INV}_{t-1} + \mu_t \quad (2)$$

$XINV = \mu_t > 0$  : 과잉투자,  $< 0$  : 과소투자  
 $INV_t =$  t기 자본투자  
 = (t-1기 현금흐름표상의 투자활동으로 인한 현금유출액/t-1기말 유형자산)  
 $Q_{t-1} =$  t-1기 Tobin's Q  
 = [(t-1기말 보통주 시가 + t-1기말 총자산 - t-1기말 자본의 장부가)/t-2기말 총자산]  
 $CF_t =$  t기 영업현금흐름/t-1기말 유형자산  
 $Q_{t-1} * \text{Quartile}_{2t-1}(\text{Quartile}_{3t-1}, \text{Quartile}_{4t-1})$   
 = t-1기말 Q × (산업-연도별로 Q가 2(3,4) 분위에 속하면 1 아니면 0의 값을 가지는 더미변수)  
 $\text{GROWTH}_{t-1} =$  t-1기 총자산/t-2기 총자산의 자연로그값  
 $\text{INV}_{t-1} =$  t-1기 자본투자

모형 (1)은 Q의 측정오차와 생략변수 효과를 줄이고 자 전기 성장율( $\text{GROWTH}_{t-1}$ )과 자본투자( $\text{INV}_{t-1}$ )를 포함하고 있다. 또한, Q의 계수값이 산업-연도 내에서 동일하다는 가정을 완화시키고자 Q 사분위수에 대한 증분 계수를 모형에 추가하였다. 위 모형에서의 잔차는 적정 투자를 초과한 비효율적 투자를 의미하는데 이 값이 양이면 과잉투자, 음이면 과소투자를 나타낸다.

### 3.3 연구모형 및 기타변수들의 측정

가설 1을 검증하기 위한 모형은 식 (3)을 이용한다.

$$XINV_t = \gamma_0 + \gamma_1 TS_t + \gamma_2 \text{SIZE}_t + \gamma_3 \text{LEV}_t + \gamma_4 \text{LOSS}_t + \gamma_5 \text{AF}_t + \gamma_6 \text{FCF}_{t-1} + \gamma_7 \text{BIG}_t + \mu_t \quad (3)$$

$XINV_t =$  투자효율성 측정치, 모형 (2)에서 구한 잔차  
 $TS_t =$  조세회피 측정치, 모형 (1)에서 구한 잔차  
 $\text{SIZE}_t =$  총자산의 자연로그값  
 $\text{LEV}_t =$  총자산/총부채  
 $\text{LOSS}_t =$  당기순손실을 보고한 경우 1, 아니면 0  
 $\text{AF}_t =$  추종 재무분석가 수  
 $\text{FCF}_{t-1} =$  잉여현금흐름/총자산  
 = [당기순이익+감가상각비-고정자산 증감-순회전자본 증감]/총자산  
 $\text{BIG}_t =$  BIG4 감사인인 경우 1, 아니면 0

가설 2, 3, 4를 검증하기 위한 모형은 식 (4)를 이용한다.

$$XINV_t = \delta_0 + \delta_1 TS_t + \delta_2 TS_t * \text{EXF}_t(\text{or } \text{MORT}_t \text{ or } \text{Competition}) + \delta_3 \text{EXF}_t(\text{or } \text{MORT}_t \text{ or } \text{Competition}) + \delta_4 \text{SIZE}_t + \delta_5 \text{LEV}_t + \delta_6 \text{LOSS}_t + \delta_7 \text{AF}_t + \delta_8 \text{FCF}_{t-1} + \delta_9 \text{BIG}_t + \mu_t \quad (4)$$

$\text{EXF}_t =$  외부자금조달 수준, 현금흐름표 상의 재무활동으로 인한 현금 유입액/투자활동으로 인한 현금 유출액  
 $\text{MORT} =$  경영자지분율  
 = 경영자 소유 보통주식수/보통주 발행주식총수)  
 $\text{Competition} =$  HHI or  $\text{ENTCOST}$   
 $\text{HHI} =$  중분류 기준으로 산출한 산업별 Herfindahl-Hirschman index로 중앙값보다 작은 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수  
 $\text{ENTCOST} =$  개별 기업의 매출액으로 가중평균한 산업별 평균 유형자산으로 중앙값 보다 작은 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수

기타의 변수는 모형 (3)에서와 같다. 외부자금조달 크기는 현금흐름표의 재무활동으로 인한 현금유입액을 투자활동으로 인한 현금유출액으로 나누어 산출한다. 이는 전체 투자활동 금액 중 외부에서 조달한 금액의 비율을

5) TS 2000 데이터 상의 임원 직함 중에서 “대표이사”가 포함된 임원 지분율의 합을 의미한다.

의미한다. 경영자지분율은 전체 발행주식 총수에서 대표 이사의 지분율이 차지하는 비율로 구한다. 또한 산업 경쟁정도를 측정하기 위해 선행연구에서 주로 이용된 Herfindahl-Hirschman index(HHI)와 함께 진입비용(ENTCOST)을 추가적으로 이용한다[5].

통제변수로 기업의 규모(SIZE)는 다양한 기업특성을 통제하는 변수로서 특히 선행연구에서는 큰 기업일수록 경영자의 기회주의적 행위를 감시하는 이해관계자의 수가 많은 것으로 보고 있다. 따라서 기업규모의 증가는 비정상투자행위를 억제할 것으로 예상된다. 기업의 부채비율(LEV)은 경영자의 보상체계와 같은 비조세비용뿐만 아니라 채무불이행 위험으로 인해 투자활동에도 영향을 미치기 때문에 부채비율을 통제하였다[9]. 손실기업은 경영자로 하여금 이익조정 행위를 하도록 유발하기 때문에 이를 통제하기 위해 당기순손실을 보고한 기업을 통제하였다(LOSS). 기업에 대한 투자자의 정보 수요가 증가할수록 해당 기업의 재무분석가 추종 수(AF)는 증가한다. 증가한 재무분석가 수는 기업에 대한 감시 메커니즘의 하나로 작용하며 이는 경영자의 재량적 행위를 억제한다[2]. 따라서 추종 재무분석가의 수가 증가하면, 보고이익의 차이로 나타나는 경영자의 재량적 행위가 시장에 노출되어 과잉·과소 투자 경향이 줄어들 것으로 예상할 수 있다. 따라서 추종 재무분석가의 수를 통제하였다. 기업에 잉여현금흐름(FCF)이 있는 경우 과잉투자를 유발할 수 있으며, 감사인 규모(BIG)는 회계이익의 질에 직접적으로 영향을 주는 것으로 알려져 있으므로 이들을 통제하였다.

### 3.4 표본의 구성

본 연구는 다음과 같은 기준에 해당하는 기업을 이용하여 실증분석을 수행하였다.

- (1) 유가증권시장, 코스닥시장 상장기업으로서 금융업에 속하지 않는 기업
- (2) 한국상장사협의회에서 제공하는 TS2000 데이터베이스에서 재무자료 추출 가능한 기업
- (3) 12월말 결산기업
- (4) 산업-연도별 관측치가 20개 이상인 산업에 속한 기업
- (5) 법인세비용과 법인세차감전순이익이 음(-)인 경우는 제외

<표 1>의 패널 A는 표본추출과정을 나타낸다. 최초의 기업-연도는 12,112개였으며, 연구 분석에 필요한 관련변수들을 구하는데 제외된 기업-연도는 8,837개이다. 최종 표본의 수는 3,275개 기업-연도이다. 본 연구는 과잉·과소투자기업을 분리하여 분석하며, 과잉투자과 과소투자에 해당하는 표본 수는 각각 1,253개, 2,022개로 과잉투자에 비해 과소투자기업이 수가 더 많은 것으로 나타나고 있다. <표 1>의 패널 B는 연도별, 패널 C는 산업별 표본의 분포를 나타낸다. 표본기업은 연도별로 증가하는 경향이 있으며, 가장 많은 기업-연도가 포함된 산업은 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업(435개, 13.28%)이다.

<Table 1> Distribution of Samples

Panel A: Sample Selection									
Fiscal Year-End Samples from TS 2000 (less financial firms) (2001-2010)									
									12,112
Less: Missing Value									(8,837)
Final Sample (2002-2010)									
									3,275
Over-investment Sample (EXINV>0)									
									1,253
Under-investment Sample (EXINV<0)									
									2,022
Panel B: Sample Distribution by Year									
Year	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
N	255	305	369	387	398	420	345	361	435
Panel C: Sample Distribution by Industry									
Industry Name (Medium Scale Classification)	N		(%)						
Food & Beverage Industry	189		5.77						
Paper Industry	97		2.96						
Chemical Industry	393		12						
Medical Industry	344		10.5						
Rubber & Plastic Industry	128		3.91						
Mineral Industry	120		3.66						
First Metal Industry	267		8.15						
Metal Industry	124		3.79						
Electric, Computer & Communication Industry	435		13.28						
Optical Instrument Industry	27		0.82						
Electric Device Industry	145		4.43						
Equipment Industry	251		7.66						
Construction	263		8.03						
Wholesale & Retail Trade Industry	208		6.35						
Publication	69		2.11						
Services	215		6.56						
Total	3,275		100.00						

#### IV. 실증분석 결과

##### 4.1 기술통계량과 상관관계 분석 결과

변수들의 기술통계량은 <표 2>에 제시되어 있다. 결과의 풍부함을 위해 재무보고이익과 세무보고이익의 차이가 상위 20%에 해당하는 표본(LPBD)과 그 밖의 통제 표본에 해당하는 기초통계량을 구분하여 제시한다 [11].

<표 2>를 보면, 조세회피정도(TS)는 LPBD 표본이 통제표본보다 1% 수준에서 유의하게 더 작으며, 이는 보고이익의 차이가 재무보고이익의 상향조정과 함께 조세회피로 인하여 세무보고이익이 감소한 효과로 인한 것임을 의미한다. 따라서 본 연구에서는 조세회피정도를 이용해 기업의 조세전략이 투자효율성에 미치는 영향을 분석한다. 그 밖의 변수들 역시 대체로 LPBD 표본과 통제표본 사이에 유의한 차이가 나타남을 알 수 있다. 예를 들어, LPBD 표본이 통제표본보다 기업규모가 더 크며, 부채비율이 더 작고, 손실발생빈도가 더 작으며, 재무분석가 추종 수가 더 많고 잉여현금흐름이 더 많은 것을 알 수 있다.

<Table 2> Descriptive Statistics

Variable	(1) LPBD Sample		(2) Control Sample		(3) diff
	N	Mean	N	Mean	(1) - (2)
BTD1	654	0.114	2,621	0.000	0.113 ***
EXINV	654	-0.025	2,621	-0.033	0.008
TA	654	0.036	2,621	0.067	-0.03 ***
SIZE	654	19.103	2,621	18.985	0.117 *
LEV	654	0.334	2,621	0.383	-0.049 ***
LOSS	654	0.000	2,621	0.003	-0.003 ***
AF	654	8.976	2,621	6.156	2.820 ***
FCF	654	0.043	2,621	0.026	0.017 ***
Big	654	0.625	2,621	0.611	0.014

<표 3>은 주요 변수들 간의 피어슨 상관관계를 나타낸다. 예를 들어, 조세회피(TS)는 투자효율성 모형의 잔차(Xinv)와 유의한 양의 관계를 보이고 있다.

<Table 3> Correlations

	EX INV	TS	SI ZE	LEV	LOS S	AF	FCF	Big
EX INV	1.00							
TS	<b>0.09</b> ( <b>&lt;.00</b> )	1.00						
SI ZE	-0.03 (0.08)	<b>-0.09</b> ( <b>&lt;.00</b> )	1.00					
LEV	<b>0.06</b> ( <b>0.00</b> )	-0.01 (0.65)	<b>0.32</b> ( <b>&lt;.00</b> )	1.00				
LOSS	-0.01 (0.71)	-0.03 (0.12)	-0.02 (0.19)	0.00 (0.81)	1.00			
AF	<b>0.04</b> ( <b>0.03</b> )	<b>0.11</b> ( <b>&lt;.00</b> )	<b>0.61</b> ( <b>&lt;.00</b> )	<b>0.04</b> ( <b>0.04</b> )	-0.02 (0.35)	1.00		
FCF	0.01 (0.74)	0.03 (0.15)	0.02 (0.29)	<b>-0.10</b> ( <b>&lt;.00</b> )	<b>0.04</b> ( <b>0.02</b> )	<b>0.05</b> ( <b>0.00</b> )	1.00	
Big	0.01 (0.80)	-0.02 (0.40)	<b>0.48</b> ( <b>&lt;.00</b> )	<b>0.16</b> ( <b>&lt;.00</b> )	-0.03 (0.08)	<b>0.32</b> ( <b>&lt;.00</b> )	0.03 (0.07)	1.00

##### 4.2 회귀분석 결과

<표 4>는 보고이익의 차이에서 발생액으로 인한 부분을 제외한 나머지 부분, 즉 재무보고목적상의 이익조정 행위를 분리한 이후의 보고이익의 차이와 투자효율성의 관계를 분석한 결과를 제시한다. 선행연구들에서는 이익조정 이외의 보고이익의 차이를 조세회피로 인한 차이로 보고 있으며, 조세회피를 경영자의 사적이익 추구 행위 중 하나로 보고 조세회피 정도가 경영자 보상과 유의 관련성을 가지고 있음을 주장한다[12].

<표 4>의 모형 (1)에서 조세회피를 의미하는 TS 변수는 과잉투자율과 1%에서 유의한 양의 계수를 보이고 있다(0.165, t-stat = 2.73). 이는 조세회피의 증가분이 기업의 과잉투자를 야기하고 있음을 의미한다. 반면, 모형 (2)에서 과소투자율과 조세회피는 유의한 관계가 나타나지 않아, 조세회피로 인하여 증가한 가용자금이 과잉투자율로 이어지지만, 과소투자를 완화하고 있지는 않고 있음을 알 수 있다. 한편, 경영자의 과잉투자가 발생하는 원인은 현재 기업의 외부조달자금의 수준(즉, 가용자금의 크기)과 밀접한 연관이 있다. 기업에 투자를 위한 가용자금이 부족하면 경영자의 조세회피에 따른 자금의 증가분이 과잉투자로 이어지는 정도가 보다 증가할 것으로 예상된다.

<Table 4> Tax Avoidance and Investment Efficiency

Variables	Dependent = EXINV			
	(1) Over-Investment		(2) Under-Investment	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
Intercept	0.640 ***	4.11	0.086	0.81
TS	0.165 ***	2.73	0.054	1.31
SIZE	-0.024 ***	-2.92	-0.015 ***	-2.59
LEV	0.038 **	0.84	0.069 **	2.2
LOSS	0.000	0.11	0.064	0.8
AF	0.049	0.64	0.002 ***	2.96
FCF	0.014	0.87	-0.021	-0.42
BIG	0.012	1.46	0.000	-0.01
Year dummy	Included			
Industry dummy	Included			
Adj R <sup>2</sup>	0.1266		0.0462	
F-value	7.26		4.26	
N	1,253		2,022	

<표 5>는 외부자금조달 정도가 높은 기업과 낮은 기업으로 나누어 분석한 결과이다. EXF 변수는 기업이 보유하고 있는 투자금액 중 외부에서 조달된 자금의 크기를 나타낸다. 실증분석 결과, 조세회피와 외부자금조달의 상호작용변수(TS\*EXF)가 유의하지 않아 예상된 바를 지지하지 못하고 있다.

이해일치가설은 기업에 대한 경영자의 소유정도가 증가할수록 경영자가 주주의 부를 높이는 방향으로 의사결정을 내린다고 주장한다. 반면, 고전적인 대리인 이론 하에서는 경영자 지분율의 증가가 오히려 경영자의 제국건설형(Empire Building) 행태를 유발한다고 제시한다. <표 6>은 경영자지분율과 조세회피와의 상호작용 변수를 이용한 분석 결과를 제시하고 있다. <표 6>의 모형 1을 살펴보면 TS 변수의 계수값이 0.269(t-stat = 3.76)임을 나타내므로, 조세회피의 증가가 과잉투자를 증가시킴을 나타내고 있다. 또한, 경영자지분율과의 상호작용 변수인 TS\*MOR은 유의한 음의 값(t-stat = -2.72)을 나타낸다. 이는 조세회피로 인한 과잉투자는 경영자지분율이 증가할수록 완화되고 있음을 의미한다. 즉, 조세회피와 관련하여 이해일치가설을 지지하는 결과를 보이고 있다.

<Table 5> The Effect of External Financing on the relation between Tax Avoidance and Over-Investment

Variables	Dependent = EXINV>0	
	Coefficient	t-value
Intercept	0.627 ***	4.03
TS	0.181 **	2.27
TS*EXF	-0.051	-0.43
EXF	-0.031 *	-1.76
SIZE	-0.023 ***	-2.81
LEV	0.087 *	1.73
LOSS	-0.063	-0.37
AF	0.000	-0.09
FCF	0.056	0.73
BIG	0.011	0.68
Year dummy	Included	
Industry dummy	Included	
Adj R <sup>2</sup>	0.1253	
F-value	6.75	
N	1,253	

한편, 선행연구들에 따르면 경영자 지분율과 기업성과 간에 비선형 관계를 나타남을 보고하고 있다. 구체적으로, Morck et al.(1988), Demsetz and Lehn(1985)은 경영자지분율이 상대적으로 작을 경우에는 이해일치설을 지지하는 결과가 나타나고, 특정 지분율을 넘어서게 되면 이해침해설이 지지되는 결과가 나타남을 보고하였다. 따라서 <표 6>의 모형 (2)에서는 지분율과 투자효율성 간에 비선형 관계가 존재한다는 것을 가정하여 실증분석을 수행하였다. 그 결과, TS\*MOR과 TS\*MOR2 역시 유의하지 않게 나타나 경영자지분율이 투자효율성과 비선형 관계를 가진다는 증거를 발견하지 못하였다.

<Table 6> The Effect of Management Ownership on the relation between Tax Avoidance and Over-Investment

Variables	Dependent = EXINV>0			
	TA			
	(1) Linear		(2) Non-linear	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
Intercept	0.651 ***	4.12	0.628 ***	3.98
TS	0.269 ***	3.76	0.216 ***	2.92
TS*MOR	-1.184 ***	-2.72	1.221	1.22
MOR	0.079	1.25	-5.974 ***	-2.67
TS*MOR <sup>2</sup>			-0.131	-0.90
MOR <sup>2</sup>			0.524	1.63
SIZE	-0.025 ***	-3.01	-0.024 ***	-2.86
LEV	0.036	0.80	0.035 *	0.78
LOSS	-0.067	-0.40	-0.070	-0.41
AF	0.000	0.09	0.000	-0.02
FCF	0.046	0.60	0.056	0.73
BIG	0.014	0.90	0.016	1.00
Year dummy	Included			
Industry dummy	Included			
Adj R <sup>2</sup>	0.1299		0.1336	
F-Value	6.84		6.68	
N	1,253		1,253	



선행연구에서는 시장집중도가 높은 산업(즉, 경쟁정도가 약한 산업)에 속한 기업들은 조세회피가 작은 것으로 보고하고 있다[7]. 이는 반대로 경쟁이 치열한 산업에 속한 기업들은 조세회피를 통해 이윤을 추구하고 있음을 보여주는 증거이다. 기업의 효율적인 투자사결정은 기업성과로 이어지며, 기업이 보유하게 되는 잠재적인 투자기회는 외부의 영업환경에 따라 상이하므로, 투자정책은 기업의 외부 영업환경과 관련이 높을 것으로 기대된다. 외부 기업과의 경쟁정도가 조세전략과 투자의사결정에 미치는 영향을 <표 7>에서 분석한다.

<표 7> The Effect of Competition on the relation between Tax Avoidance and Over-Investment

Competition Variables	Dependent = EXINV>0 TA			
	(1) HHI		(2) ENTCOST	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
Intercept	0.645***	4.14	0.637***	4.07
TS	0.180**	2.02	0.195**	2.36
TS*Competition	-0.034	-0.29	-0.071	-0.6
Competition	-0.046	-1.15	-0.033	-0.77
SIZE	-0.024***	-2.91	-0.024***	-2.9
LEV	0.038	0.84	0.036	0.80
LOSS	-0.070	-0.42	-0.073	-0.43
AF	0.000	0.11	0.000	0.12
FCF	0.052	0.67	0.047	0.62
BIG	0.013	0.83	0.014	0.86
Year dummy	Included			
Industry dummy	Included			
Adj R <sup>2</sup>	0.1257		0.1254	
F-value	6.63		6.61	
N	1,253		1,253	

<표 7>의 모형 (1)과 모형 (2)에서는 산업경쟁정도를 각각 HHI와 진입비용(ENTCOST)를 이용하여 측정한다.6) 실증분석 결과, TS\*Competition 변수는 유의하지 않아 산업의 경쟁정도가 조세회피에 따른 과잉투자에 증분적인 효과를 미치지 않는 것을 알 수 있다.

6) HHI는 값이 상대적으로 작을수록 산업의 집중도가 감소(즉, 경쟁정도가 높음)함을 나타내며, 진입비용(ENTCOST) 역시 값이 상대적으로 작을수록 경쟁기업의 진입이 보다 용이하기 때문에 경쟁정도가 높음을 나타낸다. 따라서 본 연구는 각각의 측정치들이 중앙값보다 작은 경우에 1의 값을 가지고 이외에는 0의 값을 가지는 더미변수로 변환하여 Competition 변수가 증가할수록 경쟁정도가 높아지도록 해당 변수의 정의를 하였다.

## V. 결론

재무보고이익과 세무보고이익의 차이는 재무회계와 세법의 단순한 차이일 수도 있지만, 경영자의 이익조정 행위나 절세전략으로 인해 발생할 수도 있다. 자연스러운 보고이익의 차이가 아닌 경영자의 의도적인 행위는 기업의 제반 의사결정에 유의한 영향을 미치며, 결국은 기업가치에도 밀접한 영향을 주게 된다. 본 연구에서는 보고이익의 차이가 내포하는 정보 중 조세회피에 초점을 맞춰 경영자의 조세회피 행태가 투자의사결정에 미치는 효과를 실증적으로 분석하였다.

본 연구의 구체적인 결과는 다음과 같다. 보고이익의 차이에서 발생액을 통한 이익조정 부분을 제외한 나머지 차이, 즉, 조세회피는 기업의 과잉투자를 야기한다는 사실을 발견하였다. 반면, 조세회피와 과소투자 간에는 유의한 관계가 나타나지 않아, 조세회피로 인하여 증가한 가용자금이 과잉투자로는 이어지지만, 과소투자를 완화하고 있지는 않고 있음을 알 수 있다.

한편, 경영자의 투자의사결정은 기업이 현재 외부에서 조달하는 자금의 크기(즉, 가용자금 정도)와 경영자의 지분율, 기업이 처한 산업의 경쟁정도에 의해 영향을 받게 된다. 이에 본 연구는 외부자금 수준, 경영자 지분율 그리고 경쟁정도가 조세회피와 투자효율성 간의 관계로 대변되는 경영자의 투자행태에 어떠한 영향을 미치는지 이어서 분석하였다.

분석 결과, 외부자금조달 수준의 경우 조세회피로 인한 과잉투자경향은 외부자금조달정도와 무관하게 나타나 가용자금의 영향은 유의하지 않은 것으로 나타났다. 반면, 경영자의 기업의 장악력을 소유 지분율로 분석한 결과 조세회피로 인한 과잉투자는 경영자지분율이 증가할수록 완화되고 있다. 즉, 조세회피와 관련하여서는 이해일치가설을 지지하는 결과를 보이고 있다. 또한 산업 내 경쟁정도가 조세회피와 투자효율성 간에 미치는 증분적인 효과는 유의하지 않은 것으로 나타났다.

경영자는 조세전략은 기업의 다양한 측면에 중대한 영향을 미칠 수 있다. 구체적으로, 본 연구에서는 조세회피로 인한 기업의 여유자금 수준이 향후 경영자의 투자 의사결정에 미치는 영향을 제시함으로써, 경영자의 조세 전략이 중요한 기업의 의사결정에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 하였다. 따라서 경영자의 조세회피로 인

한 투자의 비효율성이 야기된다는 것을 발견하였으며, 이는 경영자의 조세회피 행태가 기업의 장기적인 성장 및 가치창출에 부정적인 영향을 미치게 된다는 사실을 나타낸다. 이와 같은 본 연구의 결과는 기업의 여러 이해관계자들 중에서도 투자로부터 이윤을 극대화하고자 하는 주주 그리고 세수를 확보하고자 하는 조세기관에게 경영자의 조세회피 행태에 대한 경각심을 가지게 하는 중요한 시사점을 제공한다.

## References

- [1] B. Ayers, S. Laplante, and S. McGuire, Credit ratings and taxes: The effect of book-tax differences on ratings changes, *Contemporary Accounting Research*, Vol.27, No.2, pp.359-02, 2010
- [2] B. Baik, J. Kang, and R. Morton, Why are analysts less likely to follow firms with high managerial ownership? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol.25, pp.171-200, 2010
- [3] B. Blaylock, T. Shevlin, and R. Wilson, Tax avoidance, large positive temporary book-tax differences, and earnings persistence, *The Accounting Review*, Vol.87, pp.91-120, 2012
- [4] B. Lev, and D. Nissim, Taxable income, future earnings, and equity values, *The Accounting Review*, Vol.79, No.4, pp.1039-1074, 2004
- [5] C. Karuna, Industry product market competition and managerial incentives, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.43, pp.275-297, 2007
- [6] H. Demsetz, and K. Lehn, The structure of ownership : Causes and consequences, *Journal of Political Economy*, Vol.93, pp.1157-1177, 1985
- [7] J. S. Jun, and S. H. Wang, The effect of competition and rent on corporate tax avoidance, *Korean Journal of Taxation Research*, Vol.29, No.3, pp.45-78, 2012
- [8] K. A. Jeon, and C. H. Kim, A proxy of taxable income on measuring book - tax income difference, *Journal of Taxation and Accounting*, Vol.9, No.3, pp.167-190, 2008
- [9] L. Mills, and K. Newberry, The influence of tax and non-tax costs on book-tax reporting differences: Public and private firms, *Journal of the American Taxation Association*, Vol.23 No.1, pp.1-19, 2001
- [10] M. Jensen, and W. Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-60, 1976
- [11] M. Hanlon, S. Laplante, and T. Shevlin, Evidence on the possible information loss of conforming book income and taxable income, *Journal of Law and Economics*, Vol.48, pp.407 - 442, 2005
- [12] M. Desai, and D. Dharmapala, Corporate tax avoidance and high-powered incentives, *Journal of Financial Economics*, Vol.79, 145-179, 2006
- [13] M. McNichols, and S. Stubben, Does earnings management affect firms' investment decisions? *The Accounting Review*, Vol.83, No.6, pp.1571-1603, 2008
- [14] M. Desai, and D. Dharmapala, Corporate tax avoidance and firm value, *Review of Economics and Statistics*, Vol.91, pp.537-546, 2009a
- [15] M. Hanlon, and S. Heitzman, A review of tax research, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.50, No.2-3, pp.127 - 178, 2010
- [16] R. Morck, A. Shleifer, and R. Vishny, Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.293-315, 1988
- [17] R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, Vol.58, pp.3-27, 2000
- [18] S. Clasesens, S. Djanjov, and S. Lang, The separation of ownership and control in east asian corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol.58, pp.81-112, 2000
- [19] S. S. Park, J. I. Jang, J. G. Chea, and S. T. Bae, An empirical study on the relationship between corporate governance and earnings management, *Accounting Information Review*, Vol.24, No.1,

pp.213-241, 2006

- [20] X. Giroud, and H. Mueller, Corporate governance, product market competition, and equity prices, The Journal of Finance, Vol.66, 563-600, 2011
- [21] Y. E. Hong, J. K. Park, and K. W. Lee, Managerial ownership and distinctive properties of tax avoidance strategy, Korean Journal of Taxation Research, Vol.26, No.4, pp.125-147, 2009

최 경 수(Kyong-Soo Choi)



- 2007년 8월 : 고려대학교 경영학과 (경영학사)
- 2009년 8월 : 고려대학교 경영학과 (경영학석사)
- 2013년 8월 : 고려대학교 경영학과 (경영학박사)
- 2013년 9월 ~ 현재 : 고려대학교 기업경영연구원

- 관심분야 : 재무회계, 관리회계
- E-Mail : mglchs@korea.ac.kr

최 정 미(Jeongmi Choi)



- 2003년 2월 : 숙명여자대학교 경제학부(경제학사)
- 2005년 8월 : 고려대학교 경영학과 (경영학석사)
- 2011년 2월 : 고려대학교 경영학과 (경영학박사)
- 2011년 9월 ~ 현재 : 청주대학교 회계학과 교수

- 관심분야 : 회계, 재무관리
- E-Mail : jmchoi@cju.ac.kr