

기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 영향

이상철(제1저자)
동국대학교-서울 경영대학 교수
(sclee68@dongguk.edu)
이윤근(교신저자)
동국대학교-서울 일반대학원 박사
(yunkeun69@gmail.com)

본 연구의 목적은 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 효과를 파악하는 것이다. 연구목적은 달성하기 위하여, 기관투자자의 투자기간과 기업가치 사이의 관계를 분석한다. 그리고 경영자에 대한 독립성과 감시유인을 겸비한 외부대주주로서의 기관투자자가 존재할 때, 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 큰지 검증하였다. 2003년부터 2014년까지 한국거래소에 상장된 비금융기업에 대한 6,550개 기업-년 자료를 대상으로 검증을 실시한 결과, 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자 가운데 피투자회사 지분을 5% 이상 보유하여 경영자에 대한 독립성과 감시유인을 겸비한 외부대주주로서의 기관투자자가 존재하는 경우, 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 크게 나타났다. 이러한 결과는 기관투자자의 투자기간이 길어지면, 경영자에 대한 기관투자자의 감시가 효과적으로 이루어져 기업가치가 높아진다는 것을 의미한다. 또한 이러한 기관투자자 투자기간이 기업가치에 미치는 효과는 경영자에 대한 독립성과 감시유인을 겸비한 외부대주주로서의 기관투자자인 경우 더 크게 나타난다는 것으로 해석하였다.

주제어: 기관투자자, 투자기간, 외부대주주, 기업가치

1. 서론

기관투자자란 일반적으로 저축 또는 기타의 방법으로 사회적으로 분산된 소규모 자금을 모아 주식이나 채권에 투자하여 수익을 얻는 법인 투자자를 말한다(한국기업지배구조원, 2004). 미국과 일본의 경우 기관투자자가 자본시장에서 차지하는 비중은 각각 47.1%와 21.4%로, 양국 모두 기관투자자의 비중이 개인투자자의 비중보다 높다. 한국은 2013년 기준 기관투자자가 자본시장에서 차지하는 주식비중이 17.1%로 개인투자자의 주식비중인 19.7%보다는 낮은 것으로 나타났다. 그러나 기관투자자에 대

한 의결권 행사가 허용된 2003년 이래로 자본시장에서 기관투자자의 비중이 커지면서, 기관투자자들이 적극적으로 의결권을 행사하는 사례가 나타나고 있다(김희진, 2017). 그러므로 향후 한국 자본시장에서 기관투자자의 중요성 및 역할은 더욱 커질 것으로 예상된다.

그런데, 기관투자자라는 용어는 학술적 용어가 아니기 때문에, 기관투자자에 대한 정의와 분류는 국가별로 차이가 있다(신보성·김준석, 2014). 경제협력개발기구(Organization for Economic Cooperation and Development: OECD)는 기관투자자를 저축을 집합하여 조달한 자금을 시장에 공급하는 주체로 정의하고, 보험회사, 연금펀드, 투

자회사(뮤추얼펀드 등) 및 기타(기부금펀드, 사적투자조합 등)의 4가지 유형으로 분류하고 있다. 반면 한국의 법인세법시행령 제17조 제1항에서는 기관투자자를 증권회사, 보험회사, 투자신탁 및 자산운용회사, 은행(특수은행, 농·수·축협중앙회 포함), 종합금융회사, 상호저축은행, 정부관리기금, 민간기금 및 각종 공제회로 분류하고 있다. 또한 한국거래소가 2012년 시행한 투자자 분류체계에서는 보험, 투신, 사모, 은행, 기타금융, 연기금 및 국가·지자체 등의 8개 유형으로 기관투자자를 구분하였다.¹⁾

이처럼 기관투자자에 대한 정의 및 분류가 국가별로 상이하기 때문에, 기관투자자의 역할을 살펴보기 위해서는 해당 국가에 적합한 기관투자자의 정의 및 분류에서 출발해야 한다. 또한 해당 국가의 자본시장에서 경영자를 감시할 수 있는 능력과 유인을 갖추고 있는 기관투자자인지를 가려낼 수 있어야 한다. 그러나 대부분의 국내 선행연구에서는 은행, 증권회사 및 보험회사를 기관투자자로 정의하고, 이들이 보유한 지분율로 기관투자자의 감시수준을 측정하고 있다(김성우·이기환, 2006; 전홍민·김연희·차승민, 2011). 이러한 기관투자자에 대한 정의와 측정은 피투자회사의 경영자에 대한 감시유인과 능력을 갖춘 기관투자자를 제대로 구분하지 못하는 문제점이 있다. 왜냐하면, 기관투자자의 지분율이 높다고 하더라도 단기적인 투자인 경우 감시유인이 크지 않을 수 있기 때문이다. 또한 피투자회사 최대주주의 관계회사인 기관투자자는 자신이 지분을 보유한 관계회사의 경영자를 독립적인 입장에서 감시한다고 볼 수 없기 때문이다. 그러므로 한국 자본시장을 대상으로 기관투자자의 감시역할을 분석한 선행

연구의 결과는 측정의 타당성과 현실 설명력을 확보하기 어려운 문제점이 있다.

본 연구에서는 선행연구의 이러한 문제점을 극복하고 피투자회사의 경영자에 대한 감시유인과 능력을 갖춘 기관투자자를 구분하기 위해, 기관투자자의 두 가지 특성에 초점을 맞추었다. 기관투자자는 고객의 위험선호도와 재정적 목적에 따라 고객을 대신하여 장기적인 관점에서 집단적으로 대규모 투자를 수행하기 때문에, 기관투자자는 장기투자(long-term investment)와 대규모 투자(large trading)를 수행하는 주체라는 특성을 가진다(고광수·김근수, 2005). 그러므로 본 연구에서는 한국 자본시장에서 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 효과를 살펴본다. 또한 한국 자본시장에서 경영자에 대한 독립성과 감시유인을 겸비한 외부대주주로서의 기관투자자인 경우 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 큰지 여부를 검증한다.

2003년부터 2014년까지 한국거래소에 상장된 비금융기업에 대한 6,550개 기업-년 자료를 대상으로 검증을 실시한 결과, 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자 가운데 피투자회사 지분을 5% 이상 보유하여 경영자에 대한 독립성과 감시유인을 겸비한 외부대주주로서의 기관투자자가 존재하는 경우, 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 크게 나타났다. 이러한 결과는 기관투자자의 투자기간이 길어지면, 경영자에 대한 기관투자자의 감시가 효율적으로 이루어져 기업가치가 높아진다는 것을 의미한다. 또한 이러한 기관투자자 투자기간이 기업

1) 경제협력개발기구의 기관투자자 분류기준에 따르면, 은행은 예금으로 조달한 자금을 대출로 운용하고 증권회사는 소매투자자의 자금을 집합하여 운용하는 것보다 단기유동성을 자본시장에 공급하기 때문에, 은행과 증권회사를 기관투자자 범주에 넣지 않는다. 그러나 법인세법시행령과 한국거래소의 기관투자자분류에서는 은행과 증권회사도 기관투자자의 범주에 포함시킨다.

가치에 미치는 효과는 독립성과 감시유인을 동시에 갖춘 외부대주주로서의 기관투자자인 경우 더 크게 나타난다는 것으로 해석하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 2장에서는 기관투자자의 경영감시 역할에 대한 선행연구를 검토하고 연구가설을 도출한다. 제 3장에서는 표본, 연구구형 및 변수측정 등 연구방법에 대해 기술한다. 제 4장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 제 5장에서는 본 연구의 실증결과를 요약하고, 연구의 공헌점에 대해 기술한다.

II. 선행연구 검토와 연구가설 설정

기관투자자는 대규모 지분을 투자하기 때문에, 피투자회사 성과에 따라 자신의 부가 변동할 가능성이 크다. 그러므로 기관투자자는 경영자를 감시하는 활동에 무임승차하려는 소액주주보다 피투자회사 경영자를 감시하려는 유인이 크다(Shleifer and Vishny, 1986; Gugler, Mueller, and Yurtoglu, 2008). 또한 기관투자자는 소액주주보다 기업 내부정보에 대한 접근이 쉽고, 감시비용을 부담할 능력을 갖추고 있다(Barclay and Holderness, 1989). 그러므로 기관투자자는 피투자회사의 경영자를 감시할 유인과 능력을 갖추고 있어, 피투자회사의 기업가치를 높이는데 공헌할 수 있다.

그러나 기관투자자가 일시적 투자자(transient investors)로서 단기투자 성향을 갖는 경우, 피투자회사의 경영자를 감시할 유인이 낮아지므로 기업가치를 높이기 어렵다. Burns, Kedia, and Lipson (2010)은 기관투자자가 단기 실적을 추구할 경우, 우월한 정보를 바탕으로 단기이익을 극대화하려는

유인을 가질 수 있다고 주장한다. Black(1990)은 기관투자자들이 단기 실적을 추구하는 경향이 강하며, 기관투자자들이 경영자를 감시하는 활동에 무임승차(free riding)하려는 경향이 나타날 수 있다고 지적한다. Porter(1992)와 Bhide(1993)는 분산된 소유지분과 빈번한 거래로 기관투자자들이 단기적인 투자성향을 나타내기 때문에, 경영자를 감시하기 어려울 뿐만 아니라 피투자기업의 경영자들로 하여금 단기적인 의사결정을 내리도록 유인할 가능성이 있음을 주장한다. 이러한 연구결과는 기관투자자가 일시적 투자자가 아닌 장기적 투자자라면, 기업가치를 높이는데 공헌할 수 있음을 보여준다.

기관투자자의 투자기간이 길어지면, 감시에 대한 구체적인 경험과 전문성 및 지식이 축적될 수 있다(Friedman and Krackhardt, 1997). Chen, Harford, and Li(2007)은 기관투자자의 감시역할이 투자지분뿐만 아니라 투자기간에 의해서도 영향을 받는다고 주장한다. 즉, 기관투자자의 투자지분이 크거나 투자기간이 길어질수록 감시비용이 감소하는 반면, 감시로 인한 효익은 증가한다고 주장한다. Hartzel and Starks(2003)의 연구에서 장기적 관점의 기관투자자는 기업의 배당정책에 직접적인 영향을 미치는 반면, 단기적인 관점의 기관투자자는 거래를 통해 간접적으로 배당정책에 영향을 미칠 수 있다고 주장한다. 또한 Hovakimian and Li(2010)는 장기적 관점의 기관투자자는 단기적 관점의 기관투자자보다 배당을 더 많이 지급받는 경향이 있다는 연구결과를 제시하였다. 따라서 기관투자자의 투자기간과 기업가치 사이에 다음의 가설을 설정한다.

가설 1: 기관투자자의 투자기간과 기업가치 사이에 양의 관계가 있다.

기관투자자가 피투자회사 경영자를 감시하기 위해서는 피투자회사 경영자로부터 독립적이어야 한다. Brickley, Lease, and Smith(1988)은 은행 및 보험회사와 같은 기관투자자²⁾가 해당기업과 거래관계를 갖거나 거래관계의 가능성을 가지고 있어 경영자로부터 독립적이지 않은 경우, 경영자의 의사에 맞도록 의결권을 행사한다고 주장한다. 반면, 뮤추얼펀드와 공기업연금과 같이 경영자로부터 독립적인 기관투자자들은 경영자가 제시하는 안전에 더 많이 반대한다는 연구결과를 제시하였다. Cornett, Marcus, Saunders, and Tehranian (2007)은 기관투자자의 지분을 및 기관투자자의 수가 피투자기업의 영업성과에 유의적인 양의 영향을 미친다는 연구결과를 제시하였다. 그러나 기관투자자들이 피투자회사의 경영자로부터 압력을 받는 경우, 기관투자자와 피투자기업의 영업성과 사이에 유의적인 관계가 나타나지 않는다는 연구결과를 보고하였다.

이러한 연구결과에 비추어볼 때, 한국 자본시장에서 피투자회사 최대주주의 관계회사인 기관투자자는 지분을 투자한 회사의 경영자와 이해관계가 일치하기 때문에, 피투자회사 경영자들에 대한 감시 역할을 수행하기 어렵다(Hartzell and Starks, 2002; Parrino, Sias, and Starks, 2003; Cornett et al., 2007). 박현준·신현한·정지웅(2004)은 한국 기업을 대상으로 분석을 실시한 결과, 금융계열사를 가진 대규모기업집단에 소속된 기업의 기관투자자지분율과 기업가치 사이에 유의적인 양의 관계를 발견하지 못했다. 그러나 박현준 외(2004)의 연구에서는 기관투자자의 투자를 받은 피투자회사가 금융계열사를 가진 대규모기업집단 소속인지 여부에 초점을 맞추었을 뿐, 기관투자자 자체가 피투자회사의 계

열사인지 여부를 구분하지 못했다는 한계점이 있다.

한편, 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자라 하더라도 투자한 지분이 낮은 경우에는 감시유인을 갖추었다고 판단하기 어렵다. 낮은 지분을 보유한 경우 경영자 감시비용을 감당하기 어려워 기업가치를 높이는 적극적 활동을 수행하기 어려운 반면(Grossman and Hart, 1980), 외부대주주는 소액주주보다 경영자의 의사결정을 감시할 유인이 더 크고(Shleifer and Vishny, 1986) 기업 내부 정보에 대한 접근 가능성도 크기 때문에, 감시기능을 보다 효율적으로 수행할 수 있다(Barclay and Hodlerness, 1989; 신현한 외, 2004).

그런데, 기관투자자가 5% 이상 지분율을 보유한 경우, 감시유인과 감시비용 부담능력을 갖춘 대규모 지분보유로 파악할 수 있다. 5%를 기준으로 집단을 구분한 것은 미국 증권거래위원회와 한국 증권거래법의 5% rule에 근거한 것으로, 상장기업의 지배권에 영향을 미칠 수 있는 대량보유의 기준을 5% 지분으로 판단하고 있기 때문이다. Li, Moshirian, Pham, and Zein(2006)은 많은 국가에서 5% 지분율이 '상당한' 지분을 정의하는 데 사용되고, 이 지분을 넘어서면 주주로서 중요한 권리(이사진을 지명할 수 있는 권리, 비상임 이사회를 소집할 권리 등)와 의무(지속적으로 지분을 변동을 신고)를 지니게 된다고 지적하였다.

이러한 측면을 고려할 때, 한국 자본시장에서 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아니면서 5% 이상 지분을 투자한 기관투자자라면, 피투자회사 경영자로부터 독립적이며 감시유인과 감시비용 부담능력을 갖춘 것으로 판단할 수 있다. 따라서 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아니면서 5% 이상 지분을 투

2) Chen et al.(2007)은 피투자기업과 독립적이지 않은 은행 및 보험회사와 같은 기관투자자를 회색기관(gray institutions)이라고 표현하였다.

자한 기관투자자의 투자기간이 길어진다면, 기업가치에 미치는 효과가 더 커질 것으로 예상된다.

가설 2: 경영자로부터 독립성과 감시유인을 갖춘 외부대주주로서의 기관투자자인 경우, 기관투자자 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 크다.

III. 연구방법

3.1 표본선정

2003년부터 2014년까지 한국거래소에 상장된 비금융기업 가운데, 관리종목과 자본잠식 기업을 제외한 6,550개 기업-년 자료를 분석대상으로 선정하였다. 금융업은 회계기준이나 재무제표 자료의 속성이 비금융업과 상이하기 때문에, 연구결과의 비교가능성을 제고하기 위해 표본에서 제외하였다. 재무적으로 곤경에 처한 기업에 해당되는 관리종목과 자본잠식 기업은 그렇지 않은 기업과 재무제표 자료의 속성이 다르기 때문에 표본에서 제외하였다. 또한, 본 연구는 변수들에 대한 극단치 처리에 있어 모형식에 사용된 더미변수와 자연로그 값을 취한 변수를 제외하고 연속변수에 대해서는 표본의 상하 1% 내에서 조정(winsorization)하였다.

본 연구의 독립변수인 기관투자자 투자기간 자료는 국내 증권회사를 통해 입수하였다. 입수한 자료를 바탕으로 금융감독원 전자공시시스템의 사업보고서를 수작업으로 검토하여 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자로서 피투자회사 지분을 5% 이상 보유한 외부대주주로서의 기관투자자를 조

절변수로 구분하였다. 본 연구의 종속변수인 기업가치를 나타내는 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율과 독립변수 이외에 종속변수인 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율에 영향을 미치는 통제변수를 측정하기 위해, 나이스평가정보와 에프앤가이드의 데이터베이스로부터 재무제표 자료를 수집하였다. 선정된 표본의 연도 및 산업별 분포를 <표 1>에 제시하였다.

<표 1>에서 살펴보는 바와 같이 표본은 모두 6,550개 기업-년이며, 2003년 464개, 2004년 472개, 2005년 491개, 2006년 504개, 2007년 517개, 2008년 536개, 2009년 550개, 2010년 580개, 2011년 597개, 2012년 609개, 2013년 605개 그리고 2014년에는 625개 기업-년 자료를 분석에 사용하였다. 분석대상 표본을 14개 산업으로 구분하였고, 분석대상 표본의 산업별 분포에서 제조업은 70.85%, 도매 및 소매업은 7.69% 그리고 전문, 과학 및 기술 서비스업은 6.17%의 비중을 차지하는 것으로 나타났다.

3.2 모형의 설정

기관투자자의 투자기간이 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율로 측정된 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기 위해, <모형 1>과 같은 회귀분석 모형을 설정하였다. 독립변수 이외에 종속변수인 기업가치에 미치는 효과를 통제하기 위해, 외국인지분율, 대주주지분율, 대규모기업집단, 기업규모, 기업연령, 부채비율, 영업이익익률, 매출액성장률, 베타, 현금 전환가능성 및 이익지속성을 통제변수로 선정하였다. <모형 1>에서 독립변수인 기관투자자 투자기간은 기업가치를 나타내는 종속변수인 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율에 유의적인 양의 영향을 미

〈표 1〉 표본의 연도 및 산업별 분포

구분	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	합
농업, 임업 및 어업	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	48
광업	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
제조업	339	343	358	364	368	380	388	403	416	425	422	435	4,641
전기, 가스, 증기 및 수도사업	7	7	7	8	8	8	8	10	10	10	10	10	103
건설업	23	24	25	25	26	26	26	26	24	24	24	25	298
도매 및 소매업	35	35	34	36	40	41	42	45	48	50	48	50	504
운수업	12	11	14	15	16	17	17	18	18	18	18	19	193
숙박 및 음식점업	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	5
출판, 방송통신 및 정보서비스업	12	14	14	14	15	19	19	23	24	24	25	27	230
부동산 및 임대업	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3	16
전문, 과학 및 서비스업	27	27	29	30	31	31	35	38	39	39	39	39	404
사업시설관리 및 사업지원서비스업	1	2	2	3	4	4	4	5	6	6	6	6	49
교육서비스업	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
예술, 스포츠 여가관련 서비스업	2	2	1	2	2	3	4	4	4	4	4	4	36
계	464	472	491	504	517	536	550	580	597	609	605	625	6,550

칠 것으로 예상된다.

〈모형 1〉

Tobin's Q[Market-to-Book 비율]

$$\begin{aligned}
 = & \alpha + \beta_1 \text{기관투자자 투자기간} + \beta_2 \text{외국인지분율} \\
 & + \beta_3 \text{대주주지분율} + \beta_4 \text{대규모기업집단} \\
 & + \beta_5 \text{기업규모} + \beta_6 \text{기업연령} + \beta_7 \text{부채비율} \\
 & + \beta_8 \text{영업이익률} + \beta_9 \text{매출액성장률} + \beta_{10} \text{베타} \\
 & + \beta_{11} \text{현금전환가능성} + \beta_{12} \text{이익지속성} \\
 & + \beta_t \text{산업터미} + \beta_t \text{연도터미} + \varepsilon
 \end{aligned}$$

여기에서,

Tobin's Q : 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액 그

리고 부채의 장부가액의 합을 총자산의 장부가액으로 나눈 값

Market-to-Book 비율 : 자기자본의 시장가치를 자기자본의 장부가치로 나눈 값

기관투자자 투자기간 : 기관투자자 보유기간을 기관투자자 지분율로 가중 평균하여 산출한 값

외국인지분율 : 해당연도 말 외국인투자자가 보유한 주식의 수를 유통주식수로 나눈 값

대주주지분율 : 해당연도 말 대주주1인과 국제기본법시행령 제20조에 해당하는 친족 및 특수관계인이 소유한 주식수의 합을 총 발행 주식수로 나눈 값

대규모기업집단 : 해당 기업이 공정거래위원회가 지정된 대규모기업집단에 소속된 계열사이면 1, 그렇지 않은 경우 0

기업규모 : 총자산에 자연로그를 취한 값

기업연령 : 상장이후 경과일수에 자연로그를 취한 값
 부채비율 : 부채총액을 총자산으로 나눈 값
 영업이익률 : 영업이익을 자산총계로 나눈 값
 매출액성장률 : 당기매출액에서 전기매출액을 차감한 값을 전기매출액으로 나눈 값
 베타 : 해당 연도 결산월 이전 60개월의 월간수익률을 계산하여 추정한 베타
 현금전환가능성 : 유동발생액의 예측오차에 절대값을 취한 후 음수를 곱한 값(Dechow and Dichev 2002)
 이익지속성 : 당기(t) 주당순이익과 차기(t+1) 주당순이익의 1차 자기상관 시계열모형(AR1)에서의 기울기 계수(Lev, 1983; Ali and Zarowin, 1992)
 산업더미 : 해당산업에 소속된 기업인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0
 연도더미 : 해당연도이면 1, 그렇지 않은 경우 0

경영자로부터 독립성과 감시유인을 동시에 갖춘 외부대주주로서의 기관투자자인 경우 기관투자자 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 커지는지를 살펴보기 위해, <모형 2>와 같은 회귀분석 모형을 설정하였다. <모형 2>에서 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자로서 피투자회사 지분을 5% 이상 보유한 외부대주주로서의 기관투자자 존재를 조절변수(moderating variable)로 모형에 고려하였다. 독립변수 이외에 종속변수인 기업가치에 미치는 효과를 통제하기 위해, 외국인지분율, 대주주지분율, 대규모기업집단, 기업규모, 기업연령, 부채비율, 영업이익률, 매출액성장률, 베타, 현금전환가능성 및 이익지속성을 통제변수로 선정하였다. <모형 2>에서 독립변수인 기관투자자 투자기간과 조절변수인 외부대주주로서의 기관투자자 존재여부와와의 상호작용항은 기업가치를 나타내는 종속변수인 Tobin's Q와 Market-to-Book 비율에 유의적인 양의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

<모형 2>

Tobin's Q [Market-to-Book 비율]

$$= \alpha + \beta_1 \text{기관투자자 투자기간} + \beta_2 \text{외부대주주로서의 기관투자자 존재여부} + \beta_3 \text{기관투자자 투자기간} \times \text{외부대주주로서의 기관투자자 존재여부} + \beta_4 \text{외국인지분율} + \beta_5 \text{대주주지분율} + \beta_6 \text{대규모기업집단} + \beta_7 \text{기업규모} + \beta_8 \text{기업연령} + \beta_9 \text{부채비율} + \beta_{10} \text{영업이익률} + \beta_{11} \text{매출액 성장률} + \beta_{12} \text{베타} + \beta_{13} \text{현금전환가능성} + \beta_{14} \text{이익지속성} + \beta_{15} \text{산업더미} + \beta_{16} \text{연도더미} + \varepsilon$$

여기에서,

Tobin's Q : 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액 그리고 부채의 장부가액의 합을 총자산의 장부가액으로 나눈 값

Market-to-Book 비율 : 자기자본의 시장가치를 자기자본의 장부가치로 나눈 값

기관투자자 투자기간 : 기관투자자 보유기간을 기관투자자 지분율로 가중 평균하여 산출한 값

외부대주주로서의 기관투자자 : 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자로서 피투자회사 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자이면 1, 그렇지 않은 경우 0
 외국인지분율 : 해당연도 말 외국인투자자가 보유한 주식의 수를 유통주식수로 나눈 값

대주주지분율 : 해당연도 말 대주주1인과 국세기분법시행령 제20조에 해당하는 친족 및 특수관계인이 소유한 주식수의 합을 총 발행 주식수로 나눈 값

대규모기업집단 : 해당 기업이 공정거래위원회가 지정한 대규모기업집단에 소속된 계열사이면 1, 그렇지 않은 경우 0

기업규모 : 총자산에 자연로그를 취한 값

기업연령 : 상장이후 경과일수에 자연로그를 취한 값

부채비율 : 부채총액을 총자산으로 나눈 값

영업이익률 : 영업이익을 자산총계로 나눈 값

매출액성장률 : 당기매출액에서 전기매출액을 차감한 값을 전기매출액으로 나눈 값

베타 : 해당 연도 결산월 이전 60개월의 월간수익률을

계산하여 추정한 베타
 현금전환가능성 : 유동발생액의 예측오차에 절대값을 취한 후 음수를 곱한 값(Dechow and Dichev, 2002)
 이익지속성 : 당기(t) 주당순이익과 차기(t+1) 주당순이익의 1차 자기상관 시계열모형(AR1)에서의 기울기 계수 (Lev, 1983; Ali and Zarowin, 1992)
 산업더미 : 해당산업에 소속된 기업인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0
 연도더미 : 해당연도이면 1, 그렇지 않은 경우 0

3.3 변수의 정의와 측정

3.3.1 종속변수의 정의와 측정

기업가치를 나타내는 종속변수인 Tobin's Q는 자산 대체원가 대비 기업의 시장가치 비율이다. Tobin's Q를 아래와 같은 식을 이용하여 측정하였다.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(\text{보통주주식수} \times \text{보통주종가}) + (\text{우선주주식수} \times \text{액면가액}) + \text{부채의 장부가액}}{\text{총자산의 장부가액}}$$

위 식에서 분모는 자산의 대체원가이다. 자산의 대체원가를 추정하기 어렵기 때문에, 일반적으로 자산의 장부가액을 사용한다. 위 식에서 분자는 기업의 시장가치로, 종가로 계산한 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액 그리고 부채의 장부가액을 합한 값으로 계산하였다. 위 식으로 측정한 Tobin's Q가 1보다 크다는 것은 자산 대체원가 대비 기업의 시장가치가 높게 나타나는 것을 의미한다. 그러므로 Tobin's Q가 높게 나타나는 경우는 기업이 양의 순

현재가치를 갖는 투자기회를 갖고 있는 경우, 미래 성장성이 높은 연구개발 분야에 투자한 경우, 또는 브랜드 및 기술력과 같은 무형자산을 많이 보유한 경우 등으로 볼 수 있다.

연구결과의 강건성을 높이기 위해 Market-to-Book 비율로 기업가치를 측정하여 추가적인 검증을 실시하였다. Market-to-Book 비율은 자기자본의 시장가치를 자기자본의 장부가치(자본총계)로 나눈 값으로 측정하였다.

$$\text{Market-to-Book 비율} = \frac{\text{자기자본의 시장가치}}{\text{자기자본의 장부가액}}$$

3.3.2 독립변수 및 조절변수의 정의와 측정

본 연구의 독립변수는 기관투자자 투자기간이다. 국내 증권회사로부터 입수한 2003년부터 2014년까지의 상장회사 기관투자자 현황자료를 이용하여, 연도별로 해당기업의 기관투자자 지분율과 투자기간을 수작업으로 측정하였다. 기관투자자 투자기간은 해당 기업에 투자한 기관투자자의 투자기간을 기관투자자 지분율로 가중 평균하여 계산하였다. 기관투자자 지분율이 높고 보유기간이 길수록 본 연구에서 측정한 기관투자자의 투자기간이 높게 나타나기 때문에, 기관투자자의 경영자에 대한 감시유인의 크기를 나타내는데 효과적이라 볼 수 있다.

t연도 i기업에 n개 기관투자자가 존재하고, 기관투자자들이 해당연도(t)까지 각각 누적투자기간 p와 투자지분율 r을 가지고 있다면, 기관투자자 투자기간은 <식 1>에서와 같은 산식으로 계산된다.³⁾

3) 2007년 동화약품의 경우, 전체 지분 중 기관투자자 지분 현황은 국민연금 6.03% 그리고 스파스 자산운용 5.81%이다. 또한 국민연금은 2007년 말 기준으로 1년을 보유하고 있고, 스파스 자산운용의 경우 2년을 보유하고 있다. 따라서 2007년 동화약품의 기관투자자 투자기간은 <식 1>을 적용하는 경우 $1.49 \times \{ (1 \times 6.03\%) + (2 \times 5.81\%) \} / 11.84\% = 1.49$ 로 계산된다.

〈식 1〉

$$\text{기관투자자 투자기간}_{t,i} = \frac{\sum_{j=1}^n (\text{기관투자자 지분율}_{j,r} \times \text{기관투자자 투자기간}_{j,p})}{\sum_{j=1}^n \text{기관투자자지분율}_{j,r}}$$

본 연구의 조절변수는 외부대주주로서의 기관투자자이다. 본 연구에서는 한국 자본시장에서 피투자회사 경영자로부터 독립적이며 감시유인과 감시비용 부담능력을 갖춘 기관투자자를 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아니면서 5% 이상 지분을 투자한 기관투자자로 판단하였다. 피투자회사 최대주주의 관계회사인 기관투자자는 피투자회사 경영자를 독립적인 입장에서 감시하기 어렵기 때문에(Hartzell and Starks, 2002; Parrino et al., 2003; Cornett et al., 2007; 박헌준 외, 2004), 경영자로부터 독립성을 갖추었다고 판단하기 어렵다. 한편 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자라 하더라도 대규모지분을 보유하지 않는다면, 적극적인 감시유인과 감시비용 부담 능력을 갖추었다고 보기 어렵다(Grossman and Hart, 1980; Shleifer and Vishny, 1986; Barclay and Hodlerness, 1989; 신현한 외, 2004). 그러므로 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아니면서 5% 이상 지분을 투자한 기관투자자를 경영자로부터 독립성과 감시유인을 갖춘 것으로 판단하였다.

피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자를 측정하기 위해, 기관투자자가 투자한 회사의 사업보고서 'Ⅶ. 주주에 관한 사항'에서 '최대주주 및 그 특수관계인의 주식소유 현황'을 수작업으로 검색하였다. 이곳에서 기관투자자가 피투자기업의 최대주주 및 그 특수관계인으로 등재되어 있는 경우, 해당 기관투자자를 '피투자회사 최대주주의 관계회사'

로 측정하였다.

기관투자자가 경영자를 감시할 유인과 감시비용 부담능력을 갖추고 있는지 여부를 판단하기 위해, 5% 대량보유 기준을 선정하였다. 5% 대량보유 기준은 미국 증권거래위원회와 한국 증권거래법 상의 주식대량보유보고제도(5% rule)에 근거한 것이다. 그러므로 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아니면서 5% 이상 대량 지분을 보유한 기관투자자는 피투자회사 경영자의 활동을 독립적인 입장에서 적극적으로 감시할 유인과 감시비용을 부담할 능력을 동시에 갖추었다고 판단할 수 있다.

3.3.3 통제변수의 정의와 측정

독립변수와 조절변수 이외에 종속변수인 Tobin's Q에 영향을 미칠 수 있는 외국인지분율, 대주주지분율, 대규모기업집단, 기업규모, 기업연령, 부채비율, 영업이익률, 매출액성장률, 베타, 현금전환가능성 및 이익지속성을 통제변수로 모형에 고려하였다. 외국인지분율은 해당연도 말 외국인투자자가 보유한 주식의 수를 유통주식수로 나눈 값으로 측정하였다. 외국인투자자는 한국 자본시장에서 경영자를 독립적인 입장에서 적극적으로 감시할 유인을 가진 것으로 판단할 수 있기 때문에, 기업가치를 높이는데 공헌할 수 있다. 그러므로 외국인투자자가 보유한 지분율이 높아질수록, 외국인투자자의 감시유인도 커질 수 있다(Sachs and Warner, 1995; 이상철·박재완·윤종철, 2008).

대주주지분율은 해당연도 말 대주주1인과 국세기본법시행령 20조에 해당하는 친족 및 특수관계인이 소유한 주식수의 합을 총발행주식수로 나눈 값으로 측정하였다. 고승의(2002)는 대주주1인 또는 그 가족이 지배하는 한국기업의 내부자 소유집중정도를

대주주지분율로 측정하였다. 또한 김주현(1992)은 대주주의 경영참여정도를 대주주지분율로 측정하였다.

대규모기업집단은 공정거래위원회가 매년 자산총액을 기준으로 지정한 대규모기업집단 소속회사 현황에 근거하여 구분하였다. 해당 기업이 대규모기업집단에 소속된 계열사인 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여, 대규모기업집단을 더미변수로 구분하였다.

기업규모가 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해, 총자산에 자연로그를 취한 값을 모형에 통제변수로 고려하였다. 기업연령을 상장이후 경과일수에 자연로그를 취한 값으로 측정하여, 통제변수로 모형에 고려하였다. Khanna and Palepu (1999)는 기업연령과 기업가치 사이에 음의 관계가 있다는 연구결과를 제시하였다. 부채비율은 부채총액을 총자산으로 나눈 값으로 측정하여, 통제변수로 모형에 고려하였다. 부채를 사용하는 경우에는 기업가치가 높아질 수 있다. 왜냐하면 부채를 사용하면 법인이세가 절감되어 가중평균자본비용이 감소될 수 있으며, 부채 사용이 기업에 대한 낙관적인 전망을 신호하기 때문이다(Modigliani and Miller, 1963; Ross, 1977). 기업의 투자수익률이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해, 영업이익을 자산총계로 나눈 총자산영업이익률을 통제변수로 모형에 고려하였다. 기업의 성장성이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해, 당기매출액에서 전기매출액을 차감한 값을 전기매출액으로 나눈 값으로 측정한 매출액성장률을 통제변수로 모형에 고려하였다. 수익률의 변동성이 기업가치에 미치는 효과를 통제하기 위해, 기업 배

타(beta)를 통제변수로 모형에 고려하였다. 해당 연도 결산월 이전 60개월의 월간수익률을 계산하여 베타를 추정하였다. 보고이익의 질을 현금전환가능성과 이익지속성으로 측정하여 통제변수로 모형에 고려하였다. 현금전환가능성은 Dechow and Dichev (2002)의 연구와 같이 유동발생액의 예측오차에 절대값을 취한 후 음수를 곱한 값으로 측정하였다.⁴⁾ 이익지속성은 Lev(1983)와 Ali and Zarowin(1992)의 연구와 같이 당기(t)의 회계이익이 미래(t+1)에 지속되는 정도로 측정하였다. 과거 10년간의 자료를 이용하여 당기(t+1) 주당순이익과 차기(t+1) 주당순이익의 1차 자기상관 시계열모형(AR1)에서의 기울기 계수로 이익지속성을 측정하였다.⁵⁾

IV. 실증분석

4.1 기술통계량과 상관관계

4.1.1 기술통계량

본 연구에서는 2003년부터 2014년까지 한국거래소에 상장된 비금융기업 가운데, 관리종목과 자본잠식 기업을 제외한 6,550개 기업-년 자료를 분석대상으로 선정하였다. 표본의 연구변수들에 대한 기술통계량을 <표 2>에 제시하였다.

종속변수인 Tobin's Q의 평균값은 1.051이고, 중앙값은 0.906이다. 종속변수인 Market-to-Book

4) 절대값에 음수를 곱한 것은 유동발생액 예측오차 계수값이 클수록, 이익의 질이 높아지는 것으로 해석 상의 편의를 도모하기 위해서이다.

5) 자기상관 시계열모형에서 기울기 계수로 측정된 이익지속성은 0과 1사이의 값으로 나타나며, 1에 가까울수록 이익지속성이 높기 때문에, 이익의 질도 높은 것으로 생각할 수 있다.

〈표 2〉 기술통계량

변수	평균값	중앙값	표준편차	최소값	최대값
Tobin's Q	1.051	0.906	0.554	0.375	3.854
Market-to-Book 비율	1.287	0.854	1.365	0.159	8.539
기관투자자 투자기간	0.977	0	1.756	0	12
외부대주주로서의 기관투자자	0.328	0	0.469	0	1
외국인지분율	0.101	0.033	0.149	0	0.645
대주주지분율	0.431	0.429	0.165	0.086	0.831
대규모기업집단	0.257	0	0.437	0	1
기업규모	26.569	26.306	1.489	23.894	30.861
기업연령	8.576	8.820	0.938	5.069	9.729
부채비율	0.432	0.438	0.194	0.035	0.877
영업이익률	0.044	0.041	0.062	-0.175	0.223
매출액성장률	0.089	0.056	0.316	-0.693	1.929
베타	0.732	0.707	0.382	-0.058	1.692
현금전환가능성	0.041	0.025	0.048	0.003	0.278
이익지속성	0.271	0.258	0.393	0.018	0.968

Tobin's Q : 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액 그리고 부채의 장부가액의 합을 총자산의 장부가액으로 나눈 값 ; Market-to-Book 비율 : 자기자본의 시장가치를 자기자본의 장부가치(자본총계)로 나눈 값 ; 기관투자자 투자기간 : 해당 기업에 투자한 기관투자자의 투자기간을 기관투자자 지분율로 가장 평균하여 계산한 값 ; 외부대주주로서의 기관투자자 : 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자로서 피투자회사 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자이면 1, 그렇지 않은 경우 0 ; 외국인지분율 : 외국인투자자가 보유한 주식의 수를 유통주식수로 나눈 값 ; 대주주지분율 : 대주주1인과 국제기본법시행령 제20조에 해당하는 친족 및 특수관계인이 소유한 주식수의 합을 총 발행 주식수로 나눈 값 ; 대규모기업집단 : 해당 기업이 대규모기업집단에 소속된 계열사이면 1, 그렇지 않은 경우 0 ; 기업규모 : 총자산에 자연로그를 취한 값 ; 기업연령 : 상장이후 경과일수에 자연로그를 취한 값 ; 부채비율 : 부채총액을 총자산으로 나눈 값 ; 영업이익률 : 영업이익을 자산총계로 나눈 값 ; 매출액성장률 : 당기매출액에서 전기 매출액을 차감한 값을 전기매출액으로 나눈 값 ; 베타 : 해당 연도 결산월 이전 60개월의 월간수익률을 계산하여 추정된 베타 ; 현금전환가능성 : 유동발생액의 예측오차에 절대값을 취한 후 음수를 곱한 값(Dechow and Dichev 2002) ; 이익지속성 : 당기(t) 주당순이익과 차기(t+1) 주당순이익의 1차 자기상관 시계열모형(AR1)에서의 기울기 계수(Lev 1983; Ali and Zarowin 1992)

비율의 평균값은 1.287이고, 중앙값은 0.854이다. 독립변수인 기관투자자 투자기간의 평균값은 0.977, 중앙값은 0이다. 조절변수인 외부대주주로서의 기관투자자에 대한 평균값은 0.328이며, 이는 외부대주주로서의 기관투자자로 분류된 기업이 전체의 32.8%에 해당함을 의미한다. 외국인지분율의 평균값은 10.2%이며, 중앙값은 3.3%이다. 대주주지분율의 평균값은 43.1%이며, 중앙값은 42.9%이다. 대규모기업집단의 평균값은 0.257로, 대규모기업집단에 소속된 계

열사가 전체의 25.7%에 해당된다는 것을 의미한다. 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정된 기업규모 측정치의 평균값은 26.569이며 중앙값은 26.306으로 나타나, 총자산 분포의 왜도가 감소하였다. 상장 이후 경과일수에 자연로그를 취한 값으로 측정된 기업연령의 평균값은 8.576이며, 중앙값은 8.820이다. 부채비율의 평균값은 43.2%이며, 중앙값은 43.8%이다. 영업이익률의 평균값은 0.044이고, 중앙값은 0.041이다. 매출액성장률의 경우 평균값은 0.089,

중앙값은 0.056으로 나타났다. 베타의 평균값은 0.732이며, 중앙값은 0.707로 나타났다. 현금전환가능성의 평균값은 0.041이며, 중앙값은 0.025로 나타났다. 이익지속성의 평균값은 0.271이며, 중앙값은 0.258로 나타났다.

4.1.2 상관관계

분석에 사용된 변수들에 대한 피어슨 상관계수를 <표 3>에 제시하였다. <표 3>에서 살펴보는 바와 같이, 독립변수인 기관투자자 투자기간과 종속변수인 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율 사이에 유의적인 양의 상관관계가 나타났다. 통제변수 가운데, 외국인지분율, 대규모기업집단, 기업규모, 부채비율, 영업이익률, 매출액성장률, 베타, 현금전환가능성 및 이익지속성은 종속변수인 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율과 유의적인 양의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 반면, 대주주지분율과 기업연령은 종속변수인 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율과 유의적인 음의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다.

4.2 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 영향

4.2.1 시차를 고려하지 않은 회귀분석

기관투자자 투자기간이 기업가치에 미치는 영향을 최소자승회귀(ordinary least squares regression) 방법으로 분석한 결과를 <표 4>에 제시하였다. <표 4>의 <패널 A>에는 종속변수인 기업가치를 Tobin's Q로 측정하여 검증한 결과를 제시하였고, <표 4>의 <패널 B>에는 종속변수인 기업가치를 Market-to-Book 비율로 측정하여 검증한 결과를 제시하였다.

<표 4>의 <패널 A>에 의하면, 기관투자자 투자기

간의 회귀계수는 유의적인 양의 값을 가지는 것으로 나타났다. 통제변수 가운데 외국인지분율, 대규모기업집단, 부채비율, 영업이익률, 매출액성장률, 베타 및 현금전환가능성은 Tobin's Q로 측정된 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 반면, 대주주지분율, 기업규모 및 기업연령은 Tobin's Q로 측정된 기업가치에 유의적인 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다. <표 4>의 <패널 B>에서 살펴보는 바와 같이, 독립변수인 기관투자자 투자기간은 종속변수인 Market-to-Book 비율로 측정된 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업가치를 Tobin's Q로 측정하여 검증을 실시한 <표 4>의 <패널 A>에 제시된 결과와 동일하다.

<표 4>의 <패널 A>와 <패널 B>의 검증결과는 기관투자자의 투자기간이 길어질수록 기업가치가 높아진다는 가설 1을 지지하는 결과이다. 그러므로 기관투자자가 일시적 투자자가 아닌 장기적 투자자인 경우, 기업가치를 높이는데 공헌할 수 있다는 것으로 해석할 수 있다.

4.2.2 시차변수를 이용한 분석

<표 4>에 제시된 기관투자자 투자기간과 기업가치 사이의 유의적인 양의 관련성은 기관투자자 투자기간이 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 해석할 수도 있지만, 기업가치가 높은 기업에 기관투자자가 지분을 오래 투자했기 때문에 나타난 결과일 수도 있다.

기관투자자 투자기간과 기업가치 사이의 유의적인 양의 관련성이 두 변수 사이의 내생성에 의해 나타날 수 있기 때문에, 이를 통제하기 위해 종속변수인 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율을 시차변수(lagged variable)로 측정하여 분석을 실시하였다

〈표 3〉 피어슨 상관계수

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1. Tobin's Q	1														
2. Market-to-Book 비율	0.789***	1													
3. 기관투자자투자기간	0.061***	0.062***	1												
4. 외부대주주로서의 기관투자자	0.113***	0.113***	0.723***	1											
5. 외국인지분율	0.301***	0.184***	0.066***	0.078***	1										
6. 대주주지분율	-0.143***	-0.109***	-0.060***	-0.072***	-0.120***	1									
7. 대규모기업집단	0.171***	0.117***	0.158***	0.410***	0.269***	-0.010	1								
8. 기업규모	0.141***	0.075***	0.309***	0.294***	0.468***	-0.057***	0.644***	1							
9. 기업연령	-0.179***	-0.102***	0.089***	0.020	-0.015	-0.147***	-0.035***	0.069***	1						
10. 부채비율	0.050***	0.124***	-0.033***	-0.033***	-0.137***	-0.138***	0.145***	0.157***	0.038***	1					
11. 영업이익률	0.251***	0.134***	0.040***	0.117***	0.280***	0.046***	0.094***	0.176***	-0.194***	-0.189***	1				
12. 매출액성장률	0.099***	0.082***	-0.018	0.019	-0.001	0.026**	0.023**	0.263**	-0.133***	0.047***	0.224***	1			
13. 베타	0.110***	0.073***	-0.019	-0.001***	0.067***	-0.193***	0.244***	0.295***	0.012	0.200***	0.002	0.045***	1		
14. 현금전환가능성	0.084***	0.092***	-0.061***	-0.038***	-0.086***	-0.036***	-0.061***	-0.135***	-0.052***	0.122***	-0.071***	0.069***	0.062***	1	
15. 이익지속성	0.102***	0.056***	0.040***	0.041***	0.250***	0.006	0.155***	0.198***	-0.077***	-0.110***	0.170	-0.011	-0.025*	-0.030**	1

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 <표 2>를 참조

〈표 4〉 기관투자자 투자기간이 기업가치에 미치는 영향: 최소자승회귀(ordinary least squares regression)분석

구분	〈패널 A〉 종속변수: Tobin's Q_t		〈패널 B〉 종속변수: Market-to-Book비율 _t	
	추정계수	t값	추정계수	t값
상수	2.013***	10.06	2.482***	4.51
기관투자자 투자기간	0.011**	2.62	0.055***	4.92
외국인지분율	0.009***	16.45	0.017***	11.36
대주주지분율	-0.003***	-8.10	-0.003***	-2.61
대규모기업집단	0.165***	7.98	0.308***	5.41
기업규모	-0.027***	-3.74	-0.068***	-3.44
기업연령	-0.070***	-8.18	-0.073***	-3.08
부채비율	0.505***	13.06	1.741***	16.37
영업이익률	1.468***	12.14	1.442***	4.33
매출액성장률	0.103***	4.59	0.279***	4.49
베타	0.092***	4.51	0.057	1.01
현금전환가능성	1.005***	7.35	2.149***	5.71
이익지속성	0.019	0.70	0.055	1.17
산업더미		포함		포함
연도더미		포함		포함
F값		45.01***		24.97***
수정 R ²		0.388		0.257

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 2〉를 참조

(Jiang, 2008).⁶⁾ 〈표 5〉에는 독립변수 및 통제변수를 종속변수보다 한 기간 앞선 변수로 측정하여 모형을 다시 검증한 결과를 제시하였다.

〈표 5〉에서 살펴보는 바와 같이, 종속변수인 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율을 시차변수(lagged variable)로 측정하여 분석을 실시한 후에도, 기관투자자 투자기간은 다음 연도 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

4.2.3 2단계 최소자승 회귀분석방법을 이용한 분석

4장의 2절 2항에서는 독립변수와 종속변수 사이의 잠재적 동시성(simultaneity)문제를 고려하여, 시차변수분석을 실시하였다. 4장의 2절 3항에서는 연립방정식모형(simultaneous equation model)을 2단계 최소자승(two-stage least squares) 회귀분석방법으로 추정하여, 기관투자자 투자기간이 Tobin's Q로 측정된 기업가치에 미치는 효과를 분

6) 종속변수인 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율을 독립변수와 통제변수보다 한 기간 늦은 Tobin's Q_{t+1} 와 Market-to-Book 비율 $_{t+1}$ 로 측정하였으며, 독립변수인 기관투자자 투자기간 $_{t+1}$ 그리고 통제변수는 통제변수 $_{t+1}$ 로 모형에 고려하여 검증을 실시하였다.

〈표 5〉 시차변수를 이용하여 내생성을 통제한 분석결과

구분	〈패널 A〉 종속변수: Tobin's Q_{t+1}		〈패널 B〉 종속변수: Market-to-Book비율 $_{t+1}$	
	추정계수	t값	추정계수	t값
상수	1.895***	10.06	2.262***	4.05
기관투자자 투자기간	0.009**	2.62	0.039***	3.56
외국인지분율	0.008***	16.45	0.015***	10.22
대주주지분율	-0.003***	-8.10	-0.003***	-2.72
대규모기업집단	0.161***	7.98	0.317***	5.50
기업규모	-0.022***	-3.74	-0.048**	-2.40
기업연령	-0.062***	-8.18	-0.080***	-3.36
부채비율	0.469***	13.06	1.519***	14.06
영업이익률	1.005***	12.14	0.658**	1.95
매출액성장률	0.079**	4.59	0.234***	3.73
베타	0.035	4.51	-0.057	-1.01
현금전환가능성	0.817***	7.35	2.017***	5.26
이익지속성	-0.003	0.70	0.015	0.32
산업더미	포함		포함	
연도더미	포함		포함	
F값	32.15***		22.53***	
수정 R ²	0.307		0.239	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 2〉를 참조

석하였다. 연립방정식 모형을 2단계 최소자승 회귀 분석방법으로 추정하기 위해서, 독립변수인 기관투자자 투자기간에 영향을 미치지만 종속변수인 기업가치와는 직접적인 관계가 없는 재무분석가수를 도구변수(instrumental variable)로 사용하였다. 1단계에서는 재무분석가수를 독립변수로 설정하고 기관투자자 투자기간을 종속변수로 설정하여 회귀분석을 실시한 후, 기관투자자 투자기간의 예측치를 추정하였다.

2단계에서는 1단계에서 추정한 기관투자자 투자기간 예측치를 〈모형 1〉의 독립변수로 사용하여 종속변수인 Tobin's Q에 미치는 영향을 검증하였다.

따라서 2단계 분석에서는 도구변수는 제외되고 내생성이 통제된 독립변수인 기관투자자 투자기간이 종속변수인 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율에 미치는 영향을 분석하였다. 2단계 최소자승회귀방법에 의한 연립방정식의 검증 결과를 〈표 6〉에 제시하였다.

〈표 6〉에 제시된 검증결과에서 살펴보는 바와 같이, 독립변수인 기관투자자 투자기간은 종속변수인 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기관투자자의 투자기간이 길어질수록 기업가치가 높아진다는 가설1을 지지하는 결과로 볼 수 있다.

〈표 6〉 기관투자자 투자기간이 Tobin's Q로 측정된 기업가치에 미치는 영향:
2단계 최소자승(two-stage least squares) 회귀분석

구분	〈패널 A〉 1단계 종속변수: 기관투자 투자기간		〈패널 B〉 2단계 종속변수: Tobin's Q _t		〈패널 C〉 2단계 종속변수: Market-to-Book비율 _t	
	추정계수	t값	추정계수	t값	추정계수	t값
상수	-6.893***	-8.64	5.750***	17.56	18.11***	16.09
기관투자자투자기간			0.043***	14.35	2.087***	16.36
재무분석가수	0.035***	5.50				
외국인지분율	-0.015***	-7.78	0.014***	21.69	0.041***	19.57
대주주지분율	-0.009***	-6.19	0.001***	2.59	0.021***	11.12
대규모기업집단	-0.239***	-3.19	0.252***	11.87	0.684***	11.31
기업규모	0.374***	12.57	-0.219***	-14.19	-0.962***	-16.25
기업연령	0.112***	3.61	-0.106***	-12.00	-0.212***	-8.60
부채비율	-0.689***	-4.95	0.823***	18.64	3.242***	23.15
영업이익률	0.601	1.38	1.111***	9.18	0.757**	2.15
매출액성장률	-0.021	-0.26	0.113***	5.07	0.350***	5.75
베타	-0.670***	-9.27	0.351***	12.76	1.212***	13.30
현금전환가능성	0.301	0.61	0.879***	6.48	1.369***	3.67
이익지속성	-0.172***	-2.79	0.079***	4.42	0.397***	7.89
산업더미	포함		포함		포함	
연도더미	포함		포함		포함	
F값	15.18***		50.70***		29.93***	
수정 R ²	0.166		0.411		0.295	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 2〉를 참조

4.3 외부대주주로서의 기관투자자 여부가 기관투자자 투자기간과 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향

4.3.1 외부대주주로서의 기관투자자 여부를 조절 변수로 사용한 회귀분석

4장의 3절 1항에서는 경영자로부터 독립성과 감시유인을 갖춘 외부대주주로서의 기관투자자 경우, 기관투자자 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 크게 나타나는지를 검증한다. 피투자회사 최대주주

의 관계회사가 아니면서 5% 이상 지분을 투자한 기관투자자에게 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여, 조절변수(moderating variable)인 외부대주주로서의 기관투자자를 측정하였다. 그런 다음, 독립변수인 기관투자자 투자기간 이외에 조절변수인 외부대주주로서의 기관투자자 그리고 기관투자자 투자기간과 외부대주주로서의 기관투자자의 상호작용항을 모형에 추가로 고려하였다. 외부대주주로서의 기관투자자인 경우가 그렇지 않은 경우보다 기관투자자 투자기간이 기업가치에 미치는 효과

가 크다면, 기관투자자 투자기간과 외부대주주로서의 기관투자자의 상호작용항은 기업가치를 나타내는 종속변수인 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율에 유의적인 양의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 검증결과를 <표 7>에 제시하였다.

<표 7>의 결과에서 살펴보는 바와 같이, 기관투자자 투자기간과 외부대주주로서의 기관투자자의 상호작용항에 대한 회귀계수는 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율로 측정된 기업가치에 유의적인 양의

영향을 미치는 것으로 나타났다. <표 7>의 분석결과는 피투자회사 최대주주의 관계회사로서 5% 이상 지분을 보유한 기관투자자의 투자기간이 그렇지 않은 기관투자자보다 기업가치에 미치는 효과가 더 크다는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 검증결과는 경영자로부터 독립성과 감시유인을 갖춘 외부대주주로서의 기관투자자인 경우, 기관투자자 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 크다는 가설2를 지지하는 결과로 볼 수 있다.

<표 7> 외부대주주로서의 기관투자자 여부가 기관투자자 투자기간과 기업가치 사이의 관련성에 미치는 영향

구분	〈패널 A〉 종속변수: Tobin's Q _t		〈패널 B〉 종속변수: Market-to-Book비율 _t	
	추정계수	t값	추정계수	t값
상수	2.017***	10.08	2.817***	5.11
기관투자자 투자기간	0.015***	3.00	0.078***	5.44
외부대주주로서의 기관투자자	0.044	1.43	0.133	1.56
기관투자자 투자기간 × 외부대주주로서의 기관투자자	0.021**	1.98	0.076***	2.60
외국인지분율	0.008***	15.21	0.017***	11.63
대주주지분율	-0.003***	-6.65	-0.003**	-2.28
대규모기업집단	0.157***	7.58	0.318***	5.59
기업규모	-0.091***	-9.47	-0.084***	-4.22
기업연령	-0.067***	-7.83	-0.069***	-2.92
부채비율	0.464***	11.97	1.769***	16.69
영업이익률	1.448***	12.02	1.252***	3.76
매출액성장률	0.102***	4.54	0.279***	4.53
베타	0.088***	4.32	0.081	1.44
현금전환가능성	0.988***	7.14	2.107***	5.62
이익지속성	0.021	1.24	0.063	1.35
산업더미		포함		포함
연도더미		포함		포함
F값		44.95***		24.98***
수정 R ²		0.402		0.262

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 <표 2>를 참조

4.3.2 조절변수의 타당성 분석

4장의 3절 1항에서는 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아니면서 동시에 5% 이상 지분을 투자했는지 여부로 외부대주주로서의 기관투자자를 구분하였다. 4장의 3절 2항에서는 외부대주주로서의 기관투자자여부의 조절변수 효과에 대한 타당성을 분석하기 위해, 다음의 두 가지 검증을 추가로 실시하였다.

첫째, 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자로서 경영자로부터 독립성을 갖춘 경우, 기

관투자자 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 크게 나타나는지 검증한다. 검증을 위해, 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자에게 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여, 조절변수인 비계열기관투자자를 측정하였다. 그리고 기관투자자 투자기간과 비계열기관투자자의 상호작용항을 모형에 추가로 고려하였다.

〈표 8〉의 검증결과에서 살펴보는 바와 같이, 기관투자자 투자기간과 비계열기관투자자의 상호작용항에 대한 회귀계수는 Tobin's Q 및 Market-to-Book

〈표 8〉 비계열기관투자자 여부가 기관투자자 투자기간과 기업가치 사이의 관련성에 미치는 영향

구분	〈패널 A〉 종속변수: Tobin's Q _t		〈패널 B〉 종속변수: Market-to-Book비율 _t	
	추정계수	t값	추정계수	t값
상수	2.114***	10.43	4.409***	3.29
기관투자자 투자기간	0.019	1.20	0.081	0.74
비계열기관투자자	0.092***	4.38	0.314**	2.24
기관투자자 투자기간 × 비계열기관투자자	-0.028	-1.60	-1.101	-0.87
외국인지분율	0.009***	16.33	0.021***	5.92
대주주지분율	-0.003***	-7.33	-0.004	-1.29
대규모기업집단	0.168***	8.10	0.564***	4.08
기업규모	-0.028***	-3.96	-0.143***	-2.95
기업연령	-0.067***	-7.86	-0.059	-1.03
부채비율	0.506***	13.09	1.949***	7.56
영업이익률	1.412***	11.66	2.253***	2.78
매출액성장률	0.103***	4.55	0.580***	3.86
베타	0.085***	4.22	0.291**	2.14
유동발생액예측오차	0.994***	7.27	2.506***	2.75
이익지속성	0.012	0.74	-0.074	-0.65
산업더미		포함		포함
연도더미		포함		포함
F값		45.06***		6.92***
수정 R ²		0.388		0.081

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 2〉를 참조

비율로 측정된 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. <표 8>의 분석결과는 기관투자자 보유기간이 기업가치에 미치는 효과가 피투자회사 최대주주의 관계회사여부에 따라 차이가 없다는 것을 의미한다.

둘째, 5% 이상 대규모지분을 투자하여 감시유인을 갖춘 경우, 기관투자자 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 크게 나타나는지를 검증한다. 피투자회사에 5% 이상 지분을 투자한 기관투자자에게 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여

하여, 조절변수인 대주주기관투자자를 측정하였다. 그리고 기관투자자 투자기간과 대주주기관투자자의 상호작용항을 모형에 추가로 고려하였다.

<표 9>의 검증결과에서 살펴보는 바와 같이, 기관투자자 투자기간과 대주주기관투자자의 상호작용항에 대한 회귀계수는 Tobin's Q 및 Market-to-Book 비율로 측정된 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. <표 9>의 분석결과는 기관투자자 보유기간이 기업가치에 미치는 효과가 5% 이상 대규모지분을 투자하여 감시유인을

<표 9> 대주주기관투자자 여부가 기관투자자 투자기간과 기업가치 사이의 관련성에 미치는 영향

구분	〈패널 A〉 종속변수: Tobin's Q _t		〈패널 B〉 종속변수: Market-to-Book비율 _t	
	추정계수	t값	추정계수	t값
상수	2.117***	10.59	2.796***	5.07
기관투자자 투자기간	0.008	0.55	0.016	0.40
대주주 기관투자자	0.104***	5.13	0.302***	5.41
기관투자자 투자기간 × 대주주 기관투자자	-0.017	-1.12	-0.019	-0.46
외국인지분율	0.009***	16.49	0.017***	11.64
대주주지분율	-0.003***	-7.75	-0.003**	-2.33
대규모기업집단	0.166***	8.02	0.312***	5.50
기업규모	-0.030***	-4.19	-0.085***	-4.26
기업연령	-0.067***	-7.83	-0.068***	-2.88
부채비율	0.511***	13.21	1.768***	16.65
영업이익률	1.400***	11.56	1.259***	3.78
매출액성장률	0.103***	4.56	0.277***	4.48
베타	0.086***	4.26	0.071	1.27
유동발생액예측오차	0.991***	7.25	2.086***	5.56
이익지속성	0.015	0.91	0.066	1.42
산업더미		포함		포함
연도더미		포함		포함
F값		45.06***		24.86***
수정 R ²		0.388		0.261

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 <표 2>를 참조

갖춘 경우에 따라 차이가 없다는 것을 의미한다.

4장의 3절 1항과 4장의 3절 2항의 결과를 비교해 보면, 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자로서 경영자로부터 독립성을 갖춘 경우와 5% 이상 대규모지분을 투자하여 감시유인을 갖춘 경우, 각각은 개별적으로 기관투자자 보유기간과 기업가치 사이의 관계에 유의적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 그러나 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아니면서 5% 이상 지분을 투자하여 경영자로부터 독립성과 감시유인을 겸비한 외부대주주로서의 기관투자자인 경우, 기관투자자 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 크게 나타난다는 것을 알 수 있다.

V. 결론

본 연구에서는 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 효과를 검증하였다. 그리고 경영자에 대한 독립성과 감시유인을 겸비한 외부대주주로서의 기관투자자가 존재할 때, 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 크지 검증하였다. 2003년부터 2014년까지 한국거래소에 상장된 비금융기업에 대한 6,550개 기업-년 자료를 대상으로 검증을 실시한 결과, 다음과 같은 결과를 도출하였다.

첫째, 최소자승회귀방법으로 분석한 결과, 기관투자자 투자기간이 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 기관투자자 투자기간과 기업가치 사이의 내생적 관계를 고려한 연립방정식 모형에 대한 검증인 2단계 최소자승회귀방법으로 분석한 결과에서도, 기관투자자 투자기간이 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 종속변수인 기업가치를 시차변수(lagged

variable)로 측정하여 분석을 실시한 후에도, 기관투자자 투자기간이 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기관투자자의 투자기간이 길어질수록 기업가치가 높아진다는 검증결과는 기관투자자가 일시적 투자자가 아닌 장기적 투자자인 경우 경영자에 대한 기관투자자의 감시가 효율적으로 이루어져 기업가치가 높아진다는 것으로 해석하였다.

둘째, 피투자회사 최대주주의 관계회사가 아닌 기관투자자 가운데 피투자회사 지분을 5%이상 보유하여 경영자에 대한 독립성과 감시유인을 겸비한 외부대주주로서의 기관투자자가 존재하는 경우, 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 효과가 더 크게 나타났다. 이러한 결과는 기관투자자 투자기간이 기업가치에 미치는 효과는 경영자에 대한 독립성과 감시유인을 겸비한 외부대주주로서의 기관투자자인 경우 더 크게 나타난다는 것으로 해석하였다.

본 연구는 기관투자자 투자기간의 경제적 효과를 검증함으로써, 일시적 투자자가 아닌 장기적 투자자로서의 기관투자자가 경영자에 대한 감시역할을 효과적으로 수행하여 기업가치를 높이는데 공헌할 수 있다는 현실적인 시사점을 제공할 수 있다. 또한 경영자에 대한 독립성과 감시유인을 갖춘 외부대주주로서의 기관투자자일 때 기관투자자 투자기간의 경제적 효과가 강화된다는 연구결과는 기관투자자의 경영자 감시효과에 대한 실증적인 증거를 제공함으로써 후속연구에 공헌할 수 있을 뿐만 아니라 정책당국의 정책 수립을 위한 근거를 제공한다는 실무적인 공헌점을 찾을 수 있다. 향후 연구에서는 기관투자자의 투자기간이 어떤 경로를 거쳐 기업가치에 영향을 미치는지에 대한 매개변수로 경영자 이익조정 및 보고이익의 질을 포함한 회계투명성 관련 변수들과의 관련성을 살펴볼 필요가 있다.

참고문헌

- 고광수 · 김근수(2005), **한국 · 일본 · 중국의 기관투자자 비교 연구**, 한국증권연구원.
- 고승의(2002), “기업의 소유구조와 경영성과에 관한 연구,” **경제경영논집**, 30(1), 81-104.
- 김성우 · 이기환(2006), “정보환경, 기업가치 및 기관투자자 소유지분비율의 상호관계,” **기업경영연구**, 13(1), 77-95
- 김주현(1992), “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구,” **재무연구**, 5, 129-154.
- 김희진(2017), “커수기 그만... 기관투자자도 ‘반기’드나,” **이투데이**, 2017년 3월 9일자.
- 도상호 · 윤종철(2016), **관리회계연구와 심리학모형의 활용**, 청람.
- 박현준 · 신현한 · 정지웅(2004), “금융 계열사로서의 기관 투자자의 역할,” 한국증권학회 제4차 학술발표회 발표자료.
- 신보성 · 김준석(2014), **기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제**, 자본시장연구원.
- 신현한 · 이상철 · 장진호(2004), “외부감시주체와 기업가치,” **재무연구**, 17(1), 41-72.
- 이상철 · 박재완 · 윤종철(2008), “감사위원회의 자발적 주요 요인에 대한 연구: 대리인비용과 경영자 감시유인을 중심으로,” **회계와 감사 연구**, 48 289-322.
- 전홍민 · 김연희 · 차승민(2011), “기관투자자가 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향,” **경영학연구**, 40(2), 383-406
- Ali, A., and P. Zarowin(1992), “The Role of Earnings Levels in Annual Earnings Returns Studies,” *Journal of Accounting Research*, 30, 286-296.
- Barclay, M., and C. Holderness(1989), “Private Benefits from Control of Public Corporation,” *Journal of Financial Economics*, 25, 371-395.
- Bhide, A.(1993), “The Hidden Costs of Stock Market Liquidity,” *Journal of Financial Economics*, 34, 31-51.
- Black, S.(1990), “Shareholder Passivity Reexamined,” *Michigan Law Review*, 89, 520-608.
- Brickley, A., R. Lease and W. Smith, Jr.(1988), “Ownership Structure and Voting on Anti-takeover Amendments,” *Journal of Financial Economics*, 20, 267-292.
- Burns, N., S. Kedia, and M. Lipson(2010), “Institutional Ownership and Monitoring: Evidence from Financial Misreporting,” *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 443-455.
- Chen, X., J. Harford and K. Li.(2007), “Monitoring: Which Institutions Matter?,” *Journal of Financial Economics*, 86, 279-305.
- Cornett, M., A. Marcus, A. Saunders and H. Tehranian (2007), “The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance,” *Journal of Banking & Finance*, 31, 1771-1794.
- Dechow, P., and D. Dichev, 2002, “The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors,” *The Accounting Review*, 77, 35-59
- Friedman, R., and D. Krackhardt(1997), “Social Capital and Career Mobility: A Structural Theory of Lower Returns on Education for Asian Employees,” *Journal of Applied Behavioral Science*, 33(3), 316-334
- Gugler, K., D. Mueller and B. Yurtoglu(2008), “Insider Ownership, Ownership Concentration and Investment Performance: An International Comparison,” *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 688-705.
- Grossman, S., and O. Hart(1980), “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation,” *Bell Journal of Economics*,

- 11, 42- 64.
- Hartzell, J., and L. Starks(2003), "Institutional Investors and Executive Compensation," *The Journal of Finance*, 58, 2351-2374.
- Hovakimian, A., and G. Li(2010), "Shareholder Investment Horizons and Payout Policy," Working paper.
- Jiang, J.(2008), "Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt," *The Accounting Review*, 83(3), 377-416.
- Khanna, T., and K. Palepu(1999), "Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance," NBER Working Paper Series(6955).
- Lev, B., 1983, Some Economic Determinants of the Time-Series Properties of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 5, 31-38.
- Li, D., F. Moshirian, P. Pham and J. Zein(2006), "When Financial Institutions Are Large Shareholders: The Role of Macro Corporate Governance Environments. *The Journal of Finance*, 61(6), 2975 - 3007.
- Modigliani, F., and M. Miller(1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, 261-297.
- Parrino, R., R. Sias and L. Starks(2003), "Voting with Their Feet: Institutional Ownership Changes around Forced CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 68, 3-46.
- Porter, M.(1992), "Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry," *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, 4-16.
- Ross, S.(1997), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach," *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Sachs, J., and A. Warner(1995), "Economic Reform and the Process of Global Integration," *Bookings Papers on Economic Activity*, 25th Anniversary Issue.
- Shleifer, A., and R. Vishny(1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 95, 461-488.

An Effect of Investment Horizons of Institutional Investors on Firm Value

Sang Cheol Lee* · Yunkeun Lee**

Abstract

We examine the relationship between investment horizons of institutional investors and firm value. In addition, we investigate whether the effect of investment horizons of institutional investors on firm value is more powerful in the companies with institutional investors as outside block-holders than in firms without them. Using a comprehensive sample of 6,550 non-financial firm-year data listed on the Korea Stock Exchange from 2003 to 2014, we find that investment horizon of institutional investors has a positive relation to the firm value. Furthermore, such association is more prevailing in the firms with institutional investors as outside block-holders than in companies without them. This findings indicate that long-term investment of institutional investors increases firm value and such relation is much stronger in the firms with institutional investors as outside block-holders who are independent from management and have incentives to monitor management.

Key words: institutional investors, investment horizons, outside block-holders, firm value

* Professor, College of Business Administration, Dongguk University-Seoul, First author

** Ph.D., The Graduate School of Dongguk University-Seoul, Corresponding Author

- 저자 이상철은 현재 동국대학교 경영대학 회계학과 교수로 재직 중이다. 연세대학교 상경대학 경영학과를 졸업하였으며, 연세대학교 대학원에서 경영학석사 및 박사를 취득하였다. 주요 연구분야는 기업지배구조, 성과관리 및 경영자보상 등이다.
- 저자 이윤근은 현재 한국씨티은행 부장으로 재직 중이며 동국대학교 회계학과 시간강사를 겸임하고 있다. 연세대학교 상경대학 응용통계학과를 졸업하였으며, 한국과학기술원 경영대학원 금융공학 석사를 졸업하고, 동국대학교에서 박사를 취득하였다. 주요 연구분야는 기업지배구조, 성과관리 등이다.