

자본시장에 존재하는 암묵적 조세에 관한 실증연구: 코스닥시장을 중심으로

정 운 오*
노 희 천**

.....

본 연구는 우리나라 코스닥시장에 등록된 기업을 대상으로 조세혜택이 세전수익률의 하락을 초래하는지의 여부를 분석하였다. 특히 이러한 암묵적 조세의 발생가능성을 일반기업과 벤처기업으로 구분하여 분석하였다. 실증결과는 코스닥 등록기업의 경우 조세혜택의 대부분이 기업에 유보되며, 유보되는 정도는 일반기업이 벤처기업에 비해 다소 높음을 확인하였다. 이러한 결과는 암묵적 조세가설과는 상반되는 결과로서 코스닥 등록기업의 경우 시장마찰이 매우 강한 시장구조를 가졌거나, 또는 법적인 제약 때문인 것으로 보인다. 또한 벤처기업의 세전수익률이 일반기업에 비해 조세혜택에 더 민감하게 반응하는 것도 관찰할 수 있었다.

.....

I. 서 론

본 연구의 목적은 우리나라 자본시장 중 코스닥시장에 초점을 맞추어 암묵적 조세의 발생여부를 확인하고, 동시에 암묵적 조세의 발생을 억제하는 시장마찰이나 법적 제약을 실증적으로 확인하는 데에 있다. 相異한 두 개의 자산이 稅前으로는 동일한 크기와 위험을 갖는 현금흐름을 창출하지만, 하나의 자산이 투자수익의 비과세나 부분면세 등과 같은 조세상의 혜택으로 인해 다른 자산에 비해 稅부담이 더 가볍다면,

*서울대학교 경영대학 교수(wjung@plaza.snu.ac.kr)

**서울대학교 경영대학 박사과정

이 연구는 2001년 서울대학교 발전기금 및 간접연구경비에서 지원된 연구비에 의해 수행되었음.

납세자들은 그러한 조세혜택이 있는 자산(tax-favored asset)을 투자대상으로서 선호하게 된다. 이 경우 거래비용을 발생시키는 시장마찰이나 자유로운 거래를 제한하는 세법상의 제약이 존재하지 않는다면, 조세혜택 자산은 非혜택자산에 비해 상대적으로 가격이 상승하게 되고, 투자수익률은 하락한다. 이러한 조세혜택자산의 (세전)수익률 하락으로 인한 투자수익의 손실을 암묵적 또는 내재적(implicit) 조세라고 부른다. 완전경쟁적이고 거래비용이 전무한 완전시장에서는 암묵적 조세의 존재로 인해 모든 자산의 세후수익률은 동일하게 된다.

이러한 암묵적 조세의 기본개념을 기업에 적용하여 그 존재 여부를 실증적으로 분석한 해외논문으로는 Wilkie(1992)와 Callihan and White(1999)가 있으며, 국내연구로는 고종권(1996), 이준규와 이태희(1997), 김갑순(1999, 2000) 등이 있다.¹⁾ Wilkie는 진입장벽, 거래비용 등의 시장마찰이나 법적 제약이 없다면 모든 기업의 세후수익률은 동일할 것이므로 조세혜택이 큰 기업일수록 세전수익률은 낮을 것으로 보았다. 이러한 가설을 검증하기 위해 그는 1968년에서 1985년까지의 기간에 걸쳐 각 연도별로 세전자기자본수익률과 조세혜택의 관계를 분석한 결과 1985년을 제외하고 모두 負의 관계를 얻었으며 1982, 1983, 1984년을 제외한 나머지 14개년에 걸친 負의 관계가 모두 통계적으로 유의한 것으로 보고하였다. 이러한 결과는 암묵적 조세가 기업에 대해서도 존재한다는 가설과 일치한다.²⁾ 그러나 Wilkie는 세전자기자본수익률이 조세혜택의 크기만큼 하향조정 되지 않는 결과를 얻음으로써 진입장벽 등으로 인한 시장마찰이 존재하여 세전수익률의 하향조정이 불완전하게 일어났을 가능성을 보여주었다.

Callihan and White(1999)는 Wilkie 연구의 연장선상에서 시장마찰과 암묵적 조세의 관계에 초점을 맞추었다. Callihan and White(CW)는 시장지배력을 가진 기업은 경쟁자의 시장진입을 저지할 수 있으므로 조세혜택이 경쟁으로 인해 생산요소공급자나

1) 개별 자산에 대한 암묵적 조세를 분석한 연구로는 Shackelford(1991), Berger(1993), Guenther(1994), Erickson and Maydew(1998), 정운오(2001, 2002) 등이 있다.

2) 한편, Wilkie는 암묵적 조세 가설 이외에 세전자기자본수익률과 조세혜택 사이의 負(-)의 관계를 설명할 수 있는 경쟁가설을 제시하였다. 즉, 경영성과가 나쁜 기업들에 대해 정부가 조세혜택을 제공함으로써 경제적 지원을 한다면 세전수익률과 조세혜택 간에 負의 관계가 관찰될 수도 있을 것이다. 그러나 Wilkie는 이러한 경쟁가설과 암묵적 조세 가설을 구별하려는 시도는 하지 않았다.

소비자에게로 돌아가는 것을 막을 수 있다는 가능성에 착안하였다. 즉 CW는 시장지배력이 높은 기업들로 구성된 시장구조(market structure)에서는 암묵적 조세의 발생이 억제될 것으로 생각하였다. CW는 시장구조 변수로서 산업의 시장집중도(concentration)와 개별기업의 시장점유율(market share)을 사용하여 이들 변수가 암묵적 조세의 크기와 負의 관계에 있는지 조사하였다. CW의 연구결과는 시장지배력이 높을수록 암묵적 조세는 낮음을 보여줌으로써 시장마찰과 암묵적 조세와의 상관관계를 실증적으로 보여주었다.³⁾

한편, 국내의 선행연구로서 고종권(1996)이 Wilkie의 방법론을 따라 국내 기업을 표본으로 하여 반복연구하였다. 또 이준규와 이태희(1997)는 Wilkie의 모델에 기업위험을 통제하기 위한 변수를 추가하고, 기업의 규모와 업종을 시장마찰의 proxy로 보아 이 두 변수를 기준으로 표본을 분리한 후 분석하였다. Wilkie의 결과와는 달리 이 두 연구의 결과는 연도별로 세전자기자본수익률과 조세혜택 사이에 負의 관계가 일관성 있게 나타나지 않았다. 특히 1991년에서 1994년까지의 결과는 그 관계가 유의적이지 않거나, 오히려 양의 관계를 보여주기도 하였다. 이러한 선행연구의 결과에 대해 추가적인 분석을 하기 위해 김갑순(2000)은 1990년에서 1996년을 표본기간으로 하여 세전자기자본수익률과 조세혜택의 관계를 분석하였다. 기업의 조세혜택은 기업이 어떠한 조세혜택(예: 법인세 감면, 세액공제, 과세이연 등)도 누리지 못한다면 당기에 납부해야 할 세액에서 실제납부세액을 차감하여 계산한다. 이렇게 계산한 조세혜택은 개념상 양의 값을 갖는 것이 정상적이나, 개별기업에 따라서는 음의 값을 갖기도 한다. 조세혜택이 음이라는 사실은 해당 기업의 실제납부세액이 조세혜택이 전혀 없었다면 납부했었을 세액보다 더 많다는 것을 의미하는 것으로서 정상적인 상황이라고 보기는 어렵다. 김갑순(2000)은 조세혜택이 음인 기업을 양인 기업과 구분하여 분석하였으며, 음의 표본에 대해서는 세전자기자본수익률과 조세혜택 사이에 음의 관계를 확인함으로써 암묵적 조세(좀더 정확히는 負의 암묵적 조세) 가설과 일치하는 결과를 얻었다. 그러나 조세혜택이 양인 표본에 대해서는 오히려 세전자기자본

3) CW의 연구는 Wilkie와는 달리 암묵적 조세를 종속변수로 사용하였다. 이를 위해 CW는 암묵적 조세의 크기를 재무제표정보로부터 도출하였다. 그러나 Wright(2001)는 CW가 계산한 암묵적 조세가 완전시장의 가정 하에서 도출한 것이므로 실제시장이 완전하지 않다면 암묵적 조세의 크기가 과대하게 계상되는 문제가 있음을 지적하였다.

수익률과 조세혜택 사이에 유의적인 양의 관계를 관찰함으로써 암묵적 조세의 발생을 확인할 수 없었다. 김갑순은 조세혜택이 양인 기업들의 시장지배력이 음인 기업들에 비해 평균적으로 더 높음을 관찰하고 두 그룹에 대한 상반된 실증결과가 시장지배력(즉 시장마찰의 정도)의 차이에서 기인하는 것으로 결론지었다. 김갑순의 연구는 조세혜택의 부호에 따라 표본을 구분하여 분석하였으나 그러한 구분의 필요성을 사전적으로 지지할 수 있는 이론적 근거를 제시하지 못하였다는 한계점을 갖는다.

그밖에도 김갑순(1999)의 연구는 조세혜택으로 인한 암묵적 조세가 당기의 세전수익률에 반영되는 것이 아니라 시차를 두고 반영될 수 있는 가능성을 검증하였다. 그는 전년도 대비 당기조세혜택의 증감을 설명변수로 하고 시차를 둔 세전자기자본수익률의 증감을 종속변수로 하여 분석한 결과 산업에 따라 1년에서 3년의 시차를 두고 조세혜택의 증감이 세전수익률의 증감과 유의적인 음의 관계를 갖는 것을 관찰할 수 있었다. 이와 같이 김갑순(1999)의 연구는 암묵적 조세의 존재를 지지하는 결과를 보여주기에는 하였지만, 왜 암묵적 조세가 산업에 따라 다양한 시차를 두고 발생하는지에 대해서는 충분한 설명을 제시하지는 못하였다.

이상의 선행연구검토에 의하면 미국의 경우 조세혜택이 기업의 세전수익률을 낮춤으로써 암묵적 조세 가설과 일치하는 결과를 보이고 있으나, 우리나라의 경우는 그 결과가 분명하지 않다. 이는 이 분야에 있어 추가적인 연구가 필요함을 시사한다. 본 연구는 선행연구의 확장선상에서 우리나라 자본시장, 특히 코스닥시장에 존재할 수 있는 암묵적 조세와 시장마찰 또는 법적 제약 간의 관계를 분석하고자 한다.

본 연구가 선행연구와 차별되는 점은 지금까지의 선행연구가 증권거래소에 상장된 기업을 표본으로 하여 분석한 데 비해 본 연구는 코스닥시장을 분석대상으로 한다는 점이다.⁴⁾ 증권거래소의 상장기업 대신 코스닥 등록기업을 분석함으로써 얻을 수 있는 상대적인 이점은 다음과 같다. 먼저 코스닥기업은 상장기업과는 달리 벤처기업과 일반기업으로 구분되고, 벤처기업으로 지정되면 일반기업에 비해 법인세, 재산세 등의 감면을 통해 상대적으로 더 많은 조세혜택을 누린다. 또한, 벤처기업으로 지정받으려면 해당 기업은 법적으로 일정요건을 갖추거나 연구개발투자를 통한 신기술사업

4) 코스닥시장의 자료는 1996년 이후부터 가용하므로 본 연구의 표본기간은 1996년부터 2001년까지의 기간이다. 이는 선행연구들의 표본기간이 1996년 이전인 것과 대비된다.

자이어야 하므로 벤처기업은 일반기업에 비해 법적 제약 또는 시장마찰로 인한 진입 장벽이 높다. 이러한 두 가지 사실은 벤처기업의 조세혜택이 암묵적 조세의 형태로 전환되지 않고 벤처기업에 의해 향유될 가능성을 높여준다. 따라서 코스닥기업을 분석대상으로 하는 본 연구는 시장마찰 또는 법적 제약과 암묵적 조세와의 상호작용을 분석하는 데에 매우 유용하다.

본 연구는 이하 다음과 같이 구성된다. 제2절에서는 본 연구를 위한 가설을 도출하고, 제3절에서는 변수의 측정과 표본에 대해 설명한다. 제4절은 실증결과를 제시하고 분석하며, 제5절은 본 연구의 결과를 요약한다.

II. 연구가설

먼저 조세특례제한법상 벤처기업에 주어지는 세제 혜택을 요약하면 다음과 같다. 첫 번째 세제혜택은 법인세의 감면으로서 창업한 후 2년 이내에 벤처기업육성에 관한 특별조치법에 의하여 벤처기업으로 확인받은 기업은 향후 6년 동안 사업에서 발생한 소득에 대해 법인세를 50% 감면받는다. 또 벤처기업이 사업을 영위하기 위하여 벤처기업으로 확인 받은 날로부터 2년 이내에 취득하는 사업용 재산에 대해서는 취득세와 등록세가 면제되며, 창업 중에 벤처기업으로 확인 받은 중소기업이 그 확인을 받은 날로부터 6개월 이내에 행하는 법인설립의 등기에 관한 등록세도 면제된다. 그 밖에도 벤처기업이 보유하는 사업용 재산에 대해 창업일로부터 5년 동안 재산세와 종합토지세의 50%를 감면받는다. 벤처기업에 대한 이러한 조세혜택으로 일반기업의 조세혜택은 이보다 낮을 것으로 기대된다. 이를 가설의 형태로 나타내면 다음과 같다.

가설 1: 코스닥 시장에 등록된 벤처기업의 조세혜택은 일반기업의 조세혜택보다 더 크다.

이와 같이 벤처기업으로 지정되면 일반기업에 비해 상대적으로 큰 조세혜택이 주어지므로 시장이 완전경쟁 상황에 있다면 조세혜택의 전부가 공급자나 소비자에게 돌아가게 되고 벤처기업은 암묵적 조세를 부담하게 된다. 물론 벤처기업이 실제로 부

담하는 암묵적 조세의 크기는 시장구조에 따라 달라질 것이나 벤처기업이 일반기업과 유사한 시장구조를 갖는다면 벤처기업의 암묵적 조세의 크기는 일반기업보다 더 클 것으로 예상할 수 있다. 즉, 벤처기업의 세전수익률은 일반기업의 세전수익률보다 낮을 것으로 기대된다. 이를 가설로 나타내면 다음과 같다.

가설 2: 다른 조건이 동일하다면, 코스닥시장에 등록된 벤처기업은 상대적으로 더 높은 조세 혜택으로 인해 세전수익률이 일반기업의 세전수익률 보다 낮을 것이다.

한편, 벤처기업으로 지정받기 위해서는 해당 기업은 벤처기업육성에 관한 특별조치법에 따른 일정 자격요건을 갖추어야 한다. 이를 요약하면 <표 1>과 같다. <표 1>을 보면, 벤처지정요건은 업종에 따라 달리 적용되는 요건이 있고, 또 공통적으로 적용되는 요건이 있음을 알 수 있다. 먼저 공통적인 요건은 중소기업기본법에 따라 중소기업으로 분류된 기업이어야 한다는 점이다. 그리고 업종별 요건의 구체적인 내용은 업종에 따라 상이하나, 기본적으로 연구개발비의 투자규모나 신기술에 근거한 매출 규모가 일정수준을 초과하여야 한다는 내용이다.⁵⁾ 이러한 공통요건 및 업종별 요건은 벤처기업의 시장이 법적 제약 또는 시장마찰에 의해 보호됨을 시사한다. 이러한 법적 제약 또는 시장마찰은 벤처기업의 조세혜택이 암묵적 조세의 형태로 전환되는 것을 억제함으로써 일반기업에 비해 벤처기업의 암묵적 조세 부담을 낮출 것으로 기대된다. 즉 벤처기업의 세전수익률과 조세혜택 간의 음(-)의 관계는 일반기업의 세전수익률과 조세혜택 간의 음의 관계에 비해 약할 것으로 예상할 수 있다.⁶⁾ 이 논의는 다음과 같은 가설로 나타내 볼 수 있다.

-
- 5) <표 1>에 나타난 업종 이외에 벤처캐피탈투자기업도 일정요건을 갖추면 벤처기업으로 지정될 수 있다. 추후 언급하겠지만, 금융기관은 본 연구의 표본에서 제외하였으므로 벤처캐피탈투자기업의 벤처지정요건은 <표 1>에서도 언급하지 않았다.
- 6) 더 나아가 만일 벤처기업의 시장마찰이나 법적 제약이 매우 강하다면 대부분의 조세혜택이 벤처기업에 의해 보유됨으로써 오히려 부(-)의 암묵적 조세가 발생할 가능성도 배제할 수 없다. 즉 벤처기업의 세전수익률이 일반기업의 세전수익률보다 더 높을 가능성도 존재한다.

〈표 1〉 벤처기업 지정 요건

업 종	벤처 지정 요건
연구개발투자기업	연구개발비가 총매출액의 5% 이상인 기업
특허기술개발기업	특허권 또는 실용신안권을 이용하여 생산한 제품의 매출액이 총매출액의 50% 이상이거나 동 제품의 수출액이 총매출액의 25% 이상인 기업
신기술개발기업	13개 기술개발사업에 의하여 생산한 제품의 매출액이 총매출액의 50% 이상이거나 동 제품의 수출액이 총매출액의 25% 이상인 기업
사업성이 우수한 기업	특허기술개발기업 및 신기술개발기업의 산정비율에 미달하는 기업은 벤처기업 평가기관의 평가를 받아 사업성이 우수한 경우 벤처기업으로 지정 가능
공통요건	중소기업기본법에 의한 중소기업

가설 3: 코스닥시장에 등록된 벤처기업의 세전수익률과 조세혜택 간의 음의 상관관계는 일반기업의 세전수익률과 조세혜택 간의 음의 상관관계보다 낮다.

III. 연구모형과 표본

1 연구모형과 변수의 측정

선행연구에서처럼 본 연구의 초점은 기업의 세전수익률과 조세혜택 간의 상관관계에 맞추어진다. 구체적으로 세전자기자본수익률을 종속변수로 하고 조세혜택을 독립변수로 하며, 조세혜택변수 이외에 통제변수들이 독립변수로 설정된다. 연구모형을 회귀분석을 위한 선형식으로 나타내면 다음과 같다(괄호 안은 예상부호임).

$$\begin{aligned}
 & \quad (-) \quad \quad (-) \quad \quad (+) \\
 PTROE = & \beta_0 + \beta_1 PTTSE + \beta_2 VENTURE + \beta_3 VENTURE * PTTSE \\
 & \quad (-) \quad (+) \quad (+) \quad (+) \quad (+) \\
 & + \beta_4 RD + \beta_5 B + \beta_6 \sigma(AR) + \beta_7 CR4 + \beta_8 MS + \varepsilon
 \end{aligned}$$

위 식에서 PTROE는 세전자기자본수익률로서 손익계산서상의 법인세비용차감전 순이익을 대차대조표상의 자기자본으로 나눈 값이다. 독립변수 중 PTTSE는 선행연구에서 조세혜택의 proxy로 사용하는 변수이며, 개념적으로는 조세감면이나 과세이연 등과 같은 조세혜택이 전혀 없었다면 회사가 당기에 부담했었을 세액과 해당 기업이 당기에 실제로 부담한 세액과의 차이이다. 조세혜택이 전혀 없었다면 부담했었을 세액은 법인세비용차감전순이익에 법정세율(주민세 포함)을 곱하여 구하며, 본 연구에서 사용한 법정세율은 28%의 법인세율에 10%의 주민세가 가산된 30.8%이다.

실제납부세액은 법인세비용을 이연법인세에 대해 조정하여 구하였다.⁷⁾ 1996년 이후에는 이연법인세 회계가 기업회계기준에 도입되었기 때문에, 손익계산서상의 법인세비용은 실제납부세액과는 다르다. 법인세액의 감면 등은 영구적 차이이므로 법인세비용에 포함되지만 일시적 차이는 법인세비용에 포함되지 않으므로 실제부담세액을 계산하려면 법인세비용을 이연법인세에 관하여 조정해 주어야 한다. 즉 이연법인세대의 잔고가 증가하였다면 법인세비용에서 이를 차감하고 반면에 이연법인세대의 잔고가 감소하였다면 이 감소분은 법인세비용에 더하여 실제납부세액의 추정치로 사용하였다. 이연법인세차 계정에 대한 조정은 물론 이연법인세대 계정에 대한 조정과는 반대로 하였다.⁸⁾

이렇게 계산한 실제납부세액은 조세혜택이 전혀 없었다면 부담하였을 세액에서 차감하고, 이 차액은 다시 자기자본으로 나눔으로써 표준화된 변수로 변환하였다. 또 이렇게 계산한 조세혜택비율은 세전으로 환산하여야 하므로[Wilkie, 1992], 이를 (1-법정세율)로 나눔으로써 gross-up하였다. 결과적으로 PTTSE는 자기자본 1원당 세전으로 표시된 조세혜택의 크기를 나타낸다. PTTSE를 수식으로 표현하면 다음과 같다.

7) 실제납부세액은 세무조정계산서에 나타나지만 이는 입수가 불가능한 자료이므로, 손익계산서상의 법인세비용을 이연법인세에 대해 조정하여 실제납부세액을 간접적으로 추정한다.

8) 사실 이렇게 구한 실제납부세액은 실제보다 다소 과대하게 계상된다. 그 이유는 일시적 차이로 인한 조세부담의 경감을 영구적 차이로 인한 조세부담의 경감과 동일하게 간주하였기 때문이다. 일시적 차이는 차기 이후의 기간에 반전되어 조세부담을 증가시키므로 일시적 차이로 인한 조세부담의 경감은 적절한 할인율로 할인되어야 한다. 그러나 일시적 차이가 반전되는 시점을 정확히 아는 것은 불가능하며 적절한 할인율을 선택하는 것도 쉽지 않으므로 본 연구에서는 이러한 문제점을 무시한다.

$$\text{PTTSE(세전조세혜택비율)} = \frac{\text{법인세비용차감전순이익} \times 0.308 - \text{실제납부세액}}{\text{자기자본} \times (1 - 0.308)}$$

PTTSE 변수의 예상부호는 암묵적 조세 가설에 따라 음(-)이 된다. 즉 조세혜택이 높을수록 세전순이익률은 낮을 것으로 예상된다. 두 번째 독립변수 VENTURE는 더미 변수로서 벤처기업이면 1의 값을, 일반기업이면 0의 값을 갖는다. 이 변수는 가설 2를 검증하기 위한 변수이다. 가설 2에서 이미 설명한 대로 VENTURE 변수의 계수는 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 세 번째 독립변수는 VENTURE와 PTTSE의 상호작용변수이다. 이 변수의 예상부호는 양(+)으로서 그 이유는 법적 제약과 시장 마찰로 인해 벤처기업의 암묵적 조세 (또는 부의 암묵적 조세) 부담이 일반기업의 암묵적 조세부담보다 더 낮을 것으로 기대되기 때문이다. 이 변수는 가설 3을 검증하기 위해 채택된 변수이다.

VENTURE 변수와 VENTURE * PTTSE 변수는 본 연구의 주योग설을 검증하는 중요한 변수이므로 이에 관한 추가설명이 필요하다. 시장이 경쟁적이라는 가정 하에 PTROE와 PTTSE 간의 관계는 음(-)이며, 선행연구[Wilkie, 1992; Callihan and White, 1999 등]는 이 암묵적 조세 가설을 지지하는 실증결과를 얻었다. 본 연구에서 VENTURE 변수의 계수(β_2)가 음의 부호를 가진다는 것은 일반기업에 비해 벤처기업에 있어서 PTROE와 PTTSE 간의 상관관계의 절편(intercept)이 더 작음을 의미한다. 또한 VENTURE * PTTSE 변수의 계수(β_3)가 양의 부호를 갖는다는 것은 일반기업에 비해 벤처기업에 있어서 PTROE와 PTTSE 간의 상관관계의 기울기(slope)가 더 클 것임을 의미한다.

위 회귀식에 나타난 나머지 모든 변수들은 통제변수이다. 먼저 RD는 기업이 당기의 비용으로 인식한 연구개발비이다. 이에선 당기 지출한 연구비와 경상개발비 뿐만 아니라 당기 이전에 자본화 하였던 경상개발비에 대한 당기상각액까지 포함하는 금액이다. 이 통제변수를 사용한 이유는 벤처기업이 일반기업에 비해 더 많은 연구개발비를 지출하므로 이로 인해 순이익이 낮아져서 일반기업에 비해 세전자기자본수익률이 과소하게 계상될 우려가 있기 때문이다. 따라서 일반기업에 비해 연구개발비를 과다하게 지출하는 벤처기업의 특성을 통제하여야 세제혜택으로 인한 암묵적 조세의 존재를 파악할 수 있다.

그 다음 두 변수 B와 $\sigma(\text{AR})$ 은 기업위험을 통제하기 위한 변수로서, B는 자본재가 격결정모형(CAPM)의 베타이며, 후자는 비정상수익(abnormal earnings)의 표준편차이다. 압묵적 조세 가설을 검증하기 위해서는 위험이 세전수익률에 미치는 영향을 통제하는 것이 매우 중요하다. 위험이 높을수록 요구되는 세전수익률은 높아지므로 이를 적절히 통제하지 않으면 조세혜택이 세전수익률에 미치는 영향을 제대로 포착할 수 없기 때문이다. Wilkie(1992)의 선행연구는 이러한 위험을 전혀 통제하지 않았으나 후속연구들, 특히 국내의 후속연구들[이준규와 이태희, 1997; 김갑순, 2000]은 위험을 통제하기 위해 CAPM의 베타를 사용하였다. 본 연구도 선행연구에 따라 CAPM의 베타를 위험통제변수로 사용한다. 그러나 CAPM의 베타는 기업의 체계적 위험(systematic risk)을 반영하는 parameter이므로, 모든 투자자들이 위험이 잘 분산된(well diversified) 포트폴리오를 가지고 있는 상황이라면 기업위험을 통제할 수 있는 적절한 변수가 될 수는 있다. 그러나 현실적으로 많은 투자자들은 그렇지 못하므로(특히 코스닥 시장에 참여하는 투자자의 경우는 더욱 그렇지 못할 것으로 생각되므로), 체계적 위험 이외에 비체계적 위험(idiosyncratic risk)을 통제변수로 사용하는 것이 필요하다. 이러한 비체계적 위험을 대변하는 변수로 사용한 것이 $\sigma(\text{AR})$ 이며, 이는 실제수익률과 기대수익률 간의 차이, 즉 비정상수익에 대한 표준편차이다. 비정상수익의 표준편차를 비체계적 위험의 대응치로 사용한 선행연구로는 Klassen(1997)이 있다. 한편, 베타와 $\sigma(\text{AR})$ 는 개별 기업의 일일수익률(daily returns)을 사용하여 구하였다.

나머지 독립변수인 CR4와 MS는 시장마찰에 대한 통제변수들로서, CR4는 기업이 속한 산업의 시장집중도에 대한 대응치이고, MS는 개별 기업의 시장점유율이다. CR4는 시장점유율 상위 4개 기업이 전체산업에 차지하는 시장집중도(market concentration)이며, 시장점유율은 산업총매출에 대한 기업의 매출액으로 계산하였다. 한편, CR4와 MS는 시장구조의 차이로 인한 시장마찰의 차이를 통제하는 변수이므로 법적 제약의 차이는 반영하지 못한다. 반면 벤처기업으로 지정되기 위해서는 법적 요건을 만족시켜야 하므로 더미 변수인 VENTURE는 법적 제약에 의한 차이를 잡아내는 변수로도 해석할 수 있다.

2. 표본

본 연구의 표본기간은 1996년부터 2001년이며, 이 기간에 속한 코스닥등록기업 중 다음 기준을 충족하는 기업을 표본으로 하였다. 자료는 한국상장회사협의회 TS2000 및 코스닥등록법인협회의 웹사이트(www.kosdaq.or.kr)에서 구하였다.

- ① 등록 이후 2001년까지의 기간에 대해 분석에 필요한 자료를 입수할 수 있음
- ② 업종이 금융업이나 금융관련 서비스업이 아님
- ③ 12월 결산법인임
- ④ 자기자본이 양(+)의 값을 가짐
- ⑤ 법인세비용차감전순이익이 양(+)의 값임

표본선정을 위한 위의 기준 중 ①은 분석을 위해 필요한 자료의 입수가능성을 말하며 이러한 자료에는 재무제표 자료뿐 아니라 베타와 $\sigma(\text{AR})$ 를 계산하기 위한 자료, 시장점유율, 시장집중도에 관한 자료까지 포함된다. 표본선정기준 ②와 ③은 표본의 동질성을 확보하기 위한 것이며 선행연구에서도 통상적으로 채택되는 기준이다. 표본선정기준 ④를 채택한 이유는 조세혜택의 대응치인 PTTSE 계산시 자기자본이 분모로 사용되므로, 자기자본이 음인 기업의 PTTSE는 의미가 없어지기 때문이다. 마지막 표본선정기준을 채택한 이유는 법인세비용차감전순이익을 과세소득의 대응치로 볼 때 이 값이 음인 기업은 세무상 결손금이 발생하고, Wilkie(1992)가 분석하였듯이 결손금의 이월공제는 조세혜택의 왜곡현상을 낳으므로 이를 방지할 필요가 있기 때문이다.

한편 가설 2와 3을 검증하기 위해서는 기업의 베타와 $\sigma(\text{AR})$ 자료가 필요하다. 이 자료를 구하기 위해 1996년 수익률 자료를 사용하였다. 따라서 가설 2와 3의 검증에는 1997년부터 2001년까지의 자료만 사용한다. 가설 1의 검증에는 1996년 자료도 포함됨은 물론이다. 각 가설의 검증에 사용한 표본을 정리하면 다음과 같다.

〈표 2〉 가설 1의 검증을 위한 표본의 선정

1996년~2001년 비금융업종 12월 결산법인	1,868개
재무제표 자료가 없는 기업	(51개)
등록 후 자기자본이 음(-)이거나 법인세비용차감전순이익이 음(-)인 기업	(851개)
표본수:	966개

〈표 3〉 가설 2와 3의 검증을 위한 표본의 선정

1997년-2001년 비금융업종 12월 결산법인	1,743개
재무제표 자료가 없는 기업	(48개)
등록 후 자기자본이 음(-)이거나 법인세비용차감전순이익이 음(-)인 기업	(786개)
통제변수 자료가 없는 기업	(92개)
표본수:	817개

실증결과를 제시하기 전에 먼저 각 가설에 대한 표본기업의 기술통계량을 제시하면 다음 〈표 4〉와 〈표 5〉와 같다. 〈표 4〉와 〈표 5〉는 각각 가설 1과 가설 2 및 3을 검증하기 위한 표본기업의 기술통계량을 보여준다. 두 표를 살펴보면, 평균적으로 벤처기업은 일반기업에 비해 자산이나 자기자본 규모가 작으며 부채의 규모도 작음을 알 수 있다. 부채비율에 대한 정보는 제시하지 않았으나, 자료에 의하면 부채비율도 벤처기업이 평균적으로 더 낮다.

법인세비용차감전순이익과 법인세비용 및 당기순이익도 벤처기업이 일반기업 보다 더 낮다. 한 가지 특기할 점은 벤처기업의 법인세비용이 일반기업의 법인세비용 보다 적은 정도가 법인세비용차감전순이익이 적은 정도에 비해 더 크다는 점이다. 법인세비용차감전순이익은 과세소득의 유사치로 볼 수 있고, 또한 법인세비용은 영구적 차이를 반영하므로, 벤처기업의 법인세비용이 일반기업의 법인세비용에 비해 적은 정도가 법인세비용차감전순이익이 적은 정도 보다 더 크다는 사실은 벤처기업에 주어진 법인세 등의 감면효과와 같은 영구적 차이를 확인해 주는 것이다.

한편, 자산, 부채 및 자본의 표준편차를 평균과 비교해 보면 벤처기업의 표준편차가 일반기업 보다 낮음을 확인할 수 있다. 이는 벤처기업이 일반기업에 비해 더 동질적임(homogeneous)을 의미한다. 이러한 동질성은 벤처기업이 되기 위해서는 법적으로 일정요건을 충족하여야 하기 때문인 것으로 보인다.

〈표 4〉 가설 1의 검증을 위한 표본의 기술통계량

(단위: 백만원)

연도	구분	표본수	자산	부채	자기자본	법인세비용 차감전 순이익	법인세 비용	당기 순이익
1996	일반	49	40,527 (41,329)	26,950 (31,279)	13,577 (13,877)	2,454 (2,602)	723 (907)	1,731 (1,780)
	벤처	8	27,576 (16,419)	19,929 (14,458)	7,648 (2,364)	953 (580)	202 (136)	752 (466)
1997	일반	65	48,139 (45,695)	32,611 (35,609)	15,528 (14,662)	2,807 (3,363)	848 (1,361)	1,959 (2,279)
	벤처	21	28,391 (13,782)	18,307 (11,317)	10,084 (5,058)	2,365 (3,041)	458 (606)	1,907 (2,479)
1998	일반	66	50,105 (55,150)	28,726 (34,864)	21,379 (27,133)	2,737 (3,127)	730 (932)	2,007 (2,282)
	벤처	21	31,621 (17,334)	17,749 (12,359)	13,872 (7,516)	2,540 (2,819)	452 (601)	2,088 (2,248)
1999	일반	87	64,990 (76,325)	32,006 (40,070)	32,984 (45,626)	5,596 (8,858)	1,676 (2,803)	3,920 (6,093)
	벤처	40	41,384 (33,939)	18,624 (18,760)	22,759 (17,958)	4,539 (4,243)	977 (868)	3,562 (3,552)
2000	일반	143	67,547 (80,087)	33,094 (46,537)	34,454 (41,504)	5,952 (10,784)	1,703 (3,365)	4,249 (7,465)
	벤처	88	45,530 (44,521)	17,494 (31,946)	28,037 (23,811)	4,816 (6,328)	1,052 (1,501)	3,764 (4,875)
2001	일반	200	70,557 (90,565)	32,677 (46,414)	37,880 (51,357)	6,962 (23,834)	1,934 (7,435)	5,028 (16,437)
	벤처	178	39,654 (43,780)	14,717 (27,327)	24,937 (25,251)	3,500 (8,431)	671 (1,466)	2,830 (7,051)
1997~2001	일반	610	62,044 (76,042)	31,785 (42,183)	30,259 (41,859)	5,269 (15,154)	1,500 (4,733)	3,769 (10,463)
	벤처	356	39,891 (40,303)	16,350 (26,152)	23,541 (22,913)	3,761 (6,998)	763 (1,340)	2,998 (5,750)

주: 표의 수치는 평균값이며 괄호 안은 표준편차임

〈표 5〉 가설 2와 3의 검증을 위한 표본의 기술통계량

(단위: 백만원)

연도	구분	표본수	자산	부채	자기자본	법인세비용 차감전 순이익	법인세 비용	당기 순이익
1997	일반	60	45,621 (42,033)	31,006 (32,678)	14,615 (13,550)	2,791 (3,310)	828 (1,352)	1,963 (2,260)
	벤처	21	28,391 (13,782)	18,307 (11,317)	10,084 (5,058)	2,365 (3,041)	458 (606)	1,907 (2,479)
1998	일반	63	47,046 (45,972)	27,953 (34,107)	19,093 (16,512)	2,758 (3,164)	727 (939)	2,031 (2,312)
	벤처	21	31,621 (17,334)	17,749 (12,359)	13,872 (7,516)	2,540 (2,819)	452 (601)	2,088 (2,248)
1999	일반	69	66,490 (78,714)	33,940 (43,593)	32,551 (44,952)	5,748 (9,311)	1,696 (2,930)	4,052 (6,409)
	벤처	31	42,817 (29,334)	19,356 (17,712)	23,461 (15,538)	5,086 (4,637)	1,062 (934)	4,023 (3,899)
2000	일반	126	65,794 (73,994)	32,274 (43,101)	33,520 (38,943)	6,055 (11,342)	1,750 (3,545)	4,305 (7,838)
	벤처	85	46,551 (44,944)	17,886 (32,432)	28,665 (23,966)	4,931 (6,406)	1,076 (1,521)	3,855 (4,935)
2001	일반	189	66,289 (78,533)	31,687 (44,848)	34,602 (40,346)	5,417 (9,217)	1,453 (2,803)	3,964 (6,508)
	벤처	152	41,603 (46,129)	15,175 (28,805)	26,427 (26,755)	3,672 (9,054)	688 (1,559)	2,984 (7,583)
1997~2001	일반	507	61,356 (70,810)	31,595 (41,608)	29,761 (36,885)	4,979 (8,895)	1,396 (2,764)	3,583 (6,206)
	벤처	310	41,510 (41,590)	16,723 (27,249)	24,786 (23,730)	3,993 (7,427)	800 (1,414)	3,193 (6,110)

주: 표의 수치는 평균값이며 괄호 안은 표준편차임

IV. 실증결과

1. 가설 1의 실증분석결과

아래 <표 6>은 표본기간의 각 연도별 및 전체 표본기간에 대해 벤처기업과 일반기업의 조세혜택이 통계적으로 유의하게 차이가 있는지를 검증한 결과를 요약하고 있다. 먼저 전체 표본기간에 대해서는 두 기업군의 조세혜택이 매우 유의적으로 차이가 있음을 알 수 있다. 벤처기업의 조세혜택(PTTSE)은 평균적으로 자기자본의 3.04%인 반면 일반기업은 1.90%로서 벤처기업의 조세혜택이 예상대로 더 높다.

각 연도별 결과도 1996년과 1999년을 제외하고는 벤처기업의 평균 조세혜택의 크기가 일반기업에 비해 유의적으로 더 크다. 1996년과 1999년도 통계적으로 유의하지는 않지만 벤처기업이 일반기업에 비해 조세혜택이 더 높다. 1996년의 경우 통계적으

<표 6> 코스닥시장의 벤처기업과 일반기업의 조세혜택의 차이

(단위: %/개)

		1996	1997	1998	1999	2000	2001	1996-2001
벤처기업	평균	1.60	3.03	3.24	3.83	3.74	2.55	3.04
	표준편차	1.78	3.82	3.41	4.74	3.78	3.22	3.61
	최소값	-1.32	-2.78	-0.78	-5.41	-7.32	-3.04	-7.32
	최대값	4.91	15.01	13.60	21.22	15.02	26.80	26.80
	중위수	1.53	2.47	1.97	3.46	3.44	1.81	2.14
	표본수	8	21	21	40	88	178	356
일반기업	평균	0.90	0.73	1.13	2.32	2.73	1.99	1.90
	표준편차	2.37	3.21	2.40	6.71	3.91	2.93	3.92
	최소값	-4.85	-8.59	-2.22	-15.43	-6.97	-19.16	-19.16
	최대값	4.89	10.09	11.80	25.55	17.50	14.58	25.55
	중위수	1.00	0.59	0.40	1.45	2.16	1.72	1.36
	표본수	49	65	66	87	143	200	610
H ₀ : 두 기업군의 조세혜택은 동일하다; t값 (p값)		0.79 (0.43)	2.72 (0.00)	3.14 (0.00)	1.28 (0.20)	1.93 (0.06)	1.76 (0.08)	4.48 (0.00)

로 유의적이지 못한 이유는 표본수가 충분하지 않아 검증력이 저하된 때문인 것으로 보인다. <표 6>의 실증결과는 가설 1을 지지하는 것으로 해석할 수 있다.

2. 가설 2와 3의 실증분석결과

1) 변수의 기술통계량

본 연구의 주요 연구주제인 가설 2와 3에 대한 실증결과를 제시하게 전에 <표 7>에 나와 있는 변수들의 기술통계량을 먼저 살펴보자. 첫째, 세전자기자본수익률(PTROE)의 경우 1997년부터 1999년까지는 평균적으로 벤처기업이 일반기업에 비해 다소 높았으나 이후에는 다소 낮아졌으며, 전체 표본기간에 대해서는 벤처기업이 다소 낮게 나타나고 있다.

조세혜택(PTTSE)의 크기는 가설 1의 결과와 유사하게 벤처기업군의 경우 일반기업군에 비해 평균적으로 더 높다.⁹⁾ 체계적 위험(β)이나 비체계적 위험($\sigma(AR)$) 모두 두 기업집단 간에 큰 차이를 보이고 있지는 않다. 일반적으로 벤처기업은 그 사업의 특성상 기업위험이 더 높을 것으로 생각된다. 그러나 비교대상인 일반기업도 코스닥 시장에 등록된 기업이므로, 코스닥시장의 특성상 두 기업 집단 간에 기업위험이 큰 차이를 보이지 않는 것으로 보인다. 시장점유율(MS)은 두 기업집단 모두 매우 낮은데, 이 역시 코스닥시장에 등록된 기업의 전반적인 특징으로 보인다. 그러나 벤처기업군에 비해 일반기업군의 시장점유율이 평균적으로 더 높은 결과를 보이고 있다.

시장집중도(CR4)는 1997년과 1998년도에는 벤처기업군이 다소 낮았으나, 그 이후의 기간과 전체표본기간에 대해서는 더 높은 것으로 나타났다. 마지막으로 연구개발비(RD)는 예상했던 대로 벤처기업군이 더 높다. 전체 표본기간에 대해 벤처기업군은 매출의 1.33%를 연구개발비로 인식한 반면, 일반기업군은 0.27%를 인식하였다. 연도별로 비교해 보아도 벤처기업군의 연구개발비가 더 큼을 알 수 있다.

실증분석에 들어가기 전에 다중공선성의 문제 여부를 점검하기 위해 독립변수들

9) PTTSE에 대한 <표 7>의 결과는 가설 1의 결과와 그 수치가 정확하게 일치하지 않는데, 그 이유는 가설 2와 3의 표본수가 가설 1 표본수에 비해 다소 줄었기 때문이다.

〈표 7〉 변수의 기술통계량

연도	구분	표본수	PTROE	PTTSE	β	MS	CR4	$\sigma(\text{AR})$	RD
1997	일반	60	0.1760 (0.1243)	0.0083 (0.0332)	1.2749 (1.5510)	0.0021 (0.0030)	0.2618 (0.1662)	0.0586 (0.0146)	0.0019 (0.0052)
	벤처	21	0.1993 (0.1578)	0.0303 (0.0382)	1.0483 (1.3222)	0.0022 (0.0028)	0.2467 (0.1987)	0.0506 (0.0134)	0.0073 (0.0171)
1998	일반	63	0.1459 (0.1113)	0.0120 (0.0244)	2.7748 (2.6257)	0.0020 (0.0026)	0.2524 (0.1560)	0.0661 (0.0148)	0.0025 (0.0066)
	벤처	21	0.1701 (0.1482)	0.0324 (0.0341)	2.2056 (1.5307)	0.0024 (0.0027)	0.2389 (0.1893)	0.0575 (0.0143)	0.0068 (0.0156)
1999	일반	69	0.1748 (0.1043)	0.0260 (0.0715)	0.9866 (0.4186)	0.0054 (0.0185)	0.2772 (0.1674)	0.0686 (0.0124)	0.0016 (0.0048)
	벤처	31	0.2122 (0.1025)	0.0439 (0.0524)	1.0709 (0.4474)	0.0024 (0.0028)	0.2966 (0.2124)	0.0674 (0.0187)	0.0085 (0.0150)
2000	일반	126	0.1642 (0.1096)	0.0271 (0.0400)	1.1228 (0.2574)	0.0045 (0.0116)	0.2626 (0.1725)	0.0617 (0.0116)	0.0023 (0.0053)
	벤처	85	0.1632 (0.1080)	0.0379 (0.0383)	1.2932 (0.2784)	0.0017 (0.0018)	0.3300 (0.2290)	0.0579 (0.0082)	0.0124 (0.0208)
2001	일반	189	0.1465 (0.1010)	0.0208 (0.0298)	0.9428 (0.2701)	0.0049 (0.0197)	0.2834 (0.1877)	0.0409 (0.0095)	0.0036 (0.0101)
	벤처	152	0.1220 (0.0863)	0.0245 (0.0282)	1.0970 (0.3468)	0.0015 (0.0018)	0.3208 (0.2282)	0.0456 (0.0110)	0.0166 (0.0376)
1997~2001	일반	507	0.1582 (0.1081)	0.0205 (0.0407)	1.2605 (1.2371)	0.0041 (0.0151)	0.2710 (0.1748)	0.0551 (0.0163)	0.0027 (0.0075)
	벤처	310	0.1508 (0.1090)	0.0311 (0.0357)	1.2200 (0.6658)	0.0018 (0.0021)	0.3104 (0.2231)	0.0523 (0.0139)	0.0133 (0.0296)

주: 표의 숫자는 평균값이며, 괄호 안의 숫자는 표준편차임.

간의 상관관계를 살펴보았다. 상관관계에 관한 자료를 제시하고 있는 〈표 8〉을 보면, 다중공선성을 우려할만한 상관관계는 없는 것으로 보인다.

2) 실증결과 및 해석

〈표 9〉는 가설 2와 3의 실증결과를 요약하고 있다. 가장 주목할만한 결과는 조세혜

〈표 8〉 독립변수들 간의 피어슨 상관관계분석(N = 817)

변수	PTTSE	β	$\alpha(\text{AR})$	CR4	MS	RD
VENTURE	0.1310***	-0.0186	-0.0863**	0.0980***	-0.0958***	0.2610***
PTTSE		-0.0327	0.0072	0.1130***	-0.0763**	0.0548
β			0.1351***	-0.0038	-0.0712**	-0.0244
$\alpha(\text{AR})$				-0.0440	-0.0902***	-0.1106***
CR4					-0.0878**	0.0341
MS						-0.0339

주: ***, **, *: 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 유의적임

택(PTTSE)과 관련한 것이다. 시장마찰이 없고 법적 제약도 없다면 조세혜택은 암묵적 조세를 발생시켜 세전수익률을 하락시킬 것이므로 PTTSE의 계수는 음(-)의 값을 가질 것이다. 그러나 실증결과는 그와 반대로 양(+)의 부호를 나타내고 있으며 통계적으로도 매우 유의하다. 이는 코스닥시장의 일반기업들의 경우 강한 시장마찰에 의해 조세혜택이 해당 기업에 유보됨을 의미한다. 이러한 결과는 본 연구가 시장마찰의 대응치로서 시장집중도(CR4)와 시장점유율(MS)을 통제변수로 사용하였음에도 얻어진 결과이므로 다소 의외이다. 각 연도별 β_1 도 모두 양의 값을 보이므로 이 결과가 특정연도의 영향력에 의한 것도 아니다.

한편, 벤처기업의 경우는 β_2 가 음의 값을 가지며 통계적으로도 유의하다. 이는 벤처기업의 조세혜택이 유보되는 정도가 일반기업에 비해 작음을 의미한다. 전체표본 기간에 대한 β_2 의 값은 -0.044이며, 이러한 결과는 일반기업에 비해 벤처기업에 주어 진 더 많은 조세혜택이 벤처기업의 세전수익률을 하락시킨 것을 의미하므로 가설 2를 지지하는 결과로 볼 수 있다.

일반기업과 벤처기업 모두에 대해 PTTSE가 PTROE와 양의 관계를 보이는 결과는 Wilkie(1992)의 연구결과와는 상반되는 것이다. 그러나 이러한 결과는 국내의 선행연구에서도 보고된 것이기도 하다. 고종권(1996) 및 이준규와 이태희(1997)의 연구에서도 1990년대의 결과는 PTTSE와 PTROE의 상관관계가 대부분 양의 관계를 보이고 있다. 그리고 1990년에서 1996년까지의 기간을 분석한 김갑순(2000)의 연구에서도 PTTSE가 양의 값을 갖는 표본에서는 대부분 PTROE와 PTTSE가 양의 상관관계를 보이고 있다. 이러한 선행연구는 물론 거래소시장에 상장된 기업을 표본으로

〈표 9〉 가설 2와 3의 실증결과

$$PTROE = \beta_0 + \beta_1 PTTSE + \beta_2 VENTURE + \beta_3 VENTURE * PTTSE + \beta_4 RD + \beta_5 B + \beta_6 \alpha(AR) + \beta_7 CR4 + \beta_8 MS + \varepsilon$$

	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	β_7	β_8	\bar{R}^2
1997	0.089 (1.35)	1.056 (2.34)	-0.053 (-1.47)	2.179 (2.68)	-1.163 (-0.85)	-0.019 (-2.23)	1.436 (1.54)	0.079 (0.50)	4.602 (1.08)	0.285
1998	0.223 (3.79)	1.828 (3.56)	-0.089 (-2.67)	2.202 (2.65)	-1.796 (-1.50)	-0.001 (-0.22)	-1.319 (-1.76)	-0.021 (-0.31)	0.402 (0.09)	0.358
1999	0.200 (3.66)	0.545 (3.34)	-0.001 (-0.04)	0.504 (1.32)	0.843 (0.77)	-0.006 (-0.25)	-0.732 (-1.09)	0.052 (0.95)	0.244 (0.38)	0.165
2000	0.309 (5.86)	1.503 (7.99)	-0.012 (-0.75)	0.422 (1.39)	-0.249 (-0.60)	-0.097 (-4.32)	-1.346 (-2.26)	-0.012 (-0.42)	2.211 (3.19)	0.427
2001	0.169 (6.56)	1.000 (4.72)	-0.033 (-2.64)	0.654 (2.01)	-0.055 (-0.31)	-0.041 (-2.65)	0.019 (0.04)	-0.033 (-1.43)	0.778 (2.42)	0.195
1997~ 2001	0.135 (9.42)	0.912 (8.79)	-0.044 (-5.04)	1.058 (5.76)	-0.174 (-1.00)	-0.008 (-2.52)	0.294 (1.35)	-0.019 (-1.13)	0.995 (3.54)	0.241

주: 괄호 안의 숫자는 t값임.

한 것이기는 하지만, 코스닥 등록기업을 분석한 본 연구의 결과와 유사한 것이다.

다음으로 VENTURE * PTTSE 계수 β_3 는 양의 값을 갖는다. 이는 벤처기업의 경우 일반기업에 비해 세전수익률이 조세혜택에 의해 더 민감하게 반응함을 의미한다. 즉, 벤처기업의 경우 조세혜택이 증가함에 따른 세전수익률의 증가 정도가 일반기업보다 더 높음을 말한다. 이는 벤처기업으로 지정되기 위해서는 일정한 법적 요건을 갖추어야 하므로 이러한 법적 제약으로 인해 조세혜택이 더 민감하게 유보되는 것으로 해석할 수 있다.

나머지 통제변수들을 살펴보면 연구개발비의 경우 통계적 유의성은 높지 않으나 예상대로 음의 부호를 나타낸다. 이는 연구개발비의 인식이 세전수익률의 하락을 유도함을 시사하는 것이다. 기업위험을 통제하기 위한 변수 중 체계적 위험은 예상과는 반대의 결과를 보이고 있으며, 비체계적 위험은 혼합된 결과를 보이고 있다. 체계적

위험의 부호가 음수인 결과는 선행연구에서도 발견된다[예: 이준규와 이태희, 1997; 김갑순, 2000]. 체계적 위험에 대한 이러한 일관성 있는 결과는 체계적 위험과 같은 시장변수가 세전자기자본수익률과 같은 재무제표변수를 설명하는 데에 상당한 한계가 있음을 시사한다. 마지막으로 시장마찰에 대한 통제변수를 살펴보면, 시장집중도는 예상과 반대되는 결과를 보이고 있으나 통계적으로는 유의하지 않다. 반면, 시장점유율은 예상과 일치하는 양의 부호를 가지며 통계적으로도 유의적이다. 이는 시장집중도보다는 시장점유율이 암묵적 조세의 발생을 더 효과적으로 저지하는 것으로 해석할 수 있다.

VI. 결론 및 요약

본 연구는 우리나라 코스닥시장에 등록된 기업을 대상으로 조세혜택이 세전수익률의 하락을 초래하는 지의 여부를 분석하였다. 특히 이러한 암묵적 조세의 발생가능성을 일반기업과 벤처기업으로 구분하여 분석하였다. 실증결과는 코스닥 등록기업의 경우 조세혜택의 대부분이 기업에 유보되며, 유보되는 정도는 일반기업이 벤처기업에 비해 다소 높음을 확인하였다. 이러한 결과는 암묵적 조세가설과는 상반되는 결과로서 코스닥 등록기업의 경우 시장마찰이 매우 강한 시장구조를 가졌거나, 또는 본 연구에서 파악하지 못한 법적 제약 때문인 것으로 보인다. 또한 벤처기업의 세전수익률이 일반기업에 비해 조세혜택에 더 민감하게 반응하는 것도 관찰할 수 있었다.

기업의 암묵적 조세에 관한 대부분의 국내 선행연구는 증권거래소에 상장된 기업을 분석대상으로 한 반면 본 연구는 코스닥 등록기업을 분석대상으로 하였다. 우리나라의 제도권 주식시장은 증권거래소, 코스닥 이외에도 제3시장이 있으며, 제3시장에서 거래되는 주식은 증권거래소 및 코스닥 시장에서 거래되는 주식과는 달리 양도차익에 대해 과세하고 있다. 결과적으로 제3시장에서 거래되는 기업은 상대적으로 과세상 불리한 투자대상이 된다. 전술한 암묵적 조세의 개념을 적용한다면, 제3시장의 주식은 負(-)의 암묵적 조세를 발생시킬 것으로 예측할 수 있다. 즉, 다른 조건이 동일하다면 제3시장에서 거래되는 주식의 세전수익률은 코스닥 등록기업이나 상장기업보다 더 높을 것으로 예측할 수 있다. 이러한 예측에 근거하여 제3시장의 주식을 분

석하는 것도 매우 흥미로운 연구가 될 것이다.

참고문헌

- 고종권 (1996). 내재적 조세에 관한 실증연구. *세무학연구* 제8호, 277-300.
- 김갑순 (1999). 기업의 기간간 내재적 조세. *회계학연구* 제24권 제3호, 1-23.
- _____ (2000). 내재적 조세의 실현과 시장진입장벽. *회계학연구* 제25권 제2호: 27-49.
- _____ (2001). 내재적 실현의 새로운 증거와 시장구조로 인한 내재세의 전가. *경영학연구* 제30권 제2호, 643-667.
- 이준규, 이태희 (1997). 조세혜택으로 인한 내재적 조세의 실증연구. 한국조세연구원.
- 정운오 (2001). 무기명채권의 암묵적 조세와 조세정책적 시사점. *경영학연구* 제30권 제1호, 1-25.
- _____, 이경예 (2002). 국공채시장에서의 조세혜택으로 인한 암묵적 조세. *회계학연구* 제27권 제4호, 57-83.
- Berger, P. (1993). Explicit and Implicit Tax Effect of the R&D Tax Credit. *Journal of Accounting Research* 31 (No. 2), 131-171.
- Callihan, D., and R. White (1999). An Application of the Scholes and Wolfson Model to Examine the Relation Between Implicit and Explicit Taxes and Firm Market Structure. *Journal of the American Taxation Association*, 1-19.
- Erickson, M., and E. Maydew (1998). Implicit Taxes in High Dividend Yield Stocks. *Accounting Review* 73, 435-458.
- Guenther, D. (1994). The Relationship between Tax Rates and Pre-tax Returns: Direct Evidence from the 1981 and 1986 Tax Rate Reductions. *Journal of Accounting and Economics*, 379-394.
- Klassen, K. (1997). The Impact of Inside Ownership Concentration on the Trade-Off

- Between Financial and Tax Reporting. *Accounting Review* 72 (No. 3), 455-474.
- Scholes, M., M. Wolfson, M. Erickson, E. Maydew, and T. Shevlin (2002). *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*. Prentice Hall.
- Shackelford, D. (1991). The Market for Tax Benefits: Evidence from Leveraged ESOPs. *Journal of Accounting and Economics*, 117-145.
- Wilkie, P. (1992). Empirical Evidence of Implicit Taxes in the Corporate Sector. *The Journal of the American Taxation Association*, 97-116.
- Wright, B. (2001). An Application of the Scholes and Wolfson Model to Examine the Relation Between Implicit and Explicit Taxes and Firm Market Structure: An Analysis. *The Journal of the American Taxation Association*, 59-67.

An Empirical Study on Implicit Taxes in Korean Capital Market: with a Focus on KOSDAQ Market

Jung, Woon-Oh*

Roh, Hee Chun**

ABSTRACT

This study investigates whether tax favors lead to a decline of before-tax rate of returns of the firms traded in KOSDAQ market. In particular, the possibility of this implicit tax has been examined for venture firms separately from non-venture firms. Contrary to the implicit tax hypothesis, the empirical results demonstrate that most tax benefits are retained by the KOSDAQ firms. It is also discovered that the extent to which tax benefits are retained is higher for non-venture firms than for venture firms. These results could be an evidence that there are too many frictions and/or restrictions in the market in which most KOSDAQ firms operate, so that competition is essentially deterred. It is also observed that before-tax rate of returns of venture firms are more sensitive to tax benefits than those of non-venture firms.

Key Words: Implicit Tax, Tax Favor, Venture Firms, KOSDAQ Firms, Market Frictions and Restrictions

*Professor, College of Business Administration, Seoul National University.

**Ph.D. Student, College of Business Administration, Seoul National University.