

## 한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할\*

박헌준

연세대학교 경영대학 교수  
(hjoark@yonsei.ac.kr)

신현한

연세대학교 경영대학 조교수  
(hanshin@base.yonsei.ac.kr)

최완수

연세대학교 경영연구소 연구교수  
(cwsoc@base.yonsei.ac.kr)

본 연구에서는 소유와 경영의 분리에 따른 대리인비용의 하나로서 경영자의 사적소비(managerial perquisite consumption)가 외국인 투자자들의 효율적 경영감시활동에 의해 줄어들 수 있고, 간접적으로 외국인 투자자 지분과 기업가치 간의 정비례관계가 존재함을 입증하였다. 경영자의 사적소비의 대용으로 매출액 대비 접대비와 기밀비의 합을 사용하였는데, 이러한 비용은 주주 부의 극대화를 위한 기업의 미래 성장을 위한 투자성 지출이 아닌 경영자가 자신의 사적 이해를 극대화하기 위해 자의적인 선택에 따라 결정되는 비용이기 때문이다. 실증의 대상이 되는 표본은 외국인 투자가 허용된 1992년부터 2001년도까지 10년 간 한국 주식시장에 상장된 모든 종목 중 금융업을 제외한 제조업에 속한 총 4,721개의 기업-연(firm-year)으로 구성된 불균형 패널자료를 대상으로 하였다.

분석 결과에 의하면 먼저 외국인 지분이 높은 기업일수록 접대비 비중이 낮았으며, 이는 외국인 투자비중이 큰 기업의 경우 투명경영이 정착되고 있는 증거로 볼 수 있다. 외국인 투자지분비율이 높은 기업들은 경영투명성을 향상시키기 위해 많은 노력을 기울이고 있으며 접대비지출이 그 단면을 보이고 있다고 할 수 있다. 한편, 경영자의 사적소비는 내부경영자와 외부 주주간의 대리인비용을 나타내므로 이러한 결과는 간접적으로 외국인 지분과 토빈의 Q로 측정되는 기업가치 간의 관계가 정비례관계가 성립될 것임을 암시한다. 추가적으로 외국인 투자자 지분과 기업가치 간의 관계를 살펴 본 결과 외국인 지분이 증가할수록 기업 가치는 증가하는 경향을 확인하였다. 이러한 사실은 M&A, 사외이사제도, 및 주주총회에서의 소액주주의 권한 강화 등과 같이 경영자의 도덕적 해이를 방지하는 내·외부 기제들이 효과적으로 작용하지 않는 한국기업지배구조의 현실에서 외국인 투자자들이 효율적인 감시자 역할을 담당할 가능성이 있음을 나타낸다.

### 1. 서론

지금까지 우리나라 기업들은 전근대적인 소유구조와 지배구조의 형성, 과다한 차입경영, 무분별한 사업 확장 등으로 경영의 투명성과 건전성이 확보되지 못하고 수익성과 유동성 악화로 인한 기업가치 하락 등 많은 문제점이 노출되어 왔다. 최

근 한국 기업들은 1997년도 말에 시작된 경제위기 체제를 극복하면서 새로운 경제경영환경의 변화에 적응하고, 기업의 경쟁력 제고를 위해 다각적인 노력을 기울이고 있다. 그 중에서도 기업경영의 효율성을 제고하고 의사결정의 투명성을 확보하기 위해 기존의 관행과 제도를 개선하는데 역량을 집중하고 있다. 기업부문의 구조조정은 크게 재무

논문접수일: 2003. 2      게재확정일: 2004. 3

\*이 논문은 2002년 한국학술진흥재단의 지원에 의하여 연구되었음. (KRF-2002-074-BS1512)

구조조정(financial restructuring), 사업구조조정(business restructuring), 및 지배구조조정(governance restructuring)이 세 축을 형성하면서 추진되어 왔다. 재무구조조정인 경우 부채비율과 지급보증을 축소하는 것을 목표로 하여 대규모 유상증자, 자산매각, 외자유치 등이 이루어졌다. 사업구조조정은 핵심역량(core competency) 집중이라는 대 명제 아래 대폭적인 계열사 정리, 대기업간 'big deal' 등이 추진되었다. 한편 지배구조는 재무구조와 사업구조 등 기업의 하드웨어를 결정짓는 중요한 요인이기 때문에 지속적이고 강도 높은 개혁의 대상이 되었으며, 정책적으로나 기업안팎의 이해 관계자들에게 가장 큰 관심사가 되어 왔다.

기업의 지배구조를 개혁하는 방법론으로는 이해관계자들의 기업경영에 대한 감시감독을 강화하는 외부적 제도정비와 투명한 의사결정 시스템을 확립하는 내부적 제도정비로 나뉜다. 기업 외부에서의 경영감시를 강화하기 위한 조치로는 적대적 M&A의 완전 허용 등 경영권 시장의 유연성을 제고한 것이 대표적이다. 내부적 제도정비는 다시 기업의 주인인 주주의 권리를 강화하는 것과 집행기관인 이사회 및 대표이사의 권리와 의무, 상호관계를 조정하는 것으로 나눌 수 있다. 이중 주주의 권리강화는 주로 기관투자자의 적극적인 의결권 행사, 주주총회 실효성 보장 및 소액주주의 권리 강화 등이 주된 내용이라 할 수 있다.

그러나 적대적 M&A나 이사회에 관한 및 투명성 강화, 주주의 권리강화 등은 아직까지 기업 투명성 및 경쟁력 강화에 별다른 영향을 미치지 못하고 있다는 평가가 지배적이다. 반면, 기관투자자의 적극적인 의결권 참여 및 경영감시를 통한 경영 투명성 및 건전성 강화방안이 주목을 받고 있

다. 한국의 경우 과거에는 대주주 경영자 외에는 외부주주나 채권투자자 등 기업의 이해관계자 비중이 크지 않았다. 또 기업이 부실화하는 경우에는 정부의 부실기업구제, 금리규제, 지급보증, 증시부양조치 등을 통해 정부가 기업위험을 부담함으로써 투자위험이 감소하여 투자자나 은행 등 기업이해관계자가 적극적으로 기업을 감시, 평가할 필요성이 적었다. 그러나 시장경제, 민간주도체제 경제시스템으로 기업 환경이 변화하고 WTO 가입과 경제위기이후 자본시장이 개방되면서 정부의 주인(principal)역할이 쇠퇴하고 대신 기업공개, 증자, 회사채 발행확대 등으로 외부의 기업 이해관계자의 비중이 커짐에 따라 과거 정부-기업 간의 대리인관계(principal-agent relationship)가 대주주 경영자와 외부 투자자간의 대리인관계로 변화하고 있다.

외부투자자의 경우 크게 개인투자자(individual atomic investors)와 국내 기관투자자(domestic institutional investors) 및 외국인 기관투자자(foreign institutional investors)로 구분할 수 있다. 기존 연구에 의하면 개인투자자는 장기적 투자분석능력 부족 등으로 기업의 장기경영에 대한 투자가 아닌 단기주가흐름에 따라 투자하는 양상을 보이고 있다. 또한 국내 기관투자자의 경우도 아직까지 우리나라의 현실이 기업의 직접금융비중보다는 간접금융의 비중이 크다는 실정을 감안할 때 국내 기관투자자의 역할이 중요하지만 국내 기관투자자는 경영지배목적의 주식보유가 금지되어 있고 보유주식의 주주권 행사도 제약됨에 따라 기업에 대한 경영참여나 경영자의 감시기능이 제대로 이루어지지 못하고 있다. 또한 기관투자자의 대부분은 재벌그룹 계열사들로서 이들의 자금조달창구 역할을 해온 것이 사실이다. 따라서 국내 기관

투자자는 그룹의 투자 또는 자금조달 계획에 따라 계열사 주식을 매수하거나 매도하고, 또는 타 회사 주식을 집중적으로 매수하는 행태를 보여 왔다. 이는 주식수익률이 추세 또는 본질가치와는 관계없이 나타나게 되는 하나의 원인이 될 수 있다. 또한 증시부양책과 같은 정부의 여러 정책과 규제는 현재에도 기관투자자의 거래에 많은 영향을 미치고 있음을 주지의 사실이다. 또한 한국주식시장에서는 뮤추얼펀드와 같은 간접 투자 상품이 보편화되지 못하여 여전히 기관 투자자에 의한 간접투자보다는 개인 소액투자자의 직접투자 비중이 높은 편이다. 따라서 이들의 영향이 기관투자자의 거래로 인한 효과를 상쇄시킬 가능성이 존재한다.

반면 과거 개인 소액투자자나 국내 기관투자자와 마찬가지로 기업경영에 큰 영향력을 미치지 못했던 외국인 투자자는 1992년 금융시장개방과 1998년 5월 외국인 주식투자 한도가 전면 폐지되면서 투자자지분이 증가하였으며 기업에 대한 영향력도 소유경영자나 기관투자자와 대적하는 수준에 이르게 되었다. 일례로 한국증권거래소 조사에 의하면 외국인 소유주식의 시가총액은 2001년도의 경우 한국증권거래소에 상장된 전체종목 시가의 36.6%를 차지할 정도로 높은 비중을 보여주고 있다. 또한 2001년 5월 23일 현재 외국인이 10대 그룹 계열사의 상장주식 51조 8,590억 원을 보유하고 있으며, 이는 10대그룹 시가총액의 43.16%를 차지하는 금액에 해당한다.

외국인 투자자들은 과거의 단기매매 행태에서 벗어나 보다 안정적이고 장기적인 투자자로서 기업경영에 대한 감시역할이 요구되고 있다. 이는 외국인 투자자가 기업소유구조의 중요한 변수로서 작용할 수 있음을 의미하는 것이다. 최근 실시된 한 설문조사 결과에 따르면 한국의 주요 투자신탁운

용사 및 뮤추얼펀드에서 근무하고 있는 펀드매니저와 애널리스트들은 한국 기업지배구조를 평가하는 주요 변수로서 경영투명성과 재벌의 계열사 지원여부 및 지배주주의 자질을 꼽았으며, 기관투자자 및 외국인투자자가 가장 효과적으로 지배주주 및 경영진을 감시할 수 있는 주체로 평가하였다. 또한 외국인투자자가 한국 기업의 지배구조에 미치는 영향에 관해서는 경영참여나 매매차익 등 그 투자목적에 상관없이 대체로 긍정적인 경영자 감시역할을 수행하고 있는 것으로 평가하였다. 또한 최근 한 신문에 보도된 바에 따르면 외국인들은 한 목소리로 한국주식시장의 과제로서 꾸준한 구조조정과 민영화, 주주의익 극대화, 지배구조 개선과 투명성 등을 바라는 것으로 나타났다.

외국인투자는 생산기술 이전, 경영기법 전수 등 직접적으로 투자기업의 성과 향상에 기여하기도 하지만, 경영자의 사적효용추구와 같은 도덕적 해이를 감시하고 기업이 주주의익을 극대화하도록 강제하여 경영자의 도덕적 해이에 따른 대리인비용을 감소시킴으로써 간접적으로 기업성과 향상에 관여할 수도 있다. 다시 말해 외국인투자자 비중이 커지고 외국인에 의한 자금조달 의존도가 높을수록 외국인 투자자들은 자신들의 보유한 주가의 극대화를 위해 기업경영을 더욱 적극적으로 감시하고 개입하여 경영자와 외부주주 간 대리인문제를 완화시킬 가능성이 다분히 존재한다고 볼 수 있다.

지금까지 소유구조와 기업 가치에 관한 연구들은 주로 소유지분의 집중(ownership concentration)과 기업성과 간의 관계 혹은 내부자 소유 지분(insider ownership)과 기업성과 간의 관계를 논한 것이 일반적이다. 이는 미국, 독일, 및 일본과 같은 지배구조를 갖는 체제의 경우 외국인 투자자의 역할이 미미하고, 국내의 경우 최근까지 외국인

투자자의 역할이 큰 주목을 받지 못하였기 때문이라 여겨진다. 따라서 외국인 투자자의 효율적 경영 감시자로서 이들 지분과 기업가치 간의 관계를 논하는 것은 매우 흥미로운 연구주제이며, 이러한 연구내용은 우리나라 기업지배구조 개선방향의 한 축으로서 외국인투자자의 역할을 이해하는데 많은 시사점을 제공해 줄 수 있을 것이다.

이러한 관점에서 본 연구에서는 한국 주식시장에서의 외국인 투자자 지분과 경영자의 사적소비수준 간의 관계 및 이에 따른 외국인 지분과 기업가치 간의 관계를 동시에 살펴보았다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제2절에서는 기존 소유구조와 대리인문제 및 소유구조와 기업가치 간의 관계에 관한 연구결과를 살펴보고, 제 3절에서는 가설 및 모형설정에 대해 논의하였다. 제 4절에서는 실증분석을 위한 표본추출 방법과 데이터구조에 관해 설명하였으며, 제 5절에서는 실증분석 결과를 제시하였다. 마지막으로 제 6절에서는 연구결과를 요약하고 향후 연구과제 및 시사점을 제시하였다.

## II. 문헌연구

과거 기업소유구조에 관한 연구는 크게 소유지분의 집중에 관한 연구(Demsetz and Lehn, 1985; Shleifer and Vishny, 1986; Kaplan and Minton, 1994; Morck, Nakamura and Shivdasani, 2000)와 내부자 소유지분에 관한 연구(Stulz, 1988; Morck, Shleifer and Vishny, 1988; McConnell and Servaes, 1990; Holderness, Kroszner and Sheehan, 1999)로 대분할 수 있

다. 이러한 논의에 관한 이론적이고 실증적인 연구는 소유와 경영의 분리에 관한 Berle and Means (1932)의 논의에 의해 최초로 시작되었고, 이후로는 Jensen and Meckling(1976), Fama and Jensen(1983)의 대리인 이론(agency theory)에 의해 모형화되었다. 이들 연구들의 공통된 전제는 경영자와 소유자간의 이해가 일치하지 않는다는 점이다. 구체적으로 소유자인 주주들은 주가를 극대화하기를 원하지만 경영자들은 주가극대화가 아닌 자신의 이해를 극대화하려는 전략을 취하기를 더 선호하며, 적절한 유인(incentive)이나 충분한 감시(monitoring)가 없다면 경영자들은 주주들의 부를 탈취하려는 행동을 취할 수 있다. 이러한 소유자와 경영자의 이해불일치에 따른 도덕적 해이(moral hazard) 발생과 이로 인한 비용을 극소화하기 위해서 다양한 기업지배기제가 제시되었지만, 그 중에서도 기업 가치에 영향을 미치는 가장 중요한 기제는 소유구조라고 할 수 있다.

Berle and Means(1932)가 주장한 바와 같이 주주들의 지분이 분산되면 될수록 경영자를 감시하기가 어려워지므로 경영자는 주주들의 부를 극대화하기보다는 경영자 자신들의 이익을 위해 기업자산을 남용할 수 있다. 다시 말해 한 기업의 소유구조가 분산되면 될수록 주주들 각자가 경영자를 감시하고자 하는 노력에 임의편승(free riding)하려는 유인이 커지게 된다. 그러나 주주들의 지분이 집중되거나 또는 대주주가 존재한다면 개별 주주들의 행동을 조정하고 경영자를 감시하기가 상대적으로 용이해지며, 임의편승 문제를 경감시킬 수 있게 된다. 이러한 주장에 의한다면 소유지분의 집중은 성과향상으로 연결될 수 있다는 결론을 얻게 된다. 더군다나 Jensen and Meckling (1976)이 지적한 바와 같이 경영자가 주주의 부

를 극대화하려는 유인 자체는 자신의 지분이 높아 질수록 사적소비(perquisite consumption)나 기업자원의 낭비 유인이 줄어들기 때문에 증가하게 된다. 따라서 대리인이론은 경영자와 소유자의 이해불일치를 통제하고 기업성적을 증진시키는 기제로서 내부자 지분을 지적하고 있다.

한편, 외부대주주와 기업성적에 관한 가설로는 이해상충가설(conflict-of-interest hypothesis)과 효율적 감시가설(efficient monitoring hypothesis)이 있다. 이해상충가설은 기관투자자나 외부대주주가 적극적인 경영감시자로서 행동하기보다는 기업의 압력에 의해서나 자신들의 이해관계에 따라 현재의 경영진을 지지하게 되어 그로 인해 기업 가치는 하락한다는 견해이다. 반면, 효율적 감시가설은 외부대주주들이나 기관투자자들이 현 경영진으로 하여금 주주이익의 극대화 방향으로 모든 의사결정을 하도록 효율적으로 감시하기 때문에 외부대주주 및 기관투자자들의 소유지분이 증가할수록 기업의 성과가 높아진다는 견해이다. 그러나 기존 연구에서는 외부대주주나 기관투자자 중에서 외국인 투자자가 기업성적에 미치는 영향에 관한 연구는 많지 않은 실정이다. 이는 미국 등 선진국들의 경우 외국인 투자자가 차지하는 비중이 비교적 높지 않기 때문이다.

## 2.1 소유집중과 기업성적

Berle and Means(1932)의 주장에 따르면 소유 집중(ownership concentration)과 기업성적 간에는 정의 비례관계가 존재한다. 왜냐하면 소유 지분의 분산은 무임승차문제를 일으키고 경영자 감시활동을 더 어렵게 만들기 때문이다. 이러한 맥락에서 Shleifer and Vishny(1986)는 이러한

가설을 최초로 실증적으로 입증하였다. 이들의 연구결과에 따르면 대주주의 역할이 중요하고, 대주주지분이 증가할수록 그 기업의 성과도 증가함을 밝혔다. 이들의 주장은 논문에서 이론적으로 증명되었듯이 소유 집중과 기업가치 간의 정의 상관관계를 암시한다.

소유 집중이 기업성적에 미치는 효과에 관한 이러한 최초의 결론을 바탕으로 많은 학자들이 이러한 관계를 입증하는 더 많은 증거와 특별히 이러한 관계를 더 잘 설명할 수 있는 모형을 찾기 위해 노력해왔다. 예를 들어 Hill and Snell(1988)은 소유구조가 회계적 수익성으로 측정된 기업성적에 영향을 미치는 것을 전략적 선택으로 밝혔다. 즉, 소유 집중은 가치 극대화에 연관된 전략인 혁신(innovation)을 고취하고 기업규모와 같이 경영자의 사적이해와 연관된 전략인 분산(diversification)을 억제하기 때문이다. 나중에 Hill and Snell(1989)은 미국기업을 대상으로 생산성을 성과의 측정치로 한 소유 집중과 기업가치 간의 정의 관계를 확인하였다. 반면에 McConnell and Servaes(1990)는 비록 소유 집중과 내부 지분간의 어떤 공통영향이 존재함을 주장했지만 대주주가 기업가치에 직접적인 영향을 미치는 어떠한 증거도 발견할 수 없음을 보였다. 반면 Agrawal and Mandelker(1990)는 Shleifer and Vishny(1986)가 주장한 가설을 지지하는 실증적 증거를 제시하였는데, 이들에 의하면 대주주(large block holders)의 존재는 경영자를 더 효율적으로 감시할 수 있게 할 뿐만 아니라 기업성적도 향상시키는 결과를 초래하고, 특별히 소유지분이 기관 투자자에 집중되었을 경우 더욱 그러하다는 점을 밝혔다.

이와 같이 상반된 결과들은 소유 집중과 기업가

치 간에 비 선형관계가 존재할 수 있음을 나타낸다. 다시 말해 어떤 분기점(inflexion point)을 기준으로 이 분기점 왼쪽 방향으로 소유가 집중될수록 그 편익이 비용을 초과하고, 반대로 오른쪽 방향으로 반대현상이 나타날 수 있다. 이러한 주장은 탈취가설(expropriation hypothesis)로 나타나게 되었다. Shleifer and Vishny(1997)는 어떤 국가의 경우 대리인문제는 경영자(managers)와 분산된 주주들(dispersed shareholders)간에 나타나는 것이 아니라 경영권을 가진 소유주(controlling owners)와 소액주주(minority shareholders) 간의 이해상충으로부터 발생한다고 주장하였다. 이 경우 대주주는 효율적이거나 비효율적인 방법으로 다른 소액주주로부터 부를 재분배할 수 있고, 이들의 이해는 일치하지 않기 때문에 대주주의 존재는 기업의 시장가치를 감소시키는 요인으로 작용한다.

한편 미국의 기업지배구조체제와 일본 및 독일의 체제는 차이가 있기 때문에 소유구조와 기업가치 간의 관계가 다른 양상으로 나타날 수 있다. 예를 들어 일본의 경우 기업소유권이 극도로 집중되어 있기 때문에 주주의 직접적인 감시가 가능하고 따라서 소유 집중과 기업성과 간에 유의적 정의 관계가 나타나리라 예상된다. 이러한 주장에도 불구하고 Prowse(1992)는 일본기업의 경우 소유권이 집중되면 될수록 회계적 수익률이 높게 나타나지 않음을 밝혔다. 더불어 그는 양 변수 간에 비단조적 관계(non-monotonic relationship)도 존재하지 않음을 밝혔다. 이와 반대되는 증거는 Kaplan and Minton(1994)과 Morck, Nakamura and Shivdasani(2000)의 연구에 나타나고 있는데, 이들의 결과는 이전의 가설과 마찬가지로 대주주의 감시 및 규율제시역할(monitoring and disciplinary

role)이 존재함을 확인하였다. 추가적으로 Morck et. al.(2000)은 소유구조와 기업가치 간에 비 선형관계가 존재할 수 있음을 고려해서 소유 집중 측정치의 자승 항을 회귀방정식에 추가해서 분석하였는데, 이 경우 선형변수의 유의성이 사라지게 되는데 이는 소유 집중과 기업가치 간에 비 단조 관계(non-monotonic relation)가 존재함을 의미한다.

한편 독일의 기업지배구조체제는 미국체제와 비교해서 대주주의 존재로 특징지어지는데, 독일기업의 경우 소유 집중은 주주간의 이해상충을 조정하고 대리인비용을 통제하는 기제로서 작용하게 된다. Gorton and Schmid(2000)는 이러한 가설을 실증적으로 입증하였는데, 이들의 연구결과에 의하면 독일기업의 가치는 소유 집중도가 높아질수록 증대됨을 밝혔다. 반면 Lehmann and Weigand(2000)는 독일에서의 대주주의 존재는 기업 가치를 증대시키지만 단지 은행이 대주주인 경우에 한정되고, 비금융기관이 대주주인 경우는 기업의 수익성에 부의 영향을 미침을 밝혔다.

## 2.2 내부자 소유지분과 기업성과

소유 집중 외에 소유구조와 기업가치 간의 관계에 관한 연구로는 내부자 지분(insider ownership)이 기업성과에 미치는 효과에 관한 연구들이 있다. Berle and Means(1932)는 한 기업의 경영자와 외부주주 간의 주식의 분포는 그 기업의 시장가치에 영향을 미칠 가능성이 높음을 지적하였다. Jensen and Meckling(1976)은 대리인이론의 주장을 채택해서 이해일치가설(alignment hypothesis)을 주장하였다. Jensen and Meckling(1976)에 따르면 경영자는 본래 기업의 자원을 자신의 최상

의 이해에 따라 분배하고자 하는 경향이 있으며, 이는 외부주주의 이해와 상충될 수 있다. 만약 내부자 주식보유 지분이 증가하면 이러한 상충되는 이해는 한 곳으로 수렴하게 되고 따라서 경영자와 주주간 이해상충문제도 해결될 수 있다는 것이다. 이러한 이해일치가설의 주장에 따르면 경영자의 지분이 증가할수록 기업가치도 증가하게 된다.

한편 Fama and Jensen(1983)은 내부자 지분의 증가는 기업가치 증대를 상쇄시키는 비용도 갖게 되는데, 이들의 주장에 의하면 내부자 지분이 낮은 수준이라도 시장규율이 작용해서 경영자로부터 하여금 강제로 가치극대화를 추구하도록 강요한다는 것이다. 반면, 경영자가 기업의 주식의 상당부분을 소유하게 되면 경영자는 충분한 의결권(voting power) 또는 영향력을 행사할 수 있기 때문에 자신의 직업안정성과 보수를 위태롭게 하지 않으면서 주주 부의 극대화가 아닌 그 자신만의 이해를 극대화하는 행동을 취할 수 있게 된다. 이러한 주장은 안주가설(entrenchment hypothesis)을 불러 일으켰다. 이 가설에 따르면 과도한 내부자 지분은 기업성과에 다소 부의 영향을 미치게 되는데, 그 이유는 너무 높은 내부자 지분수준은 그들에게 안주하는 경향을 초래할 수 있기 때문이다. Jensen(1993)에 의하면 내부자 지분이 높은 상황 하에서 발생하는 경영자의 안주성향은 독립적이지 못한 이사회가 효과적으로 경영자를 감시하지 못하는 현상을 보면 알 수 있다. 또한 Stulz(1988)가 지적한 바와 같이 내부자 소유 집중이 높게 되면 적대적 기업인수가 발생할 가능성이 낮게 되고 따라서 경영자의 안주성향을 더욱 더 조장하는 결과를 초래하게 된다.

이러한 두 가지 상충되는 효과의 결과로서 나타나는 것이 미국기업의 경우 내부자 지분과 기업가

치 간의 비 선형관계이다. 지금까지 실증연구에 따르면 이들 관계에서 한 개의 분기점을 중심으로 분기점 이전까지의 지분수준에서는 전반적으로 이해일치가설이 성립되는 것으로 나타나지만 그 수준 이상의 경우 경영자 안주효과가 나타나게 된다. 예를 들어 Morck, Shleifer and Vishny(1988)는 부분선형회귀(piecewise linear regression) 방법을 통해 이사회에서 이사들이 보유하고 있는 지분과 기업가치 간에 비 단조관계가 나타남을 밝혔다. 이러한 결과는 이사회구성원의 지분이 낮거나 높은 수준(5%미만이거나 25% 이상)의 경우 소유 지분의 증가는 경영자와 주주들의 이해를 더 잘 일치하게 함으로써 기업 가치를 증대시키게 된다.

반면 이사회 참여자의 지분이 5%에서 25%사이의 경우 소유지분의 증가는 경영자로 하여금 시장규율에 덜 제약을 받게 함으로써 기업 가치를 하락시키게 한다. Wruck(1989), Holderness, Kroszner and Sheehan(1988) 및 Morck, Shleifer and Vishny(1988)의 경우도 동일한 모형을 채택하여 이를 입증하였고, 동시에 이러한 관계에서 분기점이 1933년부터 1995년까지 변하지 않았다는 증거를 제시하였다. 그러나 Morck et. al(1988)이 인정하였듯이 이들 특정 비율(5% 및 25%)의 이론적 타당성은 매우 강하지 않음을 밝혔다. 실제 Hermalin and Weisbach(1991)는 비슷한 기업가치와 내부소유지분간의 비선형관계를 밝혔지만 분기점은 1%, 5% 및 20%였고, Cho(1998)는 그리드 탐색 기법(grid search technique)을 사용하여 미국 경영자들은 자신들의 지분이 7에서 38%에 있을 경우에만 안주하게 됨을 밝힌 바 있다.

한편, 내부자 지분과 기업성과 간의 이차함수관계(quadratic relation)가 존재하는 연구결과가 발표되기도 하였다. 이들 연구에 의하면 기업 가치

는 내부자가 보유한 주식비율이 증가하면 기업 가치는 처음에는 증가하다가 일정수준을 지나서는 감소하는 패턴을 나타나게 된다. 예를 들어 Stulz (1988)는 기업 가치와 내부자가 통제하는 의결권 비율간의 관계를 살펴 본 결과 내부지분이 50%미만인 특정 비율에서 기업가치가 극대화됨을 밝혔다.

이러한 결론과 일치되는 연구로는 McConnell and Servaes(1990)의 연구가 있는데 이들은 미국기업의 내부지분과 기업가치 간의 유사한 비선형관계(curvilinear relation)를 발견하였다. 이들은 Tobin의 q를 종속변수로 하고 내부지분과 내부지분의 자승 항을 설명변수로 한 회귀분석을 통해 전자의 경우 정의 유의적인 효과를 갖고 후자의 경우 유의적 부의 효과를 가짐으로써 비 선형관계를 입증하였다. 동시에 Stulz(1988)의 결론과 일관되게 분기점이 내부지분이 50% 이하에서 나타남을 밝혔다. 그리고 McConnell and Servaes(1995)는 자신들의 1990년 논문에서 밝힌 결과가 성장률이 낮은 기업은 물론 높은 기업에도 나타남을 밝혔다.

이와 비슷한 결론이 Han and Suk(1988)의 연구에서도 나타나는데, 이들의 경우 내부지분과 미국기업의 수익성간에는 내부지분이 41.8%이하인 경우에는 이해일치가설이 나타나고 그 이상인 경우에는 경영자 참호구축현상이 나타남을 밝혔다.

### 2.3 외국인 투자자 지분과 기업성과

지금까지 외국인 투자와 기업성과 간의 관계를 논한 논문은 거의 없으며, 주로 외국인 투자자보다는 기관투자자 전체에 관한 연구가 일반적이다. 이러한 연구경향은 미국, 일본 및 독일과 같은 선진국의 경우 외국인 투자자가 기업의 소유구조나 지

배구조에서 차지하는 비중이 적었기 때문이라 생각된다. 기관투자자와 기업성과 간의 관계에 대해서도 연구마다 상반된 결과를 나타내고 있다. Fortune誌(1993)에 의하면 기관투자자의 펀드매니저는 분기별 성과에 따라 보상이 주어지기 때문에 실적을 올리기 위해서 종목을 자주 변경하면서 단기 시세차익을 추구한다는 것이다. 반면 Pound (1992)는 상당한 지분을 획득한 기관투자자의 경우 자신들이 보유한 주식을 처분할 경우 주가에 상당한 영향을 미칠 수 있기 때문에 소위 "Wall Street Rule"에 따라 주식을 처분(voting with feet)하기보다는 경영자로 하여금 주주의 이해를 극대화하는 방향으로 영향력을 행사한다고 주장하였다. Pound(1988)는 기관투자자의 지분과 기업가치 간의 관계에 대해 효율적 감시가설, 전략적 제휴가설 및 이해상충가설을 제시하였고, Holderness and Sheehan(1988)은 내부지분의 집중은 내부주주와 외부주주 간의 이해를 일치시키는 메커니즘이 될 수 있음을 발견하였다. Shleifer and Vishny(1986)는 금융기관, 계열기업이 아닌 법인, 외국인 등과 같은 외부 기관투자자는 경영감시 활동을 수행할 경제적 유인이 높기 때문에 이들이 보유하는 지분은 기업가치의 변화와 정(+)의 관계가 있을 수 있다고 하였다. McConnell and Servaes(1990)는 기업 가치는 내부자 지분, 기관투자자 지분과 유의적인 관계를 가지고 있는 반면 대량주식보유자 지분은 기업 가치에 영향을 미치지 않음을 밝혔다. 또한 Kang and Shivdasani (1997)에 의하면 외부 기관투자자는 기업 가치와 그들이 보유하고 있는 소유지분의 가치를 방어하려는 동기를 가지고 있기 때문에 이러한 동기는 구조조정을 촉진시키는 요인으로서 작용한다고 주장하였다. 한국에 관한 실증결과를 보면 먼저 김영

숙과 이재춘(2000)은 기관투자자 지분율과 기업가치 간에는 유의적인 정의 선형관계를 갖고 있음을 보였으며, 강준구와 백재승(2001)은 금융위기상황 하에서 외부 기관투자자 및 법인지분이 많을수록 구조조정이 활발하게 이루어져 이들의 지분소유는 위기상황 하에서 경영효율성 향상을 위해 적극적인 경영감시활동을 수행한다는 사실을 입증하였다.

이와는 달리 대주주나 외부 투자자가 경영감시활동을 통해 기업 가치에 미치는 효과를 규명하는 접근방법으로서 외부 기관투자자와 경영자의 대리인비용 간의 관계를 살펴본 연구도 있다. Yafeh and Yosha(1996)는 광고비, 연구개발비 및 접대비와 같은 항목을 경영자의 사적소비항목으로 간주하고 대주주 지분이 증가할수록 이들 비용은 감소함을 밝혔다. Morck and Nakamura(1999)는 추가적으로 비 은행계 기업내부의 순 현금흐름이 감소하면 은행에 의한 감시활동이 긴밀하게 이루어짐으로 인해 접대비가 감소함을 보고하였다.

한편 본격적으로 외국인투자자 지분과 기업가치 간의 관계를 분석한 예로서는 Khanna and Palepu(1999)와 Park(2001)의 연구가 있다. Khanna and Palepu(1999)는 인도기업을 대상으로 실증 분석한 결과 외국인 기관투자자의 소유지분이 증가할수록 기업 가치는 증가함을 밝혔다. 동시에 Park(2001)은 일본 상장기업의 외국인지분과 기업가치 간에는 역 U자형의 비 선형관계가 존재하고, 부분선형회귀분석을 통해 외국인 지분이 40%에서 45%까지 이를 때까지 기업 가치는 증가하다가 그 이후로는 감소한다는 사실을 밝혔다.

### III. 가설 및 모형설정

#### 3.1 경영자의 사적소비와 외국인 지분

외국인 투자자 지분과 기업가치 간의 관계에 관한 실증분석을 위해 본 연구에서는 제 2절에서 논한 이전 실증연구결과를 토대로 다음과 같은 두 가지 가설을 설정하였다. 2절에서 논의된 과거 실증 연구에 따르면 외국인 투자자와 같은 외부 주주의 지분이 증가하면 경영자에 대한 효율적 감시활동을 통해 경영자의 사적소비수준을 감소시킬 수 있다. 따라서 본 연구의 첫 번째 가설은 다음과 같다.

가설 1: 경영자의 사적소비(Managerial Perquisite Consumption) 수준은 외국인 투자자 지분이 증가할수록 감소한다.

가설 1을 검증하기 위해 본 연구에서는 경영자의 대표적인 사적소비수준(PQ)을 나타내는 대응 변수로서 다음과 같이 손익계산서 상의 매출액 대비 접대비와 기밀비의 합으로 정의하였다.

$$PQ = \frac{\text{접대비} + \text{기밀비}}{\text{매출액}} \times 100$$

기업에서 접대비는 업무와 관련하여 접대, 교제, 사례와 같은 활동에 소요되는 비용으로 지출한 금액을 말한다. 현행 세법에서는 접대비를 사업상 필요한 지출로 간주하지만, 일정한도에 대해서만 세법상 비용(손금)으로 인정하고 있다. 이를 정리하면 다음 <표 1>과 같다.

현행 법인세법에서 규정하고 있는 접대비의 손금 산입한도를 보면 기본금액 1,200만원(중소기업은

〈표 1〉 접대비 및 기밀비 손금한도

연도	기본금액	자본금 기준비율	매출액 기준비율	기밀비손금한도
1997년	2,400만원	일반기업: 1% 중소기업: 2%	100억원 이하: 100억원~500억원: 0.2% 500억원 초과: 0.1%	자기자본의 1%+매출액의 0.035%(중소 0.05%)
1998년	일반기업: 1,200만원	일반기업: 0% 중소기업: 1%	100억원 이하: 0.3% 100억원~500억원: 0.2% 500억원 초과: 0.06%	1과 2 중 적은 금액 1. 접대비손비인정한도의 20% 2. 자기자본의 1%+매출액의 0.035%(중소 0.05%)
1999년	일반기업: 1,200만원 중소기업: 1,800만원	0%	100억원 이하: 0.3% 100억원~500억원: 0.15% 500억원 초과: 0.04%	접대비 한도의 10%
2000년	일반기업: 1,200만원 중소기업: 1,800만원	0%	100억원 이하: 0.2% 100억원~500억원: 0.1% 500억원 초과: 0.03%	폐지

주: 접대비 손금한도 = 기본금액+자본금 기준금액+매출액 기준금액(자료: 재정경제부, 최수미(2003)에서 발췌)

1,800만원)에 매출액이 100억 원 이하분에 대해서는 0.2%, 100억 원 초과 500억 원 이하 분은 0.1%, 500억 원 초과분에 대해서는 0.03%를 적용한 금액을 한도로 한다. 다만 특수 관계자와의 거래에서 발생하거나 소비성 서비스업에서 발생한 매출은 적용률을 곱하여 산출한 금액의 20%만을 한도로 한다. 한편 증빙서류나 지출내역이 없이 소비한 경우에도 기밀비라는 항목으로 접대비 손금한도의 10%를 비용으로 인정하였으나 2000년부터는 기밀비한도를 폐지하였다. 접대비관련 세제는 1997년부터 손금인정한도를 단계적으로 인하하도록 개정되어 왔으며 현재는 2000년에 개정된 한도를 적용하도록 되어 있다.

다시 말해 일정 수준 접대비는 업무상 필요하고 또한 네트워크 빌딩(network building)에 대한 투자로 볼 수 있지만 과도한 접대비 등의 소비성 지출은 기업의 투명성을 저하시키는 경영자의 사적 소비(perquisite consumption)의 한 형태로 볼 수도 있다. 어디까지가 필요한 투자인가는 기업이 처한 상황에 따라 달리 결정될 것이므로 사전에 명

확히 구분하기는 힘들지만 간접적으로 만약 수익을 창출하기 위해서 접대비 지출이 필요하다면 접대비를 많이 지출할수록 기업의 성과가 좋게 나타날 것이나 접대비 지출이 많으면 수익성에 악영향을 줄 수도 있다. 1996년부터 2001년까지 비금융 상장 기업 중 접대비 금액을 따로 공시한 기업을 대상으로 접대비 지출에 관하여 분석한 최수미(2003)의 보고서에 의하면 매출액 대비 접대비 비중의 크기에 따라 10개의 집단으로 나누어 회계성과와 외국인 지분을 분석한 결과 접대비 비중이 낮은 집단에서 외국인 투자지분이 가장 높게 나타났고, 동시에 접대비 비중과 회계성과는 부의 관계를 가짐을 밝혔다. 최(2003)의 해석에 따르면 이는 과도하게 접대비만 지출한다고 해서 경영성과가 개선될 수 없음을 보여주는 증거이며, 외국인 투자비중이 큰 기업의 경우 경영투명성 제고의 일환으로 접대비지출을 통제하는 방안을 활용하고 있다고 할 수 있다.

만약 접대비를 네트워크 빌딩에 대한 투자가 아닌 경영자의 사적소비로 본다면 외국인 기관투자자는 외부투자자(outsider)로서 경영자를 감시할 유인

을 갖게 된다. 단, 이러한 감시활동에는 감시비용이 발생하고 이 경우 “무임승차(free riding)” 문제가 발생할 수 있기 때문에 경영자 혹은 대주주의 지분율이 집중될수록, 또는 외부 대주주가 존재할수록 접대비 비중은 감소하게 된다(Morck and Nakamura, 1999; Yafeh and Yosha, 1996)

한편, 접대비(기밀비 포함)는 기본적으로 매출액 기준으로 손금한도가 결정되고, 일반적으로 규모가 큰 기업일수록 접대비를 많이 지출하는 경향이 있기 때문에 접대비를 매출액으로 표준화해서 매출액 대비 접대비지출액 비율로 분석하는 것이 일반적이다. 접대비와 소유구조와의 관련성을 분석한 기존 연구를 참조하면 먼저 Yafeh and Yosha (1996)의 경우 접대비를 매출액으로 표준화하였고, 최수미(2003)의 경우에도 매출액을 표준화 변수로 사용하고 있습니다. 반면, Morck and Nakamura(1999)의 경우 매출액외에 현금흐름(이들의 경우 당기순이익+감가상각비+이자비용으로 정의함)으로 정의하면서 현금흐름이 0보다 적은 표본은 분석에서 제외하는 방법을 사용하였다. 이들이 현금흐름을 표준화변수로 사용한 것은 Jensen(1986)의 잉여현금흐름(free cash flow) 입장을 반영한 것으로 일반적으로 기업 내의 잉여 현금흐름이 많으면 많을수록 경영자의 사적소비용

인이 높기 때문이다. 이들의 연구결과에 따르면 접대비를 매출액으로 표준화하는 것보다는 현금흐름으로 표준화할 때 유의적인 결과를 얻고 있고, 따라서 Yafeh and Yosha(1996)의 연구 표본은 순이익이 0보다 큰 기업들로 구성되어 있다. 한편 광고비나 연구개발비의 경우 Yafeh and Yosha (1996)의 경우 경영자의 사적소비의 한 형태로 보고 있으나 광고비는 연구개발비와 더불어 대표적인 무형자산으로서 기존 연구에서는 기업의 미래 성장기회를 나타내는 항목으로 인식되고 있으므로 본 연구에서는 제외하였다. 실제 실증분석 결과에서도 광고비를 접대비와 기밀비의 합에 포함시킨 후 매출액으로 포함시킬 경우 유의한 결과도 출되지 않고 있다. 한편 접대비 비중으로 측정된 경영자의 사적소비용수준을 통제하기 위한 기업특성 변수로서 Yafeh and Yosha(1996)의 연구를 참조하여 국내 기관투자자 지분, 1인 대주주 지분, 기업규모, 부채비율, 상장경과기간, 30대 재벌 가변수, 산업 및 연도 가변수를 사용하였다. 국내 기관투자자 지분과 1인 대주주 지분을 기업의 소유구조를 나타내는 독립변수로 포함시킨 이유는 그렇지 않을 경우 이러한 지분과 외국인 투자자 지분간의 숨겨진 관계 때문에 회귀분석 상에 허구적 상관관계로 나타날 수 있기 때문이다.<sup>1)</sup>

1) 실제 설명변수로 사용된 외국인 투자자와 국내 기관투자자 및 1인 대주주 등의 소유구조 변수와 종속변수로 사용된 경영자의 사적소비와 기업가치간의 Pearson 상관계수값은 다음 표와 같다.

	(1)	(2)	(3)	(4)
사적소비 (1)	1			
기업가치 (2)	0.6033	1		
외국인 지분 (3)	-0.0688	0.0046	1	
국내기관 지분 (4)	-0.0451	-0.0912	0.0490	1
1인 대주주 지분 (5)	-0.0841	0.0370	0.1121	-0.1520

위의 표에서와 같이 주요 주주지분간의 상관성은 유의적으로 높지 않기 때문에 본 연구의 결론이 다른 주주의 지분간의 숨겨진 관계로 인해 나타난 것이라고 볼 수 없다. 그러나 내부경영자 또는 대주주의 지분 및 외부 대주주로서 외국인 투자자와 국내 기관투자자의 지분이 경영자의 사적소비나 기업가치에 미치는 관계에 대해서는 기존 연구에서도 충분히 고려된 바 있으므로 이들 변수들을 포함한 방정식을 추정대상에 포함시켰다.

외국인 투자자 지분은 보통주의 전체 지분 중에서 외국인 개인 및 기관이 소유하고 있는 보통주 지분의 비율을 나타낸다. 기관투자자 지분은 금융기관, 증권사, 보험사의 지분을 합한 값의 비율이며, 대주주 1인은 1인 대주주 및 특수관계인 지분의 합인 비율로서 측정하였다. 한편 기업규모는 총자산의 장부가치에 자연대수를 취한 값을 나타내고, 레버리지는 총부채의 장부 가치를 총자산의 장부가치로 나눈 값으로 계산하였다. 마지막으로 상장경과기간은 표본연도에서 상장연도를 차감한 값에 자연대수를 취하여 계산하였다. 추정방법은 사적소비를 나타내는 매출액 대비 접대비 비중이 모두 0보다 크기 때문에 고정효과 토빗모형(fixed effects Tobit model)을 사용하였다.

소유구조에 관한 기존연구에서 주로 사용된 OLS 또는 GLS를 이용한 횡단면분석방법은 소유구조에 관한 변수가 시간에 관계없이 안정적인 임을 가정하고 있으나 실제로는 연도별로 심하게 변동하고 있으며, 따라서 특정연도에 관한 결과를 모든 기간에 걸쳐 일반화할 수 없다는 문제점을 내포한다. 한편 일정 기간의 통합표본(pooled sample)을 사용해서 분석하는 방법은 종속변수를 설명하는 모든 관련변수를 모형 내에 포함시키는 것이 불가능하므로 항상 잔차항의 이분산성(unobserved heterogeneity)문제가 발생하게 된다. 이러한 문제를 회피하기 위해 본 연구에서는 패널데이터 분석방법의 하나인 고정효과모형(fixed effects model)을 사용하였다. Himmelberg, Hubbard and Palia(1999)는 계약환경과 같은 관측 불가능한 특성변수들이 기업성과에 어떻게 영향을 미칠 수 있는가를 지적하였다. 일반적으로 기업의 성과에 미치는 변수들

은 선별 및 측정이 곤란해서 모형 내에 포함시키기 어렵다. 따라서 만약 이러한 기업 간의 이분산성을 통제하지 않을 경우 편의된 결과를 얻을 위험이 존재한다. 횡단면분석과 달리 패널데이터는 개별기업효과(individual effect)를 통해 관측 불가능한 이분산성을 통제할 수 있으며, 소유구조변수의 수준뿐만 아니라 변동도 모형 내에 포함시킬 수 있다는 장점을 갖는다.

추정모형을 표시하면 다음 식(1)과 같다.

$$PQ_{it}^* = x_{it}\beta + u_i + v_{it} \quad v_{it} \sim IIN(0, \sigma^2) \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{단, } PQ_{it} &= PQ_{it}^* \text{ if } PQ_{it}^* \geq 0 \\ &= 0 \text{ otherwise} \end{aligned}$$

만약  $PQ_{it}$ 가 TR 보다 낮은 수준에서 제약되었다면(즉,  $PQ_{it} \geq TR$ 인 관측치만이 표본에 포함됨을 의미) 기업  $i$ 의 대수우도함수는 다음과 같다.

$$\begin{aligned} K - \frac{1}{2} \log \sigma^2 - \frac{1}{2\sigma^2} (PQ_{it} - X_{it}\beta)^2 \\ - \log \Phi \left( \frac{X_{it}\beta - TR}{\sigma} \right) \end{aligned}$$

### 3.2 기업가치와 외국인 지분

경영자의 사적소비는 경영자의 도덕적 해이(moral hazard)로서 대리인 비용(agency cost)을 발생시키고, 이는 간접적으로 기업 가치에 부의 영향을 미치게 된다. 그 이유는 접대비와 같은 경영자의 사적소비를 감시하기 위해 비용이 발생하면 외국인 투자자는 이를 상쇄하기 위해 기대수익률을 상승시킬 것이며, 궁극적으로 자기자본비

용의 상승과 주가하락이라는 결과를 초래하게 되기 때문이다. 따라서 만약 가설 1이 옳다면 외국인 투자자 지분과 기업가치 간에는 정의 선형관계를 형성하게 될 것이다. 따라서 가설 2는 다음과 같다.

가설 2: 기업 가치는 외국인 투자자 지분이 증가할수록 높아진다.

그리고 가설 2에 따라 본 연구의 두 번째 모형은 외국인 투자자 지분과 기업가치 간의 정의 비례관계를 검증하였다. 모형으로는 기업 가치를 나타내는 Tobin의 Q를 종속변수로 하고 외국인 투자자 지분을 설명변수로 하는 고정효과모형을 설정하였다. 그리고 기업 가치에 영향을 미칠 가능성이 있는 다른 변수들을 통제변수로서 포함시켰는데, Morck, Shleifer and Vishny(1988)와 McConnell and Servaes(1990, 1995)의 연구 성과를 준거하여 기업규모(firm size), 레버리지 비율(leverage ratio), 및 연구개발비와 같은 무형자산(intangible fixed assets)을 통제변수로 사용하였다. 동시에 본 연구에서는 영업이익과 상장기간을 추가로 포함시켰다. 한편 가설 1의 추정에서와 같이 국내 기관투자자와 1인 대주주의 지분을 통제변수로서 포함시켰다. 추정모형을 표시하면 다음 식 (2)와 같다.

$$TQ_{it}^* = x_{it}'\beta + u_i + v_{it}v_{it} \sim IIN(0, \sigma_v^2) \quad (2)$$

여기서, TQ는 기업가치의 대용변수로 널리 사용되는 토빈의 Q(Tobin's Q)를 나타낸다. 기존 연구에서 정의되는 바와 같이 본 연구에서는 TQ를 보통주의 시장가치와 우선주의 액면가치 및 총부

채의 장부가치의 합을 총자산의 장부가치로 나눈 값으로 계산하였다. 보통주의 시장가치는 보통주 연말종가에 해당 연도 발행주식 총수를 곱하여서 산정하였으며, 우선주의 경우 보통주에 비해 발행 규모가 작고 유동성이 적으며 시장가격이 비효율적으로 형성되었을 가능성이 높기 때문에 장부가치로 계산하였다. 그 외의 다른 변수들은 앞에서 정의된 바와 같다. 앞서 경영자의 사적소비와 외국인 지분과의 관계에 관한 모형설정과 동일하게 개별효과를 통제하기 위해 고정효과모형을 사용하였다.

한편 통제변수로서 사용되는 기업특성변수들의 예상되는 부호는 다음과 같다. 먼저 기업규모는 두 가지 요인 때문에 통제변수로서 모형 내에 포함시켰는데, 첫 번째 요인은 기업규모가 규모의 경제를 통해 기업성장에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 만약 규모의 경제가 존재한다면 기업규모와 기업가치 간에는 정의 관계가 도출될 수 있다. 두 번째 요인은 기업 가치와 소유구조가 기업규모를 통해 연계될 가능성이 있기 때문이다. 즉, Demsetz and Lehn(1985)이 주장한 바와 같이 기업규모가 크면 클수록 자본금 규모가 크게 되므로 기업 내의 일정 지분을 획득하기가 어려워진다. 외부 투자자의 효율적 감시가설에 따르면 소유지분이 분산될수록 기업성장은 낮아지리라 예측되므로 기업규모와 기업가치 간에는 부의 관계가 성립되게 된다.

반면 레버리지비율과 기업가치 간의 관계에 대해서는 약간 모호한 점이 있는데 Ross(1977)의 신호가설(signaling hypothesis)과 Jensen(1986)의 잉여현금흐름가설(free cash flow hypothesis)에 의하면 정의 관계가 존재하여야 한다. 반면 Myers(1977, 1984)와 Myers and Majluf(1984)의

자본조달순위이론(pecking order theory)에 의하면 레버리지비율과 기업가치 간에는 부의 관계가 존재한다고 주장하고 있다.

그리고 무형자산인 연구개발비의 경우 미래 성장 기회를 대변하고, 기업 가치를 나타내는 Tobin의 q 자체도 이러한 미래 성장기회를 반영해서 결정되므로 연구개발비와 기업 가치 간에는 정의 관계가 성립되리라 예상된다.

상장경과기간은 기업수명주기(business life cycle), 기업의 명성(reputation) 등에 따른 효과를 통제하기 위해 사용하였으며, 마지막으로 개별가변수, 산업가변수, 및 연도가변수를 통해 각각의 그룹에 속하는 경우에 발생하는 효과를 분리하였다.

## IV. 표본추출 및 구성

### 4.1 표본의 추출

외국인 투자자 소유지분에 관한 자료 및 주요 회계정보는 한국 상장회사협회(KLCA)의 데이터베이스로부터 추출하였으며, 보통주와 우선주의 연말종가자료는 연세-대우 주가 데이터베이스를 활용하였다.

표본추출기간은 외국인 투자가 허용된 1992년부터 2001년까지 총 10년간으로 설정하였으며, 생존편의(survivorship bias)나 상장기업편의(listing firm bias) 문제를 고려해서 한국증권거래소에 상장된 모든 종목을 표본대상으로 하였다. 표본은 1부 및 2부 종목뿐만 아니라 관리종목 및 상장폐지 종목도 모두 포함시켰다. 단, 금융업은 업종의 재

무적 성격이 타 업종과 상이할 뿐만 아니라 금융업에 대하여는 업무상의 규제 및 소유구조에 대한 규제내용도 타 업종과 현저히 달리하므로 제외하고 제조업만을 대상으로 하였다. 그리고 일반적으로 상장 초기에는 1인 대주주의 지분이 높다가 3년 정도가 지나면 소유구조가 안정적으로 정착될 것이라는 가정 하에 표본년도를 기준으로 최소 3년 이전에 상장된 기업으로 표본을 한정하였다. 그리고 소유지분을 포함한 주요 자료가 누락된 기업의 경우도 표본에서 제외하였으며, 동시에 이상치(outlier)가 추정결과에 미치는 편의를 제거하기 위해 각 변수별로 상하 1% 퍼센타일(percentile)에 해당하는 자료는 결측치(missing value)로 간주하여 처리하였다. 결과적으로 표본으로 선정된 자료는 총 4,721개이다.

### 4.2 표본구성

연도별 표본 기업 수 및 평균 외국인 지분에 관한 자료는 <표 2>에 나타나있다.

<표 2>에 따르면 연도별로 표본기업수가 다르게 나타나고 있는 것을 알 수 있으며, 이는 본 연구에서 불균형 패널자료(unbalanced panel data)를 사용하고 있음을 의미한다.

<표 3>에서는 기업별 주력제품에 따라 분류된 산업별 표본 수 및 평균 외국인 지분을 설명하고 있으며, <표 4>에서는 본 연구에서 사용된 모형 내의 주요 변수에 대한 기술통계량(평균, 표준편차, 최소 및 최대치)을 나타내었다.

〈표 2〉 표본 구성

표본추출기간은 외국인 투자가 허용된 1992년부터 2001년까지 총 10년간으로 설정하였으며, 생존편의(survivorship bias)나 상장기업편의(listing firm bias) 문제를 고려해서 한국증권거래소에 상장된 모든 종목을 표본대상으로 하였다. 표본은 1부 및 2부 종목뿐만 아니라 관리종목 및 상장폐지종목도 모두 포함시켰다. 단, 금융업은 업종의 재무적 성격이 타 업종과 상이할 뿐만 아니라 금융업에 대하여는 업무상의 규제 및 소유구조에 대한 규제내용도 타 업종과 현저히 달리하므로 제외하고 제조업만을 대상으로 하였다. 그리고 일반적으로 상장 초기에는 1인 대주주의 지분이 높다가 3년 정도가 지나면 소유구조가 안정적으로 정착될 것이라는 가정 하에 표본년도를 기준으로 최소 3년 이전에 상장된 기업으로 표본을 한정하였다. 마지막으로 소유지분을 포함한 주요 자료가 누락된 기업의 경우도 표본에서 제외하였으며, 결과적으로 표본으로 선정된 자료는 총 4,721개이다.

패널 A: 연도별 표본기업 수

구분	표본기업 수				
	연도	1부 종목	2부 종목	관리 및 상장폐지종목	계
	1992	232	102	82	416
	1993	240	115	87	442
	1994	245	120	91	456
	1995	243	123	93	459
	1996	249	126	91	466
	1997	250	134	80	464
	1998	261	149	84	494
	1999	251	140	81	472
	2000	281	144	100	525
	2001	287	141	99	527
총계		2539 (53.78%)	1294 (27.41%)	888 (18.81%)	4721 (100%)

Note:

- (i) 괄호안의 값은 전체 표본기업 수 대비 부별 기업의 비율을 나타냄.
- (ii) 관리 및 상장폐지종목에는 총 179개의 상장폐지기업이 포함됨.

패널 B: 부(section)별 표본기업 수 및 평균 외국인 투자자 지분

	표본기업 수	외국인투자자 지분 평균
1부	2539	6.61%
2부	1294	4.19%
관리 및 상장폐지	888(179)	2.24%(3.44%)
총 계	4721	5.10%

〈표 3〉 산업별 표본분포

산업구분(3-digit SIC)	표본 기업-연수	평균 외국인 지분(%)
어업	22	1.00
석탄, 원유 및 우라늄광업	10	1.86
금속광업	9	.83
음.식료품 제조업	373	5.22
섬유제품 제조업(봉제의류 제외)	253	2.56
봉제의류 및 모피제품 제조업	128	5.04
가죽, 가방 및 신발제조업	41	.86
목재 및 나무제품 제조업(가구 제외)	30	.169
펄프, 종이 및 종이제품 제조업	179	3.23
출판, 인쇄 및 기록매체 복제업	23	4.63
코크스, 석유정제품 및 핵연료 제조업	57	16.24
화합물 및 화학제품 제조업	784	5.15
고무 및 플라스틱제품 제조업	143	4.37
비금속광물제품 제조업	183	5.84
제1차 금속산업	331	5.56
조립금속제품 제조업(기계 및 가구 제외)	97	3.36
기타 기계 및 장비제조업	183	4.82
컴퓨터 및 사무용기기 제조업	61	4.78
기타 전기기계 및 전기변환장치 제조업	73	4.05
전자부품, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	437	7.89
의료, 정밀, 광학기기 및 시계제조업	42	8.23
자동차 및 트레일러 제조업	235	6.61
기타 운송장비 제조업	45	2.14
가구 및 기타 제품 제조업	45	3.33
전기, 가스 및 증기업	40	6.55
종합건설업	329	4.49
자동차 판매 및 차량연료 소매업	10	7.50
도매 및 상품중개업	277	2.82
소매업(자동차 제외)	64	3.04
숙박 및 음식점업	8	.14
육송운송 및 파이프라인 운송업	124	6.04
항공운송업	10	3.46
여행알선, 창고 및 운송관련 서비스업	30	2.13
통신업	17	6.09
정보처리 및 기타 컴퓨터운용 관련업	11	3.53
전문, 과학 및 기술서비스업	4	4.84
사업지원서비스업	3	1.94
영화, 방송 및 공연산업	10	7.18

한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할

<표 4> 요약통계량

패널 A: 기술통계량

	평균	표준편차	왜도	첨도	최소치	25-%ile	75-%ile	최대치
사적소비	.345(%)	.737(%)	26.86	1149.98	.004(%)	.112(%)	.386(%)	2.366(%)
기업가치	1.026	.729	21.67	649.17	.425	.801	1.112	2.582
외국인 지분	.052	.092	3.41	16.12	.000	.020	.065	.450
기관 지분	.139	.128	1.31	2.73	.000	.034	.214	.507
1인대주주 지분	.255	.160	.626	.293	.000	.129	.356	.708
기업규모	19.02	1.388	.724	.698	16.50	18.04	19.78	22.98
레버리지	.692	.630	26.29	943.58	.191	.520	.773	2.090
상장기간	2.461	.655	-.368	-.896	1.099	1.946	3.045	3.638
연구개발비	.590(%)	1.151(%)	3.60	18.31	.000(%)	.000(%)	.628(%)	5.71(%)
광고비	.949(%)	2.064(%)	3.99	23.45	.000(%)	.032(%)	.718(%)	10.05(%)
재벌가변수	.268	.443	1.05	-.90	.000	.000	1.000	1.000

패널 B: Pearson 상관계수

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
사적소비 (1)	.604	-.069	-.084	-.045	-.283	.567	-.049	.049	.162	-.145
기업가치 (2)		.004	.038	-.093	-.170	.865	-.088	.075	.016	-.039
외국인 지분 (3)			.112	.049	.331	-.088	.009	.029	.053	.164
기관 지분 (4)				-.152	.271	-.007	-.014	.022	.018	.219
대주주 지분 (5)					-.025	-.101	-.017	-.091	-.015	-.086
기업규모 (6)						-.040	.303	.028	-.024	.545
레버리지 (7)							.053	-.017	-.014	.028
상장기간 (8)								-.102	.060	.167
연구개발비 (9)									.050	.034
광고비 (10)										-.060
재벌가변수 (11)										1.000

1. 변수들은 다음과 같이 정의되었음.

- (a) 외국인 지분: 전체 지분 중 외국인 투자자 보유 지분의 비중
- (b) 기관투자자 지분: 전체 지분 중 기관투자자 보유 지분의 비중
- (c) 1인 대주주 지분: 전체 지분 중 최대주주 및 그 특수 관계인 보유 지분의 비중
- (d) 기업규모: 대차대조표상의 총자산의 자연대수값
- (e) 레버리지: 대차대조표상의 총부채/총자산의 비율
- (f) 상장기간: 표본연도에서 상장연도를 차감한 값의 자연대수값
- (g) 재벌가변수: 공정거래위원회 공시 30대재벌 계열사의 경우 1, 그렇지 않을 경우 0
- (h) 산업가변수: 표본수 이상인 총 14개 산업별로 해당 산업에 속할 경우 1, 그렇지 않을 경우 0
- (i) 연도가변수: 1992년부터 2000년까지 해당 연도에 속할 경우 1, 그렇지 않을 경우 0특성변수들의 경우

## V. 실증결과

### 5.1 경영자의 사적소비와 외국인 지분

패널자료로 구성된 표본을 대상으로 외국인 지분과 경영자의 사적소비수준간의 관계를 고정효과 Tobit 모형으로 추정한 결과는 <표 4>에 나타나 있다. 모형 (1)부터 모형 (5)까지는 매출액 대비 접대비와 기밀비의 비율로서 계산된 경영자의 사적소비수준을 종속변수로 하고 외국인 투자자 지분율과 기업특성변수 및 산업 및 연도가 수를 독립변수로 하여 추정하였다. 먼저 경영자의 사적소비수준과 외국인 지분간의 관계는 여타 기업특성변수와 가변수를 통제하지 않은 상태 하에서 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 부의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 가설 1에서와 같이 외국인 투자자의 효율적인 경영감시활동으로 인해 접대비 비중과 같은 경영자의 사적소비활동 수준이 하락하게 됨을 암시한다. 이러한 결과는 기타 기업특성변수나 산업 및 연도가변수를 포함시킨 모형 (2)~모형 (4)에서도 지속적으로 관찰되었다.<sup>2)</sup> 통제변수로 사용된 기업도 모두 통계적으로 유의적인 설명력을 갖는 것으로 확인되었다. 기업 규모와 상장경과기간 및 재벌가변수의 경우 경영자의 사적소비수준과 부의 관계를, 레버리지의 경우 정의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 즉, 기업규모가 크고, 상장기간이 길며, 재벌그룹 계열에 속한 기업일수록 접대비 비중이 낮은 경향을 나타내며, 레버리지가 높은 기업일수록 이자비용으로 인

한 유동성제약과 파산가능성이 높음에도 불구하고 접대비 비중이 증가하는 것을 의미한다.

한편 모형 (5)에서는 기업의 소유구조를 나타내는 변수로서 외국인 지분 외에 1인 대주주의 지분과 기관투자자의 지분을 포함시켜 추정하였다. 왜냐하면 이러한 주요 주주의 지분과 외국인 투자자 지분간의 어떤 숨겨진 관계가 있다면 이는 분석상에 허구적 상관관계로 나타날 수 있기 때문이다. 추정결과 경영자의 사적소비수준과 외국인 지분간의 부의 유의적인 상관관계는 그대로 지속되었으며, 기관투자자의 경우 약한 부의 관계를 그리고 대주주의 경우 어떤 유의적인 관계도 없는 것으로 나타났다. 이는 대주주 지분이 집중될수록 외부 투자자에 의한 경영감시가 용이해서 사적소비가 감소한다는 Yafeh and Yosha(1996)의 결과와 대조되는 결과이다. 이러한 결과는 외국인 투자자 지분이 증가할수록 경영자의 도덕적 해이에 따른 대리인비용의 일종인 사적소비활동은 감소되고, 이는 다시 기업 가치에 간접적인 정의 영향을 미칠 수 있음을 암시한다. 다시 말해 외국인 지분과 기업가치 간에는 정의 선형관계가 성립된다고 볼 수 있다.

### 5.2 기업 가치와 외국인 지분

가설 2에서 제시한 바와 같이 외국인 투자자 지분과 기업가치 간의 정의 선형관계를 살펴보기 위해 고정효과모형(fixed effects model)을 사용하여 분석하였으며, 그 결과는 <표 5>에 나타나 있다. 추정 결과 외국인 지분은 Tobin의 q로 측정된 기업 가치와 정의 관계를 갖는 것으로 나타났다.

2) 외국인 지분을 상위 1%에 해당하는 소수의 기업의 포함한 표본의 경우 외국인 지분의 제곱항을 모형 내에 포함시킬 경우 유의적인 정의 값을 가져 U자형의 이차함수관계가 형성되는 것처럼 보일 수 있으나 이는 소수의 outlier들에 의해 도출되었음이 확인되었다.

〈표 5〉 경영자의 사적소비와 외국인 지분

고정효과 Tobit 모형(fixed effects Tobit model)을 이용하여 경영자의 사적소비와 외국인 지분간의 관계를 살펴 보았다. 종속변수는 경영자의 사적소비수준이고, 설명변수로는 외국인 지분, 기관투자자 지분, 1인 대주주 지분, 기업 규모, 레버리지, 상장기간, 재벌가변수, 산업가변수, 연도가변수를 사용하였다. 표본은 1992년부터 2001년도까지 10년간 총 4,721개의 기업-연 자료를 사용하였으며, 추정모형은 다음과 같다.

$$PQ_{it}^* = x_{it}\beta + u_i + v_{it}, v_{it} \sim IIN(0, \sigma_v^2)$$

$$\text{단, } PQ_{it} = PQ_{it}^* \text{ if } PQ_{it}^* \geq 0 \\ = 0 \text{ otherwise}$$

	모형 (1)	모형 (2)	모형 (3)	모형 (4)	모형 (5)
외국인투자자 지분	-1.1207** (-4.345)	-.0385** (-3.131)	-.2020** (-2.673)	-.1294** (-2.922)	-.0517** (-2.003)
기관투자자 지분					-.0261* (-1.699)
1인 대주주 지분					.0188** (.851)
기업규모		-.0102** (-3.325)	-.0074** (-2.684)	-.0072** (-4.193)	.0090** (-2.778)
레버리지		.0145** (3.231)	.0141** (2.822)	.0129** (3.175)	.0097** (3.219)
상장기간		-.0103** (-2.683)	-.0130** (-2.856)	-.0059* (-2.314)	.0064 (1.303)
재벌가변수		-.6712** (-3.197)	-.0323** (-2.873)	-.0447** (-2.850)	-.0766** (-2.402)
산업가변수			포함	포함	포함
연도가변수				포함	포함
sigmasq	.0024** (3.270)	5.62e-4** (6.510)	3.89e-4** (17.182)	3.07e-4** (2.629)	7.74e-4** (2.790)
function value	24531.49	24537.15	25180.71	25205.75	25301.14
표본수	4387	4387	4387	4387	4200

1. 괄호안의 값은 t값을 나타냄.
2. 변수들은 다음과 같이 정의되었음.
  - (a) 외국인 지분: 전체 지분 중 외국인 투자자 보유 지분의 비중
  - (b) 기관투자자 지분: 전체 지분 중 기관투자자 보유 지분의 비중
  - (c) 1인 대주주 지분: 전체 지분 중 최대주주 및 그 특수 관계인 보유 지분의 비중
  - (d) 기업규모: 대차대조표상의 총자산의 자연대수값
  - (e) 레버리지: 대차대조표상의 총부채/총자산의 비율
  - (f) 상장기간: 표본연도에서 상장연도를 차감한 값의 자연대수값
  - (g) 재벌가변수: 공정거래위원회 공시 30대재벌 계열사의 경우 1, 그렇지 않을 경우 0
  - (h) 산업가변수: 표본수 이상인 총 14개 산업별로 해당 산업에 속할 경우 1, 그렇지 않을 경우 0
  - (i) 연도가변수: 1992년부터 2000년까지 해당 연도에 속할 경우 1, 그렇지 않을 경우 0
3. \*\*, \*, #는 각각 1%, 5%, 10%수준에서 통계적으로 유의적임을 나타냄.

그리고 순수하게 외국인 지분과 기업가치 간의 관계를 살펴 본 모형 6을 제외하고는 모두 통계적으로 유의하였다. 추가적으로 통제변수로 사용된 기업특성변수들 중 기업규모와 레버리지, 상장경과기간의 경우 강한 상관성을 갖는 것으로 확인되었다. 구체적으로 기업규모와 상장기간의 경우 기업 가치에 부의 유의적인 관련성을 가지며, 레버리지의 경우 정의 유의적인 관련성을 갖는다. 그러나 무형자산으로서 기업의 미래성장기회를 나타내는 연구개발비와 광고비의 경우나 재벌그룹 가변수의 경우 기업 가치와 관련되지 않는 것으로 나타났는데, 연구개발비 보다는 광고비의 경우 어느 정도 정의 관련성을 나타내고 있으나 일관되고 강한 관련성을 보이지는 않았다.

기업규모가 클수록 기업가치가 하락하는 것은 대기업일수록 정보비대칭에 따른 대리인 문제가 심각해 질 수 있고, 이러한 기업일수록 성과를 증대시키기 위해 지분을 집중시키는 것이 필요하다는 주장을 지지하는 결과이다. 그리고 기업 가치와 소유지분이 기업규모를 통해 연계될 수 있다는 가능성을 통제한 이후에도 외국인 지분의 집중은 유의적으로 기업 가치에 영향을 미치고 있다. 한편 레버리지는 Ross(1977)의 신호가설과 Jensen(1986)의 순 현금흐름 가설과 일치한다. 즉 부채가 많은 기업일수록 기업가치가 일정한 상태에서 평균적으로 소유지분이 덜 집중될 필요성이 있음을 나타낸다.

한편 소유구조와 기업가치 간의 내생성 문제(endogeneity problem)는 소유구조와 기업가치 간의 관계에 심각한 편의를 가져올 수 있다. Demsetz(1983)의 연구에 따르면 내생성을 통제한 후의 소유구조와 기업가치 간에는 어떠한 유의적인 관계도 성립하지 않는다고 하였다. 즉 소유구조는 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 변수들

과 부정적인 영향을 미치는 변수들 간의 상반관계(trade-off)에 따라 내생적으로 결정된다고 보기 때문이다. 그리고 Himmelberg, Hubbard and Palia(1999)와 Palia(2001)는 앞에서 언급된 관찰 불가능한 기업특성변수들은 소유구조뿐만 아니라 동시에 기업성과에도 영향을 미치기 때문에 소유구조는 기업가치 평가모형에서 내생변수로서 작용하게 된다고 지적하였다.

비록 소유구조와 기업가치 간의 관계에 관한 다른 연구에서 사용되어 온 고정효과모형(fixed effect model)과 같이 그룹 내 추정량(within-groups estimator)은 관측 불가능한 이분산성을 통제한다고는 하지만 만일 내생변수가 모형 내에 포함되면 편의된 추정치를 얻을 가능성이 있다. 만약 이러한 내생성 문제를 무시한다면 소유구조와 기업가치 간의 허구적 상관관계(spurious correlation)를 도출할 가능성이 있으므로 반드시 모형 내에 이러한 점을 고려하여야만 한다. 이러한 문제를 회피하기 위해서 본 연구에서는 외국인 지분을 위시한 소유구조변수의 1차 전의 지분 및 1기간 동안의 지분 차분을, 모형(7)과 같이 대변수(instrument variable)를 사용한 2 SLS(two-stage least squares method)를 사용하여 모형을 추정하였다. 대변수로는 Hermalin and Weisbach(1991)의 방법론을 준용하여 소유구조 관련변수를 포함한 모든 설명변수의 1차 또는 2차 전까지의 변수를 사용하였다.

먼저 주요 주주의 전기의 지분율과 기업가치 간의 관계를 개별효과, 산업효과 및 연도별효과를 통제한 후 살펴 본 모형 (12)의 경우 전기의 외국인 투자자 지분과 기관투자자 지분은 당기의 기업 가치에 유의적인 정의 관계를 갖는 것으로 나타난 반면 전기의 1인 대주주 지분의 경우 유의적인 관

〈표 6〉 기업가치와 외국인 지분

고정효과모형(fixed effects model)을 이용하여 기업가치와 외국인 지분간의 관계를 살펴보았다. 종속변수는 기업가치이고, 설명변수로는 외국인 지분, 기관투자자 지분, 1인 대주주 지분, 기업규모, 레버리지, 상장기간, 개발가변수, 산업가변수, 연도가변수를 사용하였다. 표본은 1992년부터 2001년도까지 10년간 총 4,721개의 기업-연 자료를 사용하였으며, 추정모형은 다음과 같다.

$$TQ_{it}^* = x_{it}\beta + u_i + v_{it}, v_{it} \sim IIN(0, \sigma_v^2)$$

	모형 (6)	모형 (7)	모형 (8)	모형 (9)	모형 (10)	모형 (11)
외국인투자자 지분	.2197 (1.432)	.6492** (7.358)	.6476** (6.091)	.5384 (5.331)	.5701** (5.637)	.5528 (5.335)
기관투자자 지분					.0981* (2.032)	.0986 (2.045)
1인 대주주 지분					.0163 (.379)	.0163 (.378)
기업규모		-.1472** (-7.722)	-.1473** (-6.957)	-.1242** (-5.164)	-.1341** (-5.225)	-.1341** (-5.221)
레버리지		.9436** (4.789)	.9435** (4.573)	.9496** (3.776)	.9514** (3.463)	.9514** (3.488)
상장기간		-.1702** (-8.544)	-.1703** (-7.460)	-.1584** (-6.001)	-.1355** (-5.070)	-.1357** (-5.069)
연구개발비		1.2301 (1.178)	1.2292 (.894)	1.3167 (.949)	1.5913 (1.103)	1.5730 (1.088)
광고비		1.3753** (2.674)	1.3708* (2.014)	1.1851# (1.807)	1.0272 (1.574)	1.0275 (1.573)
개발가수		-.0009 (-.130)	.0047 (.560)	.0080 (.842)	.0070 (.752)	.0015 (.122)
외국인 투자자 지분*개발가변수						.0619 (.797)
산업가변수			포함	포함	포함	포함
연도가변수				포함	포함	포함
조정설명계수	.0005	.7900	.7901	.8043	.8115	.8115
표본수	4459	4459	4459	4459	4270	4270

1. 괄호안의 값은 t값을 나타냄.
2. 변수들은 다음과 같이 정의되었음.
  - (a) 외국인 지분: 전체 지분 중 외국인 투자자 보유 지분의 비중
  - (b) 기관투자자 지분: 전체 지분 중 기관투자자 보유 지분의 비중
  - (c) 1인 대주주 지분: 전체 지분 중 최대주주 및 그 특수 관계인 보유 지분의 비중
  - (d) 기업규모: 대차대조표상의 총자산의 자연대수값
  - (e) 레버리지: 대차대조표상의 총부채/총자산의 비율
  - (f) 상장기간: 표본연도에서 상장연도를 차감한 값의 자연대수값
  - (g) 연구개발비: 연구개발비 및 경상연구비의 합을 총자산으로 나눈 비율
  - (h) 광고비: 광고비 및 판촉비의 합을 총자산으로 나눈 비율
  - (i) 개발가변수: 공정거래위원회 공시 30대개발 계열사의 경우 1, 그렇지 않을 경우 0
  - (j) 산업가변수: 표본수 이상인 총 14개 산업별로 해당 산업에 속할 경우 1, 그렇지 않을 경우 0
  - (i) 연도가변수: 1992년부터 2000년까지 해당 연도에 속할 경우 1, 그렇지 않을 경우 0
3. \*\*, \*, #는 각각 1%, 5%, 10%수준에서 통계적으로 유의적임을 나타냄.

〈표 7〉 소유지분변수의 내생성문제를 고려한 기업가치와 외국인 지분

고정효과모형(fixed effects model)을 이용하여 기업가치와 외국인 지분간의 관계를 살펴보았다. 종속변수는 기업 가치이고, 설명변수로는 외국인 지분, 기관투자자 지분, 1인 대주주 지분, 기업규모, 레버리지, 상장기간, 재벌가변수, 산업가변수, 연도가변수를 사용하였다. 표본은 1992년부터 2001년도까지 10년간 총 4,721개의 기업-연 자료를 사용하였으며, 추정모형은 다음과 같다.

$$TQ_{it}^* = x_{it}\beta + u_i + v_{it}, v_{it} \sim IIN(0, \sigma_v^2)$$

	모형 (12)	모형 (13)	모형 (14)	모형 (15)	모형 (16)	모형 (17)
당기 외국인 투자자 지분			.5678** (4.950)	.6274** (5.111)	.8088** (2.637)	.8357** (2.265)
전기 외국인 투자자 지분	.2589* (2.175)		.0689 (.538)			
전기 대비 당기 외국인 투자자 지분 증감		.2822** (2.615)		-.0582 (-.437)		
당기 기관투자자 지분			.0367 (.569)	.1930* (2.664)	.5558* (2.240)	.5418* (2.177)
전기 기관투자자 지분	.1865* (2.293)		.1779* (1.872)			
전기 대비 당기 기관 투자자 지분 증감		-.0712 (-1.079)		-.1558* (-1.838)		
당기 1인 대주주 지분			.0207 (.450)	.0667 (1.055)	.1224 (.790)	.1776 (.761)
전기 1인 대주주 지분	.0238 (.513)		.0331 (.835)			
전기 대비 당기 1인 대주주 지분 증감		-.0305 (-.963)		-.0561 (-1.293)		
기업규모	-.1253** (-4.583)	-.1315** (-4.459)	-.1404** (-4.858)	-.1404** (-4.812)	-.1299** (-4.718)	-.1226** (-3.393)
레버리지	.9459** (2.683)	.9443** (2.940)	.9477** (2.030)	.9473** (2.939)	.9501** (2.455)	.9116** (15.987)
상장기간	-.1552** (-4.867)	-.1616** (-5.116)	-.1333** (-4.226)	-.1337** (-4.175)	-.0894* (-2.056)	-.1277* (-2.295)
연구개발비	1.4600 (.934)	1.3770 (.847)	1.5423 (.980)	1.5305 (.973)	1.9424 (1.275)	1.7749 (.991)
광고비	1.4264* (1.854)	1.1734 (1.580)	1.2221* (1.650)	1.2120 (1.637)	1.2781* (1.711)	1.4639* (1.707)
재벌가변수	.0095 (1.030)	.0065 (.704)	.0053 (.584)	.0056 (.607)	.0062 (.630)	.0080 (.788)
산업가변수	포함됨	포함됨	포함됨	포함됨	포함됨	포함됨
연도가변수	포함됨	포함됨	포함됨	포함됨	포함됨	포함됨
adj. R-squared	.7732	.7794	.7833	.7832	.7764	.6063
표본수	3764	3585	3585	3585	3585	2942

1. 괄호안의 값은 t값을 나타냄.
2. 변수들은 앞의 〈표 3〉과 〈표 4〉와 동일하게 정의되었음.
3. \*\*, \*, #는 각각 1%, 5%, 10%수준에서 통계적으로 유의적임을 나타냄.

련성은 발견되지 않았다. 이는 외국인 투자자뿐만 아니라 국내 기관투자자의 경우도 경영감시활동을 통해 기업 가치를 향상시킬 수 있는 가능성을 가짐을 의미한다. 그러나 1기간 지분 증감을 대입하여 본 모형 (13)의 추정 결과 외국인 지분의 증감은 기업 가치에 정의 관련성을 보이고 있으나 국내 기관투자자의 경우 유의성은 사라지고 있다. 한편 당기의 소유지분과 전기의 소유지분을 동시에 포함시킨 모형 (14)의 경우 외국인의 경우 당기지분은 기업 가치에 정의 유의적인 관계를 갖는 반면 전기의 지분은 유의성이 없는 것으로 나타났고, 기관투자자의 경우는 반대로 당기의 지분보다는 전기의 지분에서 정의 유의적인 관계를 나타내고 있다. 그리고 당기의 소유지분과 소유지분의 증감을 동시에 포함시킨 모형 (15)에서는 외국인 지분과 국내기관의 경우 모두 당기지분과 기업가치 간에 정의 관련성을 보이고 있으나 지분증감변수는 유의성이 없거나 부호가 반대로 나타나고 있다. 따라서 외국인 보다는 약하지만 국내 기관투자자의 경우도 기업 가치와 정의 관련성을 갖는 것으로 파악할 수 있고, 이는 모든 설명 변수의 1기간 전의 변수들을 도구변수로 사용한 모형 (16)이나 2기간 전까지의 변수들을 도구변수로 사용한 모형 (17)에서도 확인할 수 있다. 그러나 계수를 비교하면 외국인 투자자가 국내 기관투자자보다 대체로 높게 나타나고 있어 국내 기관투자자의 경우 경영감시기능은 존재하나 외국인에 비해 비교적 낮게 발휘되는 것으로 해석된다.

전반적으로 본 연구는 기업 가치와 외부 소유지분과의 선형관계를 지적인 기존 연구와는 다른 새로운 증거를 제시한 것이 주요 공헌이라 할 수 있다. 이러한 점은 기업지배구조가 다르면 기업 가치와 소유지분간의 관계도 달라질 수 있음을 나타낸

다. 본 연구에서 지적인 바와 같이 외국인 투자자들은 상대적으로 적은 지분을 보유하고 있을 경우 소액주주의 부에 큰 관심을 나타내나, 일정수준을 초과한 높은 지분을 보유하게 될 경우에는 내부경영자로서 자신의 이해를 먼저 추구하는 경향이 있다고 할 수 있다. 그러나 일반적으로 한국에서의 외국인 투자자는 훌륭한 감시자로서의 역할을 담당하고 있다고 말할 수 있다. Shleifer and Vishny (1986)가 지적인 바와 같이 대주주는 정보를 수집해서 경영자를 감시하고자 하는 유인을 가질 뿐만 아니라 경영자에게 압력을 가할 수 있는 의견을 행사할 수 있으므로 내부 경영자가 과도한 사적소비를 할 가능성을 방지하는 역할을 담당한다고 볼 수 있다.

## VI. 결론

본 연구에서는 대리인비용, 기업가치 및 외국인 투자자 지분간의 관계를 살펴보았다. 그리고 이러한 관계에 관해 기존 연구와는 다른 우리나라 기업지배구조상의 특징을 감안한 새로운 증거를 제시하였다. 방법론적으로는 기존의 횡단면분석 방식을 배제하고 패널 데이터 방법론을 적용하여 관측 불가능한 기업의 이분산성을 제거하였고, 추정에서 도구변수를 사용한 2단계 최소자승법을 사용하여 기업 가치와 소유구조간의 내생성 문제를 제거하였다.

외국인 지분과 경영자의 사적소비 간의 관계를 실증 분석한 결과 외국인에 의한 경영자에 대한 감시효과를 확인할 수 있었다. 실증 결과에 의하면 외국인 지분이 증가할수록 경영자의 사적소비수준

은 낮아지는 것으로 나타났으며, 이는 외국인 투자자의 효율적 감시활동으로 인해 경영자의 도덕적 해이로 인한 대리인 비용이 감소됨을 의미한다.

경영자의 사적소비는 내부경영자와 외부 주주간의 대리인비용을 나타내므로 이러한 결과는 간접적으로 외국인 지분과 기업가치 간의 정의 비례관계가 성립될 수 있음을 암시한다. 추가적으로 외국인 투자자 지분과 Tobin의 q로 측정된 기업가치 간의 관계를 살펴 본 결과 외국인 지분이 증가할 수록 기업 가치는 증가하는 경향을 확인하였다.

이러한 사실은 우리나라 기업의 경우 미국이나 일본, 독일과 같이 상대적으로 재벌계열사의 내부 지분의 비중이 높고, 이사회와 통제기능이 제대로 기능하지 못하는 기업 지배구조 하에서 중요한 의미를 갖는다. 동시에 우리나라의 경우 외부 소액주주에 대한 법적 보호 장치라든가 기업인수시장이나 경영자 노동시장을 통한 경영자의 대리인문제 방지장치가 앞서 언급한 선진국에 비해 상대적으로 미흡한 실정임을 감안할 때 외국인 투자자본의 기업지배에 대한 의의를 찾을 수 있다고 하겠다.

## 참고문헌

- 강준구 · 백재승(2001), "외부충격에 따른 기업가치변화와 구조조정의 결정요인 및 구조조정효과," **재무연구** 제14권 제2호, 199-250.
- 김병곤 · 박상현(2000), "소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향," **재무관리연구** 제18권 제2호, 57-79.
- 김영숙 · 이재춘(2000), "기업가치와 기업소유구조와의 관련성," **증권학회지** 제26집, 173-197.
- 김우택 · 장대홍 · 김경수(1993), "기업가치와 소유경영에 관한 실증적 연구," **재무연구** 제6호, 55-75.
- 김우택 · 장대홍 · 김경수 · 박상수(1996), "Tobin Q와 대체적 성과측정 변수와의 관계," **재무관리연구** 제13권, 55-75.
- 김주현(1992), "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구," **재무연구** 제5호, 129-154.
- 박경서 · 백재승(2001), "재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가?: 한국상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구," **재무연구** 제14권 제2호, 89-130.
- 최수미(2003), "접대비 지출과 기업의 수익성," **LG주간경제**, 2003년 3월호, 4-8.
- Agrawal, A., and G. Mandelker(1990), "Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 143-161.
- Berle, A. A., and G. C. Means(1932), *The Modern Corporation and Property*. New York, MacMillan Co.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang(2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Forthcoming Journal of Financial Economics*.
- Classens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang (1999), "Exploitation of Minority Shareholders in East Asia," Working Paper, World Bank.
- Cho, M. H.(1998), "Ownership Structure Investment and the Corporate Value: an Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 47, 103-121.
- Demsetz, H.(1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics* 26, 375-90.
- Demsetz, H., and K. Lehn(1985), "The Structure of Corporate Ownership Causes and

- Consequences," *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Fama, E., and M. Jensen(1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Hermalin, B., and M. Weisbach(1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," *Financial Management*, 20, 101-112.
- Himmelberg, P., R. Hubbard, and D. Palia (1999), "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance," *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- Holderness, C. G., R. S. Kroszner, and D. P. Sheehan(1999), "Were the Good Old Days that Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression," *The Journal of Finance*, 54, 435-469.
- Holderness C. G., and D. P. Sheehan(1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly held Corporation: An exploratory analysis," *Journal of Financial Economics* 20, 317-346.
- Jensen, M. C.(1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76, 323-329.
- \_\_\_\_\_.(1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *The Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kang, J. K., and A. Shivdasani(1995), "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics* 38, 29-58.
- Kang, J. K., and R. M. Stulz(1997), "Why is there a home bias? An Analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan," *Journal of Financial Economics*, 3-28.
- Khanna, T. and K. Palepu(1999), "Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance," National Bureau of Economic Research Working Paper.
- Mahrt-Smith, J.(2000), "Should Banks Own Equity? A Corporate Finance Perspective," Working Paper, London Business School.
- McConnell, J. J., and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 595-612.
- \_\_\_\_\_.(1995), "Equity Ownership and the Two Faces of Debt," *Journal of Financial Economics*, 39, 131-157.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny(1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Morck, R., and M. Nakamura(1999), "Banks and Corporate Control in Japan," *Journal of Finance*, 54, 319-339.
- Morck, R., M. Nakamura, and A. Shivdasani (2000), "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan," *Journal of Business*, 73, 539-567.
- Myers, S. C.(1977), "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- \_\_\_\_\_.(1984), "The Capital Structure Puzzle," *The Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf(1984), "Corporate

- Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Don't Have," *Journal of Financial Economics*, 13, 77-107.
- Park, K. W.(2001), "Foreign Ownership and Firm Value in Japan," University of Missouri-Columbia Working Paper.
- Pound, J.(1988), "Proxy contest and the efficiency of shareholder oversight," *Journal of Financial Economics*, 20, 237-266.
- \_\_\_\_\_.(1992), "Beyond takeovers: Political comes to corporate control," *Harvard Business Review*, 70, 83-93.
- \_\_\_\_\_.(1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Stulz, R.(1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Wruck, K.(1989), "Equity Ownership Concentration and Firm Value. Evidence From Private Equity Financing," *Journal of Financial Economics*, 23, 3-28.
- Yafeh, Y., and O. Yosha(1996), "Large Shareholders and Banks: Who Monitors and How?," Mimeo, The Hebrew University.

## The Korean Firms' Agency Costs and Firm Value: Role of Foreign Investors' Equity Ownership

Hun-Joon Park\* · Hyun-Han Shin\*\* · Wan-Soo Choi\*\*\*

### Abstract

We examine the relationship of foreign investors' equity ownership, agency costs, and firm value using 4,721 firm-year observations of industrial firms listed in the Korea Stock Exchange between 1992 and 2001. A recent increase in foreign ownership may be viewed as a formation of competing block holders against domestic large block holders and owner managers. Foreign ownership of Korean firms has been very small and was not likely to affect firm's decision until the Korean government opens the capital markets to the foreign investors in 1992. Since then, foreign ownership increases gradually and foreign institutional investors become more active investors after all the foreign investors' ownership limitation is lifted in 1998. For instance, market capitalization owned by foreigners is 36.6% of total market capitalization in year 2001. In the same year, Korea Stock Exchange reports that foreigners own 43.16% of top 10 chaebol-affiliated firms in Korea. Because of increased ownership stake, foreign investors are more likely to become long-term and active investors as well as independent of the ultimate owners of the firm so that the agency costs and firm value are likely to be determined by foreign ownership. However, studies examining the role of foreign investors with regard to agency costs have not been sufficiently documented yet.

This paper investigates the relation between foreign ownership and agency costs due to managerial moral hazard. Monitoring role of foreign investors would be more effective and the managerial agency costs would decrease as the foreign investors' equity ownership increases. An example of agency costs is the managerial perquisite consumption that depends on

---

\* Professor of Management, School of Business, Yonsei University.

\*\* Assistant Professor of Finance, School of Business, Yonsei University.

\*\*\* Research Professor, Finance Research Center, Yonsei University.

managerial discretion. We use the entertainment expenses per sales as the proxy for agency costs since these kinds of expenses depend on managerial discretion and can be regarded as lavish "perks" consumption rather than as investment for future growth. Yafeh and Yosha(1996) document that discretionary spending such as advertising, research and development, and entertainment expenses decreases as ownership by large shareholders increases. Morck and Nakamura(1999) further document that entertainment spending falls as cash flow falls among the non-bank group firms due to closer bank monitoring.

In addition, if there is a relation between foreign ownership and agency costs, foreign ownership may affect firm value, too. Thus examining the monitoring role of foreign shareholders and the exploring the relation between foreign ownership and firm value is clearly an interesting research topic. However, there are very limited researches examining the relation between firm value and foreign ownership. We believe that it is because that foreign ownership is minimal in most developed countries as well as in most developing countries. To our knowledge, the only empirical paper on the relation between firm value and foreign ownership is Khanna and Palepu(1999) which examine the relation for Indian firms.

We use Tobin's q ratio as a proxy for firm value. We find evidence supporting that to some extent foreign investors in Korea efficiently monitor management and reduce entertainment-like-expenses. The findings also suggest that the relationship between firm value measured by Tobin's Q and foreign ownership will be positively related. Consistent with the conjecture, we find evidence supporting the positive linear relation between firm value and the foreign investors' equity ownership. Our findings imply that inducing foreign investors to hold equity ownership may improve firm value by reducing agency costs.

Key words: foreign ownership, agency cost, firm value.