

미환류소득과 기업가치: 과세소득 재원의 고찰

김정교, 김혜리*
부산대학교 경영학과*

Corporate Non-reflux Income and Firm Value : A Review of Taxable Income Resources

Jeong-Kyo Kim, Hye-Ri Kim*
School of Business, Pusan National University*

요 약 본 연구의 목적은 기존의 기업소득환류세제와 새롭게 도입되는 투자·상생협력촉진세제에서 공통적으로 고려하고 있는 기업의 미환류소득을 보다 효율적으로 사용하여 기업가치를 증진시키기 위한 방안을 모색하는 것이다. 구체적으로, 두 개 세제에서 공통적으로 고려하고 있는 임금과 고정자산 투자 부분에 대한 소득환류활동과 과세소득 재원이 상황에 따라 기업가치에 미치는 영향을 실증분석하였다. 분석결과, 단기사내유보이익과 소득환류활동은 기업가치에 부의 영향을 미치고, 장기사내유보금과 소득환류활동은 기업가치에 정의 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다. 이는 기업의 장기사내유보금을 재원으로 투자·임금 증가의 활성화를 유도해야함을 권고한다. 또한, 세제 내용에 소득환류활동의 비율과 같은 일률적인 기준만 제정할 것이 아니라 기업의 내부 사내유보 상황과 과세소득 재원을 면밀히 고려해 세제를 적용할 것을 권고한다.

주제어 : 과세소득, 기업가치, 당기순이익, 미환류소득, 이익잉여금

Abstract The purpose of this study is to find out ways to enhance corporate value by using more efficient use of non-reflux Income which is commonly considered in existing corporate income tax refund and newly introduced investment and mutual aid promotion tax. Specifically, we analyzed the effect of income tax return income and income tax return on wages and fixed - asset investments, which are commonly considered in the two tax systems, on firm value. As a result of the analysis, it was confirmed that short-term internal reserves and income reflux activities had a negative impact on firm value, and long-term internal reserves and income reflux return had positive effects on firm value. It is recommended not to formulate uniform criteria such as the ratio of income refund activity to the contents of tax, but to apply the tax refund to the internal taxation system and the taxable income source.

Key Words : Taxable Income, Corporate Value, Net Income, Non-reflux Income, Retained Earnings

Received 31 January 2017, Revised 28 February 2017

Accepted 20 March 2017, Published 28 March 2017

* Corresponding Author: Hye-Ri Kim

(Pusan National University)

Email: hyeri1014@pusan.ac.kr

ISSN: 1738-1916

© 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.

1. 서론

2017년을 끝으로 박근혜정부의 창조경제 및 경제민주화의 재원으로써 당시 최경환 기획재정부 장관이 기업소득과 가계소득 간 순환을 통한 내수경제 활성화를 위해 도입하였던 ‘기업소득환류세제’가 3년 한시적 적용을 마무리 짓는다. 대신, 새로운 문재인정부는 지난 8월 2일 2017년 세법개정안을 통해 ‘기업소득환류세제’의 효력이 올해 연말로 종료되면 내년부터 ‘투자·상생협력촉진세제’를 도입하기로 했다.

기존의 기업소득환류세제는 기업이 배당·투자·임금 증가에 지출한 금액이 당기소득 중 일정액에 미달하게 되면 추가 세금을 징수하는 것이다. 기업소득환류세제의 제도는 법인세의 불이익을 제재수단으로 이용하여 기업의 자율의사결정을 제한하는 문제점이 있다고 지적되어 왔다[1,2]. 따라서 새 정부는 기업소득환류세제는 폐지하고, 투자 및 상생협력촉진의 취지로써 기업의 사내유보를 감소시키기 위한 새 세제를 도입하였다.

정부가 내년부터 3년간 도입하는 투자·상생협력촉진세제는 고용 증가에 따른 임금 증가분, 청년·정규직 임금증가분, 상생협력출연금 등에 가중치를 두고, 이에 대한 금액이 기업소득의 일정액에 미달할 경우 20%의 세금을 추가 징수하는 제도다. ‘투자·상생협력 촉진세제’의 변경 내용은 다음과 같다. 첫째, 기업의 사내유보금을 투자, 임금 증가에 더 많이 지출하도록 유도하기 위해 미환류금액에 적용되는 세율을 10%에서 20%로 상향 조정했다. 또한, 임금 증가분을 계산할 때 대상이 되는 근로자도 총 급여 1억2000만원 미만에서 7000만원 미만으로 대상을 더 축소했다. 둘째, 창업기업에 대한 고용 지원을 증가시켰다. 이에 창업기업이 전년 대비 직원을 더 채용하면 고용증가율의 절반만큼 50% 한도로 소득·법인세를 추가로 감면한다. 이는 창업기업에 제공되는 5년간 50%의 기본 감면 혜택에 추가로 최대 50%의 세금을 더 감면해주는 것이다. 셋째, 중소기업의 성장동력·원천기술 R&D 지출 비용에 대한 세액공제는 매출액 대비 R&D 지출 비용에 따라 최대 10%를 추가적으로 받을 수 있도록 해 기존 30%에서 최대 40%로 상향했다.

그러나 살펴본 바와 같이 세제의 내용 및 취지가 달라지긴 했지만 투자·상생협력 촉진세제의 그 내용은 기업 내부에 여전히 남아 있는 이익잉여금을 활용한 기업과

가계 간 소득의 환류를 여전히 과제로 남겨 두고 있다.

본 연구는 구 세제안인 기업소득환류세제의 도입 취지와 새로 도입되는 투자·상생협력촉진세제의 안정적인 정착을 위해 기업의 미환류소득을 보다 효율적으로 사용하여 기업가치를 증진시키고, 기업과 가계 간 소득의 순환을 통해 내수 경제 진작에 도움을 줄 수 있는 방안을 모색하고자 한다. 구체적으로, 구 세제와 신 세제에서 공통적으로 고려하고 있는 기업의 미환류소득을 법률의 적용을 통해 기업가치를 증진시킬 수 있는 방법을 사내유보의 과세소득의 재원의 고찰을 통해 실증분석하는 것을 목적으로 한다. 따라서 본 연구의 결과는 내년부터 한시적으로 도입되는 투자·상생협력 촉진세제의 안정적인 정착을 위한 실증분석의 결과를 제공하고, 미환류된 과세소득의 재원을 수정하고 추후 개선될 미환류소득의 법인세 개정에 도움을 줄 것으로 기대한다.

2. 선행연구 및 가설의 설정

기업소득환류세제가 발표된 이후, 이의 효과성을 논의하는 선행연구가 다수 존재한다. 기업소득환류세제의 효과성을 논의한 연구는 그 제도적 도입의 예측 및 분석결과를 다양하게 제시하고 있다. 먼저, 홍영도와 김갑순[3]은 배당소득증대세제와 기업소득환류세제가 개별 사건에 따라 시장 투자자의 반응을 주가수익률을 통해 검증하였다. 분석결과, 배당수익률이 높은 기업은 누적비정상 수익률과 유의한 정(+)의 관계가 나타났다[4]. 또한, 배당 성향이 높은 기업은 누적비정상수익률과 관련성이 미미한 반면, 기업소득환류세제가 적용되는 기업은 누적비정상수익률과 관련성이 높은 것으로 나타났다.

이와 같은 분석결과는 기업소득환류세제 대상기업들이 환류세 부담을 피하기 위하여 배당을 늘릴 것으로 시장에서 예상하고 있는 것이다. 실제, 기업소득환류세제가 도입된 이후 당초 기대와 달리 기업들이 종업원의 임금 증가 보다는 주주의 배당을 늘리는 데만 힘을 기울였다는 지적이 나와 결국 새 세제에서는 배당이 미환류소득의 투자에서 제거되었다.

문예영과 임영제[5]는 기업소득환류세제의 과세대상 기업의 특성을 경영자 특성과 조세회피 간 관련성을 중심으로 실증분석하였다. 분석결과, 기업소득환류세제 적

용 대상 기업은 미대상 기업에 비해 소유경영자비용이 높고[6,7], 조세회피성향이 낮은 것으로 나타났다[8,9] 이와 같은 결과는 소유경영비용이 높을수록 조직변경에 용이하여 기업소득환류세제의 실효성이 저해됨을 보고하였다. 반면, 손혁과 김연화[10]는 기업소득환류세제의 세부담을 절감하기 위해 투자, 배당, 임금인상 순서로 유보소득을 사용 한다는 것을 수리적 모형을 통해 제시했다. 구체적으로, 기업소득환류세제의 세부담에 가장 적극적인 부분은 투자임을 밝히고, 임금인상은 투자와 배당에 비해 기업이 수행할 유인이 가장 작으므로[11]. 임금인상에 대한 가중치를 부여하여 기업소득환류세제의 기본 취지인 가계소득의 활성화에 기여할 필요가 있음을 주장한다.

상기 고려된 선행연구를 종합하면 기업 내부의 미환류소득의 적절한 사용은 기업가치를 향상시키고, 국가경제활성화에 공헌할 수 있음을 시사한다. 구체적으로, 본 연구는 사내유보의 종류(단기사내유보이익과 장기사내유보금)에 따라 구 세제 및 신 세제에서 고려하고 있는 투자 및 임금 지출의 증가와 같은 당기 소득환류활동은 기업가치에 차별적인 영향을 미칠 것으로 기대한다. 따라서 본 연구는 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1 : 당기 소득환류활동(투자·임금 지출)이 적은 기업의 사내유보는 미래 기업가치에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

가설 2 : 당기 소득환류활동(투자·임금 지출)이 많은 기업의 사내유보는 미래 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

가설 3 : 사내유보가 낮은 기업의 소득환류활동은 기업가치에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

가설 4 : 사내유보가 높은 기업의 소득환류활동은 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

3. 연구설계

3.1 연구모형

본 연구는 기업소득환류세제가 폐지되고 투자·상생협력촉진세제가 도입되면서 종전세제 체계에서부터 계속 적용되어 오는 미환류소득에 대한 제재 조치가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 이를 위해 본 연구는

사내유보를 단기사내유보이익과 장기사내유보금으로 구분하여 실증분석한다. 가설 검증을 위한 연구모형은 다음과 같다.

$$TQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 RE_{it-1} + \alpha_2 Inv_D_{it-1} + \alpha_3 RE*Inv_D_{it-1} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 SalesR + \alpha_7 Firm Y_{it} + IND + YD + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$TQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 RE_D_{it-1} + \alpha_2 Inv_{it-1} + \alpha_3 RE_D*Inv_{it-1} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 SalesR + \alpha_7 Firm Y_{it} + IND + YD + \epsilon_{it} \quad (2)$$

- TQ = t 기말 기업 가치=[기말시가총액(보통주+우선주)+총부채] / 총자산
- RE = SRE = t-1기말 (순이익-배당금)/총자본
= LRE = t-1기말 이익잉여금/총자본
- Inv_D = 미환류세제에 따른 소득환류활동의 터미변수
Inv_L (Inv_H) = t-1기말 소득환류활동이 낮(높)은 기업의 터미변수
= 미환류세제에 따른 소득환류활동 하(상)위 1분위수
- RE*Inv_L (RE*Inv_H) = t-1기말 유보이익과 소득환류활동 낮(높)은 기업의 상호작용변수
- RE_D = t-1기말 사내유보에 따른 터미변수
SRE_L (SRE_H) = t-1기말 (순이익-배당금)/총자본에 따른 터미변수
= SRE의 하(상)위 1분위수이면 1, 아니면 0
- LRE_L (LRE_H) = t-1기말 이익잉여금/총자본에 따른 터미변수
= LRE의 하(상)위 1분위수이면 1, 아니면 0
- Inv Size = 미환류세제에 따른 소득환류활동 대응치
= t기말 총자산의 자연대수
- Lev = t기말 부채비율= 총부채/총자본
- SalesR = (t기말 총매출-기초 총매출)/기말 총매출
- FirmY = t기말 업력
- IND = 산업별 터미변수
- YD = 연도별 터미변수

본 연구에서는 미환류소득에 대한 제재(소득환류활동)의 적용에 따른 사내유보가 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위하여 사내유보와 소득환류활동 간 상호작용 변수를 이용하여 실증분석한다. 또한, 사내유보와 소득환류활동의 변수를 터미변수로 변환하여 분석에 이용한다.

먼저, 식(1)은 소득환류활동 수준에 따른 기업의 사내유보가 기업가치에 미치는 영향에 관한 가설 1과 2를 검증하기 위한 회귀모형이다. 가설 1에서 식(1)의 모형의 주된 설명변수는 RE*Inv_D로서 미환류소득 환류세제에 따른 소득환류활동이 낮은 기업의 사내유보가 기업가치에 미치는 조절효과를 나타내기 위하여 구성된 상호작용

변수이다. 본 연구에서 단기사내유보이익(SRE)은 t-1기 당기순이익에서 주주들에게 배당한 t-1기 배당금을 차감하여 계산한 금액으로 당기 경영성과를 사내에 유보한 금액을 의미한다. 그리고 본 연구에서 장기사내유보금(LRE)는 t-1기말 이익잉여금으로 t-1까지 누적된 기업의 유보이익의 누적금액을 의미한다. 또한, 본 연구에서 사용된 미환류세제에 따른 소득환류활동(Inv)은 t-1기 유·무형고정자산 증가율(DITA)과 t-1기 임금증가율(DWage)의 개별 소득환류활동을 백분위로 구분하여 두 개의 백분위 점수의 합을 이용하여 측정한다. 이때, 백분위 값이 크면 소득환류활동이 높은 것을 의미한다. 이의 값으로 소득환류활동 터미변수(Inv_D)는 Inv 값의 4분위 수 중 하위 1분위 수에 속하면 소득환류활동이 낮은 기업(Inv_L)으로 분류하고, 상위 1분위 수에 속하면 소득환류활동이 높은 기업(Inv_H)으로 분류한다.

t-1기 소득환류활동이 낮은 기업의 사내유보는 재투자 활동 낮은 기업임에도 불구하고 기업 내 과도한 잉여금을 증가시킴으로써 기업 성장의 기회를 저해하여 t기 기업가치에 부(-)의 영향을 미칠 것이다. 반면, 가설 2에서 식(1)의 모형의 주된 설명변수는 RE*Inv_H로서 미환류소득 환류세제에 따른 소득환류활동이 높은 기업의 사내유보가 기업가치에 미치는 조절효과를 나타내기 위하여 구성된 상호작용 변수이다. t-1기 소득환류활동이 높은 기업의 사내유보는 잉여금을 이용한 재투자 활동은 기업으로써 기업 성장의 기회를 증진시켜 t기 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

식(2)은 사내유보 수준에 따른 기업의 소득환류활동이 기업가치에 미치는 영향에 관한 가설 3과 4를 검증하기 위한 회귀모형이다. 가설3에서 식(2)의 모형의 주된 설명변수는 RE_L*Inv로서 기업의 사내유보가 낮은 기업의 소득환류활동이 기업가치에 미치는 조절효과를 나타내기 위하여 구성된 상호작용 변수이다. 본 연구에서 사내유보가 낮은 기업(RE_L)은 사내유보 금액의 하위 1분위 수이면 1, 아니면 0의 터미변수로 나타낸다. 그리고 본 연구에서 사내유보가 높은 기업(RE_H)은 사내유보 금액의 상위 1분위수이면 1, 아니면 0의 터미변수로 나타낸다. 가설 3에서 t-1기 사내유보가 낮은 기업의 소득환류활동의 증가는 내부 유보이익이 없음에도 무리하게 지출되는 활동으로 기업가치에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

가설 4에서 식(2)의 모형의 주된 설명변수는

RE_H*Inv로서 사내유보가 높은 기업의 소득환류활동이 기업가치에 미치는 조절효과를 나타내기 위하여 구성된 상호작용 변수이다. t-1기 사내유보가 높은 기업의 소득환류활동의 증가는 내부 유보이익으로 적극적인 소득환류활동을 통해 지출되는 투자활동으로써 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

종속변수인 기업가치를 통제하기 위한 변수는 선행연구를 인용하여 기업규모(Size), 부채비율(Lev), 수익성(SalesR), 업력(FirmY)을 사용한다. 또한, 산업-연도별 차이를 통제하기 위하여 산업터미(IND)와 연도터미(YD)를 포함한다[12,13,14,15].

3.3 표본의 선정 및 자료수집

본 연구는 2001년부터 2016년까지 한국거래소의 상장 기업 중 다음의 요건에 해당하는 기업을 표본으로 선정하였다.

- ① 금융업이 아닌 기업
- ② 결산기가 12월인 기업
- ③ 자본잠식기업이 아닌 기업
- ④ 한국상장사협의회 TS-2000에서 재무제표자료 이용 가능한 기업
- ⑤ 자본이 500억 이상이거나 상호출자제한기업집단 소속 기업

본 연구는 각 변수마다 상위와 하위 1% 값으로 조정(winsorization)하여 극단치가 분석결과에 미칠 수 있는 영향을 완화하였다. 상기 표본선정 기준에 따른 최종표본은 10,402개 기업-연도별 관찰치이다.

4. 실증분석결과

4.1 기술통계량과 상관관계

본 연구의 가설검증을 위해 사용된 주요한 변수의 기술통계량을 나타낸 표는 <Table 1>과 같다. 종속변수인 기업가치(TQ)의 평균(중위수)은 1.058(0.893)로 나타났다. 단기사내유보이익(SRE)의 평균(중위수)은 0.083(0.069)으로 나타나 기업들은 순이익에서 총자본대비 약 8%를 기업 내부에 유보하는 것을 확인 할 수 있다. 또한, 장기사내유보금(LRE)의 평균(중위수)은 0.534(0.541)으로 나타나 기업 내부에 이익잉여금은 총자본대비 약 53% 정도 잉여금으로 쌓여 있는 것을 알 수 있다. 따라서 순자산인 자본의 구성 항목 중 주주에게 분배되지 않은 이익

잉여금이 자본의 반 이상을 차지하고 있는 것을 확인할 수 있다.

<Table 1> Descriptive Statistics

Variable	Mean	Std.	Median
TQ	1.058	0.569	0.893
SRE	0.083	0.062	0.069
LRE	0.534	0.235	0.541
DITA	-0.005	0.056	-0.006
DWage	0.140	0.263	0.096
Size	26.629	1.336	26.287
Lev	0.773	0.626	0.602
SalesR	0.077	0.229	0.064
FirmY	33.152	16.011	33.000

종속변수와 주요한 설명변수의 피어슨 상관분석의 결과는 <Table 2>와 같다. 먼저, 본 연구의 종속변수와 주요 관심변수인 TQ와 SRE, LRE 및 소득환류활동(INV) 간 상관관계는 유의한 부(-)와 정(+)의 결과가 나타났다. 이는 대체적으로 SRE의 증가는 TQ에 긍정적인 영향을 미치지만 LRE의 증가는 TQ에 부정적인 영향을 미치는 것으로 확인된다. 따라서 기업 내 당기순이익의 증가는 유동성 확보로써 기업가치에 긍정적일 수 있으나 과도한 장기사내유보의 증가는 오히려 기업가치를 감소시킬 수 있는 요인으로 고려할 수 있다. 또한, 정부에서 권장하는 소득환류활동은 내수경제 활성화뿐만 아니라 기업가치에도 긍정적인 역할을 하는 것으로 확인된다. 개별 변수들 간의 상관관계를 검토한 결과, 독립변수 간 다중공선성을 우려할만한 상관관계는 발견되지 않았다.

<Table 2> Pearson correlation results

	SRE	LRE	INV	Size	Lev	SalesR	FirmY
TQ	0.35***	0.09***	0.08***	0.15***	0.00	0.15***	-0.24***
SRE	1	0.30***	-0.24***	0.03**	-0.00	0.02*	-0.21***
LRE		1	-0.11***	0.08***	-0.21***	-0.02*	0.01
Inv			1	-0.04***	0.03***	0.00	-0.12***
Size				1	0.35***	0.03**	0.22***
Lev					1	0.10***	0.01
SalesR						1	-0.04***

*p<.0.1, **p<0.05, ***p<0.01

4.2 가설 검증결과

본 연구의 가설 1은 당기 소득환류활동(투자·임금 지출)이 적은 기업의 사내유보는 미래 기업가치에 부(-)의 영향을 미칠 것이라고 예상한다. 가설1과 관련한 실증분석결과는 <Table 3>와 같다. 먼저, 소득환류활동(투자·임금 지출)이 적은 기업의 단기사내유보이익이 기업가치에 미치는 영향을 나타내는 SRE*Inv_L의 계수추정치(t값)는 -1.778(-4.71)로 1% 이하 수준에서 유의한 부(-)의 값을 보였다. 또한, 소득환류활동이 적은 기업의 장기기 사내유보금이 기업가치에 미치는 영향을 나타내는 LRE*Inv_L의 계수추정치(t값)는 -0.157(-3.38)로 1% 이하 수준에서 유의한 부(-)의 값을 보였다. 이와 같은 분석결과를 통해 당기 소득환류활동이 적은 기업의 사내유보는 재투자 활동 낮은 기업임에도 불구하고 기업 내 과도한 잉여금을 증가시킴으로써 기업 성장의 기회를 저해하여 t기 기업가치에 부(-)의 영향을 미치는 것임을 확인할 수 있다.

본 연구의 가설 2는 당기 소득환류활동(투자·임금 지출)이 높은 기업의 사내유보는 미래 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것이라고 예상한다. 가설2와 관련한 실증분석결과는 <Table 4>와 같다. 먼저, 소득환류활동(투자·임금 지출)이 높은 기업의 단기사내유보이익이 기업가치에 미치는 영향을 나타내는 SRE*Inv_H의 계수추정치(t값)는 2.553(5.16)로 1% 이하 수준에서 유의한 정(+)의 값을 보였다.

<Table 3> Hypothesis 1 test results

Variable	coefficient(t value)	coefficient(t value)
Intercept	-1.217(-8.67)***	-1.360(-9.00)***
SRE	2.946(25.80)***	
LRE		0.196(4.13)***
Inv_L	0.023(0.48)	0.005(0.08)
SRE*Inv_L	-1.778(-4.71)***	
LRE*Inv_L		-0.157(-3.38)***
Size	0.092(17.02)***	0.105(18.38)***
Lev	-0.069(-6.15)***	-0.046(-3.21)***
SalesR	0.393(13.38)***	0.396(12.76)***
FirmY	-0.007(-17.51)***	-0.010(-23.34)***
IND & YD	included	included
Adj_R ²	0.2741	0.1864

*p<.0.1, **p<0.05, ***p<0.01

<Table 4> Hypothesis 2 test results

Variable	coefficient(t value)	coefficient(t value)
Intercept	-1.193(-8.49)***	-1.373(-9.11)***
SRE	2.655(23.81)***	
LRE		0.141(4.22)***
Inv_H	0.011(0.30)	-0.186(-3.00)***
SRE*Inv_H	2.553(5.16)***	
LRE*Inv_H		0.542(4.64)***
Size	0.091(16.85)***	0.105(18.50)***
Lev	-0.066(-5.81)***	-0.064(-5.31)***
SalesR	0.389(13.26)***	0.397(12.83)***
FirmY	-0.007(-17.26)***	-0.010(-23.31)***
IND & YD	included	included
Adj_R ²	0.2730	0.1909

*p<.0.1, **p<0.05, ***p<0.01

또한, 소득환류활동이 적은 기업의 장기사내유보금이 기업가치에 미치는 영향을 나타내는 LRE*Inv_H의 계수 추정치(t값)는 0.542(4.64)로 1% 이하 수준에서 유의한 정(+)의 값을 보였다. 이와 같은 분석결과를 통해 소득 환류활동이 높은 기업의 사내유보는 잉여금을 이용한 재투자 활동은 기업으로써 기업 성장의 기회를 증진시켜 t기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것임을 확인할 수 있다.

<Table 5> Hypothesis 3 test results

Variable	coefficient(t value)	coefficient(t value)
Intercept	-1.363(-9.18)***	-1.475(-9.74)***
SRE_L	-0.042(-0.74)	
LRE_L		0.063(1.22)
Inv	0.489(9.89)***	0.319(6.47)***
SRE_L*Inv	-0.380(-3.81)***	
LRE_L*Inv		-0.295(-3.08)***
Size	0.100(17.92)***	0.107(18.80)***
Lev	-0.073(-6.21)***	-0.074(-6.20)***
SalesR	0.403(13.26)***	0.403(13.01)***
FirmY	-0.008(-19.48)***	-0.010(-22.75)***
IND & YD	included	included
Adj_R ²	0.2207	0.1922

*p<.0.1, **p<0.05, ***p<0.01

본 연구의 가설 3은 사내유보가 낮은 기업의 소득환류 활동은 기업가치에 부(-)의 영향을 미칠 것이라고 예상한다. 가설 3과 관련한 실증분석결과는 <Table 5>와 같다. 먼저, 단기사내유보이익이 적은 기업의 소득환류활동이 기업가치에 미치는 영향을 나타내는 SRE_L*Inv의 계수추정치(t 값)는 -0.380(-3.81)로 1% 이하 수준에서 유의한 부(-)의 값을 보였다. 또한, 장기사내유보금이 적은

기업의 소득환류활동이 기업가치에 미치는 영향을 나타내는 LRE_L*Inv의 계수추정치(t 값)는 -0.295(-3.08)로 1% 이하 수준에서 유의한 부(-)의 값을 보였다. 이와 같은 분석결과를 통해 사내유보가 낮은 기업의 소득환류활동의 증가는 내부 유보이익이 없음에도 무리하게 지출되는 활동으로 기업가치에 부(-)의 영향을 미침을 확인할 수 있다.

<Table 6> Hypothesis 4 test results

Variable	coefficient(t value)	coefficient(t value)
Intercept	-1.294(-8.96)***	-1.330(-8.77)***
SRE_H	0.057(1.23)	
LRE_H		-0.174(-3.50)***
Inv	0.243(5.13)***	0.116(2.37)**
SRE_H*Inv	0.665(7.08)***	
LRE_H*Inv		0.453(4.65)***
Size	0.096(17.58)***	0.105(18.34)***
Lev	-0.077(-6.77)***	-0.076(-6.28)***
SalesR	0.399(13.50)***	0.399(12.90)***
FirmY	-0.007(-17.39)***	-0.010(-22.70)***
IND & YD	included	included
Adj_R ²	0.2637	0.1909

*p<.0.1, **p<0.05, ***p<0.01

본 연구의 가설 4는 사내유보가 높은 기업의 소득환류 활동은 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것이라고 예상된다. 가설 3과 관련한 실증분석결과는 <Table 6>와 같다. 먼저, 단기사내유보이익이 높은 기업의 소득환류활동이 기업가치에 미치는 영향을 나타내는 SRE_H*Inv의 계수추정치(t 값)는 0.665(7.08)로 1% 이하 수준에서 유의한 정(+)의 값을 보였다. 또한, 장기사내유보금이 높은 기업의 소득환류활동이 기업가치에 미치는 영향을 나타내는 LRE_H*Inv의 계수추정치(t 값)는 0.453(4.65)로 1% 이하 수준에서 유의한 정(+)의 값을 보였다. 이와 같은 분석결과를 통해 사내유보가 높은 기업의 소득환류활동의 증가는 내부 유보이익으로 적극적인 소득환류활동을 통해 지출되는 투자활동으로써 기업가치에 정(+)의 영향을 미침을 확인할 수 있다.

4.3 추가분석

본 연구는 가설설정에서 기업이 수행하는 소득환류활동의 높·낮음과 기업이 보유한 사내유보의 높·낮음을 더 미변수를 이용하여 실증분석하고, 이를 개별 회귀식으로

나누어 실증분석하였다. 이에 대해 본 연구는 소득환류 활동과 사내유보를 연속변수 형태의 상호작용 변수가 기업가치에 미치는 영향을 장·단기사내유보를 모두 포함한 하나의 회귀식으로 구성하여 추가분석을 실시한다.

추가분석과 관련한 실증분석결과는 <Table 7>과 같다. 분석결과, 단기사내유보이익과 소득환류활동과 관련한 SRE*Inv는 기업가치에 1% 유의한 부(-)의 영향을 미치고, 사내유보 장기사내유보금 및 소득환류활동과 관련한 LRE*Inv는 기업가치에 1% 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다.

<Table 7> additional analysis results

Variable	coefficient(t value)
Intercept	-1.102(-7.75)***
SRE	3.087(24.74)***
LRE	-0.143(-4.13)***
Inv	0.156(2.60)***
SRE*Inv	-1.601(-4.00)***
LRE*Inv	0.440(3.81)***
Size	0.090(16.72)***
Lev	-0.076(-6.65)***
Sales_R	0.391(13.40)***
Firm_Y	-0.007(-16.29)***
IND & YD	included
Adj_R ²	0.2841

*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01

5. 결론

2015년 박근혜 정부는 기업의 소득을 투자·임금증가·배당재원 등으로 활용하기 위해 기업소득환류세제를 도입하였다. 그러나 정부의 도입취지와는 달리 과세대상 기업들은 투자와 임금증가 보다 배당과 자사주 취득에 열중하고 있다. 이에 새 정부를 맞이한 2017년 기업소득 환류세제는 폐기되고 2018년부터 새로운 법인세 제도인 투자·기업소득환류세제의 도입이 눈앞에 있다. 그러나 새롭게 도입된 과세재원도 당시 경영성과인 과세소득에 그 근간을 맞추고 있어 학계에서 지적하는 잉여이익과는 그 형태가 달라 새로운 세제의 실효성이 의문시 되어 있다[15].

본 연구에서 장기사내유보금으로 정의한 이익잉여금은 재무상태표 상 자본을 구성하고 있으나, 차변의 자산

항목에서는 영업을 위해 사용되어지는 유·무형의 고정자산 보다는 대기기업의 문어발식 확장을 위한 비영업자산인 투자자산으로 항목을 구성하고 있다. 기업의 조세전략은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다[16,17,18]. 따라서 본 연구의 목적은 기존의 기업소득환류세제와 새롭게 도입되는 투자·상생협력촉진세제에서 공통적으로 고려하고 있는 기업의 미환류소득을 보다 효율적으로 사용하여 기업가치를 증진시키기 위한 방안을 모색하는 것이다. 구체적으로, 두 개 세제에서 공통적으로 고려하고 있는 임금과 고정자산 투자 부분에 대한 소득환류활동과 과세소득 재원의 상황에 따라 기업가치에 미치는 영향을 실증분석하였다. 분석결과, 당기 소득환류활동이 적(많)은 기업의 사내유보는 미래 기업가치에 부(정)의 영향을 미치고, 사내유보가 낮(높)은 기업의 소득환류활동은 기업가치에 부(정)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 당기 소득환류활동이 적(많)은 기업의 사내유보 증가는 기업의 낮(높)은 투자활동으로 성장기회를 놓치게 되어(향상시켜) 기업가치를 저해(제고)하고, 사내유보가 적(많)은 기업의 소득환류활동의 증가는 내부 유보이익이 적(많)음에도 무리하게 지출되는 활동(연구개발 및 기업의 투자활동)으로 기업가치에 부(정)의 영향을 미침을 확인할 수 있다. 또한 추가분석결과, 단기사내유보이익과 소득환류활동은 기업가치에 부의 영향을 미치고, 장기사내유보금과 소득환류활동은 기업가치에 정의 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다.

이는 기업의 장기사내유보금을 재원으로 투자·임금증가의 활성화를 유도해야함을 시사한다. 또한, 기업들은 대부분 비영업자산인 투자자산의 형태로 유보되어 있는 이익잉여금을 과세대상 재원으로 삼아 계열사 확장을 위한 투자 보다는 영업과 관련한 설비자산과 연구개발비 및 종업원 임금 및 복지를 위한 투자에 힘써야 할 것이다. 따라서 본 연구의 종합적인 제언은 세제 내용에 소득환류활동의 비율과 같은 일률적인 기준만 제정할 것이 아니라 기업의 내부 사내유보 상황과 과세소득 재원을 면밀히 고려해 세제를 적용할 것을 권고한다.

이와 같은 본 연구의 결과는 2018년부터 한시적으로 도입되는 투자·상생협력 촉진세제의 안정적인 정착을 위한 실증분석의 결과를 제공하고, 미환류된 과세소득의 재원을 수정하고 추후 개선될 미환류소득의 법인세 개정 및 후속연구에 도움을 줄 것으로 기대한다.

REFERENCES

- [1] J. M. Ryu, “A Study on a new Corporate Accumulated Earnings Tax as Tax Penalty”, Seoul Tax Law Review, Vol. 22, No. 2, pp.363-420, 2016.
- [2] K. H. Choi, and Y. Y. Moon, “Corporate Tax Burden and Characteristics of Taxation on Corporate Retained Earnings”, Journal of Taxation and Accounting, Vol. 16, No. 5, pp.9-38, 2015.
- [3] Y. D. Hong, and K. S. Kim, “How Did Dividend Boosting Tax Policy Affect Stock Price?”, Journal of Taxation and Accounting Vol. 16, No. 2, pp.231-260, 2015.
- [4] G. Amromin, P. Harrison, and S. Sharpe, “How Did the 2003 dividend Tax Cut Affect Stock Price?”, Financial Management, Vol. 37, No. 4, pp.625-646, 2008.
- [5] Y. Y. Moon, and Y. J. Im, “Analysis on the Taxable Firm Characteristics of Corporate Accumulated Earnings Tax”, Accounting Information Review, Vol. 34, No. 1, pp.247-268, 2016.
- [6] D. S. Kim, J. S. Yang, and S. C. Hwang, “Empirical Research on Firm’s Dividend Policy, Governance and Ownership Structur”, Korean Journal of Accounting Research, Vol. 15, No. 3, pp.1-32, 2010.
- [7] K. Gugler, and B. B. Yurtoglu, “Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany”, European Economic Review, Vol. 47, No.4, pp.731-758, 2003.
- [8] 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.
- [9] J. B. Kim, and S. Y. Park, “The Effect of Executive Characteristic and Corporate Governance on Tax Avoidance”, Accounting Information Review Vol. 31, No. 1, pp.267-287, 2013.
- [10] H. Shawn, and Youn-hwa Kim, “Economic Effect of Corporate Income Refund Tax-Order Effect of Retained Income and the Improvement Plans”, Journal of Taxation and Accounting, Vol. 18, No. 2, pp.157-191, 2017.
- [11] E. F. Fama, and K. R. French. Taxes, “Financing Decisions and Firm Value”, Journal of Finance, Vol. 53, pp.819-945, 1998.
- [12] H. Almeida, M. Campello, and M. Weisbach. “The cash flow sensitivity of cash”, Journal of Finance, Vol. 59, pp.1777-1804, 2004.
- [13] S. C. Myers, “Determinants of corporate borrowing”, Journal of Financial Economics Vol. 5, pp.147-175, 1977.
- [14] W. Y. Choi, H. S. Lee, and C. S. Hong. “Corporate social responsibility and firm value: Focused on corporate contributions”, Korean Management Review Vol. 38, No. 2, pp.407-432, 2009.
- [15] H. R. Kim, and J. K. Kim, “The Effect of Internal Reserve on Firm Value: Focusing on Capital Theory”, Korean Accounting Review, Vol. 42, No. 3, pp.211-257, 2017.
- [16] S. H. Jo, and J. S. Bang, “A Study on EC Taxtion Problems”, Journal of Digital Convergence, Vol. 2, No. 2, pp.45-62, 2004.
- [17] T. W. Kim, S. Y. Jung, and K. J. Hwang, “Improvement and Tax Policy for the Savings-Type Insurance”, Journal of Digital Convergence, Vol. 11, No. 7, pp.59-66, 2013.
- [18] K. S. Choi, and J. M. Choi, “The Effect of Firm’s Strategy in Investment Decision”, Journal of Digital Convergence, Vol. 12, No. 3, pp.177-187, 2014.

김 정 교(Kim, Jeong-Kyo)



- 1978년 2월 : 서울대학교 일반대학원 경영학과 (경영학석사)
- 1990년 2월 : 경북대학교 일반대학원 회계학과 (경영학박사)
- 1983년 9월 ~ 현재 : 부산대학교 경영학과 교수
- 관심분야 : 재무회계, 경영컨설팅
- E-Mail : jkim@pusan.ac.kr

김 혜 리(Kim, Hye Ri)



- 2012년 2월 : 한양대학교 일반대학원 회계학과 (경영학석사)
- 2016년 2월 : 부산대학교 일반대학원 경영학과 (경영학박사)
- 2016년 3월 ~ 2017년 2월 : 부산대학교 경영연구소 연수연구원
- 관심분야 : 재무회계, 세무회계
- E-Mail : hyeri1014@pusan.ac.kr