

건전성 규제가 기업 가치에 미치는 영향: 상장폐지요건을 중심으로

김창수
연세대학교 정경대학
(kimc@yonsei.ac.kr)

본 논문은 시장의 건전성 규제 정도가 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지 검토한다. 본 논문의 표본기간 중 유가증권 시장과 코스닥의 상장폐지 요건이 상호 시차를 두고 경쟁적으로 강화되었다. 그 결과 2000년 이전에는 유가증권시장, 2000-2002 기간에는 코스닥 시장의 상장폐지 요건이 더 강하였고, 2003년 이후에는 양 시장 사이의 차이가 점차 축소되었다. 강한 퇴출요건은 기업의 건전성 확보를 위한 노력을 증가시키고 시장에 긍정적인 신호를 보내기 때문에 기업 가치를 향상시킬 것이다. 또한 본 논문의 표본기간 중에는 양 시장 사이의 상장폐지요건의 강도 차이가 변하였기 때문에 양 시장에서 거래되는 기업 가치 사이의 평균적인 차이에도 상응한 변화가 일어났을 것이다. 건전성 규제가 강한 외국시장에 상장하거나 주식예탁증서를 상장하는 경우 또한 기업 가치에 긍정적인 영향이 나타날 것이다. 실증분석 결과 표본기간 중 퇴출요건이 강하여 건전성 규제가 더욱 강했던 시장에서 거래되는 기업들의 가치가 더 높았던 것으로 나타났다. 즉 초기에는 유가증권시장 중기에는 코스닥에서 거래되는 기업들의 가치가 더 높은 것으로 나타났으며 후기에는 이러한 차이가 나타나지 않았다. 또한 외국에 주식예탁증서를 발행한 기업들의 가치가 그렇지 않은 기업에 비해 높은 것으로 나타났다. 이는 기업 가치에 영향을 미치는 변수들을 통제한 후의 결과이며 따라서 강한 건전성 규제는 추가적으로 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것이 실증적으로 지지됨을 알 수 있다.

주제어: 건전성 규제, 상장폐지요건, 기업가치, 기업지배구조, 주식예탁증서

1. 서론

현재 전 세계적으로 자본시장의 통합이 매우 빠르게 진전되고 있다. 이러한 현상은 거래소간의 경쟁에서 극명하게 나타나는데 증권이라는 동질적인 재화가 거래되는 시장에서 국가 간의 장벽이 허물어지면 당연히 거래비용은 낮고 유동성은 높고 궁극적으로 기업의 가치를 향상시킬 수 있는 거래소를 기업들이 선호하기 때문에 발생한다.

거래소들이 기업의 가치 창출에 기여할 수 있는 요인은 여러 가지가 있을 수 있으나 최근의 연구들은 좀 더 강화된 건전성 규제와 이에 대한 기업들

의 자발적 참여에 초점을 맞추고 있다. 즉 기업은 자발적으로 열등한 자국의 기업지배구조와 관련된 규정, 법규 등을 강한 외국의 제도로 대체한다는 것이다.

현재까지 자발적인 규제가 어떻게 작동하는지에 대한 연구는 미미하며 초기적인 연구가 진행 중이다. Doidge, Karolyi & Stulz(2004)에 의하면 기업이 미국시장에 상장함으로써 인해 지배주주가 개인적인 이익을 추구하는 것을 제한하고 동시에 좀 더 자본비용이 낮고 풍부한 자금을 대한 접근성을 향상시켜 기업의 성장을 도모할 수 있다. 이 경우 기업을 강화된 공시 체제 및 미국의 증권거래법에 노출시키는 것이 지배주주로 하여금 사적 이익을

추구하는 것을 방지하고 또한 이러한 신호를 시장에 보내는 역할을 한다. 즉 강한 정보의 공시 요구 및 미국이라는 엄격한 법체계에 대한 법적인 의무 및 법의 집행이 모두 중요한 역할을 한다.

본 연구는 이러한 관점에서 자발적 규제에 초점을 맞춘다. 특히 본 논문은 기업의 가치에 대해 좀 더 많은 정보를 적시에 제공하도록 하고 투자자에 대한 보호를 강화하는 제도가 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는지를 검토한다. 구체적으로 과연 공시 요건과 퇴출 요건 등 건전성 규제가 강한 시장은 그 시장에서 거래되는 기업들로 하여금 좀 더 강한 건전성 규제를 따르게 함으로써 그렇지 않은 시장에서 거래되는 기업들에 비해 추가적으로 기업 가치를 향상시키는지 검토한다.

그리고 현재까지의 외국 논문들을 보면 어떠한 요인 때문에 건전성 규제가 발달한 타국에 상장을 하며 이의 효과는 무엇인가 하는 점에 초점을 맞추었다. 그러나 기업의 입장에서 볼 때 외국 시장에 상장하는 것은 매우 비용이 높은 대안이다. Fanto & Karmel(1997)이 미국시장에 상장한 48개 기업과 ADR을 발행한 40개 기업을 대상으로 설문조사를 실시한 결과 많은 기업들이 과도한 상장비용(32%)과 회계처리의 상이성(51%) 문제를 언급하였다. 이러한 문제점들을 극복하는 대안은 외국에 상장하는 대신 자국에서 감시기능이 강한 시장에 상장하는 것이다.

따라서 본 연구에서는 한 국가 내의 서로 다른 거래소를 대상으로 각 시장의 건전성 규제의 강도가 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지 그리고 기업의 특성이 그 기업이 거래되는 시장과 어떠한 관련이 있는지 등을 검토한다. 이러한 연구 디자인은 기존의 외국 논문들의 치명적인 단점을 극복하게 해 준다. 즉 기존 외국 논문들의 가장 큰 문제

점은 여러 나라를 비교하기 때문에 분석에 있어 각국의 상이한 역사성과 정치 경제 사회 문화적 차이 점을 통제하기가 매우 어렵다는 것이다. 그러나 본 논문은 거래소와 코스닥 시장을 비교하기 때문에 동일 국가 내의 서로 다른 시장을 비교함으로써 이러한 문제점을 원천적으로 극복할 수 있다.

또한 국내외에서 이러한 점을 부각시켜 연구한 논문이 거의 존재하지 않기 때문에 논문의 기여하는 바가 크다고 할 수 있다. Doidge, Karolyi & Stulz(2004)는 지배주주가 스스로를 제약할 수 있는 5가지 방안을 언급하고 있다. 명성을 쌓는 것, 채권자로부터의 통제를 받기 위해 부채를 사용하는 것, 공시를 강화하는 것, 미국에 상장하는 것, 이사회에 외부인을 참여시키는 것 등이다. 이와 관련해 볼 때 본 논문은 건전성 규제가 강한 시장에서 거래되는 기업은 강한 자율규제라는 긍정적 신호를 투자자에게 보내어 기업 가치를 향상시킬 수 있다는 점을 주제로 삼고 있다. 특히 여러 가지 자율 규제 방법 중 상장폐지 요건의 강도가 기업 가치에 미치는 영향을 분석함으로써 건전성 규제를 좀 더 명확하게 규명할 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 본 논문의 표본기간 중 거래소와 코스닥 사이의 건전성 규제 강도를 비교한다. 제III장에서는 가설을 설정하고 본 논문의 연구방법을 설명한다. 제IV장에서는 실증분석 결과를 보고하고 제V장에서 결론을 맺는다.

II. 거래소와 코스닥의 건전성 규제

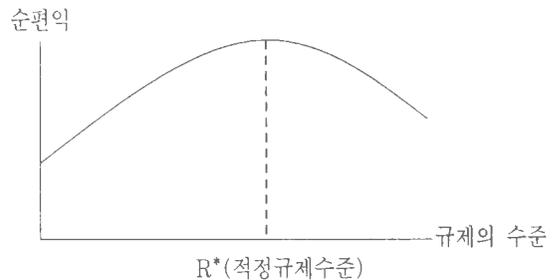
본 연구의 목적은 건전성 규제 및 공시 요건이

좀 더 강한 시장에서 거래되는 기업들의 기업 가치가 상대적으로 그렇지 않은 시장에서 거래되는 기업들에 비해 높은지를 검토하는 것이다. 건전성 규제가 강한 시장의 기업들은 스스로 규제의 노력을 하고 있다는 신호를 시장에 보내고, 이로 인해 대리인 비용을 낮추고 기업 가치를 향상시킬 수 있을 것이다. 따라서 본 논문은 우선 유가증권시장과 코스닥 시장에 대해 어느 시장의 건전성 규제가 더욱 강한지 비교 검토한다.

모든 거래소는 거래를 하기 위해 만족시켜야 하는 최초의 요건인 상장(등록) 요건을 명시하고 있다. 이는 규모 요건, 재무 요건, 기타 요건 등으로 대별할 수 있는데 우리나라는 유가증권시장의 기준이 코스닥의 기준보다 높은 것을 알 수 있다. 그러나 보다 중요한 것은 향후 각 기업이 당해 시장에서 거래를 지속하기 위하여 계속적으로 만족시켜야 하는 건전성 규제이다.

상장(등록) 후 기업으로 하여금 각 거래소의 규율에 따르도록 하기 위해서는 건전성 규제를 위한 강한 규정을 마련하고 기업들이 이를 위반하는 경우 엄격하게 처벌하는 것이 중요하다. 그러나 모든 규제에는 비용과 편익이 공존하기 때문에 무조건 규제의 강도가 높은 것만이 능사는 아니다. 예를 들어, Immordino & Pagano(2007)는 감사(auditing)에 대한 규제를 연구하였는데 규제가 강한 경우 오히려 범위의 경제(economies of scope)가 약화될 수 있음을 보이고 있다. 일반적으로 규제에는 비용과 편익의 상반관계가 존재하는데 건전성 규제가 약한 경우 규제를 위한 직접 비용(cost of enforcement)은 낮을 수 있지만 낮은 규제 수준으로 인한 기업가치의 하락이라는 기회비

용이 높을 수 있다. 반대로 규제가 강한 경우에는 규제의 집행을 위한 직접비용은 증가하겠지만 기업 가치의 증가라는 편익이 발생할 수 있다. 따라서 비용과 편익을 고려할 때 <그림 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 순편익이 극대화되는 적정규제수준을 상정할 수 있다.¹⁾ 우리나라는 최근까지 소액주주들에 대한 보호가 미흡하고 법집행에 있어 자의성이 매우 강했다. La Porta 등(1998)에 의하면 미국을 10점 만점 기준으로 했을 때 한국의 법치 정도는 5점, 사법체제의 효율성은 6점에 불과하다. 이는 각 각 영미계 국가의 평균인 6점과 8점에 비해서도 낮은 수준이다. 따라서 우리나라 시장의 경우 건전성 규제와 같은 거래소의 자율적 감시감독(monitoring)의 강화는 규제의 편익을 상당히 높일 수 있을 것이다.



<그림 1> 규제의 강도와 순편익

본 논문의 표본기간인 1997년부터 2005년까지 상장(등록)폐지 요건이 부록의 <표 A.1>에 나타나 있다. 전체 기간을 6개의 부분기간으로 구분하였는데 제1기간은 본 논문의 표본기간 초기부터 코스닥에서 등록취소 기준을 대폭 강화한 2000. 1. 28까지의 기간(1999. 2. 22 - 2000. 1. 28)이

1) 적정규제수준이라는 개념을 제시해 주신 심사위원회 감사드립니다.

다. 제2기간은 그 이후부터 거래소가 부실기업의 조기발견과 신속한 퇴출을 통한 시장의 건전성 제고를 위하여 퇴출기준을 강화한 2000. 6. 23 까지(2000. 1. 29 - 2000. 6. 23)의 기간이다. 제3기간은 그 이후부터 코스닥 시장이 다시 등록취소 요건을 대폭 강화한 2001. 11. 23까지의 기간(2000. 6. 24 - 2001. 12. 31)이다(2002. 1. 2부터 시행). 제4기간은 2002년 초부터 다시 거래소가 상장법인의 경영 및 회계투명성 제고를 통한 시장건전성을 확보하고, 투자자 보호를 강화하며, 사업보고서 및 감사의견과 관련된 퇴출기준을 강화한 2002. 12. 28 까지의 기간(2002. 1. 2 - 2002. 12. 31)이다. 한편, 거의 동일 시점인 2002년 12월에 코스닥 시장도 주요 퇴출요건을 강화하였는데 '주된 영업정지 후 6개월 후 퇴출'에서 '3개월 후 퇴출'로, 사업보고서 미제출시 '제출기한 후 익월말까지 제출'하도록 하던 것을 '10일 이내 제출'로, 최저주가를 '액면가 20% 미달시'에서 '30% 미달시'로, 법정관리나 화의 개시 결정 후 '매1년마다 퇴출여부를 판단'하던 것에서 '개시 신청 즉시 퇴출' 등으로 바꾸었다. 제5기간은 2003년 초부터 거래소가 거래의 활성화를 위하여 분산이 우량함에도 불구하고 거래가 부진한 종목에 대해 거래량과 주가 시가총액 기준을 변경한 2003. 12. 26까지의 기간(2003. 1 - 2003. 12)이다. 마지막으로 제6기간은 그 이후 2005년 말까지(2004. 1 - 2005. 12)의 기간이다.

전체 표본기간 중 거래소와 코스닥 시장은 시차를 두고 상장폐지요건을 서로 강화시켜 왔는데 이를 보면 제1기간은 코스닥의 상장폐지에 대한 규정이 잘 정비되어 있지 않았기 때문에 거래소의 상장폐지 요건이 코스닥의 상장폐지 요건보다 강했던 시기이다. 제2, 3, 4 기간은 대체로 코스닥의 상장

폐지 요건이 거래소의 상장폐지 요건보다 더 강력했음을 알 수 있다. 특히, 제2기간과 제4기간의 차이가 가장 커서 코스닥의 상장폐지요건이 거래소의 상장폐지요건보다 훨씬 강하게 되어 있다. 예를 들어, 부도 및 은행거래 정지의 경우 코스닥 시장의 기간 2를 보면 주거래 은행에 의하여 최종부도로 결정되거나 주거래 은행과의 거래가 정지된 후 1년 이내에 사유를 해소하지 못하면 퇴출되지만 거래소는 유예기간이 3년이다. 또한, 기간 4에는 코스닥은 최종부도나 은행거래 정지시 즉시 상장이 취소되나 거래소는 아직 1년의 유예기간이 남아 있다. 이 기간 중 코스닥의 건전성 규제가 거래소보다 강했다는 사실은 다음과 같은 언론의 보도를 통해서도 확인된다.

상장사 퇴출요건 왜 강화하나(2002년 11월 20일 오후 6:24, 머니투데이)

금융 감독 당국과 증권거래소 등 관련기관은 거래소 상장기업 퇴출기준을 코스닥 수준으로 강화하기로 하고 재무 상태와 유동성 등에 대한 퇴출기준을 고치기로 했다. 자본금 전액 잠식 2년이면 퇴출되던 것을 1년으로 단축하고, 최저주가 또는 시가총액 요건을 신설하며, 월평균 거래량 산정기준을 단축하거나 거래량 하한선을 높이는 방안 등도 검토되고 있다.

왜 강화하나? - 금융 감독 당국과 증권거래소 등 관련기관이 코스닥에 이어 거래소 상장기업에 대해서도 퇴출기준을 강화하기로 한 것은 상시퇴출을 가능하게 해 증권시장의 신뢰성을 높이기 위해서다. 현 13~15개에 달하는 퇴출기준들이 연말에 기업들이 제출하는 사업보고서를 기준으로 퇴출대상이 선정되기 때문에 상시퇴출 사례는 거의 없었다. 또 코스닥에 비해 퇴출기준이 약하다는 지적도 꾸준히 제기된 데다 이미 일본이나 미국도 기업들의 퇴출요건을 강화하는 등 세계적인 추세도 영향을 미쳤다.

마지막으로 기간 5와 6은 위의 언론 보도에서 볼 수 있는 바와 같이 거래소가 코스닥 시장을 비교하면서 상장폐지 기준을 강화하기 때문에 양 시장의 상장폐지 요건의 차이가 점차 해소되는 기간이다.

III. 연구방법

3.1 가설의 설정

위에서 언급한 바와 같이 본 논문의 표본기간인 1997-2005 기간 동안 거래소와 코스닥 시장 사이의 상장 또는 등록 후 건전성 규제의 정도는 초기에는 거래소가 상대적으로 강하였고, 이후에는 코스닥 시장이 더 강했으며, 후반부에서는 양 시장 사이의 차이가 해소되는 과정을 보이고 있다. Aggarwal & Angel(1999)에 의하면 시장의 폐지 요건이 약하면 기업에 대한 나쁜 정보가 돌고 따라서 훌륭한 신규 기업을 유인할 수 없다. 표본기간 동안의 거래소와 코스닥 시장의 상장 폐지 규정 변화 과정은 이러한 주장과 일관성이 있으며 양 시장 간의 상장 폐지 규정의 강도 차이는 결국 기업 가치에 반영될 것이다. 예를 들어 강한 상장폐지 요건은 투자자들에게 좀 더 정확하고 많은 정보를 제공하여 대주주의 사적 이익 추구하고 같은 문제점을 줄일 수 있게 된다. 이러한 내부자 이익 착취 가능성의 축소는 외부투자자에게 성장기회가 더욱 가치 있게 만들어 주며 따라서 기업 가치의 향상에 기여할 것이다. 이는 다음과 같은 가설 설정을 가능하게 한다.

가설 1: 건전성 규제가 강한 시장에서 거래되는 기업의 가치가 건전성 규제가 약한 시장에서 거래되는 기업의 가치보다 높다.

표본기간 중 양 시장 사이의 상장폐지 규정의 강도 차이가 변화하였기 때문에 가설 1에 의하면 양 시장 사이의 기업 가치에도 차이가 발생할 것이다. 즉 전체 기간을 거래소의 건전성 규제가 강하였던 초기, 코스닥의 상장폐지 요건이 강했던 중기, 양 시장 사이의 차이가 해소되는 말기로 구분하여 보면 초기에는 거래소 기업의 가치가 더 높았을 것이고, 중기에는 코스닥 기업의 가치가 더 높았을 것이며, 말기에는 그 차이가 점차 사라질 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2: 양 시장 사이의 건전성 규제의 강도 차이가 변함에 따라 기업가치의 차이도 변화할 것이다.

위의 가설 1과 2는 건전성 규제가 다른 두 국내 시장을 비교한 경우에 관한 것이다. 비록 비용이 비싼 대안이기는 하나 기업의 가치를 증대시키기 위해서는 외국시장에 주식을 상장하거나 주식예탁증서를 발행할 수도 있다. 지난 20년간 국경을 넘어 다른 나라의 증권시장에 상장을 하는 기업의 수가 급격히 증가했다. 예를 들어, 미국의 뉴욕증권거래소나 NASDAQ에 상장된 외국기업의 수는 1986년 300개에 불과하였으나 1995년에는 600개 이상으로 증가하였다(Karolyi(1998)). 또한 미국에 주식예탁증서(American depository receipt)를 발행한 외국기업의 수는 2003년 10월 현재 2,075개이며 이 중 600개 정도는 2000년 이후 발행된 것이다(Bank of New York).

기업들이 국경을 초월하여 다른 나라의 자본시장을 찾는 이유는 여러 가지가 있다. 초기의 연구들은 유동성의 향상(Tinic & West(1974), Sanger & McConnell(1986), Kadlec & McConnell(1994), Smith & Sofianos(1997)) 및 향상된 투자자 인식과 투자를 저해하는 장애 극복을 통한 자금에 대한 접근성 향상(Kadlec & MacConnell(1994), Karolyi(1998), Miller(1999), Errunza & Miller(2000), Pagano 등(2002))을 그 주요인으로 꼽고 있다.

최근의 연구들은 좀 더 강화된 건전성 규제에 대한 자발적 참여를 강조하고 있다(Stulz(1999), Doidge, Karolyi & Stulz(2004)). 특히 Reese & Weisbach(2002, p. 66)는 기업들이 미국과 같이 잘 발달된 시장에 상장함으로써 엄격한 미국의 회계기준(US GAAP: generally accepted accounting principle)을 따르고, 미국 증권감독원(US SEC: Securities Exchange Commission)이 요구하는 보고서를 제출하고, 상장하는 시장의 제반 요구사항을 만족시키고, 미국의 증권시장법을 따를 것을 약속하며, 전반적으로 스스로 대리인 문제 극복을 위해 노력한다는 신호를 시장에 보낸다고 주장한다. 즉 기업은 자발적으로 열등한 자국의 기업지배구조와 관련된 규정, 법규 등을 강한 미국의 제도로 대치함으로써 기업 가치의 향상을 꾀하는 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 3: DR 발행 기업의 기업가치가 발행하지 않은 기업의 가치보다 높다.

3.2 연구모형

3.2.1 Tobin's Q 분석

본 논문은 거래소와 코스닥 중 건전성 규제가 더 강한 시장에서의 기업 가치 증감을 살펴보기 위하여 다음과 같이 Tobin's Q 분석을 수행한다. 즉 좀 더 강한 건전성 규제가 기업가치의 향상으로 이어지는지를 분석하기 위해 Tobin's Q를 종속변수로 하여 표본 기업에 대해 다음과 같은 회귀분석을 실시한다.

$$Q = \beta_0 + \beta_1 KOS + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_i x_i + u_1 \quad (1)$$

위 모형에서 x_i 는 기업가치의 대용변수인 Q에 영향을 미치는 여러 독립변수들과 기업지배구조 대리 변수들이며, KOS는 코스닥 더미 변수이다. 변수 KOS는 다음과 같이 정의한다.

$$KOS = 1 \text{ 만일 } KOS^* > 0 \text{ 코스닥 기업} \\ = 0 \text{ 만일 } KOS^* \leq 0 \text{ 거래소 기업}$$

여기서,

$$KOS^* = a_0 + a_1 z_1 + a_2 z_2 + \dots + a_n z_n + u_2 \quad (2)$$

식 (2)의 KOS^* 는 관측 되지 않는 잠재변수(latent variable)로 독립변수 z_i 들에 의해 설명되며 그 값이 클수록 코스닥 시장에 상장될 확률이 커지게 된다.

만일 코스닥의 건전성 규제가 더 강하고 대리인

비용 및 정보비대칭 비용을 줄인다면 기업 가치에 영향을 줄 수 있는 여타의 변수들을 통제한 후의 한계적 영향을 나타내는 β_1 는 그 부호가 (+)가 되어야 한다. 반대로 거래소의 건전성 규제가 더 강하다면 β_1 의 부호는 (-)이 될 것이다.

이러한 회귀분석을 수행하는 데 있어 전체 표본 기간을 세 부분으로 나눈다. 그 이유는 논문의 표본기간 동안 거래소와 코스닥 시장 사이의 건전성 규제 강도의 차이가 기간마다 달랐기 때문이다. 구체적으로, 코스닥의 상장 폐지 규정이 제대로 정립되지 않아 거래소가 우위를 보였던 초기의 기간(기간 1), 코스닥이 상장 폐지 요건을 대폭 강화하여 거래소보다 우위를 보였던 중기(기간 2, 3, 4), 그리고 양 시장 사이의 차이가 점차 해소되는 말기(기간 5, 6)를 설정하고, 전체 기간에 대한 회귀분석에 추가하여 각 기간에 대해 회귀분석을 수행한다. 그리고 본 논문과 같은 횡단면 분석에서 흔히 관측되는 이분산성(heteroskedasticity)을 감안하기 위하여 White의 방법을 사용한 표준오차와 공분산을 사용한다.

3.2.2 내생성(endogeneity) 통제

위의 Tobin's Q를 이용한 기업가치 분석에서 간과하기 쉬운 점은 내생성(endogeneity) 문제의 통제이다. 즉, Q가 높은 기업이 본 논문에서와 같은 이유 없이도 코스닥에서 거래될 가능성을 통제해야 한다는 것이다. 예를 들어, 코스닥 시장이 높은 성장률을 가진 중소 하이테크 기업들이 거래되는 시장이고 코스닥에서 거래되는 것이 이러한 신호를 보내는 것이라면 공시나 상장폐지 요건과 관계없이 코스닥 시장에서 거래되는 기업의 Q-값이 높을 것이다. 이러한 선택 편의(selection bias) 문제를

극복하기 위하여 다음과 같은 모형을 설정하여 추정한다(Maddala(1988)).

$$Q = \beta_1 KOS + \gamma_1' v_1 - u_1 \quad (3)$$

$$KOS^* = \gamma_2' v_2 - u_2,$$

$$Var(u_2) = 1 \quad (4)$$

$$Cov(u_1, u_2) = \rho$$

여기서, $v_1 v_2$ 는 독립변수의 벡터, $u_1 u_2$ 는 오차항이다.

추정은 다음과 같이 2단계 추정방법을 사용한다. 먼저 probit 최우추정법을 사용하여 식 (4)를 추정하여 γ_2 계수의 추정치 $\hat{\gamma}_2$ 를 구한다. 그리고 다음의 식을 OLS로 추정한다.

$$Q = \beta_1 F_2(\hat{\gamma}_2' v_2) + \gamma_1' v_1 + w \quad (5)$$

여기서, $F_2(\cdot)$ 는 u_2 의 누적확률분포함수이다. 오차항 w 는 평균이 0이고 독립변수와 상관성이 되어 있지 않기 때문에 $\hat{\gamma}_2$ 를 식 (3)에 적용하여 식 (5)를 추정한다. $\hat{\gamma}_2$ 는 γ_2 의 불편추정치(consistent estimator)이기 때문에 식 (5)의 계수 β_1 과 γ_1 역시 불편추정치가 된다.

3.3 변수의 정의

본 연구에 사용되는 변수의 정의는 다음과 같다.

3.3.1 종속변수

본 논문에서 분석하고자 하는 기업 가치를 나타

내는 변수로 Tobin's Q를 생각할 수 있는데 이는 자산의 시장가를 대체원가로 나눈 값이다. 시장에서 평가되는 가치가 높다면 이 비율이 높을 것이고 따라서 기업의 가치가 높은 것으로 해석할 수 있는데 본 논문에서는 이의 대리변수로 시장가/장부가 비율을 사용한다. 이는 기존의 논문에서 빈번히 사용되는 변수이며(강형철 외 2인(2006)) 다음과 설정하였다.

$$Q = (\text{총자산} - \text{지분의 장부가치} + \text{지분의 시장가치}) / \text{총자산}$$

$$= (\text{부채의 장부가치} + \text{발행주식수} * \text{주가}) / \text{총자산}$$

3.3.2 독립변수

독립변수를 선정함에 있어 고려해야 할 차원이 여러 가지가 있겠으나 다음과 같은 고려에 의하여 독립변수를 선정한다. 우선 본 논문의 표본기업이 상장 또는 등록 기업이기 때문에 상장(등록) 요건에서 언급하는 변수들을 포함시킨다. 그리고 최근의 연구들에 의하면 기업의 지배구조가 기업 가치에 영향을 미치기 때문에(Joh(2003), Baek 외 2인(2004)) 지배구조 관련 변수를 포함시킨다. 마지막으로 본 논문의 종속변수가 기업 가치이기 때문에 기존의 논문에서 기업의 가치에 영향을 미치는 것으로 검증된 기업특성 변수들을 포함시킨다.²⁾

3.3.2.1 상장(등록) 요건 변수

우선 어느 시장에서 거래되든지 간에 최초의 상

장(등록) 요건을 만족시켜야 하므로 이와 관련된 변수들의 값이 두 시장 간에 차이가 있을 수 있다. 따라서 규모요건 관련 변수로 총매출 또는 총자산, 재무요건 관련변수로 부채비율과 수익성, 기타요건 관련 변수로 기업의 업력을 포함시킨다. 이들은 기존의 많은 연구들에서도 기업의 가치와도 밀접한 관련이 있는 것으로 판명된 변수들이다.

우선 규모와 관련하여 대체로 거래소에서 거래되는 기업이 코스닥에서 거래되는 기업에 비해 규모가 큰 것으로 인식되고 있다. 또한 거래소에 상장하는 경우와 코스닥에 등록하는 경우 규모조건이 다르기 때문에 규모에 대한 통제가 필요하다.

기업규모와 기업가치 간의 관계에 대해서는 두 가지의 주장이 존재하는데 우선 양의 관계에 있다는 주장의 논거는 다음과 같다. 첫째 규모의 경제가 존재한다면 규모가 클수록 기업의 가치가 높을 것이다. 둘째, 정보의 비대칭상황 하에서는 역선택(adverse selection)과 도덕적 해이(moral hazard) 문제가 발생되는데 기업규모가 클수록 기업에 대한 정보가 공개될 가능성이 높아지고 불확실성은 낮아지게 되므로 기업규모와 기업 가치의 (+) 관계에 놓이게 된다.

반면, 규모와 기업가치 사이에는 음의 관계가 있다는 주장에 대한 논거는 다음과 같다. 우선 Demsetz & Lehn(1985)이 주장한 바와 같이 기업규모가 클수록 자본금 규모가 크게 되므로 경영권을 확보하기 위하여 기업 내의 일정 지분을 획득하기가 어려워진다. 따라서 규모가 클수록 경영자의 지분이 낮을 것이고 이는 대리인 비용의 증가를 가져오므로 기업 가치와 기업규모의 사이에는 음의

2) 본 논문과 같이 기업 가치에 대한 분석을 할 때 관련 변수의 누락 문제(omitted variable problem)는 피할 수 없는 문제이다. 그러나 기존의 논문들에서 기업 가치에 영향을 미치는 것으로 나타난 변수들을 대부분 포함시켰다.

관계가 존재한다는 것이다. 그리고 기업의 수명주기를 고려해 볼 때 초창기에는 규모가 작을 것이며 산업이 성숙단계에 접어드는 때에는 기업의 규모가 클 것이다. 일반적으로 성숙기의 산업은 초기의 독점이윤의 이점이 사라졌기 때문에 Q 비율이 낮아 규모와의 관계는 음의 관계가 성립될 것이라는 것이다. 본 논문의 규모변수로는 다음 변수를 사용한다.

$$SIZ = \log(\text{총자산})$$

기업의 부채 정도는 기업의 가치 증감에 매우 중요한 영향을 미치는 변수로 인식되어 왔다. 기업의 부채 정도와 기업 가치에 대해서도 두 가지 상반되는 이론이 존재한다. 먼저 양의 관계를 주장하는 이론에 의하면 부채비율이 높은 기업은 외부투자자들에게 그만큼 성장성에 대한 전망이 긍정적이라는 신호를 보내기 때문에 높은 부채비율이 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다. 또한 잉여현금흐름(free cash flow) 이론에 의하면 부채는 기업이 자본시장의 통제에 노출되게 하여 채권자와 시장의 감시 감독이 더 강하게 이루어지게 함으로써 대리인 비용을 낮추어 기업 가치 향상에 기여한다(Jensen(1986), Harvey, Lins & Roper(2004)). 반면 자본조달순위이론에 의하면 높은 부채비율은 장래 좋은 투자안을 위한 자금을 조달시 거래비용을 높이므로 기업 가치에 음의 영향을 미친다(Myers & Majluf(1984)). 본 논문에서는 기업의 부채규모에 대한 대응변수로 다음을 사용한다.

$$DEBR = \text{부채} / \text{자기자본}$$

기업의 수익성 변수는 기업의 가치와 관련된 연

구에서는 필수적으로 포함되어야 하는 변수이다. 예를 들어 Morck 외 2인(2000)은 일본은행의 기업 지분 보유와 기업가치 사이의 관계를 연구하였는데 이를 대신하여 영업이익률을 사용한 결과도 대동소이하였다. Morck 외 2인(2000)의 연구결과로 미루어볼 때 수익성이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업 가치가 높을 것으로 예상할 수 있다. 기업의 수익성을 나타내는 지표로 여러 가지를 정의할 수 있으나 본 논문에서는 다음과 같이 정의를 사용한다.

$$PRO = \text{경상이익} / \text{매출}$$

일반적으로 신생 기업들이 코스닥 시장에서 거래되고 거래소에는 기업의 업력이 긴 기업들이 거래되는 것으로 인식되고 있다. 또한 거래소에 상장하는 경우와는 달리 코스닥에 상장하는 벤처기업의 경우에는 기업의 업력에 대한 조건이 없다(〈표 A.1〉 참조). 기업업력은 기업 가치에 대한 연구에서 자주 통제변수로 사용되는 변수이다(예, 강형철 외 2인(2006)). 기업업력이 낮은 기업은 높은 기업에 비해 장차 성장가능성이 크기 때문에 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 예상이 가능하다. 또한 초기 발전 단계에 있는 기업들은 경쟁자가 아직 많지 않아 독점 이윤을 볼 가능성도 있다. 본 논문에서는 기업업력 변수로 다음을 사용한다.

$$AGE = \text{자료기준연도} - \text{기업설립연도} + 1$$

3.3.2.2 지배구조 변수

기업지배구조와 관련해서는 재벌여부, 자산규모

2조 이상 여부, 주식예탁증서 상장 여부 등을 포함시킨다. 우리나라의 경우 기업지배구조 문제의 핵심은 재벌기업에 초점이 맞추어져 있다고 해도 과언이 아니다. 재벌 소속 기업은 시장의 감시가 여타 기업에 비해 심할 것이며 따라서 정보비대칭 문제가 상대적으로 낮아 기업 가치에 긍정적인 영향을 가질 것이다. 또한 필요한 자금을 용이하게 조달할 수 있고, 재무적 곤경에 처할 가능성이 낮아 부채의 대리인 비용이 낮다고 할 수 있다(Hoshi, Kashyap, & Scharfstein (1990)).

그러나 한편 재벌기업은 그 내부의 구조가 너무 복잡 다양하여 전문가들도 한 재벌기업의 소유 지분 구조를 파악하는 것이 용이하지 않다. Lim & Kim(2005)은 한국 재벌을 대상으로 피라미드형 구조를 구축하게 되는 요인과 가족지분을 결정하는 요인을 검토하고 있는데 논문에 예시된 바와 같이 재벌구조가 너무 복잡하여 분석이 용이하지 않다. Dewenter, Novaes & Pettway(2001)는 일본의 기업집단인 Keiretsu를 대상으로 연구한 결과 이들의 지배구조가 매우 복잡하여 자본시장에서 이에 대한 불이익을 보고 있는 것으로 나타났다. Joh(2003)와 Baek, Kang, & Park(2004)은 독립기업에 비해 재벌의 대리인 문제가 더욱 심각하다고 보고, 기업의 가치와 기업의 지배구조를 나타내는 지수 사이의 관계를 살펴본 결과 재벌의 경우 이해상충 문제가 더욱 심각한 것으로 나타났다. Ferris, Kim & Kitsbunnarat(2003)은 재벌의 경우 이익극대화보다는 이익의 안정화를 추구하고, 저성과 산업에 과대투자를 하며, 저성과인 소속 기업을 지원한다는 것을 보이고 있다. 이러한 재벌의 행태는 외부 투자자가 각 개별 기업의 전략 및 성과를 판단하기 어렵게 만든다. 마지막으로 Lee, Lee, & Lee(2000)는 정부는 재벌과 목시적으로

위험분담을 하고 있는데 이로 인해 도덕적 해이가 생기고 부채비율이 상승하며 무분별한 투자가 이루어진다. 이러한 논문들의 주장은 외부 투자자의 입장에서는 일반기업에 비해 재벌 기업의 전략을 파악하기가 더 어렵고 또한 재벌기업 경영자의 기회 주의적인 행동을 간파해 내기가 어렵다는 것으로 요약된다. 따라서 재벌 소속이라는 사실이 해당 기업의 가치에 미치는 영향은 일률적으로 긍정적 또는 부정적이라 할 수 없으며 이는 실증분석을 해 보아야 할 문제이다. 재벌기업과 독립기업의 구분을 위해 다음과 같은 더미변수를 사용한다.

$$\begin{aligned} CH &= 1 \text{ 재벌 기업인 경우} \\ &= 0 \text{ 독립 기업인 경우} \end{aligned}$$

2000년 1월 21일 개정 증권거래법에서는 모든 상장법인에 대해 전체 이사의 1/4 이상을 사외이사로 선임하도록 규정하고 있다. 특히 자산 규모가 2조 원이 넘는 기업은 전체 이사의 1/2이상(최소 3인 이상)을 사외이사로 선임해야 하고, 사외이사가 1/2 이상인 사외이사후보추천위원회와 사외이사가 2/3 이상인 감사위원회를 설치해야 한다. 또한, 2001년 3월에는 대형 코스닥 상장법인에도 사외이사제를 도입하도록 하였다. 이러한 법규상의 규정으로 인해 자산 규모가 2조원 이상인 기업과 그렇지 않은 기업 사이에는 지배구조와 그로 인한 효과에 차이가 있을 것으로 예상된다. 따라서 다음과 같은 더미변수를 설정한다.

$$\begin{aligned} BIG &= 1 \text{ 자산 규모 2조 이상인 기업} \\ &= 0 \text{ 자산 규모 2조 미만인 기업} \end{aligned}$$

외국 시장에 주식예탁증서(DR)를 발행한 기업은

그 DR이 발행된 시장의 당해 기업에 대한 관심이 상대적으로 높을 것이기 때문에 더 나은 지배구조를 구축하고 있을 것이고 따라서 기업의 가치가 높을 것이다. Doidge, Karolyi and Stulz (2004)는 이러한 교차 상장에 관련된 프리미엄을 분석하였는데 이를 통제하기 위해 증권거래소의 전자공시 시스템에 공시된 자료를 이용하여 다음과 같은 더미변수를 설정한다.

$$\begin{aligned} \text{DR} &= 1 \text{ 외국 시장에 DR을 발행한 기업} \\ &= 0 \text{ DR을 발행하지 않은 기업} \end{aligned}$$

3.3.2.3 기업가치 통제변수

위의 변수들 이외에도 다음과 같이 기존 논문에서 기업의 가치에 영향을 미치는 것으로 나타난 변수들을 포함시킨다. 우선, 각기 다른 산업에 속해 있는 기업들은 산업의 속성상 정보비대칭의 정도가 다를 수도 있고, 기업의 전체 수명기간 중 속해 있는 기간이 다를 수 있으며 사업 자체의 수익성 특성이 다를 수 있다. 이로 인해 횡단면 분석에서 산업에 따라 Q-값이 매우 다를 가능성이 있는데 이를 통제하기 위하여 다음과 같이 산업의 평균 Q-값을 통제변수로 사용한다.

$$\text{INDQ} = \text{해당 산업의 평균 Q-값}$$

이러한 변수를 사용함으로써 산업더미를 사용하는 것보다 더 효과적으로 산업이 기업 가치에 미치는 영향을 통제할 수 있다. 산업코드는 TS2000의 분류를 따랐으며 6자리 숫자 중 넷째자리까지 공통인 산업을 같은 산업으로 간주하였다. 그 이상으로 세분하는 경우 산업더미가 너무 많아지는 문제점이 있다.

하이테크 기업과 그렇지 않은 일반기업 사이에는 기업 가치의 차이가 있을 것으로 예상된다. 일반적으로 성장가능성이 높은 기업의 주가가 상대적으로 높을 것이기 때문에 하이테크 기업의 Q-값이 높을 것이다. 또한 하이테크 기업일수록 벤처기업 지정 등 기업운영상 이점이 있기 때문에 코스닥에 상장하는 경향이 있다. 따라서 다음과 같은 더미변수를 설정한다. 본 논문에서 하이테크 기업은 TS2000의 산업코드 분류에 근거하여 <표 1>의 산업에 속해 있는 기업들이다.

$$\begin{aligned} \text{HT} &= 1 \text{ 하이테크 기업인 경우} \\ &= 0 \text{ 여타 기업인 경우} \end{aligned}$$

기업의 유동성은 기업의 재정적 곤경 가능성에 영향을 주며 투자의 재원으로써 기업 가치에 영향을 미치는 중요한 변수이다. 특히 불확실성이 높고 정보비대칭 상황이 심각한 경우 기업은 유동성을 확보함으로써 장래 자본의 조달시 지불해야 할 높은 자본비용을 회피할 수 있다(Kim 외 2인 (1998)). 또한 재벌기업들은 내부시장의 형성으로 투자를 위한 유동성의 부족을 해소함으로써 계열기업의 기업가치 증감에 영향을 미칠 수 있다(Shin & Park (1999)). 이와 같이 유동성은 기업 가치와 밀접한 관계를 가지고 있기 때문에 기존의 연구들에서 기업 가치를 설명하기 위한 통제변수로 유동성을 포함시키고 있다(김창수(2004), 공재식(2006)). 본 논문에서는 유동성의 척도로 다음의 변수를 사용한다.

$$\text{LIQ} = \text{유동자산} / \text{총자산}$$

기업의 성장성은 기업 가치를 결정하는 주요 특

〈표 1〉 하이테크 더미 산업코드

산업 코드	산업 명 칭
42901	일반목적용 기계 제조업
42902	가공공작기계 제조업
42903	기타 특수목적용 기계 제조업
42904	무기 및 총포탄 제조업
043000-043001	컴퓨터 및 사무용 기기 제조업
043200-043203	전자부품, 영상, 음향 및 통신장비 제조업
43301	의료용 기기 제조업
43302	측정, 시험, 항해 및 기타 정밀기기 제조업; 광학기기 제외
43303	안경, 사진기 및 기타 광학기기 제조업
106402	전기 통신업
137201-137205	정보처리 및 기타 컴퓨터 운영 관련업
137301	자연과학 연구 개발업
137400	전문, 과학 및 기술 서비스업
137404	과학 및 기술 서비스업

성 중의 하나이기 때문에 통제변수에 포함시킨다. 기업의 성장성에 대한 대응변수로 기존 연구에서 광고비나 연구개발비 등을 사용한다(공재식(2006)). 본 연구에서는 다음과 같은 변수를 사용한다.³⁾

$$ADV = \text{광고비}/\text{매출액}$$

마지막으로 각 기간의 차이를 통제하기 위해 더미변수를 포함시킨다.

3.4 표 본

본 논문의 전체 표본기간은 1997년부터 2005년까지이다. 이 중 1999년은 코스닥 시장의 버블현

상이 심하여 이 기간을 포함시킬 경우 실증분석과 이에 대한 해석에 무리가 따를 수 있다. 따라서 결과의 안정성을 보기 위해 이 기간의 자료를 분석에서 제외한 분석도 시도한다. 재무자료는 한국상장회사협의회 TS2000자료를 사용하였다. 재벌소속기업 여부는 공정거래위원회 자료를 사용하였으며, 주식예탁증서 발행 등 공시 관련 자료는 증권선물거래소 전자공시시스템으로부터 추출하였다. 표본기간은 부록의 〈표 A.1〉에서 보는 바와 같이 두 시장 사이의 건전성 규제에 차이가 있는 기간인데 이러한 차이가 표본기간의 후반으로 갈수록 감소하고 있음을 알 수 있다.

추출한 표본기업의 수는 1580 기업이었는데 거래소 상장 753 기업, 코스닥 상장 827기업이다.

3) 연구개발비를 매출액으로 나눈 변수도 시도하였다. 결과는 크게 다르지 않았으나 표본의 수가 상당히 줄어드는 단점이 있어서 광고비를 매출액으로 나눈 변수를 사용한다.

따라서 총 14220 기업-연도자료를 추출하였는데 이중 자료가 불충분한 기업-연도 3,723개와 자본 잠식된 기업-연도 522개, Tobin's Q가 지나치게 큰 기업-연도(10 이상) 28개를 분석 표본에서 제외하여 총 9181 기업-연도 자료를 분석에 포함시켰다.⁴⁾

IV. 실증분석

4.1 실증분석 결과

〈표 2〉는 변수들의 기술통계량과 거래소와 코스닥 사이의 각 변수들의 평균차이를 보이고 있다. 패널 A의 전체기간을 보면 코스닥 기업의 Q-값은 1.161 거래소 기업의 Q-값은 0.877로 코스닥 기업의 Q-값이 통계적으로 유의하게 크다. 산업평균 Q-값도 개별 기업의 Q-값과 일관성 있게 코스닥이 통계적으로 유의하게 높다. 관련된 변수는 하이테크 더미 변수(HT)인데 코스닥 시장에 훨씬 더 높은 비율로 하이테크 기업들이 거래되고 있다. 규모와 업력에 있어서는 코스닥 시장에 규모가 작고 업력이 짧은 기업들이 거래되고 있는 것으로 나타났다. 이는 일반적인 상식을 입증하는 결과이다.

부채비율과 수익성 면에서는 코스닥 기업의 부채비율과 수익성이 더 낮은 것으로 나타났다. 역시 일반적인 상식과 통하는 결과로 코스닥 기업의 부채비율이 낮은 것은 우리나라에서 기술에 기초한 중소기업에 대한 대출이나 부채조달이 대기업에 비

해 훨씬 저조한 현실을 반영한다. 부채정도가 낮은 코스닥 기업들이 유동성면에서는 거래소 기업보다 높은 것으로 나타났으며 광고비 비중도 코스닥 기업이 거래소에 비해 높은 것으로 나타났다.

기업지배구조 대용변수인 재벌더미(CH), 자산규모 2조 더미(BIG), 주식예탁증서 발행 더미(DR)는 모두 거래소가 큰 값을 나타냈다. 이는 재벌소속 기업들이 코스닥에서 거래되는 경향이 적고, 자산규모 2조 이상의 기업도 거래소에 더 많으며 주식예탁증서를 발행한 기업도 거래소에 더 많다는 것을 의미한다. 역시 상식적으로 이해할 수 있는 결과이다.

본 논문의 표본기간 동안 거래소와 코스닥 사이의 퇴출기준의 차이 정도가 변화하기 때문에 각 세부기간별로 분석을 실시하는데 이에 대한 기술통계량이 패널 B, C, D에 나타나 있다. 2000-2002년의 기간과 2003년 이후의 기간에 대한 결과는 통계적 유의성에 약간 차이가 날 뿐 전체기간에 대한 결과와 대동소이하다. 그러나 2000년 이전의 기간은 다르게 나타났는데 거래소의 Q-값과 산업평균 Q-값이 코스닥의 그것보다 오히려 높다. 수익성에 대한 결과도 코스닥 기업의 수익성이 거래소 기업의 수익성보다 높았다. 광고비 비중은 거래소 기업과 코스닥 기업 사이에 유의한 차이가 없는 것으로 나타났다.

〈표 3〉는 변수들 간의 상관계수를 보이고 있다. 기업규모 변수인 SIZ가 지배구조변수인 BIG과 매우 높은 상관관계를 보이고 있다. 본 논문의 실증분석 부분에서는 이러한 변수들의 다중공선성 문제를 고려하여 이를 피하기 위한 여러 가지 모형을

4) Tobin's Q 최대치는 102.9이다. 이론적으로 볼 때 대부분의 Q 값이 1과 가까워야 하는 점을 고려한다면 Q 값이 지나치게 큰 소수의 표본을 포함시키는 경우 회귀분석 결과가 왜곡될 수 있다. 한편, Q 값을 10 이외의 수로 표본을 결정하여도 통계적 유의성에 약간의 차이가 날 뿐 전체적인 결과는 크게 변하지 않는다.

〈표 2〉 변수들의 기술통계량

변수의 정의는 다음과 같다. Q = (장부가 부채 + 발행주식수*주가)/총자산; INDQ = 산업평균 Q 값; AGE = 당해년 - 설립년 + 1; HT = 1 하이테크 기업, 0 그 외; ADV = 광고비/매출; DEBR = 부채/지분; PRO = 경상이익/매출; LIQ = 유동자산/총자산; SIZ = 총자산의 로그값; CH = 1 채벌기업, 0 비채벌기업; BIG = 1 총자산 2조 이상, 0 총자산 2조 미만; DR = 1 주식예탁증서 발행기업, 0 비발행기업. ***, **, * 1%, 5%, 10% 수준의 통계적 유의성.

A. 전체기간

	N	mean	median	max	min	KSE	KOS	mean difference
Q	9097	1.016	0.869	9.678	0.164	0.877	1.161	-0.284***
INDQ	9096	1.087	0.977	6.299	0.313	0.993	1.185	-0.192***
AGE	9097	25.212	24	108	0	33.42	16.68	16.740***
HT	9097	0.303	0	1	0	0.156	0.454	-0.298***
ADV	9097	0.011	0.002	0.446	0.000	0.009	0.012	-0.003***
DEBR	9097	3.208	1.001	986.649	0.004	4.333	2.038	2.295***
PRO	9097	-0.081	0.031	3.922	-28.380	-0.011	-0.154	0.143***
LIQ	9097	0.495	0.500	0.978	0.000	0.443	0.550	-0.107***
SIZ	9097	11.532	11.201	19.031	7.228	12.44	10.59	1.850***
CH	9097	0.015	0	1	0	0.028	0.001	0.027***
BIG	9097	0.058	0	1	0	0.108	0.006	0.102***
DR	9097	0.024	0	1	0	0.042	0.005	0.037***

B. 2000년 이전

	N	mean	median	max	min	KSE	KOS	mean difference
Q	1602	0.838	0.835	3.502	0.164	0.864	0.773	0.091***
INDQ	1602	0.912	0.913	2.214	0.585	0.917	0.898	0.019***
AGE	1602	27.577	25	101	1	31.05	18.83	12.22***
HT	1602	0.170	0	1	0	0.156	0.207	-0.051**
ADV	1602	0.009	0.001	0.352	0.000	0.010	0.008	0.002
DEBR	1602	6.679	2.081	830.938	0.045	7.225	5.302	1.923
PRO	1602	-0.015	0.016	1.136	-9.580	-0.026	0.013	-0.039**
LIQ	1602	0.488	0.490	0.943	0.049	0.473	0.528	-0.055***
SIZ	1602	11.907	11.575	18.121	7.991	12.48	10.45	2.03***
CH	1602	0.017	0	1	0	0.024	0.002	0.022***
BIG	1602	0.083	0	1	0	0.114	0.004	0.110***
DR	1602	0.032	0	1	0	0.041	0.009	0.032***

〈표 2〉 변수들의 기술통계량(계속)

C. 2000-2002

	N	mean	median	max	min	KSE	KOS	mean difference
Q	3648	1.026	0.878	8.690	0.207	0.829	1.203	-0.374***
INDQ	3647	1.106	1.012	6.299	0.359	1.005	1.197	-0.192***
AGE	3648	23.855	23	105	0	33.27	15.35	17.92***
HT	3648	0.330	0	1	0	0.158	0.485	-0.327***
ADV	3648	0.011	0.002	0.446	0.000	0.009	0.013	-0.004***
DEBR	3648	3.182	0.923	986.649	0.009	4.942	1.593	3.349***
PRO	3648	-0.079	0.035	2.331	-28.380	-0.031	-0.123	0.092***
LIQ	3648	0.499	0.501	0.978	0.000	0.425	0.565	-0.140***
SIZ	3648	11.476	11.133	18.960	8.298	12.43	10.62	1.810***
CH	3648	0.014	0	1	0	0.029	0.001	0.028***
BIG	3648	0.055	0	1	0	0.106	0.008	0.098***
DR	3648	0.023	0	1	0	0.042	0.006	0.036***

D. 2003년 이후

	N	mean	median	max	min	KSE	KOS	mean difference
Q	3847	1.081	0.891	9.678	0.212	0.933	1.206	-0.273***
INDQ	3847	1.143	1.064	4.067	0.313	1.030	1.237	-0.207***
AGE	3847	25.513	24	108	1	35.10	17.44	17.66***
HT	3847	0.332	0	1	0	0.155	0.481	-0.326***
ADV	3847	0.010	0.001	0.371	0.000	0.009	0.011	-0.002*
DEBR	3847	1.787	0.807	158.490	0.004	1.849	1.735	0.114
PRO	3847	-0.111	0.035	3.922	-21.967	0.017	-0.218	0.235***
LIQ	3847	0.494	0.501	0.978	0.001	0.440	0.540	-0.100***
SIZ	3847	11.429	11.147	19.031	7.228	12.42	10.60	1.820***
CH	3847	0.014	0	1	0	0.030	0.000	0.030***
BIG	3847	0.051	0	1	0	0.106	0.005	0.101***
DR	3847	0.022	0	1	0	0.044	0.004	0.040***

〈표 3〉 변수들 사이의 상관계수

	Q	INDQ	AGE	HT	ADV	PRO	DEBR	LIQ	SIZ	BIG	CH	DR	KOS
Q	1.00												
INDQ	0.43	1.00											
AGE	-0.27	-0.29	1.00										
HT	0.24	0.44	-0.41	1.00									
ADV	0.13	0.07	-0.03	-0.04	1.00								
PRO	-0.17	-0.08	0.10	-0.13	-0.07	1.00							
DEBR	0.02	-0.03	0.03	-0.03	-0.02	-0.03	1.00						
LIQ	0.15	0.16	-0.26	0.19	0.05	0.05	-0.02	1.00					
SIZ	-0.17	-0.19	0.44	-0.26	0.00	0.14	0.07	-0.38	1.00				
BIG	0.00	-0.06	0.15	-0.06	-0.03	0.04	0.05	-0.27	0.63	1.00			
CH	-0.02	-0.02	0.06	-0.04	-0.01	0.02	0.00	-0.07	0.17	0.22	1.00		
DR	0.02	-0.03	0.07	-0.01	0.00	0.00	0.00	-0.15	0.37	0.47	0.22	1.00	
KOS	0.24	0.28	-0.57	0.32	0.05	-0.09	-0.05	0.28	-0.58	-0.21	-0.05	-0.12	1.00

시도한다.

〈표 4〉은 전체 표본기간을 대상으로 건전성 규제
의 강도와 기업가치 간의 관계를 분석한 결과이다.
부록의 〈표 A.1〉에서 볼 수 있는 바와 같이 표본
기간 중 건전성 규제의 강도가 평균적으로 강했던
코스닥 시장에서 거래되는 것이 기업 가치에 영향
을 줄 수 있는 변수들을 통제한 상태에서 기업의
가치에 긍정적인 영향을 미쳤는가를 검토한 것이
다. 코스닥 시장 버블 기간인 1999년도를 분석기
간에 포함한 경우와 제외한 경우에 대하여 전체적
으로 8가지 모형을 설정하여 회귀분석을 하였는데
결과가 크게 다르지 않기 때문에 1999년을 포함한
경우의 결과를 보고한다.

먼저 F-통계량에서 볼 수 있는 것처럼 모든 모
형이 통계적으로 매우 유의한 설명력을 보이고 있
다. 그리고 본 논문에서 보이고자 하는 건전성 규
제 강도를 나타내는 KOS 변수는 예외 없이 1%

수준에서 유의한 (+)의 부호를 나타내고 있다. 이
는 가설 1을 강하게 지지하는 결과로 코스닥 시
장에서 거래되는 기업일수록 표본기간 중 기업의
가치 증가가 높은 것으로 해석할 수 있다. 이는 코스
닥 기업의 강한 퇴출요건으로 인해 상시 감시감독
체제가 거래소보다 우월하므로 상장기업의 지배구
조를 향상시킬 것이며 따라서 기업의 가치가 높아
지는 것이다.

이러한 결과의 해석에는 주의를 요하는데 코스닥
시장에 상장하는 기업이 평균적으로 기업가치가 높
고 우월하다는 뜻이 아니고, Q-값에 영향을 미칠
수 있는 여타의 조건 예를 들어 규모, 하이테크 기
업 더미, 산업의 평균 Q, 산업의 특성 등을 다 통
제하고 난 후 좀 더 강력한 감시감독 체제가 있는
시장에서 거래되는 기업의 가치가 추가적으로 더
높다는 의미이다.

그리고 본 논문의 표본기간 중 코스닥 시장과 거

〈표 4〉 거래소의 건전성 규제가 기업 가치에 미치는 영향

Variables	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.
C	0.466	6.547***	0.880	37.775***	0.489	6.844***	0.466	6.432***
INDQ	0.433	5.917***			0.434	5.916***	0.445	6.560***
AGE	-0.005	-12.456***	-0.006	-13.142***	-0.005	-12.235***	-0.005	-11.617***
HT	0.036	1.443	0.165	10.091***	0.038	1.524		
ADV	2.059	5.717***	2.542	7.199***	2.048	5.698***	2.012	5.636***
DEBR	0.001	3.029***	0.001	2.839***	0.001	3.337***	0.001	3.000***
PRO	-0.092	-6.424***	-0.096	-6.532***	-0.090	-6.347***	-0.094	-6.505***
LIQ	0.222	6.233***	0.248	6.779***	0.190	5.490***	0.228	6.290***
CH	-0.142	-3.987***	-0.129	-3.540***	-0.070	-1.812*	-0.146	-4.075***
BIG	0.162	8.625***	0.171	8.638***			0.164	8.672***
DR	0.142	3.675***	0.124	3.088***	0.238	6.934***	0.146	3.746***
KOS	0.082	5.969***	0.117	8.609***	0.075	5.439***	0.085	5.964***
KOS*DUM24	0.350	3.231***	0.356	2.770***	0.352	3.242***	0.348	3.229***
Adjusted R ²	0.208		0.142		0.206		0.208	
F-statistics	195.71***		134.72***		210.34***		212.85***	
p-value	0.000		0.000		0.000		0.000	

KOS=1 코스닥 기업, 0 유가증권시장 기업, DUM24=1 기간 2와 4에 포함, 0 그 외. 여타의 변수 정의는 이전과 같다.

***, **, * 1%, 5%, 10% 수준의 통계적 유의성.

래소가 변할 때 가면서 퇴출요건을 강화하였는데 부록의 〈표 A.1〉에서 볼 수 있는 바와 같이 기간 2와 4 동안에 코스닥 시장의 퇴출요건이 거래소보다 더욱 강화되었다. 따라서 다른 조건이 같다면 동기간에 거래소와 코스닥 시장 사이의 기업가치 차이가 더욱 커야 할 것이다. 〈표 4〉에서 볼 수 있는 바와 같이 KOS 더미변수와 기간 2와 4를 나타내는 더미변수의 교차항 계수가 통계적으로 매우 유의한 양의 부호를 보이는 것은 이러한 해석과 매우 일관성이 있다.

가설 1과 관련된 가설 3을 검증하기 위하여 주식예탁증서(DR)를 발행한 기업 더미 변수를 사용

하였는데 모든 모형에서 통계적으로 매우 유의한 (+)를 보여 가설 3이 강하게 지지됨을 알 수 있다. 이미 주식예탁증서를 선진 자본시장에 상장한 기업은 당해 자본시장의 강력한 건전성 규제에 노출되어 있으므로 기업가치가 높은 것으로 해석할 수 있다.

각 통제변수의 부호 및 유의성에 대한 결과는 다음과 같다. 먼저 산업마다 사업의 특성상 Q-값이 다를 수 있고 이로 인해 본 논문의 가설이 제시하는 효과 없이도 코스닥 기업들의 Q-값이 높게 나올 수 있다. 다시 말해 평균적으로 코스닥에 상장하는 기업들의 Q-값이 높다면 퇴출요건의 강도와

관계없이 KOS의 부호가 양으로 나타날 것이다. 이러한 문제를 통제하기 위해 산업평균 시장가/장부가 비율(INDQ)을 포함시켰다. 예상대로 산업의 평균 시장가/장부가 비율이 높은 기업의 기업가치가 높은 것으로 나타났으며 통계적으로 매우 유의하다. 이는 하이테크 산업 더미 변수(HT)의 결과와도 관련이 있는데 일반적으로 하이테크 기업일수록 성장성이 높고 기업가치가 높다. 본 논문에는 지면상 포함시키지 않았으나 INDQ를 제외하고 HT 변수만 포함한 회귀모형에서는 HT 변수의 계수가 통계적으로 매우 유의한 양의 값을 보이고 있다. 이는 하이테크 기업들이 속한 산업이 대체로 산업평균 Q-값이 높기 때문인데 HT 계수에 대한 결과는 이러한 논리를 강하게 지지하고 있다.

성장성이 높은 기업의 Q-값이 일반적으로 높다는 것은 광고비 비중을 나타내는 ADV 변수의 계수를 보아도 알 수 있다. ADV 변수의 계수는 1% 수준에서 유의한 양의 부호를 보이고 있는데, 여타의 조건이 같다면 광고를 많이 하는 기업이 미래에 현금을 창출할 가능성이 더 높고 따라서 기업의 성장성이 높을 것이므로 기업 가치가 높은 것으로 해석할 수 있다.

다음으로, 기업의 업력이 길수록 기업의 가치가 낮은 것으로 나타났으며 역시 통계적으로 매우 유의하다. 이는 기업의 초기에는 경쟁자가 아직 없거나 적으므로 기업의 수익성이 좋아 기업가치가 높으나 시간이 흐를수록 그리고 수익성이 높은 사업일수록 경쟁자의 진입이 많아 점차적으로 초기의 독점이익이 사라지면서 기업가치가 낮아지는 현상으로 이해할 수 있다.

부채비율과 기업의 가치는 (+) 부호를 가질 것으로 예측할 수 있다. 이는 Harvey 등(2004)이 주장하는 바와 같이 기업의 부채비율이 높을수록

자본시장 또는 기관투자자의 감시감독이 높아 대리인 비용이 감소되어 기업의 가치가 오를 것으로 예상할 수 있기 때문이다. 실증결과 부채비율의 계수가 모든 모형에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났으며 부호도 모든 모형에서 일관성 있게 (+)이다. 따라서 대체로 위의 주장을 지지하는 것으로 파악된다.

기업의 수익성과 기업의 가치는 (+)의 관계가 있을 것으로 예측된다. 그러나 실증결과 모든 모형에서 변수 PRO의 부호가 예상과는 반대로 (-)를 보이고 있다. 이는 기업가치의 대용변수인 Q는 기업의 장기적인 성과를 대리하는 변수인 반면 수익률 변수는 대체로 기업의 단기성과를 대리하는 변수이기 때문인 것으로 보인다. 기존의 논문에서도 Q-값을 사용한 결과와 회계적수익률을 사용한 결과 사이의 불일치가 발견된다. 예를 들어, 김병호(2002)는 기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률 간의 관계를 분석하였는데 소유구조와 기업가치 사이에는 예상한 결과가 발견되었으나 소유구조와 수익률 사이에는 그렇지 못하였다. 이러한 결과에 대해 그는 회계학적수익률이 주로 기업의 단기성과를 나타내며 따라서 단기적 성과에 영향을 미치는 기업 내적 혹은 외적 요소들에 의하여 많은 영향을 받기 때문인 것으로 해석하고 있다.

유동성 변수(LIQ)는 모든 모형에서 통계적으로 매우 유의한 양의 값을 보이고 있다. 유동성이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 재무적 곤경에 처할 가능성이 낮고 또한 가능한 투자안의 출현시 좀 더 신속하게 대처할 수 있다. 따라서 다른 조건이 같다면 유동성이 높은 기업이 유동성이 낮은 기업에 비해 기업가치가 높은 것으로 이해할 수 있다.

한편 채널더미변수(CH)는 통계적으로 유의한 음

의 부호를 보이고 있는데 따라서 재벌소속 기업들의 기업가치가 낮은 것으로 해석할 수 있다. 재벌소속 기업들의 경우 규모가 상대적으로 크고 재벌의 특성상 지배구조가 복잡하여 대주주경영자가 기업가치 극대화보다는 자신과 일가의 부의 축적에 더 관심을 기울일 수 있으므로 기업가치가 낮게 형성되는 것으로 이해할 수 있다.

기업 지배구조의 건전성을 나타내는 또 다른 변수로 자산규모 2조원 이상을 나타내는 더미변수(BIG)를 사용하였는데 이의 계수가 통계적으로 매우 유의한 양의 값으로 나타났다. 자산규모 2조원 이상의 기업은 사외이사과 감사위원회 운영에 있어 여타의 기업들보다 높은 기업지배구조 기준이 요구된다. 따라서 기업가치가 높을 것으로 예상할 수 있는데 유의한 (+)의 결과는 이러한 주장을 지지하는 것으로 해석할 수 있다.⁵⁾

〈표 4〉의 결과는 1997년부터 2005년 모든 기간을 대상으로 한 분석이다. 그러나 속성이 매우 상이한 기간이 함께 포함되어 있고 따라서 분석 결과의 의미 있는 해석이 어려울 가능성이 있기 때문에 세부기간에 대한 분석을 수행한다. 세부기간은 부록의 〈표 A.1〉에서 보는 바와 같이 아직 코스닥 시장의 퇴출요건이 제대로 정비되지 않아서 거래소의 건전성 규제가 강했던 초기의 기간, 코스닥 시장의 규제가 강했던 2000년에서 2002년 사이의 기간, 마지막으로 두 시장 사이의 차이가 점차 해소되는 2003년 이후의 기간으로 분류한다. 초기의 기간은 코스닥 시장의 급등 현상이 있었던 1999년을 제외한 경우와 포함한 경우를 모두 분석에 포함시킨다.

〈표 5〉는 세부기간에 대한 분석결과를 보이고 있다. 〈표 4〉의 모형 중 모형의 설명력을 위해 INDQ 변수를 포함시키고, 회귀계수의 안정성을 확보하기 위해 KOS 변수와 상관관계가 높은 규모 변수를 제외시키고 분석을 수행한다. 패널 A는 초기의 결과를 보이고 있는데 이 기간에는 거래소의 건전성 규제가 코스닥 시장의 규제보다 강했던 시기이다. 따라서 기업의 가치에 영향을 미치는 변수들을 통제한 후의 추가적인 건전성 규제의 효과를 나타내는 KOS의 계수가 음이 되어야 한다. 결과는 통계적으로 매우 유의한 음의 계수를 보이고 있으며 이는 가설 1을 지지하는 결과이다.

통계적으로 유의한 통제변수들에 대한 결과를 살펴보면 1999년의 포함 여부에 따라 약간 차이가 있기는 하나 전체기간의 결과와 일관성이 있게 산업의 평균적인 Q-값이 높을수록, 부채비율이 높을수록, 그리고 유동성이 높을수록 기업가치가 높고, 업력이 오래되고 재벌소속 기업들일수록 기업가치가 낮은 것으로 나타났다.

패널 B는 코스닥의 퇴출기준이 거래소보다 강화되었던 2000년부터 2002년까지의 기간에 대한 결과를 보이고 있다. 전반적으로 F-통계량이 매우 크고 수정 결정계수도 커서 모형의 설명력이 높음을 알 수 있다. 기업의 가치에 영향을 미칠 수 있는 통제변수들을 포함시키고 난 후의 건전성 규제 효과를 보이는 KOS 변수의 계수가 통계적으로 매우 유의한 양의 값을 보이고 있다. 이는 가설 1을 강하게 지지하는 결과이다. 또한 이 기간 중 코스닥이 특히 거래소에 비해 퇴출요건이 강했던 기간 2와 기간 4를 나타내는 더미변수와 KOS 더미변수

5) 기업의 규모 변수(SIZ)는 다중공선성 문제를 피하기 위하여 이와 상관관계가 높은 변수와 따로 분석하였는데 일반적으로 예상할 수 있는 바와 같이 기업의 규모가 크면 Q-값이 낮은 것으로 나타났다. 그러나 통계적 유의성은 없었다.

〈표 5〉 거래소의 건전성 규제가 기업 가치에 미치는 영향-기간구분

A. 1999년(2000년) 이전

Variables	1999년 제외				1999년 포함			
	Model 1		Model 2		Model 1-1		Model 2-1	
	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.
C	0.459	3.954***	0.459	3.949***	0.824	28.232***	0.826	28.616***
INDQ	0.426	3.170***	0.427	3.177***	0.018	1.145	0.016	1.148
AGE	-0.001	-1.538	-0.001	-1.575	-0.001	-1.687*	-0.001	-1.707*
HT	-0.001	-0.038	0.000	-0.026	-0.013	-0.681	-0.013	-0.677
ADV	-0.160	-0.524	-0.154	-0.507	-0.050	-0.159	-0.059	-0.188
DEBR	0.001	2.824***	0.001	2.837***	0.001	2.813***	0.001	2.825***
LIQ	0.060	1.505	0.060	1.509	0.081	2.186**	0.082	2.197**
PRO	0.015	0.392			0.013	0.358		
CH	-0.076	-2.241**	-0.076	-2.222**	-0.040	-1.609	-0.039	-1.587
BIG	0.054	2.868***	0.054	2.863***	0.062	3.201***	0.062	3.195***
DR	-0.002	-0.051	-0.001	-0.031	0.000	0.003	0.001	0.019
KOS	-0.090	-6.092***	-0.090	-6.098***	-0.089	-5.501***	-0.088	-5.494***
Adjusted R ²	0.065		0.066		0.028		0.029	
F-statistics	10.66***		11.68***		5.26***		5.76***	
p-value	0.000		0.000		0.000		0.000	

B. 2000 - 2002

Variables	Model 3		Model 4		Model 5		Model 6	
	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.
C	0.302	4.476***	0.327	4.793***	0.324	4.820***	0.306	4.751***
INDQ	0.553	8.770***	0.550	8.713***	0.556	8.811***	0.544	9.784***
AGE	-0.005	-8.994***	-0.006	-9.209***	-0.005	-8.703***	-0.005	-8.622***
HT	-0.015	-0.505	0.003	0.093	-0.014	-0.454		
ADV	1.267	2.643***	1.459	3.089***	1.258	2.633***	1.285	2.701***
DEBR	0.001	2.013**	0.001	2.049**	0.001	2.296**	0.001	2.020**
LIQ	0.263	4.675***	0.220	3.790***	0.227	4.189***	0.260	4.662***
PRO	-0.070	-4.981***			-0.068	-4.816***	-0.069	-4.968***
CH	-0.116	-2.128**	-0.140	-2.667***	-0.059	-1.038	-0.115	-2.128**
BIG	0.161	5.191***	0.143	4.686***			0.160	5.182***
DR	0.153	2.206**	0.170	2.583***	0.249	4.090***	0.151	2.185**
KOS	0.144	7.199***	0.146	7.189***	0.137	6.870***	0.143	7.197***
KOS*DUM24	0.322	3.083***	0.316	3.031***	0.323	3.088***	0.322	3.084***
Adjusted R ²	0.233		0.223		0.231		0.233	
F-statistics	90.98***		93.98***		97.98***		99.23***	
p-value	0.000		0.000		0.000		0.000	

〈표 5〉 거래소의 건전성 규제가 기업 가치에 미치는 영향-기간구분(계속)

C. 2003 이후

Variables	Model 7		Model 8		Model 9		Model 10	
	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.
C	0.342	4.022***	0.384	5.092***	0.366	4.224***	0.338	4.022***
INDQ	0.526	7.833***	0.535	7.889***	0.526	7.829***	0.541	8.871***
AGE	-0.005	-6.462***	-0.006	-6.998***	-0.005	-6.479***	-0.005	-6.786***
HT	0.042	1.055	0.043	1.066	0.047	1.183		
ADV	2.869	5.188***	3.221	5.461***	2.810	5.036***	2.779	5.097***
DEBR	0.008	1.690*	0.004	1.328	0.017	4.226***	0.007	1.554
LIQ	0.157	2.613***	0.136	2.495**	0.123	1.999**	0.165	2.743***
PRO	0.322	1.157			0.359	1.247	0.323	1.156
CH	-0.160	-2.333**	-0.168	-2.516**	-0.087	-1.258	-0.166	-2.423**
BIG	0.242	5.896***	0.265	7.320***			0.245	5.988***
DR	0.122	2.448**	0.113	2.303**	0.282	6.044***	0.125	2.489**
KOS	0.034	1.093	0.034	1.075	0.017	0.561	0.036	1.156
KOS*FYD5	0.058	1.362	0.057	1.307	0.060	1.406	0.062	1.414
Adjusted R ²	0.231		0.226		0.224		0.231	
F-statistics	50.79***		53.67***		53.30***		55.21***	
p-value	0.000		0.000		0.000		0.000	

***, **, * 1%, 5%, 10% 수준의 통계적 유의성.

의 교차항의 계수가 매우 유의한 양의 값을 보여 추가적으로 가설 1을 강하게 지지하고 있다. 그리고 주식예탁증서를 발행한 기업 더미 변수인 DR이 통계적으로 매우 유의한 양의 값을 보여 가설 3을 강하게 지지하고 있다. 여타 통제변수들에 대한 결과는 산업평균 Q-값이 클수록, 광고비 지출이 많을수록, 부채가 높을수록, 유동성이 높을수록, 자산규모가 2조 이상일수록 기업가치가 높고, 기업의 업력이 길수록, 수익성이 높을수록, 재벌소속일수록 기업가치가 낮은 것으로 나타났다.

패널 C는 2003년 이후의 결과를 보이고 있다. 이 기간은 코스닥과 거래소 사이의 퇴출요건 강도

차이가 점차 해소되어 가는 기간이다. 따라서 기업 가치에 영향을 미칠 수 있는 통제변수를 통제하고 난 후에는 양 시장 사이의 건전성 규제 강도 차이가 크지 않기 때문에 건전성 규제의 정도가 기업 가치에 미치는 영향은 미미할 것으로 예상된다. 분석결과 KOS 변수의 계수가 통계적으로 유의하지 않아 이러한 예측과 일관성을 보이고 있다. 또한 이 기간의 초기에는 부록 〈표 A.1〉에서 볼 수 있는 바와 같이 대부분은 코스닥과 거래소의 차이가 해소되었으나 아직 코스닥의 규정이 좀 더 강한 분야가 있었으므로 기업 가치에 양의 영향을 미칠 가능성이 있다. 그러나 이러한 효과를 보기 위하여

포함한 교차항 KOS*FYD5의 변수는 통계적으로 유의하지 않게 나타났다. 그리고 역시 가설 3과 일관성 있게 주식에탁증서를 해외에서 발행한 기업들의 기업가치가 그렇지 않은 기업들에 비해 높은 것으로 나타났다. 여타 통제변수들에 대한 결과는 대체로 패널 B의 결과와 대동소이하다.

패널 A, B, C의 결과를 종합해 보면 가설 2가 강하게 지지됨을 알 수 있다. 즉 시간의 경과에 따라 퇴출기준의 강도가 양 시장 사이에 서로 바뀌었는데 분석 결과는 초기에는 거래소 기업, 중기에는 코스닥 기업의 가치가 평균적으로 높았고, 최종적으로는 차이가 좁혀지는 형태를 보이고 있다.

4.2 강건성 분석

4.2.1 내생성 통제

지금까지의 실증분석 결과는 코스닥 터미 변수가 외생변수(exogenous variable)라는 가정 하에서 도출된 것이다. 그러나 코스닥 터미 변수가 외생변수(exogenous variable)가 아니라 내생변수(endogenous variable)라면 이에 대한 통제를 하여야 한다. 코스닥 터미 변수는 기업의 특성을 나타내는 다른 독립변수 및 기업가치 변수인 Q와 독립적이지 않을 가능성이 매우 높다. 따라서 연구 방법 부분에서 설명한 방법에 근거하여 재추정을 시도하는데 probit 최우추정법을 사용하여 식 (4)를 추정한 결과가 <표 6>에 나타나 있으며 이에 근거하여 식 (5)를 추정한 결과가 <표 7>에 나타나 있다.

Probit 모형에 사용된 독립변수는 코스닥 시장 상장에 영향을 미칠 수 있는 변수들로서 산업의 평균 Q(INDQ), 기업의 업력(AGE), 하이테크 기업

(HT), 부채비율(DEBR), 수익성(PRO), 유동성(LIQ), 규모(SIZ), 재벌더미(CH) 등을 포함시켰다. 거래소 시장과 코스닥 시장에 상장하기 위해서는 규모조건(주식수, 자본금, 자기자본, 매출액), 재무요건(부채비율, 이익, 자산가치, 수익가치), 기타요건(설립연도, 자본잠식, 소액주주, 감사의견, 부도발생)을 충족시켜야 하는데 거래소 시장과 코스닥 시장의 요건이 다르다. 이러한 상장요건의 차이가 거래소 기업과 코스닥 기업 사이에 차이를 가져올 수 있기 때문에 AGE, DEBR, PRO, SIZ 등의 변수들을 포함시켰다. 그리고 일반적으로 성장성이 높은 하이테크 기업들이 코스닥 시장에서 거래되는 경향이 있다고 인식되기 때문에 INDQ와 HT 변수를 포함시켰다. CH 변수는 재벌기업 소속이라는 특성이 시장과 어떠한 관계가 있는지를 검토하기 위해 포함시켰다.

INDQ 변수의 포함 여부에 따라 전체적으로 6가지의 모형을 시도하였는데 각 모형의 McFadden R^2 와 그에 상응하는 p-값을 보면 모형들의 설명력이 매우 높은 것을 알 수 있다. 구체적 결과는 다음과 같다. 첫째, 산업의 평균적인 Q-값이 높은 기업이 코스닥 시장에서 거래될 가능성이 높다고 예상할 수 있다. 모형 1, 2, 3의 실증분석 결과를 보면 각 세부기간에서 이러한 주장과 일관성이 있는 결과가 나타났다. 이는 하이테크 산업 터미인 HT 변수와도 관련이 있는데 장래 성장성이 높은 기술력 중심의 중소기업들이 주로 코스닥 시장에서 거래되는 경향이 있다. 모형 2-1, 3-1의 실증결과도 이러한 해석을 뒷받침하는데 2000-2002년, 2003년 이후의 기간에서 INDQ변수를 제외한 경우 HT 변수의 계수가 (+)로 통계적으로 매우 유의하게 나타났다. 그리고 HT 변수의 계수가 INDQ 변수가 포함된 모형에서는 유의하지 않다가

〈표 6〉 Probit 모형 결과

Variables	2000년 이전		2000-2002		2003년 이후	
	Model 1		Model 2		Model 3	
	Coefficient	z-statistics	Coefficient	z-statistics	Coefficient	z-statistics
C	10.539	12.971***	7.882	14.648***	8.533	22.594***
INDQ	0.116	1.913*	0.461	4.065***	0.303	3.678***
AGE	-0.047	-8.689***	-0.059	-18.112***	-0.055	-19.087***
HT	-0.324	-3.144***	0.065	0.930	0.102	1.507
DEBR	0.003	3.834***	-0.002	-1.296	-0.005	-1.568
PRO	0.159	1.638	0.063	2.086**	0.077	2.760***
LIQ	-0.134	-0.446	0.282	1.615	0.340	2.053**
CH	-1.972	-5.129***	-3.675	-19.571***	-3.543	-19.574***
SIZ	-0.882	-11.999***	-0.623	-13.874***	-0.664	-21.850***
McFadden R ²	0.446		0.489		0.480	
p-value	0.000***		0.000***		0.000***	

Variables	Model 1-1		Model 2-1		Model 3-1	
	Coefficient	z-statistics	Coefficient	z-statistics	Coefficient	z-statistics
C	10.669	13.136***	8.324	15.791***	8.855	24.082***
AGE	-0.047	-8.719***	-0.060	-18.566***	-0.056	-19.284***
HT	-0.307	-3.016***	0.200	3.209***	0.193	3.067***
DEBR	0.003	3.805***	-0.002	-1.338	-0.005	-1.740*
PRO	0.125	1.252	0.061	2.097**	0.074	2.619***
LIQ	-0.139	-0.462	0.322	1.862*	0.342	2.072**
CH	-1.810	-4.724***	-3.708	-20.254***	-3.609	-20.883***
SIZ	-0.884	-12.001***	-0.621	-13.897***	-0.664	-21.995***
McFadden R ²	0.445		0.486		0.477	
p-value	0.000***		0.000***		0.000***	

***, **, * 1%, 5%, 10% 수준의 통계적 유의성.

INDQ 변수를 빼자 유의하게 나타난 것은 기술집약적 중소기업의 Q-값이 평균적으로 높다는 것을 시사한다. 그러나 2000년 이전의 기간에서는 HT의 계수가 여타의 기간과 반대의 부호를 보여

2000년 이전과 이후의 자본시장을 둘러싼 경제적 상황이 매우 상이했음을 시사하고 있다.

둘째, 일반적으로 규모가 작고, 기업의 업력이 짧은 기업들이 코스닥 시장에서 거래되고 있는 것

으로 받아들여지고 있는데, 모든 세부 기간에서 공히 SIZ 변수와 AGE 변수가 통계적으로 매우 유의한 (-)의 부호를 보이는 것은 이러한 시장의 인식과 일관성이 있다.⁶⁾ 그리고 재벌더미 변수가 세 기간에 공통적으로 음의 부호를 보여 재벌기업들은 코스닥보다는 거래소에 상장되는 것으로 나타났다.

셋째, 여타의 변수들을 통제한 후에는 수익성이 좋은 기업들이 코스닥에 등록되는 경향이 있는 것으로 나타났는데 2002-2002년, 2003년 이후 기간에서는 통계적으로 매우 유의한 결과를 보이고 있다. 그리고 기업의 부채비율, 유동성에 대해서는 부호만을 놓고 볼 때 2000년 이전의 기간과 그

이후의 기간이 서로 다른 결과를 보이고 있다. 역시 2000년 이전의 거래소와 코스닥 시장의 상황은 그 이후의 시장과 상당히 달랐다는 것을 시사하고 있다.

내생성 문제를 통제하고 추정한 회귀분석 결과가 <표 7>에 나타나 있다. 전체적으로 내생성을 통제하지 않은 경우와 큰 차이가 없으며 각 모형은 통계적으로 매우 유의한 설명력을 가지고 있다. 특히 코스닥 변수의 부호는 2000년 이전에는 1% 수준에서 유의한 음의 값을 보이고 2000-2002년 기간에는 유의한 양의 값을 보여 가설 1과 2가 강하게 지지됨을 알 수 있다. 또한 코스닥 시장의 퇴출요

<표 7> 거래소의 건전성 규제가 기업 가치에 미치는 영향(내생성 통제)

A. 2000년 전

Variables	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.
C	0.846	25.752***	0.847	26.056***	0.854	26.489***	0.842	25.132***
INDQ	0.019	1.235	0.018	1.240	0.019	1.237	0.017	1.166
AGE	-0.001	-2.244**	-0.001	-2.260**	-0.001	-2.293**	-0.001	-1.962**
HT	-0.014	-0.762	-0.014	-0.757	-0.013	-0.682		
ADV	-0.026	-0.082	-0.035	-0.110	-0.025	-0.079	-0.012	-0.036
DEBR	0.001	2.863***	0.001	2.875***	0.001	2.851***	0.001	2.862***
LIQ	0.082	2.219**	0.082	2.229**	0.074	2.006**	0.080	2.164**
PRO	0.013	0.364			0.013	0.360	0.013	0.359
CH	-0.036	-1.416	-0.036	-1.397	0.004	0.142	-0.033	-1.340
BIG	0.054	2.713***	0.054	2.711***			0.052	2.737***
DR	0.000	0.003	0.001	0.019	0.029	0.699	-0.001	-0.012
KOSF	-0.120	-3.848***	-0.120	-3.831***	-0.128	-4.189***	-0.119	-3.705***
Adjusted R ²	0.057		0.057		0.056		0.058	
F-statistics	9.36***		10.25***		10.07***		10.30***	
p-value	0.000		0.000		0.000		0.000	

6) 전체 실증분석에서 총자산의 log 값인 SIZ 대신 매출의 log 값을 사용한 결과도 크게 다르지 않았다.

<표 7> 거래소의 건전성 규제가 기업 가치에 미치는 영향(내생성 통제)

B. 2000 - 2002

Variables	Model 5		Model 6		Model 7		Model 8	
	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.
C	0.113	1.728*	0.136	2.051**	0.174	2.629***	0.128	2.090**
INDQ	0.532	8.281***	0.529	8.225***	0.540	8.427***	0.512	8.890***
AGE	-0.001	-1.576	-0.001	-1.715*	-0.002	-2.279**	-0.001	-1.421
HT	-0.035	-1.182	-0.018	-0.592	-0.030	-1.004		
ADV	1.385	2.949***	1.578	3.411***	1.362	2.906***	1.424	3.052***
DEBR	0.001	2.166**	0.001	2.194**	0.001	2.535**	0.001	2.174**
LIQ	0.206	3.464***	0.163	2.656***	0.168	2.858***	0.201	3.403***
PRO	-0.070	-4.961***			-0.067	-4.709***	-0.068	-4.875***
CH	-0.155	-2.554**	-0.178	-2.980***	-0.069	-1.164	-0.152	-2.546**
BIG	0.234	7.958***	0.218	7.530***			0.231	7.832***
DR	0.180	2.531**	0.196	2.925***	0.309	4.914***	0.175	2.473**
KOSF	0.402	10.070***	0.408	9.781***	0.350	8.560***	0.392	9.619***
KOSF*DUM24	0.367	3.101***	0.362	3.062***	0.366	3.086***	0.369	3.100***
Adjusted R ²	0.240		0.230		0.235		0.240	
F-statistics	94.51***		97.83***		100.47***		102.88***	
p-value	0.000		0.000		0.000		0.000	

C. 2003년 이후

Variables	Model 9		Model 10		Model 11		Model 12	
	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.	coeff.	t-stats.
C	0.440	4.589***	0.485	5.673***	0.486	5.026***	0.425	4.612***
INDQ	0.542	7.952***	0.551	8.019***	0.544	7.977***	0.561	8.958***
AGE	-0.008	-6.439***	-0.008	-6.986***	-0.008	-7.122***	-0.008	-6.461***
HT	0.056	1.362	0.057	1.383	0.063	1.557		
ADV	2.812	5.063***	3.151	5.354***	2.749	4.906***	2.702	4.915***
DEBR	0.007	1.682*	0.004	1.311	0.015	3.676***	0.007	1.516
LIQ	0.218	3.667***	0.200	3.630***	0.203	3.336***	0.224	3.749***
PRO	0.314	1.149			0.340	1.219	0.316	1.148
CH	-0.120	-1.785*	-0.127	-1.920*	-0.055	-0.831	-0.132	-1.957*
BIG	0.196	4.441***	0.217	5.338***			0.204	4.685***
DR	0.106	2.080**	0.096	1.925*	0.224	4.685***	0.111	2.177**
KOSF	-0.141	-2.050**	-0.149	-2.173***	-0.194	-2.934***	-0.126	-1.905*
KOSF*FYD5	0.079	1.513	0.079	1.490	0.081	1.553	0.086	1.596
Adjusted R ²	0.231		0.226		0.227		0.230	
F-statistics	50.83***		53.80***		54.14***		55.09***	
p-value	0.000		0.000		0.000		0.000	

***, **, * 1%, 5%, 10% 수준의 통계적 유의성.

건이 거래소에 비해 더욱 강했던 기간2와 4를 나타내는 더미변수와 코스닥 시장 더미변수의 교차항이 통계적으로 매우 유의한 양의 부호를 보여 가설 1이 강하게 지지됨을 알 수 있다. 양 시장의 퇴출요건의 차이가 해소되는 2003년 이후는 오히려 코스닥 더미 변수의 값이 음의 값을 보이고 있다. <표 2>의 기술통계량에서 볼 수 있는 바와 같이 동 기간의 Q-값은 코스닥 상장기업이 거래소 상장기업보다 높았다. 그러나 기업 가치에 영향을 미치는 여타 변수들을 통제한 상태에서는 코스닥 시장에 상장하는 것이 기업 가치 향상에 도움이 되지 않음을 시사하고 있다. 즉 이 기간에는 기업이 코스닥에서 거래되는 경우 거래소 기업에 비해 한계적으로(marginally) 기업의 가치가 감소하는데 이는 코스닥 시장의 퇴출제도가 거래소에 비해 크게 차이가 나지 않으면서 기업의 가치에 부정적인 영향을 미치는 다른 요인이 작용하기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 그리고 DR변수는 2000년 이전을 제외하고는 통계적으로 유의한 양의 값을 보여 가

설 3이 지지됨을 알 수 있다.

4.2.2 표본의 문제

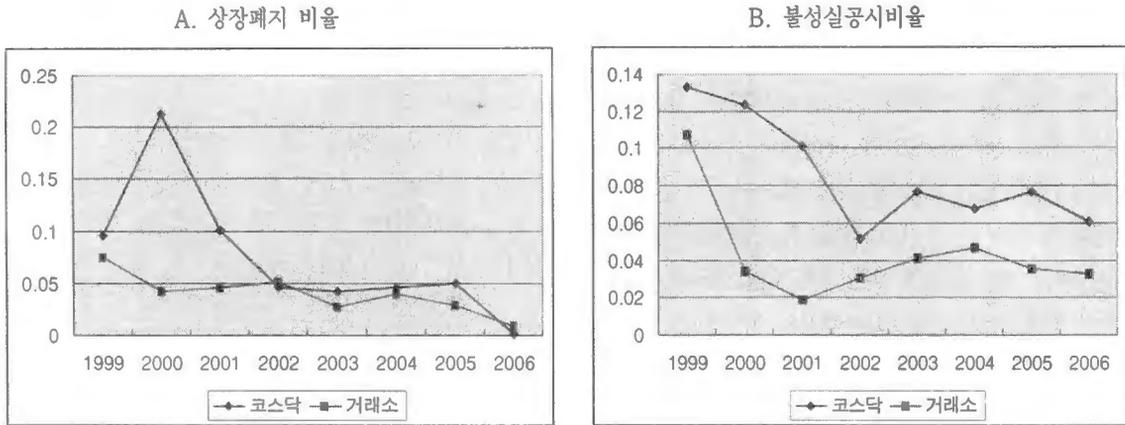
상장폐지 규제가 강화되면 좋지 않은 기업은 상장 폐지되어 분석에서 제외되고, 좋은 기업들은 분석에 포함될 것이다. 즉 생존편의(survivorship bias) 문제가 발생하게 되는데, 본 논문의 결과가 퇴출 규제 강화로 인한 기업들의 자발적인 경영관리 변화에 의한 결과라기보다 표본 변화로 인해 자동적으로 나타난 결과일 수 있다. 이러한 문제점을 극복하기 위해 상장폐지 종목을 분석에서 제외하고 다시 분석을 실시하였다. 지면상 보고하지는 않으나 결과가 본 논문의 결과와 거의 대동소이하게 나타나 생존편의 문제는 크지 않음을 알 수 있었다.⁷⁾

동 기간 동안 상장폐지 기업수와 불성실공시수를 살펴보아도 본 논문의 결과가 표본의 특성에 의해 결정된 것이 아님을 알 수 있다. <표 8>과 <그림 2>는 코스닥 시장과 유가증권 시장 사이의 상장폐

<표 8> 상장폐지기업 및 불성실공시기업 차이

연도	코스닥			거래소			상장폐지비율			불성실공시비율		
	상장기업수	상장폐지기업수	불성실공시기업수	상장기업수	상장폐지기업수	불성실공시기업수	코스닥	거래소	차이	코스닥	거래소	차이
1999	399	38	53	725	54	78	0.095	0.074	0.021	0.133	0.108	0.025
2000	544	116	67	704	30	24	0.213	0.043	0.171	0.123	0.034	0.089
2001	702	71	71	689	32	13	0.101	0.046	0.055	0.101	0.019	0.082
2002	830	38	43	683	35	21	0.046	0.051	-0.005	0.052	0.031	0.021
2003	874	37	67	684	19	28	0.042	0.028	0.015	0.077	0.041	0.036
2004	886	41	60	683	27	32	0.046	0.040	0.007	0.068	0.047	0.021
2005	916	46	70	702	20	25	0.050	0.028	0.022	0.076	0.036	0.041
2006	962	1	58	731	6	24	0.001	0.008	-0.007	0.060	0.033	0.027

7) 저자에게 연락하시면 결과를 확인하실 수 있다.



〈그림 2〉 상장폐지기업 및 불성실공시기업 차이

지비율과 불성실공시비율을 보이고 있다. 전체적으로 볼 때 본 논문의 예측과 일관성이 있게 코스닥 시장의 건전성 규제가 강화된 표본 기간의 초기에는 두 비율 모두 코스닥 시장이 월등히 높으나 후반부로 갈수록 그 차이가 점차 줄어드는 것을 볼 수 있다. 표본수가 작아 통계적 검증의 신뢰도가 떨어지나 5% 유의수준을 적용할 때 2000년과 2001년에 상장폐지비율과 불성실공시비율이 유의하게 차이가 남을 확인할 수 있었다.

V. 결론

시장의 조치는 외부투자자에게 유용한 신호의 역할을 한다. 이러한 관점에서 건전성 규제가 강한 시장은 약한 시장과 비교해 볼 때 기업가치가 높을 수 있다. 그러나 건전성 규제에 대한 규정이 강하다고 해서 바로 기업의 가치가 향상된다고는 할 수 없을 것이다. 규정이 강하다고 해도 실제 소송 등을 통해 규정을 집행하는 강도가 낮다면 강한 규정

과 기업의 가치 사이에는 어떠한 관계도 성립하지 않을 수 있다. 특히 우리나라는 투자자 권익 보호가 법적으로나 지배구조 면에서 매우 취약한데 규정은 강하더라도 과연 시장의 건전성 규제가 어느 정도 효과를 발휘하고 있는가는 실증분석을 하여야 가능할 수 있는 문제이다. 만일 시장이 효과적으로 이러한 요건을 지키도록 하고 또한 이러한 규제가 시장참여자의 신뢰를 획득하게 된다면 기업은 이러한 규정을 어기지 않고 진실 되고 시의 적절한 정보를 공시하고 불공정 행위를 하지 않을 동기가 존재하며 이는 기업의 가치 향상으로 이어질 것이다.

본 논문은 이러한 관점에서 시장의 건전성 규제 강도가 기업의 가치와 관계가 있는지를 검토한다. 구체적으로 본 논문은 거래소와 코스닥의 상장폐지 요건의 차이를 살펴보고 그것이 기업의 가치에 어떠한 영향을 미쳤는지 살펴본다. 표본기간인 1997년-2005년 기간 중에는 코스닥의 상장폐지 요건과 거래소의 상장폐지 요건 사이의 상대적 강도가 달랐다. 표본기간 중 초기인 2000년 전에는 코스닥 시장의 상장폐지 요건이 잘 정비되어 있지 않았고 거래소의 상장폐지요건이 더욱 강하였다. 그러나

2000년 초에 코스닥이 상장폐지 요건을 대폭 강화하는데 그 이후 양 시장이 시차를 두고 서로 규정을 강화하였다. 그 결과 2000-2002년 기간에는 코스닥의 상장폐지 요건이 거래소의 그것보다 전반적으로 강하였고 2003년 이후에는 양 시장 간의 상장폐지 요건의 차이가 점차 감소하였다. 따라서 다른 여타 변수들을 통제한 후의 기업 가치는 처음에는 거래소에서, 2000-2002년 기간에는 코스닥 시장에서 더 높을 것으로 예상되고 그 이후에는 양 시장 사이의 건전성 규제 차이가 기업 가치에 미치는 영향이 사라질 것으로 예상할 수 있다.

본 논문의 결과는 이러한 추론을 지지하는 것으로 나타났다. 물론 기업의 가치는 생산물 시장에서의 기업의 경쟁력, 기업이 속한 산업, 재무구조 등 여러 요인에 의해 영향을 받는다. 본 논문이 보이고자 하는 것은 이러한 여러 요인들을 통제하고 난 후 여타의 조건이 같다면 퇴출요건이 강하고 이를 일관성 있게 집행하는 시장이 기업의 가치 향상에 도움이 된다는 점이다. 그리고 해외에 주식예탁증서를 발행한 기업의 가치가 더 높다는 결과가 나왔는데 따라서 기업이 건전성 규제가 강한 해외 시장에 상장하는 것도 기업의 가치 향상에 도움이 될 수 있음을 보이고 있다. 그러나 현실적으로 해외에 상장하는 것은 비용 또한 매우 많이 드는 대안이다. 따라서 본 논문의 결과로 미루어 볼 때 국내에서 건전성 규제를 강화함으로써 해외 상장에 대한 대안을 마련하는 것 또한 향후 정책적으로 고려할 수 있는 사항이다.

참고문헌

- 강형철, 박경서, 장하성, "한국상장기업에 있어 지배주주 지분율의 결정요인: 기업가치와 통제권간의 선택," *증권학회지* 제35권 6호, 2006, pp. 39-75.
- 공재석, "우리 나라 기업의 현금보유수요 결정요인 분석," *재무연구* 제19권 제1호, 2006, pp. 1-41.
- 김병호, "기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구: 임원지분율을 중심으로," *증권학회지* 제30집 (2002), pp. 391-434.
- 김창수, "스톡옵션과 기업지배구조," *재무연구* 제17권 제1호, 2004, pp. 1-40.
- Aggarwal, R. and J.J. Angel, "The rise and fall of the Amex emerging company marketplace," *Journal of Financial Economics* 52, 1999.
- Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and Kyung Suh Park, "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 71(2004), pp. 265-313.
- Dewenter, K., Novaes W., and R. Pettway, 2001, Visibility versus complexity in business groups: Evidence from Japanese keiretsu, *The Journal of Business*, 64, 1, 79-100.
- Doidge, C., G.A. Karolyi, and R.M. Stulz, 2004, Why are foreign firms listed in the US worth more? *Journal of Financial Economics*, 71, 205-238.
- Errunza, V., and D. Miller, 2000, Market segmentation and the cost of capital in international equity markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35(4), 577-600.
- Fanto, James A. and Roberta S. Karmel, "A report on the attitudes of foreign companies

- regarding a US listing, *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, 1997.
- Ferris, S.P., K.A. Kim, and P. Kitsabunnarat, 2003. The costs and benefits of diversified business groups: The case of Korean Chaebols, *Journal of Banking and Finance* 27, 251-73.
- Harvey, C. Lins, K.V., and A. Roper, 2004. The effect of capital structure when expected agency costs are extreme, *The Journal of Financial Economics*, vol. 74 no. 1, 3-30.
- Hoshi, Takeo, Kashyap, Anil, and David Scharfstein, 1990. The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan, *Journal of Financial Economics*, vol. 27 no. 1, 67-88.
- Immordino, G. and M. Pagano, "Optimal Regulation of Auditing," 2007. Working Paper No. 133, Center for Studies in Economics and Finance.
- Joh, S. W., "Corporate Governance and Firm Profitability," *Journal of Financial Economics* 68(2003), pp. 287-322.
- Kadlec, G.B., and J.J. McConnell, 1994, The effect of market segmentation and liquidity on asset prices: Evidence from exchange listings, *Journal of Finance* 49, 611-636.
- Karolyi, G.A., 1998. Why do companies list shares abroad?: A survey of the Evidence and its managerial implications, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 1-59.
- Kim, Chang-Soo, David Mauer, and Ann Guenther, "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (September 1998), pp. 335-359.
- La Porta, R. F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, vol. 106, no. 6, 1998, pp. 1113-1155.
- Lee, J.W., Lee, Y.S., and B.S. Lee, 2000. The determination of corporate debt in Korea, *Asian Economic Journal*, 14, 4, 333-355.
- Lim, Ungki and Chang-Soo Kim, Determinants of Ownership Structure: An Empirical Study of the Korean Conglomerates, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13/1, 2005, pp 1-28.
- Maddala, G. S. (1988), Limited-Dependent And Qualitative Variables in Econometrics, Cambridge University Press.
- Miller, D., 1999. The market reaction to international cross listings: Evidence from depositary receipts, *Journal of Financial Economics* 51, 103-123.
- Morck, Randall, M. Nakamura, and A. Shivdasani, "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan," *Journal of Business*, Vol. 73, No. 4, 2000, pp. 539-567.
- Myers, S. C. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When firms Have Information Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, June 1984, pp. 187-222.
- Pagano, M., A. Roell, J. Zechner, 2002. The geography of equity listing: why do companies list abroad? *Journal of Finance* 57 no. 6, 2651-94.
- Reese, W.A., and M.S. Weisbach, 2002, Protection of minority shareholder interests, cross-listing in the United States, and subsequent equity offerings, *Journal of Financial Economics* 66, 65-104.
- Sanger, G.C., and J.J. McConnell, 1986. Stock exchange listings, firm value, and security market efficiency: The impact of NASDAQ,

- Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, 1-25.
- Shin, Hyun-Han and Y. S. Park, "Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean chaebols," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5(1999), 169-191.
- Smith, K., and G. Sofianos, 1997, The impact of a NYSE listing on the global trading of non-US stocks, Discussion paper, NYSE #97-02.
- Stulz, R., 1999, Globalization of equity markets and the cost of capital, *Journal of Applied Corporate Finance* 12, 8-25.
- Tinic, S., and R. West, 1974, Marketability of common stocks in Canada and the USA: a comparison of agent versus dealer dominated markets, *Journal of Finance* 29, 729-746.

〈부록〉

〈표 A.1〉 상장(등록) 폐지 조건

	기간	거래소	코스닥
부도 은행 거래 정지	기간1	관리종목 지정 후 3년내 사유미해소시 퇴출	주거래 은행에 의하여 최종부도로 결정되거나 주거래은행과의 거래 정지
	기간2	,	주거래은행에 의하여 최종부도로 결정되거나 주거래은행 거래 정지 후 1년 이내 미해소
	기간3	관리종목 지정 후 1년내 사유미해소시 퇴출	,
	기간4	,	최종부도 또는 은행거래 정지시 즉시 취소
	기간5	최종부도 또는 은행거래 정지시 즉시 취소	최종부도 또는 은행거래 정지시 즉시 취소
	기간6	,	,
법정 관리	기간1	회사정리(화의)절차 개시신청시 관리종목지정 -신청기각, 개시결정취소, 정리계획불인가, 정리절차 폐지시	회사정리법에 의하여 회사정리절차(화의포합) 개시의 신청이 있거나 법원으로부터 회사정리절차 개시의 결정을 받은 경우
	기간2	,	정리절차개시 신청 후 다음 사유 발생 -2사업연도마다 감독기관의 소견서에 의하여 회생 가능성이 인정되지 않는 경우 -법원의 정리절차신청 기각, 정리계획불인가 또는 정리절차 폐지 결정에 의해 회생가능성이 불인정
	기간3	정리 개시 신청시 관리종목지정 -2년마다 심사후 부적격시 -개시신청기각, 개시결정취소, 정리계획불인가, 정리절차 폐지시	,
	기간4	,	정리절차개시 신청 후 다음 사유 발생 -1사업연도마다 감독기관의 소견서에 의하여 회생 가능성이 불인정 -정리절차신청 기각, 정리계획불인가, 정리절차 폐지 결정에 의해 회생가능성이 불인정
	기간5	정리절차개시 신청 즉시 퇴출	정리절차개시 신청 즉시 퇴출
	기간6	,	,
영업 활동 정지	기간1	주된 영업 3년 이상 정지 또는 영업 전부양도	주된 영업이 정지 또는 양도되는 경우
	기간2	,	주된 영업 1년 이상 정지 또는 영업 전부 양도
	기간3	주된 영업 1년 이상 정지 또는 영업 전부양도	,
	기간4	,	주된 영업 6월 이상 정지 또는 영업 전부 양도
	기간5	주된 영업 6월 이상 정지 또는 영업 전부양도	주된 영업 3월 이상 정지 또는 영업 전부 양도
	기간6	주된 영업 6월 이상 정지 또는 영업 전부양도	주된 영업 3월 이상 정지 또는 영업 전부 양도
자본 잠식	기간1	자본전액 잠식 상태가 2 사업년도 이상 지속	-
	기간2	,	자본전액 잠식 상태가 2 사업년도 이상 지속되는 경우
	기간3	자본전액 잠식 상태가 2 사업년도 이상 지속	,
	기간4	자본전액 잠식시 관리종목 지정 전액잠식 1년 이상 지속 50% 이상 잠식이 2년 이상 연속시 상장 취소	자본전액잠식시 즉시 상장 취소 50% 이상 잠식이 2회 이상 연속시 상장 취소
	기간5	자본50%잠식시 관리종목 지정 전액잠식시 즉시 상장 취소 50% 이상 잠식이 2년 이상 연속시 상장 취소	,
	기간6	,	,
거 래 량	기간1	-	월 거래량 1,000주 미만이 투자유의 지정후 6월간 계속
	기간2	-	,
	기간3	6월간 월평균거래량 1%미만시 관리종목 지정 후 6개월	,
	기간4	,	월 거래량 1,000주 미만이 투자유의 지정후 3월간 계속
	기간5	3월간 월평균거래량 1%미만시 관리종목 지정 후 6개월	월 거래량 1,000주 미만이 투자유의 지정후 3월간 계속
	기간6	3월간 월평균거래량 1%미만시 관리종목 지정 후 6개월	월 거래량 1,000주 미만이 투자유의 지정후 3월간 계속

〈표 A.1〉 상장(등록) 폐지 조건 - 계속

	기간	거래소	코스닥
최소 주가	기간1	-	-
	기간2	-	-
	기간3	-	-
	기간4	-	액면가액의 20% 미달인 상태가 연속하여 30일간 지속되어 관리종목으로 지정된 법인이 이후 60일간의 기간 동안 다음에 해당시 취소 연속 10일간 액면가액의 20% 미달 30일 이상 액면가액의 20% 미달
	기간5	관리지정후 60일중 액면가 20%미만인 날이 10일연속 또는 누계20일이상	액면가액의 30% 미달인 상태가 연속하여 30일간 지속되어 관리종목으로 지정된 법인이 이후 60일간의 기간 동안 다음에 해당시 취소 연속 10일간 액면가액의 30% 미달 누계 30일 이상 액면가액의 30% 미달
	기간6	관리지정후 90일중 액면가 20%이상인 날이 (10일연속)&(누계30일이상)이 되지 않는 경우	액면가액의 40% 미달인 상태가 연속하여 30일간 지속되어 관리종목으로 지정된 법인이 이후 60일간의 기간 동안 다음에 해당시 취소 연속 10일간 액면가액의 40% 미달 30일 이상 액면가액의 40% 미달
사업 보고서	기간1	정기보고서를 2년간 미제출하는 경우	-
	기간2	"	정기보고서를 연속하여 2회 이상 법정제출기한 내 미제출하는 경우
	기간3	정기보고서를 연속하여 2회 이상 법정제출기한 내 미제출	"
	기간4	정기보고서 연속 2회이상 기한내 미제출 사업보고서 제출기한후 익월말까지 미제출	정기보고서 2년간 3회 이상 법정제출기한 내 미제출 사업보고서 제출기한후 익월말까지 미제출
	기간5	정기보고서 연속 2회 이상 기한내 미제출 사업보고서 제출기한후 10일내 미제출	정기보고서 2년간 3회 이상 법정제출기한 내 미제출 사업보고서 제출기한후 10일내 미제출
	기간6	"	"
감사 의견	기간1	2년 이상 감사의견 부적정	-
	기간2	"	부적정 또는 의견거절 2회 이상 지속
	기간3	부적정 또는 의견거절 2회 이상 지속	"
	기간4	부적정 또는 의견거절시 즉시	부적정 또는 의견거절시 즉시
	기간5	"	"
	기간6	"	"
주식 분산	기간1	소액주주의 수가 200인 미만이거나 10% 미달시 3년 이내에 해소되지 않는 경우	소액주주의 수가 100인 미만이거나 20% 미달시 속하는 사업연도의 사업보고서에 기준비충족
	기간2	"	소액주주의 수가 100인 미만이거나 20% 미달시 1년 이내에 해소되지 않는 경우
	기간3	소액주주의 수가 200인 미만이거나 10% 미달시 1년 이내에 해소되지 않는 경우	소액주주의 수가 100인 미만이거나 20% 미달시 1년 이내에 해소되지 않는 경우
	기간4	"	소액주주의 수가 200인 미만이거나 20% 미달시 1년 이내에 해소되지 않는 경우
	기간5	"	"
	기간6	"	"
지배 구조	기간1	사외이사 감사위원회 요건 미달 2년 계속	-
	기간2	"	사외이사 감사위원회 요건 미달 1년 계속
	기간3	사외이사 감사위원회 요건 미달 1년 계속	"
	기간4	"	"
	기간5	"	"
	기간6	"	"
공시	기간1	고의, 상습적 위반시	고의 또는 중과실, 상습적으로 신고 보고 의무 위반
	기간2	"	신고 또는 공시의무를 위반하여 투자자의 지정후 6월 내에 불성실공시를 하는 경우
	기간3	신고 또는 공시의무를 위반하여 투자자의 지정후 6월 내에 불성실공시를 하는 경우	"
	기간4	"	신고 또는 공시의무를 위반하여 투자자의 지정후 1년 내에 불성실공시를 하는 경우
	기간5	신고 또는 공시의무를 위반하여 투자자의 지정후 1년 내에 불성실공시를 하는 경우	"
	기간6	"	"

- 기간1: 1997. 1. 1 - 1998. 12. 31.
- 기간2: 2000. 1. 29 - 2000. 6. 23
- 기간3: 2000. 6. 24 - 2001. 12. 31
- 기간4: 2002. 1. 2 - 2002. 12. 31
- 기간5: 2003. 1. 2 - 2003. 12. 31
- 기간6: 2004. 1. 2 - 2005. 12. 31

위의 각 기간은 다음의 일자를 기준으로 산정한다.

- 1999. 2. 21: 경영 투명성 제고를 위해 기업 지배구조와 관련한 퇴출기준 신설(거래소)
- 2000. 1. 28: 등록취소 기준 변경(코스닥)
- 2000. 6. 23: 부실기업의 조기발견과 신속한 퇴출을 통한 시장의 건전성 제고를 위하여 퇴출기준 강화. 퇴출기준을 관리종목지정과 상장폐지기준으로 이원화 (거래소)
- 2001. 11. 23: 등록취소 요건 대폭 강화 (2002. 1. 2부터 시행) (코스닥)
- 2002. 12. 28: 상장법인의 경영 및 회계투명성 제고를 통한 시장건전성 및 투자자 보호 강화, 사업보고서 및 감사의견과 관련한 퇴출기준의 강화 (거래소)
- 2003. 01.: 2002. 12월 개정하였으며 2003년 1월부터 유효 (코스닥)
- 2003. 12. 26: 외국인투자자의 장기 투자 등으로 분산이 우량함에도 불구하고 거래가 부진한 종목에 대한 거래량요건 및 주가·시가총액미달 요건 변경 (거래소)

- 2004. 01.: 2003. 9월 개정하였으며 2004년 1월부터 유효 (코스닥)
- 2004. 10. 01: 2004. 7월 23일 개정. 공시 규정에서 불성실공시 등에 대하여 벌점제 도입 사항 반영(04.10.1 시행예정) 및 국내외 동시 공모법인에 대하여 진입시와 동일하게 퇴출시에도 예외 인정(거래소)

전체 표본 기간은 1997년 초부터 2005년 말까지이다. 이 중 제1기간은 본 논문의 표본기간 처음부터 코스닥 시장이 처음으로 등록취소 기준을 대폭 강화한 2000. 1. 28까지이다. 그러나 이 기간 중 코스닥 열풍이 분 1999년이 포함되어 있으므로 결과의 강건성을 보기 위하여 이를 제외한 경우에 대해서도 분석을 시도한다. 기간1은 아직 코스닥이 이렇다 할 등록폐지 규정을 마련하기 전이기 때문에 거래소의 건전성 규제가 더 강했다고 볼 수 있다. 그러나 코스닥 시장이 등록폐지 요건을 대폭 강화한 2000. 1. 28 이후 코스닥 시장과 거래소는 서로 시차를 두면서 상장(등록) 폐지 요건을 경쟁적으로 강화하여 왔으며 이에 대한 자세한 내용이 <표 A.1>에 표현되어 있다. 2003년 이후는 양 시장의 상장(등록) 폐지 요건의 차이가 점점 작아지는 것을 알 수 있다. 요건이 더 강한 경우를 굵은 글씨체로 표기하였다.

The Impact of Soundness Enforcement on Firm Value: The Effect of Delisting Criteria

Chang-Soo Kim*

Abstract

This paper investigates the influence of exchange imposed soundness regulations on the value of the firm. The stronger soundness regulation of the exchange will send a positive signal to the market participants and make the firm value of its listed companies increase. Korea gives us an excellent opportunity to test this argument without any confounding effects caused by the difference in political, economic, social, and cultural background arising when comparing different countries.

Two exchanges in Korea, the Korean Stock Exchange(KSE) and the Kosdaq, has competitively strengthened their delisting criteria over the sample period of 1997-2005. We split the whole period into three subperiods. Before 2000 the KSE's delisting criteria were stronger than the Kosdaq's and during 2000-2002 the Kosdaq's criteria were stronger than the KSE's. And the difference of delisting criteria between the two markets has gradually disappeared afterwards.

The stronger delisting requirements would have a positive influence on firm value, since they make firms endeavor to comply with stronger codes and send a positive signal to the market. Then the above mentioned delisting rule change will cause a corresponding change in the firm value of the companies listed in those exchanges. We expect that the Kosdaq firms would on average have a lower firm value than the KSE firms before 2000 and a higher firm value during 2000-2002. And the difference in firm value between the two markets is expected to disappear after 2003.

Our empirical results show that Tobin's Q values are higher at the exchange with stricter delisting requirements. In the beginning, the KSE firms had higher Tobin's Q; in the middle,

* College of Government and Business

the Kosdaq firms showed higher Tobin's Q; and there were no difference in the Tobin's Q during the last subperiod. The results are obtained after controlling for the factors that can potentially affect the value of the firm. Therefore, we can conclude that the stronger soundness regulations lead to an additional improvement of firm value.

An additional hypothesis is that those firms which issued depository receipts in the foreign exchanges will have a higher firm value. Foreign markets impose a stronger soundness regulation than Korean markets. Firms with relatively better corporate governance system in place may have an incentive to list in the foreign markets or issue depository receipts in order to increase the firm value. The value of the firm will increase by sending a positive signal to investors when firms substitute a weak domestic regulation on investor protection with a strong foreign exchange rules. The results show that firms issuing depository receipts have a higher Tobin's Q consistent with the above argument.

Key words: Soundness enforcement, Delisting criteria, Firm value, Corporate governance, Depository receipts