

기업 투명성과 기업 가치*

박헌준

연세대학교 경영대학
(hjpark@yonsei.ac.kr)

신현한

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

강동관

청주대학교 경제통상학부
(dkkang@cju.ac.kr)

권인수

세종대학교 경영대학
(Kwonis@sejon.ac.kr)

기업의 투명성은 기업 자신에 있어 경영자들의 도덕적 해이, 대리인 비용, 금융시장에서의 거래비용 및 역 선택 문제와 직접적 관련이 있고, 이는 바로 기업의 가치와 연결된다. 아울러, 기업의 투명성은 기업의 사회적 책임과도 관련이 깊다. 이것은 기업의 불투명성이 사회전체의 효용감소는 물론, 기본적인 국가 경쟁력의 하락과 지속가능한 발전을 저해하기 때문이다. 하지만 이러한 중요성에도 불구하고 기업 투명성을 측정할 자료의 한계와 투명성지수 개발의 미비로 인해, 기업 가치나 기업의 경제적 성과에 대한 실증적 분석이 국내외적으로 일천하였다. 따라서 본 연구는 투명성 지수를 직접 개발 측정하고 투명성 지수가 기업 가치에 미치는 영향을 분석하고자 하였다.

투명성 지수를 측정하기 위하여 2003년도의 증권거래소 상장기업과 코스닥 등록기업, 약 1600개 기업을 대상으로, 객관적으로 공개된 정보를 이용하였다. 지수개발 측정을 위해 먼저 지수를 4개의 투명성분야, 즉 소유구조의 투명성, 사업현황의 투명성, 이사회 투명성 및 회계투명성으로 나누었으며, 이것들에 대해 총 104개의 조사 대상항목을 개발하였다. 이들 104개 항목은 '0'과 '1'로 분류, 합산하여 백분율로 나타내었으며, 최종적으로 1271개 기업에 대해 투명성 정도를 지수화 하였다. 이러한 지수를 기초로 기업 투명성이 기업 가치에 미치는 영향을 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance를 이용하여 다중회귀분석 하였으며, 그 결과 투명성이 기업 가치에 영향을 주는 것으로 나타났다. 즉 전체투명성지수를 포함하여, 소유투명성과 이사회 투명성 및 회계투명성이 적어도 10%이내의 수준에서 통계적으로 정의 유의함을 보여 주었다. 하지만 일반적인 기업의 경제적 성과를 나타내는 투자 수익률(ROI), 총자본 영업이익률(ROM) 및 기업 당기 순이익률(ROA)과는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이것은 투명성이 기업의 경제적 성과를 보장한다고 할 수는 없지만, 투명함으로 인해 기업이 시장에서 제대로 평가되고 따라서 기업의 가치를 높여준다는 의미로 해석할 수가 있을 것이다.

주제어: 기업의 투명성, 투명성 지수, 기업가치, 기업의 경제적 성과

1. 서론

기업의 지속가능성을 위한 패러다임은 기업의 경제적 성과 달성은 물론 책임 경영을 위해 기업 투

명성을 강조하고 있다. 이것은 투명성이 기업 가치를 공고히 하는 한편 장기적으로는 기업의 지속적인 생존에 관련이 있기 때문이다. 즉 불투명한 기업들은 시장에서 기업가치가 저평가될 수밖에 없고, 장기적으로는 낮은 경제적 성과로 시장에서 도

태되는 방향으로 진행될 수 있기 때문이다. 더욱이 세계화가 이루어지면서 기업의 투명성은 기업 자신만의 생존과 지속적 발전의 문제 뿐 만이 아니라 한 나라의 국가신인도, 국가 경쟁력 및 지속적인 성장의 문제로 인식되고 있다.

무엇보다 기업의 투명성은 기업 자신에 있어 중요한 문제이다. 경영 투명성은 경영자들의 도덕적 해이(Kofman and Lawarree, 1993; Tirole, 1986, 1992)와 대리인 비용, 금융시장에서의 거래비용(Yu, 2002; Duffie and Lando 2001; Gelos and Wei 2002; Bushman, Piotroski and Smith, 2001) 및 역 선택 문제와 직접적으로 관련이 있고, 이는 바로 기업의 가치와 연결된다.

한편, 기업의 투명성은 기업의 사회적 책임과도 관련이 깊다. 어느 나라든 기업 투명성을 요구하는 국제적 추세로부터 자유로울 수 없을 뿐만 아니라, 기업 투명성이 국가 경쟁력의 기본이며 지속가능한 국가 경쟁력을 확보하는데 중심이 되기 때문이다. 즉, 기업의 불투명성은 자원(자본) 배분의 비효율성(Rezaee, 2003), 자본 비용 상승 혹은 유동성 감소로 인한 자본시장 위축(Bhattacharya et. al., 2002), 과잉대출과 과잉투자(Coresetti et. al., 1998; IMF, 1998; Kim and Lee, 1999; Krugmann, 1998, 1999; 황진영 · 강동관, 2003), 회계 조작문제(Vishwanath et al. 1999; Krugmann, 1998), 거래비용 증가로 인한 시장 실패(Vishwanath, et al., 1999) 및 외국 자본의 자국 내 투자 유입을 감소(Gelos and Wei, 2002)와 부패 증대로 중국적으로는 사회적 잉여를 감소(Schultz, 2004)시켜 기본적인 국가 경쟁력의 하락과 지속가능한 발전을 저해하기 때문이다.

하지만 이러한 중요성에도 불구하고 아직도 국내 기업은 기업 투명성이 가지는 효과에 대해 의구심

을 가지고 있는 듯하다. 이것은 기업 투명성을 측정할 자료의 한계성과 투명성지수 개발의 미비로 인하여, 기업 가치나 기업의 경제적 성과에 대한 실증적 분석이 국내외적으로 일천하기 때문으로 여겨진다. 따라서 본고는 투명성 지수를 직접 측정하고 투명성 지수가 기업 가치에 미치는 영향을 분석하고자 하였다.

객관적이고 공개된 정보를 통한 투명성 지수를 측정하기 위하여 2003년도의 증권거래소 상장기업과 코스닥 등록기업인 약 1600개 기업의 기업 연간 보고서를 이용하였다. 지수개발을 위해 먼저 지수를 4개의 하위분야, 즉 소유구조의 투명성, 사업현황의 투명성, 이사회 투명성 및 회계투명성으로 나누고 104개의 조사 대상항목을 개발하여, 이들을 '0'과 '1'로 분류하였다. 최종적으로 1271개 기업에 대해 투명성 정도를 지수화 하였으며, 이러한 지수를 기초로 기업 투명성이 기업 가치에 미치는 영향을 회귀분석 하였다. 횡단면 자료가 가지는 잔차항의 이분산 문제를 고려하여 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance를 이용한 다중회귀분석은 투명성이 기업 가치에 영향을 준다는 설득력 있는 결과를 보여주었다. 즉 전체투명성지수를 포함하여, 소유투명성과 이사회 투명성 및 회계투명성이 적어도 10%이내의 통계적으로 정(+)의 유의함을 보여 주었다. 하지만 일반적인 기업의 경제적 성과를 나타내는 투자 수익률(ROI), 총자본 영업이익률(ROM) 및 기업 당기순이익률(ROA)은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이것은 투명성이 기업의 기업성과를 보장한다고 할 수는 없지만, 투명함으로 인해 기업이 시장에서 제대로 평가되고 따라서 기업의 가치를 높여준다는 의미로 해석할 수가 있을 것이다.

이러한 연구를 위하여 본고는 서론과 결론 부분

을 포함하여 4장으로 구성하였다. 2장에서는 기존 연구의 고찰과 더불어 본 연구와의 차이점을 설명하였고, 3장은 연구의 중심 부분으로 연구 방법과 실증 분석 결과를 제시하였다. 4장에서 본 연구의 결론과 더불어 앞으로의 연구 방향을 검토하였다.

II. 선행 연구

‘투명’의 사전적 의미¹⁾는 물 따위가 속까지 환히 비치도록 맑음이나, 사람의 말이나 태도, 펼쳐진 상황 따위가 분명하거나 앞으로의 움직임, 또는 미래의 전망 따위가 예측할 수 있게 분명한 것을 의미한다. Vishwanath, et al.,(1999)은 일반적 정보의 차원에서 “투명성을 시기적절하고 신뢰성 있는 경제적, 사회적, 정치적 정보가 증진된 흐름”이라고 정의하고 있으며 S&P(Standard & Poors, 2002)는 “투명성은 기업 경영상 및 재정상의 이행과 기업 법인의 지배 현황에 관한 충분한 정보의 시기적절한 공개를 필요로 한다.”라고 언급하고 있다. IMF(International Money Fund, 1998)는 기업의 투명성에 대해 “기존의 조건 (condition), 의사 결정 및 행동(action)등에 대한 정보에 접근이 가능(accessible)하고, 가시적(visible)이며 이해(understandable)하도록 만들어 가는 과정”으로 정의하고 있다. 즉 IMF는 기업이 제공하는 정보는 적시성(timeliness), 완전성(completeness), 일관성(consistency), 위험관리(risk management), 감사와 통제과정(audit and control process)을 포함하고 있어야하고 이러한 정보는 접근가능하고,

가시성이 있어야 하며, 이해가능 해야 한다고 규정하고 있다. 이는 각각 주요한 정보는 정기적으로 그리고 적시에 공개되어야하고, 재무 보고서에는 모든 관련 거래를 포함시킨 완전한 것이어야 하며, 회계정책과 방법들은 일관성 있게 적용되어야 하며, 위험관리를 위한 전략이 공시되어야 하며, 기업은 내부 통제를 위한 효과적인 시스템을 구비함은 물론 독립적인 감사에 의해 정기적으로 점검받아야하는 감사와 통제 과정이 존재해야함을 의미한다. 또한 이를 활용하기 위해서는 정보의 접근이 가능하고, 가시적이며 이해할 수 있어야 한다고 한다. IMF의 정의와 관련하여 한정화와 배종석(1999)은 정보를 정보 발생의 원천, 정보 명시화 과정 및 정보 활용의 세 가지의 영역으로 분류하고 기업의 투명성은 “정보의 원천에서 정보가 창출되어지는 것에서부터 그것이 기록되고 또한 공시되어 그것을 필요로 하는 자들에게 전달되는 일련의 과정으로 이해할 수 있을 것”이라고 해석하였다. 세부적으로 정보의 원천으로는 기존의 조건, 의사 결정(예: 투자 및 유자 신청, 분사, M&A, 상장 등)을, 정보의 명시로는 적시성, 완결성, 일관성, 예측성 및 신뢰성을, 정보의 활용으로는 접근 가능성, 가시성 및 이해 가능성을 언급하고 있다.

한편 박헌준 외(2001)는 기업 투명성이란 기업에 대한 투명성의 문제이며, 투명성의 목적은 이러한 구성원들 사이의 정보 비대칭을 완화하고 나아가 서로 간에 동일한 정보의 양과 질을 소유하는데 있다고 언급하는 한편, 이러한 투명성에 대한 정의들은 기업 소유권의 특성으로부터 오는 감추어진 특성과 행위를 방지하고, 현재의 투자자는 물론 미래의 투자자들이 이러한 정보를 자신의 의사 결정

1) 출처: 한컴사전, 1994-2003 Haansoft. Inc.

에 유용하게 사용할 수 있도록 소유구조, 경영 계획의 발의, 의사 결정과정, 실행, 감사 과정과 생산 요소의 투입 및 산출 과정을 포함한 재정에 관한 정보를 공개를 의미한다고 정의하고 있다.

투명성에 대한 관심은 여러 학문 분야에서 나타나고 있지만, 주로 정치와 행정 그리고 법적 연구가 대부분이며, 그나마 기업의 투명성과 관련이 있는 기업 윤리에 대한 연구는 3%에 지나지 않는다(www.gobolcorruptionreport.org/gcr2000/html). 또한 기업 윤리에 관한 연구 성향도 주로 기업의 부패, 뇌물과 관련된 회계 불투명성에 관한 연구가 주류를 이루고 있고, 기업 투명성에 관한 연구나 실증적 분석은 초기 상태에 지나지 않는다. 국내 연구도 지배 구조와 관련한 기업 투명성 보다는 지배구조의 경제적 성과에 무게를 두어 왔으며, 1990년대 중반 이후에는 부패나 뇌물에 관계된 지수 개발과 연구 혹은 기업의 윤리에 관한 연구에 초점을 맞추어져 왔다.²⁾ 지수개발에 있어서도 기업의 투명성에 관한 지수 보다는 설문 조사를 통한 국가별 부패지수나 뇌물 수뢰에 관한 지수가 대부분이다. 즉 투명성과 관련된 지수의 개발은 부단히 이루어져왔지만, 기업 투명성과 관련된 지수는 기업의 투명성과 공시를 98개 항목(attributes)에 걸쳐 지수화한 S&P의 투명성과 공개 지수 순위(Transparency & Disclosure Raking) 뿐이다. 이들 98개 항목은 세계도처의 선도 기업들의 연간 보고서에서 발췌할 수 있는 가장 일반적인 공시 사항들도 크게 세 부분으로 나누어 분석하고 있다. 98개 항목은 소유 구조와 투자가들과의 관계에 관

해 28개 항목, 재무 투명성과 정보 공시에 관해 35개 항목, 그리고 이사회와 경영 구조 및 경영과정에 대해 35개 항목으로 구성되어 있으며 각 항목은 이분법적 기준³⁾에 의해 점수화하여 합산되었다.

S&P의 자료투명성 지표를 이용하여 19개 신흥국가,⁴⁾ 354개 기업의 1998-2000의 실증 분석한 Patel et al.,(2002)연구에 의하면, 아시아와 남아프리카의 투명성 지표가 라틴 아메리카보다 높은 것으로 나타났고, 가격대비 장부가격(price-to-book ratio)과 투명성 지표와는 정의 관계를, 주식 상호 소유(cross-shareholders)와 투명성 지표와는 부의 관계를 보여 주었다. 국내의 연구로는 한정화와 배종석(1999)의 “벤처기업 경영투명성 수준의 영향요인에 관한 실증 연구,”가 있다. 그들의 논문은 한국 벤처 기업을 대상으로 설문조사한 결과를 최고 경영자 특성 및 배경 가설, 자본 구조의 특성과 관련된 가설, 경제적 합리성 가설 및 제도적 정당성 가설에 의해 검증하고 있으며, 그 결과는 각 가설이 부분적으로 지지하고 있음을 보여 주고 있다. 즉 “투명성의 전체수준만 고려한다면 일반 조직에 비해 근무 경험이 짧을수록, VC(벤처자본) 투자가 있을 때, 업계 투명관행을 인식할 때, 투명성 비용을 높게 인식할 때, 그리고 조직 관리 효과를 크게 인식할수록 투명성 수준은 높게 나타났다”고 보고하고 있다.

〈표 1〉은 90년대 이후, 개발된 국내외에서 개발된 투명성 관련지수들을 종합한 것이다. 이러한 기존의 연구들은 〈표 1〉에서 볼 수 있듯이 몇 가지 문제점이 있다.

2) 기업윤리에 관한 연구는 이경룡, 서창적(2002), 박현준·이종건(2002), 박현준외(2001), 유철(2000) 참조

3) 각 항목에 대해 'yes'라고 답하면 1점이 주어지고 이 점수를 총 합산하여 서열(raking)이 매겨진다.

4) 신흥국가는 China, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Pakistan, Philippines, Thailand, Argentina, Brazil, Chile, Mexico, Peru, Czech Republic, Hungary, Israel, Poland, Turkey, South Africa를 포함한다.

〈표 1〉 투명성 관련 지수와 내용

기관	방법	대상	기간	분석 내용
Transparency International (TI)	7개 기관의 14자료를 합성(2001)	세계 91개국	2001	부패인지수(CPI): 개인이익에 대한 공권력사용-공공기금의 횡령, 유용 및 뇌물, 상납
	설문조사-779 기업전문가	신흥19개국	1999	뇌물수뢰지수-국제교역에 있어서 고위공무원에게 뇌물을 지불하는 정도
World Business Environment Survey(WEBS)	기업의 중진급이상 개별인터뷰 조사	80개국의 10,090 기업	1997	공무원 부정기적 뇌물 경험비율, 기업 이익대 뇌물액 비율 등 뇌물 경험정도
Pricewaterhouse Coopers (PwC)	전문가 설문조사	주요 35개국	2000.7-12	O-Factor score: 부패정도, 법률시스템, 정부의 경제정책, 회계기준 및 실행, 규제제도(C.L.E.A.R)
Control Risk Group	국제 사업 담당자 설문조사	미국 50개 기업과 북유럽 71개 기업	1999	인권, 환경, 노동 및 반부패 규칙 등 기업의 경영 성향 및 세계화 정도
Down Jones Sustainability Group Index	기업 설문조사	27개국 64개 산업 이하 350 여개 기업	2000	현재의 경제 환경 및 사회적 발전을 기본으로 기업의 뇌물수수와 부패에 대한 기업 내규를 조사
The Conference Board	논의, 인터뷰, 설문 조사	세계의 151개 기업	2000	기업의 부패 방지 노력에 대한 기업의 노력 & 내규
S&P	연간보고서	세계 각국 1600개 선도 기업	2003	S&P 투명성지수-소유구조, 지배구조, 회계의 투명성에 대한 98개 항목
경제실천 연합회	기업 설문조사	한국255개 기업	2003	KEJI지수-건전성, 공정성, 사회봉사기여도, 소비자보호만족도, 환경보호만족도, 종업원만족도, 경제발전기여도
기업지배구조개선지원센터	기업실사 및 실적자료	상장 또는 등록된 법인 672개 기업	2003	주주의 권리보호, 이사회 활동상황, 공시, 감사기구, 경영의 과실 배분
산업정책연구원 산업 자원부	평가회의와 전문가 토론회	73(144)개 기업	2003.	KoBeX-윤리경영지표 종업원, 고객, 협력업체, 자본시장, 지역사회 등 기업의 주요 이해관계자별 윤리적 성과를 측정
한국 경영자 총협회	서류심사 및 현장 심사	응모 신청한 기업	2004	기업 지배구조 및 회계투명성, 노사관계, 사회공헌도, 환경경영의 4개 영역을 총 1000점 만점으로 구성
동아일보사와 한국 IBM	기업 설문조사	101개 기업	2001-3	'존경받는 30대 한국기업'을 선정, 5개 평가 분야(주주, 고객, 직원, 사회, 환경) 52개 지표

출처: 박헌준 외(2005)

첫째, 부분적인 정보의 비대칭과 기업의 성과 혹은 가치와의 연계성에 관한 분석이며, 이는 기업의 투명성과 직접 관련된 지수는 아니다. 즉 기업 투명성에 관한 연구는 대개 부분적인 정보 비대칭 변수이거나 이와 관련된 대리 변수와 기업의 성과 혹은 가치와의 관련성에 관한 분석이며, 기업의 부패, 뇌물과 관련된 회계 불투명성에 관한 연구가 주류를 이루고 있다. 아울러 기업 투명성 보다는 기업 지배구조 분석에 무게를 두고 있으며, 지수개발에 있어서도 기업의 투명성에 관한 지수 보다는 설문 조사를 통한 국가별 부패지수나 뇌물 수뢰에 관한 지수가 대부분이다 따라서 기업 투명성에 대한 직접적이고 실증적인 연구와 분석이 필요하다. 둘째, 상위 기업만을 대상으로 한 연구의 한계성이다. 즉 규모가 있는 대기업에 대한 이익 예측치의 연구 결과는 한계성이 있으며, 기업의 보편적 결과라고 볼 수 없다. 따라서 전체 기업을 대상으로, 객관적이며 직관적인 투명성 지표의 개발이 필요하다. 이러한 투명성 지표의 개발은 예를 들어, 중소기업에게 기업 자신의 가치를 재고할 수 있음은 물론, 가치 향상의 도구로 활용할 수 있도록 도와준다. 그 결과, 투명한 중소기업은 자본 시장으로부터의 자본을 용이하게 조달할 수 있을 뿐만 아니라, 거래비용을 감소시킬 수 있어 지속적인 성장 확대를 이룰 수 있는 기회를 가질 수 있다. 이것은 대기업 위주의 경제 성장에서 중소기업을 통한 국가 경쟁력을 키울 수 있는 가능성을 만들어 준다. 즉 중소기업의 활성화로 경제의 기본을 튼튼히 하는 한편, 대기업과 중소기업의 조화로 국제 경쟁력을 확보하고 지속적이 성장을 도모할 수 있는 기회를 제공할 것이다. 따라서 전체 기업에 대해 객관적이고 직관적인 투명성 지수의 측정과 기업 투명성에 대한 직접적이고 실증적인 연구와 분석을 요한다.

III. 연구 방법 및 실증 분석

3.1 연구 방법

본 연구는 첫째, 기업만을 대상으로 하는 투명성 지수를 개발 측정한다. 기존의 지수들은 무엇보다도 투명성 지수가 아닌 부패와 윤리성에 근거를 둔 부패지수가 대부분이다. Pricewaterhouse Coopers (PwC)의 불투명성 지수와 S&P의 투명성지수를 제외하고는 모두 부패 혹은 윤리에 관련된 지수이다. 예를 들어 Transparency International(이하 TI)의 부패인지지수(CPI)와 부패수뢰지수(BPI) 및 PwC의 불투명성 지수는 국가단위의 부패인지도나 뇌물수뢰정도나 시장의 불투명성에 관해서, World Business Environment Survey(이하 WEBS), Control Risk Group(이하 CRG)와 Down Jones Sustainability Group Index(이하 DJSG Index)는 기업의 환경과 뇌물 수수에 관해서, The Conference Board(이하 CB)는 기업내규에 관해서 연구 조사하였다. 한편 PwC의 연구도 각국 시장의 불투명성을 설문 조사한 불투명성 지수이다. 또한 기존의 지수들은 광범위한 내용을 담고 있어서 기업의 투명성만을 고려한 지수(S&P 지수는 제외)가 아니라는 점이다.

기업은 내부메커니즘과 외부의 메커니즘으로 나눌 수 있는데, 내부 메커니즘은 기업 내부의 구조로 투자자와 의사 발의 및 실행의 경영자와 이를 비준 및 감시하는 감사로 구성되어있고, 외부 메커니즘은 기업의 외부 환경으로서 자본시장, 노동시장 및 법과 행정력 등등이 있어, 이러한 모든 환경을 고려하여 지수화하기에는 문제가 있을 뿐만 아니라, 각 나라 별로 내, 외부 메커니즘이 서로 다르므로 측정의 한

계가 있다. 따라서 기업 내부 환경만을 대상으로 하는 기업 투명성 지수가 필요하며, 이에 본 연구는 기업 내부 환경만을 대상으로 하는 기업 투명성 지수를 측정하였다.

조사 대상은 증권거래소 상장기업과 코스닥 등록 기업인 약 1600개 기업을 대상으로 기업의 투명성에 대해 조사를 실시하며, 대상 년도는 2003년으로 하였다. 언급하였듯이 PwC의 불투명성 지수와 S&P의 투명성지수를 제외하고는 모두 부패 혹은 윤리에 관련된 지수이다. 또한 기존의 지수들은 광범위한 내용을 담고 있어서 기업의 투명성만을 고려한 지수(S&P 지수는 제외)가 아니라는 점이다. 또한 이것은 몇몇 대기업을 대상으로 개발되었기 때문에 보편성을 잃고 있다. 기존의 지수들은 대부분 기업의 공시된 자료가 아니라 대부분 설문 조사 방법을 채택하였다. 이것은 주로 전문가의 주관적 의견을 묻는 방식이어서, 기업 평가에 주관이 개입될 여지가 있어 객관성 결여의 문제가 있다. 따라서 가능한 많은 기업을 대상으로 객관적이고 공개된 정

보를 통한 투명성 지수를 측정이 필요하다. 박헌준 외(2005)의 논문은 S&P가 소유구조, 재무투명성과 정보공시, 그리고 이사회와 경영구조 및 과정의 세 영역으로 구성하고 98개의 구성 요소를 개발하였지만 이러한 구성 요소도 기업 투명성에 대한 이론적 근거는 없으며, 각 영역별 중요도 또한 자의적으로 결정되었다고 비판한다. 특히 이 연구는 기업 투명성의 문제가 기업을 구성하는 경제 주체들 사이에 일어나는 정보의 불균형의 문제이므로, 기업을 대상으로 하는 지수 개발은 투명성에 대한 이론적 틀이나 기업을 구성하는 경제 주체들의 행위에 대해 언급이 필요하며 투명성 분류가 이러한 이론적 근거에 의해 구분되어야한다고 강조한다. 이러한 이론적 틀 안에서 이 연구는 S&P의 투명성 지수와 같이 투명성을 측정할 수 있는 중요 항목들을 개발하였다. 따라서 본 연구는 이러한 항목과 분류를 바탕으로 4개의 영역의 104개 항목을 조사하였으며 이를 지수화 하여 투명성 지수로 삼고자 하였다. 4개의 영역과 중요 사항은 <표 2>와 같다.

<표 2> 투명성 분류 및 세부 항목

대분류	세부항목(총 104개 항목)
I. 소유구조의 투명성(29개 항목)	1. 주식의 분포, 종류, 소유자 정보(18개 항목) 2. 주주의 권리 보호 및 주주총회 관련 정보 (11개 항목)
II. 사업 현황의 투명성(21개 항목)	1. 기업 사업 현황 정보(9개 항목) 2. 동 업계의 현황 및 전망 정보(4개 항목) 3. 일반적 혹은 자세한 수익 예측 정보(3개 항목) 4. 설비 투자 계획 정보(5개 항목)
III. 이사회와 투명성(39개 항목)	1. 이사회에 관한 정보(16개 항목) 2. 경영진에 관한 정보(7개 항목) 3. 감사 위원회에 관한 정보(16개 항목)
IV. 회계의 투명성(15개 항목)	1. 회계 기준 및 계정 정보(6개 항목) 2. 관제회사 관련 정보(5개 항목) 3. 회계 감사(information on auditors)에 대한 정보(4개 항목)

(상세 사항은 부록 참조).

둘째, 개발된 투명성지수가 어떻게 기업의 가치에 영향을 미치는가에 대해 분석한다. 기업 투명성이 기업의 가치에 어떠한 영향을 미칠 것인가에 대한 답은 간단하지가 않다. 아울러 투명성의 분류에 따라 기업의 가치와 성과는 다르게 나타날 수도 있다. 즉 기업의 투명성은 투자자와 경영자간의 정보 비대칭성을 완화하여 대리인 비용을 절감시키는 효과가 있지만, 투명성이 기업의 가치나 성과에 정의 효과를 미친다고 규정하기는 어렵다. 일반적으로는 기업의 투명성이 정보의 비대칭성을 제거함으로써 대리인 비용을 감소시키고 나아가 기업의 가치를 증가한다고 가정한다.(Patel et. al., 2002; Bushman, et. al., 2003) 따라서 본고가 분석하려는 모형은 다음과 같이 간단히 쓸 수 있다.

$$\text{기업가치} = f(\text{투명성지수}, \text{통제 변수})$$

3.2 자료 및 측정 변수

앞장에서 설명한 바와 같이 투명성 지수는 모든 상장 기업과 코스닥 기업의 연간 및 반기 보고서로부터 104개 항에 대해 '0'과 '1'로 분류하여 조사하였고 최종적으로 1271개 기업을 지수화 하였다. 먼저 투명성을 4개 투명성분야, 즉 소유구조의 투명성, 사업현황의 투명성, 이사회 투명성 및 회계투명성로 나누었으며, 소유구조의 투명성은 29개 항목, 사업 현황의 투명성은 21개 항목, 이사회 투명성은 39개 항목, 그리고 회계의 투명성은 15개 항목으로 세분화 하였다. 개별 기업의 투명성 지수는 개별 기업이 공개한 항목 수(D_j)를 개별 기업(j)에 해당되는 항목의 수(N_j)에 나누어 계산하였다. 즉 개별 기업의 투명성 지수는 공개한 항목 수를 공개 대상 각각의 104개 항목 수(D_j)로

나눈 것이 아니라 개별 기업(j)에 해당되는 항목의 수(N_j)에 나누어 계산하였다. 예를 들면, 기업 A의 경우, 소유 구조 투명성의 경우 전체 대상 항목 29중 22개가 해당되고 이 해당되는 항목 중 15개 항목에 대해서만 공시를 하고 있으므로 15/22=0.68로 계산하였다. 같은 방법으로 사업현황의 투명성은 21개 대상 항목 중 모두가 해당항목이며, 그 중 20개 항목을 공시하여 20/21=0.95, 이사회 투명성은 39개 대상 항목중 33개 항목이 해당 항목이며 해당 항목 중 13개만이 공시되어 13/33=0.43, 회계 투명성의 경우대상 항목 15개중 모두가 해당항목이며 11개가 공시되어 11/15=0.73의 값을 가진다. 이를 각각 똑같은 가중치(25%)를 두어 합산한 것이 전체 투명성 지수 값으로 (0.68+0.95+0.43+0.73)/4=0.70이 된다.

$$\text{SCORE}_{ij} = (D_j/N_j)_i$$

(i= 소유투명성, 사업투명성, 이사회투명성, 회계투명성, j=개별 기업)

기업의 가치는 일반적으로 사용되는 tobin-q (TQ=기업의 시장가치/자본스톡의 대체가치)를 사용하였으며, 기업의 성과를 나타내는 변수로는 경영자본 영업이익률, 투자이익률 및 순이익률 등을 사용하였다. 이러한 자료는 TS2000과 KIS-FAS를 통해 수집하였다.

$$\text{TQ} = (\text{보통주 수} * \text{년말종가} + \text{우선주 수} * \text{년말 종가} + \text{부채}) / \text{총자산}$$

경영자본 영업이익률(operating income business capital)은 경영자본 운용의 결과로 획득한 영업이

기업 투명성과 기업 가치

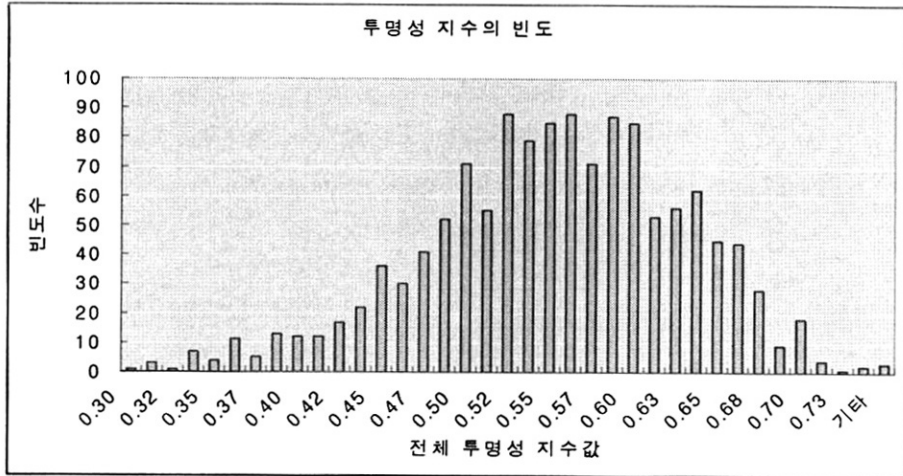
〈표 3〉 변수 값 및 측정 방법

변 수		내 용
투명성 지수	SCORE _{ij}	투명성 지수 _{ij} = 개별 기업이 공개한 항목 수(D _{ij})/개별 기업(j)에 해당되는 항목 (i= 소유투명성, 사업투명성, 이사회투명성, 회계투명성, j=개별 기업)
	TSCORE	(SCORE1+SCORE2+SCORE3+SCORE4)/4
TQ		토빈q=기업의 시장가치/자본스톡의 대체가치
ROI		투자수익률 = (매출액 / 투자자본) * 100 (%)
ROM		경영자본영업이익률(%) = (영업이익 / 경영자본) * 100
ROA		순이익률(%) = (당기순이익/총자산) * 100
AD		광고비 = (광고비용/매출액) * 100
RND		연구개발비 = (연구개발비/매출액) * 100
LNSALES		매출액 = LOG(매출액)
LEV		부채 비율 = (자본/자산) * 100
log(YEAR)		log(기업연령)
CHAEBOL		재벌소속 더미: 재벌소속기업이면 1, 아니면 0
MARKET		시장별 더미: 상장기업이면 1, KOSDAQ 기업이면 0

〈표 4〉 기술적 통계

	평균	중앙값	표준편차	최솟값	최댓값	관측 수
INSALES(Log(판매액))	18.0490	17.8943	1.6515	12.7916	24.4979	1458
TQ(토빈q)	0.9856	0.8506	0.5626	0.2163	5.6209	1458
MARKET(시장구분)	0.4469	0.0000	0.4973	0.0000	1.0000	1477
CHAEBOL(재벌)	0.1185	0.0000	0.3233	0.0000	1.0000	1477
ROI(투자수익률)	-2.9827	3.6200	29.7583	-308.26	65.13	1351
ROM(경영자본영업이익률)	2.0670	4.9900	16.4634	-145.71	56.52	1351
ROA(기업순이익률)	-2.0613	3.5800	23.0143	-271.41	129.23	1350
AD(광고선전비)	1.0468	0.1400	2.4598	0.0000	24.3900	1351
LEV(부채비율)	157.36	81.63	429.46	0.00	7702.53	1348
log(YEAR)	12.75	12.77	0.34	10.60	13.88	1477
소유투명성(SCORE1)	0.5101	0.5185	0.1075	0.1364	0.9545	1271
사업투명성(SCORE2)	0.6430	0.6667	0.1407	0.1429	1.0000	1271
이사회투명성(SCORE3)	0.3743	0.3846	0.1107	0.0000	0.7949	1271
회계투명성(SCORE4)	0.6601	0.6667	0.1234	0.2000	1.0000	1271
전체투명성(TSCORE)	0.5046	0.5102	0.0786	0.2366	0.7255	1271

〈그림 1〉 전체 투명성 지수의 분포도



익을 경영 자본으로 나누어 계산하는 재무비율로서 기업자산의 수익 정도를 적절하게 나타내는 것으로 간주되고 있다. 여기에서 경영 자본은 총자산에서 경영활동에 직접 사용되지 않았던 건설 중인 자산, 투자자산, 이연자산을 차감한 것이다.

$$\text{경영자본 영업이익률(\%)} = (\text{영업이익} / \text{경영자본}) * 100$$

투자 대비 이익률인 투자 수익률(ROI)은 기업의 경쟁력을 알아보는 지표중의 하나이며, 자산 순이익률(ROA)은 당기의 순이익은 총자산으로 나눈 비율이다.

$$\begin{aligned} \text{투자 수익률(\%)} &= (\text{매출액} / \text{투자자본}) * 100 (\%) \\ \text{순이익률(\%)} &= (\text{당기순이익} / \text{총자산}) * 100 \end{aligned}$$

그 외 통제 변수로는 광고비용대 매출액, 연구개발비 대 매출액, 로그화한 매출액 설립년도⁵⁾ 및 부채 비율과 재벌더미 및 시장더미가 사용되었으며 〈표 3〉에 정리되어 있다. 〈표 4〉는 분석에 사용된 모든 변수에 대한 기술적 통계들이다. 소유 투명성은 평균 51.85%로 최고 95.45%에서 최저 13.64% 까지, 사업 투명성은 최고 평균 64.30%로 최고 100%에서 최저 14.29%까지, 이사회 투명성은 평균 37.43% 최고 79.49%에서 최저 12.34%까지, 회계 투명성은 평균 66.06%로 최고 100%에서 최저 20.00%까지 형성되어 있으며, 전체적으로는 평균값이 50.46%로 최솟값은 23.66%이며 최댓값은 72.55%이며 최솟값은 23.66%이다. 이사회가 가장 낮은 투명성을 보여주고 있으며, 전체적으로 경우 50%를 상회하는 수준으로 오른쪽으로 약간 치우친 분포를 보여주고 있다. (〈그림1〉참조.)

5) 기업의 가치는 일반적으로 사용되는 tobin-q(TQ=기업의 시장가치/자본스톡의 대체가치) 대해 기업 설립 연수와의 관계를 이론적으로는 Khanna and Palepu(1999)에서 찾을 수 있을 것 같다. Khanna and Palepu가 설립 년 수가 오랜 기업은 성장기회가 소진된 반면 신생기업은 성장가능성이 크다고 볼 수 있으므로, 성장가능성에 대한 대리변수로 설립년도를 성장가능성의 대리변수로써 취급하였다.

〈표 5〉 상관 분석표

	SCORE 1	SCORE 2	SCORE 3	SCORE 4	TSCOR E	LNSALE	TQ	LEV	MARKET	CHAEBOI	ROI	ROM	ROA	AD	RND
소유투명성 (score1)	1														
사업투명성 (score2)	0.2142 ^a	1													
이사회투명성 (score3)	0.3005 ^c	0.2396 ^a	1												
회계투명성 (score4)	0.206 ^a	0.1968 ^a	0.1677 ^a	1											
진채투명성지수 (twscore)	0.6399 ^a	0.6287 ^a	0.7873 ^a	0.437 ^a	1										
매출액 (LSALESS)	0.1043 ^c	0.1502 ^b	0.1706 ^b	0.0352	0.2074 ^a	1									
토빈-q(TQ)	0.0662 ^b	-0.064	0.0266	0.0495 ^c	0.0178	-0.171 ^a	1								
부채비율(LEV)	0.0423	-0.042	0.0524 ^c	0.0169 ^c	0.0309	0.0842 ^b	0.0376	1							
시장 더미 (MARKET)	0.0914 ^a	0.08 ^a	0.1262 ^a	-0.007	0.139 ^a	0.5698 ^a	-0.213 ^a	0.0482 ^c	1						
채별 더미 (CHAEBOI)	0.1094 ^a	0.0832 ^a	0.0916 ^c	0.0456	0.1396 ^b	0.4631 ^a	0.0053	-0.026	0.2431 ^a	1					
투자수익률 (ROI)	-0.022	0.1293 ^a	0.0375	-0.017	0.0645 ^b	0.4083 ^a	-0.323 ^a	-0.143 ^a	0.1747 ^a	0.1265 ^a	1				
총자본영업이익률 (ROM)	-0.02	0.1043 ^a	0.0292	-0.049	0.0457	0.4549 ^a	-0.201 ^a	-0.1 ^a	0.1669 ^a	0.1455 ^a	0.7983 ^a	1			
기업순이익률 (ROA)	-0.013	0.128 ^a	0.0325	-0.018	0.0635 ^b	0.3931 ^a	-0.366 ^a	-0.091 ^a	0.2002 ^a	0.1193 ^a	0.8855 ^a	0.7942 ^a	1		
광고비(AD)	0.0033	-0.114 ^a	0.0394	-0.054 ^c	-0.031	-0.043	0.1917 ^a	-0.026 ^a	-0.029	0.0263	-0.04	-0.007	-0.058 ^b	1	
연구개발비 (RND)	0.0605 ^b	-0.042	-0.041	0.0005	-0.023	-0.314 ^a	0.1902 ^a	-0.007	-0.185 ^a	-0.084 ^a	-0.266 ^a	-0.301 ^a	-0.241 ^a	0.0821 ^a	1
총자본투자효율	0.0068	0.0695 ^b	0.0224	-0.04	0.0352	0.2831 ^a	-0.36 ^a	-0.093 ^a	0.125 ^a	0.0735 ^b	0.7499 ^a	0.6438 ^a	0.8676 ^c	-0.039	-0.177 ^a

참조: a, b, c 는 각각 1%, 5% 10%의 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

한편 <표 5>는 변수들 간의 상관관계를 보여주고 있다. 사업 현황의 투명성을 제외하고 기업의 가치를 나타내는 Tobin-q(TQ)와 투명성 지수들 간에 정(+)의 상관관계를 보여주고 있으며, 소유 투명성과 회계투명성과는 10% 내에서 통계적으로 유의함을 보여주고 있다. 한편 사업 투명성은 기업의 경제적 성과를 나타내는 투자 수익률, 총자본 영업 이익률 및 기업 당기 순이익률과는 1%이내에서 통계적으로 정의 유의함을 보여주고 있는 반면, 다른 투명성 지수들과는 유의하지는 않은 부의 관계를 보여주고 있다. 그러나 기업의 가치를 나타내는 Tobin-q와 기업의 경제적 성과를 나타내는 투자 수익률, 총자본 영업이익률 및 기업 당기 순이익률과는 부(-)의 낮은 상관관계를 보여주고 있으나 통계적으로는 유의함을 보여주고 있다. 이러한 결과는 일반적으로 기업의 경제적 성과가 높은 기업이 기업의 가치가 높아질 것이라는 예상하거나 혹은 기업의 가치가 높은 기업이 기업의 경제적 성과가 높을 것이라고 추론하는 하는 것과는 거리가 있는 결과이다. 따라서 투명성이 기업의 기업성공을 보장한다고 추측하기는 어렵다. 즉 기업의 투명성이 기업의 성과를 보장한다기보다는, 투명함으로 인해 기업이 시장에서 제대로 평가되고 따라서 기업의 가치를 높여준다는 의미로 해석되어 질 수 있다.

3.3 지배구조 점수와 투명성 지수와의 비교

본 연구가 개발한 한국 기업의 투명성지수는 지배 구조 점수와는 다르다. 투명성은 기업 지배구조의 건전성을 지수화한 것이 아니라 기업의 지배구조 및 경영 전반에 걸친 공개정도를 지수화 한 것이다. 따라서 기업의 투명성이 높은 기업이 지배구조가 건전하다고 단정할 수는 없다. 다만 기업의

지배 구조의 건전성이 높은 기업일수록 기업을 투명하게 경영할 것이라고 추론해볼 수 있으며, 따라서 지배구조와 투명성 사이에는 정의 상관관계를 예측할 수 있을 뿐이다.

지배구조에 대한 지수를 개발하고 있는 대표적인 연구소는 한국기업 지배구조개선지원센터(이하 지원센터)로, 이 지원센터는 '지배구조 우수기업 등 선정 기준'하에 매년 6월 우수기업을 선정하며, 선정 대상은 심사 대상 연도 이전에 상장 또는 등록된 법인으로 한다. 지배구조 점수는 주주의 권리보호(90점), 이사회(100점), 공시(50점), 감사기구(30점) 및 경영의 과실배분(30점)으로 나누고 각각 가중치를 주어 총 300점 만점으로 구성되어 있다. 2003년의 경우 672개의 기업에 대해 실시한 결과 평균점수는 68.014, 최댓값은 137, 최솟값은 29로 나타났다. 한편 우리는 지원센터가 사용한 672개 기업 중 자료가 가능한 585개 기업의 2003년 연간 보고서를 토대로 지원센터의 지배구조점수와 우리가 개발한 투명성지수와 비교를 시도하였다.

<표 6>과 <표 7>은 지원센터와 우리가 측정한 투명성 지수의 단순한 기초 통계량과 상관관계를 보여주고 있다. 우리가 측정한 기업의 투명성 지수 값(4개 투명성 평균값)은 54.8이며, 회계, 사업 현황, 소유구조, 이사회 순으로 낮게 나타났다. (<표 6>참조) 이사회는 투명성은 회계 투명성(66.0%)에 비해 매우 낮은 값(39.0% 공시율)을 보이고 있는데, 이는 아직도 이사회에서 행해지는 의사 결정이나 회의 내용을 기업 비밀로 간주하여 외부 공시를 꺼리는 것으로 풀이된다.

<표 7>은 본 연구의 투명성 지수 및 지원센터의 기업지배구조점수와 기업의 가치(Tobin-q), 기업의 규모(자산, 총판매), 기업의 경제적 성과

기업 투명성과 기업 가치

〈표 6〉 투명지수 값의 기본 통계(2003년)

	투명성지수					지배구조점수
	총지수	소유구조	사업현황	이사회	회계	
평균값	54.8	52.0	62.1	39.0	66.0	68.014
중앙값	55.2	52.0	63.6	41.0	66.7	66
최대값	74.5	89.5	95.7	64.1	100	137
최소값	30.6	13.6	13.0	2.6	20.0	29
표준편차	7.4	10.1	12.8	10.8	12.6	13.493

(ROA: return on sales), 재벌더미 등과의 상관 관계를 보여준다. 본 연구의 투명성 지수 및 지원 센터의 기업지배구조점수 모두가 Tobin-q 와는 정의 유의한 관계를 보여주고 있어 투명한 기업이 기업의 가치가 높은 것임을 암시하고 있다. 기업의 규모에 있어서도 모두 정의 유의한 관계를 보여 주고 있으며, 이것은 큰 기업일수록 현재 또는 미래의 투자자들이 투명성을 요구하는 경향이 비교적 강한 것으로 풀이할 수 있다. 이러한 경향은 재벌과 비 재벌에서도 발견할 수가 있다. 재벌과 비재벌 소속 기업의 평균 지수 값을 비교해본 결과, 재벌 소속 기업은 124개로 평균 지수 값이 57.31, 비재벌 소속 기업은 461개로 평균값이 54.09로

나타났다. 그 차이는 유의한 것(p value<.0001)으로 나타나, 상대적으로 규모가 큰 재벌소속 회사들이 지배구조나 투명성에서 모두 우위에 있음을 보여주었다. 기업의 경제적 성과로 볼 수 있는 ROS의 경우 본 연구는 비유의하고 정 혹은 부의 관계를 보여주고 있으며 지배구조 점수의 경우 부의 비유의한 결과를 보여주고 있어 기업 지배구조 점수나 투명성 지수가 기업의 경제적 성과와는 결정적인 함수의 관계를 가지지 않을 것으로 추측된다. 전체적으로 보아 지배구조점수와 본 연구의 기업투명성 지수는 똑같은 결과를 보여주고 있어, 기존에 공개된 사업 연간 보고서가 투명성 지수를 측정하는 중요한 자료로 사용되어 질 수 있음을 의미

〈표 7〉 투명지수 값과 상관 분석 (대상기업 수=585)

	투명성지수					지배구조점수
	소유구조	사업현황	이사회	회계	총지수	
투명성총지수	0.64987***	0.66264***	0.67811***	0.59438***	1	0.16329***
토빈Q	0.14419***	0.04301	0.08831**	0.13118***	0.15442***	0.09139**
ROS	0.02355	0.03085	-0.05888	-0.00046	-0.00022	-0.05097
Log(자산)	0.1875***	0.08071*	0.18641***	0.08977**	0.20324***	0.63007***
Log(판매)	0.15501***	0.13993***	0.18677***	0.08988**	0.2179***	0.5242***
재벌더미	0.19248***	0.08094*	0.11221***	0.08617**	0.17672***	0.24643***

참고) ***는 1%, **는 5%, *는 10%이내의 유의성을 의미한다.

하는 한편, 투명한 기업 정착을 위하여 사업 보고서의 내용에 대해 정책적 제고가 있어야 함을 암시하고 있다.

3.4 대규모 집단과 비 집단 간의 투명성 차이

대규모기업집단 내에서의 내부자본시장은 각 계열기업에 대한 부족한 투자재원의 효율적 배분을 가능케 함으로 불완전한 외부자본시장을 대체 또는 보완할 수 있다(Khanna and Palepu, 1999). 이러한 경우 대규모기업집단은 새로운 투자 안에 대한 대규모 자금조달이 필요할 경우, 정보환경을 개선시켜 투자자를 설득하기보다 손쉽게 이용할 수 있는 내부자본시장을 선택하거나, 시장의 신뢰를 얻기보다 정부와의 밀착을 통해 정책적 차원의 금융혜택을 누릴 수 있어, 대규모기업집단 소속기업은 정보비대칭성 감소에 대한 별다른 유인을 갖지 못한다. 특히 대규모기업집단의 발달된 내부자본시장과 계열사 간 임의적인 거래가 경영불투명의 주된 원인으로 지목되면서 금융위기 이후의 변화는

우리나라 대규모기업집단에 있어 내부자본시장을 규제 또는 축소하고 외부자본시장을 확장 또는 발전시키는 방향으로 진행되어 나갔다. 예컨대 정부가 1998년 4월 계열사 간 신규 채무보증을 전면 금지하고 2003년 3월까지 기존 채무보증에 대한 완전 해소를 법으로 요구한 것은 우리나라 대규모기업집단의 상호채무보증을 엄격히 규제, 내부자본시장을 위축시켰고, 기업의 계열별 적정 부채비율을 200%이하로 설정하고 이를 모든 산업에 일괄 적용하기로 결정한 것 또한 기업집단에 소속된 우리나라 기업의 대규모유상증자를 촉진, 외부자본시장에 대한 기업의 의존도를 높여 우리나라 대규모기업집단에 있어 정보비대칭성 감소의 인센티브를 증가시켰다. 이러한 점에서 내부자본시장의 활용과 계열사 간 임의적인 거래가 빈번한 대규모기업집단 소속기업이 대규모기업집단에 소속되지 않은 기업에 비해 보다 더 높은 정보비대칭성을 가지는데 관한 통계적 검증이 필요하다고 생각한다. 하지만 사실 대규모기업집단 소속기업이 대규모기업집단에 소속되지 않은 기업보다 그 경영관행이 더 불투명

(표 8) 재벌과 비재벌간의 투명성 지수 평균값비교

인자의 수준		관측수	평균	분산	F 비	P-값	F 기각치
소유투명성 SSCORE1	비재벌	1130	0.5056	0.0114	15.5323	0.0001<P	3.8487
	재벌	155	0.5416	0.0108			
사업투명성 SSCORE2	비재벌	1130	0.6396	0.0202	8.9396	0.0028	
	재벌	155	0.6762	0.0211			
이시화투명성 SCORE3	비재벌	1130	0.3708	0.0119	10.8463	0.0010	
	재벌	155	0.4018	0.0129			
회계투명성 SCORE4	비재벌	1130	0.6581	0.0156	2.6721	0.1023	
	재벌	155	0.6754	0.0122			
전체투명성 TWScore	비재벌	1130	0.5007	0.0060	25.5025	0.0001<P	
	재벌	155	0.5343	0.0062			

하다는 일반의 통념은 존재하지만, 이러한 통념에 대한 실증적인 검증 작업은 아직 이뤄지지 않았다. <표 7>에서 재벌과 비재벌간의 차이를 볼 수 있었지만 본 좀 더 정밀한 결과를 도출하기 위하여 두 그룹간의 평균값의 차이를 분석하였다. <표 8>은 그 결과로, 투명성 지수 값이 재벌과 비재벌 사이에 차이가 있음을 보여주고 있어 <표 6>의 결과를 확인시켜 주고 있다. 즉 이사회외의 경우(p-value = 10.23)만을 제외하고는 모두 0.1%내에서 유의함을 보여주고 있다. 이것은 정부의 대기업에 대한 정책으로 내부자본시장을 위축시키고, 유상증자를 촉진시키는 한편 대기업의 투자 개방으로 인한 외국 자본의 활발한 유입으로 인해 투자 자본에 대한 감시와 경영 전반에 대한 투명성 요구가 대기업들의 투명성 향상에 기여하였다고 볼 수 있다.

3.3 회귀분석 결과

회귀 분석에 사용된 기본 모델은 다음과 같다.⁶⁾

$$\text{기업 가치}_i = \beta_{0i} + \beta_{k1} * \text{투명성지수}_k + \beta_{c1} * \text{통제 변수}_c + \tau_{ni} * \text{더미변수}_n + \varepsilon_i$$

종속변수: TQ(토빈q)=기업의 시장가치/자본스톡의 대
체가치

투명지수: SCORE_k(투명성 지수_k)=개별 기업이 공
개한 항목 수(D_j)/개별 기업(j)에 해당되는
항목

(k= 소유투명성, 사업투명성, 이사회투명성,
회계투명성, j=개별 기업)

TSCORE(전체투명지수)=(SCORE1+
SCORE2+SCORE3+SCORE4)/4

통제변수: AD(광고비)=(광고비용/매출액)*100
RND(연구개발비)=(연구개발비/매출
액)*100

LNSALES(매출액)=Log(매출액)

LEV(부채 비율)=(자본/자산)*100

log(YEAR)=log(기업연령)

더미변수: CHAEBOL(재벌소속 더미)= 재벌소속기
업이면 1, 아니면 0

MARKET(시장별 더미)= 상장기업이면
1, KOSDAQ 기업이면 0

INDUSTRY(산업더미)=소속 산업이면 1,
아니면 0

한편 횡단면 자료가 가지는 잔차항의 이분산 (heteroskedasticity)의 문제를 고려하여 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance 방법을 사용하였다.⁷⁾ <표 9>는 산 업 더미를 포함하지 않은 Tobin-q와 전체투명지수 및 개별 투명성 지수간의 회귀 분석 결과이다. 전 체적 회귀분석 모델들은 기업의 시장가치를 통계적 으로 13.4-14% 정도 설명하고 있다. 식 (1)은 소

6) 아래의 표는 코스닥 기업과 상장 기업 간의 투명성 지수 평균값비교 비교한 것인데 두 그룹 간에 투명성 지수 값의 차이를 발견하지 못하였다. 즉 코스닥시장과 상장 기업 평균값은 각각 53.79%와 53.74%로 두 그룹 간에 투명성 지수 값의 차이가 있다는 가설이 기각되었다. 따라서 본 연구는 두 그룹으로 나누어 투명성이 기업의 가치에 미치는 영향을 분석하지 않고 모든 자료를 통합하여 분석하기로 한다.

<표> 코스닥 기업과 상장 기업 간의 투명성 지수 평균값 비교

인자의 수준	관측수	평균	분산	F 비	P-값	F 기각치
코스닥	614	0.5379	0.0055	0.012	0.9129	2.7095
상장	657	0.5374	0.0061			

7) 이 방법은 이분산의 잔차(heteroskedastic errors)를 조정하기 위한 방법으로 표준 편차와 t 값은 수정하지 않은 값들보다 크거나 작아진다.

〈표 9〉 회귀 분석 I : 산업 더미를 제외한 경우

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

모델	1	2	3	4	5
Variable	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic
C	-148.416 -5.566***	-146.241 -5.513***	-149.761 -5.633***	-146.078 -5.542***	-149.076 -5.627***
SCORE1	0.374 2.583***				
SCORE2		-0.116 -1.056			
SCORE3			0.243 2.063**		
SCORE4				0.222 2.195**	
TSCORE					0.384 2.100**
AD	0.037 4.641***	0.036 4.541***	0.037 4.623***	0.038 4.755***	0.038 4.749***
RND	0.018 2.982***	0.019 3.074***	0.019 3.096***	0.018 3.000***	0.018 3.019***
Ln(SALES)	-0.016 -1.281	-0.014 -1.103	-0.017 -1.357	-0.016 -1.252	-0.018 -1.376
LEVERAGE	0.016 3.755***	0.017 3.672***	0.017 3.835***	0.017 3.735***	0.017 3.842***
LN(YEAR)	45.280 5.614***	44.687 5.569***	45.722 5.685***	44.582 5.591***	45.482*** 5.675
CHAEBOL	0.141 3.076***	0.156 3.408***	0.151 3.330***	0.151 3.362***	0.147 3.264***
MARKET	-0.057 -1.595	-0.062 -1.756*	-0.059 -1.652*	-0.059 -1.673*	-0.057 -1.612
Adj. R-squared	0.190	0.194	0.196	0.197	0.197
F-statistic	23.401	22.421	22.776	22.846	22.873

참조:

- 숫자중 위의 숫자는 각 독립 변수의 계수이고 아래의 작은 숫자는 t 값으로***는 1%, **는 5%, 그리고 *는 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.
- 기본 모형과 변수에 대한 정의는 다음과 같다.

$$TQ_{it} = \beta_{0i} + \beta_{ki} * \text{투명성 지수}_k + \beta_{ci} * \text{통제변수}_c + \tau_{ni} * \text{더미변수}_n + \varepsilon_i$$

SCORE_k(투명성 지수_k) = 개별 기업이 공개한 항목 수(D_{ij})/개별 기업(j)에 해당되는 항목
(k = 소유투명성, 사업투명성, 이사회투명성, 회계투명성, j = 개별 기업)

TSCORE(전체투명지수) = (SCORE1 + SCORE2 + SCORE3 + SCORE4)/4

TQ(토빈q) = 기업의 시장가치/자본스톡의 대체가치

AD(광고비) = (광고비용/매출액) * 100

RND(연구개발비) = (연구개발비/매출액) * 100

LNSALES(매출액) = Log(매출액)

LEV(부채 비율) = (자본/자산) * 100

LN(YEAR) = log(기업연령)

CHAEBOL(재벌소속 더미) = 재벌소속기업이면 1, 아니면 0

MARKET(시장별 더미) = 상장기업이면 1, KOSDAQ 기업이면 0

기업 투명성과 기업 가치

〈표 10〉 회귀 분석II: 산업더미를 포함한 경우

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

모델	1	2	3	4	5
Variable	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic
C	-144.498 -5.445***	-143.174 -5.414***	-146.058 -5.508***	-142.405 -5.430***	-144.653 -5.493***
SCORE1	0.389 2.655***				
SCORE2		-0.083 -0.701			
SCORE3			0.232 1.933**		
SCORE4				0.232 2.263**	
TSCORE					0.428 2.296***
AD	0.036 4.538***	0.035 4.449***	0.035 4.517***	0.036 4.643***	0.036 4.635***
RND	0.018 2.842***	0.019 2.933***	0.018 2.946***	0.018 2.834***	0.018 2.854***
Ln(SALES)	-0.008 -0.587	-0.006 -0.445	-0.009 -0.674	-0.007 -0.545	-0.009 -0.701
LEVERAGE	0.016 3.349***	0.016 3.288***	0.017 3.433***	0.016 3.329***	0.016 3.435***
Ln(YEAR)	44.025 5.488***	43.687 5.463***	44.537 5.555***	43.400 5.473***	44.069 5.536***
CHAEVOL	0.116 2.656***	0.132 3.032***	0.127 2.922***	0.128 2.964***	0.121 2.808***
MARKET	-0.039 -1.065	-0.045 -1.217	-0.041 -1.131	-0.041 -1.124	-0.038 -1.047
INDUSTRY	포함	포함	포함	포함	포함
Adj. R-squared	0.146	0.140	0.142	0.143	0.144
F-statistic	9.598	9.166	9.312	9.375	9.418

참조:

- 1) 숫자중 위의 숫자는 각 독립 변수의 계수이고 아래의 작은 숫자는 t 값으로***는 1%, **는 5%, 그리고 *는 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.
- 2) '산업더미'의 계수(coefficient)들은 생략하였다.
- 3) 기본 모형과 변수에 대한 정의는 다음과 같다.

$$TQ_i = \beta_{0i} + \beta_{ki} * \text{투명성 지수}_k + \beta_{ci} * \text{통제변수}_c + \tau_{ni} * \text{더미변수}_n + \epsilon_i$$

SCORE_k(투명성 지수_k) = 개별 기업이 공개한 항목 수(D)/개별 기업(j)에 해당되는 항목
(k = 소유투명성, 사업투명성, 이사회투명성, 회계투명성, j=개별 기업)

TSCORE(전체투명지수) = (SCORE1 + SCORE2 + SCORE3 + SCORE4)/4

TQ(토빈q) = 기업의 시장가치/자본소독의 대체가치

AD(광고비) = (광고비용/매출액) * 100

RND(연구개발비) = (연구개발비/매출액) * 100

LNSALES(sales)(매출액) = Log(매출액)

LEV(부채 비율) = (자본/자산) * 100

log(YEAR) = log(기업연령)

CHAEVOL(재벌소속 더미) = 재벌소속기업이면 1, 아니면 0

MARKET(시장별 더미) = 상장기업이면 1, KOSDAQ 기업이면 0

INDUSTRY(산업더미) = 소속 산업이면 1, 아니면 0

유 투명성 지수(SCORE1)가 1% 수준에서, 식(3)은 이사회 투명성(SCORE3) 5%의 수준에서, 식(4)는 회계투명성(SCORE4)이 5%의 수준에서 기업가치인 TQ와 통계적으로 각각 정의 유의함을 보여주고 있으나, 식(2)인 사업투명성(SCORE2)은 오히려 음의 관계를 보여주고 있으나 통계적으로 유의하지 못하다. 그러나 식(5)는 전체투명성지수(TSCORE)가 5%의 수준에서 정의 유의한 관계를 보여 주고 있어, 투명성이 기업 가치를 높이는데 기여하고 있음을 보여준다. 따라서 기업의 투명성은 기업의 가치에 통계적으로 정의 유의한 영향을 준다고 결론지을 수 있다.

한편 <표 10>은 산업 더미를 포함하여 TQ를 종속 변수로 전체투명성지수 및 개별 투명성 지수를 회귀 분석한 것으로 <표 9>와 거의 같은 결과를 보여주고 있다. 즉 투명성에 의한 기업 가치의 설명력은 <표 9>와 거의 동일하며, 산업 더미를 포함함으로써 분석 모델들은 기업 시장가치에 대해 약 19%내외의 설명력을 갖게 되었음을 보여 주고 있다. 식(1)은 소유 투명성 지수(SCORE1)와 TQ가 10%의 수준에서, 식(3)과 (4)는 이사회 투명성(SCORE3)과 회계투명성(SCORE4)이 각각 5%의 수준에서 기업가치인 TQ와 통계적으로 각각 정의 유의함을 보여주고 있으나, 식(2)인 사업투명성(SCORE2)은 <표 9>와 마찬가지로 기업 가치에 부의 부호와 비유의적임을 보여주고 있다. 그러나 식(5)는 전체투명성지수(TSCORE)가 2.1% (5% 이내)의 수준에서 정의 유의한 관계를 보여 주고 있어, 기업의 투명성은 기업의 가치에 통계적으로 정의 유의한 영향을 준다고 결론지을 수 있다.

시장더미(MARKET)의 경우, 통계 결과는 상장 시장이 코스닥 시장 보다 저평가되고 있음을 <표 9>와 <표 10>이 보여주고 있는 반면, 재벌더미

(CHAEBOL)는 정의 유의함을 보여주고 있어 재벌 소속기업들이 다른 기업들 보다 고평가되고 있음을 알 수 있다. 이는 대기업들이 정부정책에 의한 내부자본시장의 위축, 유상증자를 촉진 및 외국 투자 증가에 의한 불투명성의 감소와 더불어 대기업들이 갖고 있는 자산의 특이성에 의해 시장에서 다른 기업에 비해 고평가되고 있다고 해석 될 수 있다.

3.4 추가 분석

앞의 분석은 상장 시장과 KOSDAQ 시장을 망라한 공개 기업에 대한 분석이었다. 이를 두개의 시장, 즉 상장과 KOSDAQ 시장을 나누어 각 시장에 대한 분석을 시도하였다. 방법과 모델 설정은 앞 장에서 언급한 것과 동일하다. <표 11>은 상장 시장만을 대상으로 한 분석의 결과를 보여 주고 있는데, 전체 시장을 분석한 결과와는 비슷하지만 소유의 투명성에 대한 기업가치의 회귀 분석결과가 상이함을 발견할 수 있다. 즉, 소유 구조의 투명성이 기업의 가치와는 통계적으로 유의하지 않으며, 이사회와 투명성과 회계의 투명성이 기업 가치에 주는 영향이 정(+)이며 통계학적으로 유의함을 알 수 있다. 반면 KOSDAQ 시장만을 분석한 <표 12>의 경우 단지 소유 구조의 투명성만이 기업의 가치와 통계적으로 유의함을 보여 주고 있어 그 결과가 상이하다. 즉 신생 기업이 많은 KOSDAQ의 경우 사업 현황의 투명성, 이사회와 투명성 및 회계 투명성이 기업 가치에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않음을 발견할 수 있다. 이는 기업 가치를 고려함에 있어 상대적으로 오랫동안 공개되어온 상장 기업의 경우 회계 투명성과 이사회 역할이 주요하다는 것을 의미한다. 한편, 상대적으로 연륜

〈표 11〉 추가분석 I : 투명성과 기업가치-상장시장

Variable	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic
C	-111.200 -4.386***	-110.618 -4.349***	-115.567 -4.559***	-108.360 -4.291***	-113.598 -4.491***
SCORE1	0.136 0.960				
SCORE2		-0.008 -0.068			
SCORE3			0.302 2.261**		
SCORE4				0.282 2.498**	
TSCORE					0.441 2.233**
AD	0.014 1.934**	0.014 1.938**	0.014 1.936**	0.015 2.116**	0.015 2.071**
RND	0.021 3.331***	0.022 3.453***	0.021 3.401***	0.020 3.237***	0.020 3.211***
LNSALES	-0.004 -0.315	-0.003 -0.235	-0.005 -0.415	-0.006 -0.476	-0.007 -0.561
LEVERAGE	0.021 5.284***	0.021 5.369***	0.022 5.503***	0.020 5.147***	0.021 5.308***
LOGYEAR	33.944 4.421	33.784 4.387***	35.261 4.594***	33.058 4.323***	34.637 4.523***
CHAEBOL	0.163*** 3.611	0.168 3.730***	0.161 3.591***	0.167 3.738***	0.160 3.555***
Adjusted R-squared	0.112	0.111	0.119	0.121	0.119
F-statistic	11.457	11.307	12.138	12.322	12.118

참조:

- 숫자중 위의 숫자는 각 독립 변수의 계수이고 아래의 작은 숫자는 t 값으로***는 1%, **는 5%, 그리고 *는 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.
- '산업더미'의 계수(coefficient)들은 생략하였다.
- 기본 모형과 변수에 대한 정의는 다음과 같다.

$$TQ_k = \beta_{0i} + \beta_{ki} * \text{투명성 지수}_k + \beta_{ci} * \text{통제변수}_c + \tau_{ni} * \text{더미변수}_n + \epsilon_i$$

SCORE_k(투명성 지수_k) = 개별 기업이 공개한 항목 수(D_j)/개별 기업(j)에 해당되는 항목
(k = 소유투명성, 사업투명성, 이사회투명성, 회계투명성, j = 개별 기업)

TSCORE(전체투명성지수) = (SCORE1 + SCORE2 + SCORE3 + SCORE4)/4

TQ(토빈q) = 기업의 시장가치/자본스톡의 대체가치

AD(광고비) = (광고비용/매출액) * 100

RND(연구개발비) = (연구개발비/매출액) * 100

LNSALES(sales)(매출액) = Log(매출액)

LEV(부채 비율) = (자본/자산) * 100

log(YEAR) = log(기업연령)

CHAEBOL(재벌소속 더미) = 재벌소속기업이면 1, 아니면 0

〈표 12〉 추가분석II: 투명성과 기업가치-KOSDAQ

Variable	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic	Coefficient t-Statistic
C	-361.455 -3.328***	-370.041 -3.389***	-360.310 -3.286	-366.542 -3.353	-361.852 -3.309
SCORE1	0.600 2.589***				
SCORE2		-0.253 -1.384			
SCORE3			0.111 0.486		
SCORE4				0.118 0.588	
TSCORE					0.225 0.693
AD	0.051 5.994***	0.050 5.773	0.051 5.944	0.052 6.016	0.052 6.020
RNDE	0.015 2.743***	0.016 2.823	0.016 2.801	0.016 2.827	0.016 2.805
LNSALES	-0.019 -0.877	-0.017 -0.775	-0.021 -0.967	-0.019 -0.872	-0.020 -0.950
LEVERAGE	0.011 1.531	0.011 1.483	0.012 1.600	0.012 1.591	0.012 1.612
LOGYEAR	109.805 3.339***	112.534 3.404	109.548 3.300	111.414 3.366	109.988 3.323
CHAEBOL	0.021 0.193	0.041 0.384	0.042 0.388	0.038 0.347	0.038 0.351
Adjusted R-squared	0.116	0.108	0.105	0.105	0.106
F-statistic	10.863	10.088	9.816	9.834	9.856

참조:

- 1) 숫자중 위의 숫자는 각 독립 변수의 계수이고 아래의 작은 숫자는 t 값으로***는 1%, **는 5%, 그리고 *는 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.
- 2) '산업더미'의 계수(coefficient)들은 생략하였다.
- 3) 기본 모형과 변수에 대한 정의는 다음과 같다.

$$TQ_i = \beta_{0i} + \beta_{k1} * \text{투명성 지수}_k + \beta_{c1} * \text{통제변수}_c + \tau_{ni} * \text{더미변수}_n + \varepsilon_i$$

SCORE_k(투명성 지수_k)=개별 기업이 공개한 항목 수(D_j)/개별 기업(j)에 해당되는 항목

(k= 소유투명성, 사업투명성, 이사회투명성, 회계투명성, j=개별 기업)

TSCORE(전체투명지수)=(SCORE1+SCORE2+SCORE3+SCORE4)/4

TQ(토빈q)=기업의 시장가치/자본스톡의 대체가치

AD(광고비)=(광고비용/매출액) * 100

RND(연구개발비)=(연구개발비/매출액) * 100

LNSALES(sales)(매출액)=Log(매출액)

LEV(부채 비율)=(자본/자산) * 100

log(YEAR)=log(기업연령)

CHAEBOL(재벌소속 더미)= 재벌소속기업이면 1, 아니면 0

〈표 13〉 추가분석III: 투명성과 기업성과

종속변수	ROI	ROA	ROM
C	-178.973 -14.12***	-127.874 -12.86***	-104.974 -16.12***
TSCORE	-1.4886 -0.141	-1.2861 -0.155	-2.8769 -0.533
AD	-0.2939 -0.891	-0.3910 -1.512	0.0624 0.372
RND	1.5156 0.539	4.3100 1.976**	0.5902 0.413
LNSALES	10.0181 14.514***	7.0259 12.940***	6.1514 17.441***
LEV	-1.1431 -5.872***	-0.5828 -3.808***	-0.5338 -5.373***
CHAEBOL	-11.7543 -4.059***	-8.5941 -3.775***	-5.7375 -3.883***
MARKET	-5.0522 -2.604***	-1.5490 -1.016	-4.1730 -4.223***
Adj. R-sq	0.2001	0.1742	0.2530
F-statistic	42.67***	36.11***	57.42***

참조:

- 숫자중 위의 숫자는 각 독립 변수의 계수이고 아래의 작은 숫자는 t 값으로***는 1%, **는 5%, 그리고 *는 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.
- 기본 모형과 변수에 대한 정의는 다음과 같다.

$$\text{기업 성과}_i = \beta_{0i} + \beta_{ki} \cdot \text{투명성 지수}_k + \beta_{ci} \cdot \text{통제변수}_c + \tau_{ni} \cdot \text{더미변수}_n + \varepsilon_i$$

TSCORE_k(전체투명성 지수) = (소유투명성 + 사업투명성 + 이사회투명성 + 회계투명성) / 4

ROI(투자수익률) = (매출액 / 투자자본) * 100 (%)

ROM(경영자본영업이익률) = (영업이익 / 경영자본) * 100

ROA(순이익률) = (당기순이익 / 총자산) * 100

AD(광고비) = (광고비용 / 매출액) * 100

RND(연구개발비) = (연구개발비 / 매출액) * 100

LNSALES(매출액) = Log(매출액)

LEV(부채 비율) = (자본 / 자산) * 100

log(YEAR) = log(기업연령)

CHAEBOL(재벌소속 더미) = 재벌소속기업이면 1, 아니면 0

MARKET(시장별 더미) = 상장기업이면 1, KOSDAQ 기업이면 0

이 적은 기업은 기업의 이사회나, 회계 감사위원회 등의 활동이 미미할 수 있으며, 기업의 장래나 계획에 대해 기업의 가치를 고려함에 있어 주요하게 생각되지 않음을 의미한다.⁸⁾

아울러 투명성지수와 기업의 경제적 성과를 나타내는 투자 수익률(ROI), 총자본 영업이익률(ROM) 및 기업 당기 순이익률(ROA)과의 추가분석도 시도되었다. 앞의 상관관계 <표 5>에서 기업의 가치를 나타내는 Tobin-q(TQ)와 투명성 지수들은 사업 현황의 투명지수를 제외하고는 통계적으로 정의 관계가 있음을 보았다. 반면, 기업의 경제적 성과를 나타내는 투자 수익률(ROI), 총자본 영업이익률(ROM) 및 기업 당기 순이익률(ROA)과 통계적으로 유의하지 않은 상관관계가 있음을 발견하였다. 이에 본고는 기업의 투명성 지수가 기업의 경제적 성과에 미치는 영향에 대해 추가적으로 회귀 분석을 시도한 것이다. 그 결과가 <표 13>에 나타나 있다. 기업의 경제적 성과는 기업의 연구 개발(RND), 판매(LNSALES)와 부채 비율(LEV)에 영향을 받는 것으로 나타났지만 기업의 전체투명성(TSCORE)과는 무관한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 가치와 기업의 경제적 성과와의 관계가 모호함으로 생기는 문제이다. 일반적으로 기업의 경제적 성과가 높은 기업이 기업의 가치가 높아질 것이라는 예상하거나 기업의 가치가 높은 기업이 기업의 경제적 성과가 높을 것이라고 추론할 수 있다. 하지만, 실제 통계치가 보여주는 기업의 가치(TQ)와 기업의 경제적 성과(ROI, ROI, ROM)들과의 상관관계는 매우 낮거나 부의 관계를 보여

준다.(상관 분석표 참조) 즉 기업의 투명성이란 기업의 지배구조와 경영전반에 대한 공개를 의미함으로 투명성이 기업의 기업 경제성과를 보장한다고 할 수는 없지만, 투명함으로 인해 기업이 시장에서 제대로 평가되고 따라서 기업의 가치를 높여준다는 의미로 해석할 수가 있다. 반대로 불투명한 기업들은 시장에서 기업가치가 저평가될 수밖에 없고 장기적으로는 낮은 경제성으로 시장에서 도태되는 방향으로 진행될 수밖에 없으리라 생각된다.

V. 결론 및 추후 과제

기업의 투명성은 기업 자신에 있어 경영자들의 도덕적 해이, 대리인 비용, 금융시장에서의 거래비용 및 역 선택 문제와는 직접적으로 관련이 있고, 이는 바로 기업의 가치와 연결된다. 아울러, 기업의 투명성은 기업의 사회적 책임과도 관련이 깊다. 기업의 불투명성이 사회전체의 효용감소와 기본적인 국가 경쟁력의 하락과 지속가능한 발전을 저해하기 때문이다. 하지만 이러한 중요성에도 불구하고 기업 투명성을 측정할 자료의 한계와 투명성지수의 부재로 인해, 기업 가치나 기업의 경제적 성과에 대한 실증적 분석이 국내외적으로 일천하였다. 따라서 본 연구는 크게 두 가지 점에서 의의를 갖고 있다.

첫째, 국내에서 처음으로 투명성 지수를 개발, 직접 측정을 시도하였다는 점이다. 이러한 투명성

8) 사실 KOSDAQ 기업은 주로 벤처형 기업으로 그들의 계획과 장래에 대해 초기에 많은 기대를 걸었으나, 그 결과는 기대이하 수준이었음을 주지하는 바다. 아울러 규모가 작기 때문에 이사회나 회계처리에 대해 그 결과를 기업의 가치와 연관 짓는 데에는 한계가 있을 것으로 보이며, 상장기업에 대해 상대적으로 재무구조에 대해 안정적인 구조를 갖지 못하고 있는 것도 사실이다. 단지 기업규모가 작으므로 소유권이 집중되어야만 역설적으로 안정적인 지배구조를 갖게 되므로, 이러한 소유지배구조에 대한 투명성이 기업의 가치에 주요한 요인으로 작용되었을 것으로 추정된다.

지수 측정을 위해 지수를 4개의 하위분야, 소유구조의 투명성, 사업현황의 투명성, 이사회 투명성 및 회계투명성으로 나누었고 104개의 조사 대상항목을 개발하고 이들을 '0'과 '1'로 분류 조사하였다. 기업 연간 보고서를 이용하여 최종적으로 2003년도의 증권거래소 상장기업과 코스닥 등록기업 1271개에 대해 투명성 정도를 지수화 하였다.

둘째, 이러한 지수를 기초로 기업 투명성이 기업 가치에 미치는 영향을 회귀분석을 시도하였다는 점이다. 회귀 분석은 투명성이 기업 가치에 영향을 준다는 설득력 있는 통계적 결과를 보여주었다. 즉 사업 투명성에 대해서만 기업 가치와는 관련이 없는 것으로 나타났을 뿐 전체투명성지수를 포함하여, 소유투명성과 이사회 투명성 및 회계투명성이 적어도 10%이내의 수준에서 통계적으로 정의 유의함을 보여 주어, 기업의 투명성이 기업의 가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 발견하였다.

하지만 일반적인 기업의 경제적 성과를 나타내는 투자 수익률(ROI), 총자본 영업이익률(ROM) 및 기업 당기 순이익률(ROA)과 투명성과는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 언급하였듯이 기업의 가치와 기업의 경제적 성과와의 관계가 모호함으로 생기는 문제이다. 일반적으로 기업의 경제적 성과가 높은 기업이 기업의 가치가 높아질 것이라는 예상하거나 기업의 가치가 높은 기업이 기업의 경제적 성과가 높을 것이라고 추론하지만, 실제 통계치가 보여주는 이들의 상관관계는 매우 낮거나 부의 관계를 보여주기 때문이다. 즉 투명성이 기업의 기업성과를 보장한다고 할 수는 없지만, 투명함으로 인해 기업이 시장에서 제대로 평가되고 따라서 기업의 가치를 높여준다는 의미로 해석할 수가 있다. 다시 말해, 기업의 투명성이란 기업의 지배구조와 경영전반에 대한 공개를

의미하며 투명성이 높은 기업은 시장에서 신뢰성을 구축하여 기업 가치를 높일 수 있고, 나아가 장기적인 관점에서 높은 경제적 성과를 성취하리라 예상된다. 반대로 불투명한 기업들은 시장에서 기업 가치가 저평가될 수밖에 없고 장기적으로는 낮은 경제성으로 시장에서 도태되는 방향으로 진행될 수밖에 없으리라 생각된다.

이러한 예상은 실제적으로 연구되어야 할 추후의 과제이다. 아울러 본고는 1개 년도의 횡단면 자료로 인하여 기업의 투명성 혹은 가치가 기업의 경제적 성과에 미치는 영향에 대해 좀 더 정교한 분석도 불가능 하였다는 단점이 있다. 따라서 기업의 투명성 측정에 대해 보다 심층적인 연구와 항목 개발은 물론 기업투명성이 기업의 전반에 미치는 영향을 분석하기 위한 장기적인 지수의 개발과 축적이 필요하다고 할 것이다.

참고문헌

- 박헌준, 신현한, 강동관, 권인수, 맹시안(2005), "공개 정보를 이용한 기업 투명성 측정 방안 연구," 한국증권학회총계 학술대회 발표논문
- 박헌준 · 이종건 (2002), "세계 주요 8개국의 기업윤리 동향: 한국 기업의 윤리경영 1991-2001년: 변화와 실태." 기업윤리연구, 4: 133-173
- 박헌준 · 이종건 · 김범성 (2001), "왜 기업은 윤리적이어야 하는가?: 기업윤리와 기업성과," 기업윤리연구, 3: 115-138.
- 유철(2000), "윤리경영 왜 필요한가," 기업윤리연구, 2: 1-12
- 이경룡, 서창적 (2002), "기업윤리지수의 개발 및 측정에 관한 연구," 서강경영논총, 13, 2: 173-194.

- 장지인, 배길수, 전영순(2002), "우리나라 회계 투명성에 대한 재조명," *회계저널* 11-3.
- 증권거래소 한국기업지배구조개선지원센터, "지배구조 우수 기업 등 선정기준," available at <http://www.kse.or.kr>.
- 한정화, 배종석 (2001), "벤처기업 경영투명성 수준의 영향 요인에 관한 실증연구," *경영학연구* 30-4: 1291-1316.
- 황진영, 강동관 (2003), "금융담합과 과잉대출," *한국증권학회 춘계 학술대회 발표논문*.
- Bushman, R., Piotroski, J. and Smith, A. (2003), "What determines corporate transparency?" *unpublished paper*. 1-53.
- International Monetary Fund (1988), "Draft manual on fiscal transparency," Washington, D.C.: IMF.
- Kim, Y. J. and Lee, J. W. (1999), "Overinvestment, collateral lending and economic crisis," *CID Working Paper No. 4*.
- Khanna Tarun and Krishna Palepu. "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups," *Journal of Finance*, 1999
- Kofman, F. and Lawarree, J. (1933), "Collusion in hierarchical agency," *Econometrica*, 61: 629-656.
- Krugman, P. (1999), "Balance sheet, the transfer problem, and financial crises," *Working Paper*.
- _____. (1998), "What happened to Asia?" *MIT Working Paper*, 1998.
- Leland, H., and Pyle, D. (1977), "Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation," *Journal of Finance*, 11: 5-50.
- Patel, S. A., Balic, A. and Bwakira, L. (2002), "Measuring transparency and disclosure at firm level in emerging markets," *Emerging Markets Review*, 3:325-337.
- Schultz, C. (2004), "Market transparency and product differentiation," *Economic Letters*, 83:173-178.
- Standars & Poor's (2002), "Transparency and disclosure," available at <http://www.standardandpoors.com>.
- Tirole, J. (1992), "Collusion and the theory of organizations," in *Advances in Economic Theory: Proceedings of the Sixth World Congress of Econometrics Society*, J.J. Laffont, Cambridge University Press, 151-213.
- Vishwanath, T. and Kaufmann, D. (1999), "Toward transparency in finance and governance," The World Bank Draft.
- Yu, F. (2002), "Accounting transparency and the term structure of credit spreads" *University of California Working Paper*.
- www.globalcorruptionreport.org

Appendix: 투명성 지수 측정 항목

소유구조(19개 항목)
-전환사채의 유무
-전환 사채 공개 여부
-전환 사채 소유자 공시 여부
-신주인수권부사채의 유무
-신주인수권부사채의 공개 여부
-신주인수권부사채 소유자 지분 공시 여부
-주식 종류에 대한 설명 제공 여부 (cf. 보통주, 우선주)
-자사주 매입 유무
-자사주 매입 여부 공개
-주식 종류(소유자)에 따른 투표권리 공시 여부
-주주들의 의사 제안에 대한 안내 유무
-집중 투표제 도입하고 있는가?
-서면 투표제를 도입하고 있는가?
-계열회사의 소유 지분 및 상호 소유 지분 공시
-1%이상 주주의 주식소유 현황 공시 여부
-5%이상 주주의 주식소유 현황 공시 여부
-소유자별(기관, 외국인투자, 정부 etc.) 지분 공시 여부
-최대주주+특수관계인 소유 지분 공시 여부
-등기 임원의 소유 지분 공시 여부
-각 이사회 소유 지분 공시 여부(내/외부 이사)
-대주주=경영자 여부(소유와 경영의 분리)
-주요 주주의 회합에 대한 연차 목록(일람) 존재 여부
-정관 공개 유무
-기업지배구조 헌장(원칙) 도입 여부
-임직원 윤리 규정 도입 여부
-주주 총회의 참고 서류 유무
-주주 미팅의 안전 절차에 대한 설명 유무
-주주들의 임시 총회 소집 안내 유무
-경영권 보호 규정(이사회가 아닌 주총에 의한 경영진 교체 규정)

사업현황(21개 항목)
-제품이나 서비스의 거래 내용에 대해 세부 설명 공개 여부
-제품별 시장 ranking을 밝힌지의 여부
-제품별 시장 점유율 공개 여부
-제품별 생산 및 판매 현황 공개 여부
-주요 제품 가격 동향 공시 여부
-원자재 가격 동향 공시 여부
-주요 판매처 현황 공개 여부
-주요 구매처 현황 공개 여부
-제품별 수급 동향 공개 여부
-생산 능력 공개 여부
-생산 실적 공개 여부
-투자 계획에 대한 세부적인 공시 여부(계획사업비용, 총 소요자금, 착공예정일, 소요자금, 조달내역 etc)
-월별 또는 분기별 생산 공시여부
-제품별 매출액 및 매출 원가 공개 여부
-사용된 자산의 특성(characteristics of assets employed)의 공시
-장기 차입금 현황
-장기 차입금 상환계획
-단기 차입금 현황
-단기 차입금 상환 계획
-생산 판매(내수 및 수출) 계획 공시 여부
이사회(39개 항목)
-이사회 운영 규정 혹은 정관의 존재 유무
-사장의 상임 이사 추천과 해임 건의 동의권 여부
-경영권 보호 규정(이사회가 아닌 주주총회에 의한 경영진 교체 규정) 여부
-사장의 경영 평가 보수 결정권 유무 여부
-사장 선임을 위한 추천 위원회 구성 권한 여부
-이사회 명부 공시 유무
-이사회 주요활동 내역의 공개 유무(이사회 의결 사항 포함)
-이사회 임원의 회의 참석률 공시 여부
-이사회 임원들 보상(고정급, 성과급, 스톡옵션) 내용 공시 여부

기업 투명성과 기업 가치

-이사회의 외부 이사 비율 공시 여부
-이사회 회장과 최고 경영자(CEO)와의 관계 공시 여부
-외부 전문 인력 활용(제공) 여부
-이사회 개최 건수 공시 여부
-주주들의 이사회 임원을 지명 방법 명시 유무
-감사위원회 운영 규정 혹은 정관의 존재 유무
-감사위원회 명부 공시 유무
-감사위원회 임원의 이력서 공개
-감사위원회 임원의 업무, 역할, 직무 공개 유무
-감사위원회 임원의 임기 공시 유무
-감사위원회 회의록(보고서) 공개 유무
-감사위원회 임원의 회의 참석률 공개
-감사위원회 임원들 보상(고정급, 성과급, 스톡옵션) 내용 공개
-감사위원회 내/외부 이사 비율 (공개)
-상근 감사의 존재(100억 이상 상장 법인)
-보수/보상(compensation committee)의 존재 여부
-보수/보상 위원회의 임원 공시
-추천위원회(nomination committee)의 존재 여부
-추천 위원회의 임원 공시
-다른 내부 감사위원회의 기능 존재 여부(strategy/investment/finance committee의 존재 여부)
-이사회 임원의 이력서 공개 여부
-이사회 임원의 업무, 역할, 또는 직무 공시 유무
-전(前) 이사회 임원의 직위에 대한 정보 제공 여부
-이사회 임원의 임기 공시 유무
-최고 경영인 대한 자세한 정보(이력) 유무
-경영인의 보수 지급 결정 과정의 공개
-경영인(not on board)의 보수 공시
-경영인(not on board)의? salary? 지급 형태 공개
-경영인의 성과 관련 지급의 형태 (예)고정급, 성과급, 스톡옵션) 공개 유무
-최고경영인의 계약 세부 내용 공시

회계(15개 항목)
-자 회사의 계정(accounts)에 사용하는 회계기준을 공시 여부
-국내 회계 기준에 의한 계정 제공 유무
-국제적으로 인정된 회계 기준에 의한 다른 계정 정보의 제공 여부-국내 회계 기준에 의한 accounts가 국제적으로 인정된 회계 기준에 의한 계정과의 호환성 정보 제공
-자산 평가 방법의 공시 여부
-고정자산 감가상각 방법에 관한 정보를 공개
-결합 재무제표(consolidated financial statement)를 작성 여부
-회계 감사 회사의 이름을 공시
-회계 감사 결과의 사업보고서상 재공시여부
-회계 감사료 공시 여부
-회계 감사에게 제공된 non-audit fee를 공시 여부
-관계회사의 목록 공시
-관계회사와의 거래 내역 공시
-그룹 내의 거래 내역 공시
-관계회사의 주요 업종 제품, 자산, 매출 공시 여부
-관계회사에 대한 지급 보증 혹은 담보 제공액 공시

Corporate Transparency and Its Value

Hun-Joon Park* · Hyun-han Shin** · Dong-kwan Kang*** · In-Su Kwon****

Abstract

Corporate transparency is one of increasingly interesting subjects to academic and financial area because the level of corporate transparency is often regarded as one of the leading indicators of good corporate governance and an investment guide for investors.

The importance of corporate transparency comes from owners' nominal property rights and the actual power of decision-making, i.e. a separation of ownership from managers in corporate governance. Transparency and disclosure are integral to corporate governance because of agency problem. This agency problem can be mitigated in practice in several ways: by an active monitoring of board of directors, by timely and adequate disclosure of financial information and vigilant activity of auditors, by clear disclosure in managers implements and by a transparent ownership structure. Therefore, higher transparency and better disclosure are expected to reduce the information asymmetry between a firm's management and financial stakeholder, equity and bond holders, and, in turn, to mitigate the agency problem of corporate governance.

The firm is viewed as a set of contracts among factors of production, with each factors motivated by its self-interest. Economists have long been concerned with this principal-agency problem that arise when decision making in a firm is in the hands of managers who are not the firm's share holders.

In the context of corporate governance, the meaning of ownership is different from the general meaning of ownership because "in large, in publicly traded corporations, normal rights that constitute ownership of real property have been unbundled and parceled out to

* Yonsei University School of Business

** Yonsei University School of Business

*** Chunju University Economic Department

**** Sejong University School of Business

numerous participants in the company". As consequence, owners' nominal property rights and the actual power of decision-making in open corporations have been transferred into the hands of the executive group (Berle and Means 1932), which leads them to the state of asymmetric information. In addition, economic actors including executives, shareholders, stake holders, and so on are 'not rational but limitedly so' (Simon, 1962) and may be opportunistic. Therefore, it is highly important for all economic actors to disclose information. Also this disclosure should be accessible, timely, and reliable.

Standard & Poor's has introduced a methodology to measure the level of transparency and disclosure (T&D) and assessed the level of transparency by searching company annual reports for the inclusion of 98 possible information items ('attributes') broadly divided into three sub-categories. These three dimensions includes ownership structure and investor relations, financial transparency and information disclosure, and board and management structure and process. This level of T&D is measured from the company annual reports for 98 possible transparency and disclosure attributes using a binary choice. The data includes over 1600 large and liquid companies in over 30 countries.

We basically followed Standard & Poor's methodology, but changed its three dimension to four dimension. For this, we tried to define what corporate transparency is: it stems from the nature of the firm where the asymmetric information takes place among the economic actors in corporate governance, so that we conclude that corporate transparency is the disclosure of adequate information the subject of the firm's ownership structure, the management structure including manager's initiation and implementation, ratification and monitoring structure in a board of directors, and operating and financial statement and practices, which should have the characteristics of accessibility, timeliness, and reliability. According to this definition, corporate transparency is categorized into four sub-categories such as transparency of ownership structure, transparency of corporate governance practices, transparency of the board of directors, and transparency of accounting. Then, we develop their attributes according to these four subcategories and measured the levels of corporate transparency and disclosure. The score of T&D in 1271 companies of Korean listed- and KOSDAQ companies is measured using binary evaluation method. The analyzes results suggest that firms with higher transparency and disclosure are valued higher than comparable firms with lower transparency. Therefore, our results provide an theoretical view that the agency problem in corporate governance can be mitigated by higher transparency and disclosure of corporate governance in practice.

This paper begins by describing the opacity problem of corporate governance and the previous literatures on transparency in Section 1 and Section 2, respectively. Section 3 introduces the method of measurement for the level of transparency and disclosure and then shows the correlation of technical statistics using cross-sectional data of T&D scores in 1271 companies of 2003. The last section provides a summary of results and directions for further research.

Key words: Transparency and disclosure, Firm value, Agency problem