

## Scholes and Wolfson의 세무연구패러다임에 나타난 주요개념 및 분석틀\*

정 윤 오\*\*

### 《目 次》

I. 서 론	2. 생산(적극적 투자)을 위한 조
II. Scholes and Wolfson 패러	직의 여러 가지 유형과 세금효과
다임의 주요한 개념	3. 암묵세와 세금의 고객효과
1. 저축(소극적 투자)을 위한 조	4. 세금제정(tax arbitrage)
직(organization)의 여러 가	5. 세금비용과 비세금비용의 상충
지 유형과 세금효과	6. 한계세율(marginal tax rate)
	III. 결 어

### I. 서 론

다양한 세무회계연구의 유형 가운데 최근 들어 연구의 접근방법에 있어서 커다란 발전을 보이고 있는 것은 세무계획(tax planning)에 관한 연구이다. 최근 10여 년에 걸쳐 많은 세무연구자들이 전통적인 연구방법에서 벗어나 전혀 새로운 관점(perspective)에서 세무계획과 연관된 다양한 주제들을 분석하고 있는 것이다. 이러한 연구방법 및 관점은 그 중요성과 유용성이 높이 평가되어 세무회계의 새로운 연구패러다임으로 인정되고 있으며, 최근에는 "미시경제학에 근거한 세무연구(microeconomics-based tax research)"로 통칭되고 있다(Wilson, 1991). 이 패러다임은 그 명칭에서 유추할 수 있듯이 기존의 세무연구에 미시경제학, 특히 재무경제학(financial economics)과 정보경제학(information economics)에서 다루어지는 개념들을 접목시킨 연구유형이다. 즉, 세무계획과 연관된 다양한 주제를 연구함에 있어서 미시경제학적인 思考와 분석틀을 적용하는 것이다. 미국에서의 "미시경제학에 근거한 세무연구"는 Scholes and Wolfson이 1992년에 "Taxes and Business Strategy: A

\* 본 연구는 서울대학교 경영대학 경영연구소의 연구비 지원에 의해 수행되었음.

\*\* 서울대학교 경영대학 교수

Planning Approach"라는 저서를 발표함으로써 본격적으로 활성화되기 시작하였으며, 최근 까지 이러한 패러다임에 근거하여 많은 연구가 수행되었다<sup>1)</sup>. 우리 나라에서도 이미 일부 세무회계연구자들이 부분적으로나마 이 새로운 패러다임을 이용한 연구를 발표하였으나 (예: 조성표, 1990; 정운오, 1996; 고종권, 1996; 노준화, 1997 등) 아직까지는 이러한 연구가 활성화되지 않은 형편이다.<sup>2)</sup>

본 논문의 목적은 이러한 새로운 세무연구 패러다임을 구성하는 주요한 개념들과 분석의 틀을 자세히 소개하고, 아울러 이 연구패러다임이 우리 나라의 조세환경에도 충분히 적용될 수 있는 가능성을 시사함으로써 세무연구자들에게는 이 분야에 대한 관심과 연구를 촉진시키고 세무실무자들에게는 효율적인 세무계획의 수립을 위한 좀더 유용한 접근방법을 제시하고자 함에 있다. 본 논문은 이하 제 2절에서 Scholes and Wolfson의 패러다임을 구성하는 중요한 여섯 가지의 기본 개념과 분석틀을 상세히 살펴본다. 구체적으로는, 소극적 투자 (passive investments)의 다양한 유형과 각각의 세금효과를 분석하는 방법, 생산활동과 같은 적극적 투자(active investments)를 수행하기 위한 다양한 조직의 형태와 각 조직형태가 갖는 세금효과, 암묵세(implicit tax)와 고객효과(tax clientele effect), 세금재정(tax arbitrage), 세금비용과 비세금비용간의 상충(tradeoff), 그리고 한계세율의 새로운 정의 등이다. 각 개념 및 분석틀에 대해 Scholes and Wolfson이 제시하는 예를 살펴보고, 아울러 우리 나라의 세무환경에서 발견되는 연관된 예도 함께 고찰함으로써 이 새로운 패러다임이 우리 나라 세무환경에도 적용가능함을 시사한다. 그리고, 마지막으로 제 3절은 본고를 요약하는 결어를 제시한다.

## II. Scholes and Wolfson 패러다임의 주요한 개념

本節에서는 Scholes and Wolfson(1992)이 소개하고 있는 주요한 개념 및 기본적인 분석틀을 다음 여섯 가지로 구분하여 설명하고자 한다.

1) 이러한 연구들 가운데 Scholes et al.(1990, 1992), Shevlin(1987), Shackelford(1991), Matsunaga et al.(1992), Collins and Shackelford(1992), Berger(1993), Klassen et al.(1993), Guenther(1994), Beatty et al.(1995), Collins et al.(1995), Klassen(1997), Smith(1997) 등이 포함된다.

2) 정운오(1998)는 미시경제학에 근거한 세무연구 패러다임을 개괄하고 관련 선행연구들을 검토하였다.

### 1. 저축(소극적 투자)을 위한 조직(organization)의 여러 가지 유형과 세금효과

Scholes and Wolfson(1992)은 과세상의 취급이 각기 상이한 6개의 대체적인 저축수단을 분석하였다. 이들에 대한 과세상의 취급(tax treatments)은 크게 나누어 다음 세 가지 측면에서 다르다. 첫 번째 측면은 최초 불입액(initial deposit), 즉 투자액이 투자시점에서 즉각적으로 소득공제를 받는지의 여부이다. 둘째는 투자기간 동안 투자수익이 얼마나 자주 과세되는가 하는 것이다. 즉, 투자수익이 每期末에 과세되는지, 또는 투자종료시점까지 과세가 이연되는지, 아니면 전혀 과세되지 않는지의 여부이다. 세 번째 측면은 투자수익에 적용되는 세율에 관한 것으로서, 적용세율이 보통세율(ordinary tax rate)인지 아니면 자본이득세율(capital gains rate)인지, 또는 면세(exemption)대상인지의 여부이다. 여기서 자본이득이란 주식, 채권 등의 유가증권이나 부동산 같은 資本財(capital assets)의 매매를 통해 발생한 양도차익을 의미하고 이러한 양도차익에 적용되는 세율을 자본이득세율이라 한다. 이와 대조적으로, 급여, 임대료, 이자, 배당 등과 같은 소득은 보통소득(ordinary income)이며 이러한 소득에 적용되는 세율을 보통세율이라고 한다. 대부분의 국가는 보통세율보다 자본이득세율을 낮게 유지하는 조세정책을 채택하고 있다. 그러나, 자본이득과 보통소득에 대한 세율체계를 별도로 규정하지는 않고, 자본이득에 대해서는 일정부분을 면제한 후 보통세율을 적용한다. 일례로, 1988년 以前 미국의 주주들은 주식양도차익에 대해 60%가 면세되었다. 자본이득 중 과세대상이 되는 부분을  $g$ 라고 표시한다면, 미국의 경우 1988년 이전의  $g$ 는 40%이었다. 우리 나라의 경우 상장주식과 채권의 양도차익에 대해서는 전액 면세되므로  $g$ 는 0%인 셈이다. 좀더 구체적으로, 보통세율이 30%인 투자자는  $g$ 가 40%라면 1원의 자본이득에 대해 0.12원 ( $= 1원 \times 40\% \times 30\%$ )의 세금만을 납부하므로 자본이득세율은 12%가 되어 보통세율 30%보다 현저하게 낮게 된다. 일반적으로 보통세율이  $t\%$ 이면 자본이득세율은  $gt\%$ 로 표시할 수 있다.

다음은 前述한 세 가지 과세취급 측면에서의 상이함에 따라 저축수단을 여섯 가지로 대별하고 일정기간이 경과한 후 각 저축수단의 세후누계액(after-tax accumulation)을 비교함으로써 상이한 과세상의 취급이 투자수익에 미치는 세금효과를 분석한다. 먼저 이러한 비교가 그 의미를 갖기 위해서는 각 저축수단의 一期 세전수익률(before-tax rate of return per period)은 동일하여야 하므로, 이를  $R\%$ 로 표시하도록 한다. 또, 분석의 편의를 위해 이 수익률은 무위험(risk-free)수익률이라고 가정한다. 즉, 투자와 관련한 불확실성(투자위험)은 없다.

① 저축수단 1: 투자액에 대한 소득공제는 없으며, 투자수익은 매 기말 보통세율로 과세됨.

저축수단 1에 1원을 R%의 수익률로 투자하면 n기후의 세후누계액은  $[1 + R(1-t)]^n$ 이 된다. 여기서 t는 보통세율이며,  $R(1-t)$ 는 1기 세후수익률이 된다. 따라서, n기후 세후누계액은 매기 세후수익률로 복리계산한 미래가치(future value)와 동일하다. 저축수단 1의 대표적인 예는 회사채(corporate bonds)이다. 미국의 경우 대부분 회사채는 6개월마다 이자를 지급하고 투자자는 수령한 이자에 대해 매년 세금보고를 통해 보통세율을 적용한 세금을 납부하게 된다. 우리나라의 회사채는 대부분 3개월마다 이자를 지급하는 이표채로서, 투자자는 이자를 수령할 때마다 분리과세율을 적용한 세금을 원천납부하고 납세의무를 종결한다. 여기서 한가지 유의할 점은 위에서 제시한 n기후 세후누계액 공식은 투자종료前 중도에 수령한(세후)이자를 다시 동일한 채권에 재투자한다는 가정에 입각해 있다는 사실이다.

② 저축수단 2: 투자액에 대한 소득공제는 없으며, 투자수익에 대한 과세가 투자기간 종료 시점(즉, 청산시점)까지 이연되고 보통세율로 과세됨.

저축수단 2에 1원을 R%로 투자하면 n기후의 세후누계액은  $[(1+R)^n \cdot (1-t) + t]$ 가 된다. 이 공식을 설명하면 다음과 같다. 먼저, n기후 세전누계액은  $(1+R)^n$ 이므로, 국세청이 전체 누계액에 대해 과세한다면 세후누계액은  $(1+R)^n \cdot (1-t)$ 가 될 것이다. 그러나, 국세청은 최초 불입액(투자액)인 1원에 대해서는 과세할 수 없으므로, 이에 대한 과세액 즉 t원 (= 1원 x t)은 되돌려 주어야 한다. 이 때문에 위 공식에서 두 번째 항인 t가 더해진다. 저축수단 2의 대표적인 예는 미국보험회사들이 제공하는 SPDA(single premium deferred annuity)이다. 이는 보험가입시 일시불로 보험료를 납입하고 만기에 가서 복리로 계산된 만기금액을 수령하는 보험상품이다. 이 때 납입한 보험료와 만기수령액과의 차이인 보험차익(즉, 투자수익)은 보통세율로 과세된다. 우리나라 보험회사들도 SPDA와 유사한 저축성 보험상품을 제공한다. 또, 우리나라의 경우 복리채는 만기까지 이자가 지급되지 않으므로 이표채와 비교하면 만기까지 이자수익에 대한 과세가 이연되었다가 보통세율로 과세되는 셈이다. 따라서 저축수단 2의 예가 될 수 있다.

③ 저축수단 3: 투자액에 대한 소득공제는 없으며, 투자수익은 매 기말 자본이득세율로 과세됨.

저축수단 3에 1원을 R%의 수익률로 투자하면 n기후의 세후누계액은  $(1+R(1-gt))^n$ 이 된다. 참고로, 저축수단 1과 3의 공식은 적용되는 세율이 다른 점을 제외하고는 동일하다. 저축수단 3의 예로서 미국시장에서의 선물계약(futures contracts)을 들 수 있다. 선물계약은 資本財로 분류되어 연말에 보유中이더라도 매각한 것으로 가정하고 과세한다. 이를 "mark-to-market" rule (또는 annual "sale")이라고 하는데, 이 때문에 이 자산은 매년 자본이득세율로 과세된다. 반면, 저자가 아는 限, 우리 나라 자본시장에서 저축수단 3에 해당 하는 예는 없다.

- ④ 저축수단 4: 투자액에 대한 소득공제는 없으며, 투자수익에 대한 과세가 투자기간 종료 시점(즉, 청산시점)까지 이연되고 자본이득세율로 과세됨.

저축수단 4에 1원을 R%의 수익률로 투자하면 n기후의 세후누계액은  $[(1+R)^n \cdot (1-gt) + gt]$ 가 된다. 참고로, 저축수단 4와 2의 공식은 적용세율만 다를 뿐 그 형태는 동일하다. 세율이 0%인 세금천國(tax haven country)에 소재한 투자회사의 보통주는 미국의 투자자들에게 저축수단 4의 예가 된다. 세금천국에서 영업하는 투자회사는 법인세가 없으므로 배당을 지급하지 않는 限 매기 획득하는 투자수익 R을 전액 재투자할 수 있다. 따라서, 미국의 투자자가 이 회사의 보통주를 매각하거나 또는 이 회사가 청산하면서 투자수익을 自國으로 송금할 때에 자본이득세율로 과세된다. 우리나라 투자자들도 외국기업의 주식을 보유할 수 있으므로 세금천국에 소재한 회사의 보통주는 우리나라 투자자들에게도 저축수단 4의 예가 될 수 있을 것이다.<sup>3)</sup>

- ⑤ 저축수단 5: 최초 투자액에 대한 소득공제는 없으며, 투자수익은 비과세임.

저축수단 5에 1원을 R%의 수익률로 투자하면 n기후의 세후누계액은  $(1+R)^n$ 이 된다. 이는 세전수익률인 R%로 n기에 걸쳐 복리계산한 미래가치와 같다. 미국의 경우 저축수단 5의 예로서 저축성 생명보험(whole life insurance contract)의 저축부분(savings portion)을 들 수 있다. 저축성 생명보험은 純粹한 의미의 보험인 보장성보험(term insurance)과 저축

3) 다만, 외국기업주식의 거래로 인한 양도차익에 대해서도 국내 상장주식의 양도차익처럼 비과세인 경우에 限한다. 외국주식의 양도차익이 비과세가 아닌 경우에는 세금천국에 소재한 회사의 보통주는 우리나라 투자자들에게 저축수단 2의 예가 된다.

계정(savings account)으로 구성되어 있으며, 보험회사들은 통상적으로 저축부분에 해당하는 보험료를 수익증권에 투자한다. 보험회사가 보험가입자에게 지급하는 이러한 수익은 부과세된다. 우리 나라의 저축성 생명보험은 만기까지의 기간에 따라 과세여부가 결정되므로 일률적으로 비과세대상이 되지 않는다. 즉, 최초로 보험료를 납입한 날로부터 만기일 (또는 중도해지일)까지의 기간이 7년 이상인 경우만 보험차익, 즉 투자수익에 대해 비과세가 적용된다. 따라서, 우리 나라의 경우 만기까지의 기간이 7년 이상인 저축성생명보험만 저축수단 5의 예가 된다.<sup>4)</sup> 또, 가계저축을 장려하기 위해 금융기관들이 한시적으로 취급하는 비과세가 계저축도 만기가 3년 이상인 경우는 이자수익이 비과세되므로 저축수단 5의 예가 된다.

- ⑥ 저축수단 6: 최초 불입액 (투자액)이 즉시 소득공제 가능하고, 투자수익은 투자종료시점까지 과세가 이연되며, 투자종료시점에서 전체 누계액(투자수익과 최초 불입액 모두 포함)에 대해 보통세율로 과세함.

저축수단 6의 대표적인 예는 미국시장에서의 연금(pension plans)이다. R%의 수익을 보장하는 미국의 연금에 1원을 투자하면 n기후의 세후누계액은  $(1+R)^n$ 이 되어, 비과세인 저축수단 5의 세후누계액과 동일하게 된다. 이를 설명하면, 먼저 연금에 투자한 1원은 n기후에  $(1+R)^n$ 원으로 불어나므로 세후로 연금누계액은  $(1+R)^n \cdot (1-t)$ 원이 된다. 그러나, 연금에 투자한 1원의 원금에 대해서는 즉시 소득공제가 허용되어 t원의 절세효과를 발생시키므로, 稅後로 보면 사실상 원금은  $(1-t)$ 원밖에 되지 않는다. 결과적으로,  $(1-t)$ 원의 투자액에 대한 세후누계액이  $(1+R)^n \cdot (1-t)$ 원이므로, 이를 1원의 투자액에 대한 것으로 환산하면 세후누계액은  $[(1+R)^n \cdot (1-t)] \div (1-t) = (1+R)^n$ 이 되는 것이다.<sup>5)</sup> 한편, 우리나라의 연

4) 우리나라의 경우 저축성 생명보험뿐 아니라 저축성 손해보험도 만기 7년 이상인 것은 보험차익에 대해 비과세가 적용된다. 한편, 만기까지의 기간이 7년 미만인 저축성보험은 보험차익이 과세대상이므로 저축수단 2 또는 4의 예가 된다. 여기서 저축수단 2와 4를 분명히 구분할 수 없는데, 그 이유는 미국과는 달리 우리나라의 경우 이자나 배당 등의 금융소득에 대해서는 분리과세라는 독특한 제도가 있어서 동일한 분리과세율이 모든 납세자에게 일률적으로 적용되기 때문이다. 따라서 구태어 말한다면, 한계세율이 분리과세율 보다 높은 투자자의 경우에만 만기 7년 미만 저축성보험이 저축수단 4의 예가 된다고 볼 수 있다. 한편, 정부는 1998년도부터 금융소득 종합과세가 유보된 상황에서 보험차익 비과세대상 상품의 만기를 종전의 7년에서 5년으로 낮출 것을 결정한 바 있다.

5) 이 경우, Scholes and Wolfson은 국세청을 투자 파트너로 비유하여 설명한다. 즉, 연금가입자가 투자하는  $(1-t)$ 원에 대해 국세청은 t원을 매칭함으로써 총체적으로 1원을 연금에 투자한다. 이 원금은  $(1+R)^n$ 원으로 불어나고, 이 중 연금가입자는 자신의 지분인  $(1-t)\%$ 를 차지하고 투자파트너인 국세청

금은 다음 두 가지 이유로 인해 저축수단 6의 예가 되지 않는다. 먼저 우리나라는 연금불입액 全額이 아니라 단지 40%만에 대해 소득공제가 허용되고, 그나마 공제액도 한도가 있어서 연간 72만원을 초과할 수 없다. 반면에 연금에 대한 이자소득은 미국과는 달리 과세되지 않는다. 우리나라 연금에 대한 세후누계액을 공식으로 나타내면 다음과 같다<sup>6)</sup>.

$$\text{연금불입액이 } ₩1,800,000 \text{ 이하인 경우의 1원에 대한 세후누계액: } \frac{(1+R)^n}{1-0.4t}$$

$$\text{연금불입액이 } ₩1,800,000 \text{ 을 초과하는 경우의 1원에 대한 세후누계액: } (1+R)^n$$

여기서 ₩1,800,000은 40%의 소득공제를 받을 수 있는 최대 연금불입액으로서 ₩720,000을 40%로 나눈 값이다.<sup>7)</sup> 위 공식에서 보듯이 연금불입액이 ₩1,800,000을 초과하지 않는 경우 우리 나라의 연금은 미국의 연금과 비교하여 세전수익률이 동일하다 하여도 세후로 더 높은 수익을 올릴 수 있다. 그러나 연금불입액이 ₩1,800,000을 초과하면 초과분에 대해서는 우리나라나 미국이나 동일한 세후수익을 올리게 된다. 여기서 불입액이 ₩1,800,000을 초과하는 경우 우리나라의 연금은 저축수단 5의 예가 됨을 쉽게 알 수 있다.

이상에서 투자수익의 과세방법에 따라 저축수단을 여섯 가지로 大別하여 비교하였다. 여기서는 理解의 편의를 위해 저축수단(savings vehicles)이라는 평이한 용어를 사용하였는데, 사실 Scholes and Wolfson이 말하는 저축수단은 좀더 전문적인 의미를 갖는다. 이미 언급하였듯이 각 저축수단이 제공하는 세전수익률은 무위험수익률이다. 따라서, 각 저축수단의 세후누계액은 相異한 과세취급을 받는 다양한 형태의 조직(organizations)이 R%의 수익률을 갖는 무위험채권(riskless bonds)을 n기 동안 보유한 후 이 조직이 清算하면서 세금을 납부한 후의 기업청산가치(liquidation value)로 해석할 수 있다.

은 t%를 차지한다. 따라서, 연금가입자는 최초 투자액인  $(1-t)$ 원에 대해  $(1-t)(1+R)^n$ 원을 수령하게 되고, 이를 1원에 대한 수익으로 환산하면  $(1+R)^n$ 이 된다.

- 6) 만일 연금을 만기전 중도 해지하거나, 또는 만기후라도 연금을 一時余의 형태로 지급받으면 국세청은 이 자소득에 대해 과세한다. 이러한 경우 연금은 저축수단 2 또는 4의 예가 될 것이다. 아래의 공식은 연금(pension)을 만기후 연금(annuity)의 형태로 수령하는 경우를 가정하고 있다.
- 7) 한편, 연금은 세제상 큰 혜택을 누리므로 이의 남용을 막기 위해 세법은 연금을 불입할 수 있는 최대 한도를 규정하고 있다. 구체적으로, 연금가입자는 매월 또는 분기별로 월 기준 100만원까지 불입할 수 있다. 즉, 연간 1천 2백만원이 연금불입 한도액이다. 한편, 이러한 불입한도는 前述한 저축수단 5의 예인 비과세 가계저축에도 동일하게 적용된다.

## 2. 생산(적극적 투자)을 위한 조직의 여러 가지 유형과 세금효과

진술한 저축수단이 조직을 통한 채권투자와 같은 소극적인 투자(passive investments)라면 재화나 용역을 생산(production)하는 것은 조직을 통한 적극적 투자(active investments)라 할 수 있다. 세금의 측면에서만 본다면 재화나 용역의 생산을 위한 조직의 형태는 조직의 수준에서 납부해야 하는 세금(entity-level tax), 즉 법인세의 有無 여부에 따라 크게 둘로 나누어 볼 수 있다. 조직수준에서의 납세의무가 없는 사업조직으로서 개인사업(sole proprietorship)과 조합(partnership)이 있다. 개인사업자나 조합원은 사업에서 얻어지는 소득에 대해 개인소득세만을 납부하면 된다. 반면, 주식회사(corporations)는 조직수준에서 법인세를 납부하고, 동시에 주주들은 배당소득과 주식매매로 인한 자본이득에 대해 개별적으로 납세의무를 가지므로 주주들은 二重과세(double taxation)된다.<sup>8)</sup>

Scholes and Wolfson은 생산을 위한 (혹은 사업프로젝트의 수행을 위한) 상기 두가지 조직형태를 세금효과와 측면에서 비교하고 있다. 구체적으로, 동일한 프로젝트, 즉 동일한 稅前 현금흐름을 창출하는 프로젝트를 조합 혹은 주식회사의 형태를 통하여 수행한다고 가정한다. 또, 프로젝트 종료후 (즉,  $n$ 期後) 각 조직형태별로 세후누계액을 계산하여 비교하기 위해 다음과 같은 가정을 한다.

- ① 프로젝트의 세전수익률은 매기 일정하게  $R\%$ 이고, 이 수익률은 무위험 수익률이다.
- ② 주식회사는 프로젝트가 끝날 때까지 中間배당을 지급하지 않고, 매년 발생하는 법인세後 이익인  $R(1-t_c)$ 를 전액 프로젝트에 재투자한다. 여기서  $t_c$ 는 법인세율을 나타낸다.
- ③ 주주는 프로젝트가 종료된 시점 ( $n$ 번째 기간末)에서 회사로부터 사업이익을 수령하게 되고, 이는 자본이득세율로 과세된다.
- ④ 조합은 매년말  $t_p \cdot R$  만큼의 금액을 사원(조합원)에게 분배하여 조합이 획득한 이익에

8) 우리나라의 경우도 미국처럼 법인수준의 세금(entity-level tax)이 존재하는가에 따라 조직형태를 조합對 주식회사의 두 가지 유형으로 나누어 볼 수 있다. 그러나, 우리나라에서는 세법상 조합의 의미나 地位가 미국에서처럼 분명하지 않으며, 이로 인해 벤처투자조합 등 벤처산업에서만 극히 제한적으로 사용될 뿐 경제활동을 영위하기 위한 조직의 형태로서 널리 사용되지는 않고 있다. 따라서, 우리나라의 경우는 "조합對 주식회사"의 區分보다는 "개인사업對 주식회사"의 구분이 개념적으로 더 분명한 구분이 된다. 한편, 상법에 의하면 주식회사 이외에도 합자회사, 합명회사, 유한회사 등의 조직형태가 존재하지만, 이들도 주식회사처럼 모두 법인세를 납부해야 하므로 미국에서의 조합과 동등한 조직형태는 아니다.



대해 세금을 납부할 수 있도록 한다.<sup>9)</sup> 여기서  $t_p$ 는 조합원의 개인세율(personal tax rate)을 나타낸다. 나머지 조합이익은 모두 프로젝트에 재투자한다.

이러한 가정 하에 해당 프로젝트에 1원을 투자하면,  $n$ 기 후의 세후누계액은 각각 다음과 같다. 먼저, 조합을 통해 프로젝트를 수행한 경우는  $[1+R(1-t_p)]^n$ 이 된다. 이 공식은 그 형태가 저축수단 1의 세후누계액과 유사하다. 반면, 주식회사를 통해 프로젝트를 수행한 경우의 세후누계액은  $[1+R(1-t_c)]^n (1-gt_p) + gt_p$ 로서, 저축수단 4와 그 형태가 유사함을 알 수 있다. 즉, 누계액은 每期  $R(1-t_c)$ 의 비율로 증가하고, 모든 투자수익은  $n$ 기말에 자본이득세율인  $gt_p$ 로 과세되는 것이다. 이제 이 두 세후누계액을 비교해 보자. 먼저 다음의 조건이 성립하면, 사업프로젝트를 조합의 형태로 영위하는 것이 주식회사 보다 더 유리하다:

$$[1+R(1-t_p)]^n > [1+R(1-t_c)]^n (1-gt_p) + gt_p$$

이 때 특수한 경우로서 프로젝트의 수명이 1년 (즉,  $n=1$ )이라면, 위 부등식은 다음과 같이 단순화된다.

$$(1-t_p) > (1-t_c) \cdot (1-gt_p)$$

예를 들어,  $g$ 가 19%,  $t_c$ 는 35%, 그리고  $t_p$ 가 40%라면, 투자자는 프로젝트의 수행을 위한 조직의 형태에 관해 무차별적이 된다. 또, 만일  $g$ 가 10%,  $t_c$ 는 30%,  $t_p$ 가 40%라면, 주식회사는 이중과세에도 불구하고 조합보다 더 유리하게 된다. 이러한 결과에 대한 이유는 첫째, 법인세율 30%가 개인세율 40%보다 낮고 둘째, 주식회사를 통해 획득한 수익이 주주수준에서 다시 한 번 더 과세될 때에 매우 낮은 자본이득세율로 과세되기 때문이다. 위 예제에서 주주수준의 세율 (shareholder-level tax rate)인  $gt_p$ 는 4% (= 10% x 40%)에 불과하다.

이제 좀더 일반적인 경우로서 프로젝트의 수명  $n$ 이 1보다 더 큰 경우를 살펴보자. 이 경우 주주수준에서의 과세가 프로젝트의 종료시점 (즉 회사 청산시점)까지 이연되므로, 조합과 비교한 주식회사의 과세상 혜택은  $n=1$ 인 경우 보다 더 커진다. 주주수준에서의 과세가 이연되는 이유는 프로젝트 수행기간 중에는 배당지급을 하지 않고 모든 수익이 재투자된다는 가정

9) 미국 세법에 의하면 조합원은 조합의 이익을 실제로 배분받지 않더라도 조합의 이익에 대해 세금을 납부해야 한다.

때문임은 말할 나위 없다. 주주수준에서의 과세이연이 주는 利點은 첫째,  $R(1-t_c)$ 의 값이 커질수록 (즉, 세후 社內유보이익이 클수록) 둘째, 투자기간( $n$ )이 길어질수록 증가한다. 上記한 예에서  $g$ 가 19%,  $t_c$ 는 35%, 그리고  $t_p$ 가 40%인 경우  $n=1$ 이면 투자자는 프로젝트의 수행을 위한 조직의 형태에 관해 무차별적이었다. 그러나 같은 조건하에서  $n=5$ 라면 조합의 세후누계액이 1.76원이고 주식회사의 세후누계액은 1.78원이 되어 주식회사가 더 유리해진다.

한편, 주식회사의 경우 프로젝트 종료 전 증도에 배당을 지급하면 청산시점에서 주식회사의 세후누계액 (즉, 기업의 청산가치)은 달라질 것이다. 구체적으로 세후누계액이 어떻게 바뀔지는 배당을 수령한 투자자가 이를 어떻게 재투자하느냐에 달려 있다. 투자자가 수령한 배당을 회사 프로젝트의 수익률과 동일한 수익률 ( $R\%$ )로 재투자할 수 있다고 하여도 절세면에서 배당은不利하다. 그 이유는 일반적으로 개인이 수행하는 투자는 그 수익에 대해 과세를 이연시킬 수 없기 때문이다.

이제 몇 가지 특수한 상황에서 조합과 주식회사의 優劣관계(dominance relation)를 분석하여 보자. 먼저, 법인세율과 개인세율이 동일하고 ( $t_c=t_p$ ), 우리나라 상장회사의 경우처럼 자본이득이 비과세라면( $g=0$ ), 두 조직의 형태에 우열이 없다. 이에 대한 직관적인 설명은 다음과 같다. 자본이득이 비과세라면 주식회사의 경우는 주주수준에서의 세금이 없으므로, 주식회사의 이중과세 문제가 사라진다. 동시에,  $t_c=t_p$ 이므로, 각 조직형태가 매기 한 번 납부하는 세액도 동일하고, 社內유보되어 재투자되는 금액도 동일하다. 요약하면, 조합은 개인수준의 稅金만 있고, 주식회사는 법인세만 있는데, 개인수준의 세율과 법인세율이 동일하므로 두 조직형태가 납부하는 세금도 같아진다. 이러한 이유로 두 조직형태는 무차별적이 된다. 두 번째 특수한 경우로서 법인세율과 개인세율이 동일하고 ( $t_c=t_p$ ), 자본이득이 과세되는 ( $g>0$ ) 경우를 고려해 보자. 이 경우는 모든  $n$ 에 대하여 조합이 주식회사보다 더 유리하다. 그 이유는  $t_c=t_p$ 이어서 두 조직형태의 사내유보 재투자액은 동일하지만,  $g > 0$ 이므로 주식회사의 경우는 주주수준에서 한 번 더 과세되기 때문이다. 이 결과는 주식회사가 갖는 이중과세의 불이익을 분명하게 보여준다. 세 번째 특수한 경우로서, 법인세율이 개인세율보다 낮고 ( $t_c < t_p$ ), 자본이득이 비과세 ( $g=0$ )되면 모든  $n$ 에 대해 주식회사가 조합보다 더 유리하다. 그 이유는  $g=0$ 이므로 주식회사의 이중과세 문제가 사라지고, 또 주식회사의 재투자액이 조합보다 더 크기 때문이다. 마지막으로, 만일 법인세율이 개인세율보다 낮고 ( $t_c < t_p$ ), 자본이득이 과세된다면 ( $g>0$ ), 두 조직형태의 우열은 불분명해진다. 그러나, 만일  $t_c$ 가  $t_p$ 보다 현저하게 낮거나,  $g$ 가 매우 작든지, 또는  $n$ 이 상당히 크면, 주식회사의 형태가 더 우월할 가능성이 높아진다.

### 3. 암묵세와 세금의 고객효과

두 자산이 稅前으로 동일한 크기와 위험을 갖는 현금흐름을 창출하지만, 하나의 자산이 과세상의 혜택으로 인해 다른 자산에 비해 稅부담이 더 가볍다면, 납세자들은 그러한 과세혜택이 있는 자산(tax-favored asset)을 투자대상으로서 선호할 것이다. 따라서, 해당 과세혜택 자산은 과세상 不利한 자산에 비해 상대적으로 가격이 상승하게 되고, 세전투자수익률은 하락한다. 만일 거래비용을 발생시키는 시장마찰(market frictions)이나 자유로운 거래를 제한하는 세법상의 제약(tax rule restrictions)이 존재하지 않는다면, 균형에서 모든 자산의 세후수익률은 같아질 것이다. 결과적으로, 투자자들은 세부담이 더 무거운 투자(more heavily taxed investments)에 대해서는 명시적으로(explicitly) 세금을 납부하지만, 세부담이 더 가벼운 투자(more lightly taxed investments)에 대해서는 암묵적으로(implicitly) 납세하는 셈이 된다. 이것이 바로 암묵세(implicit tax)의 개념이다. 이 때 한계세율이 투자자마다 상이하다면, 세부담이 가벼운 자산에 대한 자연스러운 투자자(즉, 고객)는 한계세율이 높은 투자자가 되고, 반면 세부담이 무거운 자산은 한계세율이 낮은 투자자들이 선호하게 된다. 이러한 현상을 세금의 고객효과라고 부른다.

개념상 암묵세는 상대적인 개념이므로, 특정 자산의 암묵세를 실제로 측정하기 위해서는 비교대상(benchmark)이 되는 자산이 필요하다. 구체적으로, 해당 자산과 비교대상 자산의 세전수익률을 비교하여야 하는데, 이 때 비교대상 자산은 해당 자산과 同級の 투자위험(risk)을 가지며 아울러 동일한 非세금비용(nontax costs)을 가져야 한다. 즉, 암묵세를 정확하게 측정하기 위해서 비교하는 두 자산은 과세상의 취급 이외에는 투자위험을 포함하여 모든 측면에서 동일하여야 한다. 이론적으로는 암묵세 측정을 위한 비교대상 자산으로서 어떠한 자산도 사용이 가능하지만, 분석상 가장 편리한 것은 투자수익이 完全課稅되는 자산(fully taxable asset)이다. 여기서 "완전과세"란 어떠한 형태의 과세상의 혜택도 부여되지 않았다는 의미이다. 즉, 투자자에게 귀속하는 어떠한 경제적 이득에 대해서도 과세의 이연이나 부분적인 면세 또는 비과세가 허용되지 않으며, 아울러 투자세액공제도 전혀 허용되지 않는다. Scholes and Wolfson이 그들의 저서에서 주로 사용하고 있는 비교대상 자산은 지급 불능위험이 없는(default-free) "완전과세채권"이다. 여기서 지급불능위험이 없는 자산, 즉 무위험 자산을 사용하는 이유는 투자위험이 수익률에 미치는 영향을 통제함으로써 분석의 명료성을 높일 수 있기 때문이다. 암묵세의 측정과 관련하여 Scholes and Wolfson은 "위험에 조정된 수익률(risk-adjusted rate of return)"이라는 용어를 사용하는데, 이는 비교대상자

산이 무위험이므로 암묵세를 측정하고자 하는 자산의 수익률도 자신의 위험에 대해 조정해 줌으로써 두 수익률간의 비교를 有意하게 만들었다는 뜻을 갖는다.<sup>10)</sup>

암묵세는 數式으로 표시하면,  $(R_b - R_a)$ 로 나타낼 수 있다. 여기서  $R_b$ 는 비교대상 자산의 세전수익률이고  $R_a$ 는 암묵세를 測定하고자 하는 과세혜택자산의 위험조정(risk-adjusted) 세전수익률을 의미한다. 예를 들어, 완전과세채권의 세전수익률( $R_b$ )이 10%이고, 비과세 채권의 위험조정수익률( $R_a$ )이 7%이면, 비과세채권의 암묵세는 3% ( $= 10\% - 7\%$ )가 된다. 여기서 암묵세는 절대적인 크기를 갖는 값으로 표시되지만, 이를 백분율로 표시할 수도 있다. 즉, 암묵세율은 암묵세를 비교대상 자산의 세전수익률로 나눈 값,  $(R_b - R_a)/R_b$ 이다. 이러한 암묵세율은 다음과 같은 의미를 갖는다. 암묵세율은 비교대상 자산의 세전수익률에 명시적으로 적용될 경우 稅後수익률이 세금혜택자산의 세전수익률과 동등하게 되는 세율이다. 위 例에서 암묵세율을 계산하면 30% ( $= 3\% \div 10\%$ )가 되는데, 만일 이 암묵세율이 비교대상 자산의 세전수익률인 10%에 명시적으로 적용되면 稅後수익률은 7%가 되어서 비과세채권의 수익률과 같아진다. 즉, 비과세채권으로부터의 이자소득에 대해 투자자들은 명시적으로 납부하는 세금은 없지만, 낮아진 수익률로 인하여 사실은 30%의 세율로 암묵세를 납부하는 셈이다. 명시적 세금은 국가에 귀속되지만, 암묵세는 과세혜택 자산을 발행하는 主體에게 귀속된다. 그 이유는 발행주체가 암묵세율만큼 낮아진 비용(cost)으로 자금을 조달할 수 있기 때문이다.<sup>11)</sup>

前述하였듯이, 완전경쟁시장下의 균형에서는 同級の 위험을 갖는 모든 자산은 동일한 세후수익률(after-tax return)을 갖는다. 이 동일한 세후수익률을  $r^*$ 라고 하자. 그러면 特定자산 a에 대해 세법에 따라 명시적으로 납부하는 세액은 세전수익률과 세후수익률 간의 차이인  $(R_a - r^*)$ 로 나타낼 수 있다. 그러면, 자산 a에 대한 암묵세를 포함한 총 세액(total tax)은 얼마일까? 완전과세되는 채권(즉, 비교대상 자산)의 세전수익률이  $R_b$ 이므로 총 세액은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{자산 a의 총 세액} &= \text{암묵세} + \text{명시적 세금} = (R_b - R_a) + (R_a - r^*) \\ &= (R_b - r^*) \end{aligned}$$

윗 式에서 보듯이, 자산 a의 총 세액은 모든 자산에 대해 동일한 세후수익률  $r^*$ 와 비교대

10) 여기서 "위험에 조정된"이란 의미는 위험뿐 아니라 비세금비용에 대해서도 조정하였다는 뜻을 포함한다.

즉, 해당 자산이 비교대상자산과 동급의 위험 및 동일한 크기의 비세금비용을 갖는다는 의미이다.

11) 우리나라 자본시장에 存在가능한 암묵세에 관하여는 정운오(1996) 및 고종권(1996)을 참조하라.

상 자산의 세전수익률  $R_b$ 만으로 표시되고  $R_a$ 와는 無關하다. 따라서, 완전경쟁시장하의 균형에서는 모든 자산의 총 세액이 동일함을 알 수 있다. 이제 총 세액을 총 세율(total tax rate)의 개념으로 바꾸어 보자. 총 세율은 암묵세율과 명시적 세율의 합으로 표현할 수 있다.

$$\text{자산 a의 총 세율} = \frac{(R_b - R_a)}{R_b} + \frac{(R_a - r^*)}{R_b} = \frac{(R_b - r^*)}{R_b}$$

윗 식의 첫 항은 암묵세율이고, 두 번째 항은 명시적 세율이다. 또, 총 세액처럼 총 세율도 비교대상 자산의 세전수익률과 모든 자산에 동일한 세후수익률만으로 표시되고 자산 a의 수익률인  $R_a$ 와는 무관함을 알 수 있다. 따라서, 총 세율도 모든 자산에 대해 동일하다. 여기서 한가지 유의할 점은 명시적 세율이 "세법에서 규정하고 있는 세율"(statutory tax rate)이 아니라는 사실이다. 자산 a에 대한 세법상 세율은 납세액 ( $R_a - r^*$ )를 自身の 세전수익률인  $R_a$ 로 나눈 값이지만, 윗 식에서 사용한 명시적 세율은 자산 a에 대한 납세액을 비교대상 자산의 세전수익률인  $R_b$ 로 나눈 값이다. 개념적으로 명시적 세율은 세법상의 세율과 같아야 하지만, 총 세율의 계산을 위한 명시적 세율로서 세법상 세율을 사용하면 총 세율이 자산마다 相異なる 결과를 낳게 된다. 이렇게 되면 총 세액은 모든 자산에 대해 동일하나 총 세율은 자산마다 다르게 되어 개념상 일관성을 잃게 된다. 이러한 문제를 해결하기 위해 Scholes and Wolfson은 명시적 세율로서 세법상의 세율을 사용하지 않았다.<sup>12)</sup>

이제 암묵세와 자산의 투자위험간의 관계를 좀더 자세히 살펴보자. 논의의 구체성을 위해 과세방법이 각기 다른 다음 세 가지 자산들의 수익률을 고려해 보자. 과세방법은 상이하지만 세 자산은 동일한 크기의 期待세전현금흐름을 발생시킨다고 가정한다. 그러나 현금흐름발생과 관련한 위험이 다름으로 인해 기대세전수익률은 相異なる하다.

#### 기대수익률(세전)

위험/비과세 자산(risky tax-exempt asset):	10.5%
무위험/비과세 자산(riskless tax-exempt asset):	7.0%
무위험/완전과세 자산(riskless fully-taxable asset):	10.0% (세율 = 30%)

위 예에서 위험/비과세 자산의 위험에 대한 프리미엄(risk premium)은 3.5% (=10.5%

<sup>12)</sup> 비교대상 자산에 한하여 총세율 계산 시의 명시적 세율과 세법상의 세율이 같다.

- 7%)임을 알 수 있다. 이제 또 하나의 자산인 세율 30%의 위험/완전과세 채권을 고려해 보자. 이 채권의 위험등급은 위험/비과세 채권의 등급과 동일하다고 가정하고,  $\bar{R}_b$ 를 이 채권의 세전수익률이라고 하자. 균형에서는 同級의 위험을 갖는 모든 자산의 세후수익률이 동일하므로,  $\bar{R}_b \cdot (1-30\%) = 10.5\%$ 일 것이다. 따라서,  $\bar{R}_b$ 는 15%가 되고, 이를 무위험/완전과세 채권의 수익률과 비교해 보면 이 채권의 稅前 risk premium이 5% (=15%-10%)임을 알게 된다. 이를 세후로 환산하면 3.5% (= 5% x (1- 30%))가 되므로 완전과세 채권의 세후 risk premium은 비과세 채권의 risk premium과 동일함을 알 수 있다. 그러면, 자산의 위험도가 달라짐에 따라 암묵세와 암묵세율에는 어떠한 영향이 있는지 알아보자. 이를 위해 무위험자산과 위험자산 각각을 이용하여 암묵세 및 암묵세율을 계산해 보자.

① 무위험자산을 이용한 암묵세 및 암묵세율의 계산

$$\text{무위험/비과세 채권} = 7\%$$

$$\text{무위험/완전과세 채권} = 10\%$$

$$\text{암묵세: } \underline{3\%} \quad (\text{암묵세율} = \frac{3\%}{10\%} = 30\%)$$

② 위험자산을 이용한 암묵세 및 암묵세율의 계산<sup>13)</sup>

$$\text{위험/비과세 채권} = 10.5\%$$

$$\text{위험/완전과세 채권} = 15.0\%$$

$$\text{암묵세: } \underline{4.5\%} \quad (\text{암묵세율} = \frac{4.5\%}{15\%} = 30\%)$$

상기한 계산에서 볼 수 있듯이, 암묵세의 크기는 무위험자산보다는 위험자산이 더 크다 (4.5% > 3%). 즉, 암묵세의 크기는 자산의 투자위험이 커질수록 증가하는데, 그 이유는 위험이 높아질수록 세전 risk premium이 커져서 비과세자산과 비교한 과세자산의 세전수익률이 더 크게 증가하기 때문이다. 그러나, 암묵세의 크기가 위험이 증가함에 따라 커지는 반면 암묵세율은 위험의 크기에 상관없이 변하지 않는다. 한편, 암묵세가 투자위험에 따라 증가하므로 세금혜택이 있는 자산의 암묵세를 측정할 때에 해당 자산의 세전수익률을 위험에 대해 적절히 조정해 주지 않으면 세금혜택이 있는 자산이 마치 負(negative)의 암묵세를 갖는 것처럼 보일 수가 있으므로 주의를 요한다.

13) 여기서 비교하고 있는 두 채권은 同級의 위험을 가진 위험자산임에 유의하라.

#### 4. 세금재정(tax arbitrage)

Scholes and Wolfson의 패러다임에서 암묵세에 못지 않게 중요한 개념이 세금재정이다. 세금재정도 餘他の 재정전략(arbitrage strategy)에서처럼 하나의 자산을 買受하고(long position) 동시에 또 다른 자산은 賣渡(short position)함으로써 순투자액은 0을 유지하면서도 무위험 이익(riskless profit)을 올리는 전략을 수반한다.<sup>14)</sup> 구체적으로는, 과세방법이 相異한 자산들이 시장에 존재하는 경우 납세자는 재정전략을 使用하여 자신의 과세소득을 0이 되도록 함으로써 납부세금을 모두 제거할 수 있다. Scholes and Wolfson은 세금재정을 두 가지 유형으로 분류한다. 하나는 조직형태를 갖는 裁定(organizational-form arbitrage)이고 또 하나는 고객특성에 근거한 재정(clientele-based arbitrage)이다. 前者는 세제혜택이 있는 조직형태를 통해 자산을 매수하고 세제상 불리한 조직형태를 통해 자산을 매도하는 전략을 수행함으로써 달성하는 재정이다. 조직형태를 갖는 재정이 납세자의 개별적 과세특성(tax clientele)과는 상관없이 동일한 전략을 수반하는 재정이라면, 고객특성에 근거한 재정은 납세자의 과세특성에 따라 전략이 달라진다. 즉, 高세율 납세자는 세제혜택이 있는 자산을 매수하고 세제상 불리한 자산은 매도하는 반면, 低세율 납세자는 이와는 逆으로 세제상 불리한 자산을 매수하고 세제혜택이 있는 자산은 매도하는 전략을 사용한다. 이러한 두가지 유형의 세금재정 가운데 조직형태를 갖는 세금재정전략을 먼저 살펴보도록 한다.

조직형태를 갖는 세금재정의 첫 번째 例로서 완전과세되는 회사채와 비과세되는 저축성 생명보험에 대해 각각 short 및 long 포지션을 취하는 전략을 고려해 보자. 먼저 期末에 획득될 소득이 Y원이라고 할 때, 期初에 완전과세 회사채에 대해 short 포지션을 취한 후 (즉, R%의 이자율로 차입한 후) 이 차입금으로 R%의 수익률을 보장하는 저축성보험에 투자한다. 이 때의 차입금 규모는  $(Y/R)$ 원으로서 그 이자비용이 기말소득 Y를 충분히 상계할 만큼 충분한 금액이다. 이와 같은 재정전략을 기초에 수행하면, 기말에 가서는 다음과 같은 상황이 발생한다.

14) 특정 자산에 대해 short 포지션을 취한다거나 short selling한다는 의미는 해당 자산을 빌려온 후 이를 매각하여 자금을 조달하고 일정 기간 경과후 동일한 자산을 매수하여 되돌려 준다는 뜻이다. 우리나라의 경우 주식에 대해 short 포지션을 취하는 것을 특히 貸株라고 부른다. Short 포지션을 또 달리 해석하면 해당 자산을 발행하여 자금을 조달하고 일정기간 경과후 해당자산을 되사들이는 것이다. 일례로, 채권에 대해 short 포지션을 취한다는 뜻은 해당 채권을 발행하고 만기에 이를 상환하는 것이다. 은행으로부터 자금을 차입하는 행위도 채권에 대해 short 포지션을 취하는 것과 동일하다.

期末 발생소득:	Y
차입금 이자비용(소득공제):	$-\frac{Y}{R} (= (Y/R) \cdot R)$
과세소득:	<u>0</u>

이와 같이 과세소득이 0이 되므로 기말에 납부할 세금은 없어진다. 한편, 차입금에 대한 기말 상환금액은 원리금을 합하여  $(Y/R)(1+R)$ 원이 되고, 저축성보험투자로 인한 기말누계액도  $(Y/R)(1+R)$ 원이 되므로 보험계약과 동시 이 누계액을 수령하여 차입금에 대한 원리금을 상환할 수 있다. 예를 들어, 기말에 근로소득 총계가 1억원이 되는 납세자가 재정전략을 전혀 구사하지 않을 경우 세율이 30%라면 3천만원의 세금을 납부해야 한다. 여기서 이 납세자가 기초에 10억원을 10%의 이자율로 차입한 후, 이 차입금으로 저축성보험증권을 구입하고 보험회사는 이에 대해 10%의 수익률을 보장한다고 하자. 그러면, 기말의 상황은 다음과 같다.

기말 발생소득(근로소득):	₩100,000,000
차입이자비용(소득공제):	₩1,000,000,000 x 10% = 100,000,000
과세소득:	<u>₩ 0</u>

과세소득이 0이므로 이 납세자는 자신의 근로소득에 대해 납부할 세금이 없다. 아울러 납세자는 기말에 보험을 계약하면 11억원을 보험회사로부터 수령할 수 있으며, 이를 이용하여 차입금 원리금인 11억원을 상환할 수 있게 되어, 결과적으로 납세자는 근로소득에 대한 세금을 완전히 제거한 셈이 된다<sup>15)</sup>.

일반적으로 위에서 살펴본 세금재정전략이 유효하게 되는 이유는 납세자가 차입금에 대한

15) 위 예에서는 수익이 비과세되는 자산, 즉 저축성보험을 재정전략에 사용하였는데, 재정전략이 성공하기 위해 반드시 완전 비과세자산이 있어야 하는 것은 아니다. 부분적으로 비과세 되는 자산이 존재하는 경우에 있어서도 최적형태를 갖는 재정전략을 성공적으로 수행할 수 있다. 먼저 부분과세 되는 부분이 전체 수익의  $g$  ( $< 1$ )라고 하자. 즉, 투자수익의  $(1-g)$ 는 비과세되는 것이다. 여기서의 재정전략이 위에서 살펴본 비과세자산을 이용한 재정전략과 차이가 나는 점은 기초에서 차입해야 하는 차입금의 규모가 훨씬 더 커야 한다는 사실이다. 즉, 기말에 실현되는 과세대상소득인  $Y$ 를 상쇄하기에 충분한 이자비용을 발생시키기 위해서 이세는  $Y/R$ 원이 아니라  $Y/(1-g)R$ 원을 차입해야 한다. 완전비과세자산을 이용한 재정전략의 경우와는 대조적으로 부분비과세자산을 이용하는 경우는 투자수익 중 과세되는 부분이 존재하므로, 이를 상쇄할 수 있는 이자비용을 발생시키기 위해 차입금의 규모가 커진다.



이자비용을 제한 없이 손금산입할 수 있기 때문이다. 따라서, 조세회피 목적으로 실시되는 세금재정을 저지시키기 위한 효율적인 수단은 이자비용의 손금산입 범위를 제한하는 것이다. 국가마다 다소 차이는 있지만 손금산입이 가능한 이자비용의 범위는 해당 납세자가 획득한 이자소득, 배당소득, 임대료, 로열티, 자본이득과 같은 투자소득으로 한정되는 것이 보통이다. 예를 들어, 근로소득은 차입금에 대한 이자비용과는 상관없는 비관련소득(unrelated income)으로 간주하여 이자비용을 공제할 수 없도록 하고 있다. 따라서, 이러한 이자비용의 손금산입 제한은 위에서와 같은 재정전략이 납세자의 근로소득에 대한 세금을 없애는 데에 사용되는 것을 막을 수 있다. 반면에 법인은 법인소득에 대해 이자비용을 손금산입하는 것이 제한되지 않으므로 법인세를 경감하기 위해 재정전략을 사용할 수 있는 가능성은 매우 높다고 볼 수 있다.<sup>16)</sup>

이자비용의 손금산입을 제한하거나 불허하는 것이 세금재정을 막기 위한 세법상 제약의 핵심이라면, 이러한 세법상의 제약에 대한 代案으로서 시장마찰이 있다. 논의의 구체화를 위하여 비과세자산을 분석대상으로하여 이를 이용한 재정전략에 시장마찰이 어떠한 영향을 발휘하는지 살펴보자. 시장마찰의 존재는 해당자산의 투자와 관련하여 특정한 거래비용을 발생시킴으로써 자산의 세전수익률을 경감시킬 수도 있고, 자금의 차입과 관련하여 거래비용을 발생시켜서 차입이자율을 상승시킬 수도 있다. 이러한 두가지 가능성 중 前者를 먼저 고려해보자. 구체적으로, 시장마찰로 인해 자산의 세전수익률 중  $f\%$ 만큼의 투자손실이 발생한다고 가정하자. 그러면, 투자를 통해 납세자가 실현할 수 있는 세전수익률은  $R\%$ 가 아니라  $R(1-f)\%$ 가 될 것이다. 투자수익률을 낮추는 거래비용의 구체적인 예로서 저축성보험의 경우 보험판매원이나 보험회사 직원에 대한 보수 등과 같은 회사의 경영과 관련하여 발생하는 제반 비용을 들 수 있다.

16) 한편, 우리나라의 경우 1997년 세법개정을 통하여 과도한 차입금을 보유한 기업에 대해서는 이자비용의 손금산입을 제한하였다. 그러나 주목할 점은 이러한 세법개정의 주목적이 법인의 세금재정을 통한 조세회피를 막기 위한 것이 아니라, 우리나라 기업들의 고질적인 문제인 과도한 부채비율로 인한 재무구조의 취약성을 개선하고자 하는 것이라는 점이다. 구체적으로는 2,000년부터 차입금이 자기자본의 5배를 넘으면 초과차입금에 대한 이자비용은 손비인정을 불허하고, 이 차입금 倍數는 2년마다 점차적으로 하향조정되어 2006년에 가서는 2배로 낮추어진다. 대상법인은 상장법인, 코스닥 등록법인, 공정거래법상 대규모 기업집단지체인 30대 계열기업群), 그리고 금융기관 등을 포함한다. 구체적인 실증자료가 없어서 確證할 수는 없지만 우리나라 기업들의 부채비율이 선진국의 기업들에 비해 지나칠 정도로 높은 이유 중의 하나는 우리나라 기업들이 2절에서 살펴본 것과 같은 세금재정전략을 구사해 온 때문일 수도 있다. 이렇게 본다면 재무구조개선을 위해 제정된 이자비용 손금산입의 제한은 간접적으로 세금재정의 기회를 축소하는 효과를 초래할 것으로 예상된다.

이제 전술한 재정전략의 예를 이용하여  $f$ 의 영향을 살펴보자. 기말발생소득이  $Y$ 일 때, 기초에  $Y/R$ 만큼의 차입금을 차입하면 기말의 이자비용은  $Y$ 가 되므로 과세소득은 0이 되고, 기말소득  $Y$ 에 대해 납부할 세금이 없어진다. 한편, 차입금에 대한 상환금액은 기말에 원금과 이자를 합하여  $(Y/R)(1+R(1-f)) = [(Y/R)+Y]$ 원이 되지만, 저축성보험투자자로 인한 누계액은  $(Y/R)(1+R(1-f)) = [(Y/R)+(1-f)Y]$ 원이 되어 이 보다  $fY$ 원 만큼 적다. 투자누계액이 차입금에 대한 원리금 상환액보다  $fY$ 원만큼 적으므로, 결과적으로 그 만큼의 수익이 상실되었다. 이 상황을 달리 해석하면, 마치 기말소득  $Y$ 를 차입금 이자로 지급하고, 비과세 투자수익을 수령하는 셈이 되어 세전수익  $Y$ 에 대해  $f\%$ 의 세율로 세금을 납부한 것과 동등해진다. 따라서, 세금재정에 있어서의 시장마찰은 암묵세와 그 역할이 동일함을 알 수 있고, 이로 인해 시장마찰을 암묵세의 일종으로 간주할 수도 있다. 예를 들어서, 차입이자율  $R$ 이 10%이고, 시장마찰로 인한 손실  $f$ 가 10%이며, 기말발생소득  $Y$ 가 1억원이라고 하자. 그러면, 필요한 차입금의 규모  $(Y/R)$ 은 10억원이 되고, 해당 이자비용은 1억원이 된다. 한편,  $f$ 가 10%이므로 비과세자산의 투자수익률은 9% ( $= 10\% \times (1 - 10\%)$ )이고, 비과세 투자수익은 9천만원이 된다. 이는 마치 1억원의 소득에 대해 9천만원을 수령하는 셈이므로 10%의 세금을 명시적으로 낸 것과 마찬가지이다.

이번에는 시장마찰로 인하여 차입과 관련하여서도 거래비용이 발생한다고 가정하자. 차입과 관련한 거래비용의 예로서 차입자에 대한 신용평가비용, 貸付者(은행)의 영업 및 관리비용 등을 들 수 있다. 이러한 거래비용으로 인해 차입이자율  $R$ 이 10%에서 12%로 상승한다고 하자. 차입이자율이 12%로 상승하였으므로 세금재정에 필요한 차입금 규모는  $1\text{억원}/0.12 = \text{₩}833,333,333$ 이 된다. 저축성 생명보험에 대한 투자수익률이 9%이므로, 차입금을 투자하여 획득할 수 있는 수익은  $\text{₩}75,000,000 (= \text{₩}833,333,333 \times 9\%)$ 밖에 되지 않는다. 따라서, 이러한 세금재정을 통해 마치 1억원의 기말소득과  $\text{₩}75,000,000$ 의 투자수익을 교환한 것과 같으므로 투자자는 25%의 세율로 세금을 납부한 셈이 된다. 이상의 분석을 통해 알 수 있는 것은 재정전략을 통해 명시적 세금은 회피할 수 있어도 시장마찰이 존재하면 투자자는 암묵적으로 세금을 부담하게 된다는 사실이다. 이 때의 암묵세율은 통상적인 암묵세율의 계산방법과 동일하게 계산할 수 있다. 借入은 채권의 발행과 동등하므로 차입금을 완전과세되는 자산으로 간주할 때, 저축성보험은 과세혜택자산으로 볼 수 있다. 따라서, 이 때의 암묵세율은  $(12\% - 9\%) \div 12\% = 25\%$ 가 된다.

또 한가지 시장마찰과 관련하여 주목할 점은 상기 예에서 보듯이 명시적 세율이 25% 이하인 납세자는 세금재정전략을 시행하는 것이 불리하다는 사실이다. 따라서 명시적 세율이 상

대적으로 낮은 납세자에 대해서는 시장마찰의 존재가 조직형태를 갖는 재정을 방지하기에 충분하므로, 재정전략을 막기 위해 세법상의 제약을 규정할 필요가 없게 된다. 예를 들어, 명시적 세율이 20%인 납세자는 재정전략을 쓰지 않을 경우 세후로 ₩80,000,000을 수령하지만, 재정전략을 사용하면 ₩75,000,000밖에 수령할 수 없으므로 재정전략은 유효하지 않다.

이제 조직형태를 갖는 세금재정전략의 또 다른 유형을 살펴보자. 이는 암묵세가 있는 동일한 자산을 買收하고 賣渡하는 거래를 수반하는 전략이다. 구체적으로는, 株式과 같이 과세혜택이 있어서 암묵세를 갖는 자산에 대해 long과 short 포지션을 동시에 취하는 것이다. 이 때 해당 자산에 대한 이러한 두 포지션의 투자결과는 그 과세방법이 相異해야 한다. 다음의 예는 세법상 제약이 없다면 이러한 재정전략을 사용하여 근로소득에 대한 세금을 완전히 없앨 수 있음을 보여준다. 먼저 동일한 주식에 대해 long과 short 포지션을 동시에 취함으로써 순 투자액은 0이 되게 한다. 이 때 세전수익률이 주가의 변동과는 상관없이 완전하게 헷징되므로 투자위험은 全無하다. 여기서 투자액의 크기는 해당 투자로 인한 이익이나 손실액이 세금을 회피하고자 하는 근로소득의 금액과 동일하게 되도록 定해야 한다. 만일 株價가 상승하면, short포지션을 결제하여 손실을 인식한다. 이 투자손실의 크기는 근로소득의 크기와 동일하므로 서로 상계하면 근로소득에 대한 납세액은 0이 된다. 물론, 주가의 상승으로 납세자는 자신이 인식한 투자손실액과 동일한 크기의 투자이익을 long 포지션에서 획득하였으므로 실질적으로는 손실이 발생한 것은 아니다. 그러나, long 포지션에서 발생한 투자이익에 대한 과세는 주식을 매각하여 실현할 때까지 이연시킬 수 있다. 만일 반대로 株價가 하락하면, 이번에는 long 포지션을 매각하여 손실을 인식하면 된다. 이 때 유의할 점은 주가의 변동이 어떠하든지 손실을 실현시킨 이후에는 결제한 포지션을 다시 매수함으로써 투자위험에 대한 완전한 헷징 포지션을 회복시켜야 한다는 점이다. 그리고 만일 이러한 포지션을 계속해서 유지한다면, 미실현이익을 계속해서 잠귀어 두게 되는 효과를 가져온다. 여기서 해당 미실현이익을 투자자가 사망할 때까지 잠귀 둔다면, 사망시 실현된 자본이익(capital gain)에 대해서는 비과세하므로 납세자는 근로소득에 대한 세금을 완전히 회피할 수 있게 된다.

물론 이러한 세금재정을 방지하기 위해 세법상의 제약이 존재한다. 먼저 미국의 경우는 투자손실을 소득공제(손금산입)하는 데에 제한을 두고 있다. 개인투자자의 경우 보통소득(즉, 비관련소득)에서 공제할 수 있는 투자손실의 上限이 \$3,000이고, 未사용된 투자손실은 미래의 투자이익에서 공제할 수 있도록 이월을 허용한다. 반면, 법인투자자의 경우 투자손실은 투자이익에서만 공제가 가능하며, 당기에 사용하지 못한 투자손실은 과거 3년간 소급적용하거나(carryback) 미래 5년간 이월적용(carryforward)할 수 있다. 한편, 우리 나라는 개

인투자자의 경우 투자손실의 공제자체가 허용되어 있지 않으므로 상기한 재정전략을 사용할 수는 없으나, 법인에 대해서는 미국의 세법에서처럼 투자손실을 투자이익에서만 공제가 가능하다는 제한규정이 없으므로, 우리나라의 세법은 법인이 상기한 재정전략을 사용하여 법인세를 회피하는 것에 대해 효율적으로 대처할 수 없는 實情이다<sup>17)</sup>.

이제까지는 조직형태를 갖는 세금재정을 살펴보았으므로, 두 번째 세금재정의 유형인 고객특성에 근거한 재정전략을 살펴보자. 고객특성에 근거한 재정전략은 납세자의 한계적 稅부담 상태, 즉 한계세율에 따라 암묵세의 부담을 늘리면서 명시적 세금을 경감하거나, 또는 그 반대의 전략을 수반하는 裁定이다. 이러한 전략은 납세자가 과세방법이 상이한 두 자산에 대해 long과 short 포지션을 취할 수 있고, 이 가운데 최소한 하나의 자산은 암묵세를 갖는 자산이어야 하는 상황에서 가능하다. 즉, 고객특성에 근거한 재정전략은 납세자간에 한계적으로 세부담 상태가 다르고, 두 개 이상의 자산이 존재하며 이들에 대한 과세방법이 상이한 상황을 전제로 한다. 대부분의 국가에 있어서 납세자들은 각기 한계세율이 다르다. 이렇게 한계세율이 납세자마다 상이한 이유는 누진세율구조 때문인데, 누진세율구조는 과세부담의 형평성 (또는 소득의 재분배)을 달성하기 위해 대부분의 나라가 채택한 제도이다. 한편, 자산에 따라 과세방법이 상이한 이유는 서론에서 이미 언급하였듯이 경제내의 특정 경제활동을 촉진하기 위한 인센티브를 제공하기 위함인데, 이러한 과세방법의 상이함으로 인해 암묵세가 발생한다.

먼저, 고객특성에 근거한 재정의 간단한 예로서 자금을 차입하여 비과세 자산에 투자하는 전략을 고려해 보자. 어느 납세자가 예상하는 자신의 근로소득이 ₩100,000이고, 세법상의 세율(statutory tax rate)은 40%라고 하자. 또, 완전과세 채권의 세전수익률은 10%이고 시장마찰이 없어서 납세자는 10%로 자금을 차입할 수 있다고 가정하자. 이 때 비과세 자산의 수익률을 7.5%라고 하면, 과세혜택을 받는 이 자산의 암묵세율은 25% (= (10% -

17) 한편, 미국의 세법은 주식을 이용한 上記 재정전략을 무력화시키기 위한 추가적인 규정을 가지고 있다. Wash sale rules라는 규정은 자산 매도후 30일 안에 매도한 자산과 상당히 유사한 자산을 매입한 경우 실현된 투자손실은 당기에 공제받을 수 없다는 내용이다. 따라서, 투자손실을 공제받으려면 투자자는 적어도 30일 동안 투자위험에 노출되어야 하므로 상기한 세금재정전략은 더 이상 무위험 전략이 될 수 없고, 이로 인해 위험혐오형의 납세자는 재정전략을 포기하게 될 수도 있다. 또 하나의 규정은 hedging rules로서, 이는 투자자의 포트폴리오가 완전하게 헷징된 포지션과 상당히 다르지 않은 한 투자손실을 공제받을 수 없다는 내용을 담고 있다. 즉, 전반적으로 투자위험이 존재해야 투자손실의 공제가 허용된다. 따라서, 전술한 바와 같은 주식을 이용한 재정전략의 예에서는 투자포지션이 완전하게 헷징된 포지션이므로 헷징률에 의해 투자손실의 공제가 불허될 것이다.

7.5%)/10%)가 된다. 이 때의 재정전략은 ₩1,000,000 (= ₩10,000/0.1)을 차입하여 이를 비과세 자산에 투자하는 것이다. 기말에 가면, 차입금 이자는 ₩100,000이 되므로 기말에 실현되는 근로소득을 이용하여 이를 상환한다. 차입금원금은 투자한 원금을 회수하여 상환하면 된다. 또, 근로소득에 대해서도 납부할 세금은 없는데, 이는 차입금에 대한 이자비용이 근로소득을 상계함으로 과세소득이 0이 되기 때문이다. 한편, 비과세 자산에 투자한 수익은 기말에 ₩75,000 (= ₩100,000 x 7.5%)이 될 것이므로, 납세자는 재정전략을 통하여 ₩100,000의 근로소득을 ₩75,000의 투자소득으로 전환한 셈이 된다. 이는 마치 근로소득에 대해 25%의 명시적 세율로 세금을 납부한 것과 동등하다. 그러나, 납세자의 세법상 세율이 40%이므로 만일 이러한 재정전략을 사용하지 않았다면 세후 근로소득은 ₩60,000에 불과할 것이다. 결과적으로 재정전략을 통하여 납세자는 15%의 절세효과를 거둔 것이다. 이를 달리 해석하면, 한계세율이 40%인 고세를 납세자가 자신의 세부담 특성에 근거한 재정전략을 통해 고율의 명시적 세율(즉, 40%)로 과세될 소득을 낮은 암묵세율(즉, 25%)이 적용되는 소득으로 전환할 수 있게 된 것이다.

이 때 만일 납세자의 명시적 세율이 25%보다 낮다면 자금을 차입하여 비과세 자산에 투자하는 전략은 바람직하지 못하다. 예를 들어, 상기한 예에서 납세자가 첫 ₩50,000의 근로소득에 대해서는 15%의 세율을, 나머지 ₩50,000에 대해서는 30%의 세율을 적용받는 누진세율구조하에 있다면, 최적의 전략은 근로소득에 대한 과세소득을 위에서처럼 ₩100,000에서 ₩0으로 줄이는 것이 아니라 ₩50,000으로만 줄이는 것이다. 즉, ₩500,000 (= ₩50,000/0.1)만 차입하여 비과세 자산에 투자하는 것이다. 이렇게 하면, 첫 ₩50,000의 근로소득은 세법상의 세율인 15%로 세금을 납부하고, 나머지 ₩50,000의 근로소득은 재정전략을 시행하여 25%의 암묵세를 부담하게 된다. 결과적으로 세후 소득은 ₩50,000 x (1 - 0.15) + ₩50,000 x (1 - 0.25) = ₩42,500 + ₩37,500 = ₩80,000이 된다. 여기서 의미하는 稅後는 명시적인 稅後뿐 아니라, 암묵세後까지도 포괄하는 의미임은 말할 나위 없다. 여기서 만일 재정전략을 사용하지 않았다면, 세후소득은 ₩50,000 x (1 - 0.15) + ₩50,000 x (1 - 0.3) = ₩77,500이므로 재정전략을 통해 ₩2,500의 절세효과를 얻은 셈이다. 그러나, 만일 재정전략을 부적절하게 사용하여 ₩1,000,000을 차입한 후 이를 비과세 자산에 투자했다면, 세후소득은 ₩100,000 x (1 - 0.25) = ₩75,000이 되어 ₩5,000의 절세효과가 사라짐으로써 최선의 결과를 얻을 수 없다. 그 이유는 첫 번째 ₩50,000의 근로소득이 재정전략을 실시하지 않으면 15%의 세율을 부담함에도 불구하고 이러한 재정전략으로 인해 그 보다 더 높은 25%의 암묵세를 부담하게 되기 때문이다. 그로

인한 손실이 ₩5,000 (= ₩50,000 x (0.25 - 0.15))인 셈이다.

이와 같이 고객특성에 근거한 세금재정은 누진세율의 효과를 제거하거나 완화시키는 작용을 하기 때문에 미국의 세법은 누진세율구조를 유지하기 위해 이러한 재정전략에 대해 세법상 제약을 가하고 있다. 예를 들어, municipal 채권과 같이 투자수익이 비과세되는 자산의 매입을 위하여 차입한 자금을 대한 이자는 손금산입을 不許하고 있다. 반면, 우리 나라의 경우는 이와 유사한 세법상의 제약이 없으므로 법인의 경우 상기한 재정전략을 남용할 여지가 충분히 있다고 하겠다. 한편, 명시적 세율이 비과세 자산의 암묵세율(위 예에서는 25%)보다 낮은 납세자는 상기한 재정전략을 수행할 誘引이 없으므로, 이자비용의 손금不算入 등과 같은 세법상의 제약은 이들에게 의미가 없다. 더 나아가, 만일 시장마찰이 존재하여 차입이자율이 완전과세 채권의 이자율보다 더 높으면(즉, 10%보다 더 높으면), 비과세 자산에 대한 암묵세율이 증가하므로, 명시적 세율이 다소 높은 납세자들에게도 이자비용 불산입이라는 세법상의 제약이 無의미하게 될 수 있다. 좀더 구체적으로, 만일 시장마찰로 인해 차입이자율이 12.5%로 상승하면, 비과세 자산의 암묵세율은  $(12.5\% - 7.5\%) / 12.5\% = 40\%$ 가 된다. 따라서, 상기 예제에서 한계세율이 40%인 高세율 납세자도 고객특성에 근거한 재정으로부터 이득을 얻을 수 없게 된다. 즉, 시장마찰이 세금재정을 방지할 수 있을 만큼 충분함이다.

이제까지는 高세율의 납세자에 대하여 고객특성에 근거한 세금재정전략을 살펴보았는데, 그러면 명시적 세율이 낮은 低세율 투자자의 경우는 어떠한가? 이들 투자자는 高세율 납세자들처럼 과세혜택이 있는 자산에 투자하기 위해 자금을 차입하는 것은 유리하지 않다. 그와는 반대로 과세혜택이 있는 자산을 발행하여(즉, short 포지션을 취하여), 완전과세 채권에 투자하는(즉, long 포지션을 취하는) 전략을 채택하면 이득을 얻을 수 있다. 예를 들어, 低세율의 납세자는 7.5%로 municipal 채권과 같은 비과세 자산을 발행하고, 그 자금으로 10%의 세전수익률을 갖는 완전과세 채권에 투자한다. 이렇게 하면, 납세자의 명시적 세율이 암묵세율인 25%보다 낮은 한 세후소득은 더 높아진다. 구체적으로, 세율이 15%인 납세자가 7.5%로 비과세 자산을 발행하여 완전과세 채권에 투자하게 되면  $1\% (= 10\% \times (1 - 15\%) - 7.5\%)$ 의 재정이익을 향유할 수 있다. 더욱이 법인납세자는 자신이 발행한 자산(예: 채권)에 대해 투자수익(예: 이자)을 지급하면, 이에 대한 손금산입이 가능하므로 상기한 재정이익의 폭은 더욱 커진다.

### 5. 세금비용과 비세금비용의 상충

Scholes and Wolfson(1992)은 세무계획을 수립하거나 세무현상을 연구할 때에 해당 세무계획이나 현상에 대해 세금비용(tax cost)만을 고려해서는 안되며, 다양한 거래비용(transaction costs)도 동시에 고려해야 한다고 강조하고, 이러한 거래비용을 비세금비용(nontax costs)으로 통칭한다. 흔히 相異한 세무계획은 상이한 경제적 거래를 수반하므로 세무계획이 변함에 따라 거래비용의 크기도 변한다. 따라서, 세금절감을 위한 계획이 비록 세금비용은 감소시켜 줄지라도 거래비용을 증가시킴으로써 납세자가 부담하는 전체적인 비용이 오히려 더 커질 수도 있다. 따라서, 가장 효율적인 세무계획은 세금비용만을 최소화하거나, 또는 거래비용만을 최소화하는 것이 아니다. 특수한 경우에 세금비용을 최소화시켜주는 세무계획이 거래비용도 최소화시켜 줄 수도 있지만, 많은 경우에 있어서 세금비용이 감소하면 거래비용은 증가한다. 여기서는 이러한 세금비용과 거래비용(즉, 비세금비용) 간의 상충관계에 대하여 자세히 살펴보고자 한다.

먼저, 거래비용의 성격을 좀더 구체적으로 규정하여 보자. 거래비용이 발생하는 이유는 매우 다양하여서 이를 일률적으로 규정하는 것은 어렵다. 여러 가지 거래비용 발생의 원인 가운데 Scholes and Wolfson은 정보의 비대칭으로 인한 전략적 불확실성(strategic uncertainty)을 부각시키고 있다. 거래당사자 중 어느 한편이 다른 한편 보다 거래의 가치에 관해 더 많은 정보를 가지고 있는 경우 정보의 비대칭이 존재한다고 칭한다. 정보의 비대칭을 좀더 구체적으로 구분하면, 첫째 거래당사자 중 어느 한편의 "숨겨진 행동(hidden actions)"으로부터 발생하는 정보의 비대칭과, 둘째 거래당사자 중 어느 한편에게 "숨겨진 정보(hidden information)"로 인해 발생하는 정보의 비대칭으로 나누어 볼 수 있다. 前者는 어느 한편 거래당사자의 의사결정(또는 행동)이 거래로부터 발생하는 미래의 현금흐름에 중대한 영향을 미치지만 다른 거래당사자는 이러한 의사결정을 직접 감독할 수 없으며, 이로 인해 의사결정을 내리는 거래당사자가 자신의 복리만을 극대화하려고 기회주의적인 행동을 취함으로써 발생하는 모든 문제를 통칭한다. 숨겨진 행동으로 인해 발생하는 모든 비효율성을 통상적으로 "도덕적 解弛(moral hazard)"의 문제라고 부른다. 반면, 後者は 한 거래당사자가 미래의 현금흐름을 완전하게 관찰할 수 있지만, 다른 당사자는 이를 불완전하게 관찰할 수밖에 없음으로 인해 발생하는 모든 문제를 통칭한다. 이 때 완전한 관찰을 할 수 있는 당사자는 자신의 행동을 통하여 미래 현금흐름을 변경시킬 수는 없다는 점에서 "숨겨진 행동"과 다르다. 숨겨진 정보로 인한 비효율성을 흔히 "역선택(adverse selection)"의 문제로 통칭한다.

거래당사자들 사이에 존재하는 정보비대칭과, 이를 이용하려는 기회주의적인 거래자의 존재로 인한 문제를 해결하기 위해 현실적으로 다양한 조직장치(organizational arrangements)가 고안된다. 근로자의 근무태도를 감독하기 위한 장치나 전문경영자들이 주주의 福利를 위해 일하도록 유인을 제공하는 스톡옵션과 같은 인센티브제도 등은 그 대표적인 예가 된다. 또, 제품의 품질에 관한 불확실성으로 거래가 이루어지지 않는 것을 막기 위해 제조회사가 제품보증을 실시하고, 또 기업가치에 대한 불확실성에 대처하기 위해 외부감사인들이 기업의 재무제표정보를 인증하기도 한다. 그 외에도 많은 기업들이 정보비대칭하에서 교환거래를 원활히 成事시키기 위해 특정한 정보를 公開하면서 그 신빙성을 입증하기 위해 제삼자를 고용하기도 한다. 이러한 모든 제도나 장치의 운용을 위해 소요되는 비용이 바로 거래비용인 것이다.

흔히 절세동기와 정보비대칭문제에 대처하기 위한 동기가 효율적인 세무계획을 위한 조직형태에 관해서로 상충되는 시사점을 줄 수 있다. 이 경우 상황에 따라 어떤 때에는 절세동기가 훨씬 더 커서 정보비대칭의 문제는 고려대상이 되지 않을 수도 있고, 반면 어떤 때에는 정보비대칭의 문제에 대처하는 일이 압도적으로 중요하여서 절세동기가 무시되는 경우도 있을 수 있다. 그러나, 대부분의 경우 이 두 동기는 모두 중요하여서 이들 사이에 존재하는 상충관계를 고려해야 하는 상황이 발생한다. 이러한 경우 효율적인 조직형태는 세금비용을 최소화하는 형태로부터 멀리 이탈할 수도 있게 된다.

이제 세금비용과 비세금비용 사이의 상충관계에 관하여 Scholes and Wolfson이 구체적으로 제시하고 있는 몇 가지 예를 살펴보자. 주주들이 전문경영자에게 자본을 제공하고 投資案 하나를 대행하도록 위임하였다고 하자. 이 투자안의 稅前/경영자報償前(before tax and managerial compensation) 수익은 0.5의 확률로 ₩400,000이고 나머지 0.5의 확률로 -₩100,000이다. 법인세율은 이익이 발생하면 40%이고, 결손의 경우 0%이며, 이러한 세율 구조는 경영자의 개인소득에도 적용된다. 그리고, 경영자와 주주들은 모두 위험중립형으로 가정한다. 이러한 상황에서 만일 경영자가 다른 회사에서 근무할 경우 ₩75,000의 봉급을 받을 수 있다면, 회사는 최소 세후로 ₩45,000 ( $= ₩75,000 \times 0.6$ )을 경영자에게 보장해 주어야 한다. 이 때 회사가 ₩75,000의 고정급을 주는 것은 바람직하지 않다. 그 이유는 고정급이 경영자에게 성실한 직무수행을 위한 인센티브를 제공해 주지 못하기 때문이 아니라, 세금최소화를 달성해 주지 못하기 때문이다. 만일 회사가 결손이 발생하면 이 때 회사가 지급하는 경영자 봉급은 손금산입으로 인한 절세혜택을 볼 수 없게 된다. 따라서, 결손 때는 봉급을 전혀 주지 않고, 반면 이익 발생시에 봉급 이외에 추가적인 보너스 ₩75,000을 줌



로써 전체 지급액이 ₩150,000이 되게 하는 것이 절세면에서 더 낫다. 이러한 보너스계약으로 인해 회사가 부담하는 세후비용은  $₩0 \times 0.5 + ₩150,000 \times (1-40\%) \times 0.5 = ₩45,000$ 이고, 고정급의 세후비용은  $₩75,000 \times 0.5 + ₩75,000 \times (1-40\%) \times 0.5 = ₩60,000$ 이므로 보너스 계약이 세후로 ₩15,000의 비용을 節減시켜 준다. 한편, 경영자는 위험중립형이므로 고정급이나 보너스계약에 대해 무차별적이다.

이제 위 예에서 주주는 위험중립이지만 경영자는 위험혐오형이라고 하자. 이 경우 위험분담(risk sharing)의 측면에서만 보면, 모든 투자위험은 주주가 부담하는 것이 효율적이다. 즉, 보너스 계약 보다는 고정급이 더 효율적인 보상계약이 된다. 그러나, 전술한대로 고정급은 세금을 최소화시켜주지 않으므로, 이제는 위험분담과 세금비용최소화 사이에 상충이 일어나고, 경영자 보상계약은 이러한 상충관계를 반영하게 될 것이다.

지금까지는 "숨겨진 행동"의 문제, 즉 도덕적 해이의 문제를 명시적으로 고려하지 않았다. 그 이유는 도덕적 해이의 문제가 발생하기 위해서는 경영자의 의사결정이 투자로부터의 현금 흐름에 영향을 줄 수 있어야 하는데, 전술한 예에서 경영자는 투자안의 집행과 관련하여 아무런 의사결정도 내리지 않는 "허수아비(dummy)"에 불과하였기 때문이다. 여기서, 경영자의 의사결정을 명시적으로 고려하기 전에 多期間에 걸친 절세전략과 관련하여 몇 가지 가능성을 먼저 짚어보자. 만일 회사의 법인세율이 현재에 비해 미래에 하락한다면, 절세면에서 볼 때 현재의 보상(current compensation)이 이연보상(deferred compensation)보다 더 낫다. 그 이유는 회사가 법인세율이 높은 현시점에서 보상비용을 인식하기 때문이다. 이 때 만일 경영자의 소득세율이 법인세율과는 달리 미래에 상승한다면 현재 보상은 더욱 바람직해지는데, 이는 경영자가 자신의 소득세율이 낮을 때 소득을 인식하게 되기 때문이다.<sup>18)</sup> 이제 경영자의 의사결정 내용을 구체적으로 제시하고 숨겨진 행동의 문제를 다루기 위해 다음과 같은 가정을 한다.

- ① 경영자는 소비자 耐久財를 생산하는 회사를 위해 일하고 있으며 자신의 利害와 주주의 利害는 완전히 일치하지 않는다.
- ② 경영자의 의사결정은 다음과 같은 행동에 관한 양자택일의 문제이다.
  - 행동 1 = 열심히 일해서 내구재의 수명이 W기간 동안 지속하도록 함.
  - 행동 2 = 적당히 일해서 내구재의 수명이 S (< W) 기간 동안만 지속하도록 함.

18) 이에 더하여, 경영자의 개인적인 세후투자수익률이 최소한 회사의 세후투자수익률만큼 높다면 이 역시 현재보상을 더욱 바람직한 것이 되게 한다.

- ③ 경영자가 행동 1을 취하려면 개인적인 비용이 추가적으로 발생하므로 행동 2를 선호한다.
- ④ 壽命연장으로 증가하는 내구재의 가치는 전술한 경영자의 개인적인 비용을 능가한다. 따라서, 회사가 경영자의 행동을 직접 감독할 수 있다면 경영자가 행동 1을 취할 것을 지시하고, 경영자의 이러한 추가적인 노력에 대해 보너스를 기꺼이 지급하며, 이 보너스는 경영자가 행동 1을 취함으로써 발생하는 개인적 비용을 충분히 보상할 수 있다.
- ⑤ 과산법 및 노동법의 制約으로 인해 회사는 내구재의 수명이 S로 판명되어 경영자가 적당히 일했음이 사후적으로 밝혀지더라도 경영자로부터 과도한 벌과금을 부과할 수 없다.
- ⑥ 경영자의 목적함수는 평생소비를 극대화하며 미래의 소비는 현재의 소비와 그 만족도가 비슷하다. 또, 경영자는 보상이 주어지는 대로 소비하고 저축은 하지 않는다.

상기한 가정 하에서 세금문제를 무시하고 경영자의 도덕적 해이의 문제만을 고려한다면 가장 효율적인 보상계약은 내구재의 수명이 S이상임이 판명되어 경영자가 열심히 일했음이 드러날 때까지 보상을 이연하는 것이다. 그러나, 이러한 "이연보상계약"은 법인세율이 미래에 하락하고 경영자의 세율은 미래에 상승하는 경우 절세효과를 극대화시켜주는 "현재보상계약"과 상충된다. 이 때 이연보상계약으로 인해 증가하는 생산효율성의 경제적 가치가 희생되는 절세효과를 능가할 만큼 충분할 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다. 결론적으로, 숨은 행동이 존재하는 상황하에서는 경영자에게 인센티브를 제공하는 것과 세금을 최소화하는 것이 서로 상충관계에 있을 수 있다. 즉, 세금비용을 최소화하기 위해 현재보상계약을 체결하면 도덕적 해이의 문제로 인한 비세금비용이 증가하고, 반면 도덕적 해이의 문제에 대처하기 위해 이연보상계약을 체결하면 세금비용이 증가한다.

위 예제에서는 세율의 기간별 변동이 경영자에게나 회사에게 모두 현재보상이 이연보상에 비해 절세효과를 가져오도록 되어 있다. 이제 그 반대로 이연보상이 절세효과를 가져오도록 세율이 변한다고 하자. 즉, 법인세율은 상승하고 경영자의 소득세율은 하락한다. 그러면 이연보상계약은 세금비용 측면이나 전술한 도덕적 해이의 측면 모두에서 효율적이 된다. 그러나, 이 때 회사가 경영자의 미래 이연보상에 대해 확실한 保證(guarantee)을 해 줄 수 없다면, 또 다른 형태의 도덕적 해이의 문제가 발생할 수 있다. 즉, 기업도산의 가능성 등으로 인해 이연보상의 수령여부가 불확실한 경영자는 위험이 높은 투자사업은 비록 期待되는 순현재가(NPV)가 陽이라 하더라도 자신의 이연보상에 대한 회사의 지급불능위험이 높아지므로 이를 채택하지 않고 기각할 가능성이 높다. 이러한 도덕적 해이의 문제로 인해 회사는 세금최소화

전략인 이연보상계약을 변경해야 할 필요성이 생길 수도 있다.<sup>19)</sup>

Scholes and Wolfson은 세금비용과 비세금비용 간의 상충 가능성에 대한 또 다른 예를 제시하기 위해 세금계획을 조직형태의 디자인(organizational design) 문제와 연계시키고 있다. 조직형태의 디자인에 관한 유형은 모든 중요한 의사결정이 조직의 최정점에서 독점적으로 이루어지는 중앙집권(centralization)과, 조직경영을 위한 중요한 의사결정이 下部로 위임(delegation)되어 있는 分權化(decentralization)로 나누어 볼 수 있다. 그룹을 이루는 대기업, 다국적기업 등과 같은 복잡한 조직은 여러개의 독자적인 법적 실체들로 구성되고, 과세상 한 실체가 다른 실체와 다르게 취급되는 수가 종종 있다. 이 때 高세율의 실체로부터 低세율의 실체로 소득을 이전하면 그룹전체적으로 볼 때 절세효과를 거둘 수 있다. 그러나, 이러한 소득의 이전이 가능하기 위해서는 해당 조직은 조직의 효율성을 위해 필요한 수준보다 더 강력한 수준의 중앙집권을 필요로 하게 된다. 逆으로 말하면, 절세를 위한 지나친 중앙집권은 분권화로 얻을 수 있는 非세금면에서의 조직의 효율성을 저해할 수도 있다. 조직형태의 디자인 문제와 관련하여 製造에 투입될 원재료의 공급자로서 국내공급자와 해외공급자 중 택일해야 하는 경우를 고려해 보자. 일반적으로 국내공급자가 더 낮은 물류비, 품질감독비 등으로 인해 더 효율적인 공급자일 것이다. 그러나, 해외공급자의 법인세율이 매우 낮다면, 이를 수직통합(vertical integration)하고 이전가격 조절을 통해 소득을 해외공급자에게 이전시킴으로써 절세효과를 거둘 수 있다. 그러나, 절세효과만을 노린 이전가격전략은 분권화된 조직에서 이전가격체계가 갖는 계획 및 통제 기능을 부실하게 만들 수도 있음을 유의해야 한다.

Scholes and Wolfson은 절세전략의 수행으로 발생하는 비세금비용의 또 다른 예로서 재무보고비용(financial reporting costs)에 대해 언급하고 있다. 미국의 경우 회사가 주주에게 보고하는 이익과 납세목적으로 세무당국에 보고하는 이익간에 큰 차이가 나는 경우가 종종 있다. 이는 재무보고목적과 세무보고 목적으로 사용하는 회계절차가 서로 상이하기 때문이다. 그러나 一部 거래에 대해서는 두 보고목적상의 회계절차가 동일하며, 이로 인해 과세소득을 감소시켜 절세효과를 가져오는 거래가 동시에 당기순이익을 감소시킬 수가 있다. 예를

19) 이연보상의 대표적인 예로서 퇴직금을 들 수 있다. 이러한 이연보상에 대한 未來 수령여부의 불확실성은 현실적으로 매우 높을 수 있다. 우리나라의 경우 최근 금융산업의 不實과 관련하여 기업도산이 만연하는 상황에서 퇴직금을 중간에 정산하여 수령하는 직원들이 증가하고 있다. 한편, 은행 등 금융산업에서의 퇴직금이 他산업에 비해 상대적으로 높은 것은 周知의 사실인데, 이를 전술한 이연보상과 경영자의 투자행태 간의 관계와 연관하여 생각해 보면, 은행의 담보위주의 대출 등과 같은 안이하고 보수적인 투자행태가 과도한 퇴직금으로 말미암아 誘發되었을 가능성도 배제할 수 없다.

들어, 장부가액 이하로 가치가 하락한 자산을 매각하면 세법상 과세소득을 줄여주는 손실을 인식하지만 동시에 재무보고 목적으로도 처분손실을 인식해야 하므로 주주에게 보고하는 순이익도 감소한다. 이렇게 순이익의 감소로 인해 발생하게 되는 여러 가지 비용을 총칭하여 재무보고비용이라고 부른다. 한편, 미국과는 달리 우리 나라의 경우는 재무와 세무보고가 독립적으로 이루어지지 않는다. 우리 나라 기업들의 과세소득 算定은 재무보고상의 순이익을 기준으로 하여 몇 가지 세무조정을 거쳐 이루어진다. 따라서, 절세전략의 수행이 재무보고비용을 발생시킬 여지는 우리 나라가 미국보다 더 크다고 하겠다.<sup>20)</sup>

## 6. 한계세율(marginal tax rate)

Scholes and Wolfson이 정의하고 있는 한계세율은 추가적으로 발생하는 1원의 과세소득에 대해 납세자가 납부할 당기 및 이연된 세금(명시적 및 암묵적 세금을 모두 포함한)의 현가이다. 여기서 과세소득은 암묵세를 포함하기 위해 grossed-up된다. 이러한 정의는 이연된 세금을 포함하고, 또 명시적인 세금 이외에도 암묵세를 포함한다는 점에서 전통적인 한계세율의 개념을 보완하고 있다. Scholes and Wolfson이 정의하고 있는 한계세율을 이해하기 위해 ₩10,000,000의 이월결손을 가지고 있는 법인을 고려해 보자. 분석을 단순화하기 위해 단기적으로 이 기업의 투자 및 재무전략은 이미 결정되어 있고, 이러한 전략이 당기를 포함하여 향후 매년 ₩4,000,000의 과세소득을 발생시킬 것으로 예상하고 있다고 가정한다. 또, 세법상의 법인세율은 40%이고, 세후 현금흐름에 대한 할인률은 7%라고 가정한다. 이 예제의 기업은 한계세율이 얼마일까? 직관에 의하면 이 기업은 이월결손을 가지고 있으므로 한계세율은 0%라 할 수 있다. 그러나 이러한 직관은 한계세율을 분석할 때에 당기의 세금만을 고려하고 이연된 세금은 고려하지 않은 오류를 갖는다. 이 기업은 비록 당기에는 이월결손의 존재로 인해 한계적으로 세금을 납부하지 않지만 3년차부터는 세금을 내기 시작하게 된다. 따라서, 당기의 1원의 과세소득은 3년 뒤 40전의 세금을 납부하게 만든다. 이러한 이연된 세금을 현가로 계산하면,  $0.4/(1.07)^3 = 32.65$  원이므로, 위 예제의 기업은 한계세율이 32.65%가 되는 셈이다. 여기서 만일 법인세율이 1년 후 25%로 하향조정될 예정이라면, 한계세율은  $0.25/(1.07)^3 = 20.41\%$ 가 되고, 반면 법인세율이 1년 후 50%로 상향조정된다면, 한계세율은  $0.5/(1.07)^3 = 40.81\%$ 가 된다. 따라서, 세율이 상승하는 상황에서는 이월결손이 있는 기업의 한계세율은 흑자기업의 한계세율보다 더 높을 수도 있게 된다.

20) 재무보고비용에 대한 더 자세한 내용과 관련연구의 검토는 정운오(1998)를 참조하라.

한계세율은 과세소득수준과 연계되어 있는 소득공제항목(손금산입항목)의 존재 여부에 의해서도 영향을 받을 수도 있다. 일례로, 의료비 및 기타 항목별공제(itemized deductions)의 경우 추가적 소득은 이들 항목의 공제가능성을 영구적으로 소멸시킬 수 있고, 유가증권투자손실과 같은 수동적 투자손실의 경우는 추가적 소득이 공제의 이연을 야기시킬 수 있다. 예를 들어, 추가적인 ₩1의 과세소득으로 말미암아 10전의 공제액이 영원히 소멸되고, 50전의 공제액은 그 공제가능성이 5년 후로 이연된다고 하자. 또, 세법상 법인세율은 당기에 40%이고, 5년 후에는 45%가 되며, 세후할인률은 7%라고 가정하자. 이 때의 한계세율은 다음과 같이 계산한다.

$$\begin{aligned}
 & ₩1.0 \text{ (추가 소득)} \\
 & + 0.1 \text{ (영구적으로 소멸한 공제액)} \\
 & + \underline{0.5} \text{ (이연된 공제액)} \\
 & ₩1.6 \text{ (당기에 추가된 과세소득)} \\
 & \times 40\% \\
 & \underline{\underline{₩0.64}} \text{ (당기에 추가된 세금)}
 \end{aligned}$$

한편, 5년 후로 이연된 공제액은  $₩0.5 \times 45\% = ₩0.225$ 의 절세효과가 있으며, 이를 현가로 환산하면  $₩0.225 / (1.07)^5 = ₩0.16$ 이 된다. 따라서, 당기에 발생하는 1원의 한계소득은 당기에 추가된 세금 ₩0.64에서 이연된 공제액의 현가 ₩0.16을 차감한 ₩0.48의 세금부담을 유발한다. 즉, 한계세율이 48%가 되는 것이다.

이러한 새로운 한계세율의 정의와 부합하도록 Scholes and Wolfson은 평균세율에 관한 정의도 새롭게 내리고 있다. 즉, 평균세율은 당기납부세금 및 이연된 세금의 현가의 합을 과세소득의 현가로 나눈 것으로 정의한다. 이 때의 세금은 명시적 세금과 암묵세를 모두 포함함은 물론이다. 이러한 평균세율의 정의는 납세자의 세부담에 관하여 전통적인 측정치인 유효세율(effective tax rate)보다 더 우월한 개념이다. 실무적으로 널리 쓰이는 대표적인 유효세율은 미지급법인세와 이연법인세를 합한 금액을 법인세비용차감전순이익으로 나눈 값인데, 이 세율은 분자와 분모에서 모두 암묵세에 대한 고려를 배제하고 있고, 이연법인세도 현재가치를 무시한다. 따라서, 이러한 유효세율은 경제학적인 측면에서 아무런 의미를 주지 못한다. 한편, 평균세율은 납세자의 전반적인 세부담을 나타내는 측정치는 될 수 있어도 투자나 재무의사결정을 위한 정보로는 무용하고, 이러한 의사결정을 위해서는 한계세율이 유용하다. 전

술한 Scholes and Wolfson의 한계세율은 개념적으로는 우수하나 실제 투자 및 재무 의사 결정 상황에서는 그 계산이 매우 어려울 수 있다.

### III. 결 어

본고는 Scholes and Wolfson에 의해 본격적으로 활성화된 세무연구패러다임과 관련하여 주요한 개념 및 분석틀을 소개하였다. 이 패러다임은 미시경제학의 원리를 세무연구에 접목 시킴으로써 연구자들이 기존의 연구주제를 새로운 각도에서 조명해 보거나 전통적인 패러다임에서는 찾기 어려운 새로운 연구주제를 분석해 볼 수 있도록 하였다. 이러한 미시경제학의 원리들은 전통적인 미시경제학으로부터 연유한 것들도 있고, 정보경제학이나 재무경제학과 같은 현대 미시경제학으로부터 빌려온 것들도 있다. 구체적으로는 시장균형, 완전경쟁, 위험 분담, 정보의 비대칭, 계약 등과 같은 개념들이다.

Scholes and Wolfson의 새로운 패러다임을 간략하게 요약하면 세무계획수립자나 세무연구자들은 주어진 세무계획이나 세무현상을 분석할 때에 모든 가능한 거래당사자의 세금효과와, 모든 종류의 세금 및 모든 종류의 비용을 고려하여야 한다는 것이다. 이러한 관점에서 Scholes and Wolfson은 세무연구와 관련하여 기존의 개념들을 체계적으로 정리하고, 아울러 새로운 개념 및 분석틀을 개발하였다. 본고는 이 가운데 중요한 여섯 가지의 개념 및 분석틀을 선택하여 자세히 소개하였다. 먼저, 투자자산을 수동적인 투자자산과 적극적인 투자자산으로 구분하고, 수동적 자산에 대해서는 이를 과세방법에 따라 여섯 가지의 유형으로 분류하여 각각에 대한 세금효과를 분석하였다. 또, 적극적 투자자산에 대해서는 이러한 투자를 수행하기 위한 조직의 형태를 조직수준에서의 과세여부에 따라 "조합 對 주식회사"의 두 유형으로 나누어 각각의 조직형태가 시사하는 세금효과를 분석하였다. 세 번째 중요한 개념으로서 암묵세와 세금의 고객효과를 제시하였고, 아울러 암묵세 및 암묵세율을 측정하는 방법, 그리고 자산의 위험과 암묵세간의 관계에 대해서도 상술하였다. 네 번째로는 대표적인 세금계획인 세금재정에 관한 개념을 자세히 다루었으며, 세금재정을 막아 주는 시장의 마찰과 세법상의 제약에 대해서도 설명하였다. 다섯째로, 세금비용과 비 세금비용간에 존재하는 상충관계를 제시함으로써 효율적인 세무계획이 세금비용만을 최소화시켜 주는 것이 아니라 비세금비용까지도 포함하는 모든 비용을 최소화시키는 것임을 보여주었으며, 마지막으로, 납세자의 과세특성(tax clientele)을 결정짓는 중요한 요소인 한계세율(marginal tax)의 새로운 정의도 소개하였다.

끝으로, Scholes and Wolfson의 저서에서 소개되고 있는 패리다임은 주로 미국의 세무환경에 초점을 맞춘 것이지만 기본적인 개념과 분석틀은 다소간의 변형을 통해 우리나라의 세무환경에도 적용이 가능하다. 본고는 전술한 각 개념이나 분석틀 중 일부에 관하여는 우리나라의 세무환경과 연결시켜 봄으로써 이러한 가능성을 부분적으로나마 제시하였다.

## 참 고 문 헌

- 고종권, "내재적 조세에 관한 실증연구," 세무학연구 제 8호(1996년 10월), pp. 277-300.
- 노준화, "국가간 세부담차이가 소득이전에 미치는 영향: 이전가격을 중심으로," 회계학연구 제 22권 제 4호 (1997년 12월), pp. 221-251.
- 정운오, "자산수익률에 미치는 세금효과," 세무학연구 제 8호 (1996년 10월), pp. 101-124.
- \_\_\_\_\_, "미시경제학에 근거한 세무연구," 회계학연구 제 23권 제 3호 (1998년 9월).
- 조성표, "우리나라 기업의 정치적 비용에 관한 실증연구: 명시적 조세와 암묵적 조세를 중심으로," 회계학연구 제 10호 (1990년 9월), pp. 177-203.
- Beatty, A., S. Chamberlain, and J. Magliolo, "Managing Financial Reports of Commercial Banks: The Influence of Taxes, Regulatory Capital and Earnings," *Journal of Accounting Research*, vol. 33 1995, pp. 231-262.
- Berger, P., "Explicit and Implicit Tax Effect of the R&D Tax Credit," *Journal of Accounting Research*, vol.31 No. 2 (1993), pp. 131-171.
- Collins, J., and D. Shackelford, "Foreign Tax Credit Limitations and Preferred Stock Issuance," *Journal of Accounting Research*, vol. 30, Supplement 1992, pp. 103-130
- \_\_\_\_\_, and J. Wahlen, "Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital, Earnings and Taxes," *Journal of Accounting Research*, vol. 33, pp. 263-291.
- Guenther, D., "The Relationship between Tax Rates and Pre-tax Returns: Direct Evidence from the 1981 and 1986 Tax Rate Reductions," *Journal of Accounting and Economics* (1994), pp. 379-394.
- Klassen, K., "The Impact of Inside Ownership Concentration on the Trade-Off

- Between Financial and Tax Reporting," *Accounting Review*, vol. 72, No. 3 (1997), pp. 455-474.
- \_\_\_\_\_, M. Lang, and M. Wolfson, "Geographic Income Shifting by Multinational Corporations in Response to Tax Rate Changes," *Journal of Accounting research*, vol. 31, Supplement 1993, pp. 141-173.
- Matsunaga, S., Shevlin, T., and D. Shores, "Disqualifying Dispositions of Incentive Stock Option: Tax Benefits versus Financial Reporting Costs," *Journal of Accounting Research*, vol.30, Supplement 1992, pp. 37-76.
- Scholes, M., and M. Wolfson, "Taxes and Business Strategy: A Planning Approach," Prentice Hall (1992).
- \_\_\_\_\_, and M. Wolfson, "Tax Planning, Regulatory Capital Planning, and Financial Reporting Strategy for Commercial Banks," *Review of Financial Studies* (1990), pp. 625-650.
- \_\_\_\_\_, "Firms' Responses to Anticipated Reductions in Tax Rates: The Tax Reform Act of 1986," *Journal of Accounting Research*, vol.30 Supplement 1992, pp. 161-192.
- Shackelford, D., "The Market for Tax Benefits: Evidence from Leveraged ESOPs," *Journal of Accounting and Economics* (1991), pp. 117-145.
- Shevlin, T., "Taxes and Off-Balance Sheet Financing: Research and Development Limited Partnerships," *Accounting Review* (1987), pp. 480-509
- Smith, J., "The Effect of Tax Reform Act of 1986 on the Capital Structure of Foreign Subsidiaries," *Journal of American Taxation Association* (1997), pp. 1-18.
- Wilson, P., "Future Research Directions in Taxation," *The Journal of the American Taxation Association* (Fall 1991), pp. 64-73.
- Wolfson, M., "Empirical Evidence of Incentive Problems and Their Mitigation in Oil and Gas Tax Shelter Programs," in *Principles and Agents: The Structure of Business*(Harvard Business School Press), 1985, pp. 101-125.