
KDI

정책포럼

KDI정책포럼 제264호(2016-01)
(2016. 11. 28)

내용문의 남창우 044-550-4158

자료문의 홍보팀 044-550-4030

(30149)세종특별자치시 남세종로 263 Tel. 044-550-4114

법인세율 변화가 기업투자者に 미치는 영향

남창우 KDI 연구위원



요약

- 최근 법인세율 인하에도 불구하고 기업투자가 부진하므로 법인세율을 다시 인상해야 한다는 여론이 대두됨에 따라 법인세율이 기업투자에 미치는 영향을 엄밀하게 분석할 필요
 - 기업의 투자 등 경영에 대한 의사결정은 법인세율뿐 아니라 기업의 재무상태 및 투자에 대한 불확실성 등 다양한 요인에 의해 결정되기 때문에 기업의 특성을 가능한 한 통제된 후 법인세율 변화가 기업투자에 미치는 효과를 추정하는 것이 바람직
- 실증분석 결과, 우리나라 상장기업은 법인세율이 인하될 때 통계적으로 유의하게 투자를 확대한 것으로 나타남.
 - 분석 결과의 강건성을 위해 다양한 모형 및 방법론을 이용하여 2002년부터 2014년까지 우리나라 상장기업을 분석한 결과, 법인세평균실효세율이 1%p 인하될 때 투자율은 0.2%p 증가한 것으로 나타남.
 - 특히 이러한 법인세율 인하의 투자확대 효과는 기업 경영진의 사익추구를 방지하였다면 더욱 확대되었을 것으로 추정됨.
 - 구조모형을 이용한 분석 결과, 우리나라 경영진은 미국에 비해 사익추구가 9배나 높아 법인세율 인하 효과를 단기적으로 28% 정도 감소시켰던 것으로 나타남.
- 따라서 정부는 법인세율 인상에 대해 신중하게 접근할 필요가 있으며, 기업경영에 대한 내외부 감시·감독 기능을 강화하여 기업이 합리적인 의사결정에 의해 투자를 할 수 있도록 유도할 필요

1

문제의 제기

- 최근 법인세율의 인하에도 불구하고 기업투자가 부진하므로 법인세율을 다시 인상해야 한다는 여론이 대두됨에 따라 법인세율이 기업투자에 미치는 영향을 엄밀하게 분석할 필요성이 제기됨.
 - 정부는 2009년 기업소득 2억원 초과 기업에 대한 법인세율을 25%에서 22%로 낮춘 후, 2012년에는 22% 최고세율에 대한 과세표준을 2억원 초과에서 200억원 초과로 높임.
 - 과세표준 2억원 초과에서 200억원 이하 구간의 세율은 22%에서 20%로 낮아짐.
 - 이러한 법인세율 인하에도 불구하고 기업투자가 전반적으로 부진한 상황이 지속됨에 따라 법인세율을 다시 인상해야 한다는 여론이 대두
 - 특히 법인세율 인상이 재정건전성의 개선, 세수 간 불균형 완화뿐 아니라 소득분배 개선에도 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 기대가 있음.

2

실증분석 방법론과 자료 설명

- 하지만 기업의 고용 및 투자 등 경영에 대한 의사결정은 단순히 법인세율에만 영향을 받는 것이 아니라 기업 전반의 재무상태 및 투자에 대한 불확실성 등 다양한 요인에 의해 결정되기 때문에 가능한 한 기업 특성을 통제한 후 법인세율의 변화가 실제 기업 투자에 미친 영향을 분석하는 것이 바람직
- 이하에서는 상장기업의 재무자료를 이용하여 법인세평균실효세율이 기업의 투자율에 미치는 영향을 실증분석하고, 경영진의 기업소득 및 현금성자산에 대한 사익추구가 법인세율 인하 효과에 미치는 영향을 분석함.
 - 경영진이 회사자산에 대해 사익을 추구하는 상황에서는 투자에 대한 왜곡된 결정이 발생하여 법인세율 인하나 제대로 효과를 발휘하지 못할 수도 있기 때문에 경영진의 사익추구가 조세정책에 미치는 영향을 정량적으로 분석할 필요

■ 본 연구에서는 분석의 엄밀함을 위해 최근 기업분석에서 사용하는 불균형동적패널모형(unbalanced dynamic panel model)을 사용함.

- 특히 본 연구는 분석 결과의 강건성(robustness)을 위해, 1계차분 GMM과 연립 GMM을 동시에 수행하여 결과를 비교분석함.
 - 1계차분 GMM과 연립 GMM은 내생성(endogeneity)에 따른 추정의 편의(bias)를 제거하기 위해 도구변수로 -3과 -4 시차가 있는 수준식(lagged level equations)이나 차분식(differenced equations)을 사용함(Arellano and Bond, 1991; Blundell and Bond, 2000).
- 또한 분석 결과의 통계적 유의성에서 보수적 견해를 유지하기 위해 계수의 표준오차는 Windmeijer(2005)의 공분산(covariance matrix)에 대한 2단계 방법(two-step method)을 이용하여 추정
 - 사전분석에서 2단계 공분산추정은 1단계 공분산추정보다 계수의 통계적 유의성을 상대적으로 낮추는 것으로 나타나 추정 결과에 대한 보수적 견해를 유지할 수 있음(남창우, 2015).

■ 본 연구는 Kis-value에서 2002년부터 2014년까지 유가증권시장에 상장된 비금융기업의 연별 개별 재무제표를 이용하여 법인세평균실효세율이 기업의 투자율에 미치는 영향을 분석함.

- 종속변수인 기업의 투자율은 총자산 대비 유형자산에 대한 투자율로서 유형자산에 대한 투자규모를 자산총계로 나누어서 계산
 - 유형자산에 대한 투자규모는 유형자산 순증가분에 유형자산 감가상각분을 더하여 계산함.
- 기업의 특성을 통제하기 위한 설명변수는 법인세평균실효세율을 포함하여 부채비율, 현금성자산 비중, 매출액증가율, ROE, 그리고 Q값을 사용함.¹⁾
 - 법인세평균실효세율은 계속사업이익법인세비용을 법인세차감전계속사업이익으로 나누어 계산(김우철, 2005; 황상현·설윤, 2014)²⁾

1 본 연구는 가능한 한 개별 기업의 특성을 통제하기 위해 재무이론에서 주로 이용하는 설명변수를 사용하였지만, 원론적으로는 개별 기업의 투자에 대한 기회비용 및 불확실성을 완전히 통제하였다고 판단하기는 어려울 수 있음.

2 보다 엄밀한 의미에서 평균실효세율을 추정하기 위해서는 본 연구에서 사용한 기업회계자료가 아니라 세무자료를 이용하여야 하나, 개별 기업의 세무자료는 국세청으로부터 제공받아야 하는 제한이 있어 본 연구에서는 기업회계자료를 이용하여 평균실효세율을 구함.

3

법인세율이 투자에 미치는 영향을 분석한 결과

- 부채비율은 부채총계를 자기자본총계로 나누어서 계산
 - 현금성자산 비중은 현금성자산을 먼저 현금 및 현금등가물, 단기투자증권, 단기투자일임계약자산, 단기대여금, 특수관계인단기대여금, 주주임원종업원단기대여금, 단기금융상품, 단기투자자산의 합으로 구한 후 자산총계로 나누어 계산
 - 매출액증가율은 재무제표상 매출액의 증가율로 계산
 - ROE는 당기순이익을 자기자본총계로 나누어서 계산
 - Q값³⁾은 Kis-value의 기업추정가치와 부채총계를 더한 값을 자산총계로 나누어 계산하는데, Kis-value의 기업추정가치는 순자산가치에 향후 5년간 초과이익(초과이익 = 당기순이익 - 무위험수익)의 현재가치를 더하여 계산됨.
 - 모든 모형에서 시간의 고정효과(fixed effects)를 추정하기 위해 더미변수를 사용
- 마지막으로 기업조세정책이 정상상태 기업의 투자에 미치는 영향을 분석하기 위해 종속변수 및 설명변수 중에서 극단값들을 가지는 기업은 일정한 조건에 의해 분석에서 제외함(남창우, 2015).
- 최종적으로 분석에 사용된 기업 수는 249개이며, 관측 수는 2,381개임.

표 1 법인세평균실효세율이 투자율에 미치는 영향

구분	1계차분 GMM				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
부채비율	0.075**	0.050*	0.037	0.083**	0.087**
부채비율(-1)	-0.030	-0.038	-0.026	-0.068**	-0.064**
현금성자산 비중	-0.140	-0.049		-0.149	
현금성자산 비중(-1)	0.034	-0.050		0.154	
매출액증가율	0.135***	0.163***	0.164***	0.147***	0.144**
매출액증가율(-1)	0.014	0.033	0.030	0.061*	0.038
ROE	-0.656	-0.295	-0.241		
ROE(-1)	-0.341	0.078	0.065		
Q값	0.438				
Q값(-1)	0.420				
법인세평균실효세율	-0.261**	-0.213	-0.213*	-0.129	-0.200*
법인세평균실효세율(-1)	0.020	0.013	0.045	0.023	0.063
	연립 GMM				
부채비율	0.076*	0.062	0.049	0.059	0.054
부채비율(-1)	-0.053*	-0.058*	-0.039	-0.052	-0.040
현금성자산 비중	-0.364***	-0.331**		-0.313**	
현금성자산 비중(-1)	0.177*	0.153		0.173	
매출액증가율	0.102**	0.108**	0.082*	0.128***	0.123**
매출액증가율(-1)	-0.010	0.001	-0.022	0.003	-0.028
ROE	-0.460	-0.152	-0.148		
ROE(-1)	0.015	0.282**	0.240*		
Q값	0.305				
Q값(-1)	0.253				
법인세평균실효세율	-0.206**	-0.199*	-0.220**	-0.185*	-0.226**
법인세평균실효세율(-1)	0.081	0.052	0.076	-0.007	0.020

주: 1) () 안의 숫자는 사용된 설명변수의 시차를 의미함.

2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 나타냄.

자료: 남창우(2015).

3 Q값은 기업재무이론에서 자산의 교체비용 대비 시장가치로 정의되는데, Q값이 1에 가까울수록 기업은 추가로 자본을 투자할 유인이 떨어지며, 1보다 클수록 기업은 투자를 확대할 유인이 커짐.

4

경영진의 사익추구가 법인세율 인하 효과에 미치는 영향

- 실증분석 결과, 우리나라 상장기업은 법인세평균실효세율이 인하될 때 통계적으로 유의하게 투자를 확대한 것으로 나타남.
 - 본 연구에서 다양한 설명변수 조합을 가지고 1계차분 GMM과 연립 GMM 분석을 수행한 결과, 법인세평균실효세율이 통계적으로 유의하게 투자율에 영향을 미친 것으로 일관성 있게 나타남.
 - 특히 <표 1>의 법인세평균실효세율이 투자율에 미치는 계수를 보면, 평균적으로 법인세평균실효세율이 1%p 인하될 때 투자율이 0.2%p 증가한 것으로 추정됨.

- 특히 앞서 분석한 법인세율 인하로 인한 투자확대 효과는 기업 경영진에 대한 경영감독을 강화하였다면 더욱 확대되었을 수 있던 것으로 사료됨.
 - 최근 국내 기업 경영진이 자신의 지위를 이용하여 합법적으로 사익을 추구하거나 불법적으로 회사자금을 유용하는 사례가 빈번히 발생하고 있음(참고 1).
 - 이처럼 경영진의 사적이익 추구가 존재하는 상황에서는 경영진의 투자에 대한 왜곡된 결정이 발생하여 기업조세정책이 제대로 효과를 발휘하지 못할 수도 있음.
 - 이러한 왜곡으로부터 파생되는 부정적인 영향을 정량적으로 살펴보기 위해 구조모형을 이용하여 법인세율 인하가 기업의 투자에 미치는 영향을 분석

참고 1. 경영진이 사적이익을 추구한 사례

- A기업의 주주이자 경영진인 B는 해당 기업이 부실화되고 있음에도 불구하고 보수 및 배당금을 통해 수백억원을 받음.
 - 특히 해당 기업의 부실이 심화되던 4년 동안 일반 주주는 배당금을 전혀 받지 못하는 상황에서 B는 성과보수 및 퇴직금 명목으로 수백억원을 받음.
- C기업의 주주이자 경영진인 D는 다양한 방법으로 회사자금 등을 유용
 - D는 기업의 현금성자산 수백억원을 차명주식, 해외 특수회사 등을 통해 조성하여 유용
- E기업의 주주이자 경영진인 F는 회사의 자금을 유용
 - F는 주요 계열사를 통해 수천억원의 펀드를 조성한 후 창업투자회사 출자를 통해 수백억원을 개인 투자에 유용

- 구조모형을 이용한 분석 결과, 우리나라의 경영진이 추구하는 사익의 정도는 선진국에 비해 월등히 높은 것으로 나타남.
 - 구조모형은 기업의 현금성자산 축적이 투자에 대한 불확실성 등 재무적 상태뿐 아니라 경영진의 현금성자산에 대한 사익추구에도 기인한 것으로 가정하여 모형화하고, 경영진이 수취하는 사적이익의 비율을 추정함(참고 2).

- 우리나라의 경영진은 영업이익 및 현금성자산의 0.09%를 사적으로 이용하는 것으로 추정되었는데, 이는 Nikolov and Whited(2014)가 추정한 미국의 0.01%보다 9배나 높은 것임.
- 이는 우리나라의 경영진에 대한 내외부 감시·감독 장치가 주요 선진국에 비해 취약하거나 제대로 작동하고 있지 않을 가능성을 시사함.

참고 2. 기업조세정책에 따른 기업의 의사결정모형

■ 남창우(2015)는 기업조세정책의 모의실험 및 경영진의 사적이익 추구 정도를 추정하기 위해 동적 의사결정모형(dynamic decision model)을 개발

- 모형에서 개별 기업의 생산성 충격은 외생적으로 주어짐.
 - 생산성 충격은 유가증권시장 비금융기업의 재무자료를 이용하여 생성
- 경영진은 생산성 충격에 대응하여 경영진이 보유한 주식가치와 사적이익의 합을 극대화하기 위해 고용, 투자, 배당 및 현금성자산 규모를 결정(Easterbrook, 1984; Nikolov and Whited, 2014 등)⁴⁾
 - 모형에서 주식가치는 경영진이 받게 될 미래 배당흐름의 현재가치이며, 사적이익의 가치는 경영진이 매년 영업이익 및 현금성자산으로부터 일정 비율로 수취하는 편익의 현재가치로 정의됨.
 - 또한 모형은 구조적으로 법인세와 배당소득세가 경영진의 의사결정에 영향을 미치도록 설정함.
- 경영진이 영업이익 및 현금성자산으로부터 수취하는 편익의 비율은 실제 유가증권시장의 기업 통계와 모형의 시뮬레이션을 통해 생성된 기업통계의 차이를 최소화하는 값으로 추정
 - 이러한 방법론은 구조모형이 현실을 얼마나 제대로 묘사하는지를 판단하기 위한 것으로, <표 2>를 보면 본 연구의 구조모형이 현실의 기업의사결정을 매우 유사하게 묘사한 것으로 나타남.

표 2 유가증권시장과 구조모형의 통계

(단위: %)

	현금성자산 비중	배당 성향	배당기업 비중	유형자산투자율	투자율 표준편차
유가증권시장	9.08	20.37	69.97	16.08	29.75
구조모형	9.05	20.28	70.62	16.11	29.29

자료: 남창우(2015).

표 3 구조모형의 법인세평균실효세율 1%p 인하의 단기효과

	사익추구가 가능할 때	사익추구가 없을 때
투자율	0.21%p 증가	0.29%p 증가

■ 모의실험 결과, 법인세율 인하는 기업의 투자에 긍정적인 영향을 미치지만, 경영진의 사적이익 추구가 존재하는 상황에서는 법인세율 인하 효과가 그렇지 않은 경우에 비해 28% 작게 나타남.

- 기업에 대한 법인세평균실효세율이 영구적으로 1%p 인하될 때 기업의 투자율은 단기적으로 0.29%p 증가하는 것으로 나타남.
- 하지만 경영진의 사익추구가 가능한 환경에서는 단기적으로 투자율이 0.21%p 증가

4 기업재무이론에서 기업이 현금성자산을 축적하는 이유는 경영진의 현금성자산에 대한 사익추구 이외에도 현금성자산의 비용·편익에 따른 이론(trade-off theory)과 경영진의 자금조달 선호에 따른 이론(pecking order theory) 등이 있음(Kraus and Litzenberger, 1973; Myers and Majluf, 1984 등).

하는 데 그쳐, 법인세율 인하 효과가 28% 감소하는 것으로 나타남.

- 이는 경영진의 사익추구가 가능한 환경에서는 법인세율 인하에 따른 가용자금의 일부를 사익을 위해 현금성자산으로 축적함에 따라 사적유인이 없을 때보다 투자 확대의 폭이 감소하기 때문임.

○ 또한 이러한 분석 결과는 현재의 기업환경에서 법인세율이 인상될 경우 기업투자에 미치는 부정적인 영향이 더욱 확대될 수 있음을 시사하기도 함.

- 법인세율이 인상되면 기업은 현금흐름이 감소하기 때문에 현금성자산을 이용하여 투자의 감소폭을 줄이는 것이 바람직하지만, 경영진이 현금성자산 등에서 사익을 편취할 유인이 있으면 현금성자산을 줄이는 대신 오히려 투자를 더 감소시킬 가능성이 있기 때문임.

5

정책적 시사점

■ 최근의 기업 자료를 이용하여 분석한 결과, 우리나라 상장기업은 법인세율이 인하될 때 유의하게 투자를 확대한 것으로 나타남에 따라 법인세율 인상 시 투자가 유의하게 감소할 가능성이 있는 것으로 사료됨.

○ 국내 상장기업의 재무상태, 수익성 및 투자에 대한 불확실성 등을 통제한 후 분석한 결과, 법인세평균실효세율이 1%p 인하될 때 투자율은 0.2%p 증가한 것으로 나타남.

- 특히 이러한 법인세율 인하 효과는 기업 경영진의 사익추구를 방지하였다면 더욱 확대되었을 것으로 추정됨.

○ 이러한 상황에서 법인세율이 다시 인상되면 경영진은 회사자산에 대한 사익편취를 더욱 추구하여 고용 및 투자의 부진이 악화되고, 이에 따라 소득분배효과도 미약할 수 있음을 유의할 필요

■ 따라서 정부는 법인세율 인상에 대해 신중하게 접근할 필요가 있으며, 기업경영에 대한 내외부 감시·감독 기능을 강화하여 경영진의 사적유인을 통제함으로써 경영진이 고용 및 투자 등에 대한 합리적인 의사결정을 할 수 있도록 유도할 필요

○ 이사회 구성과 운영의 독립성 및 투명성을 강화하여 경영진에 대한 감시·감독 기능을 제고하고, 임원 선임요건을 강화함으로써 책임감 있는 경영진 구성을 유도할 필요

- 이사회를 통한 기업경영 감독의 핵심 수단인 사외이사제도의 독립성을 높이기 위해 사외이사후보추천위원회를 사외이사만으로 구성하도록 하고, 사외이사와 경영진의 학연·지연 등의 관계에 대한 정보 및 사외이사의 활동 내용 등을 공개하여 사외이사 재선임과 연계시킬 필요

- 경영진의 책임성 제고를 위해 일정 수준 이상의 행정적·사법적 제재를 받은 사람은 경영진 선임을 제약할 필요

○ 또한 최근 기업구조조정 작업이 진행되는 와중에 기업공시, 외부감사 및 기업평가 제도에 대한 문제점이 지속적으로 노출됨에 따라 외부의 기업감시에 대한 시장규율도 강화할 필요가 있음.

참고문헌

- 김우철, 『법인세 부담이 기업의 투자활동에 미치는 효과분석』, 한국조세연구원, 2005.
- 남창우, 『세계 변화가 기업의 투자 및 배당 결정에 미치는 영향』, 정책연구시리즈 2015-20, 한국개발연구원, 2015.
- 황상현·설윤, 『법인세의 한계실효세율 추정과 투자·고용 효과분석 연구』, 한국경제연구원, 2014.
- Arellano, M. and S. R. Bond, "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations," *Review of Economic Studies*, 58, 1991, pp.277~298.
- Blundell, R. W. and S. R. Bond, "GMM Estimation with Persistent Panel Data: an Application to Production Functions," *Econometric Reviews*, 19, 2000, pp.321~340.
- Easterbrook, F. H., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, 74, 1984.
- Kraus, A. and R. H. Litzenberger, "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage," *Journal of Finance*, 28(4), 1973.
- Myers, S. C. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), 1984.
- Nikolov, B. and T. M. Whited, "Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Dynamic Model," *Journal of Finance*, 65(5), 2014.
- Windmeijer, F., "A Finite Sample Correction for the Variance of Linear Efficient Two-step GMM Estimators," *Journal of Econometrics*, 126, 2005, pp.25~51.