규제연구 제20권 제2호 2011년 12월

상장기업에 대한 법인세율 인하정책의 효과에 관한 실증연구

이 원 흠*

본 연구에서는 계속기업의 내재가치평가모형을 바탕으로, 법인세율 인하정책이 기업가치에 긍정적인 효과를 미칠 수 있는 조건을 도출하고, 기존투자와 신규투자의 투자요구수익률을 추정하는 데 기업가치평가모형을 활용하였다. 기업가치의 증대를 가능케 하는 법인세율 인하에 대한 필요조건을 만족하는지 여부를 바탕으로 상장기업에 대한 법인세 인하정책의 성공 여부를 판별하였다. 분석대상은 2000년부터 2010년까지의 비금융업종에 속한 상장기업 샘플이다. 기업의 내재가치 평가방법론을 적용하여 추정한 법인세 인하효과 여부에 대한 검정결과는 다음과 같이 요약된다. 첫째, 기존투자의 사업위험에 대한 투자요구수익률은 2000년대 평균 10% 수준이며, 신규사업에 대한 투자요구수익률은 평균 11% 수준으로 추정된다. 한편, 재무위험을 감안한 가중평균자본비용은 평균 9%로 나타났다. 둘째, 2000년대 법인세율 인하정책은 평균적으로 상장기업의 약 60% 기업에 긍정적인 효과를 끼친 것으로 나타났다. 법인세율의 인하효과는 업종별 차이가 크게 나타나지 않았으며, 기업규모별로 구분하여 보아도 크게 차이나지 않았다. 셋째, 전체 분석기간 동안 법인세율 인하의 긍정적 효과를 누릴 수 있는 기업들이 투자증대에 적극적으로 나서지 않은 것으로 보인다.

핵심용어: 법인세, 법인세 인하효과, 기업가치, 투자증대

---

* 홍익대학교 경영대학, 서울시 마포구 상수동 72-1(e-mail: whlee@hongik.ac.kr)

** 본 논문의 개선점을 세심하게 논평해 주신 두 분의 심사자에게 감사드린다.
접수일: 10/13, 게재확정일: 12/8

www.kci.go.kr

I. 서 론

1990년대 후반인 1997년에 IMF 구제금융 위기를 맞이하고 이를 극복한 이후 한국기업은 많은 구조변화를 경험하였다. 그 후 10년만인 2008년에 닥친 글로벌 금융위기에서 세계적으로 인정받는 위기극복 사례를 보여주고 있다. 국내에서 저성장 추세, 성장동력 상실 혹은 신성장 산업 미흡에 대한 우려의 목소리가 높기는 하지만, 세계적인 한국기업의 생산력에 대한 신뢰도는 높은 평가를 받고 있다. 이런 위기에 강한 모습의 원인으로 가장 먼저 지난 15년간에 걸친 기업의 구조조정 성공을 들 수 있다. 그리고 다방면에 걸쳐 진행된 기업구조조정을 뒷받침해 준 정부정책의 유효성에 대해서도 높은 평가를 받고 있다. 본고에서는 지난 15년간 기업구조조정을 뒷받침해 준 정부정책 중에서 법인세 인하정책의 정책적 효과를 검토하고자 한다. 최근 들어 부자감세 논란에 휩싸여 법인세 인하정책의 마지막 단계에서 계획되었던 20% 수준의 인하를 철회하기로 하였다고 한다. 따라서 1997년 IMF 구제금융 위기 이후 경제회복 및 기업구조조정 기간 중에 총 세 차례에 걸쳐 법인세율 인하가 이루어졌다. 2001년까지는 법인세율이 28%를 유지하다가, 2002년에 27%로, 2005년에 25%로, 2008년에 22%로 각각 인하되었다.

그러나 최근의 부자감세 논란에 대한 분석은 1990년대 후반 이후 2000년대 기간 동안 이루어진 법인세 인하효과가 기업투자의 성과에 미친 영향을 분석함으로써 정책적 효과의 공과를 평가하는 것이 필요하다. 과연 대기업에 일방적으로 유리한 감세였는가, 감세의 효과는 투자증대로 이어져 경제성장과 고용증대의 원동력이 되었는가, 감세는 기업의 부가가치 창출력과 기업가치 창조력에 어떤 영향을 미쳤는지 등에 대한 객관적인 평가가 필요하기 때문이다.

본 연구는 2000년대 한국의 상장기업에 미친 법인세 인하효과를 분석하였다. 법인세율 인

www.kci.go.kr

하는 기업의 성공에 대한 필요충분조건을 충족시키는 투자활동과 직결된다. 따라서 기업의 법인세 인하효과는 크게 두 가지 방향으로 나타난다. 우선, 법인세율 인하는 기업가치의 극대화라는 기업목표의 달성을 위한 필요조건 중에서 기업의 영업현금흐름을 충실하게 해 주는 직접적으로 긍정적인 효과가 있다. 둘째, 법인세율 인하는 기업가치의 극대화라는 기업목표의 달성을 위한 필요조건 중에서 기업의 투자를 증대시키는 인센티브 효과가 있다. 이를 간접적인 긍정적인 효과라고 할 수 있다.

법인세율 인하효과를 분석하려면 투자활동의 성과는 기존투자(asset-in- place) 및 신규투자(growth opportunity)에서의 성과가 모두 분석되어야 제대로 법인세율이 기업가치에 미치는 영향을 평가할 수 있다.

본 연구에서는 다음과 같은 방향으로 2000년대 한국 상장기업에 대한 법인세율 인하효과를 분석하였다.[1)]

2장에서는 법인세 인하정책이 기업의 궁극의 목표인 기업가치 극대화 달성에 기여하였는지 여부를 직접적으로 평가할 수 있는 연구방법론을 설명한다. 성장하는 계속기업에 관한 기업내재가치평가모형의 등가식 관계를 바탕으로 기업가치 극대화 여부를 평가할 수 있는 파라미터들인 투자요구수익률, 신규투자요구수익률, 자본비용의 추정방법론을 정리한다. 3장에서는 2장에서 소개한 연구방법론을 통해 추정한 기존투자와 신규투자의 투자요구수익률, 세후가중평균자본비용 등의 추정결과를 보고하고, 이를 바탕으로 2000년대 한국 상장기업들에 법인세율 인하는 어떤 영향을 미쳤는가를 분석한 결과를 보고한다. 또한 4장에서는 상장기업의 투자증가율과 법인세율의 인하기 간의 관계에 대한 회귀분석 결과를 정리한다.

1) 법인세율이나 감세정책에 관한 기존연구는 유효법인세율의 추정, 조세조정 토빈Q의 추정, 세율 이외의 투자세액공제 혹은 감가상각제도 등 투자지원제도 등에 관한 것임. 주요 문헌연구 결과는 이 영 등(2010) 참조. 본고의 연구방법론인 기업가치평가모형으로부터 법인세의 기업가치에 미치는 영향과 법인세율 인하효과의 조건 등을 도출하는 분석방법론을 기존문헌에서는 찾지 못하였음.

www.kci.go.kr

Ⅱ. 연구방법론

법인세율의 인하가 기업가치에 미치는 영향의 방향성에 대한 엄밀한 분석 을 수행하려면 법인세율이 명시적으로 포함된 기업가치평가모형의 선택이 중요하다. 계속기업의 기업가치 평가모형으로서 가장 일반적으로 사용되는 재무적잉여현금흐름모형(FCF모형)에서는 분자인 세후영업이익 및 분모인 세후가중평균자본비용에 모두 법인세율이 포함되기 때문에, 법인세 인하효과가 어느 방향으로 작용하는지 특정하기 어렵다.[2] 왜냐하면 법인세가 인하되면 세후영업이익의 크기는 크게 되지만, 세후가중평균자본비용의 구성요인인 세후지급이자율도 커지게 되므로 전체적인 기업가치의 변화방향을 특정하기 어렵게 된다. 따라서 이런 불투명성을 제거할 수 있는 기업가치평가모형이 필요하다. 그 대안이 FCF모형과 등가를 이루는 조정현금흐름할인모형(APV모형)이다. APV모형은 계속기업의 가치는 세후영업이익을 투자요구수익률(Ku)로 할인하는 부분과 지급이자의 절세효과가치 등 두 부분으로 이루어진다는 것을 보여준다.

$$V_0 = \frac{X_1(1-T)}{K_O} = \frac{X_1(1-T)}{K_U} + B \times T$$

여기서, V_0 = 현재시점의 기업가치, X_1 = 장래 영업이익, T = 법인세율, B = 부채가치, K_o = 세후가중평균자본비용, K_U = 투자요구수익률을 의미한다.

본 연구에서는 기존투자 및 신규투자의 부가가치창출력에 대한 가치평가를 모두 가능하게 하는 M&M 1961모형(AIP/VGO모형)을 원용한다.[3]

계속기업의 가치는 기존투자의 수익가치(AIP; asset-in-place)와 성장기회가치(VGO; value of growth opportunity)의 합으로 평가할 수 있다는 모형은 다음과 같이 표현된다.

---

2) 계속기업의 재무적 영업현금흐름 = 영업이익(1-법인세율) + 감가상각비이고, 계속기업으로서 동일한 영업현금흐름을 무한대로 지속하려면 감가상각비를 재투자하여야 부가가치창출력이 유지된다고 가정하기 때문에, 계속기업의 재무적 잉여현금흐름 FCF = 영업이익(1-법인세율) = 세후영업이익으로 계산된다. 이와 대조적으로 회계적 잉여현금흐름 CCF = 영업이익 - 법인세로 계산된다. 위의 두 가지 잉여현금흐름의 차이액은 지급이자에 따른 법인세 절세액이다. Kaplan 등(1985), Ruback(2002) 참조.

3) Miller-Modigliani(1961) 참조.

www.kci.go.kr

$$V_o = \sum_{t=1}^{N} \frac{X_1(1-T)}{(1+K_o)^t} + \sum_{t=1}^{N} \Delta IC_t \left[\sum_{t=t+1}^{N} \frac{r_t}{(1+K_o)^t} - \frac{1}{(1+K_o)^t} \right]$$

$$= \frac{X_1(1-T)}{K_o} + \sum_{t=1}^{N} \frac{\Delta IC_t}{K_o} \frac{(r_t - K_o)}{(1+K_o)^t}$$

$$= AIP + VGO$$

여기서, ΔIC = 신규투자증가액, r = 신규투자수익률을 의미한다.

유한한 기간 동안의 신규투자증가를 가정한 M&M 1961모형에서 신규투자액증가액이 매년 일정하고($\Delta IC_t = \Delta IC$), 동 신규투자의 투자수익률이 일정하고 ($r_t = \rho^*$), 기업수명 N이 무한대인 것으로 가정하는 계속기업의 무한대모형 가정 하에서, FCF모형과 APV모형의 등가성을 이용하여 다음과 같은 계속기업의 기업가치평가모형이 도출된다.[4)]

$$V_o = \frac{X_1(1-T)}{K_o} + \frac{\Delta IC(\rho^* - K_o)}{K_o^2} \quad \text{식 (1)}$$

$$= \frac{X_1(1-T)}{K_U} + B \times T + \frac{\Delta IC(\rho^* - K_o)}{K_o^2}$$

무한대모형의 가정 하에서 도출된 계속기업의 기업가치평가모형(M&M 1961모형)은 다음과 같이 두 가지 측면에서 법인세 인하효과를 측정하는 데 이용된다.

첫째, 법인세 인하의 직접적 효과 측정; 법인세 인하($\Delta T < 0$)에 따라 이자보상스프레드가 양($X - K_U \times B) > 0$)인 조건이 충족되어야 기업가치가 증가한다.[5)]

둘째, 법인세 인하의 간접적 효과 측정; 법인세 인하($\Delta T < 0$)에 따라 신규투자가 증가한다면($\Delta IC > 0$), 신규투자의 초과수익률이 기업의 자본비용을 능가($(\rho^* - K_o) > 0$) 하여야 기업가치가 증가한다.

---

4) 재무적 잉여현금흐름평가모형(FCF모형)의 원형인 M&M 1963모형 정리2에서 세후가중평균자본비용 Ko와 기업의 투자요구수익률(무부채기업의 자본비용) Ku 간에는 다음과 같은 관계가 성립한다는 것을 보였다;

$K_O = K_U[1 - T\frac{B}{V}]$

5) 통상적인 이자보상비율 $\frac{X}{K_d \times B}$ > 1 조건보다 더 엄격한 조건이다. 왜냐하면 일 반적으로 투자요구수익률 Ku는 타인자본비용 Kd보다 크기 때문이다.

www.kci.go.kr

앞에서 도출된 계속기업의 내재가치평가모형을 바탕으로 기존투자의 투자요구수익률 Ku와 신규투자의 투자수익률 ρ^* 및 기업의 세후가중평균자본비용 Ko, 자기자본비용 Ke는 다음과 같은 방식으로 추정한다.

첫째, 식 (1) M&M 1961모형으로부터 기업의 기존투자에 대한 요구수익률 Ku와 신규투자에 대한 요구수익률 ρ^*을 비선형모형의 최적화기법을 통해 추정한다. 이때 추정기법은 비선형회귀분석기법을 이용한다.[6]

둘째, 기존투자에 대한 요구수익률을 바탕으로 하여 M&M 1963모형의 정리2 자본비용 등가관계식으로부터 세후가중평균자본비용 Ko 및 자기자본비용 Ke를 추산한다.

III. 법인세 인하효과와 기업가치 극대화 조건

1. 분석대상

본 연구의 분석대상은 대체로 1997년 말에 발생하였던 IMF 구제금융 위기 후 극복시기로서 2000년 이후 2010년까지 11년간의 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융기업이다.[7]

상장기업의 업종은 한국은행의 "기업경영분석"에서 채택한 중분류 기준을 원용하여 크게 4개 업종으로 구분하였다; 4개 중분류 업종은 각각 저기술업종-생활관련 제조업, 중기술업종-기초소재 제조업, 고기술업종-조립가공 제조업 및 통신기술업, 서비스업종-유통 및 사업서비스업으로 분류된다.

법인세율 인하 과정을 고려하여 분석대상 기간을 4개 구간으로 시기를 구분하였다. 분석기간 중 법인세율의 인하 추세를 살펴보면, 2000~2001년에 28%, 1차 인하기 2002~2004년에 27%, 2차 인하기 2005~2007년에 25%, 3차 인하기 2008~2010년에는 22%가 적용되었다.[8]

---

6) 가치평가모형 계수추정은 비선형회귀분석기법인 RATS NLLS를 사용하였음.

7) 1997년 말 이후 IMF외환위기 시기에 소위 "5+3원칙" 하에 추진된 기업의 사업구조, 재무구조, 지배구조, 공시제도, 회계제도 등에 대한 개혁조치들이 주로 2000년 이후에 가시화되었음. IMF 구제금융의 변제완료 연도는 1999년 12월이지만, 기업의 구조조정이 진행되고 있었기 때문에 2000년을 분석대상기간의 시작연도로 상정하여 분석함. 신동령(2003), 진태홍(2003), 정균화(2004), 성태윤 등(2008), 최정표(2009) 등 참조.

www.kci.go.kr

또한 기업규모별로 수익성과 투자 강도가 달리 나타나는지 여부를 판별하기 위해 자산규모 2조 원을 기준으로 기업지배구조 개선조치들이 강제규정으로 적용되었는지 여부를 구분하였다.[9] 한편 기업집단 소속 여부에 따라 법인세율 인하효과가 차이가 나타나는지를 비교

〈표 1〉 기초통계량

구분	변수정의	분석기간 2000~2010	2000~2001	1차 인하기 2002~2004	2차 인하기 2005~2007	3차 인하기 2008~2010
기업 특성 변수	ROIC(%)	7.26	7.70	7.68	6.79	7.34
	매출액회전율 (배)	1.26	1.29	1.32	1.27	1.20
	부채비율(%)	138	244	175	128	116
	배당성향(%)	27.00	22.36	21.70	29.12	31.05
	기업규모 (조 원)	1.37	1.03	1.05	1.25	1.78
투자 관련 변수	투하자산 증가율(%)	11.04	2.45	2.44	18.03	11.94
	시설투자 증가율(%)	20.12	8.83	7.65	24.93	26.53
	순운전자금 증가율(%)	-7.48	0.85	-4.27	25.96	-44.54
	매출액 증가율(%)	14.62	10.00	18.38	11.18	14.64

주: 1) 투하자산수익률 ROIC = (세후영업이익+감가상각비)/투하자산
투하자산 = 시설투자+순운전자금
매출액회전율 = 매출액/투하자산
부채비율 DER = 이자성부채/자기자본
배당성향 = 배당금/당기순이익
기업규모 = 총자산 장부가
투하자산증가율 = 투하자산 증가액/ 전년도 투하자산
시설투자증가율 = 유형고정자산 증가액/전년도 유형고정자산
순운전자금 증가율 = (유동자산-매입채무) 증가액/전년도 순운전자금
매출액증가율 = 매출액 증가액/전년도 매출액
2) 본 연구의 분석대상 기간(2000~2010)은 법인세율 인하에 따라 4구간으로 구분됨;
분석 시작연도 2000~2001년 28%, 1차 인하기 2002~2004년 27%,
2차 인하기 2005~2007년 25%, 3차 인하기 2008~2010년 22%

8) 법인세의 최고세율 변화를 위주로 분석함. 이 영 등(2010), 국세청 자료 참조.

www.kci.go.kr

하기 위해 공정거래법상의 기업집단 규정에 따라 상장기업을 구분하여 분석하였다.[10]

회계자료 및 주가자료는 FnGuide 데이터베이스를 이용하여 도출하였다.

분석기간 중 기업특성변수 및 투자 관련변수에 대한 기초통계량은 <표 1>에 정리하였다.

시기별 특징을 요약하여 보면, 첫째, 분석대상기간은 외환위기 극복기에 해당되고 정책적으로 강조되었던 재무구조 조정의 결과로 기업의 부채비율(DER)이 초기에 비해 후기에는 절반 수준으로 하락한 것을 확인할 수 있다.

다만 그 시기에 강조되었던 사업구조 조정의 결과가 반영될 것으로 예상되는 투하자산수익률(ROIC), 매출액회전율은 크게 개선된 것으로 보이지 않는 점도 특기할 만한 기업특성이다.

둘째, 투자증가율 측면에서 보면 시기별 변동이 극심하였던 것을 알 수 있다. 외환위기 극복이 시작되던 2000년 이후 2004년까지 법인세율이 한번 인하되었으나 투자증가율에는 큰 영향을 주지 못하였던 것으로 나타났다. 법인세율의 2차 인하기에 해당하는 2005~2007년에는 큰 폭의 투자증가율을 보였으나, 이후 2008년부터 시작된 글로벌 금융위기 속에서 투자증가율은 둔화세를 보였으며, 특히 3차 인하기에는 운전자금 투자하락률이 극심하였던 것으로 분석된다.

2. 기업가치평가모형의 추정결과

계속기업의 내재가치평가모형을 이용하여 모형 파라미터 값으로부터 투자요구수익률을 시기별로 추정한 결과는 <표 2>에 정리하였다.[11] 분석기간 중 기간별 특징은 다음과 같다.

첫째, 2000년대 상장기업의 기존투자에 대한 투자요구수익률은 약 10% 수준으로 나타났다. 법인세 인하기와 비교해 보면 2차 인하기(2005~2007년) 때에 투자요구수익률이 가장 낮았으며 다른 시기에는 평균값과 유사하였다. 그러나 경기순환과 비교해 보면 대체로 경기확장기에 해당하는 2001~2003년, 2006~2007년 및 2009~2010년도의 투자요구수익률은 여

9) 기업규모의 구분기준을 자산기준 2조 원으로 상정한 이유는 상장기업의 경우, 2조 원 이상인 기업의 사외이사, 감사위원회 등 기업지배구조의 개혁조치가 달리 적용되었기 때문임. 관련 법조항인 구 증권거래법 제191조의16(사외이사의 선임) 제1항 및 제191조의17(감사위원회)은 2000년도부터 시행되었음.

10) 기업집단 소속 계열회사는 공정거래위원회 자료 참조.

11) 계속기업의 가치평가모형 계수의 추정은 비선형회귀분석 기법, RATS NLLS에 의거하여 추정하였다. 기업가치평가모형의 회계변수가 정규분포를 따른다는 가정 하에서 추정한 모형계수 추정값의 t 값은 모두 통계적으로 유의하였다. 그러나 논의의 편의상 통계량은 별도로 보고하지 않는다.

www.kci.go.kr

타 년도의 수익률에 비해 약 3분의 2 수준에 불과한 것으로 나타나 경기확장기에는 시장에서 투자에 대한 위험을 더 낮게 인식하는 것으로 보인다.

둘째, 2000년대 상장기업의 신규투자에 대한 투자요구수익률은 약 11% 수준으로 나타났다. 법인세 인하기와 비교해 보면 인하초기보다는 3, 4차 인하기에 신규투자수익률이 더 높게 나타난 점은 특기할 만하다. 연도별로 살펴보면 대체로 경기확장기에 해당하는 2001~2003년, 2006~2007년 및 2009~ 2010년도의 투자요구수익률은 여타 연도의 수익률에 비해 현저히 낮은 것으로 나타난 점은 기존투자에 대한 요구수익률과 유사한 양상을 보였다.

셋째, 재무구조를 반영한 세후가중평균자본비용은 약 9%로 추정되어, 평균적으로 투자요구수익률보다 낮게 추정되었다. 자본비용이 투자요구수익률보다 낮아야 투자인센티브가 있는 투자환경이라고 할 수 있으므로 2000년대 내내 이런 인센티브가 비교적 오랫동안 존재하였다고 해석된다.

넷째, 자기자본비용은 약 18%, 타인자본비용은 약 5%로 추정된다. 부채비율이 꾸준히 낮아짐으로써 가중평균자본비용은 증가하는 양상을 보인다.

업종별로 구분하여 계속기업의 가치평가모형 파라미터 값을 추정한 결과는 <표 3> 상단부에 정리하였다. 분석결과 중 특징적인 점은 다음과 같다.

첫째, 2000년대 상장기업 중 중기술업종(기초소재 제조업이 주축)에서 기존투자에 대한 투자요구수익률 및 신규투자에 대한 투자요구수익률이 모두 12% 수준으로 여타 산업에 비해 높은 것으로 나타났다. 이는 시장에서 중기술업종에 대한 투자위험을 가장 높게 인식하는 것으로 해석된다. 투자위험은 서비스산업에 대해 가장 낮게 인식하는 것으로 나타났으며, 위험을 낮게 인식한다는 것은 평균적으로 서비스업에서의 투자수익률이 가장 낮다는 것을 의미한다.

둘째, 재무구조를 반영한 세후가중평균자본비용은 역시 중기술산업이 가장 높고(약 11%), 서비스산업이 가장 낮은 것(약 7%)으로 나타났다.

셋째, 자기자본비용은 고기술업종이 22%로 가장 높았고, 저기술업종이 13%로 가장 낮게 추정된다. 타인자본비용은 큰 차이가 없었으나 서비스업이 6%로 가장 높게 나타난 점이 특기할 만하다.

기업규모별 구분하여 추정한 가치평가모형 파라미터 추정결과는 <표 3> 중단부와 같다.

첫째, 기존투자에 대한 투자요구수익률(평균 10%) 및 신규투자에 대한 투자요구수익률(평

www.kci.go.kr

〈표 2〉 연도별 파라미터 추정결과

(단위: %)

연도구분	투자요구 수익률	신규투자 수익률	가중평균 자본비용	자기자본 비용	타인자본 비용
2000	11.36	8.88	9.34	26.36	8.30
2001	8.78	6.61	7.34	16.06	8.69
2002	9.63	6.34	8.22	22.81	6.81
2003	9.02	8.07	7.79	14.40	5.52
2004	13.23	12.56	11.56	20.40	4.84
2005	12.34	15.82	11.29	20.11	4.24
2006	8.17	9.50	7.45	12.59	4.50
2007	6.07	6.25	5.61	11.28	4.71
2008	18.41	23.03	16.75	33.14	4.13
2009	7.10	7.18	6.28	11.63	4.15
2010	9.40	10.78	8.57	15.32	3.88
2000~2010 평균	10.27	10.55	9.10	18.36	5.35
2000~2001 T=28%	10.06	7.74	8.33	21.17	8.50
2002~2004 1차 인하기	10.68	9.09	9.23	19.14	5.70
2005~2007 2차 인하기	8.86	10.52	8.15	14.71	4.48
2008~2010 3차 인하기	11.42	13.38	10.39	19.72	4.02

주: 1) 투자요구수익률; Ku = 기업의 기존투자에 대한 기대수익률, 무부채기업의 자본비용

신규투자수익률; ρ^* = 성장기회를 가져오는 신규투자에서의 기대수익률

가중평균자본비용; Ko = $K_U[1-T\frac{B}{V}]$ = 부채기업의 세후가중평균자본비용

2) 투자요구수익률 및 신규투자수익률은 식 (1)을 비선형회귀분석기법을 통해 추정함.

균 11%) 모두 기업규모에 따라 큰 차이가 나지 않는 것으로 나타났다. 이는 시장에서는 상장기업의 투자위험을 유사하게 인식하는 것으로 해석된다.

www.kci.go.kr

둘째, 재무구조를 반영한 세후가중평균자본비용도 대기업이든 아니든 큰 차이가 없는 것(평균 9%)으로 나타났다.

셋째, 자기자본비용은 대기업이 평균 21%로 더 높았고, 타인자본비용은 대기업이 평균 4.4%로 더 낮은 것으로 분석된다.

<표 3> 하단부에는 기업집단 소속 여부를 기준으로 구하여 추정한 파라미터를 정리해 본

〈표 3〉 구분 샘플별 파라미터 추정결과

(단위: %)

샘플 구분기준		투자요구 수익률	신규투자 수익률	가중평균 자본비용	자기자본 비용	타인자본 비용
분석년도	2000~2010	10.27	10.55	9.10	18.36	5.35
산업별 구분1)	저기술 업종	8.64	7.26	7.47	13.41	5.39
	중기술 업종	12.09	12.42	10.75	19.28	5.12
	고기술 업종	10.67	11.92	9.45	21.61	5.24
	서비스 업종	7.68	7.39	6.73	14.33	6.10
기업 규모별 구분2)	대규모 기업	9.87	10.56	9.12	21.06	4.41
	대규모기업 아닌 샘플	10.02	10.22	8.90	17.57	5.43
기업 집단소속 여부3)	기업집단 소속기업	10.06	10.29	8.83	19.15	4,84
	기업집단 소속 아닌 샘플	9.96	10.23	8.92	17.65	5.44

주: 1) 산업별 구분은 한국은행 "기업경영분석"의 중분류 기준을 적용함; 저기술업종-생활관련 제조업, 중기술업종-기초소재 제조업, 고기술업종-조립가공 제조업 및 통신기술업, 서비스업종-유통 및 사업서비스업

2) 기업규모별 구분은 (구)증권거래법상 사외이사, 감사위원회 구성 등에 대한 강제규정 적용대상인 자산총액 2조 원 이상인 상장법인을 기준으로 대규모기업으로 구분함.

3) 공정거래법상 지정된 채무보증제한 및 상호출자제한 기업집단에 속한 상장법인을 기준으로 구분함.

www.kci.go.kr

결과, 기존투자에 대한 투자요구수익률 및 신규투자에 대한 투자요구수익률, 가중평균자본비용 등이 기업집단 소속 여부에 따라 큰 차이가 나지 않는 것으로 나타났다.

3. 법인세율 인하와 기업가치 극대화 여부

계속기업의 내재가치평가모형으로부터 추정한 투자요구수익률을 바탕으로 법인세율 인하가 가져오는 긍정적인 효과조건을 비교분석함으로써 법인세 인하정책의 성공 여부를 판별할 수 있다.

우선, 법인세율 인하의 긍정적 직접효과는 기업의 기존투자(asset-in- place)로부터 획득한 부가가치가 부채조달액의 투자요구수익률을 초과하는가에 달려 있다. 법인세 인하의 직접적 효과에 대한 판정기준은 다음과 같이 간단명료하다.

법인세율 인하의 직접효과 달성조건:
이자보상스프레드 = 영업이익(X) - 부채자본의 투자요구수익(Ku B)
> 0 인 경우.

기존투자가 창출한 당해연도의 영업이익으로 부채자본이 요구하는 투자수익액을 상회하는 기업의 경우에는 법인세율이 인하되면 기업가치가 증대되는 것을 알 수 있고, 이 긍정적인 효과가 법인세율 인하의 직접적 효과이다.

다음으로, 기업의 신규투자(growth opportunity)에 대한 법안세율의 영향은 간접적이다. 왜냐하면 법인세율의 인하는 투자증가를 초래할 인센티브가 있으나, 투자의 성공 여부는 좀 더 복잡한 기준이 적용된다. 단순히 신규투자의 수익률스프레드가 플러스인 경우에 성공이라고 단정할 수 없다. 다음과 같이 미래 신규투자수익률과 기업의 자본비용과 투자증감액이 모두 충족되어야 기업가치가 상승하고 법인세율 인하효과가 존재할 것이다.

법인세율 인하의 간접효과 달성조건:
ρ^{*} > Ko, 그리고 $\Delta IC > 0$ 조건을 동시에 충족하는 경우.

www.kci.go.kr

법인세율 인하효과를 직접효과 측면에서 분석한 특징을 <표 4>에서 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 2000년대 상장기업 중 전체 평균 약 60%에 해당하는 기업이 법인세율 인하효과를 누릴 수 있었다. 시기적으로 보아도 전체 평균과 큰 차이를 나타내지 않았던 점이 특이하다. 글로벌 금융위기가 발생한 2008년도가 포함된 3차 인하기에 긍정적 직접효과가 상대적으로 낮아진 것으로 보이지만 2009년, 2010년도에 곧 회복된 것으로 나타났다.

둘째, 업종별로 구분하여 분석해 보아도 평균적으로 약 60% 수준의 직접효과에는 큰 차이가 없는 것으로 보인다. 다만 글로벌 금융위기가 발생한 2008년도에는 고기술업종에서 법인세율 인하의 직접효과를 가장 적게 누렸으며, 법인세율 인하에도 불구하고 서비스업종에서 외부적 충격의 부정적인 영향이 가장 크고 오래 지속된 것으로 분석된다.

셋째, 기업규모별로 구분하여 분석해 보아도 평균적으로 약 60% 수준의 직접효과에는 큰 차이가 없는 것으로 분석된다. 글로벌 금융위기가 발생한 2008년도에는 기업규모와 상관없이 법인세율 인하의 직접효과를 가장 적게 나타났다. 기업집단 소속 여부별로 구분하여 분석해 보면 기업집단 소속기업의 직접효과가 더 큰 것으로 분석된다.

법인세율 인하의 간접효과를 분석한 특징은 <표 5>에서 살펴볼 수 있다.

첫째, 2000년대 상장기업 중 전체 평균 약 40%에 해당하는 기업이 법인세율 인하의 간접효과를 누린 것으로 분석된다. 시기적으로 보면 2004년까지 초반기와 그 이후 후반기의 간접효과 차이가 크게 나타난 점이 특이하다. IT버블 붕괴와 카드채권 위기가 발생한 2000년대 초반이 포함된 1차 인하기에 긍정적 간접효과가 상대적으로 낮았으며, 2005년도 2차 인하기 이후 긍정적 간접효과가 60% 수준으로 회복된 것으로 나타났다.

둘째, 업종별로 구분해 보면 저기술업종 및 서비스업종이 평균에 미달하는 간접효과를 보인다.

셋째, 기업규모별로 구분해 보면 대규모기업은 평균 이상의 간접효과를 누린 것으로 분석된다. 또한 기업집단 소속 여부별로 구분하여 분석해 보면 기업집단 소속기업의 간접효과가 더 큰 것으로 분석된다.

www.kci.go.kr

〈표 4〉 법인세 인하효과 추이: 직접효과

(단위: %)

연도 구분	긍정적 직접 효과	업종별 인하효과				규모별 인하효과		기업집단별 인하효과	
		저기술	중기술	고기술	서비스	대규모 기업	아닌 샘플	기업집단 소속	아닌 샘플
2000	53	56	58	50	48	38	55	52	54
2001	63	46	80	53	74	75	61	76	59
2002	64	61	66	66	57	66	64	70	63
2003	66	57	61	70	75	69	65	71	64
2004	56	41	63	53	64	64	55	69	52
2005	57	60	40	65	66	54	57	63	55
2006	61	63	52	66	65	60	62	66	60
2007	64	63	65	61	66	73	64	78	60
2008	42	57	58	18	51	40	43	51	44
2009	63	65	75	65	37	66	63	68	61
2010	59	66	76	47	45	60	59	66	56
평균	59	58	63	56	58	58	59	67	57
2000 ~2001	58	51	69	51	61	56	58	64	56
1차 인하기	62	53	64	63	65	66	61	70	59
2차 인하기	61	62	52	64	66	63	61	69	58
3차 인하기	55	63	70	44	44	56	55	62	54

주: 1) 법인세율 인하의 긍정적 직접효과: 이자보상스프레드 X - Ku B > 0 조건을 충족한 경우

www.kci.go.kr

〈표 5〉 법인세 인하효과 추이: 간접효과

(단위: %)

연도 구분	긍정적 간접 효과	업종별 인하효과				규모별 인하효과		기업집단별 인하효과	
		저기술	중기술	고기술	서비스	대규모 기업	아닌 샘플	기업 집단 소속	아닌 샘플
2000	13	19	6	15	19	18	13	20	12
2001	6	0	0	8	19	9	5	9	5
2002	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2003	30	0	73	6	38	27	30	35	28
2004	44	9	46	63	30	60	42	42	44
2005	60	50	68	71	32	66	60	59	60
2006	60	63	69	67	29	65	60	63	59
2007	45	3	42	73	32	59	44	53	42
2008	62	67	44	74	68	74	60	72	52
2009	46	56	32	48	57	56	44	55	38
2010	65	64	72	65	56	84	63	76	60
평균	41	31	42	46	37	49	39	45	38
2000~2001	10	9	3	12	19	13	9	14	8
1차 인하기	25	3	40	24	23	30	25	26	25
2차 인하기	55	39	59	71	31	63	55	59	54
3차 인하기	58	62	50	62	60	71	56	68	50

주: 1) 법인세율 인하의 긍정적 간접효과: 신규투자수익률 ρ^* >가중평균자본비용 Ko 및 신규투자증가 ΔIC >0 조건을 동시 충족

www.kci.go.kr

Ⅳ. 투자에 대한 법인세 인하효과 분석

본 장의 분석 주목적은 법인세율 인하추세 하에서 연도별, 업종별로 법인세 인하효과가 어떻게 달리 나타나는가를 앞 장보다 더 엄밀하게 분석하는 것이다. 투자-현금흐름 민감도 분석에서 분석아이디어를 차용하여 법인세 인하효과의 차이를 분석하였다.

본 연구의 횡단면 회귀식은 다음 식 (2)와 같이 재무적 제약조건을 분석하기 위한 현금흐름 변수가 포함된다. 횡단면 회귀분석을 시행하는 데 있어서 성장기회의 대용변수로서 현금흐름 민감도분석에서 전통적으로 채택하는 Tobin's Q 대신에 본 연구에서는 내재가치Q(IQ)를 종속변수로 선택하였다.[12] 법인세 인하효과가 성장기회 혹은 재무제약 조건에 차별적으로 나타나는지를 분석하기 위해 법인세 인하효과가 긍정적인 샘플과 그렇지 않은 샘플을 구분하여 추정하였다. 연도별, 업종별로 법인세 인하효과를 분석하기 위하여 연도별, 업종별 더미변수를 도입하였다.

$$I_t = \sum_{i}^{4} \sum_{j}^{2} a_{i,j} DUMMY_i \times TAX_j + \sum_{j}^{2} b_j IQ_t \times TAX_j + \sum_{k}^{5} c_k CONTROL_{k,t} + \epsilon_t \quad \text{..... (2)}$$

여기서, 종속변수는 설비투자증가율 = 설비자산증가액/금기 설비자산으로 상정한다.

독립변수로서, 첫째, 법인세 인하효과가 있는 경우와 그렇지 않은 경우를 구분하여 더미변수(TAX)를 상정하였고, 설비투자증가율의 평균변화를 비교분석하기위하여 연도별, 산업별 더미변수(DUMMY) 등 두 가지를 선정하였다. 법인세 인하효과 더미변수(TAX)는 앞 절에서 측정한 긍정적 직접효과가 있는 경우를 의미한다. 산업별 더미변수의 업종분류는 한국은행의 "기업경영분석"에서 채택한 업종중분류 기준을 원용하여 크게 4개 업종으로 구분하였다; 중분류 업종은 저기술-생활관련 제조업, 중기술-기초소재 제조업, 고기술-조립가공 제조업

12) 내재가치Q = 기업의 내재가치/투하자산으로 계산함. 기업의 내재가치는 기본적으로 세후영업이익 및 세후가중평균자본비용을 바탕으로 추정한 값이므로 내재가치Q는 일종의 조세조정Q에 해당함. 기존 연구에서 일반적으로 채택하는 성장기회 대용변수인 Tobin's Q, MBR, dS 이외의 대용변수로서 IQ를 채택한 이유에 대해서는 이원흠(2006, 2007) 참조.

www.kci.go.kr

및 통신기술업, 서비스업으로 구분된다.

둘째, 성장기회의 대용변수로서 내재가치Q(IQ)를 채택하고, 법인세 인하효과가 있는 경우와 그렇지 않은 경우를 구분하여 비교분석하려고, 법인세 인하효과에 대한 더미변수(TAX)를 곱하여 성장기회 변수를 구분하였다.

셋째, 현금흐름 민감도 분석을 위한 통제변수(CONTROL)로서 영업현금흐름(CF)을 상정한다. 이때 재무적 제약조건의 영향력을 법인세 인하효과에 따라 구분 검증하기 위하여 법인세 인하효과에 대한 더미변수(TAX)를 곱하여 현금흐름 변수를 구분하였다. 여타 통제변수로는 기업특성 변수로서 운전자금증가율(dWC), 매출액증가율(dS), 기업규모(SIZ), 부채비율(DER)을 채택하였다.[13)]

투자와 법인세 인하 간의 관계에 관한 실증분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 분석기간 중 기간별 설비투자 증감 여부에 대한 더미변수의 분석결과는 <표 6> 추정모형1의 제1단에 요약되어 있다. 법인세 인하 시작연도 이후 법인세 인하효과가 없는 샘플인 경우, 통계적으로 유의한 설비투자 감소현상을 보인 반면, 법인세 인하효과가 없는 샘플에서 3차 인하기(2008~2010년)에서만 설비투자가 유의하게 증가한 것이 나타났다. 이 현상은 전체 분석기간 동안 법인세율 인하정책에 따라 법인세 인하효과가 있는 기업에서도 통계적으로 유의하게 투자증대에 나타나지 않았다는 것을 시사해 준다.

둘째, 마찬가지로 더미변수 분석을 통한 분석기간 중의 업종별 설비투자 증감 여부에 대한 분석결과는 <표 6> 추정모형2의 제2단에 요약되어 있다. 업종별로 법인세 인하효과가 없는 샘플인 경우, 대략적으로 설비투자 감소현상을 보인 반면(저기술 및 고기술업종에서는 통계적으로 유의한 설비투자 감소효과가 나타났다), 법인세 인하효과가 있는 샘플 중에서는 설비투자 효과가 긍정적으로 나타나지 않았다. 이 현상도 역시 업종과 상관없이 법인세율 인하정책에 따라 법인세 인하효과를 누릴 조건이 구비된 기업들이 통계적으로 유의하게 적극적인 투자증대에 나서지 않았다는 것을 시사해 준다.

셋째, 분석기간 중의 성장기회와 설비투자증가 간의 관계에 대한 분석결과는 <표 6>의 중

13) 투자-성장기회-현금흐름 분석식에서 채택한 통제변수들은 기업가치평가모형에 영향을 미치는 기업특성요인들로부터 도출함. 투자-현금흐름 분석상 통제변수에 대한 기존 문헌연구는 김병기(2002), 김영환 등(2011) 참조.

www.kci.go.kr

단부와 같이 요약된다. 법인세 인하효과가 있는 샘플인 경우 성장기회가 투자증가에 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 보이지만, 법인세 인하효과가 없는 샘플인 경우 성장기회가 낮을수록 설비투자 증가를 감소시킨 것을 통계적으로 유의하게 보이고 있다. 즉 평균 내재가치Q 값이 1.0 미만으로 분석되는 법인세 인하효과가 없는 샘플은 성장기회가 낮으며 따라서 1.0 미만 값에서 IQ 값이 커지더라도 설비투자 증가율은 오히려 마이너스 값을 보이는 것이다.

넷째, 투자-현금흐름 민감도 분석결과, 법인세 인하효과의 유무와 상관없이 분석기간 동안 재무제약에 노출된 것으로 나타났다. 법인세 인하효과가 없는 샘플인 경우 민감도의 추정계수 값이 더 높게 추정된 것으로 미루어보아 재무제약이 더 심한 것으로 해석할 수 있다. 그러나 이 결과는 법인세 인하효과의 유무와 상관없이 분석기간 동안 현금흐름이 풍부한 기업, 즉 수익성이 높은 기업의 투자가 증가한다는 것으로 해석할 수도 있는 실증분석 결과이다.

〈표 6〉 법인세 인하효과와 투자 간의 관계분석 결과

분석기간: 2000~2010년 전체 분석기간
종속변수: 설비투자증가율 = 설비자산증가액/금기 설비자산
독립변수: 토빈Q이론의 예상에 따라 성장기회를 내재가치Q(1.0 값을 기준)로 대용함
현금흐름 CF = 영업활동현금흐름(OCF)/투하자산
운전자금투자 dWC = 운전자금증가액/투하자산
매출액증가 dS = 매출액증가액/투하자산
기업규모 SIZ = 자산총액
부채비율 DER = 부채/자기자본
기간 더미변수: 법인세율 인하기에 따라 2000년부터 4기간으로 구분함.
2000~2001년 인하시작기, 2002~2004년 1차 인하기, 2005~2007년 2차 인하기, 2008~2010년 3차 인하기에 해당함.
업종 더미변수: 저기술, 중기술, 고기술, 서비스 업종 등 4가지로 분류함.
법인세 인하효과 더미변수: 법인세율 인하의 긍정적인 직접효과가 존재하는 샘플 = 인하효과 있음 = 1.0 값을 취함

www.kci.go.kr

독립변수		추정모형1	추정모형2
기간 더미변수	2000~2001 인하효과 없음	-0.024 (-1.88)	
	인하효과 있음	0.034 (1.14)	
	1차 인하기 인하효과 없음	-0.042 (-5.80)	
	인하효과 있음	0.008 (0.32)	
	2차 인하기 인하효과 없음	-0.020 (-1.87)	
	인하효과 있음	0.046 (1.13)	
	3차 인하기 인하효과 없음	0.026 (3.11)	
	인하효과 있음	0.056 (1.51)	
업종 더미변수	저기술업 인하효과 없음		-0.034 (-2.34)
	인하효과 있음		0.037 (1.08)
	중기술업 인하효과 없음		-0.003 (-0.55)
	인하효과 있음		0.035 (1.11)
	고기술업 인하효과 없음		-0.015 (-1.91)
	인하효과 있음		0.037 (1.00)
	서비스업 인하효과 없음		0.006 (0.64)
	인하효과 있음		0.028 (0.75)
성장기회 (내재가치Q)	인하효과 없는 IQ	-0.012 (-2.31)	-0.012 (-2.29)
	인하효과 있는 IQ	-0.042 (-1.14)	-0.038 (-1.03)
통제변수 (기업특성)	인하효과 없는 CF	0.276 (2.28)	0.276 (2.25)
	인하효과 있는 CF	0.142 (2.86)	0.116 (2.57)
	운전자금증가율 dWC	0.090 (1.49)	0.088 (1.47)
	매출액증가율 dS	0.001 (0.61)	0.001 (0.71)
	기업규모 SIZ	0.028 (0.85)	0.054 (1.63)
	부채비율 DER	0.005 (0.71)	0.004 (0.59)
샘플 수		5673	5673
설명계수		0.126	0.112

주: 1) ( ) 안의 수치는 추정계수의 White's heteroscedasticity-adjusted t 값임.
2) 유의수준 10%, 5%, 1%의 t 값은 각각 1.65, 1.96, 2.57임.

www.kci.go.kr

V. 결 론

본 연구에서는 계속기업에 대한 기업가치평가모형을 바탕으로 기업의 내재가치평가모형의 파라미터인 기존투자 및 신규투자의 투자요구수익률 을 추정하고, 그 추정치를 이용하여 2000년대 법인세율 인하정책이 성공하였는지 여부를 검증하였다.

상장기업의 연도별, 업종별, 기업규모별로 비교 분석한 법인세율 인하정책의 정책효과를 종합적으로 요약하면 다음과 같다.

첫째, 사업위험에 관한 필수정보인 기존투자 및 신규투자의 요구수익률을 살펴보면 2000년대 평균적으로 각각 10%, 11%로 분석된다. 한편, 재무위험을 감안한 기업의 자본비용인 가중평균자본비용은 약 9% 수준으로 나타났다.

사업위험 정도를 추론할 수 있는 기존투자 및 신규투자에 대한 투자요구수익률 수준을 업종별로 살펴보면, 서비스업의 사업위험이 상대적으로 가장 낮게 나타났고, 저기술 → 고기술 → 중기술 업종 순으로 사업위험도가 높아졌다. 한편, 대규모기업과 아닌 기업 간에는 사업위험 차이가 크게 나타나지 않는 것으로 보인다.

재무위험을 감안하여 추정한 기업의 자본비용 수준을 업종별로 살펴보면, 서비스 → 저기술 → 고기술 → 중기술 업종 순으로 높아졌다. 또한 대규모기업과 아닌 기업 간 기업의 자본비용 차이가 크게 나타나지 않았다.

둘째, 2000년대 상장기업에 대한 법인세율 인하정책의 정책성공률은 직접효과 측면에서 전체의 약 60% 수준에 달하였으나, 간접효과 측면에서는 평균 40%에 불과한 것으로 추정된다.

셋째, 법인세율 인하의 직접효과는 업종별로 차이가 크게 나타나지 않았으나, 중기술 업종에서 직접효과가 가장 높게 나타났던 것으로 보인다. 한편, 기업규모별로 구분하여 보아도 법인세율 인하의 직접효과가 크게 차이나지 않았다. 한편 기업집단 소속기업에서 직접효과가 더 크게 나타났다.

넷째, 법인세율 인하의 간접효과를 업종별로 구분하여 살펴보면 업종별 차이가 크게 나타나지 않았으나, 고기술업종에서 간접효과가 가장 높게 나타났다. 한편 기업규모별로 구분해 보면 법인세율 인하의 간접효과가 대기업에서 더 크게 나타나고, 기업집단 소속기업에서 간접효과가 더 크게 나타났다.

www.kci.go.kr

다섯째, 법인세율 인하정책과 투자증가와의 관계를 회귀분석한 결과를 살펴보면, 법인세 인하효과가 없는 샘플은 전반적으로 설비투자 감소현상을 보인 반면, 법인세 인하효과가 있는 샘플에서는 미약하지만 설비투자 효과가 긍정적인 것으로 나타났다. 업종별로 보아도 법인세 인하효과가 없는 샘플에서만 통계적으로 유의한 설비투자 감소현상을 보였으나, 법인세 인하효과가 있는 샘플 중에서는 설비투자 효과가 긍정적으로 나타나지 않았다.

이와 같이 법인세율 인하정책에 대해 시기별, 업종별 성공률 차이가 크게 나타나지 않는 실증분석 결과가 주는 기업에 대한 감세정책에 대한 시사점은 다음과 같이 요약된다. 상장기업의 약 60%에 해당하는 기업들이 직간접적인 감세효과를 향유할 수 있는 환경임에도 불구하고 법인세 인하의 긍정적 효과를 누릴 수 있는 기업들이 투자증가에 적극적으로 나서지 않았던 것으로 해석된다.

www.kci.go.kr

참고문헌

강준구 · 백재승,「외부충격에 따른 기업가치 변화와 구조조정의 결정요인 및 구조조정 효과」,『재무연구』제14권 제2호, 2001, pp.199-250.

곽태원 · 이병기 · 현진권,『법인세제의 변화와 기업투자 -토빈Q 모형을 사용한 실증분석』, 한국경제연구원, 연구 05-30, 2005.

김영환 · 정성창,「국내외 외부 주요주주가 기업의 투자결정에 미치는 영향」,『재무연구』제24권 제3호, 2011, pp.789-817.

김원기 · 박춘광,「사업구조조정을 위한 자산매각과 Tobin's Q」,『재무관리연구』제16권 제2호, 1999, pp.27-51.

김병기,「투자-현금흐름 민감도에 영향을 미치는 요인에 관한 연구」,『재무연구』제15권 제1호, 2002.

박대근 · 윤정선 · 조봉환,「재벌기업의 투자결정요인에 관한 연구」,『재무관리연구』제26권 제4호, 2009, pp.35-61.

박영석 · 김남곤,「기업지배구조와 기업가치: 투자효율성과 대리인비용을 중심으로」,『경영학연구』제36권 제5호, 2007, pp.1203-1232.

박진우 · 백재승,「경제환경 변화와 기업구조조정의 가능성 및 장단기 성과 분석」,『증권학회지』제34권 제3호, 2005, pp.101-138.

_____,「구조조정과 기업가치: 축소와 확장 비교분석」,『경영학연구』제38권 제5호, 2009, pp.1329-1352.

성태윤 · 김우찬,「외환위기 이후 10년: 재벌정책의 전개, 문제점, 그리고 향후 과제」,『한국경제의 분석』제14권 제2호, 2008.

신동령,「기업지배구조 관련제도와 그 변화에 관한 고찰」,『재무관리논총』제9권 제1호, 2003.

이명철 · 이기환 · 박주철,「Workout기업의 주가반응에 관한 실증적 분석」,『증권학회지』제26집, 2000, pp.143-171.

이상우 · 최기호,「구조조정기업의 주가반응에 관한 연구: 화의와 회사정리를 중심으로」,『경영학연구』제31권 제3호, 2002, pp.723-749.

www.kci.go.kr

이 영 · 조명환,『유효법인세율 측정과 법인세율 결정요인에 대한 국제 비교연구』, 한국조세연구원, 2010. 6.

이원흠,「비대칭 규제하에서의 기업의 신규투자와 토빈Q 간의 관계에 관한 실증연구」,『규제연구』제15권 제2호, 2006, pp.151-182.

_____,「기업투자와 성장기회, 현금흐름의 민감도에 관한 실증연구」,『재무관리연구』제24권 제2호, 2007, pp.1-40.

장범식 · 황인덕,「구조조정기업의 주식성과에 관한 연구」,『재무관리연구』제5권 제1호, 2008, pp.141-176.

장지호,「김대중 정부의 대기업 구조조정정책 연구: 역사적 제도주의의 적용」,『한국정책학회보』제12권 제2호, 2003.

장하준 · 신장섭,「한국 금융위기 이후 기업구조조정에 대한 비판적 평가」,『한국경제의 분석』제9권 제3호, 2003.

정균화,「과다차입과 과잉투자가 우리나라 경제위기의 주범인가」,『재무관리논총』제10권 제1호, 2004.

진태홍,「사외이사제도와 기업성과」,『재무관리논총』제9권 제1호, 2003.

최정표,「외환위기 직후의 재벌개혁과 그 성과에 관한 연구」,『산업조직연구』제17권 제1호, 2009, pp.45-65.

Claessens, S., S. Djankov and L. Lang, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics* 58, 2000, pp.81-112.

Cleary, S., “The Relationship between Firm Investment and Financial Status,” *Journal of Finance* 64, 1999, pp.673-692.

Kaplan, S. and R. Ruback, “The Valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis,” *Journal of Finance* 50-4, 1985.

Modigliani, F. and M. Miller, “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment,” *American Economic Review* 48-3, 1958, pp.261-297.

_____, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction,” *American Economic Review* 53-3 1963, pp.433-443.

www.kci.go.kr

_____, “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares,” *Journal of Business*, Oct. 1961, pp.411-433.

Ruback, R., “Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows,” *Financial Management* 31, 2002, pp.85-103.

www.kci.go.kr

Journal of Regulation Studies Vol.20 No.2 December 2011

The Effects of Corporate Income Tax Cut Policy on Firm Values

Won Heum Lee

We identify the conditions of favorable improvement in corporate values when the corporate income tax rate is decreased, based on the traditional firm valuation model of Miller-Modigliani(1961). The condition shows that we need to estimate both the required rate of return on investment, generally known as the unlevered firm's cost of capital, and the levered cost of capital as well.

We analyze the listed companies on Korea Exchange(KRX) during the period of 11 years from 2000 to 2010.

The empirical results are summarized as follows; first of all, the corporate tax cut policy can have positive effects on firm values only to about 60% of the listed companies, on average, during the whole periods. And there are no significant differences in the positive tax cut effects regardless of the sub-periods, industry classifications and firm sizes. Second, it is also shown that the companies who satisfy the conditions to enjoy benefits from the tax cut did not significantly increase the investments in physical assets.

Key words: Corporate Tax, Tax Cut, Firm Value, Physical Investment

www.kci.go.kr