

# 법인세 자료를 이용한 한국기업의 소득이전에 관한 장기 추세분석 (대규모기업집단의 계열사와 독립기업간의 비교분석)

김 형 진

(서울대학교 사회과학대학 경제학부 박사과정)

## 요약

이 글은 1987년 이후 우리나라의 외감기업을 대상으로 하여 법인세 자료를 이용하여 소득이전(Income Shifting)정도를 분석하고 있다. 이 시기의 대규모기업집단 소속기업들은 독립기업에 비해 계열사를 이용한 더 많은 소득이전을 하고 있었다. 그러나 그러한 격차는 점점 줄어들어 외환위기 전후로 비교해 볼 때 많이 감소하고 있음을 알 수 있다.

대규모기업집단은 관계회사간의 거래규모가 클수록 낮은 유효세율을 보여주고 있는 것을 통해 기업집단은 관계회사와의 거래를 통해 소득을 이전하고 있음을 알 수 있다. 또한 4대 재벌이 나머지 하위의 재벌에 비해 더 많은 소득이전을 하고 있다.

-글을 읽으시기 전에 심사위원님께 드리는 글

이 연구는 2008년도 2학기 박사논문 심사를 준비하기 위한 것입니다. 지금까지 데이터 분석에 많은 시간을 할애 하다 보니 연구 결과를 글로써 제대로 정리한 글을 쓰기에 시간이 많이 모자랐습니다. 학회에서의 발표를 위해 급작스럽게 글을 쓰다 보니 시간에 쫓기어 잘 정리된 글을 쓰지는 못했습니다.

앞으로 발표와 학위논문을 위해 계속 글을 수정해 나갈 것이며 이 글의 내용이 많이 부족하더라도 연구결과를 단순하게 정리만한 초고로 생각해 주셨으면 하며 연구방법등 미진한 부분에 대한 자세한 소개는 발표를 하는 자리에서 보다 자세히 설명하도록 하겠습니다.

## 1.서론

기업집단은 한국과 일본에서만 있는 것이 아니라 미국과 영국을 제외한 전 세계에 넓게 존재하고 있다. 한국과 일본에서 각각 재벌과 계열이라고 불리어 지는 기업집단은 경제성장의 중요한 수단이라고 여기어 지면서 나라마다 조금씩 다른 특징을 가지고 있으나, 이들의 일반적인 특징은 소유권과 통제권이 집중되어 있다는 것이다.

기업집단에 대해서는 상반되는 여러 평가가 존재하고 있다. 예를 들어 국가의 금융구조가 발달하지 못한 상황에서 기업집단은 내부자본시장을 통하여 기업성장을 주도했다는 기업집단의 긍정적 측면을 제시하는 주장이 있는데 반해 박승록(2001)에 의하면 이러한 긍정적인 효과는 일정한 성장단계에서만 효과가 있었다고 한다. 그러나 대부분의 국가에서 실시한 선행연구들에서는 기업집단의 역할에 대해 채권자 및 소액주주권자들의 희생을 대가로 기업집단소속 계열사들간의 불법적인 내부거래의 존재를 이유로 부정적인 측면이 강하게 작용하고 있음을 보이고 있다.

특히 우리나라의 기업집단은 지배구조가 1인의 소유경영자체제로 되어져 의사결정이 이루어지며, 이런 상황 속에서 소유경영자는 기업경영의 의사결정에 있어 개별기업의 이익 보다는 자신의 이익이나 집단전체의 이익 내지는 집단의 확장을 목적으로 의사결정을 하는 경향을 가지고 있다는 주장이 있다(Fan and Wong 2002; Claessens et al. 2000)

이러한 대규모기업집단이라는 특수한 지배구조로 인한 집단전체의 이익극대화는 기업집단의 조세전략에도 영향을 미치게 될 것이다. 대규모기업집단에 소속되어 있는 개별 계열사들이라 하더라도 기업의 특징과 해마다의 경영실적에 조세부담의 정도가 달라지게 될 것이다. 하 상황에 있다. 이익을 많이 내어 조세부담이 높은 계열사와 그렇지 못한 조세부담이 낮은 계열사가 한 집단 내에 있을 것이다. 대규모기업집단에 소속된 계열사들은 독립된 기업과는 달리 자신들의 밀접한 관계를 이용하여 집단전체의 이익극대화를 위하여 집단전체의 조세부담을 완화 할 목적으로 조세부담이 높은 계열사에서 조세부담이 낮은 계열사로 소득을 이전할 유인을 가지게 된다.

조세부담을 덜기 위한 소득이전에 대한 지금까지의 선행연구들은 다국적기업들을 중심으로 세율이 낮은 나라의 해외자회사를 이용하여 세율이 높은 나라에서 낮은 나라에 있는 기업으로의 소득이전에 초점을 맞추어왔다 (Beatty and Harris 2001; Collins et al. 1998; Harris 1993; Harris et al. 1993; Jacob 1996; Klassen et al. 1993; Newberry and Dhaliwal 2001; Rego 1999,

2003; Yetman2001). 그러나 동일한 국가내에서도 조세를 줄이기 위한 소득 이전에 대한 유인이 존재할 수 있는데 Gramlich et al.(2004)에 의하면 손실을 본 회사들은 세금할인을 받지 못하는 반면 이익을 회사들은 세금을 납부하기 때문에 이러한 회사들이 하나의 기업집단내에 상존하게 된다면 두 개 또는 그 이상의 관계회사가 제휴하여 조세부담이 높은 기업에서 낮은 기업으로 소득을 이전하여 전체 조세부담을 완화 하려는 유인이 존재하r 된다고 한다.

대규모기업집단에 소속된 기업들은 조세감소를 위한 소득이전의 유인 이외에도계열사를 통한 낮은 자본 비용으로 자금을 조달할 수 있고 시장진입을 쉽게 할 수 있는 등의 장점으로 인하여 독립기업보다 더 많은 이익을 창출할 수 있다는 이유 등으로 인한 소득이전의 유인도 갖게 될 것이다

그러나 본 연구에서는 이 같은 대규모기업집단의 소득이전과 관련하여 대규모기업집단 소속기업들은 조세부담이 높은 계열사에서 조세부담이 낮은 계열사로 소득을 이전하여 집단전체의 조세부담을 완화하고 있는지를 대규모기업집단에 소속되어있지 않은 독립기업들의 조세수준과 비교하여 검토하고자 한다.

## 2. 선행연구와 가설

### 1) 선행연구

조세부담에 따른 소득이전에 대한 기존의 연구는 주로 다국적기업을 중심으로 그들의 자회사를 이용한 기업 내 소득이전연구와 동일지배체제하에서 서로 다른 조세부담에 직면한 주체들 간의 소득이전 연구로 나누어 진다. 그러나 현재까지의 연구는 주로 전자에 초점이 맞추어져 왔고 상대적으로 후자에 관한 연구는 상당히 미흡한 편이다.

Klassen etal.(1993)은 영국,프랑스,캐나다 및 미국의 상대적인 법인세율의 변화에 따른 미국 다국적기업들의 지역별 순이익이전을 분석하였다. 법인세율의 국가별 변화에 대해 미국의 다국적기업들이 순이익을 세율이 높은나라에서 세율이 낮은 나로로 이전시킬 것이라는 가설을설정하고 이를 검증하였다. 분석결과 미국의 다국적기업들은 세율변화에 따른 법인세부담세액을 최소화하고 있음을 보여주었다. Collinsetal.(1998)은 다국적기업의 외국소득과 외국납부법인세 정보를 이용하여 미국의 다국적기업들이 법인세절감을 목적으로 하는 소득이전을 행하고 있는지의 여부와 투자자들이 소득이전을 적절

히 평가하고 있는지를 조사하였다.

그러나 지금까지 소득이전에 관한 연구는 그 대상을 다국적기업에 국한하여 연구하였으나 최근 Rhee et al.(2004)은 동일지배체제 하에서 차별적 세금주체 사이의 소득이전에 관한 연구가 진행되면서 범위의 한계성을 다소 극복하고 있다. 여기서는 소득이전현상을 일본의 기업집단으로 한정하여 연구하였는데 일본의 기업집단소속 기업들 간에 유효법인세율에 따라 조세부담이 높은 기업에서 낮은 기업으로 소득을 이전한다는 것을 실증 분석하였다.

## 2) 연구가설

Rhee et al.(2004)을 기초로 하여 한국기업들의 소득이전 정도를 분석하기 위해 다음의 4가지 가설을 세워 분석해 보려고 한다

**가설1) 대규모기업집단 소속기업들은 유효세율을 낮추기 위하여 계열사를 이용하여 소득을 전략적으로 이전시켜 독립기업에 비해 유효세율이 낮다.**

첫번째 가설은 한국기업들이 소득이전을 하고 있는 지를 알아 보기 위한 것으로 대규모기업집단 소속기업들이 독립기업에 비해 적은 조세를 납부하고 있다면 이는 계열사간 소득이전이 발생하고 있다는 것을 보여주는 것이 될 것이다.

**가설2) 가설1의 결과를 외환위기 전후로 비교하여 볼 때, 대규모기업집단 소속기업들과 독립기업들과 유효세율차이는 줄어들었다**

두 번째 가설은 소득이전의 정도가 줄어들고 있음을 보이기 위한 것으로 외환위기 이후 기업지배구조에 대한 정비가 많이 이루어 지면서 대규모기업집단 소속기업들의 경우 경영의 투명성이 한층 발전하면서 소득이전의 정도도 줄어들고 있음을 보여주기 위한 것이다

**가설3-1) 대규모기업집단 소속기업들의 관계회사간 거래규모가 커질수록 유효세율이 작아진다**

**가설3-2) 30대재벌 중 4대재벌이 하위재벌에 비해 유효세율이 작게 나타나고 있다**

세 번째 가설들은 대규모기업집단 소속기업들이 어떤 방식으로 소득이전을 하는 가를 알아보기 위한 것으로 첫째 가설은 소득이전의 정도가 관계회사간의 거래를 토대로 발생하고 있음을 보이려는 것이다. 관계회사간 거래가 큰 기업들일 수록 낮은 유효 세율이 낮아지는 것을 근거로 관계회사간 거래가 소득이전의 수단으로 사용되고 있음을 보여주기 위한 것이다. 둘째 가설은 4대재벌이 하위재벌에 비해 소득이전이 더 크게 발생하고 있음을 보이기 위한 것이다. 4대재벌들은 더 많은 관계회사를 이용하여 많은 소득이전을 하고 있음을 보이려는 것이다

### 3. 연구방법

#### 1) 변수에 대한 정의

PTAXROA-자산대비 기업의 법인세 차감전 이익

IPTAXROA-동일 산업의 자산대비 기업의 법인세 차감전 이익 평균

M-유효법인세율 (실제법인이 세금을 납부하면, 1 아니면 0)

Chaebol-재벌 (기업집단에 소속되면, 1 아니면 0)

Size-자산의 자연로그

Leverage-자산대비 부채비율

Ind-산업분류

Year-1987-2004

Period-외환위기전후

Transaction-관계회사간 거래액

#### 2) 가설1의 검정방법

PTAXROA(it)

$$=b_0 + b_1 * IPTAXROA(it) + b_2 * M(it) + b_3 * Chaebol(i) + b_4 * Chaebol(i) * M(it) + b_5 * SIZE(it) + b_6 * LEVERAGE(it) + b_7 * IND1(i) + \dots + b_{34} * IND28(i) + b_{35} * YEAR1 + \dots + b_{51} * YEAR17 + e(it)$$

#### 3) 가설2의 검정방법

PTAXROA(it)

$$\begin{aligned}
&=b_0 + b_1*IPTAXROA(it) + b_2*M(it) + b_3*Chaebol(i) \\
&+ b_4*1^{st} \text{ period} + b_5*2^{nd} \text{ peroid} \\
&+ b_6*Chaebol(i)*M(it)*1^{st} \text{ period} + b_7*Chaebol(i)*M(it)*2^{nd} \text{ period} \\
&+ b_8*SIZE(it) + b_9*LEVERAGE(it) + b_{10}*IND1(i)+ + b_{37}*IND28(i) + e(it)
\end{aligned}$$

#### 4) 가설3A의 검정방법

PTAXROA(it)

$$\begin{aligned}
&=b_0 + b_1*IPTAXROA(it) + b_2*M(it) \\
&+ b_3*Transaction(i) + b_4*Transaction(i)*M(it) + b_5*SIZE(it) \\
&+ b_6*LEVERAGE(it)+ b_7*IND1(i) + \dots + b_{34}*IND28(i) \\
&+ b_{35}*YEAR1 + \dots + b_{51}*YEAR17 + e(it)
\end{aligned}$$

#### 5) 가설3B의 검정방법

가설1의 검정을 위해 사용했던 식을 이용하여 30대 재벌만 대상으로 해서 4대재벌만을 재벌로 정의하면 됨

### 4. 분석결과

#### 1) 가설1의 분석결과

<표1> 소득이전의 정도

전체기간(1987-2004)	listed	audit
Intercept	0.0207	0.0219
	(5.01)**	(7.25)**
IPTAXROA	0.6232	0.6371
	(13.45)**	(8.92)**
M	0.036	0.0304
	(35.24)**	(3.62)**
CHAEBOL	0.0095	0.0135
	(5.03)**	(4.51)**
M*CHAEBOL	-0.01659	-0.0174
	(-8.01)**	(-3.49)**
Adj R2	0.1911	0.1937

외감기업을 대상으로 한 분석대상 전체기간에 대한 소득이전 정도를 살펴 보면 M\*CHAEBOL이 유의하게 음수로 나오는 것을 알 수 있다 이는 대규모기업집단소속의 계열사들이 산업평균보다 적은 세금을 내고 있음을 말해 주는 것이다

## 2) 가설2의 분석결과

<표2> 외환위기 전후의 소득이전의 정도

	listed	audit
Intercept	0.021	0.0223
	(5.01)**	(3.25)**
IPTAXROA	0.6179	0.6257
	(13.45)**	(3.92)**
M	0.041	0.0314
	(15.24)**	(3.62)**
CHAEBOL	0.0097	0.0125
	(4.57)**	(1.51)
1st period	0.0309	0.0287
	(4.38)**	(1.33)
2nd period	0.0382	0.0364
	(3.98)**	(2.01)**
M*CHAEBOL*1st	-0.02193	-0.02074
	(-4.38)**	(-2.15)*
M*CHAEBOL*2nd	-0.01659	-0.0147
	(-3.93)**	(1.37)
Adj R2	0.3911	0.3837

분석대상 전체기간을 외환위기 전후로 나누어 살펴보면 M\*CHAEBOL\*1st 이 M\*CHAEBOL\*2nd에 비해 유의하게 더 작은 음수로 나오는 것을 알 수 있다 이는 외환위기 이전에 대규모기업집단소속의 계열사들이 산업평균보다 적은 세금을 내고 있음을 말해 주는 것이다.

### 3) 가설3의 분석결과

가설3은 30대 기업집단을 소득이전에 대한 방법과 정도를 알아보기 위한 것이다

<표3> 관계회사 거래액과 소득이전의 정도

Whole	listed	Audit
intercept	0.0321	0.0383
	(3.45)**	(3.16)**
IPTAXROA	0.6364	0.6107
	(3.34)**	(2.35)*
M	0.0362	0.0338
	(3.35)**	1.34
Transaction	0.0064	0.0055
	(0.98)	(1.16)
M*Transaction	-0.0123	-0.0147
	(-5.23)	(-3.67)
Adj R2	0.2921	0.2758

대규모기업집단 소속기업들의 소득이전 정도를 살펴보면 M\*Transaction이 모두 유의하게 음수가 나오는 것을 통해 알 수 있듯이 관계회사간의 거래규모가 많을수록 대규모기업집단소속의 계열사들이 자신이 속한 산업평균보다 적은 세금을 내고 있음을 말해 주는 것으로 이는 소득이전이 활발하게 이루어 졌음을 보여주는 것이다

한편 <표4>에서 처럼 .대규모기업집단 중 4대 재벌에 속한 소속기업들의 소득이전 정도를 살펴보면 M\*4대CHAEBOL이 모두 유의하게 음수가 나오는 것을 통해 알 수 있듯이 4대 재벌 계열사들이 하위재벌의 계열사들보다 더 많은 소득이전을 하고 있음을 알 수 있다.

<표4> 4대재벌의 소득이전의 정도

Whole	listed	audit
Intercept	0.0242	0.0217
	(6.94)**	(4.02)**
IPTAXROA	0.6219	0.6222
	(13.77)**	(9.45)**
M	0.0345	0.035
	(36.14)**	(15.24)**
CHAEBOL	0.0079	0.0094
	(5.50)**	(4.03)**
M*4대CHAEBOL	-0.0123	-0.0161
	(-8.05)**	(-6.01)**
Adj R2	0.2834	0.2853

## 5. 결론

이상의 분석결과를 종합해 보면 대규모기업집단 소속기업들은 독립기업에 비해 계열사를 이용한 더 많은 소득이전을 하고 있었다는 것을 알 수 있다. 그러나 그러한 격차는 점점 줄어들어 외환위기 전후로 비교해 볼 때 유의한 수준에서 많이 감소되었음을 알 수 있다.

대규모기업집단은 관계회사간의 거래규모가 클수록 낮은 유효세율을 보여 주고 있는 데, 이는 기업집단이 관계회사와의 거래를 통해 소득을 이전하고 있음을 보여 주는 것이다. 또한 4대 재벌이 나머지 하위의 재벌에 비해 더 많은 소득이전을 하고 있다.

## 참고문헌

Almeida, H. and D. Wolfenzon (2004), 'A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups', NBER Working Paper No. 11368.

Bae, K., J. Kang and J. Kim (2002), 'Tunneling or Value added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups', *Journal of Finance* 57, pp. 2695-2740.

Baek, J., J. Kang, and K. Park (2004), 'Corporate Governance and Firm value: Evidence from the Korean Financial Crisis', *Journal of Financial Economics* 71, pp. 265-313.

Beatty, A. and D. Harris (2001), 'Intra-group, Interstate Strategic Income Management for Tax, Financial Reporting, and Regulatory Purposes', *Accounting Review* 76, pp. 515-536.

Bertrand, M., P. Mehta and S. Mullainathan (2002), 'Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups', *Quarterly Journal of Economics* 117(1), pp. 121-148.

Burgstahler, D. and I. Dichev (1997), 'Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses', *Journal of Accounting & Economics* 24: 99-126

Cheung, Y., P. Rau and A. Stouraitis (2006), 'Tunneling, Propping and Expropriation Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong', *Journal of Financial Economics* 82, pp. 343-386.

Claessens, S., S. Djankov and L. Lang (2000), 'The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation', *Journal of Financial Economics* 58, pp. 81-112.

Collins, J., D. Kemsley and M. Lang (1998), 'Cross-jurisdictional Income Shifting and Earnings Valuation', *Journal of Accounting Research* 36, pp. 209-229.

Graham, J. R. (1996), 'Debt and the Marginal Tax Rate', *Journal of Financial Economics* 41, pp. 41-73.

Gramlich J. D., P. Limpaphayomb and S. Ghon Rhee (2004), 'Taxes, Keiretsu Affiliation, and Income Shifting', *Journal of Accounting and*

*Economics* 37, pp. 203-228

Guenther, D. A. (1994), 'Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act', *Accounting Review* 69, pp. 230-243.

Gupta, S. and K. Newberry (1997), 'Determinants of the Variability in Corporate Effective Tax Rates: Evidence from Longitudinal Data', *Journal of Accounting and Public Policy* 16, pp. 134.

Harris, D.G. (1993), 'The Impact of US Tax Law Revision on Multinational Corporations' Capital Location and Income-shifting Decisions', *Journal of Accounting Research* 31, pp. 111-140.

Jacob, J. (1996), 'Taxes and Transfer Pricing: Income Shifting and the Volume of Intrafirm Transfers', *Journal of Accounting Research* 34, pp. 301-312.

Joh, S. (2003), 'Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis', *Journal of Financial Economics* 68, pp. 287-322.

Kim, B., K. Jung and I. Kim (2005), 'Internal Funds Allocation and the Ownership Structure: Evidence from Korean Business Groups', *Review of Quantitative Finance and Accounting* 25, pp.33-53.

Klassen, K., M. Lang and M. Wolfson (1993), 'Geographic Income Shifting by Multinational Corporations in Response to Tax Rate Changes', *Journal of Accounting Research* 31 (Suppl.), pp.140-173.

Klassen, K. (1997), 'The Impact of Inside Ownership Concentration on the Trade-off between Financial and Tax reporting', *Accounting Review* 72, pp. 455-474.

Klassen, K. and D. Shackelford (1998), 'State and Provincial Corporate Tax Planning: Income Shifting and Sales Apportionment Factor Management' *Journal of Accounting & Economics* 25, pp.385-406.

Ko, J. (2000), 'Income Shifting and Minimizing Tax Liabilities through Transfer Pricing of Korean Multinational Corporations' *Korean Accounting Review* 25, pp. 51-77 (in Korean).

Ko, J. (2003), 'Marginal Tax Rate and Debt Issuance Decision', *Korean Accounting Review* 28, pp.49-77 (in Korean).

Kook, C., Y. Park and J. Lee (1997), 'Investment Decision and Cost of

Capital of Korean Conglomerates', *The Korean Journal of Finance* 13, pp. 101-130 (in Korean).

Korea Development Institute (2003), 'Development of Performance Index and Measurement for the Market Reform', *Korea Fair Trade Commission Press, Seoul, Korea* (in Korean).

Krull, L. K. (2004), 'Permanently Reinvested Foreign Earnings, Taxes, and Earnings Management', *Accounting Review* 79, pp. 745-767.

Lee, K. (2002), 'Early Evidence on the Economic Consequences of Consolidated Tax Return System', *Korean Management Review* 31, pp. 1211-1228 (in Korean).

Leuz, C. and R. Verrecchia (2000), 'The Economic Consequences of Increased Disclosure' *Journal of Accounting Research* 38, pp. 91-124.

Maydew, E. L. (1997), 'Tax-induced Earnings Management by Firms with Net Operating Losses', *Journal of Accounting Research* 35, pp. 83-96.

McConnell, J. and H. Servaes (1990), 'Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value', *Journal of Financial Economics* 27, pp. 595-612.

Mills, L., M. Erickson. and E. Maydew (1998), 'Investments in Tax Planning', *Journal of the American Taxation Association* 20 (Spring), pp. 1-20.

Mills, L. and K. Newberry (2001), 'The Influence of Tax and Nontax Costs on Book-tax Reporting Differences: Public and Private Firms', *Journal of the American Taxation Association* (Spring) , pp.1-19.

Newberry, K. and D. Dhaliwal (2001), 'Cross-jurisdictional Income Shifting by U.S. Multinationals: Evidence from International Bond Offerings', *Journal of Accounting Research* 39, pp. 629-648.

Omer, T. C., K. Molloy and D. Ziebart (1993), 'An Investigation of the Firm Size-Effective Tax rate Relation in the 1980s' *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 8, pp. 167-182.

Phillips, J., M. Pincus and S. Rego (2003), 'Earnings Management: New Evidence based on Deferred Tax Expense', *Accounting Review* 78, pp. 491-521.

Plesko, G. A. (2003), 'An Evaluation of Alternative Measures of

Corporate Tax Rates', *Journal of Accounting and Economics* 35, pp. 201-226.

Porcano, T. M. (1986), 'Corporate Tax Rates: Progressive, Proportional, or Regressive', *Journal of the American Tax Association*, Vol.8, No.1, pp. 17-31.

Siegfried, J. (1972) 'The Relationship between Economic Structure and the Effect of Political Influence: Empirical Evidence from the Corporation Income Tax Program', PhD. dissertation, University of Wisconsin, reported in Stickney and McGee (1982).

Shackelford, D. and T. Shevlin (2001), 'Empirical Tax Research in Accounting', *Journal of Accounting and Economics* 31, pp. 321-387.

Shin, H. and Y. Park (1999), 'Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean Chaebols', *Journal of Corporate Finance* 5, pp. 169-191.

Scholes, M., P. Wilson and M. Wolfson (1990), 'Tax Planning, Regulatory Capital Planning and Financial Reporting Strategy for Commercial Banks', *Review of Financial Studies* 3, pp. 625-50.

Scholes, M. S., M. Wolfson, M. Erickson, E. Maydew and T. Shevlin (2002), *Taxes and Business Strategy: a Planning Approach* (2nd Edition, Prentice-Hall, Upper Saddle River, NJ).

Watts, R. and J. Zimmerman (1986), *Positive accounting theory* (Prentice Hall: Engelwood Cliffs, NJ).

Zimmerman, J. (1983), 'Taxes and Firm Size', *Journal of Accounting and Economics* 5, 119-149.