

코스닥 상장법인의 소유구조 및 사외이사와 기업가치 간의 관련성 분석

박범진*

〈요 약〉

본 연구는 코스닥 상장법인의 소유구조 및 사외이사가 기업가치와 어떠한 관련성이 있는지를 분석하였다. 연구대상은 2000년부터 2003년까지 코스닥시장에 상장된 12월 결산법인(금융업과 보험업을 제외) 1,499개이다. 종속변수는 기업가치의 대용치(proxy)로 Tobin's Q를 이용하였고, 독립변수는 소유구조 관련변수와 사외이사 그리고 기타 통제변수로 하여 다중회귀분석과 Piecewise 회귀분석을 하였다.

연구결과, 소유구조와 관련하여 대주주1인과 외국인투자자 지분율이 선행연구들(Morck et al. 1988, 김영숙과 이재춘 2000, 김병호 2002, 김문현과 박종일 2005)과 같이 기업가치와 비선형 관계가 있어 이익일치가설과 경영자기득권유지가설이 혼재된 절충가설이 지지되었다. 그러나 기관투자자는 선행연구들과 달리 기업가치와 관련성이 적은 것으로 나타났다.

사외이사와 관련해서는 선행연구들(Vafeas 2000, Choi et al. 2004, 박경서 등 2003)과 같이 코스닥시장에서도 사외이사비율이 높을수록 기업가치가 높은 것으로 나타났다. 추가분석에서는 사외이사비율과 기업가치 간에는 비선형관계가 존재하여 사외이사 선임의 효율성 문제가 존재하는 것으로 추론되며, 사외이사 선임이 상대적으로 높은 기업이 그렇지 않은 기업보다 소유구조와 기업가치 간의 관련성이 더 높아 사외이사가 소유구조와도 관련되어 있음을 보여주었다.

향후, 거래소 상장기업의 협력자이며, 경제적으로 의미가 커지고 있는 코스닥 상장법인에 대해서도 기업지배구조와 관련된 많은 연구들이 이루어져야 할 것이다.

주제어 : 기업지배구조, 소유구조, 사외이사, Tobin's Q, 코스닥시장

논문접수일 : 2006년 07월 03일 논문게재확정일 : 2007년 09월 12일

* 충북대학교 경영대학.

** 본 논문의 작성에 아낌없는 조언을 해 주신 익명의 심사위원님들께 진심으로 감사드립니다.

I. 서론

1. 문제제기

1997년도에 외환위기를 겪은 우리나라는 아시아 국가들과 함께 금융위기를 통해 기업을 둘러싼 이해관계자들 간의 비효율적인 견제와 감시가 시장의 실패를 가져온다는 것을 깨닫게 되었다. 이후 세계 각국은 기업지배구조에 더 많은 관심을 갖게 되었고, 미국 및 유럽의 많은 기업들은 기업의 소유와 경영의 분리를 한층 강화하였다.

기업지배구조(corporate governance)는 소유구조(ownership structure)¹⁾를 포괄하는 더 큰 개념으로 투자자들이 기업의 가치를 평가하는데 있어서 매우 중요한 역할을 한다. 기업지배구조에 대한 관심은 Berle and Means(1932)의 연구로부터 시작되었다. 기업의 지분이 넓게 분산되어 있고 경영자가 지분을 거의 소유하지 않은 경우, 경영자는 기업자산을 주주의 이익극대화 보다는 사익추구를 위해 사용한다고 하였다. 이후 Jensen and Meckling(1976)은 경영자가 기업경영에 있어서 주주와 이해 상충되는 의사결정시 사익을 추구하고자 한다고 하였다. 이러한 대리인 문제는 대주주와 전문경영자 간²⁾에도 발생할 수 있고, 지배주주와 소액주주 간³⁾에도 발생할 수 있는 것이다. 우리나라의 경우, 가족경영을 통해 회사뿐만 아니라 계열회사까지도 기업지배력을 행사하므로 전자보다는 후자의 대리인 문제가 더 심각하다. 그래서 대주주에 대해 견제력을 행사할 가능성이 있는 외국인투자자나 기관투자자들에 대한 관심이 집중되고 있다. 이러한 소유구조의 투자자들은 어떠한 소유지분의 크기를 갖느냐에 따라 기업가치의 증감에 영향을 줄 수 있는 것이다.

기업지배구조에는 소유구조 외에도 사외이사제도가 도입되어 기업경영의 투명성 개선을 도모할 수 있게 되었다. 증권거래법 제2조에 의하면 사외이사는 당해 회사의 상무에 종사하지 아니하는 이사⁴⁾로서 주주총회에서 선임된 이사이나 회사에 상근하여 업무집행을 담당하지는 않고 이사회 구성원의 일원으로 회의에 출석하여 주로 이사회 제출의안에 대한 심의를 통하여 회사의 경영의사결정에 관여하는 이사이다. 증권거래법⁵⁾에

1) 소유구조는 기업 구성원인 주주, 경영자, 채권자, 기타 이해관계자 지분의 총체적 관계성을 의미한다.

2) 우리나라는 아직까지 소유와 경영의 분리가 크지 않아 대부분 소유경영자이며, 대주주가 전문경영자에게 미치는 영향도 매우 커서 상대적으로 대리인 문제로 자주 부각되지는 않는다.

3) 증권회석화나 기업자원의 이전을 통해 지배주주는 소액주주의 비용으로 사익추구를 할 수 있다.

4) 증권거래법 제54조의5 또는 제191조의16의 규정에 의거.

서는 모든 상장법인(자산총액이 1천억 원 미만인 벤처기업 제외)이 총 이사수의 4분의 1 이상을 사외이사로 선임하도록 하였고, 최근 사업연도말의 자산총액이 2조원 이상인 상장법인은 총 이사수의 2분의 1 이상, 최소 3인 이상을 사외이사로 선임할 것을 의무화 하였다.⁶⁾

사외이사제도가 다른⁷⁾에도 불구하고 국외와 국내의 선행연구들(Fama and Jensen 1983, Lee et al. 1992, Borokhovich et al. 1996, 박경서 등 2003, 김영규 등 2004)은 이사회 내 사외이사비율이 증가할수록 기업가치가 증가하는 동일한 결과를 나타냈다.

한편, 기업지배구조와 관련된 국내 선행연구들은 대부분 거래소 상장기업을 대상으로 이루어져, 규모가 커지고 있는 코스닥시장으로도 연구대상을 확대할 필요성이 있다.

2005년 1월 27일 증권거래소, 코스닥시장, 선물거래소가 통합증권거래소 체제로 단일화 되어 하나의 거래소 내에 사업본부제 형식으로 유가증권시장, 코스닥시장과 선물시장으로 구분되었다. 유가증권시장은 대형·우량기업 중심시장으로 상대적으로 안정적 투자기회를 제공하는 시장으로, 코스닥시장은 중소·벤처기업 중심의 고위험·고수익을 추구하는 역동적인 시장으로 거듭나고 있다.⁸⁾

코스닥 상장법인들은 거래소시장의 중소형 기업들과 비슷한 성격을 가지고 있다. 코스닥 상장법인은 대부분 한국 자본주의 분업 구조에서 대기업의 하위 협력자로서 역할을 하고 있으며 시가총액 규모면에서도 유사하다. 코스닥시장 개설초인 1997년에는 시가총액 구성비가 100억 원 미만은 50.9%, 100~500억 원은 39.8%로 500억 원 미만이 약 90%를 차지하였다. 그러나 시가총액이 2006년도 5월말에는 1997년도에 비하여 약 7배(약 61.7조원)가량 증가하면서 경제적으로 중요성이 커지고 있다. 그래서 대기업의 하위 협력자이며 경제적으로 의미가 커지고 있는 코스닥 상장법인들도 기업지배구조의 역할이 중요해지고 있는 것이다.

본 논문은 다음과 같이 네 장으로 구성되어 있다.

제 I 장은 기업지배구조와 관련하여 코스닥시장을 대상으로 연구해야 하는 문제제기와 그와 관련된 선행연구들을 살펴보았다. 제 II 장에서는 선행연구들에 근거하여 연구가설을 설정하며, 표본의 특성에 대해 살펴보고 연구의 목적에 맞는 연구모형을 설정하였다.

5) 상장법인의 사외이사 선임 의무화(1998. 2. 상장규정).

대형 코스닥상장법인 사외이사제도 도입(2001. 3. 증권거래법).

6) 증권거래법 제191조 16 제1항, 제54조의 5 제1항.

7) 미국의 사외이사는 주로 자격과 역할에 초점을 맞추는 내생성에 의해 선임되지만, 우리나라는 기업의 자산총액을 기준으로 사외이사 최소선임비율을 규정하여, 규제기관에 의한 외생적인 영향에 의해 선임된다.

8) <http://www.ksda.or.kr/>(한국증권업협회).

제 III장에서는 실증분석을 하고 그 결과에 대해 해석을 하며, 제 IV장에서는 연구의 결과와 한계점을 제시하였다.

2. 선행연구

기업지배구조에서 소유구조와 관련된 선행연구를 보면 크게 두 가지 이론적 배경으로 나누어 볼 수 있다.

Berle and Means(1932), Jensen and Meckling(1976)은 경영자와 주주 간에 이익일치가설(convergence of interest hypothesis)을 주장하였다. 대리인이론에 의하면 경영자는 기업자산을 사익추구를 위해 사용하려 하지만, 경영자가 지분을 많이 소유할수록 사익을 추구하고자 하는 욕구가 주주의 이익극대화와 이해가 일치되어 경영자의 소유지분 증가는 기업가치를 증가시킨다는 것이다. Jensen and Murphy(1990), Beasley(1994)도 경영자가 기업의 지분을 적게 가지고 있을 때, 그들은 이해관계자들의 비용으로 자신의 지분을 확보하려 하기 때문에, 경영자가 지분을 많이 소유할수록 주주가치를 창출할 수 있는 유인이 더 강해진다고 주장하였다.

한편, Morck et al.(1988)은 경영자가 일정 이상의 지분을 소유하게 되면 사익추구의 여지가 있어 기업가치가 감소하는 경영자기득권유지가설(management entrenchment hypothesis)⁹⁾을 주장하였다. 소유지분율이 작은 0~5%인 구간에서는 경영자가 사익추구를 위한 환경이 형성되지 않아서 경영자의 소유지분이 증가하여도 사익추구보다는 기업가치에 더 기여하며, 소유지분율이 5~25%인 구간에서는 경영자의 의사결정권한이 커져 재량권이 발생하면서 소유지분의 증가는 기업가치 증가보다 사익추구의 가능성이 크다고 보았다. 소유지분율이 25% 이상인 영역에서는 경영자가 충분히 사익추구를 했기 때문에 주주의 이익극대화와 이해가 일치되어 소유지분이 증가할수록 기업가치가 증가한다고 보았다.

국내에서는 박기성(2002)이 1994년부터 1996년까지 3년간 존속하는 상장기업을 대상으로 연구한 결과, 내부 대주주 지분율이 높을수록 회계성과가 높지만 Tobin's Q는 일정한 소유지분율 이상으로 증가할 때 높아지는 것으로 나타나 절충적인 이익일치가설

9) 소유구조와 관련하여 대주주나 경영자와 다른 주주들 간에 이해가 일치하는 이익일치가설(convergence of interest hypothesis)과 대주주나 경영자가 주주의 비용으로 사익추구를 하고자 하는 경영자기득권유지가설(management entrenchment hypothesis)로 나뉠 수 있다. 본 연구에서는 이후에 두 가설이 혼재하는 결과를 '절충가설'이라 하였다.

(convergence of interest hypothesis)을 지지하였다. 김병호(2002)의 연구는 Tobin's Q가 1999년에 임원지분율이 5~30%인 구간에서만 유의한 수준으로 감소를 하였으며, 2000년에는 임원지분율이 5~25%의 구간에서만 유의한 수준으로 감소하였다. 김영숙과 이재춘(2000)의 연구는 증권거래소에 상장되어 있는 168개 기업을 대상으로 연구하였으며, 대주주1인의 지분율이 증가함에 따라 기업가치가 하락하다가 29%를 넘어서면 기업가치가 다시 상승하는 U자형 곡선관계가 있음을 발견하여 절충가설이 지지되었다.

한편, Fama and Jensen(1983), Lee et al.(1992) 등 사외이사와 관련된 국외 선행연구들은 대주주나 경영자의 사익추구를 견제하기 위해서는 독립성이 강한 사외이사를 많이 선임해야 한다고 하였다. 이러한 결과들은 국내시장을 대상으로 한 박경서 등(2003), 김영규 등(2004), 박종일(2004) 등도 동일한 결과를 가져 왔다. 그러나 적절한 사외이사 비율에 대한 연구는 다소 미흡하였다. Vafeas(2000)는 이사회 규모의 크기에 따라 이사회 의사결정에 따른 비용과 효익이 상충관계에 있다고 하였다. 이는 이사회 내에 사외이사비율의 크기도 대주주나 경영자의 견제와 감시를 위해 효율성에 입각한 적절한 비율이 존재함을 시사한다. 그래서 사외이사비율과 기업가치 간에 어떠한 관련성이 있는지에 대해 기존 선행연구들에 근거하여 비선형관계를 가정한 접근이 필요해 보인다.

3. 연구의 목적

1999년 들어서, 코스닥시장은 정부의 벤처기업 육성 및 코스닥시장의 활성화 정책, 정보통신을 중심으로 한 벤처열풍 그리고 저금리 하에서 고수익을 노리는 투기적인 투자자의 유입 등에 의해 짧은 기간 내에 급성장 하였다. 그러나 엄격한 상장기준의 부재가 코스닥시장에 상장된 기업들을 거품론으로 이끌면서, 2002년 상반기부터 코스닥지수는 하락하였다. 그러나 최근 들어 코스닥시장은 과거와 같이 과도한 공급 물량에 의해 시장의 상승세가 하락 반전할 가능성은 낮아지고 있다. 그 이유로 첫째는 벤처기업의 감소세가 두드러지고, 신규상장을 통한 IPO방식의 자금조달이 빠르게 줄고 증자형태로 자금조달이 변화하면서 안정적인 수급이 이루어지고 있다. 둘째는 중견기업의 성장세가 강화되면서 코스닥시장의 안정성이 높아지고 있다. 그러나 코스닥시장의 중요성이 부각되는 이유는 나머지 두 가지 관점에서 더 큰 의미가 있다.

셋째로는 기관투자자와 외국인투자자 비중이 높아지고 있다. 2001년을 저점으로 기관투자자와 외국인투자자의 코스닥 매매비중은 꾸준히 상승하여, 외국인투자자의 주식보유비중이 1999년도 7.5%에서 2005년에는 13.5%까지 증가하였고, 기관투자자도 2003년

을 저점으로 증가추세에 있다. 넷째로는 코스닥 시가총액과 상장법인 수가 증가하고 있다. 2006년도 5월말에는 1996년도에 비하여 시가총액이 약 7배(약 61.7조원) 가량 증가하였고, 상장법인 수도 343개에서 927개로 증가하였다. 일평균거래량은 14만주에서 5.9억 주로, 일평균거래대금은 21억 원에서 2조원 규모로 폭발적인 성장세를 나타내고 있다. 코스닥시장의 상장기준도 강화되고, 투자자들도 무모한 시세차익을 위해 잦은 매매를 일삼던 과거의 투자방식에서 기업가치를 분석하는 성숙한 투자문화로 전환되고 있다.

그래서 본 연구의 목적은 거래소시장을 대상으로 한 선행연구에 근거하여, 통합증권거래소 내에서 경제적 중요성이 커지고 있는 코스닥시장을 대상으로 소유구조 및 사외이사와 기업가치 간에 관련성을 연구하고자 하였다. 특히, 이러한 관련성은 각 투자자의 지분율과 사외이사비율의 변화에 따라 그 의미가 달라질 수 있다. 그래서 이들과 기업가치 간의 관련성이 단순한 선형관계 뿐만 아니라 비선형관계도 존재하는 지를 알아보려고 하였다.

II. 연구가설, 표본의 특성 및 모형의 설계

1. 연구가설

1) 소유구조와 기업가치 간의 관련성

거래소시장을 대상으로 한 선행연구들에 근거하여, 코스닥시장에서 소유구조 투자자들¹⁰⁾의 지분율과 기업가치 간에 어떠한 관련성이 있는지를 알고자 하였다.

기업은 대주주가 지분을 많이 보유할수록 소유와 경영이 일치되는 소유경영자가 되어 소유자지배기업이 될 수도 있고, 대주주가 전문경영자를 고용하여 기업의 경영을 맡기는 경영자지배기업이 될 수도 있다. 코스닥 상장법인은 대부분 자본금이 작고 발행주식수도 적으며, 창업주를 중심으로 기업이 성장하여 소유지분은 대주주1인과 특수관계인에게 편중되어 있다. 그래서 코스닥 상장법인은 외부주주의 감시와 견제력이 거래소시장의 상장기업에 비해 상대적으로 약하며, 대부분 소유와 경영이 일치되는 소유자지배기업이다. 이는 대주주가 지분을 많이 소유할수록 사익을 추구할 수 있는 재량권을 갖게 되는 것이다.

10) 여기서의 투자자들은 대주주1인, 외국인투자자, 기관투자자 등을 의미한다.

그래서 거래소시장을 대상으로 한 선행연구들(Choi et al. 2004, 박경서 등 2003, 김영규 등 2004, 박종일 2004)과 같이 대주주 지분이 증가할수록 기업가치가 낮아지는 Morck et al.(1988)의 경영자기득권유지가설(management entrenchment hypothesis)이 지지될 가능성이 있다.

한편, 자본시장의 개방초기에는 외국인투자자의 종목별 한도는 상장회사 발행주식의 10%, 1인당 투자한도는 3%로 제한되었으나 매년 확대되어 1997년 12월 종목당 50%, 1998년에는 외국인투자자의 투자지분한도가 폐지되어¹¹⁾ 기업경영의 견제와 감시자로서 충분한 역할을 할 수 있게 되었다. 최근에 외국인투자자들은 투자목적이 시세차익에서 배당을 목적으로 한 경영참여로 바뀌면서 대주주나 경영자, 사외이사 선임 그리고 기업경영의 의사결정 등 많은 부분에 대해서 영향력을 행사하고 있다. Pound(1988)는 외국인투자자가 소액 개인투자자에 비해 적은 비용으로 중요한 정보를 획득할 수 있고, 정보 분석능력이 뛰어나 기업의 감시자 역할을 충분히 할 수 있다고 하였다. 국내 선행연구들(전영순 2003, 박종일 2004, 김문태 2004)에서도 외국인투자자의 지분율이 높을수록 기업가치가 높다는 결과를 통해 충분히 기업견제에 영향력이 있음을 알 수 있다.

기관투자자¹²⁾는 자본시장의 안전관¹³⁾으로서 외국인투자자와 함께 기업경영에 대한 견제와 감시에 매우 중요한 역할을 하고 있다. Hoskisson et al.(1994)과 Kochhar et al.(1996)은 기관투자자들의 감시와 정보수집 능력이 우수하여 기업의 감시자로서 충분한 자격이 있음을 시사하였다. 한편, Froot et al.(1992)은 일반적으로 기관투자자들이 다른 기관투자자들과 비슷한 사적정보를 얻게 되어 비슷한 방향으로 투자하는 군집행동(herding behavior)성향을 갖는다고 하였다. 이는 외국인투자자들이 대부분 기관투자자임을 감안하면 국내 기관투자자들도 지분율이 높을수록 기업가치가 높아질 것으로 보인다. 국내 선행연구들(정구열 등 2002, 박종일 2004, 김문현과 박종일 2005 등)도 기관투자자의 지분율이 높을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 하였다.

그러나 Morck et al.(1998)은 소유구조와 기업가치 간의 관련성이 단순한 선형관계가 아니라 변곡점을 갖고 있는 비선형관계임을 발견하였다. 거래소시장을 대상으로 한 국내 선행연구들(김우택 등 1993, 김영숙과 이재춘 2000, 김병호 2002, 박기성 2002, 김문현과 박종일 2005)에서도 소유구조와 기업가치 간에는 비선형관계가 나타났다. 그래서

11) 김문태(2004), “외국인의 지분참여가 이익관리의 크기와 방향에 미치는 영향”, 회계정보연구, 22(4), 85-111.

12) 기관투자자는 은행, 증권회사, 보험회사 등과 같이 주식을 대량으로 보유하는 투자전문회사를 말한다.

13) 대규모 주식보유자이면서 경영감시에 관하여 개인투자자들보다 더 많은 전문지식을 갖고 있고, 급격한 경제 여건변화에도 보유규모가 크기 때문에 매각의 신중을 기하여 시장의 충격을 완화시키기 때문이다.

코스닥시장에서도 소유구조의 각 투자자들은 소유하는 지분의 크기에 따라 추구하는 목적도 달라져 기업가치 간에는 비선형관계인 절충가설이 존재할 것으로 보인다.

2) 사외이사제도와 기업가치 간의 관련성

사외이사제도는 대주주의 영향력을 받지 않는 전문가들을 이사회에 참여시켜 기업권력의 집중과 남용을 방지하고 기업의 사회적 책임을 성실히 수행하게 한다는 측면에서도 도입되었다. Kaplan and Minton(1994), Erickson et al.(2002)은 기업가치와 사외이사 간의 연구에서 전기에 기업의 성과가 나쁠 경우 다음 기에 더 많은 사외이사를 선임한다는 것을 발견하였다. 이는 기업경영과 관련된 의사결정에서 객관적으로 판단할 수 있는 사외이사의 역할이 매우 중요하며, 기업성적으로 이어질 수 있다는 것을 보여준다. 국내에서도 Choi et al.(2004), 박경서 등(2003), 김영규 등(2004), 박종일(2004)은 사외이사비용과 t 기 또는 $t+1$ 의 Tobin's Q사이에 유의한 양(+)의 관련성이 있음을 보여 주었다.

본 연구에서는 코스닥 상장법인도 2001년 개정 증권거래법에서 사외이사 최소선임규정을 준수하도록 요구됨에 따라 사외이사비용의 증가가 기업경영의 투명성에 영향을 주면서 기업가치에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

한편, Vafeas(2000)는 이사회 규모가 이사회 의사결정에 따른 효율성을 반영하고 있다고 하였다. 이러한 결과에 의하면 이사회 내 사외이사를 선임할 때에도 기업의 효율적인 견제와 감시를 위해 비용과 효익이 고려되어야 할 것이다. 그래서 사외이사비용과 기업가치 간에도 효율성문제로 인해 비선형관계가 존재할 것으로 보인다.

3) 기타변수들과 기업가치 간의 관련성

박종일(2004)이 사용한 영업위험(ORISK)은 낮으면 영업이익률이 높아져 기업가치가 증대되지만, 높으면 영업이익률이 낮아져 기업가치는 감소할 것이다. 김문현과 박종일(2005)이 사용한 기업의 성장성(PBR)과 매출액 성장성(GRW)은 증가할수록 이익증대로 이어져 기업가치가 높아질 것이다. 재무위험의 통제와 감시 및 견제정도를 알아보기 위해 선행연구들(Choi et al. 2004, 신현한 등 2004, 박광우 등 2005)에서 사용한 부채비율은 높을수록 채무구조가 악화되고 자본비용이 높아져 기업가치는 낮아질 것이다. 박경서 등(2003)에서 사용된 ROA는 자산이용의 효율성과 이익창출 능력을 평가할 수 있는 지표로서 높을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다. 박광우 등(2005)에서 사용한 설비투자(CAE)는 기업이 성장하면 설비투자를 늘려야 하므로 높을수록 기

업가치와 긍정적인 관련성이 있을 것으로 보인다. Black et al.(2003)과 공재식(1999)이 사용한 광고개발비(MKT)와 연구개발비(RND)는 지출이 클수록 기업의 매출과 관련성이 높아 기업가치가 상승할 것으로 보인다. Choi et al.(2004), 신현한 등(2004)이 사용한 기업규모(SIZE)는 표본에 선정된 기업들의 규모를 통제하기 위함이다. 기업규모가 커질수록 투자자들의 관심이 높아져 기업가치는 증대될 것으로 보인다.

2. 표본의 특성

본 연구의 분석 대상기간은 2000년부터 2003년까지로 코스닥시장에 상장된 기업들 중 한국신용평가정보(주)의 *KIS-Value II*에서 필요한 재무자료 및 지분율 자료의 입수가 가능하고 다음의 조건을 충족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.

<표 1> 표본기업의 산업별 분포

업종	2000년	2001년	2002년	2003년	전체	비율(%)
음·식료품 제조업	14	13	15	15	57	3.80
섬유제품제조업 ; 봉제의복제의	5	4	6	8	23	1.53
봉제의복 및 모피제품제조업	7	5	5	10	27	1.80
가죽, 가방 및 신발제조업	4	3	6	7	20	1.33
목재 및 나무제품제조업 ; 가구제외, 필프, 종이 및 종이제품제조업	8	8	8	9	33	2.20
출판, 인쇄 및 기록매체복제업	3	4	6	9	22	1.47
화합물 및 화학제품제조업	15	19	28	32	94	6.27
고무 및 플라스틱제품제조업	2	2	6	12	22	1.47
제 1차금속산업	18	16	24	29	87	5.80
조립금속제품제조업 ; 기계 및 가구제외	16	15	19	22	72	4.80
기타기계 및 장비제조업	18	23	37	39	117	7.81
컴퓨터 및 사무용기기제조업	4	6	6	10	26	1.73
기타전기기계 및 전기변환장치제조업	8	8	20	22	58	3.87
전자부품, 영상, 음향 및 통신장비제조업	48	52	80	101	281	18.75
의료, 정밀, 광학기기 및 시계제조업	6	10	14	14	44	2.94
자동차 및 트레일러제조업	9	12	13	16	50	3.34
기타운송장비제조업 등	8	7	9	9	33	2.20
종합건설업, 전문직별공사업	8	7	9	15	39	2.60
자동차판매 및 차량연료소매업 등	14	15	24	31	84	5.60
육상운송 및 파이프라인운송업 등	7	9	13	11	40	2.67
정보처리 및 기타컴퓨터운영관련업 등	31	38	68	98	235	15.68
교육서비스업 등	5	6	10	14	35	2.33
계	258	282	426	533	1,499	100.00

주) 제1차 금속산업에는 비금속광물제품제조업을 포함하고, 목재 및 나무제품 제조업 ; 가구제외에는 필프, 종이 및 종이 제품제조업이 포함되며, 기타운송장비제조업에는 가구 및 기타제품제조업, 재생용 가공원료생산업이 포함된다. 자동차판매 및 차량연료소매업에는 도매 및 상품중개업, 소매업 ; 자동차제외가 포함되며, 육상운송 및 파이프라인운송업에는 항공운송업, 여행알선, 창고 및 운송관련서비스업 등을 포함시켰다. 정보처리 및 기타컴퓨터운영관련업에는 전문, 과학 및 기술서비스업, 사업지원 서비스업이 포함되며, 교육 서비스업에는 영화, 방송 및 공연산업, 기타 오락, 문화 및 운동관련 산업을 포함시켰다.

조건 (1)은 연구결과의 편의(bias)를 제거하기 위해 12월 결산법인으로 한정하였다.¹⁴⁾ 조건 (2)은 금융감독원의 전자공시된 각 기업의 사업보고서를 통해 사외이사 수와 이사회 규모를 추출할 수 있어야 한다. 조건 (3)은 극단치의 영향을 배제하기 위해 모형식 (1)의 회귀분석을 통해 구한 Studentized Residuals의 잔차값이 ± 2 를 벗어나는 기업은 제외하였다. 위의 세 조건을 충족하여 선정된 최종 표본기업은 모두 1,499개이다.

2000년부터 2003년까지 표본기업의 산업별 분포를 연도별/전체로 구분하여 <표 1>에 나타내었다. 표본의 업종 중에서 전자부품, 영상, 음향 및 통신장비제조업이 18.75%로 전체표본에 가장 높은 비중을 차지하였고, 가죽, 가방 및 신발제조업이 1.33%로 가장 낮은 비중을 차지하였다. 표본 수(비율)는 2000년에 258개(17%), 2001년에 282개(19%), 2002년에 426개(28%), 2003년에 533개(36%)로 연도별로 점차 증가하는 추세에 있다. 이러한 추세는 코스닥시장의 성장과 맞물려 있으며, 업종은 제조업보다는 기술력이 많이 필요한 업종에 많이 편중되어 있어서 거래소시장의 업종분포와는 다소 상이한 특성이 있었다.

3. 모형의 설계

1) 변수측정

소유구조 및 사외이사와 기업가치 간의 관련성을 검증하기 위해 모형에 사용된 변수들은 <표 2>와 같이 측정하였다. 먼저 기업가치의 대용치(proxy)로 Tobin's Q를 이용하였다. 설명변수로는 크게 소유구조 관련변수들과 이사회구조 관련변수들로 나누어 구분하였다. 소유구조와 관련된 대주주1인과 외국인투자자, 기관투자자의 지분율은 한국 신용평가정보(주)의 *KIS-Value II*의 자료를 이용하였다. 이사회구조와 관련된 사외이사 수, 이사회 규모는 금융감독원에 전자공시한 각 기업의 사업보고서를 통해 산출하였다. 기타의 통제변수들은 한국신용평가정보(주)의 *KIS-Value II*를 통해 산출하였다. 기타의 통제변수 산출근거와 기업가치와의 관련성은 상기 3) 기타변수들과 기업가치 간의 관련성에서 서술하였다. 상기의 변수들 중에서 종속변수에 대하여 내생성(endogenous)¹⁵⁾ 문제가 발생할 수 있는 소유구조 관련변수들은 t-1년의 자료를 이용하였다.

14) 금융업과 보험업은 다른 업종과 결산일이 다르며, 다른 업종에 비해 정부에 의해 보다 투명한 기업지배 구조를 요구받고 있어서 연구결과의 편의(bias)를 가져올 수 있다.

15) 소유구조와 기업가치의 변수들을 모두 t기로 하면 소유구조와 기업가치 간의 관련성에서 인과관계의 방향이 명확하지 않아 결과의 해석이 왜곡될 수 있다.

<표 2> 변수의 측정

변수		측정 방법
종속	Tobin's Q(기업가치)	당기 (장부가치 총부채 + 자기자본 시가총액)/총자산
설명	OWN(대주주1인지분율)	전기 대주주1인 지분(특수관계자 포함)/전기 전체 지분
	FORE(외국인투자자지분율)	전기 외국인투자자 지분/전기 전체 지분
	INST(기관투자자 지분율)	전기 기관투자자 지분(금융기관, 증권회사, 보험회사지분율의 합)/전기 전체 지분
	OUT(사외이사비율)	당기 사외이사수/이사회 내 등기이사 총수
	BFSIZE(이사회 규모)	당기 ln(이사회 내 등기이사 총수)
통제	PBR(성장성)	당기 (보통주시가총액)/(장부가치 자기자본 - 장부가치 우선주 납입액)
	ORISK(영업위험)	당기 (매출채권+재고자산)/총자산
	LEV(부채비율)	당기 장부가치 총부채/총자산
	ROA(수익성비율)	당기순이익/총자산
	CAE(설비투자)	{(당기 유형고정자산 + 당기 감가상각비) - (전기 유형고정자산 + 전기 감가상각비)}/총자산
	MKT(광고선전비)	당기 광고선전비/총자산
	RND(연구개발비)	당기 연구개발비/총자산
	SIZE(기업규모)	당기 ln(총자산)

2) 연구방법

소유구조 및 사외이사와 기업가치 간의 관련성을 검증하기 위해 다음과 같이 모형식 (1)을 설정하였다. 연구방법은 종속변수를 기업가치(Tobin's Q)로 하고 <표 2>의 변수들을 독립변수로 하여 다중회귀분석(MRA)을 하였다. 그리고 소유구조와 기업가치 간의 비선형관계를 고려하여 각 지분율의 구조적 변곡점을 관찰한 후, Piecewise 회귀분석도 실시하였다.

$$\begin{aligned}
 \text{Tobin's } Q_{it} = & a + b_1OWN_{it-1} + b_2FORE_{it-1} + b_3INST_{it-1} + b_4OUT_{it} + & (1) \\
 & b_5BFSIZE_{it} + b_6PBR_{it} + b_7ORISK_{it} + b_8LEV_{it} + b_9ROA_{it} + \\
 & b_{10}CAE_{it} + b_{11}MKT_{it} + b_{12}RND_{it} + b_{13}SIZE_{it} + b_{14-35}IND_{it} + \\
 & b_{36-39}YD_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

상기 모형식 (1)에서 IND_{it} 는 산업별 더미이고, YD_{it} 는 연도별 더미이며, 나머지 변수는 <표 2> 변수의 측정과 같다.

III. 실증분석 결과 및 해석

1. 각 변수의 기술적 통계량

소유구조 및 사외이사와 기업가치 간의 관련성을 검증하기 위해 사용된 주요 변수에

대한 기초통계를 <표 3>에 나타내었다. Tobin's Q의 평균(중위수)은 0.927(0.868)로 평균과 중위수의 차이가 적은 편이어서 분포의 편차도 적어 보인다. 거래소시장을 대상으로 연구한 김문현, 박종일(2004)에서는 평균(중위수)이 0.750(0.739)으로 코스닥 상장법인이 다소 높았다. 대주주1인 지분율(OWN)은 평균(중위수)이 0.428(0.434)로 나타나 기업에 따른 분포의 편차가 크지 않은 것으로 보인다. 한편, 대주주1인 지분율은 평균 43%로 코스닥 상장법인은 대주주 지분비중이 높은 것으로 나타났다. 외국인투자자 지분율(FORE)과 기관투자자 지분율(INST)은 평균(중위수)이 각각 0.016(0.001)과 0.035(0.005)로 평균과 중위수가 다소 차이나 지분율의 분포도 기업에 따라 편차가 있는 것으로 보인다. 그리고 각 투자자 지분율의 평균이 1.6%와 3.5%로 대주주1인 지분율에 비해 상대적으로 매우 적어 코스닥시장에서 기관투자자들의 대주주 견제력은 제한적인 것으로 추론된다. 또한, <표 1>을 통해서 기관투자자들의 투자성향이 특정 업종이나 기업에 편중되어 있는 것을 알 수 있다. 한편, 사외이사비율(OUT)은 평균(중위수)이 0.139(0.167)로 평균이 중위수보다 낮아 코스닥 상장법인의 사외이사비율은 낮은 수준에 분포되어 있다. 이는 코스닥시장의 역사가 일천하여 기업지배구조에 대한 인식이 부족하고 사외이사 최소선임규정의 시행도 얼마 되지 않았으며, 자산규모도 작아 법에 의한 준수대상기업이 적기 때문이다.

<표 3> 기술 통계량

구분 변수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값	표본 수
TOBINQ	0.927	0.868	0.327	0.160	2.757	1,499
OWN	0.428	0.434	0.195	0.000	0.825	1,499
FORE	0.016	0.001	0.041	0.000	0.243	1,499
INST	0.035	0.005	0.055	0.000	0.581	1,499
OUT	0.139	0.167	0.135	0.000	0.600	1,499
BSIZE	1.669	1.609	0.299	0.693	2.565	1,499
PBR	1.742	0.834	2.854	0.064	30.100	1,499
ORISK	0.311	0.296	0.165	0.000	0.815	1,499
LEV	0.432	0.435	0.209	0.013	2.063	1,499
ROA	-0.033	0.022	0.192	-1.160	0.730	1,499
CAE	0.013	-0.001	0.114	-0.917	1.660	1,499
MKT	0.010	0.002	0.026	0.000	0.316	1,499
RND	0.003	0.000	0.011	0.000	0.131	1,499
SIZE	17.565	17.474	0.849	15.651	22.163	1,499

주) 변수에 대한 정의는 <표 2> 변수의 측정과 같다.

이사회 규모(BSIZE)는 평균(중위수)이 1.669(1.609)로 평균과 중위수가 큰 차이를 보

이지 않아 기업의 이사회 크기는 고루 분포되어 있는 것으로 보인다.¹⁶⁾ 통제변수를 보면 영업위험(ORISK), 부채비율(LEV), 광고선전비(MKT), 연구개발비(RND), 기업규모(SIZE)를 제외한 성장성(PBR), 수익성(ROA), 설비투자(CAE)는 기업특성에 따라 평균과 중위수 간에 다소 차이가 난다. 성장성(PBR)은 평균 174.2%로 매우 높고, 영업위험(ORISK)도 31.1%로 다소 높게 나타났으며, 부채비율(LEV)은 평균 43.2% 정도로 나타났다. 수익성(ROA)의 평균은 -0.03%로 저조하며, 설비투자(CAE), 광고선전비(MKT) 그리고 연구개발비(RND)의 평균은 각각 1.3%, 1.0% 그리고 0.3%이며 일부 기업들에 편중되어 있어서 편차가 있는 것으로 나타났다.

<표 4> 주요 변수들 간의 상관관계 분석결과

변수	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 TOBINQ	1.00													
2 OWN	-0.06	1.00												
3 FORE	0.08	-0.11	1.00											
4 INST	0.01	-0.07	0.02	1.00										
5 OUT	0.01	0.04	0.10	-0.02	1.00									
6 BSIZE	-0.03	-0.08	0.22	0.04	0.15	1.00								
7 PBR	0.34	-0.11	0.05	-0.03	-0.17	0.05	1.00							
8 ORISK	-0.05	0.08	-0.11	-0.01	-0.04	-0.10	-0.08	1.00						
9 LEV	0.23	-0.06	0.02	-0.02	0.07	-0.02	0.02	0.16	1.00					
10 ROA	-0.16	0.27	-0.02	0.02	-0.04	-0.03	-0.01	0.15	-0.22	1.00				
11 CAE	0.03	0.03	-0.01	0.03	-0.13	-0.03	0.05	-0.01	-0.01	0.16	1.00			
12 MKT	0.13	-0.07	0.13	0.01	0.03	0.09	0.05	0.02	-0.01	-0.01	-0.06	1.00		
13 RND	0.09	-0.11	0.02	0.09	-0.08	-0.02	0.07	-0.01	-0.05	-0.10	0.02	-0.01	1.00	
14 SIZE	-0.13	0.07	0.25	0.11	0.24	0.27	0.02	-0.16	0.14	0.21	-0.01	0.10	-0.08	1.00

주) 각 변수 간 피어슨 상관관계수 값 중에서 유의수준 5% 내에서 유의한 경우는 굵은 글씨로 표시하였다.

<표 4>에서는 주요변수 간의 피어슨 상관관계를 나타내었다. <표 4>에서 Tobin's Q와 대주주1인 지분율(OWN)과의 상관관계수는 -0.06으로 1% 수준에서 유의적인 음(-)의 관련성이 나타났다. 외국인투자자 지분율(FORE)과의 상관관계수는 0.08로 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 관련성이 나타났고, 기관투자자 지분율(INST)과는 상관관계수가 0.01로 양(+)의 관련성이 나타났으나 유의하지는 않았다. 이는 대주주1인 지분율이 높을수록 대주주의 사익추구가 커져 기업가치가 낮아지고, 외국인투자자 지분율이 높을수록 기업

16) 이사회 규모(BSIZE)의 평균 Log값을 환산하면 이사회 규모는 약 4명 정도이다.

의 견제력이 증가하여 기업가치는 높아지는 것으로 기존 선행연구들(Morck et al. 1988, Pound 1988, 전영순 2003)을 지지할 것으로 본다.

Tobin's Q와 사외이사비율(OUT)과의 상관계수는 0.01로 5% 수준에서 유의적인 양(+)의 관련성이 나타났고, 이사회 규모(BSIZE)와는 상관계수가 -0.03으로 음(-)의 관련성이 나타났지만 유의적이지는 않았다. 이는 박종일(2004)과 같이 이사회 내에 사외이사비율이 높을수록 기업의 견제와 감시에 영향을 주어 기업가치의 증가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으나, 이사회규모의 크기와는 관련성이 떨어짐을 보여준다.

통제변수와 기업가치 간의 관련성을 보면, 성장성(PBR), 부채비율(LEV), 광고선전비(MKT) 그리고 연구개발비(RND)가 높을수록 기업가치가 높아져 박종일(2004)의 선행연구결과와 일치하며, 영업위험(ORISK), 수익성(ROA), 기업규모(SIZE)는 작을수록 기업가치가 높아지는 것으로 나타났다.

한편, 소유구조, 이사회구조 그리고 통제변수 사이에도 유의적인 관련성이 있는 것으로 나타났다. OWN은 FORE와 INST간에 유의적인 음(-)의 관련성이 나타났으나, FORE와 INST간에는 유의한 관련성이 나타나지 않았다. 이는 대주주1인 지분율이 높을수록 외국인투자자 지분율과 기관투자자 지분율은 낮아지는데, 서로 견제와 감시의 관계에서 기인한 결과로 보인다. 그러나 상관계수 값이 크지는 않았다.

소유구조와 이사회구조와의 관련성에서는 대주주1인 지분율이 높을수록 이사회 규모가 작아지나 사외이사비율과는 관련성이 적은 것으로 나타났고, 외국인투자자 지분율이 높을수록 사외이사비율, 이사회 규모가 커지는 것으로 나타났다. 추가로 소유구조 지분율은 기업규모가 커질수록 높고, 대주주1인 지분율은 수익성이 높고 부채비율이 낮을수록 높았다. 외국인투자자 지분율은 성장성이 높을수록 높았다.

2. 소유구조 및 사외이사와 기업가치 간의 관련성

본 분석의 목적은 코스닥 상장법인의 소유구조와 기업가치 간의 관련성이 단순한 선형관계인지 아니면 비선형관계인지를 파악하여 관련성의 진실을 좀 더 구체적으로 파악하기 위함이다. <표 5>는 소유구조와 기업가치 간의 관련성이 단순한 선형관계임을 가정하여 회귀분석 한 결과이다. 모형 1과 모형 2 그리고 모형 3은 각 투자자 지분율이 Tobin's Q에 미치는 영향을 독립적으로 알아보기 위해 다른 투자자 지분율을 배제하고 분석하였고, 모형 4는 모든 변수를 포함하여 분석하였다.

<표 5>를 보면, F값은 모든 모형이 1% 수준에서 유의하여 모형의 설정이 적절한 것

으로 나타났다. 수정된 R²는 25%에서 26%까지로 다소 낮은 모형의 설명력이 나타났다. 분석결과를 보면, 모형 1에서는 OWN의 회귀계수가 0.085로 5% 수준에서 양(+)¹⁷⁾의 값이 나타났다. 이는 대주주인 지분율이 높을수록 기업가치가 높아지는 것을 의미하나, 선행 연구들(Morck et al. 1988, 김우택 등 1993, 김영숙과 이재춘 2000, 김병호 2002, 박기성 2002, 김문현과 박종일 2005)과 같이 일정구간에서는 다른 결과가 나타날 것으로 보인다. OUT, PBR, LEV, CAE, MKT, RND는 기업가치에 대해 유의한 양(+)¹⁷⁾의 관련성이 나타났으며, ORISK, SIZE와 기업가치 간에는 유의한 음(-)¹⁷⁾의 관련성이 나타났다. 이는 코스닥 상장법인의 사외이사비율, 성장성, 부채비율, 설비투자, 광고선전비 그리고 연구개발비가 높을수록 기업가치가 높아지며, 영업위험, 기업규모는 커질수록 기업가치가 낮아지는 것을 의미한다. 모형 2에서는 FORE의 회귀계수가 0.622로 1% 수준에서 유의

<표 5> 소유구조와 사외이사가 기업가치에 미치는 영향¹⁷⁾

변수 구분	예상 부호	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
절편	?	2.079(11.944) ^{***}	2.222(12.559) ^{***}	2.137(12.210) ^{***}	2.237(12.578) ^{***}
OWN	?	0.085(2.143) ^{**}			0.104(2.605) ^{***}
FORE	+		0.622(3.290) ^{***}		0.675(3.562) ^{***}
INST	+			0.213(1.558)	0.243(1.780)
OUT	+	0.284(4.744) ^{***}	0.281(4.718) ^{***}	0.292(4.878) ^{***}	0.286(4.787) ^{***}
BSIZE	-	-0.033(-1.258)	-0.049(-1.883) [*]	-0.037(-1.422)	-0.046(-1.771) [*]
PBR	+	0.036(12.561) ^{***}	0.035(12.325) ^{***}	0.036(12.481) ^{***}	0.036(12.513) ^{***}
ORISK	-	-0.148(-3.076) ^{***}	-0.137(-2.863) ^{***}	-0.147(-3.057) ^{***}	-0.142(-2.957) ^{***}
LEV	-	0.423(11.028) ^{***}	0.420(10.968) ^{***}	0.422(10.978) ^{***}	0.425(11.110) ^{***}
ROA	+	-0.051(-1.136)	-0.028(-0.644)	-0.033(-0.756)	-0.053(-1.175)
CAE	+	0.132(1.996) ^{**}	0.128(1.939) [*]	0.169(1.937) [*]	0.125(1.893) [*]
MKT	+	1.936(6.685) ^{***}	1.796(6.200) ^{***}	1.887(6.526) ^{***}	1.837(6.343) ^{***}
RND	+	1.962(2.791) ^{***}	1.780(2.543) ^{**}	1.747(2.478) ^{**}	1.784(2.226) ^{**}
SIZE	+	-0.084(-8.372) ^{***}	-0.089(-8.721) ^{***}	-0.085(-8.386) ^{***}	-0.093(-9.060) ^{***}
IND	?	포함	포함	포함	포함
YD	?	포함	포함	포함	포함
F-값		39.041 ^{***}	39.682 ^{***}	38.818 ^{***}	35.187 ^{***}
수정된 R ²		0.255	0.258	0.254	0.262
표본 수		1,499	1,499	1,499	1,499

- 주) 1. 변수에 대한 정의는 <표 2> 변수의 측정과 같다.
 2. 괄호 속의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.
 3. ^{***}, ^{**}, ^{*}는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

17) 본 연구의 모든 모형에서 다중공선성을 파악하기 위해 VIF(variance influence factor)값을 확인하였다. 본 연구에서는 모든 변수의 VIF값이 5이내로 다중공선성의 문제는 심각하지 않은 것으로 나타났다.

한 양(+)¹⁸의 값이 나타났고, 기타의 변수들은 모형 1과 유사한 결과가 나타났다. 모형 3에서는 INST의 회귀계수가 0.213로 양(+)¹⁹의 값이 나타났으나 유의하지 않았다. 기타변수는 모형 1의 결과와 동일하게 나타났다. 모형 4에서도 기존 모형의 결과와 동일하게 OWN과 FORE의 회귀계수는 각각 0.104과 0.675로 1% 수준에서 유의한 양(+)¹⁹의 값이 나타났다.

종합해보면¹⁸, 코스닥시장에서 대주주1인 지분율은 기업가치와 양(+)¹⁹의 관련성이 나타나 대주주와 주주의 이해가 일치하는 Berle and Means(1932), Jensen and Meckling (1976)의 이익일치가설(convergence of interest hypothesis)이 지지되는 것으로 보인다. 그러나 이러한 결과는 본 연구의 상관관계분석에서 예상했던 것과 선행연구들(Choi et al. 2004, 박경서 등 2003, 김영규 등 2004, 박종일 2004, 배기수와 박범진 2007)과도 배치되는 결과이다. 이는 연구대상과 연구기간¹⁹의 차이와 대주주1인 지분율과 Tobin's Q의 분포가 다르기 때문으로 추론된다.

따라서 지분율의 특정 구간에 따라 대주주의 목적이 달라질 수 있으므로, 기업가치와 비선형관계가 존재할 것이다. 외국인투자자 지분율은 Pound(1988), 전영순(2003), 박종일(2004), 김문태(2004) 등의 선행연구들과 동일하게 지분율이 높을수록 시장에서 기업의 관심을 집중시켜 이해관계자의 압력을 높이기 때문에 대주주의 감시가 가능하여 기업가치가 높아지는 것으로 보인다. 그러나 대주주와 같이 지분율의 특정 구간에 따라 이해관계자의 압력이 달라져 기업가치와 비선형관계가 존재할 것으로 보인다. 기관투자자 지분율은 기업가치와의 관련성이 통계적으로 미미한 것으로 보인다. 사외이사비율은 Vafeas(2000), Choi et al.(2004), 박경서 등(2003), 김영규 등(2004)의 선행연구와 동일하게 높을수록 기업가치가 높아졌다. 이는 코스닥시장에서도 사외이사가 기업가치와 긍정적인 관련성이 있는 것으로 보인다.

<표 6>에서는 소유구조와 기업가치 간의 비선형관계를 검증하기 위해 Morck et al.(1988)과 김병호(2002)의 연구와 같이 각 투자자의 지분율 구간별로 Tobin's Q의 변화를 분석하였다. <표 6>은 각 투자자 지분율을 5% 단위로 구간을 나눈 후에 각 구간에 해당되는 Tobin's Q의 평균값을 나타내었다. [그림 1]은 <표 6>의 각 투자자 지분율과 Tobin's Q의 평균값을 그래프로 나타내었다. <표 5>에서 대주주1인 지분율의 결과가 선행 연구결과들과 다른 이유를 알아보기 위해 [그림 1]에는 코스닥시장을 연구대상으로 한 배기수와 박범진(2007)의 연구기간인 2001년부터 2003년까지를 추가로 나타내었다. 2000년부터 2003년까지를 대상으로 한 경우는 0~50% 구간에서 Tobin's Q가 감

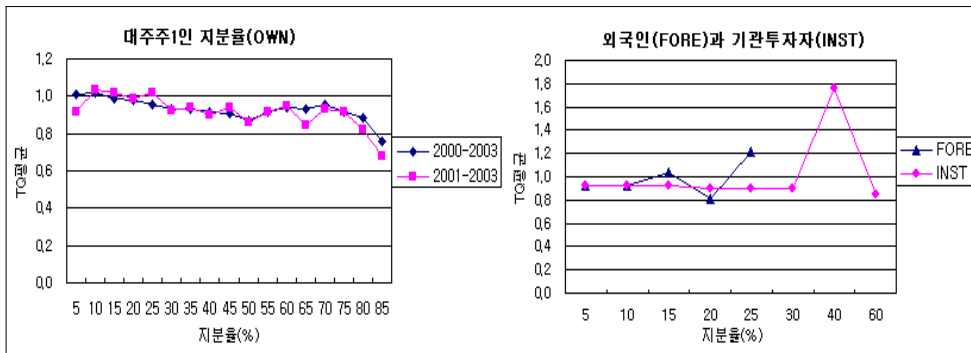
18) 추가로 박현준 등(2004)의 연구에 근거하여 소유구조 변동과 기업가치 간의 관련성을 분석하였다. 연구 결과, 전년도 소유지분율의 수준(level)변수와 기업가치 간에는 관련성이 있으나 당해년도 소유지분율의 변화(change)변수는 기업가치와 관련성이 없는 것으로 나타났다. 이는 코스닥 상장법인의 소유지분율 변화(change)가 소유지분율 수준(level)과 동일하지 않아, 기업가치와도 관련성이 없는 것으로 보인다.

19) 본 표본기업에서 배기수와 박범진(2007)의 연구기간과 동일하게 2001년부터 2003년까지를 대상으로 분석한 결과, 선행연구와 유사한 결과가 나타났다.

<표 6> 각 투자자 지분율 구간별 Tobin's Q

대주주1인 지분율(OWN)		외국인투자자 지분율(FORE)		기관투자자 지분율(INST)	
구간(5%)	Tobin's Q	구간(5%)	Tobin's Q	구간(5%)	Tobin's Q
5	1.011	5	0.921	5	0.925
10	1.017	10	0.922	10	0.920
15	0.990	15	1.041	15	0.991
20	0.981	20	0.815	20	0.896
25	0.956	25	1.213	25	0.850
30	0.930			30	0.896
35	0.930			40	1.761
40	0.917	65	0.935	60	0.851
45	0.911	70	0.959		
50	0.872	75	0.912		
55	0.912	80	0.882		
60	0.938	85	0.760		

주) 구간은 5% 기준으로 나눔. Tobin's Q는 각 구간별 Tobin's Q의 평균임.



[그림 1] 각 투자자 지분율과 기업가치(Tobin's Q)와의 관계

소하다가 50%~70% 구간에서는 증가한 후에 다시 70% 이후에서는 감소하였다. 2001년부터 2003년까지를 대상으로 한 그래프도 유사한 형태를 나타냈으나, 50%~70% 구간에서는 Tobin's Q가 증가하는 모습이 나타나지 않았다. 그래서 50%~70% 구간에서의 Tobin's Q 증감과 분포의 차이 그리고 이 구간의 표본 비중²⁰⁾ 차이로 소유구조와 기업가치를 단순 선형관계로 가정하였을 때는 배기수와 박범진(2007)의 결과와 다른 것으로 추론된다.

외국인투자자 지분율의 경우는 0~15% 구간까지는 Tobin's Q가 증가하다가 15%~

20) 본 연구에서 50%~70% 구간에 분포되어 있는 표본 수는 582개로 전체표본의 약 39%를 차지한다.

20% 구간에서는 감소한 후, 20% 이후에서는 다시 증가하였다. 기관투자자 지분율의 경우에는 0~30% 구간까지는 Tobin's Q가 감소하다가 30%~40% 구간에서는 증가한 후, 40% 이후에서는 다시 감소하였다. 그러나 30%~40% 구간과 40% 이후 구간에서는 표본수가 매우 적어서 통계적인 의미를 부여할 수 없기 때문에 비선형관계 분석을 하지 않았다. 또한, 0~30% 구간에서도 기관투자자 지분율의 증감에 따른 Tobin's Q의 기울기가 매우 미미하여 통계적인 방향성이 잘 나타나지 않을 것으로 보인다.

이상에서 대주주1인 지분율은 50% 미만, 50%~70%, 70% 이상 구간으로 구분하고, 외국인투자자 지분율은 15% 미만, 15%~20%, 20% 이상 구간으로 구분하여 Tobin's Q와 비선형관계를 Piecewise 회귀분석으로 검증하였다.

<표 7> 대주주1인 및 외국인투자자 지분율에 대한 Piecewise 회귀분석 결과

변 수	구 분	예상 부호	모형 1	모형 2	모형 3
절 편		?	2.236(12.543)***	2.241(12.568)***	2.239(12.532)***
OWN		?		0.104(2.612)***	
OWN(-50)		-	-0.131(-2.170)**		-0.131(-2.167)**
OWN(50-70)		+	0.111(1.560)		0.112(1.568)
OWN(70-)		-	-1.452(-2.174)**		-1.454(-2.176)**
FORE		+	0.650(3.432)***		
FORE(-15)		+		0.677(2.652)***	0.644(2.529)**
FORE(15-20)		-		-0.289(-0.457)	-0.290(-0.459)
FORE(20-)		+		0.563(0.134)	0.598(0.142)
INST		+	0.228(1.665)*	0.243(1.779)*	0.229(1.666)*
OUT		+	0.289(4.839)***	0.286(4.787)***	0.289(4.839)***
기타변수			포함	포함	포함
F-값			31.378***	31.098***	28.119***
수정된 R ²			0.256	0.255	0.256
표본 수			1,499	1,499	1,499

- 주) 1. 김병호(2002)연구에서와 같이 OWN(-50) : 대주주1인 지분율이 50% 미만이면 대주주1인 지분율, 그 이상이면 50%, OWN(50-70) : 대주주1인 지분율이 50% 미만이면 0, 50%~70%이면 대주주1인 지분율 - 50%, 70% 이상이면 70%, OWN(70-) : 대주주1인 지분율이 70% 미만이면 0, 그 이상이면 대주주1인 지분율 - 70%, FORE(-15) : 외국인투자자 지분율이 15% 미만이면 외국인투자자 지분율, 그 이상이면 15%, FORE(15-20) : 외국인투자자 지분율이 15% 미만이면 0, 15%~20%이면 외국인투자자 지분율 - 15%, 20% 이상이면 20%, FORE(20-) : 외국인투자자 지분율이 20% 미만이면 0, 그 이상이면 외국인투자자 지분율 - 20%, 기타의 변수에 대한 정의는 <표 2> 변수의 측정과 같다.
- 2. 괄호 속의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.
- 3. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

<표 7>은 각 투자자 지분율과 Tobin's Q 간의 회귀분석 및 대주주1인과 외국인투자자 지분율의 구간별 특성을 반영하여 Piecewise 회귀분석을 실시한 결과이다. 모형의 F값은 모형 1에서 모형 3까지 모두 1% 수준에서 유의하여 모형의 설정은 적절한 것으로 나타났다. 모형의 설명력을 나타내는 수정된 R^2 는 25%에서 26% 정도로 나타났다.

모형 1의 결과를 보면, <표 7>과 [그림 1]에서 보듯이 OWN(-50)과 OWN(70-)은 회귀계수가 각각 -0.131과 -1.452로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값이 나타났다. OWN(50-70)은 회귀계수가 0.111로 양(+)의 값이 나타났지만 유의하지는 않았다. 그래서 코스닥 상장법인의 대주주1인 지분율과 Tobin's Q 간에는 비선형관계가 있으며, 지분율이 50% 미만인 구간과 70% 이상인 구간에서는 대주주가 사익을 추구하는 경영자기득권유지가설(management entrenchment hypothesis)이, 50%~70% 구간에서는 대주주와 주주의 이해가 일치하는 이익일치가설(convergence of interest hypothesis)이 의미 있는 것으로 추론된다.

모형 2의 결과를 보면, <표 7>과 [그림 1]에서 보듯이 FORE(-15)와 FORE(20-)는 회귀계수가 각각 0.677과 0.563으로 양(+)의 값이 나타났지만, FORE(-15)만이 1% 수준에서 유의한 값이 나타났다. FORE(15-20)는 회귀계수가 -0.289로 음(-)의 값이 나타났지만, 유의하지는 않았다. 이는 코스닥 상장법인의 외국인투자자 지분율과 Tobin's Q 간에는 비선형관계가 있는 것으로 나타나 절충가설을 지지하였다. 거래소시장을 대상으로 한 김문현과 박종일(2005)도 외국인투자자 지분율이 25% 미만인 구간과 35% 이상인 구간에서 Tobin's Q와 양(+)의 관련성이 나타났다. 기관투자자의 경우에는 15% 미만과 35% 이상의 구간에서 Tobin's Q와 양(+)의 관련성이 있었으나, 코스닥시장을 대상으로 한 본 연구에서는 기관투자자와 Tobin's Q간에 관련성이 없는 것으로 나타났다. 모형 3은 모든 변수를 포함하여 분석한 것으로 모형 1과 모형 2의 결과와 동일하게 나타났다.

종합해보면, 코스닥 상장법인도 거래소를 대상으로 한 선행연구들(Morck et al. 1988, 김영숙과 이재춘 2000, 김병호 2002, 김문현과 박종일 2005)과 같이 각 투자자 지분율과 Tobin's Q간에 비선형관계가 존재하여 절충가설이 지지되었다. 그래서 소유구조와 기업가치 간에 관련성을 경영자기득권유지가설(management entrenchment hypothesis)과 이익일치가설(convergence of interest hypothesis) 중에 어느 하나만이 지지된다고 단언하기는 힘들 것으로 보인다.

3. 추가분석

1) 사외이사와 기업가치 간의 관련성

Vafeas(2000)는 이사회 규모가 커짐에 따라 의사결정에 따른 처리비용이 커지므로, 작은 이사회가 더 효율적일 수 있고, 기업가치에도 긍정적임을 강조하였다. 그래서 사외이사도 사외이사선임에 따른 효익과 비용 간의 상충관계로 인해 사외이사비율과 기업가치 간에 비선형 관계가 존재할 것으로 보인다. <표 8>은 사외이사비율을 5% 단위구간으로 나눈 후에 다시 각 구간에 따라 Tobin's Q 평균값의 증가구간과 감소구간²¹⁾으로 구분하여, 사외이사비율이 기업가치에 미치는 영향을 Piecewise 회귀분석 한 것이다.

<표 8>을 보면, F값은 회귀모형이 1% 수준에서 유의하였으며, 모형의 설명력을 나타내는 수정된 R²는 25% 정도로 나타났다. 분석결과를 보면, OUT(-20)과 OUT(40-)은 회귀계수가 각각 -0.276과 -0.024로 음(-)의 값이 나타났지만, OUT(-20)만이 1% 수준에서 유의하였다. OUT(20-40)은 회귀계수가 0.205로 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 코스닥 상장법인의 사외이사비율과 Tobin's Q간에는 비선형관계가 존재하며, 지분율이 20% 미만인 구간과 40% 이상인 구간²²⁾에서는 사외이사가 기업가치에 긍정적인 역할을 하지 못하나, 20%~40% 구간에서는 기업가치에 긍정적인 역할을 하는 것으로 추론된다. 그래서 코스닥 상장법인의 이사회 내에서 사외이사 선임비용은 기업가치와 관련하여 효율성문제가 존재하는 것을 시사한다.

<표 8> 사외이사비율에 대한 Piecewise 회귀분석 결과

변수	절편	OWN	FORE	INST	OUT (-20)	OUT (20-40)	OUT (40-)	기타 변수	F-값	수정된 R ²
예상부호	?	?	+	+	-	+	-			
모형	2.227 (12.340)***	0.104 (2.592)**	0.673 (3.536)***	0.242 (1.770)*	-0.276 (-3.033)***	0.205 (1.678)*	-0.024 (-0.038)	포함	30.887***	0.253

- 주) 1. 김병호(2002)연구의 방법과 같이 OUT(-20) : 사외이사비율이 20% 미만이면 사외이사비율, 그 이상이면 20%, OUT(20-40) : 사외이사비율이 20% 미만이면 0, 20%~40%이면 사외이사비율 - 20%, 40% 이상이면 40%, OUT(40-) : 사외이사비율이 40% 미만이면 0, 그 이상이면 사외이사비율 - 40%, 기타의 변수에 대한 정의는 <표 2> 변수의 측정과 같다.
 2. 괄호 속의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.
 3. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

21) 사외이사비율이 0~20% 구간에서 Tobin's Q가 감소하다가 20%~40% 구간에서는 증가한 후에 다시 40% 이후에서는 감소하였다.
 22) 사외이사비율이 40% 이상인 구간은 표본수가 적었고 <표 8>의 결과에서도 유의한 값을 갖지 못하였기 때문에 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 확인하기는 힘들다.

2) 사외이사 최소선임여부에 따라 소유구조와 기업가치 간의 관련성

사외이사 최소선임규정은 2001년 증권거래법의 개정을 통해 거래소뿐만 아니라 코스닥 상장법인(자산총액이 1천억 원 미만인 벤처기업 제외)도 총 등기이사의 4분의 1 이상(자산총액이 2조원 이상 코스닥 상장법인은 과반수 이상)을 선임하도록 하였다.²³⁾ <표 5>와 <표 7>에서는 사외이사비율이 높을수록 기업가치가 높은 것으로 나타났으며, <표 8>에서는 사외이사비율이 20%~40%인 구간에서 기업가치와 양(+)의 관련성이 나타났다.

<표 9> 기간별로 사외이사 최소선임규정을 준수한 기업의 소유구조와 기업가치 간의 관련성

변 수 \ 구 분	예상 부호	모형 1	모형 2	모형 3
절 편	?	3.196(8.931)***	1.773(9.287)***	2.243(12.599)***
OWN	?	0.030(0.471)	0.040(0.791)	0.112(2.704)***
FORE	+	0.369(0.992)	0.216(0.777)	0.404(1.717)*
INST	+	0.232(1.115)	0.250(1.307)	0.211(1.369)
OWN*OB	+	0.844(3.546)	0.007(0.138)	0.015(0.304)
FORE*OB	+	1.309(1.456)	0.896(2.224)**	0.713(1.947)**
INST*OB	+	0.421(0.300)	0.006(0.018)	0.150(0.492)
OUT	+	0.210(1.037)	0.086(1.032)	0.253(3.243)***
기타통제변수		포함	포함	포함
F-값		19.963***	25.726***	29.578***
수정된 R ²		0.556	0.263	0.256
표본 수		258	1,241	1,499

- 주) 1. 변수의 정의 : OB = 사외이사 최소선임규정을 준수한 기업은 1, 아니면 0, 나머지 변수에 대한 정의는 <표 2> 변수의 측정과 같다.
- 2. 괄호 속의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.
- 3. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

따라서 본 연구에서는 현행 사외이사 최소선임규정을 충족한 기업²⁴⁾이 그렇지 않은 기업에 비해 소유구조와 기업가치 간에 관련성이 달라지는 지를 추가분석 하였다.

23) 단, 코스닥 상장법인은 개정규정에도 불구하고 2001사업연도 종료 후 최초로 소집되는 정기주주총회 전까지는 사외이사의 수를 1인 이상으로 하되, 이사회 총원의 4분의 1미만으로 할 수 있다.
 24) 본 연구의 표본에서 자산총액이 1천억 원 이상인 벤처기업과 2조원 이상인 일반 코스닥 상장법인의 유무를 고려하여 사외이사 최소선임규정의 준수여부를 판단하였다.

<표 9>는 사외이사 최소선임규정을 준수한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 소유구조와 기업가치 간에 관련성이 다른 지를 사외이사 최소선임규정 시행 전과 후로 나누어 분석한 결과이다. 각 투자자 지분율과 OB변수의 상호작용변수(interactive term)가 Tobin's Q에 미치는 영향을 기간별로 알아보기 위해 모형 1은 사외이사 최소선임규정 시행 전인 2000년을, 모형 2는 사외이사 최소선임규정이 시행된 2001년부터 2003년까지를, 모형 3은 2000년부터 2003년까지를 대상으로 분석하였다. <표 9>를 보면, F값은 각 회귀모형이 모두 1% 수준에서 유의하였으며, 모형의 설명력을 나타내는 수정된 R^2 는 25%에서 55%까지 나타났다. 분석결과를 보면, 사외이사 최소선임규정 시행 전의 기간을 대상으로 한 모형 1에서는 유의한 상호작용변수가 나타나지 않았다. 사외이사 최소선임규정이 시행된 기간을 대상으로 한 모형 2에서는 $FORE * OB$ 의 회귀계수가 0.896으로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값이 나타났고, 나머지 상호작용변수에서는 회귀계수 값이 유의하지 않았다. 모든 기간을 대상으로 한 모형 3에서도 소유구조관련 상호작용변수 중에서 $FORE * OB$ 만이 회귀계수가 0.713으로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 소유구조 관련변수 중에서 외국인투자자 지분율이 높을수록 기업가치 증가에 미치는 영향은 사외이사 최소선임규정을 준수한 기업이 그렇지 않은 기업보다 유의적으로 더 높은 것이다. 이러한 결과는 사외이사 최소선임이 의무화된 기간을 대상으로 분석하였을 때 뚜렷하게 나타났다. 대주주1인 지분율 및 기관투자자 지분율과 기업가치 간의 관련성은 사외이사 최소선임규정의 준수여부에 따라 차이가 발생하지는 않았다.

종합해보면, 코스닥 상장법인은 사외이사 최소선임규정을 준수하면서 외국인투자자 지분율이 높을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 추론된다. 그러나 대주주와 기관투자자의 지분율 증감이 기업가치에 미치는 영향은 아직 사외이사 최소선임 여부와는 관련성이 적은 것으로 추론된다.

3) 사외이사 선임정도 차이에 따른 민감도분석

기업경영과 관련하여 사외이사 견제력이 상대적으로 더 높을 것으로 보이는 일반기업과 상대적으로 사외이사의 견제력이 낮을 것으로 보이는 벤처기업에 따라 소유구조와 기업가치 간의 관련성이 다른 지를 추가로 분석하였다.

벤처기업은 일반 코스닥 상장법인에 비해 등록요건²⁵⁾이 약하며, 사외이사 최소선임규

25) 코스닥위원회 유가증권협회등록규정 제5조 제1항(1호~17호)의 코스닥 기업 양적등록조건

정도 자산총액이 1천억 원 미만이면 준수할 의무가 없어, 일반 코스닥 상장법인보다 기업경영의 견제력이 약할 것으로 보인다.

한편, 관련법규가 이사회 내에 사외이사를 포함시키도록 한 이유는 이사회가 경영진으로부터 독립성을 확보하여 경영진의 업무감독과 경영진의 업적 평가 및 보상체계의 수립이라는 본연의 기능을 효과적으로 수행할 수 있도록 하기 위한 것이다. 그래서 사외이사를 선임한 기업과 선임하지 않은 기업에 따라 소유구조와 기업가치 간의 관련성이 다른 지도 분석하였다.

<표 10> 사외이사 선임정도 차이에 따른 민감도분석

구 분 변 수	예상 부호	벤처기업여부		사외이사선임여부	
		벤처기업	일반기업	비선임	선임
		모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
절 편	?	1.079(2.531)**	2.381(11.970)***	2.304(9.145)***	2.277(9.390)***
OWN	?	0.123(1.471)	0.124(2.737)***	0.086(1.883)*	0.135(2.164)**
FORE	+	0.678(1.934)*	0.646(2.873)***	0.287(1.195)	0.860(3.108)***
INST	+	-0.392(-1.667)	0.517(3.142)***	0.083(0.560)	0.412(1.895)*
OUT	+	0.419(3.095)***	0.391(5.327)***		0.292(2.015)**
기타통제변수		포함	포함	포함	포함
F-값		7.764***	31.377***	22.634***	20.986***
수정된 R ²		0.211	0.290	0.320	0.260
표본 수		380	1,119	405	1,094

- 주) 1. 괄호 속의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.
- 2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

<표 10>은 사외이사 선임정도의 차이에 따라 표본을 두 가지 기준으로 구분하여, 소유구조와 기업가치 간의 관련성을 회귀분석 한 결과이다. 분석결과를 보면, 벤처기업과

구 분	일반기업(택 1)		벤처기업
설립 년수	3년 이상		
자본 및 자산	자본금 10억원 이상	자기자본 100억원 이상 자산총계 500억원 이상	자본금 5억원 이상
부채비율	동업종 평균 1.5배미만	동업종 평균 미만	
경영성과	경상이익 실현		경상이익 실현
자본구조	최근 사업연도말 자본잠식 없고, 자기자본이익률이 10% 이상		최근 사업연도말 자본잠식없고, 자기자본이익률 5% 이상
감사의견	최근 사업연도 적정 또는 한정		

일반기업으로 구분한 모형 1과 모형 2에서는 모형 2에서 투자자 지분율인 OWN, FORE 그리고 INST의 회귀계수가 각각 0.124, 0.646, 그리고 0.517로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 벤처기업보다 일반 코스닥 상장법인이 상대적으로 소유구조와 기업가치 간에 관련성이 더 높은 것으로 추론된다. 그래서 사외이사를 선임할 가능성이 더 높은 기업의 소유구조가 기업가치와 관련성이 더 높은 것으로 보인다. 사외이사 선임여부로 구분한 모형 3과 모형 4를 보면, 모형 4에서 투자자 지분율인 OWN, FORE 그리고 INST의 회귀계수가 각각 0.135, 0.860 그리고 0.412로 각각 5%, 1% 그리고 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 사외이사를 선임한 기업이 그렇지 않은 기업보다 소유구조와 기업가치 간에 관련성이 더 높은 것으로 보인다.

종합해보면, 사외이사 선임이 상대적으로 높은 기업이 그렇지 않은 기업보다 소유구조와 기업가치 간에 관련성이 더 높은 것으로 나타났다. 그래서 사외이사는 소유구조와 기업가치 간의 관련성에도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 추론된다.

IV. 결 론

최근에 기업지배구조는 기업경영의 견제와 감시자로서 중요한 역할을 하고 있기 때문에 경영의 투명성과 관련된 이해관계자들에게는 기업가치 평가에 중요한 기준이 되고 있다. 기업지배구조와 관련된 기존 국내 선행연구들이 주로 거래소 상장기업을 대상으로 한 것에 반해, 본 연구는 코스닥 상장법인을 대상으로 하였다. 기존 선행연구에 근거하여 소유구조 및 사외이사와 기업가치 간의 관련성에 대해서 연구하였으며, 급성장하고 있는 코스닥시장의 발전방향을 모색해 보고자 하였다.

본 연구결과를 보면, 다음과 같이 크게 두 가지로 나누어 요약할 수 있다.

첫째는 소유구조와 관련하여 대주주1인과 외국인투자자 지분율이 선행연구들(Morck et al. 1988, 김영숙과 이재춘 2000, 김병호 2002, 김문현과 박종일 2005)과 같이 기업가치와 비선형관계에 있어 절충가설이 지지되었다. 그러나 기관투자자는 선행연구들(Hoskisson et al. 1994, Kochhar et al. 1996, 정구열 등 2002)과 달리 기업가치와 관련성이 적은 것으로 나타났다.

둘째는 사외이사와 관련하여 선행연구들(Vafeas 2000, Choi et al. 2004, 박경서 등 2003)과 같이 코스닥시장에서도 사외이사비율이 높을수록 기업가치가 높은 것으로 나타났다. 추가로 사외이사비율과 기업가치 간에 비선형관계를 분석하였고, 사외이사 선임 정도의 차이에 따라 표본을 두 가지 기준으로 구분하여 소유구조와 기업가치 간의 관련

성을 분석하였다. 분석결과, 사외이사비율과 기업가치 간에는 비선형관계가 존재하는 것으로 추론되며, 사외이사 선임이 상대적으로 높은 기업이 그렇지 않은 기업보다 소유구조와 기업가치 간에 관련성이 더 높아 사외이사의 역할이 의미 있음을 보여주었다. 또한, 사외이사 최소선임규정의 준수여부가 소유구조와 기업가치의 관련성에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 사외이사 최소선임규정을 준수하면서 외국인투자자 지분율이 높을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보인다.

이러한 연구결과에도 불구하고, 본 연구는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다.

첫째, 소유구조와 기업가치 간에 관련성을 검증하기 위해 내생성(endogenous)을 고려한 모형을 설정하였다. 그러나 전년도의 소유구조가 당해연도 기업가치에 미치는 영향을 검증하기에는 적시성(timeliness)이 떨어질 것으로 보인다.

둘째, 연구의 방법을 다중회귀분석과 Piecewise 회귀분석만을 이용하였다. 그러나 더 나아가 횡단면 상관과 시계열상관에 대한 통제가 가능한 분석이 필요할 것으로 보인다.

향후에 코스닥시장의 성숙과 함께 많은 표본이 확보되어 보다 개선된 모형들을 이용한 연구들이 이루어져야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 김문태, “외국인의 지분참여가 이익관리의 크기와 방향에 미치는 영향”, 회계정보연구, 22(4), 2004, 85-111.
- 김문현, 박종일, “소유구조와 기업가치 및 이익의 정보효과”, 한국회계학회 하계학술발표대회 발표논문, 2005.
- 김병호, “기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구 : 임원지분율을 중심으로”, 한국증권학회지, 제30집, 2002, 391-434.
- 김영규, 김달현, 류수복, “이사회 특성이 기업가치에 미치는 영향 : 규모, 구성 및 경영활동을 중심으로”, 한국증권학회지 발표논문집 1차 정기학술발표회발표논문.
- 김영숙, 이재춘, “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”, 한국증권학회지, 제26집, 2000, 173-197.
- 김우택, 장대홍, 김경수, “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구”, 재무연구, 제6호, 1993, 55-75.
- 공재식, “기업의 R&D 투자와 Tobin's Q”, 한국증권학회 1999년 제1차 정기학술발표회 발표논문집, 1999.
- 박기성, “소유구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin's Q의 관계에 관한 연구”, 한국증권학회지, 제30집, 2002, 297-325.
- 박경서, 이은정, 장하성, “한국 상장기업의 사회이사제도 운영에 관한 연구”, 한국증권학회 발표논문집-2003년 제4차 정기학술발표회 발표논문, 2003, 105-135.
- 박광우, 박래수, 황이석, “기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구”, 한국증권학회지, 제34권 제4호, 2005, 149-188.
- 박종일, “이사회구성과 기업가치”, 한국회계학회 동계학술발표대회 발표논문, 2004.
- 박현준, 신현한, 최완수, “한국기업의 대리인비용과 기업가치 : 외국인 지분의 역할”, 경영학연구, 제33권 제2호, 2004, 655-682.
- 배기수, 박범진, “이사회구조에 따라 코스닥 등록기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향”, 산업경제연구, 제20권 제3호, 2007, 1485-1519.
- 신현한, 이상철, 장진호, “외부감시주체와 기업가치”, 재무연구, 제17권 제1호, 2004, 41-72.
- 이종천, 오웅락, “기업특성에 따른 기업가치평가모형의 적합성 차이에 관한 연구 : 코스

- 닥 일반기업과 벤처기업을 중심으로”, 회계학연구, 제29권 제2호, 2004, 157-185.
- 전영순, “외국인투자자 및 국내투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질”, 경영학연구, 제32권 제4호, 2003, 1001-1032.
- 정구열, 권수영, 백원선, “기업소유구조와 이익의 정보효과”, 경영학연구, 제31권 제6호, 2002, 1707-1727.
- Beasley, M. S., “An Empirical Analysis of the Relation Between Corporate Government and Management Fraud,” UMI Dissertation Services, Michigan State University, 1994.
- Berle, A. A and G. Means., *The Modern Corporation and Private Property*, New York : Macmillan Publishing Company, Inc., 1932.
- Black, B., Jang, H., and Kim, W., “Does Corporate Governance Affect Firms’ Market Values? Evidence from Korea,” *Working Paper*, Stanford Law School and Korea University Business School. 2003.
- Borokhovich, K., parrino, R., Trapani, T., “Outside directors and CEO selection,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, (1996), 337-355.
- Choi, J. J, S. W. Park, and S. Yoo, “DO Outside Directors Enhance Firm Performance? Evidence from an Emerging Market,” Temple University, 2004.
- Erickson, J., Park, Y. W., Reising, J. and Shin, H. H., “Boards of directors as an endogenously determined institution and firm value : The Canadian evidence,” *Working Paper*, The 3rd Asia Corporate Governance Conference, 2002.
- Fama, E. and Jensen, M., “Separation of ownership and control,” *Journal of Law and Economics*, 26, (1983), 301-325.
- Froot, K.A., Scharfstein, D.S., Stein, J.C., “Herd on the street : Informational inefficiencies in a market with short-term speculation,” *Journal of Finance*, 47, (1992), 1461-1484.
- Hoskisson, R. E., Johnson, R. A. and Moesel, D. D., “Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms : Effects of Governance, Strategy, and Performance,” *Academy of Management Journal*, 37, (1994), 1207-1251.
- Jensen. M and W. Meckling., “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 305-360.

- Jensen, M. C. and Murphy, K., "Performance Pay and Top Management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98, (1990), 225-264.
- Johnson, S., R. La Porta, F Lopez-de-Silanes, and Shleifer, A., "tunneling," *American Economics Review Papers and Proceedings*, 90, (2000), 22-27.
- Kaplan S. N. and Minton, B. A., "Appointments of outsiders to Japanese Boards : Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, 36, (1994), 225-258.
- Lee, C., Rosenstein, S., Rangan, N., Davidson III, W., "Board composition and shareholder wealth : The case of management buyouts," *Financial management*, 21, (1992), 58-72.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W., "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, (1988), 293-315.
- Pound, J., "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, 20, (1988), 237-265.
- Vafeas, N., "Board Structure and the Informativeness of Earnings," *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, (2000), 139-160.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 24, Number 4, December 2007

The Relationship between Ownership(and Outside Directors) and Firm Value in KOSDAQ

Bum-Jin Park*

〈abstract〉

The empirical results are summarized as follows : First, In relation to effects of ownership structure on firm value, there is the non-linear relationship between major(and foreign) shareholder's holdings and firm value. So the results(the compromise hypothesis) by prior researches(Morck et al. 1988 and so forth) is supported. However Institutional shareholder's holdings do not show the significant results.

Second, In relation to effects of outside directors on firm value, equally the results of prior researches(Vafeas 2000, Choi et al. 2004), the higher the ratio of outside directors in the board, the higher firm value. Also there is the non-linear relationship between outside directors ratio and firm value.

Furthermore, the higher the possibility of outside directors election in the board, the higher the relationship between ownership structure and firm value.

As the economic importance of KOSDAQ is more increase, the researches of KOSDAQ should be more realized.

Keywords : Corporate Governance, Ownership Structure, Outside Directors, Tobin's Q, KOSDAQ

* Lecturer, Chungbuk National University, School of Business