



저작자표시-비영리 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)



2010년 2월
박사학위논문

기업지배구조지수와 기업가치의 관련성에 관한 실증적 연구

– 기업집단별 분석을 중심으로 –

조선대학교 대학원

경영학과

한경희

기업지배구조지수와 기업가치의 관련성에 관한 실증적 연구

– 기업집단별 분석을 중심으로 –

An Empirical Study on the Relationship between Corporate
Governance Indexes and Firm Value.

2010년 2월

조선대학교 대학원

경영학과

한경희

기업지배구조지수와 기업가치의 관련성에 관한 실증적 연구

– 기업집단별 분석을 중심으로 –

지도교수 이 계 원

이 논문을 경영학 박사학위 논문으로 제출함.

2009年 10月

조 선 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

한경희의 박사학위 논문을 인준함.

인
위원장 조선대학교 교수 _____

인
위원 조선대학교 교수 _____

인
위원 서강정보대학교 교수 _____

인
위원 목포대학교 교수 _____

인
위원 조선대학교 교수 _____

2009年 12月

조 선 대 학 교 대 학 원

< 목 차 >

ABSTRACT

제1장 서 론	1
제2장 이론적 배경 및 선행연구	3
제1절 이론적 배경	3
1. 이해일치가설	4
2. 경영자안주가설	4
3. 절충가설	5
4. 무관련가설	6
제2절 선행연구	7
제3장 기업지배구조 제도와 평가모형	14
제1절 기업지배구조의 정의	16
제2절 기업지배구조의 체계	17

제3절 한국의 기업지배구조 제도	20
제4절 한국기업지배구조개선 지원센터의 평가모형	30
제4장 연구가설 및 모형	33
제5장 실증분석	38
제1절 표본의 선정	38
제2절 변수의 정의	38
제3절 실증분석 결과	43
1. 기술통계량	43
2. 상관관계 분석	45
3. 회귀분석 결과	48
제6장 연구 결과 및 시사점	91
참고문헌	94

<표 차례>

< 표 1 > 사외이사제도 연혁	22
< 표 2 > 사외이사 선임비율	22
< 표 3 > 상장회사 사외이사 현황	24
< 표 4 > 소액주주권리 관련 법 규정	28
< 표 5 > 주식매수선택권 제도	29
< 표 6 > 기업지배구조 평가항목	31
< 표 7 > 기업지배구조 우수기업에 대한 우대조치	32
< 표 8 > 연구모형 검증을 위한 패널구성	37
< 표 9 > 기술통계량	44
< 표 10 > PBR과 변수간 상관관계 분석	45
< 표 11 > Tobin-Q와 변수간 상관관계 분석	46
< 표 12 > 기업지배구조지수와 PBR의 관계	48
< 표 13 > 기업지배구조지수와 Tobin-Q의 관계	49
< 표 14 > 자본규모별 기업지배구조지수-KCGI, CGI1과 PBR의 관계	51
< 표 15 > 자본규모별 기업지배구조지수-CGI2, CGI3과 PBR의 관계	52
< 표 16 > 자본규모별 기업지배구조지수-CGI4, CGI5와 PBR의 관계	52
< 표 17 > 자본규모별 기업지배구조지수-KCGI, CGI1과 Tobin-Q의 관계	55
< 표 18 > 자본규모별 기업지배구조지수-CGI2, CGI3과 Tobin-Q의 관계	55
< 표 19 > 자본규모별 기업지배구조지수-CGI4, CGI5와 Tobin-Q의 관계	56
< 표 20 > 산업구분에 따른 종합기업지배구조지수-KCGI와 PBR의 관계	59
< 표 21 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI1과 PBR의 관계	60
< 표 22 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI2와 PBR의 관계	61
< 표 23 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI3과 PBR의 관계	62

< 표 24 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI4와 PBR의 관계	63
< 표 25 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI5와 PBR의 관계	64
< 표 26 > 산업구분에 따른 종합기업지배구조지수-KCGI와 Tobin-Q의 관계	65
< 표 27 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI1과 Tobin-Q의 관계	66
< 표 28 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI2와 Tobin-Q의 관계	67
< 표 29 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI3과 Tobin-Q의 관계	68
< 표 30 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI4와 Tobin-Q의 관계	69
< 표 31 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI5와 Tobin-Q의 관계	70
< 표 32 > 재벌여부에 따른 기업지배구조지수-KCGI, CGI1과 PBR의 관계	71
< 표 33 > 재벌여부에 따른 기업지배구조지수-CGI2, CGI3과 PBR의 관계	73
< 표 34 > 재벌여부에 따른 기업지배구조지수-CGI4, CGI5와 PBR의 관계	74
< 표 35 > 재벌여부에 따른 기업지배구조지수-KCGI, CGI1과 Tobin-Q의 관계	75
< 표 36 > 재벌여부에 따른 기업지배구조지수-CGI2, CGI3과 Tobin-Q의 관계	77
< 표 37 > 재벌여부에 따른 기업지배구조지수-CGI4, CGI5와 Tobin-Q의 관계	78
< 표 38 > 지배구조지수그룹에 따른 기업지배구조지수-KCGI, CGI1과 PBR의 관계 ..	80
< 표 39 > 지배구조지수그룹에 따른 기업지배구조지수-CGI2, CGI3과 PBR의 관계 ..	82
< 표 40 > 지배구조지수그룹에 따른 기업지배구조지수-CGI4, CGI5와 PBR의 관계 ..	83
< 표 41 > 지배구조지수그룹에 따른 기업지배구조지수-KCGI, CGI1과 Tobin-Q의 관계 ..	85
< 표 39 > 지배구조지수그룹에 따른 기업지배구조지수-CGI2, CGI3과 Tobin-Q의 관계	86
< 표 40 > 지배구조지수그룹에 따른 기업지배구조지수-CGI4, CGI5와 Tobin-Q의 관계	88

< 그림 차례 >

< 그림 1> 연구모형	37
--------------------	----

ABSTRACT

An Empirical Study on the Relationship between Corporate Governance Indexes and Firm Value.

By Han, Kyoung-Hee

Advisor : Prof. Lee, Kay-Won, Ph. D.

Department of Business Administration

Graduate School of Chosun University

These days, as more attention has been paid to improvement of corporate governance, it is necessary for our country to pour more efforts into it. Therefore, this study obtained *PBR* and *Tobin-Q*, indexes of firm values and analysed the relations between corporate governance indexes and firm value using *KCGI* and *CGI1~CGI5* of each firm. However, previous studies presented opposite explanation of the relations. Therefore, this study was to identify why such results were obtained and analyse the relations more specifically using panels and sub-corporate governance indexes, aiming to use the results as investment indexes.

For the study, we analysed: 1) the relations between corporate governance indexes and firm value as in previous studies; 2) differences according to capital size(large, medium and small); 3) differences between industries according to classification standard by an exchange as previous studies did not present whether corporate governance indexes are related to firm value in what industry though they concluded there were differences in the relations according to industries; and 4) differences between chaebol and non-chaebol based on the classification of groups by Korea Fair Trade Commission as previous studies examined whether there is difference between business

groups targeting top thirty chaebol firms in the country; and 5) analysed corporate governance indexes through panels from top, middle and bottom firms so as to identify whether there are differences between corporate governance indexes and value of firms with high indexes and those with low indexes.

The samples of corporate governance indexes used were from data obtained from 2004 to 2007, but as they were the results of interviews from 2003 to 2006, corporate financial data were obtained from 2003 to 2006, which was the same period as analysis of corporate governance behaviors. Thus, this study identified the relations between corporate governance and firm value and the results are presented as follows:

First, we verified the hypothesis that firms with good corporate governance have good firm value. As there was a statistically significant relation between *PBR* and *Tobin-Q*, the above hypothesis was supported.

Second, in an analysis using capital size as panels, in respect to *KCGI*, there was a significant positive relation between *PBR* and *Tobin-Q* of large firms. And in respect to sub-corporate governance of each section, there were significant positive relations between *CGI1~CGI4* of large business groups. However, there was a significant negative relation only in *CGI5* of small business groups.

Third, as a result of analysing differences according to kinds of industries based on classification of industries by Korea Fair Trade Commission, in case of using *KCGI*, there were statistically significant *PBR* and *Tobin-Q* in food and beverage, medicinal supplies, chemistry, non-metal minerals, machines, steel in metal, and pulp and wooden materials, but there was no statistically significant *Tobin-Q* and *CGI3*. therefore, it is judged that they can be used as an index of investment portfolio for efficient investment.

Fourth, when the relations between corporate governance and firm value of chaebol and non-chaebol were analysed, it was verified that there were

statistically significant relations between *PBR* and *Tobin-Q* in sub-indexes of *KCGI*, *CGI1*~*CGI4* of chaebol business groups, but, there were statistically significant negative relations in *CGI5*.

Finally, this study analysed the relations using corporate governance indexes of top, middle and bottom firms and found that there were statistically significant positive relations between *PBR* and *Tobin-Q* of middle groups. In respect to sub-corporate governance indexes, there was no statistically significant relation between *CGI1* and *CGI2*. For *CGI3*, *PBR* had a significant negative relation and *Tobin-Q* had no statistically significant relation between sub-groups. And for *CGI4*, there were statistically significant positive relations between *PBR* and *Tobin-Q* of middle groups and for *CGI5*, *PBR* showed no statistically significant relations while *Tobin-Q* had statistically significant relations between sub-groups.

The results of the study are summarized: in analysing corporate governance indexes with *PBR* and *Tobin-Q* as subordinate variables, it was verified that large firms, firms in chaebol groups, and firms engaging in food and beverage, medicinal supplies, chemistry, non-metal minerals, machine, steel and metal, and pulp and wooden materials have higher firm values. Therefore, it is suggested that the investment to such firms is highly profitable.

제 1 장 서 론

최근 수년 동안 전 세계적으로 기업지배구조의 개선과 경영투명성 제고에 관한 논의가 주요 화두가 되어 왔는데, 여기에서 기업지배구조(corporate governance)란 기업경영을 감시하는 장치로서 이해관계자들의 권익을 보호하기 위해서 기업 경영에 관한 책임을 효과적으로 배분하고 수행하는 시스템이다.

좋은 기업지배구조가 중요한 이슈로 대두되는 이유는 무엇보다도 좋은 방향과 좋은 통제를 통하여 기업자원을 효율적으로 배분하고 활용하여 기업의 지속 성장·발전에 도움을 주는 장치라는 인식 때문이다.

기업지배구조는 역사와 문화의 소산으로 각 나라별로 특장(特長)이 있으나, 그 출발점이 경영진의 전횡방지 장치이든, 대주주의 전횡억제 장치이든, 기업지배구조의 핵심은 기업경영에서 견제와 균형의 원리가 원활히 작동되도록 하는 것이다.

그러나 우리나라의 경우에는 과거 고도의 압축 성장 과정에서 효율성 추구위주로 기업경영을 할 수 밖에 없는 여건이었기 때문에 기업 내부의 통제시스템 구축에 많은 배려를 하지 못했고, 투자자나 주주들 역시 시장을 통한 경영통제에는 다소 무관심하였던 것이 사실이다. 하지만 이러한 효율성 중심의 기업지배구조로 인하여 경영투명성이 낮아졌고, 결국에는 그 목표였던 효율성마저도 떨어뜨리는 결과를 가져와 국제신뢰도 하락과 경제위기 상황을 초래한 원인의 하나로 인식되기에까지 이르렀다. 1997년 초유의 국가적 경제 위기였던 IMF를 겪어 경영투명성과 책임경영을 깊이 인식하고 있던 차에 2001년에 발생한 엔론사태는 다시 한번 그 경각심을 일깨우는 사건이 되었다. IMF와 세계은행은 우리나라뿐만 아니라 1997년 외환위기를 겪은 다른 아시아 국가들의 경우에도 위기발생의 원인 중 하나로서 기업지배구조의 문제를 들고 있다.

OECD에서 공표된 기업지배구조 모범규준은 세계적으로 보급되어 우리나라도 한국기업지배구조개선지원센터에 의해 1999년 기업지배구조 모범규준이 제정되었다.

OECD 기업지배구조 모범규준에 의하면 기업지배구조는 기업내부에 제한되어 정의되는 것이 아닌 광범위한 구성요소를 포함하고 있다. 즉, 기업외부의 규제체계 내지 감독체계, 주주 권리의 법적보호, 종업원이나 채권자 등 이해관계자의 권리존

중, 회계 및 감사기준 등의 공시와 투명성, 그리고 이사회 구성과 운영 등을 포함한 포괄적인 기업지배구조 체계를 규정하고 있다. 이에 우리나라는 1999년 3월에 경영자, 금융계대표, 회계 및 법률자문가, 학계대표 등 14명으로 민간자율위원회로서 기업지배구조개선위원회가 설립되어 기업지배구조 모범규준을 제정하고 2003년 개정작업을 통해 우리 기업들이 바람직한 기업지배구조를 확립하는 데 필요한 가이드라인을 제시하고 있다.

기업지배구조개선위원회에서 제정된 기업지배구조 모범규준은 유로머니, ISS 등 세계 유수 기관의 지배구조평가모형과의 비교를 통해 세밀하고 공정한 심사로 좋은 결과를 얻었으며, 이미 지난 2001년부터 매년 평가를 실시해오고 있다.

따라서 본 연구에서는 전 세계적으로 기업지배구조 개선에 대한 중요성과 관심이 고조되고 있는 상황에서 국내의 기업지배구조지수와 기업가치(PBR, 토빈Q)와의 관계를 검증하고자 한다.

이를 위하여 본 연구는 기업가치변수인 PBR과 토빈Q를 이용하여 개별기업의 종합지배구조지수와 부문별 하위기업지배구조지수간의 관계를 분석하였다.

또한, 선행연구¹⁾들과는 달리 기업지배구조개선지원센터의 기업지배구조지수를 각각의 배점을 기준으로 기업이 어느 정도 획득하였는지를 파악하여 변수로 사용하였다. 본 연구에서는 먼저 1) 기존 선행연구와 같이 기업지배구조와 기업가치와의 관계를 재조명하여 보고, 종합적이고 세분화된 분석을 하기 위하여 2) 자본금규모별(자본금 기준 : 대형, 중형, 소형) 패널을 구성하여 자본규모별 차이가 있는지를 살펴보고, 3) 기존 연구에서는 단편적으로 산업별 차이가 있다는 결론을 나타내고 있으나, 어떠한 산업에서 기업지배구조와 더 높은 관련성을 가지고 있는지를 명확하게 밝히는 연구가 미흡하여, 본 연구에서는 거래소의 산업구분을 이용하여 어떠한 산업에서 더 관련성이 있는지를 살펴보며, 4) 기존의 선행연구

1) Black, Jang and Kim(2003)은 2001년도에 실시한 설문조사 결과를 근거로 총 123개의 설문문항 중 38개를 선별하여 주주 권리와 이사회 구성, 이사회 운영, 공시 및 투명성 등으로 4개 하위지수를 구성하고, 여기에 지배-소유일치도를 추가하여 총 5개 하위지수로 종합지수를 산출하여 분석하였으며, 윤봉한과 오재영(2005)은 2003년 기업지배구조평가항목 86개중 41개를 선택하여 기업지배구조지수를 산출하고, 이 지수를 설명변수로 하여 개별기업의 기업성과와 기업가치에 미치는 영향을 연구하였으며, 이장희와 김연화는 2003년도의 설문 조사 값을 비교분석의 편의를 위하여 하위지수 값을 100점 만점으로 표준화하여 연구에 사용하였다.

에서는 우리나라 30대 재벌기업을 대상으로 기업 집단 간 차이가 있는지를 살펴보았는바, 본 연구에서는 재벌기업에 속하는 기업과 속하지 않는 기업 간의 차이를 살펴보기 위하여 공정거래위원회의 집단별 구분을 기준으로 재벌기업과 비재벌기업을 구분하여 차이를 검증하였으며, 5) 마지막으로 기업지배구조지수가 높은 기업과 낮은 기업에서 기업지배구조지수와 기업가치의 차이가 존재하는지를 검증하기 위하여 기업지배구조지수를 상·중·하의 그룹으로 패널을 구성하여 분석하였다.

본 연구는 제1장 서론, 제2장에서는 이론적 배경 및 선행연구를 검토하고, 제3장 기업지배구조 제도와 평가모형에 대해서 살펴보고, 제4장에서는 연구가설 및 모형을 설정하고, 제5장에서는 실증분석 결과를 제시하며, 제6장에서는 연구의 결과 및 시사점을 제시하는 것으로 구성한다.

제2장 이론적 배경 및 선행연구

제1절 이론적 배경

Berle and Means(1932) 이래, Jensen and Meckling(1976) 등의 연구로 그 틀을 갖추게 된 대리인이론은 정보가 균등한 시장상황에서 자본구조, 배당정책, 경영자 보상체계결정 등 다양한 경제적 현상을 설명하는데 유용한 이론적 모델이다. 전통적인 기업이론에서는 구성원간의 이해관계를 무시하고 기업조직을 단순히 기업 전체의 이익을 극대화 하고자 하는 단일의 조직체로 취급하였다. 이에 반해 대리인이론에서는 기업조직 구성요소들이 자신의 이익 극대화를 추구하는 합리적 경제인이라는 전제하에, 자신의 이익에 따라 동기 유발되는 생산요소들 간의 계약 관계의 집합으로 보고 있다. 이러한 계약관계에서 발생하는 문제를 대리인문제라고 하며, 대리인이론은 이러한 일련의 행위를 위탁-수탁관계의 시각에서 분석하고 있다. 주인과 대리인간에는 이해의 불일치로 인해 자원의 최적배분을 저해하는 대리문제가 발생하는데, 그 본질은 양자간의 정보비대칭에 있다. 즉, 주인이

대리인의 행동을 완전하게 관찰할 수 없다는 것이다. 이러한 정보 불균형의 상태에서 도덕적 해이가 나타난다. Jensen and Meckling(1976)은 대리인비용을 발생 원천에 따라 감시비용, 확증비용, 잔여손실로 구분하였으며, 더불어 자금조달 관계에 따라 지분의 대리인비용과 부채의 대리인비용으로 분류하여 두 가지 대리인 비용을 최소화하는 최적 소유구조를 제시하고 있다. 대리인이론을 연구한 기존의 선행연구들에 따라 대리인 이론은 다음과 같이 분류할 수 있다.

1. 이해일치가설

Berle와 Means(1932)와 Jensen과 Meckling(1976)의 고전적 대리인이론에 기초한 이해일치가설은 경영자의 지분이 상승할수록 경영자와 외부주주 사이에 갈등이 줄어들고 이해가 일치한다는 것이다. 즉 경영자 지분이 늘어나면 기업가치는 대리인비용의 감소로 증가하게 된다는 것이다.

Demsetz와 Lehn(1985)은 기업의 소유구조에 따라서 기업가치의 차이가 발생한다는 가설에 대하여 실증분석을 하였다. 그 결과, 기업의 소유구조는 기업가치 극대화와 일치하는 방향으로 변동한다는 것을 밝혔다.

Holderness와 Sheehan(1991)은 동종산업내에서 50% 이상의 지분이 소유되고 있는 대주주기업과 20% 이상의 대주주가 없는 기업을 대상으로 소유구조에 따른 기업가치의 차이를 분석한 결과, 회계적수익률을 사용한 경우에는 소유구조에 따른 차이는 나타나지 않았으나 Tobin의 Q를 사용한 경우에는 두 집단의 소유구조에 차이가 나타난다고 주장하였다.

2. 경영자안주가설

경영자의 소유지분이 증가함에 따라 경영자가 기업가치 극대화보다 자신의 사적이익을 위해 행동하게 되고 그에 따라 기업가치가 하락한다는 주장을 뒷받침하는 가설이 경영자안주가설이다.

Monsen, Chiu와 Cooley(1968)는 소유와 경영의 분리에서 오는 동기적 요인이 미시

경제학적 입장에서 기업자원의 효율적 배분보다 기업가치에 더 큰 영향을 줄 수 있을 것이라고 보았다. 즉 이들은 경영 지향적 기업에서 경영자의 목표는 자기의 효용을 극대화하는 것에 있으며, 이는 기업가치의 극대화에서 벗어나는 것이라고 해석하였다.

3. 절충가설

절충가설이란 지분율과 기업가치와의 관계가 경영자의 지분율이 증가함에 따라 기업의 자원을 경영자 자신의 이익을 위하여 사용하려는 성향과 경영자의 이해를 외부주주들과 일치시키려고 노력하는 성향 중, 보다 강한 성향에 따라 그 결과가 달라진다는 주장이다. 절충가설은 구간에 따라 이해일치가설과 경영자안주가설을 모두 지지하는 결과를 나타냄으로써 이론적으로 양 가설을 평가할 수 없다는 주장이다.

Morck, Shleifer와 Vishny(1988)의 연구결과는 기업소유집중율과 기업가치 대용변수인 Tobin의 Q값 사이에는 단순한 선형관계가 아니라 지분율 수준에 따라 서로 다른 관계를 가지는 것으로 나타났다. 즉, 이사회의 지분율이 0%~5% 구간에서는 Tobin의 Q값이 증가, 5~25%에서는 반대로 감소, 25% 이상 구간에서는 다시 증가하였다.

Stulz(1988)는 기업인수권시장의 중요성에 초점을 맞추어, 경영자에 의해 소유된 의결권의 비율이 합병가능성과 합병시 제공하는 프리미엄 모두에 영향을 미친다고 주장하였다. 기업가치와 경영자에 의해 소유되는 지분율 사이에는 곡선관계가 성립하므로 경영자 지분율이 50%에 도달하면 기업인수가 성공할 가능성은 0에 가깝게 되어, 이 때 기업가치는 최저치에 도달한다고 주장하였다.

McConnell과 Servaes(1995)는 기업가치는 기업내부자, 대량주식보유자, 소액투자가, 기관투자가 사이의 지분분포의 함수관계에 의하여 결정된다고 보고, 소유구조가 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 기업가치와 내부자 지분율과의 관계를 분석한 결과, 표본년도에서 모두 강한 곡선관계를 가지는 것으로 나타났다. 또한 기관투자가 지분율도 기업가치와 유의적인 관계를 가지는 것으로 나타났다. 반면에 대량주식보유자 지분율은 기업가치에 독립적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

한편, 국내연구로는 김주현(1992)과 김우택, 장대홍과 김경수(1993) 등의 연구를 들 수 있다. 김주현(1992)은 Morck, Shleifer와 Vishny(1988)의 분석방법을 원용한 선형

회귀모형을 사용하였는데 모형의 설명변수로 기관투자가 지분, 상장경과기간, 기업규모, 부채비율, 성장성, 제조업과 비제조업, 업종 더미변수를 사용하였다. 연구결과, 부채비율과 업종 더미변수를 제외한 변수는 통계적 유의성을 발견할 수 없었다. 그리고 소유구조와 기업가치 간에는 대주주 지분율이 40%까지 증가하면 Tobin-Q가 감소하였으나, 40%를 넘어서면 다시 상승하였다.

김우택, 장대홍과 김경수(1993)는 김주현(1992)의 연구가 대체원가 추정을 장부가치로 한 한계를 극복하기 위해 투자유가증권, 유형고정자산 및 토지에 대해 대체원가를 추정하여 사용하였다. 또한 전문경영인 없이 대주주가 직접 경영에 참가하는 경우를 경영주주업체로, 분리된 경우를 지배주주업체로 구분하여 분석하였다. 경영주주업체의 분석에서 광고선전비, 연구개발비, 부채 및 재벌과 비재벌 더미를 설명변수로 하여 검정한 결과, 지분율 20%를 전후로 급속히 Tobin의 Q가 상승하다가 감소하고 다시 25% 구간에서 재상승하나 이 구간은 유의하지 않았다. 그러나 전문경영체제의 경우 구조적 전환점이 발견되지 않고 지분율 증가에 따라 Tobin의 Q가 감소하는 것으로 나타났다.

4. 무관련가설

기업가치는 기업의 지배유형보다는 앞으로 기대되는 가치에 대한 합리적 투자 또는 분산(divest)에 의해서 결정된다는 이론이 무관련가설이다.

Herman(1981)은 경영자의 지분율과 기업가치 사이에 정(+) 또는 부(-)의 관계가 있다고 보는 이해일치가설 및 경영자안주가설에 대해 회의적인 견해를 보였다. 과거 실증연구는 연구에서 이용된 통계처리방식의 불완전함, 지배유형의 모호한 구분, 표본 기업의 규모상의 비동질성 등으로 인하여 한계점이 존재한다고 주장하였다. 또한 경영자 혁명이 경제적 성과에 영향을 미치기 어려움으로 경영자 지배현상은 절대적인 기업규모의 증가, 다각화, 기업구조와 내부통제제도의 재조직, 법적 환경의 변화 등과 같은 다른 중요한 영향요인들과 함께 이루어진다고 주장하였다.

제2절 선행연구

최근 기업지배구조의 일부 구성요소가 아닌 기업지배구조점수를 이용한 연구들이 진행되고 있다. 김진배(2004a)는 기업지배구조를 전체적으로 평가하려는 이유로 기업지배구조의 한 요소의 영향을 과연 전체의 영향에서 떼어 낼 수 있는가 하는 문제와 연관되어 있다고 보았다. 기업지배구조의 한 요소가 기업의 한 특성에 영향을 미친다는 실증분석의 결과가 있을 때, 그 영향은 그 특정요소의 영향만이 아니라 기업지배구조가 총체적으로 미치는 영향일 수 있기 때문이다. 이러한 문제는 기업지배구조의 특정 요소가 기업이 선택할 수 있고 단기간에 변화시킬 수 있는 제도적인 요소일 때 더욱 그러하다.

기업지배구조를 측정하는 지수는 국가의 기업지배구조 수준을 측정한 지수와 개별기업의 기업지배구조를 측정하는 지수로 나눌 수 있다.

최근에 들어서 학계와 재계에서 많은 기업지배구조를 측정하고 지수화하려는 연구와 개발이 활발히 이루어지고 있다.²⁾ 이들 기업지배구조지수를 이용한 연구들에서는 일부의 연구를 제외하고 기업지배구조와 기업가치 사이의 관계에 대해 대체로 선행연구들은 기업지배구조의 전반적인 수준이 높을수록 기업가치는 증가한다는 결과를 보여주고 있다.

Gompers et al.(2003)은 Investor Responsibility Research Center(IRRC)가 조사한 기업내에 기업지배구조 관련 규정들의 존재 유무로서 기업지배구조지수를 측정한 후, 기업지배구조가 좋은 회사의 특성에 관하여 조사하였다. 기업지배구조가 최고인 그룹에 속하는 기업들의 주식을 사고 기업지배구조가 최저인 그룹에 있는 기업들의 주식을 파는 주식투자전략을 시도한 결과, 8.5%의 비기대 주식수익률을 올릴 수 있는 것으로 나타났다. 또한, 강한 주주권리 보호 규정을 가진 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치, 이윤, 매출성장이 상대적으로 높고, 자본지출이 적은 것으로 나타났다.

2) 기업지배구조를 측정하고 지수화하려는 학계의 노력은 Gompers et al.(2003), Durnev and Kim(2003), Klapper and Love(2003), Black et al.(2003) 등이 있다. 산업계에서는 Credit Lyonnais Securities Asia(CLSA), Standard & Poor's, Investor Responsibility Research Center(IRRC), Governance Metrics International(GMI), The Corporate Library 등이 개별기업의 기업지배구조를 평가하는 지수를 상업적으로 개발하였다.(김진배 2004a).

Mitton(2002)은 동아시아 5개국(인도네시아, 한국, 말레이시아, 필리핀, 태국)의 398개 기업을 대상으로 개별기업의 자료를 이용하여 아시아 금융위기 기간 동안에 기업지배구조가 주식수익률에 중요한 영향을 미쳤음을 발견하였다. 이 연구는 금융위기 기간 동안 기업지배구조가 중요한 역할을 할 수 있었던 이유로 첫째, 이 금융위기 기간 동안 투자수익률이 저하되면서 지배주주들에게는 소수주주의 부를 침해하려는 유인이 증가하였고 둘째, 이 금융위기 기간 동안 투자자들이 기업지배구조의 중요성에 대하여 인지하기 시작했다고 보았다. 이러한 논의에 따라 금융위기 기간 동안의 주가는 소유 집중도가 높은 기업은 기업성과가 더 악화되었으며, 집중화된 기업(diversified firms)이 단일부분의 기업(single-segment firms) 보다 부분간 투자기회의 변동성이 높은 것을 발견하였다.

Drobetz et al.(2003)은 독일기업을 대상으로 개별기업의 기업지배구조의 차이가 기대수익률에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과, 기업지배구조 등급(CGR: Corporate Governance Rating)과 기업가치 사이에는 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났으며, 배당수익률이나 PER을 자본비용 대용치로 사용할 경우 기대수익률은 CGR과 강한 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 또한, high-CGR 기업을 매수하고 low-CGR 기업을 매도하는 투자전략은 약 12%의 초과수익률을 획득하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 high-CGR 기업의 경우 대리인 비용이 적고 지배구조의 기능이 제대로 작동하기 때문으로 이해될 수 있다.

Bauer et al.(2003)은 2000년과 2001년에 FTSE Eurotop 300에 포함된 기업들을 표본으로 기업지배구조가 주식수익률, 기업가치, 그리고 재무적 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 이 연구는 각 연도별로 2000년에 249개 및 2001년에 269개 기업의 Deminor's Corporate Governance Ratings를 이용하여 분석하였다. 연구결과, 기업지배구조는 주식수익률 및 기업가치(Tobin's Q)와 유의적인 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이들 관계는 국가 간 차이를 통제할 경우에는 약한 관계로 나타났다. 한편, 기업지배구조는 NPM(Net-Profit-Margin)나 ROE로 측정되는 재무적 성과에 대해서는 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Gompers et al.(2003)의 연구와 상반된 결과이다.

Durnev and Kim(2003)은 27개국 859개 기업의 지배구조와 투명성 자료를 이용하여 성장기회가 클수록, 외부 자본조달(external financing)에 대한 필요성이 클

수록, cash flow rights가 집중화되어(concentrated) 있을수록 지배구조와 공시의 질이 높은 것을 발견하였고, 지배구조와 투명성 등급이 높은 기업들은 주식시장에서의 평가(Tobin's Q)가 더 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 투자자 보호가 미약한 나라에서 더욱 강하게 나타났는데 이것은 기업들이 효율적인 지배구조를 수립함으로써 빈약한 법적 환경에 대해 스스로 적응하고 있음을 의미하는 것이다.

Klapper and Love(2002)는 25개국의 495개 대규모 기업을 대상으로 CLSA의 기업차원의 기업지배등급(CLSA's Firm-Level Corporate Governance Ranking)을 이용하여 기업지배구조가 개선될수록 영업성과가 향상되고 시장의 평가(Tobin's Q)가 증가한다는 결과를 발견하였다. 특히, 기업차원의 지배구조 내용은 법적 환경이 미약한 국가에서 더 중요한 것으로 나타났는데 이는 Durnev and Kim(2003)의 결과와 유사한 결과이다.

Bai et al.(2003)은 2000년에 상해증권거래소와 심천증권거래소에 1,004개 기업을 대상으로 기업지배구조와 기업가치(Tobin's Q) 사이의 관계를 분석하였다. 연구 결과, 최대주주를 제외하고 2번째부터 10번째까지 지분율이 높은 주주들의 주식 소유비중이 높을수록, 외국인투자자가 주식을 보유한 기업일수록, 그리고 사외이사 비중이 높은 기업일수록 기업가치는 증가되는 것으로 나타났다. 한편, 최대주주의 지분율이 높을수록, 모회사가 존재하는 경우, 최대주주가 정부인 경우에는 기업가치가 오히려 감소된 결과를 보였다. 기업지배구조 수단들을 일괄적으로 기업가치에 대한 설명변수로 하는 회귀분석을 실행할 경우, 설명변수들 사이에 다중공선성이나 내생성의 문제가 나타날 수 있어 결국 연구결과에 왜곡을 가져올 수 있으므로 Bai et al.(2003)은 기업지배구조 수단들이 갖는 모든 정보내용을 포함하는 기업지배구조지수에 대해 주성분분석을 이용하여 요인을 찾아낸 후, 이 지수가 기업가치에 미치는 영향을 조사하였는데, 유의적인 양(+)의 관계가 관찰되었다.

Beiner et al.(2004)은 2002년도 스위스의 109개 기업을 대상으로 서베이에 의한 자료를 기초로 기업지배구조지수를 개발하고, 이 지수가 기업가치(Tobin's Q)에 미치는 영향을 분석하고, 기업지배구조지수 산정에 포함되지 않은 기업지배구조 변수들 사이의 상호관련성을 분석하였다. 연구결과, 기업지배구조지수는 기업가치

에 유의적인 양(+)의 관계를 미치는 것으로 나타났다. 이러한 관계는 기업지배구조 관련 변수들 사이의 상호관련성과 이를 변수와 기업가치 사이의 내생성을 통제한 경우에도 나타났다. 또한, 이러한 내생성으로 인하여 기업가치는 기업지배구조지수, 부채비율, 사외이사 비율에 대하여 역의 인과관계를 동시에 갖는 것으로 나타났다.

그리고 일부 기업지배구조 변수들 중에서 이사들의 지분율과 부채비율, 그리고 사외이사 비중 사이에는 상호 대체관계가 있는 것으로 나타났다.

이상의 연구들은 공통적으로 기업지배구조와 기업가치 사이에 유의적인 양(+)의 관계가 있다는 것을 보여주고 있는 반면, 다음의 두 가지 연구는 유의적인 음(−)의 결과를 보여주고 있다.

Mak and Kusnadi(2002)는 1999년과 2000년도 271개의 싱가포르 기업과 279개의 말레이시아 기업을 대상으로 기업지배구조와 Tobin's Q 사이의 관계를 분석하였다. 연구결과, 이사회 규모는 Tobin's Q와 유의적인 음(−)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. Coles et al.(2001)은 144개의 기업을 대상으로 기업지배구조와 EVA 및 MVA 사이의 관계를 분석하였다. Coles et al.(2001)은 이전의 연구들이 한 두 개의 기업지배구조 수단에만 초점을 맞추었다는 판단에서 여러 가지 기업지배구조 수단을 동시에 고려하였다. 분석에 사용된 기업지배구조 수단들은 CEO가 이사회 의장을 겸임하는가 여부, 이사회 내 사외이사 비율, CEO 지분율, 이사회 내 이사들의 지분율, CEO 보상, Blockholders의 지분율을 사용하였다. 연구결과, 기업지배구조는 기업성과에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이세용(2004)은 Ohlson(1995) 모형을 이용하여 기업지배구조와 기업가치와의 관련성을 분석하였다. 연구결과, 첫째, 기업지배구조 변수들을 개별적으로 분석하는 경우와 이 변수들을 모두 동시에 분석하는 경우 동일 변수임에도 기업가치를 설명하는 각 변수들의 회귀계수의 부호와 유의수준에는 상당한 차이가 있는 것으로 나타났다. 이 연구는 이러한 결과에 대해 전자의 경우에는 생략된 변수의 문제가 나타나고 반대로 후자의 경우에는 변수들 사이의 상호종속성으로 분석 결과에 편의(bias)가 나타났을 가능성을 시사한 것으로 보았다.

둘째, 위에 언급한 문제점을 인식하여 Bai et al.(2003)에 따라 주성분분석을 이용하여 기업지배구조지수를 개발하고 이로부터 기업가치와의 관련성을 분석하였

는데, 기업지배구조지수는 기업가치와 유의적인 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 또한, 기업지배구조와 기업가치 사이에 존재할 수 있는 내생성을 통제한 후에도 기업지배구조지수와 기업가치 사이의 관계는 여전히 유의적인 것으로 나타났다.셋째, 기업지배구조지수를 여러 가지 다른 방법으로 측정해 보아도 기업지배구조와 기업가치 사이의 관계는 일관되게 유의적인 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다.넷째, 기업가치 측정치로서 Tobin's Q를 사용하는 경우에도 기업지배구조와 기업가치 사이에는 유의적인 양(+)의 관계가 나타났다.

따라서 이 연구는 이상의 결과를 종합하여 기업지배구조와 기업가치 사이에는 유의적인 양(+)의 관계가 존재한다고 결론 내리고 있다.

김진배(2004)는 기업지배구조의 수준과 이익조정의 관계를 분석하였다. 기업지배구조의 수준은 한국기업지배구조개선지원센터가 2003년에 상장기업을 대상으로 실시한 설문조사의 결과를 사용하여 측정하였다. 기업지배구조를 주주권리, 이사회 구성, 이사회 운영, 투명성의 네 부문으로 나누어 각 부문의 지수를 측정한 후 네 부문의 지수를 합산하여 종합지수를 산출하였다. 이익조정은 수정 Jones모형으로 측정한 재량적 발생액 또는 재량적 발생액의 절대 값으로 측정하였다. 연구 결과, 기업지배구조지수와 재량적 발생액의 절대값 사이에 양(+)의 관계가 있는 것을 보여주었다. 또한, 기업지배구조지수와 재량적 발생액과의 사이에도 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업지배구조의 개선이 회계정보의 신뢰성을 증대시킬 것이라는 일반적 기대와는 상반된 결과이다.

그 외에도 기업지배구조와 관련된 연구로 Bushman et al.(2004)은 주주들이 회계정보를 이용하여 기업을 효과적으로 통제하는 것이 어려울 경우, 기업과 주주 사이의 정보의 비대칭성을 극복하고자 보다 강한 기업지배구조를 구축하여 기업 경영을 통제할 것이라는 가설을 설정하고 이를 실증자료를 이용해서 검증하였다.

주주들이 회계정보를 이용하여 기업통제를 효과적으로 수행할 수 있는가를 측정하는 대용치로서 이익의 적시성을 사용하였는데 이익의 적시성은 회계이익이 같은 기간의 경제적 이익을 반영하는 정도를 나타내므로 이익의 적시성이 낮을 경우 기업은 기업지배구조를 강화하여 정보의 비대칭성으로 야기되는 도덕적 해이 문제를 극복하려는 유인이 있다고 보았다. 이익의 적시성과 기업지배구조와의 관계를 조사한 그 결과, 이익의 적시성이 낮을 경우, 기업은 주식을 사용한 경영진

의 보상체계 사용이 높고, 주식소유의 집중도가 높으며, 사외이사의 명성(reputation)이 높은 것으로 밝혀졌다. 한편, 이익의 적시성은 기존 연구에서 기업지배구조와 관계가 있는 것으로 밝혀진 기업 성장가능성, 주식수익률 변동성, 기업규모, 기업연령, CEO 재임기간 등의 변수와는 관계가 없는 것으로 나타나 기업지배구조를 결정하는 새로운 요인이라고 보고하였다.

Black, Jang and Kim(2003)은 우리나라 상장법인들을 대상으로 한국증권거래소가 2001년도에 실시한 설문조사 결과를 이용하여, 2000년도 지배구조지수를 산출하여 2000년도 재무실적과 주가를 바탕으로 지배구조와 기업가치의 관계를 연구한 결과, 지배구조가 10점(총100점) 증가 할 때 토빈Q는 0.065 증가하고 시가/장부비율(M/B)은 0.13 증가하였다. 매입보유수익률을 이용하여 지배구조와 주식수익률의 관계를 알아본 결과는 지수가 10 증가할 때 평균적으로 연 수익률이 4%에서 6%로 증가하는 것으로 나타났다. 또한, 재벌과 비재벌기업, 자산2조원 이상과 이하 등의 구분된 분석에서도 기업지배구조지수는 토빈Q와 각각 높은 유의성을 나타냈다.

윤봉한, 오재영(2005)은 2003년 한국기업지배구조개선지원센터에서 한국증권거래소 상장기업을 대상으로 실시한 기업지배구조평가 자료를 기초로 기업지배구조지수를 산출하였다. 이 지수를 설명변수로 하여 개별기업의 기업성과와 기업가치 및 주가수익률에 미치는 영향을 연구하였다. 연구결과, 좋은 기업지배구조는 기업의 성과를 개선시키고 기업의 가치를 상승시킨다는 유의한 결과를 밝혔다.

이장희, 김연화(2007)는 기업의 지배구조가 어떠한가에 따라 주식수익률에 미치는 영향을 연구하기 위하여 기업지배구조 개선을 위한 법규의 준수 내지 모범관행의 이행여부를 반영하는 자료 값을 100점 만점으로 지수화 하여 주식수익률과의 관련성을 분석하였다. 그 결과 기업의 전반적인 특성을 대표하는 기업지배구조 종합지수가 강화된 기업일수록 주식수익률이 높다는 결과를 얻었다.

이상에서 나타난 선행연구들을 종합하면, Gompers et al.(2003), Mitton(2002), Durnev and Kim(2003), Drobetz et al.(2003), Klapper and Love(2002), Bai et al.(2003), Beiner et al.(2004), 이세용(2004), 김진배(2004), Black, Jang and Kim(2003), 윤봉한, 오재영(2005), 이장희, 김연화(2007)은 기업지배구조와 기업가치에는 양(+)의 관계가 있음을 밝혀냈고, Mak and Kusnadi(2002), Coles et

al.(2001)은 기업지배구조와 기업가치에는 음(-)의 관계가 있음을 밝히고 있어, 서로 상반된 결과를 제시하고 있음을 알 수 있다. 또한 기존의 선행연구들은 기업지배구조와 기업가치와의 관계를 단편적으로 또는 기업집단별 분석 및 산업더미를 사용하여 단순하게 영향을 미치는 것만을 분석하였다. 따라서 보다 종합적이고 세분화된 연구를 통하여 기업지배구조지수가 투자지표로 활용될 수 있는 연구가 필요하리라 판단된다.

따라서 본 연구에서는 기존 선행연구와 같이 기업지배구조와 기업가치와의 관계를 재조명하여 보고, 자본금규모별(자본금 기준 : 대형, 중형, 소형) 패널을 구성하여 자본규모별 차이가 발생하는지를 살펴보고, 기존 연구에서는 단편적으로 산업별 차이가 있다는 결론을 나타내고 있으나, 어떠한 산업에서 기업지배구조와 관련성을 가지고 있는지를 명확하게 밝히는 연구가 미흡하여, 본 연구에서는 거래소의 산업구분을 이용하여 구체적으로 살펴보고 어떠한 산업에서 더 관련성이 있는지를 찾아내고, 기존의 선행연구에서는 우리나라 30대 재벌기업을 대상으로 기업 집단 간 차이가 있는지를 살펴보고 있으나, 본 연구에서는 재벌기업에 속하는 기업과 속하지 않는 기업 간의 차이를 살펴보기 위하여 공정거래위원회의 집단별 구분을 기준으로 재벌기업과 비재벌기업을 구분하여 차이를 검증하여 제시하며, 마지막으로 기업지배구조지수가 높은 기업과 낮은 기업에서는 기업지배구조지수와 기업가치에 차이가 존재하는지를 검증하기 위하여 기업지배구조지수를 상·중·하의 그룹으로 패널을 구성하여 분석함으로써 보다 종합적이고 세분화된 분석을 통하여 기업지배구조지수가 기업가치와 관계가 있는지를 제시하고 한다.

제3장 기업지배구조 제도와 평가모형

최근 들어서는 기업지배구조와 기업의 사회적 책임이라는 이슈에 대해서 많은 대중적인 관심을 보여 왔으며, 특히 미국의 일련의 회계부정 사건들이 발생되면서 기업지배구조와 재무제표의 투명성에 대한 관심도가 부각되기 시작하였다.

나아가 미국의 회계 개혁법인 사베인-옥슬리 법안이 통과되는 과정에서 세계 각국은 자국의 기업 투명성과 회계 투명성을 돌아보게 됨으로써 기업지배구조에 대한 관심도가 한층 높아지는 계기를 마련하게 되었다. 기업지배구조는 기업의 경쟁력을 결정짓는 주요한 요소로 인식되고 있으며, 세계 각국은 경쟁력 강화를 위하여 더 효과적인 기업지배구조를 구축하려는 노력을 기울이고 있다.

기업지배구조의 문제는 기업의 소유형태, 주주와 경영자 사이의 관계, 경영자의 경영방식, 기업의 의사결정과정 등에 관한 것으로서 기업지배구조는 기업의 성장 및 환경변화에 따라 변화되어 왔다.

Jensen and Meckling(1976)의 대리이론에 따르면, 이러한 소유와 경영의 분리는 위험의 효율적 이전 및 효율적 기업경영이라는 측면에서 사회의 경제적 효율성을 증대시키게 된다. 그러나 이러한 기업의 소유와 경영의 분리가 사회 전체적으로 효율성을 증대시키는 측면도 있지만, 다른 한편으로는 소유주와 경영자간의 이해상충문제를 야기하여, 결국에는 대리인 문제를 발생시킬 수 있다. 이러한 대리인 관계에서는 자본제공자로서 주인(principal)인 주주는 대리인(agent)인 경영자가 항상 주주의 이익극대화를 위하여 행동하기를 원한다. 그러나 정보비대칭 하에서 경영자가 항상 주주의 이익을 위해 행동하지는 않는다. 경영자는 자신의 이익을 위해 행동하는 경향이 있을 수 있으므로, 기업의 소유분산이 확대되고 소유와 경영이 분리됨에 따라 경영자의 경영행위에 대한 감시·감독에는 대리인비용이 발생하게 된다. 따라서 기업경영의 효율성을 제고하기 위해서는 대리인비용을 최소화하는 방향으로 기업지배구조가 변화해 나아가야 한다.

이러한 대리인비용 발생에 따른 문제는 경영자가 전문경영자든 또는 소유경영자든 발생될 소지가 모두 존재한다고 볼 수 있다. Shleifer and Vishny(1997)는 소유주 지분이 효과적으로 경영권을 행사할 수 있는 수준까지 집중될 경우 대리인

문제는 주주와 경영자간 대립관계에서 지배주주와 외부주주간 대립관계로 바뀌게 된다고 주장하였다.

La Porta et al.(1999)은 오늘날 전 세계적으로 대기업의 가장 핵심적인 대리인 문제는 지배권을 가지고 있는 지배주주가 외부주주인 소액주주의 부를 이전시키는 것이라고 지적하면서, 지배주주와 소액주주간의 대리인 문제는 대주주의 재량권을 제한하고 소액주주를 보호할 수 있는 통제장치가 별도로 제도화되지 않는 국가들에서 더욱 심각하다고 주장하였다.

우리나라의 경우는 기업의 소유와 경영뿐만 아니라 경영과 지배간의 관계에서도 잘 분리되지 않는 경우가 많기 때문에 한국의 대규모 재벌기업은 경영과 소유가 개인 차원의 최대주주에게 집중되어 있어 소유경영자의 형태로 경영에 참여하는 경향이 있다. 특히 우리나라에서 기업의 소유주 및 경영자 그룹과 기업의 소수주주 및 기업 외부 이해관계자 사이에 존재하는 정보비대칭은 기업지배구조의 문제를 첨예한 이해 갈등의 중심에 놓이게 한다(이세용 2004).

정구열 등(2002)은 재벌기업의 경우, 최대주주 지분이 증가하는 기업일수록 이익 정보의 유용성이 떨어지는 것을 발견하였고, 박종일(2003)은 최대주주지분이 증가할수록 기업의 이익조정이 증가하는 것을 발견하였다. 안홍복 등(2004)은 지배주주의 실질지분율과 현금흐름지분율간의 괴리가 클수록 이익정보의 유용성이 떨어지는 것을 발견하였다. 또한 안홍복(2004)은 지배주주의 실질지분율과 현금흐름지분율간의 괴리가 클수록 이익조정이 증가되는 것을 발견하였다.

이러한 국내 연구 결과들은 소유경영자의 지분 증가가 이해관계의 일치로 인한 효익 보다는 경영권 방호 혹은 소액주주 부의 이전으로 인한 비용이 훨씬 크다는 것을 시사하며, 소유경영자가 소액주주의 부를 회생하더라도 자신 또는 재벌그룹 전체의 부를 극대화하는 과정에서 회계정보의 투명성과 신뢰성이 낮아지고, 결국 자본시장에서는 이러한 대리인 문제의 발생가능성이 주식가치에 반영되어 주가가 저평가될 수 있음을 보여주고 있다.

그러므로 기업지배구조를 개선시키고 합리화하고자 하는 궁극적인 목적은 기업 경영에 관한 정보의 열위상태에 있는 소수주주 및 기업외부이해관계자들의 이익을 보호하는 것이다. 그 방법으로는 기업의 이해관계자들 상호간, 특히 기업내부자와 기업외부자 사이에 존재하는 정보비대칭을 감소 또는 제거할 수 있는 구조

를 고안하고 장치하는 것이다. 따라서 이러한 대리인 문제를 반영하여 경영 및 회계투명성을 제고하기 위해서는 적절히 경영자를 감시·감독하는 효과적인 기업지배구조 메커니즘이 기업내부 및 외부 모두에서 효과적으로 작동할 수 있도록 구축되어져야 한다.

제1절 기업지배구조의 정의

선진국을 중심으로 효율적인 기업지배구조는 기업경쟁력의 원천이며, 장기적이고 안정적인 기업성장의 핵심요건이라는 사회적인 인식이 확산되면서, 기업 활동의 세계화와 자본시장의 국가 간 교류가 진행됨에 따라, 기업지배구조에 관한 국제규범의 필요성이 크게 대두되었다.

이러한 배경 하에서 경제협력개발기구(OECD)는 기업지배구조원칙(OECD Principles of Corporate Governance)을 제정하여 회원국의 기업지배구조 개선에 대한 준거 기준을 제시한 바 있다.³⁾ OECD에서 제시된 기업지배구조에 대한 정의는 광의의 정의를 따르고 있으며, 그 정의는 다음과 같다.

“기업이 지도받고 통제하는 시스템. 기업지배구조는 이사회, 경영자, 주주, 기타 이해관계자 등과 같은 기업의 상이한 참여자들 간에 권리와 책임의 분배를 규정하고, 기업에 관한 의사결정의 규칙과 절차를 명확하게 설명해 주며, 이것을 실행함으로써 기업지배구조는 기업 목적이 정해지는 구조와 그러한 목적을 달성하고 성과를 감시하는 수단도 제공해 주는 시스템이다.”

OECD 기업지배구조 원칙(1999)에서 나타난 정의에 따르면, 기업지배구조는 기업의 경영과 통제에 관한 시스템으로 기업경영에서 주주와 경영진 및 기타 이해집단 간 이해관계를 조정하고, 규율하는 제도적 장치와 운영메커니즘으로 기업의 경쟁력과 나아가 국가경쟁력을 결정할 수 있는 중요한 결정요인이 기업지배구조인 것이다.

선행 연구문헌에 나타난 기업지배구조의 정의를 살펴보면, Shleifer and Vishny(1997)는

3) Organization for Economic Cooperation and Development(OECD), OECD Principles of Corporate Governance, www.oecd.org.

“A Survey of Corporate Governance”라는 논문에서 기업지배구조를 기업에 자금을 제공한 투자자들이 투자에 대한 수익을 보장받기 위하여 경영권의 자금배분에 대한 의사결정을 감독하고 통제하는 방법이라고 정의하고 있다.

한편, 한국의 법무부 자문단은 2000년 6월에 발표한 기업지배구조 최종보고서 및 법 개정 권고안에서 기업지배구조를 다음과 같이 정의 내린 바 있다.

“한국 및 기타 다른 국가에서 ‘기업지배구조’라 함은 일반적으로 기업, 특히 상장기업의 의사결정방법 및 의사결정과정의 투명성, 주주, 이사, 경영자 및 직원의 책임, 투자자들에 대한 정보공시 그리고 소수주주의 보호에 관한 사항을 결정하는 법규 및 시장관행을 포함하는 넓은 의미로 사용된다. 기업지배구조는 회사의 보호, 증권거래법 상장 규칙을 포함한 증권법, 상장기업에 적용되는 회계기준, 경쟁법 또는 반독점법 및 파산법 등의 문제와 관련이 있다. 기업지배구조는 또한 정부의 규제, 기업과 그 주주를 규제하는 규제기관 및 해당 법령의 준수를 확보하기 위한 규제기관의 조치를 포함한다. 기업지배구조는 또한 주주, 이사, 경영자와 규제기관이 기업지배에 관한 분쟁을 해결하고 정부규정을 집행하기 위해 법원을 이용하기 때문에 법원도 포함한다.”

이러한 한국의 법무부 자문단에 의한 기업지배구조에 대한 정의는 광의의 정의로서 기업이 경영되는 전반적인 구조를 나타내는 말로 기업지배구조의 형태는 기업내부의 의사결정과 관련된 제도 및 법률 등에 의해 결정되는 것으로 기술되어 있다.

제2절 기업지배구조의 체계

기업지배구조는 기업의 지배구조시스템에서 경영기능(경영자), 감독기능(이사회와 감사위원회), 감사기능(내부감사인과 외부감사인), 감시기능(증권거래위원회, 기준재정기관, 규제기관), 이용자기능(투자자, 채권자, 기타 이해관계자) 등을 수행하는 참가기관간의 상호작용으로 간주될 수 있다(Rezaee 2002).

Rezaee(2002)와 유사하게 박경서 · 조명현(2003)의 경우도 기업지배구조를 내부메커니즘과 외부메커니즘으로 구분하고 있다. 내부메커니즘은 흔히 내부지배구조

라고도 하며 경영자에 대한 효과적인 감시 및 감독을 위해 기업내부에 설정된 제반 장치를 의미하는 것으로 보았다. 이러한 내부지배구조는 의사결정관리와 내부 결정 통제기능의 분리, 주식소유분포(대주주, 경영자 지분), 이사회 구성(사내이사, 사외이사), 내부감사 혹은 감사위원회, 인센티브 보수체계(스톡옵션, 성과급) 등의 적절성에 의해 그 효율성이 결정되며, 그에 반해 외부매커니즘인 외부지배구조는 자본시장, 기업지배시장(위임장 경쟁, 기업합병 및 인수), 경영자 노동시장, 채권단에 의한 기업 감시 및 파산절차 등의 적절성에 의해 그 효율성이 결정된다. 이외에도 외부매커니즘의 경우를 광의로 볼 때에는 외부감사인, 규제기관, 기준제정기관, 투자자 및 채권자를 포함한 자본시장 참여자, 기타 기업보고서의 이용자 등을 포함하는 것으로 보았다.

한편, 김성훈·박철순(2000)은 기업지배구조 체계를 경영자의 의사결정 행위 등을 통제하는 기업지배구조의 통제가 기업내부에서 이루어지는가, 아니면 외부에서 이루어지는가에 따라 내부통제 메커니즘(internal control mechanism)체계와 외부통제 메커니즘(external control mechanism)체계로 나누었다. 내부통제 메커니즘은 기업의 장기적인 성과와 대리인(경영자)의 부를 일치시키는 스톡옵션과 같은 인센티브 계약(Demsetz 1983)과 이사회제도(Fama and Jensen 1983)를 포함하며, 소유와 경영이 분리되고, 이에 따라 경영과 통제가 가장 큰 책임을 가지는 것으로 보았다.

신현한 등(2003)은 기업지배구조 중 내부지배구조는 주식소유와 이사회구성 등을 이용하여 경영자의 의사결정에 대한 감시와 견제를 할 수 있도록 해주는 내부 메커니즘을 의미하는 것으로 보았으며, 내부지배구조를 구성하면서 기업경영활동에 대한 주요 감시자 역할을 하는 주체로는 외부 대주주와 외부(사외)이사를 들었다. 외부통제 메커니즘의 경우는 경영자의 노동시장, 주식시장, 기업지배권시장(M&A시장; Jensen and Ruback 1983), 제품시장(Williamson 1963)을 포함한다고 보았다.

기업소유권과 지배권의 형태는 연구자의 관점에 따라 다양하게 분류될 수 있다. 함시창(2003)은 La Porta et al.(1998, 1999, 2000)의 연속된 논문인 “Law and Finance”, “Corporate Ownership around the World”, “Investor Protection and Corporate Governance” 등에 기초해서 기업지배구조의 분류를 영미계통의 소유분

산형(dispersed ownership) 특징을 가진 외부자 체계(outsider system)와 독일과 일본 등의 집중형소유구조(concentrated ownership)의 내부자 체계(insider system)로 구분하고 있다. 외부자 체계는 주로 미국과 영국에 보편적인 지배구조로서 주식 소유권이 광범위하게 분산되고 주주에 대한 책임을 강조하는 주주모형에 기초한 지배구조라는 특징을 가지며, 외부자 체계 기업들의 목적은 주주와 채권자들의 부의 극대화 또는 이윤의 극대화이며, 기업의 실적은 주식가격에 기초한 기업의 시장가치로 평가된다고 보았다. 외부자 체계에서 기업들은 소유권이 광범위하게 분산되어 있으므로 소유와 경영의 분리가 일반적인 현상이며, 능력 있는 전문경영인의 영입이 가능하다. 이들의 경영실적은 기업이윤의 규모에 의해 명확히 결정되어 평가된다는 점에서 기업은 효율적으로 경영될 수 있다.

La Porta et al.(2000)에 따르면, 분산된 주식구조는 투명성과 외부주주를 전제로 하는 만큼 외부자 체계에서는 기업관련 정보의 적절한 공개와 주주 및 채권자와 같은 외부투자자의 보호를 위한 법률적 장치의 확립과 그 집행에 더 적극적이다. 따라서 외부자 체계에서는 외부투자자에 대한 법적 보호수준이 높고, 많은 외부투자자들이 주식과 채권에 투자하고 있으며, 그 결과 내부자 체계의 자본시장에 비해 외부자 체계의 자본시장이 일반적으로 규모가 더 크며, 상장기업의 수도 상대적으로 더 많은 특징을 가진다(La Porta et al, 1998, 1999, 2000). 이처럼 영미 계통을 외부자 체계로 분류하는 이유는 법률체계에 의해 외부투자자의 권한이 적극적으로 보호되고 기업지배구조의 중심이 기업의 외부자들에게 있기 때문이다.

그에 반해 내부자 체계는 주로 유럽 국가들과 일본에서 볼 수 있는 기업지배구조 체계로서 기업의 의사결정에 주주, 경영자, 종업원, 은행 등의 금융기관, 고객, 공급자 등 모든 이해관계자들을 고려하는 이해관계자모형에 기초하고 있다.

합시창(2003)은 이상의 외부자 체계와 내부자 체계 문제점을 대리인 비용 입장에서 각각 설명하고 있으며, 그 주된 내용은 다음과 같다. 외부자 체계의 가장 심각한 문제점은 주주-대리인문제(principal-agent problem)이며, 분산형 소유구조의 경우 소유와 경영이 분리되어 있으므로 경영인들이 회사 자원을 기업가치 극대화가 아닌 사적이익추구(expropriation)에 사용하는 것을 막기가 어렵다는 것이다. 대리인 비용의 발생을 막기 위해서는 전문경영인에 대한 적절한 감독이 필수적이다.

외부자 체계의 문제는 경영자 감독이 지나치게 이루어짐에 따라 경영성과에 근거한 주주총회에서의 빈번한 경영자 교체를 두려워하는 경영자들이 업적향상을 위하여 장기적 안목보다는 단기적 안목에서의 단기투자나 단기 경영성과 및 회계부정 등에 치중한다는 점이 지적될 수 있다.

내부자 체계의 가장 큰 문제점은 실적평가기준이 다양하므로 기업실적과 경영자 능력을 객관적으로 판단하기 어렵다는 점을 들 수 있으며, 손실이 발생된 기업이라도 여러 기준 중 일부를 만족시킬 경우 경영자에 대한 문제이 어렵고, 이러한 내재적 비효율성이 누적될 경우 기업실적은 침체될 수 있다. 또한, 내부자 체계 하에서 지배주주들은 주식의 상당부분을 집중적으로 소유할 뿐 아니라, 기업지분의 상호주식보유(cross-shareholdings), 피라미드 구조 또는 이중주식제도 등의 방식에 의해 소유지분 이상의 투표권을 확보하려는 경향이 있다(Fan and Wong, 2001).

제3절 한국의 기업지배구조 제도

IMF 이후 우리 사회에서의 화두는 기업지배구조의 개선과 경영 투명성 제고에 귀착되고 있다고 하여도 과언이 아닐 것이다. 그리고 기업지배구조의 개선을 위해 수회에 걸친 기업과 관련한 많은 법률, 특히 상법, 증권거래법 및 독점규제법 및 공정거래에관한법률 등의 개정이 이루어져 왔고, 이를 통하여 과거의 제도가 개정되었거나 또는 신제도가 새롭게 생겨나게 되었다. 특히 우리나라 이사회의 현실은 대표이사나 특정 지배주주가 결정한 사항에 대하여 단순히 추인하는 기관이거나 자기감독기관에 불과하다는 비판이 일자, 이러한 한계점을 극복하기 위하여 도입된 제도가 바로 사외이사제도였다. 경제위기 이후 이사회제도를 정상궤도에 안착시키기 위한 정부의 노력에 따라 사외이사제도 및 감사위원회제도가 도입되었고, 이사회를 사외이사 중심으로 개선하여 경영자의 기업경영활동에 대한 적절한 견제와 통제를 통해 경영투명성 및 회계투명성 제고 및 기업의 건전한 지배구조를 개선시키기 위해 여러 제도적인 정책들이 도입되었다.⁴⁾

IMF 이후 우리나라의 기업지배구조가 어떻게 바뀌었는가를 알아보기 위하여 기

업지배구조와 관련된 사외이사제도, 감사위원회, 소액 주주권리 제도 등에 대해 살펴보기로 한다.

1. 사외이사제도

이사회의 경영자에 대한 감시 및 규율 기능은 대리인 문제를 통제하는 효과적인 도구이다. 이사회 제도를 통해 전문경영인에 의한 의사결정 관리기능을 이사회의 의사결정 통제기능과 분리하여 효과적으로 대리인비용을 통제하고 지배구조의 실질적 개선을 도모할 수 있다.

그러나 우리나라의 이사회는 최고의사결정기구로서의 역할을 수행하는 데 제한적 역할만을 수행해 왔으며, 이러한 문제는 특히, 대규모 기업집단 소속 기업들에 게서 심각한 문제가 되어 왔다. 이와 같이 형식적으로 운영되던 이사회제도를 개혁하여 기업경영통제장치의 역할을 수행하게 하고 지배 대주주에 기인한 외부주주들의 피해를 최소화하기 위하여 외환위기 이후 사외이사 제도를 도입하였다.⁵⁾

사외이사제도는 투자자에게 정보공시를 강화할 목적으로 1950년대 미국에서 처음으로 제도화된 후 전 세계로 확산되어 왔다.

영국은 1992년 기업지배구조모범규준을 제정하면서 사외이사의 선임을 권고하였고, 이후 일본 등도 사외이사제도의 강화를 통해 회계부정사건에 대처하고 있다.

우리나라의 경우, 1996년 현대종합상사가 민간기업 최초로 사외이사를 임명하였고 1997년 포항제철이 상장기업 최초로 도입하였다. <표 1> <표 2>를 살펴보면 우리나라의 사외이사제도의 변천과 선임비율을 알 수 있다.

4) 우리나라 상법상의 주식회사의 경영관리기관의 현황 및 문제점에 관한 보다 자세한 사항은 강희갑 (1999)의 논문인 “주식회사의 지배구조와 미국법상의 경영관리구조”나 정찬형(1998) 논문인 “기업경영의 투명성 제고를 위한 주식회사의 지배구조의 개선”을 참조하기 바란다.

5) 사외이사제도는 사내이사보다는 사외이사가 경영자에 대한 감시기능을 보다 잘 수행할 것이라는 점에 기반하고 있다. 만약, 사외이사가 경영자에 대한 감시기능을 수행하는 데 중추적인 역할을 한다면 이사회의 구성이 매우 중요한 문제로 대두될 것이다. Weisbach(1988)는 이 점을 실증분석을 통해 확인하였는데 그에 따르면 사외이사가 다수를 차지하는 이사회가 내부경영진을 효과적으로 통제하는 역할을 수행한다.

사외이사제도가 규정된 것은 1998년 2월 개정된 '증권거래법'이다.⁶⁾ 동법은 1998년 기업지배구조 개선에 의한 경영진의 책임강화를 위해 유가증권상장규정에 상장법인은 이사 수의 4분의 1 이상(최소 1인)을 사외이사로 선임할 것을 의무화하였다.

< 표 1 > 사외이사제도 연혁

연도	주요 내용	관련 근거
1998. 2	· 상장법인 사외이사 선임 의무화 (이사 총수의 1/4 이상, 최소 1인 이상)	유가증권 상장규정
1999. 9	· 기업지배구조개선위원회에서 기업지배구조모범규분 제정 · 금융기관과 대규모공개기업(자산1조원 이상)은 1/2 이상 (최소 3인 이상)	기업지배구조 모범규준
2001. 3	· 코스닥 상방법인에 대해서도 선임의무화 (자산1천억 원 미만 벤처기업 제외) · 대규모기업(자산 2조원 이상)과 금융기관은 이사총수의 1/2 이상 사외이사 의무화 · 대규모기업(자산 2조원 이상)의 사외이사후보추천위원회 설치 의무화	증권거래법
2003. 2	· 사외이사의 수는 최소 2인 이상 · 대규모공개기업(자산 1조원 이상)은 과반수 (최소 3인 이상)	기업지배구조 모범규준
2003.12	· 자산 2조원 이상 주권상장법인 또는 코스닥상장법인 : 3인 이상 및 이사총수의 과반수	증권거래법

< 표 2 > 사외이사 선임비율

구분	선임비율
주권상장법인	· 이사총수의 1/4 이상(증권거래법 제191조의16 1항) · 자산 2조원 이상 주권상장법인 또는 코스닥상장법인 : 3인 이상 및 이사총수의 과반수 (증권거래법 제191조의16 1항 단서)
금융지주회사	· 이사총수의 1/2 이상(금융지주회사법 제40조 1항)
간접투자자산운용사	· 이사총수의 1/2 이상(간접투자자산운용법 제10조 1항)
은행	· 전체 이사수의 50/100 이상(은행법 제22조 2항)
상호저축은행	· 이사총수의 1/2 이상(상호저축은행법 제10조의3 1항)
종합금융회사	· 이사총수의 1/2 이상(종합금융회사에 관한 법률 제5조 1항)
보험회사	· 이사총수의 1/2 이상(보험법 제15조)

6) 1980년대 국내 법정기업 및 국영기업 등에 '비상임이사'라는 명칭으로 사외이사와 유사한 제도가 있었으나 경영진 감독 및 규율보다는 지배주주의 편의를 위해 사용된 경우가 대부분이었다.

1999년 9월에 기업지배구조개선위원회는 기업지배구조모범규준을 통해 이사회가 독립성을 유지할 수 있는 규모의 사외이사를 두어야 하며, 금융기관과 대규모 공개기업에 대해 전체 이사의 2분의 1이상(최소 3인 이상)을 사외이사로 선임할 것을 권고하였다.

나아가 2001년 3월 개정된 ‘증권거래법’은 협회등록법인의 지배구조 강화와 사외이사제도의 개선을 위해 협회등록법인에 대해서도 사외이사 제도를 도입하고, 대형 협회등록법인에게도 대형 상장법인과 동일한 지배구조를 적용할 것을 명시하였다. 또한, 대형 상장법인과 협회등록법인에 대한 규정도 강화하는 데, 첫째, 소수주주가 추천한 사외이사후보를 후보추천위원회가 주주총회에서 추천할 것을 의무화하고, 둘째, 감사위원회 위원인 사외이사를 주주총회에서 선임하는 경우 주주의 의결권을 3% 이내로 제한하여 지배 대주주의 전횡을 방지하며, 셋째, 감사위원회 위원장은 사외이사가 담당하게 하여 실질적인 경영진 감시가 이루어지도록 제도적 장치를 마련하였다.

2003년 12월 개정된 ‘증권거래법’은 총 이사 수의 과반수 이상(최소 3인 이상)을 사외이사로 선임할 것을 의무화하여 사외이사 비중을 확대하였다.

이 같은 사외이사 관련 제도의 도입 및 강화로 상장회사의 사외이사 비율은 지속적으로 증가하고 있다.⁷⁾ <표 3>에 나타나듯이 전체 이사 중 사외이사의 비율이 1999년 24.8%에서 2005년 현재 38.9%로 증가하였고, 기업 당 사외이사의 수 또한 2001년을 제외하고는 매년 증가하고 있는 추세이다. 사외이사의 이사회 참석률 또한 지속적으로 증가하여 단순한 감독자에서 회사경영에 적극적으로 참여한 모습을 보이고 있다.

그러나 이 같은 외형적인 증가에도 불구하고 사외이사가 경영의 감시자로서의 역할을 효과적으로 수행하고 있는가에 대해서는 논란이 존재한다. 사외이사가 그 역할을 수행하기 위해서는 독립성이 전제가 되어야 하는데, 우리나라의 경우 최대주주 및 주요 주주의 추천에 의해 임명되는 사외이사의 비율이 76%에 달해 그 독립성이 의문시 된다.^{8) 9)} 또한, 사외이사의 보상수준 또한 매우 낮은 수준에

7) 코스닥등록법인은 주권상장법인에 비하여 적은 수의 사외이사를 임명하고 있는데 평균적으로 2003년 1.45명, 2004년 1.49명, 2005년 1.42명의 사외이사를 선임하고 있다(상장회사협의회, 주권 및 코스닥 상장법인 사외이사 선임현황분석)

며 물고 있어 기업 감시의 유인을 제공하고 있는가에 의문이 제기된다.¹⁰⁾

< 표 3 > 상장회사 사외이사 현황

구 분	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
대상회사 수(개)	701	693	684	669	676	668	655
총 이사 수(명)	4,850	4,601	4,336	4,108	4,133	4,103	4,055
기업 당 이사 수(명)	6.92	6.64	6.34	6.14	6.11	6.14	6.19
사외이사 수(명)	12.4	1,418	1,421	1,356	1,399	1,437	1,454
기업 당 사외이사 수(명)	1.72	2.05	2.08	2.03	2.07	2.15	2.22
사외이사비율(%)	24.8	30.8	32.8	33.0	33.8	35.0	38.9
사외이사 이사회 참석률(%)	-	53.5	60.3	67.4	67.8	69.6	70.4

자료 : 상장회사협의회

2. 이사회 내 위원회

이사회 내 위원회는 이사회로부터 위임받은 업무에 대하여 이사회의 권한을 행사하는 이사회의 하부조직을 의미하며, 이사회의 효율적인 운영과 의사결정의 객관성 및 전문성을 확보하기 위한 것으로, 법이 도입되기 전부터 실무상으로는 각종 위원회를 두고 있었다.

사외이사후보추천위원회는 자산 2조원 이상 주권상장법인 및 코스닥상장법인은 사외이사후보를 추천하기 위한 위원회 설치를 의무화(증권거래법 제191조의 16 3 항)하였으며, 위원회 구성시 위원 중 1/2 이상을 사외이사로 하여야 한다고 규정하였다.

기업지배구조법규준 6.2 원칙(추천위원회의 설치 및 역할)을 살펴보면, 사외이사후보추천위원회를 대체하며 이의 진전된 형태로 추천위원회 설치를 권고하고 추천위원회는 최고경영자와 이사후보를 주주총회에 추천하고, 이사회 요청에 따라 각 위원회 위원을 이사회에 추천하는 역할을 수행한다고 하였다.

8) 상장회사협의회(2003), 사외이사제도 및 운영개선에 관한 의견

9) Shivedasani and Yermack(1999)은 최고경영자가 이사의 선임에 관여하는 경우 기업가치가 하락함을 실증적으로 확인하고 사외이사의 독립성이 훼손되는 경우 시장은 이를 부정적으로 해석한다고 주장하였다.

10) 상장회사협의회(2003), 사외이사제도 및 운영개선에 관한 의견

보상위원회의 경우 기업지배구조모범규준에서는 보상위원회 설치를 권고하고 있으며, 특히 대규모 공개기업(자산 1조원이상)의 경우에는 설치하여야 한다는 원칙을 천명하고 있다.(기업지배구조 모범규준 6.2 원칙)

3. 감사위원회

감사위원회는 감사에 갈음하여 이사의 업무집행과 회계를 감사할 권한을 가진 이사회 내 위원회의 하나로서 필요 상설기관을 말한다.

출자자 즉, 사원의 이익과 회사채권자의 이익보호라는 측면에서 종래 두어왔던 감사제도의 문제점이 지적되어 오던 중 국제금융기관의 요청에 의해 정부가 이를 수용하여 감사위원회를 설치토록 하였다.

상법 제415조의2 1항에 의거 주식회사에 있어 감사와 선택적 감사기관으로 규정하고 있으며, 증권거래법에 따르면 자산총액 1천억 원 이상인 주권상장법인 또는 코스닥상장법인은 상근감사와 감사위원회를 선택적으로 둘 수 있다. 또한, 자산 2조원이상인 주권상장법인 또는 코스닥상장법인은 감사위원회를 의무적 설치할 것을 명시하고 있다.

감사위원회 설치를 의무화한 법률적 근거를 살펴보면, 간접투자자산운용업법(동법 제12조), 금융지주회사법(동법 제41조), 여신전문금융업법(동법 제50조의5 1항), 은행법(동법 제23조의2 1항), 상호저축은행법(동법 제10조의4 1항), 종합금융회사에 관한 법률(동법 제5조의2 1항), 보험업법(동법 제16조 1항)등에서 근거를 살펴볼 수 있다.

감사위원회의 구성은 상법, 증권거래법, 간접투자자산운용업법, 금융지주회사법 등에서 규정하고 있는데 그 내용을 살펴보면, 총 위원의 3분의 2 이상이 사외이사이어야 하며, 위원 중 1인 이상은 회계 또는 재무전문가를 포함하고 있어야 한다. 또한, 감사위원회의 대표는 사외이사이어야 하며, 위원회의 결의로 대표할 자를 선정하고, 수인의 위원이 공동으로 대표할 것으로 정하는 것도 가능하다고 규정되어 있다.

4. 감사

감사는 이사의 업무집행 및 회계 감사를 주된 임무로 하는 주식회사에 있어 필수 상설기관이다. 우리나라 상법상 감사는 형식상 업무감사권과 회계감사권을 갖는 강력한 기관이지만, 실무상 독립성과 실효성(전문성)이 확보되지 못한 경우가 많다.

감사의 선임은 주주총회의 보통결의로 선임되며, 발행주식 총수의 3을 초과하는 주식을 보유한 주주는 감사 선임시 그 초과분에 관하여 의결권을 행사하지 못하며, 주권상장법인 또는 코스닥상장법인으로서 자산총액 1천억 원 이상인 법인은 1인 이상의 상근감사를 두어야 한다.

5. 소액주주의 권리 강화

현대 기업의 일반적인 특징이라고 할 수 있는 소유와 경영의 분리 외에 우리나라 기업, 특히 기업집단의 가장 큰 특징 중 하나는 소유-지배의 괴리도가 크다는 데 있다. 회사의 실질적인 주인을 주주라 할 때 소유와 경영의 분리와 소유와 통제의 분리는 주요 의사결정에서 의사결정권한을 가지고 있는 사람이 그의 이익과 합치하는 방향으로 기업의 중요 의사결정을 한다는 점에서 유사한 측면이 있다. 이 같은 소유와 통제의 괴리는 소수지배주주에 의한 다른 주주들의 권리침해 및 이익침해를 유발하는 원인으로 지적되어 왔다. 예를 들어 La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer(1999)는 기업집단의 피라미드식 소유구조 등을 통해 현금흐름권과 통제권 사이에 괴리가 발생하며 그 결과 소액주주의 권리가 침해될 가능성이 높다는 사실을 지적하였다.

이 같은 문제점을 시정하기 위하여 소액주주 권리 강화를 위해 소액주주의 권리 를 행사하기 위한 요건들을 완화하여 경영진을 견제하는 것이 가능하도록 하였는데 그 내용은 다음과 같다.¹¹⁾

11) 소액주주의 권리를 규정한 법규로는 상법, 증권거래법, 금융지주회사법 등이 있다. 상법은 일반 주식회사에, 증권거래법은 상장법인과 협회등록법인, 금융지주회사법은 금융회사를 그 대상으로 하는 것으로, 소액주주의 권리의 내용은 동일하나 행사요건에는 차이가 있다. 이하에서는 증권거래법을 중심으로 소수주주권의 내용을 논의하고 있다.

1997년 1월 개정된 ‘증권거래법’은 소액주주가 일정한 사항을 주주총회의 안건으로 제안할 수 있는 권리인 주주제안권의 요건을 상장기업에 대하여 3%에서 1%로 완화하여 주주제안이 용이하도록 하였다.¹²⁾

이사, 감사, 청산인 등이 그 직무에 관하여 부정행위, 또는 법령이나 정관을 위반한 중대한 사실이 있음에도 불구하고 주주총회에서 그 해임을 부결한 때에는 총회결의가 있는 날로부터 1개월 내에 그 이사의 해임을 법원에 청구할 수 있는 이사·감사·청구인의 해임청구권을 1998년 1%에서 0.5%로 완화하였다.

또한, 대표소송권의 행사요건을 1%에서 0.01%로 크게 완화하였다. 만약 회사의 이사가 경영상의 책임으로 회사에 손해를 끼친 경우, 회사는 해당 이사를 상대로 그 책임을 추궁하는 소송을 제기할 수 있으나, 이 경우 소송의 당사자는 이사이기 때문에 이사가 이사를 상대로 그러한 소송을 제기하는 것은 현실적으로 불가능하다. 대표소송권은 이와 같은 상황에서 소수주주가 회사에 대해 해당 이사를 상대로 손해배상 등 책임을 묻는 소송을 제기할 것을 요구하고, 만약 회사가 이를 거부하는 경우 직접 소송을 제기할 수 있는 권리로 이사가 충실험무를 수행하지 않은 경우 퇴임한 이후에도 소송을 제기할 수 있다. 이사가 법 또는 정관에 위반한 행위를 하여 이로 인해 회사에 회복할 수 없는 손해가 생길 우려가 있는 경우에는 감사 또는 소수주주는 회사를 위하여 해당 이사에 대하여 그 행위를 유지할 것을 청구할 수 있는 권리인 위법행위의 유지청구권의 행사조건은 0.5%에서 0.05%로 완화되었다.

12) 그러나 모든 사항에 대해 주주제안이 허용되는 것이 아니다. 주주제안의 내용이 다음에 해당하는 경우 주주제안이 금지된다. ① 주주총회의 의결사항이 아닌 사항, ② 주주총회에서 부결된 내용과 동일한 의안을 부결된 날부터 3년 내에 다시 제안하는 경우, ③ 주주 개인의 고충에 관한 사항, ④ 합병, 영업양수 또는 양도 및 제3자에 대한 신주발행에 관한 사항, ⑤ 증권거래법 제191조의 13에서 규정하는 소수주주권에 관한 사항, ⑥ 임기 중에 있는 임원의 해임에 관한 사항, ⑦ 회사가 실현할 수 없는 사항, 주주총회의 의안으로 상정할 만한 실익이 없거나 부적합한 사항 또는 제안 이유가 명백히 허위이거나 특정인의 명예를 훼손하는 사항.

< 표 4 > 소액주주권리 관련 법 규정

관련 법	상법	증권거래법*	금융지주회사법**
대표소송권	1%	0.01%	0.01%
이사위법행위 유지 청구권	1%	0.05%(0.025%)	0.25%(0.125%)
이사/청산인 해임 청구권	3%	0.5%(0.25%)	0.25%(0.125%)
회계장부 열람 청구권	3%	0.1%(0.05%)	0.5%(0.25%)
주주제안권	3%	1%(0.5%)	0.5%(0.25%)**
임시주주총회 소집 청구권	3%	3%(1.5%)	1.5%(0.75%)**
업무/재산상태 검사인 선임 청구권	3%	3%(1.5%)	1.5%(0.75%)

* 6개월 이상 계속 보유한 경우에 한함.

** 의결권이 있는 주식 기준비율.

*** ()는 자본금이 1,000억 원 이상인 대기업.

6. 경쟁력 집중의 억제

경쟁력 집중의 억제 정책으로는 상호출자의 금지 및 출자총액의 제한, 계열사 간 채무보증의 제한, 금융회사 또는 보험회사의 의결권 제한, 대규모 내부거래의 사전 이사회의결 및 공시, 비상장회사 등의 중요사항의 공시 등 6가지를 규정하여 시행하고 있다.

7. 주식의 공개매수

주식의 공개매수란 신문 등을 통하여 대상기업의 주주들을 상대로 일정한 매수 가격을 제시하고 그에 응하여 매도의사를 표시한 주주들의 주식을 장외에서 매수 함으로써 단기간 내에 대상기업의 경영권을 장악하는 일련의 행위를 말하며, 주주들이 충분한 정보 없이 성급한 매도를 하여 손해를 입는 것을 방지하기 위하여 증권거래법이 규제하고 있다. 당해 매수 등을 하는 날부터 과거 6개월간을 매수 기간으로 하며, 유가증권시장 또는 코스닥시장 밖에서 10인 이상의 매수상대방을 대상으로 매수, 교환, 입찰, 기타 유상양수의 방법을 통하여 보유주식이 5%에 해당되어야 한다.

8. 주식매수선택권

회사의 정관이 정한 바에 따라 주주총회의 특별결의로 회사의 설립·경영 또는 기술혁신에 기여했거나 할 수 있는 회사의 이사, 감사, 피용자에게 미리 정한 가액으로 신주를 인수하게 하거나, 자기주식을 매수할 수 있는 권리를 주식매수선택권이라 하며, 미국에서 널리 유행되고 있는 스톡옵션 제도를 도입한 것으로 1999년 상법 개정으로 신설되었으며, 임원이나 종업원에게 장차 주식매입으로 인한 이득을 동기로 하여 근로의욕을 고취시키기 위한 것이다.

< 표 5 > 주식매수선택권의 제도

구 분	상 법	증권거래법
부여요건	정관에 근거(제340조의3 1항)	정관에 근거(제189조의4 1항)
부여자격	회사의 설립·경영 등에 기여하거나 기여할 수 있는 회사의 이사, 감사, 피용자(제340조의2)	회사의 설립·경영 등에 기여하거나 기여할 수 있는 법인과 관계회사의 임직원(제189조의4 1항, 시행령 제84조의 6 1항)
부여총량의 제한	선택권의 행사로 발행할 신주 또는 자기주식은 회사의 발행 주식총수의 10%를 이하(제340조의2 3항)	- 주주총회의 특별결의 : 회사발행주식총수의 15%이하 (제189조의4 3항) - 이사회의 결의 : 발행주식 총수의 10% 이하
부여절차	주주총회의 특별결의	주주총회의 특별결의 및 이사회 결의
행사절차	- 행사방법 : 청구서 회사에 제출 - 행사기간 : 선택권자가 2년 이상 재임 또는 재직해야만 가능 - 납입 : 행사가액의 전액	- 행사기간 선택권자가 2년 이상 재임 또는 재직하여야 행사가능
행사효과	- 주주가 되는 시기 : 납입할 때 - 선택권자는 주주명부 폐쇄기간 중에는 권리를 행사할 수 없음 - 선택권 행사한 날로부터 2주간 내에 변경등기를 하여야 함	
이전	- 선택권자는 그 권리를 타인에게 양도할 수 없음 - 입질이나 압류도 불가능 - 다만, 선택권자의 사망 시 상속은 가능	
상 실	- 선택권 부여의 주주총회 결의일로부터 2년 내에 사임할 때 - 정관으로 선택권부여 취소에 관한 사항을 규정하여 둔 경우 이사회 의 결의로 가능	- 선택권 부여의 주주총회 결의일로부터 2년 내에 사임할 때

9. 주식대량 보유신고

주식대량 보유신고란 주권상장법인의 주식을 일정비율이상 보유하게 된 경우에 그 보유상황을 금융감독위원회와 증권선물거래소에 보고하도록 하는 제도이며, 주식투자자에게 주식의 집중에 관한 정보를 제공하여 주식가치 판단에 도움을 주며 경영진에게 경영권방어를 위한 시간을 부여하며, 인수기업에게는 인수에 나설 시간을 부여하기 위하여 시행되는 제도이다.

제4절 한국기업지배구조개선 지원센터의 평가모형

세계화된 자본시장에서 모범적인 기업지배구조는 투자결정에 매우 중요한 요소이다. 우리 기업이 장기자금을 안정적으로 조달하기 위해서는 신뢰할 수 있고 국제적으로 통용될 수 있는 지배구조를 갖추어야 한다. 이러한 시대적 요청에 부응하기 위하여 한국기업지배구조지원센터에서는 우리 기업이 대내외적으로 신뢰받고 경영의 투명성과 효율성을 높일 수 있는 바람직한 기업지배구조의 방향을 제시하기 위하여 모범규준을 제정하였다. 우리 기업이 처한 경영환경의 특수성을 고려하면서도 국제적인 기업지배관행에 부합하는 원칙과 기준을 모범규준에 마련하였다. 한국기업지배구조개선위원회는 기업의 바람직한 기업지배구조를 확립하는데 필요한 가이드라인을 설정하고 이를 지원하기 위해 1999년 3월에 설립된 민간자율위원회로서, 국내 상장기업을 대상으로 지배구조 실태에 관한 평가모형을 운용하고 있다. 실질적인 평가수행은 2001년 1차년도 증권거래소 주관으로 이루어졌으며, 2002년부터는 동 업무가 한국기업지배구조개선지원센터의 설립과 함께 업무가 이관되어 집행되고 있다. 1-2차년도는 상장기업을 대상으로, 2003년부터는 코스닥 등록법인 등을 포함하여 대상이 확대되어 평가되고 있다

< 표 6 > 기업지배구조 평가항목

항 목	배 점	주요내용
주주 권리보호	90점	<ul style="list-style-type: none"> - 기업지배구조현장 및 임직원 윤리규정의 도입 - 집중투표제 및 서면투표제 도입 - 이사 시차임기제 도입여부 - 이해관계자의 지분율 - 최대주주들과의 거래실적 - 주주제안, 위임장 권유안내 등 소액주주 보호여부 등
이사회 구성 및 운영	90점	<ul style="list-style-type: none"> - 사외이사 선임비율 및 이사회참석률 - 이사회 안건에 대한 사외이사의 반대 또는 수정의견 제시 등 - 사외이사 추천형태, 이사들의 주식보유 현황 - 추천위원회, 보상위원회 설치, 대표이사와 이사회 의장의 분리 - 성과 연동형 스톡옵션의 부여 - 이사회 활동의 자체평가 및 평가결과 공시
공시(투명성)	60점	<ul style="list-style-type: none"> - IR실적, 자진, 조회, 정정공시 등 공시실적 - 개별이사의 이사회 참석률 공시 및 찬반여부 공시 - 인터넷 홈페이지, 감사보고서 등의 영문 공시 여부 등 - 이사 개인별 보수총액 공시 여부
감사기구	50점	<ul style="list-style-type: none"> - 감사위원회의 설치, 구성, 운영 - 내부신고자 보호제도의 구축여부 - 외부감사인의 추천형태, 컨설팅 여부
경영의 과실배분	10점	<ul style="list-style-type: none"> - 기간 배당수익률, 자사주 매입 - 3년간 평균배당성향, 중간배당
총 점	300점	

< 표 7 > 지배구조 우수기업에 대한 우대조치

구분	주권 상장법인	코스닥 상장법인
최우수기업	<ul style="list-style-type: none"> - 표창 - 당해 연도의 연 부과금 및 변경 (추가) 상장수수료 납부면제 - 인터넷 홈페이지 등 공시매체에 최우수기업 선정사실을 1년간 공표 및 홍보 - 증권시장 종합홍보관 내 설치된 「명예의 전당」에 등재하여 증권시장 관람객에게 홍보 - 한국거래소가 주관하는 국내외 IR에 우선적 기회 부여 	<ul style="list-style-type: none"> - 표창 - 당해 연도의 연 부과금 및 변경 (추가) 상장수수료 납부면제 - 인터넷 홈페이지 등 공시매체에 최우수기업 선정사실을 1년간 공표 및 홍보 - 한국거래소가 주관하는 국내외 IR에 우선적 기회 부여
우수기업	<ul style="list-style-type: none"> - 표창 - 인터넷 홈페이지 등 공시매체에 우수기업 선정사실을 1년간 공표 및 홍보 - 한국거래소가 주관하는 국내외 IR에 우선적 기회 부여 	<ul style="list-style-type: none"> - 표창 - 당해 연도의 연 부과금 및 변경 (추가) 상장수수료 납부면제 - 인터넷 홈페이지 등 공시매체에 우수기업 선정사실을 1년간 공표 및 홍보 - 한국거래소가 주관하는 국내외 IR에 우선적 기회 부여
개선기업	<ul style="list-style-type: none"> - 표창 - 인터넷 홈페이지 등 공시매체에 개선기업 선정사실을 1년간 공표 및 홍보 	<ul style="list-style-type: none"> - 표창 - 당해 연도의 연 부과금 및 변경 (추가) 상장수수료 납부면제 - 인터넷 홈페이지 등 공시매체에 개선기업 선정사실을 1년간 공표 및 홍보

제4장 연구가설 및 연구모형

이상에서 살펴본 선행연구를 보면, 외국의 선행연구에서 Gompers et al.(2003)과 Mitton(2002), Durnev and Kim(2003)은 기업지배구조가 좋은 회사는 기업의 가치와 주식수익률에도 유의한 양(+)의 관계가 있음을 발견하였으나, Mak and Kusnadi(2002)와 Coles et al.(2001)의 연구에서는 기업지배구조와 기업의 가치에는 유의적인 음(−)의 관계가 있다는 결론을 얻었다.

또한, 국내의 선행연구들의 경우, 이세용(2004), 김진배(2004), 윤봉한, 오재영(2005) 등은 좋은 기업지배구조는 기업의 성과를 개선시키고, 기업가치를 상승시킨다는 유의한 결과를 발견하였으나, 손평식(2008)은 기업지배구조와 경영성과 대해서 유의하지 않는 결과를 발견하여 기업지배구조와 관련하여 주식수익률 및 기업의 가치와의 관계가 상반된 결과를 보이고 있다.

따라서, 본 연구는 기업가치변수인 PBR과 토빈Q를 이용하여 개별기업의 종합지배구조지수와 부문별 하위기업지배구조지수를 이용하여 관계를 분석하였다.

먼저 1) 기존 선행연구와 같이 기업지배구조와 기업가치와의 관계를 재조명하여 보고, 종합적이고 세분화된 분석을 하기 위하여 2) 자본금규모별(자본금 기준 : 대형, 중형, 소형) 패널을 구성하여 자본규모별 차이가 있는지를 살펴보고, 3) 기존 연구에서는 단편적으로 산업별 차이가 있다는 결론을 나타내고 있으나, 어떠한 산업에서 기업지배구조와 더 높은 관련성을 가지고 있는지를 명확하게 밝히는 연구가 미흡하여, 본 연구에서는 거래소의 산업구분을 이용하여 어떠한 산업에서 더 관련성이 있는지를 살펴보며, 4) 기존의 선행연구에서는 우리나라 30대 재벌기업을 대상으로 기업 집단 간 차이가 있는지를 살펴보았는바, 본 연구에서는 재벌기업에 속하는 기업과 속하지 않는 기업 간의 차이를 살펴보기 위하여 공정거래위원회의 집단별 구분을 기준으로 재벌기업과 비재벌기업을 구분하여 차이를 검증하였으며, 5) 마지막으로 기업지배구조지수가 높은 기업과 낮은 기업에서는 기업지배구조지수와 기업가치의 차이가 존재하는지를 검증하기 위하여 기업지배구조지수를 상·중·하의 그룹으로 패널을 구성하여 분석하였다. 이를 분석하기 위한 가설 및 기본연구모형과 패널구성을 다음과 같다.

기준의 선행연구에서 이를 분석하였는데, Gompers et al.(2003)은 IRRC가 조사한 기업 내에 기업지배구조 관련 규정들의 존재 유무로서 기업지배구조지수를 측정한 후, 기업지배구조가 좋은 회사의 특성에 관하여 조사한 결과, 기업지배구조가 최고인 그룹에 속하는 기업들의 주식을 사고 기업지배구조가 최저인 그룹에 있는 기업들의 주식을 파는 주식투자전략을 시도한 결과, 8.5%의 비기대 주식수익률을 올릴 수 있는 것으로 나타남을 밝혔다.

Mitton(2002)은 동아시아 5개국(인도네시아, 한국, 말레이시아, 필리핀, 태국)의 398개 기업을 대상으로 개별기업의 자료를 이용하여 아시아 금융위기 기간 동안에 기업지배구조가 주식수익률에 중요한 영향을 미쳤음을 발견하였다.

Bauer et al.(2003)은 2000년과 2001년에 FTSE Eurotop 300에 포함된 기업들을 표본으로 기업지배구조가 주식수익률, 기업가치, 그리고 재무적 성과에 미치는 영향을 분석한 결과, 기업지배구조는 주식수익률 및 기업가치(Tobin's Q)와 유의적인 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다.

Klapper and Love(2002)는 25개국의 495개 대규모 기업을 대상으로 CLSA의 기업차원의 기업지배등급(CLSA's Firm-Level Corporate Governance Ranking)을 이용하여 기업지배구조가 개선될수록 영업성과가 향상되고 시장의 평가(Tobin's Q)가 증가한다는 결과를 발견하였다.

Beiner et al.(2004)은 2002년도 스위스의 109개 기업을 대상으로 서베이에 의한 자료를 기초로 기업지배구조지수를 개발하고, 이 지수가 기업가치(Tobin's Q)에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과, 기업지배구조지수는 기업가치에 유의적인 양(+)의 관계를 미치는 것으로 나타났다.

Drobetz et al.(2003)은 독일기업에 대하여 기업가치 변수 MBR을 종속변수로 한 분석에서 좋은 지배구조를 가진 기업의 가치가 높은 것으로 나타났고, 2단계 최소자승법(2SLS)을 이용한 인과관계 분석에서도 좋은 지배구조가 좋은 기업가치를 가져온다는 가설을 지지하는 결과를 얻었다.

즉, 좋은 기업지배구조는 기업의 재무적 성과 및 경영의 투명성 개선을 통해 투자자의 선호도를 개선시킴으로서 기업가치를 상승시킬 것이며, 또한 주주들의 부에 긍정적인 영향을 미칠 것이고 투자자에 긍정적 신호를 보낼 것이다. 이에 따라 기업지배구조의 개선은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단되어 다음과 같은 가설을 설정하였다.

[가설 1] 좋은 기업지배구조지수는 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

일반적으로 자본금 규모가 클수록 기업의 성숙도가 높고 시장에 노출되는 빈도가 높아서 투자자들의 더 많은 주목을 받는 경향이 있다. 이는 투자자들로 하여금 좀 더 안정적인 기업으로 인식될 가능성이 있으므로, 본 연구에서도 자본금 규모별로 기업의 지배구조지수가 기업가치에 영향을 미치는지를 분석할 필요가 있다고 생각된다.

[가설2] 자본금 규모에 따라 기업지배구조지수가 기업가치에 미치는 영향이 다를 것이다.

기업가치와 관련한 연구에서 가장 일반적으로 통제되는 비재무정보가 산업효과 변수이며, 우리나라의 대부분의 산업분류는 통계청에서 사업체에서 수행하는 주된 산업 활동의 특성(산출물, 원재료, 제조공정 및 방법, 기능 및 용도, 제공하는 서비스 및 제공방법 등)에 따라 유형화하여 분류한 한국표준산업분류기준을 이용하고 있다. 이렇게 분류된 각 산업 간에는 전형적인 선진국형 고부가가치 산업으로서 중간재 및 자본재 산업에 해당하는 기계, 화학, 자동차 및 전기전자 산업, 기술적, 경제적 장벽이 높은 정밀화학 및 기계 산업, 첨단 신기술 분야의 산업 등 그 특성에 따라 사업구조나 영업의 형태, 경쟁상태, 수익성, 자산의 구성 등 여러 측면에서 서로 상이한 형태를 가지고 있어 기업의 지배구조와 관련하여 산업별 특성에 따라서 많은 차이가 있을 것으로 생각된다. 본 연구에서는 산업별로 기업지배구조지수가 기업가치에 영향을 미치는지를 살펴보기 위하여, 한국거래소의 산업분류 기준의 중분류를 기준으로 11개의 산업으로 분류하였다.

[가설3] 산업별 기업지배구조지수가 기업가치에 미치는 영향은 다를 것이다.

김우택, 장대홍과 김경수(1993)는 김주현(1992)의 연구가 대체원가 추정을 장부가치로 한 한계를 극복하기 위해 투자유가증권, 유형고정자산 및 토지에 대해 대체원가를 추정하여 사용하였다. 또한 전문경영인 없이 대주주가 직접 경영에 참가하는 경우를

경영주주업체로, 분리된 경우를 지배주주업체로 구분하여 분석하였다. 경영주주업체의 분석에서 광고선전비, 연구개발비, 부채 및 재벌과 비재벌 더미를 설명변수로 하여 검정한 결과, 지분율 20%를 전후로 급속히 Tobin의 Q가 상승하다가 감소하고 다시 25% 구간에서 재상승하나 이 구간은 유의하지 않았다. 그러나 전문경영체제의 경우 구조적 전환점이 발견되지 않고 지분율 증가에 따라 Tobin의 Q가 감소하는 것으로 나타났다.

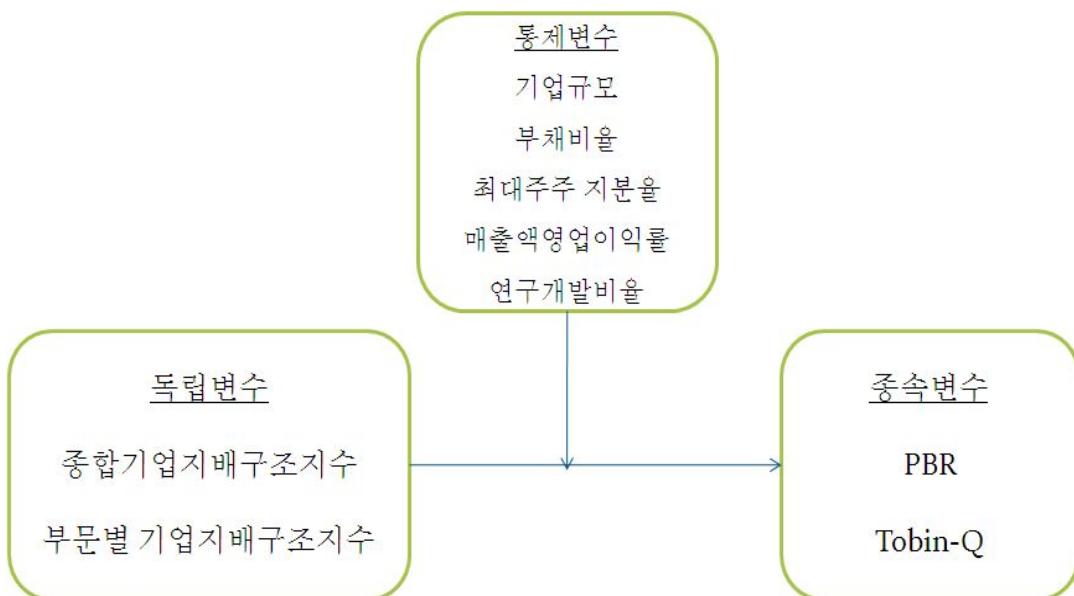
우리나라의 경우, 기업집단이 보편적인 기업체제이고 소유와 지배가 분리된 영미형 소유·지배구조와는 달리 ‘재벌’이라는 지배주주에 의해 소유·경영·지배되고 있기 때문에 소유와 지배의 분리를 전제로 한 기업지배구조와는 차별적인 대리인문제가 나타나고 있다. 재벌기업의 지배주주들은 계열사를 이용하여 경영권을 확보할 뿐만 아니라, 계열사 간 부의 이전을 통해 기타 이해관계자의 권익을 침해하는 대가로 자신의 이익을 추구할 수 있다는 점에서 외국 기업과는 차별적인 특성을 갖는다. 따라서 재벌여부에 따른 분석은 한국기업지배구조의 이러한 특성을 반영할 수 있다는 점에서 분석할 필요가 있다.

[가설4] 재벌그룹과 비재벌그룹간 기업지배구조지수가 기업가치에 차이가 있을 것이다.

한국기업지배구조지원센터에서는 매년 기업지배구조지수를 평가하여 평가결과를 기준으로 주권상장법인과 코스닥상장법인에서 각각 우수기업과 전년대비 기업지배구조 개선정도가 우수한 기업을 선정하여 시상하며, 한국증권거래소의 홈페이지 등을 통하여 공시함으로 인하여 투자자들은 이를 좋은 정보(good news)로 인식하여 투자를 하게 될 것으로 판단하여 최우수기업 및 우수기업과 개선기업 및 기타 기업으로 구분하여 분석하고자 하였으나, 최우수기업과 우수기업의 표본이 분석에 사용할 수 있을 정도로 충분치 않아 본 연구에서는 종합기업지배구조를 기준으로 상·중·하로 구분하여 기업지배구조가 높은 기업과 중간 수준의 기업 및 낮은 기업 간에 차이가 있을 것으로 판단하여 가설을 설정하였다.

[가설5] 기업지배구조지수의 상·중·하위 집단 간 기업가치에 차이가 있을 것이다.

< 그림 1> 기본 연구모형



< 표 8 > 연구모형 검증을 위한 패널구성

종속변수	설명변수	통제변수	패널기준	패널구성
<i>PBR</i> , <i>Tobin-Q</i>	<i>KCGI</i> ,	LN자산, 부채비율, 최대주주 지분율, 매출액영업이익률, 연구개발비율	자본금	대형, 중형, 소형
	<i>CGI1</i> ,		산업구분	운수장비업, 섬유의복, 음식료품, 의약품, 운수창고업, 화학, 전기전자, 비금속광물, 기계, 철강금속, 종이 목재
	<i>CGI2</i> ,			
	<i>CGI3</i> ,		재벌	
	<i>CGI4</i> ,			재벌, 비재벌
	<i>CGI5</i>		그룹	상위그룹, 중위그룹, 하위그룹

제5장 실증분석

제1절 표본의 선정

본 연구에서의 기업지배구조지수는 2004년부터 2007년까지의 자료이나, 이는 2003년부터 2006년까지의 설문조사 결과를 사용하였기 때문에 기업 재무자료의 대상기간은 설문의 지배구조 실행실태 조사기간과 동일한 2003년부터 2006년으로 하였고 표본은 다음과 같은 기준에 의해 선정하였다.

- 1) 기업지배구조개선지원센터의 기업지배구조지수가 발표된 기업
 - 2) 연구대상 기간 동안(2003년~2006년) 계속 상장된 기업
 - 3) 연구대상 기간 동안(2003년~2006년까지) 관리대상종목에 해당되지 않는 기업
 - 4) 금융업 및 보험업에 속하지 않은 기업
 - 5) 결산일이 12월 31일인 기업(연구기간 중 결산 월이 변경된 기업 제외)
 - 6) 한국상장사협의회의 데이터베이스인 TS-2000에서 자료 이용이 가능한 기업
- 표본선정 시 기업지배구조지수를 2004년부터 2007년까지 이용한 이유는 2004년 이전까지는 총지배구조지수의 점수가 400점으로 이루어져 있으며, 2004년부터 300점으로 축소되었기에 2004년부터의 데이터를 사용하였다. 또한, 금융업을 제외한 이유는 금융업에 속한 기업들의 경우 영업상의 특징, 소유지배구조에 대한 정부규제 및 재무제표 구성항목에 있어서 일반 기업과 상이하기 때문이다. 12월 결산법인이 아닌 기업을 제외한 것은 계절성과 표본의 동질성을 확보하기 위함이다.

제2절 변수의 정의

1. 종속변수(PBR , $Tobin-Q$)

기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향의 실증분석을 위한 기업가치의 척도로는 $Tobin-Q$ 가 많이 이용되어 왔다. 증권시장이 효율적이라면 기업의 진정한 가

치가 주가에 신속하고 정확하게 그리고 편의 없이 반영된다. 따라서 시장지배력, 영업권, 특허권, 유능한 경영자와 같은 값진 무형자산을 지닐 때 Tobin-Q가 높아진다. 따라서 본 연구에서는 토빈Q와 자기자본의 장부가치에 대한 시장가치의 비율인 PBR을 기업가치의 대용변수로 사용하였다. Gompers, Ishii, and Metrick(2003)과 Black et al.(2003)등은 기업가치 변수로 토빈Q를 사용하였으며, 윤봉한, 오재영(2005)의 연구에서는 PBR을 이용하였기에 본 연구에서도 이 변수를 사용하고자 한다. PBR의 측정은 다음과 같이 산출한다.

$$PBR = \frac{\text{시장가치}}{\text{순자산}} = \frac{\text{주가}}{\text{주당순자산}}$$

또한, 기업의 가치에 대한 대용변수로 Tobin- Q를 사용하였으며, 기업자산의 시장가치를 대체원가로 나눈 값을 의미한다. 그러나 자산의 대체원가 자료를 구하는 것이 어렵기 때문에, 김주현(1992), 김영숙, 이재춘(2000)은 자산의 대체원가 대신 장부가치를 사용하여 본 연구에서도 이들의 방법을 이용하여 Tobin-Q를 계산하였다.

$$Tobin-q = \frac{(\text{보통주주가} * \text{보통주주식수} + \text{우선주주가} * \text{우선주주식수} + \text{총부채})}{\text{총자산}}$$

2. 설명변수(KCGI, CGI1 ~CGI5)

우리나라와 같이 소유와 지배가 일치되어 있는 지배구조의 경우, 사외이사의 증원, 이사회 산하 전문위원회에서의 사외이사의 적극적 활용(대리인문제) 그리고 공시제도의 적극적인 도입(경영투명성)이 지배주주의 전횡을 방지하여 기업가치를 제고하는데 효과적이다. 특히 기업 경영투명성은 기업가치 제고에 가장 중요한 요소이며 경영관련 정보와 이를 시장에 전달하는 공시제도, 적극적인 주주관계 활동 등이 기업가치에 영향을 미치게 된다. 따라서 한국기업지배구조개선지원센터에서 실시하여 발표한 기업지배구조지수는 주주권리 보호, 이사회 구성 및

운영, 공시(투명성), 감사기구, 경영성과배분 등을 반영하여 산출한 것으로, 본 연구에서는 종합기업지배구조지수(KCGI)와 부문별 하위기업지배구조지수(CGI1~CGI5)를 이용하였다.

1) 종합기업지배구조지수(KCGI)의 측정

종합기업지배구조지수는 부문별 하위기업지배구조지수를 합한 값을 총 300점으로 나누어 측정하였으며, 300점으로 나눈 이유는 총 300점 만점 중 각 기업의 기업지배구조지수의 획득 비율을 산출하여 분석에 이용하였다.

$$KCGI = \frac{CGI1 + CGI2 + CGI3 + CGI4 + CGI5}{300}$$

2) 부문별 하위 기업지배구조지수(CGI1~CGI5)의 측정

부문별 하위 기업지배구조지수는 부문별 하위 기업지배구조지수의 획득 점수를 각 부문별 하위지수의 배점으로 나누어 측정하였다. 이는 각 기업의 획득 점수가 부문별 편차가 발생하여 획득점수를 직접 사용할 경우 편의가 발생될 우려가 있어 이를 제거하기 위함이며, 다음과 같이 측정하였다.

구 분	지수 배점	지수변환
주주권리보호(CGI1)	90점	$CGI1 = \frac{\text{획득점수}}{\text{하위지수배점}(90점)}$
이사회 구성 및 운영(CGI2)	90점	$CGI2 = \frac{\text{획득점수}}{\text{하위지수배점}(90점)}$
공시(투명성)(CGI3)	60점	$CGI3 = \frac{\text{획득점수}}{\text{하위지수배점}(60점)}$
감사기구(CGI4)	50점	$CGI4 = \frac{\text{획득점수}}{\text{하위지수배점}(50점)}$
경영의 과실배분(CGI5)	10점	$CGI5 = \frac{\text{획득점수}}{\text{하위지수배점}(10점)}$

3. 통제변수

1) 기업규모(*LNSize*)

기업규모가 큰 기업은 작은 기업에 비해 상대적으로 더욱 극심한 대리인문제에 봉착하기 쉬우며 따라서 엄격한 지배구조 규제를 자발적으로 선택하고 있을 가능성이 높다(Jensen, 1986). 또한, 우리나라는 자산 2조원 이상의 기업에 이사회와 감사위원회 설치를 의무화하고 있기 때문에 자산 규모가 큰 기업은 이사회와 감사기구 항목에서 높은 평가를 받게 되어 있다(이장희, 김연화, 2007). 자산의 크기와 경영성과와 기업가치에 양(+)의 관계를 가짐으로서 기업의 자산이 클수록 경영성과 및 기업가치가 높게 나타날 것으로 예상되어 설명변수인 KCGI가 종속변수에 순수하게 미치는 정도를 파악하기 위하여 통제변수로 활용하였다.

$$\text{기업규모} (LNSize) = LN(\text{자산총액})$$

2) 부채비율(*Debit*)

Modigliani와 Miller(1963)는 타인자본의 범인세 절감효과를 고려하는 경우 가중 평균자본비용이 레버리지의 증가에 따라 계속 감소하므로 타인자본을 많이 사용 할수록 기업가치는 증가한다고 하였다. Ross(1977)는 “기업의 기대현금흐름에 관한 정보를 독점적으로 소유할 수 있는 내부경영자들이 적절한 동기가 있는 경우에 장래에 대한 명확한 신호를 확립하고자 한다.”는 신호가설을 재무이론에 최초로 적용시켰다. 그는 경영자들이 기업에 대한 낙관적인 미래를 신호하기 위해 보다 높은 재무레버리지를 이용할 수 있다고 하였다. Jensen(1986, 1993), Stulz(1990), Hart and Moore(1995) 등은 부채가 여유현금흐름에 대한 감시기능을 담당함으로써 과잉투자에 대한 견제의 역할을 한다고 주장하였다. 부채는 또한 채권자에게

현금흐름을 효율적으로 분배하려는 의지를 신호함으로써 가치를 증진시킬 수 있다. 실제로 MaConnell and Sevaes(1995)는 기업의 투자기회가 회박할 때 부채는 기업가치와 양(+)의 관계가 있다고 주장하였다. 또한 부채비율이 높은 기업은 고정적 이자비용이 높게 나타나 이를 통제하고 감시하는 기능을 강화함으로써 기업의 부실화를 방지할 수 있으며, 이를 통하여 기업가치를 제고할 수 있다. 따라서 다음과 같이 부채비율을 측정하였다.

$$\text{부채비율 (Debt)} = \frac{\text{부채}}{\text{총자본}}$$

3) 최대주주지분율(Stockholder)

우리나라의 기업지배구조는 경영권을 행사하는 지배주주가 존재하여 소유와 경영이 분리되지 않은 소유구조를 띠고 있다(지청, 장하성, 2001). 이해일치가설에 의하면 지배주주는 기업가치 극대화를 위해 행동함으로서 소유지분이 증가할수록 자본시장에서 기업의 가치는 높게 평가될 것이다. 반대로 경영권방호가설에 의하면 지배주주는 이기적인 통제권을 행사함으로서 지배주주의 지분율이 높을수록 자본시장에서 기업의 가치는 낮게 평가될 것이다. 따라서 지배주주가 기업가치와의 관련성을 갖고 있을 것으로 판단하여 통제변수로 사용하였다(이장희, 김연화, 2007)

$$\text{최대주주지분율 (Stockholder)} = \text{대주주1인지분율} + \text{특수관계인지분율}$$

4) 매출액영업이익률(OISR)

영업이익은 경영자의 능력과 효율을 나타내는 데는 당기순이익보다 더 좋은 지표가 되며, 또한 특정 기업이 그 산업 내에서 가지고 있는 경쟁력을 평가하는 가장 중요한 척도로 간주되고 있다. 매출액영업이익률은 특히 그 기업에 대한 투자

자 등 이해관계자에게 대단히 중요한 비율이며, 이는 그 기업의 고유한 영업활동에서 이익을 얻을 수 있는 능력을 뜻하며, 매출액영업이익률이 기업가치와 관련성이 있을 것으로 판단하여 종속변수인 기업가치에 수익성을 통제하기 위하여 사용하였다.

$$\text{매출액영업이익률 (OISR)} = \frac{\text{영업이익}}{\text{매출액}}$$

5) 연구개발비율(RDSR)

R&D는 경영자의 성장욕구 등에 따라 선택, 투자되는 특성이 큰 자산으로, 이러한 투자가 예상될 때는 소유 집중도를 증가시켜 경영자에 대한 감시를 강화하게 될 것이다. 특유자산의 증가는 대리비용을 증가시켜 기업소유구조와 정의 관계가 나타나는 것으로 보고되고 있다. Morck 등(1988)의 연구에서 R&D 비율은 Tobin- Q 비율과 양(+)의 상관관계를 가지는 변수로 나타나고 있다. 그들은 연구비와 광고비에 많이 투자한 기업일수록 현재 가지고 있는 자산의 대체원가보다 미래의 현금흐름이 보다 많을 것이라고 보았다. R&D 비율 계산은 매출액에서 기업의 연구개발비로 지출한 금액으로 정의하여 기업의 성장기회를 측정하는 통제 변수로 사용하였다.

$$\text{연구개발비율 (RDSR)} = \frac{\text{개발비} + \text{연구비} + \text{경상개발비}}{\text{매출액}}$$

제3절 실증분석 결과

1. 기술통계량

< 표 9 > 기술통계량

구분	N	최소값	평균	최대값	표준편차
<i>PBR</i>	1108	0.0400	1.9432	20.0700	5.1408
<i>Tobin-Q</i>	1108	0.2200	1.3287	15.9900	1.4154
<i>KCGI</i>	1108	0.1000	0.3096	0.8500	0.0952
<i>CGI1</i>	1108	0.2200	0.4934	0.7900	0.0990
<i>CGI2</i>	1108	0.0000	0.1642	0.8400	0.1106
<i>CGI3</i>	1108	0.0500	0.2849	0.8800	0.1330
<i>CGI4</i>	1108	0.0000	0.2676	1.0000	0.1920
<i>CGI5</i>	1108	0.0000	0.3233	1.0000	0.2576
<i>LNSize</i>	1108	23.4200	26.2901	31.6900	1.4341
<i>Debit</i>	1108	0.0600	1.2327	12.5300	2.0328
<i>Stockholder</i>	1108	0.0200	0.3987	0.8900	0.1567
<i>OISR</i>	1108	-0.5879	0.4410	0.3236	0.8519
<i>R DSR</i>	1108	0.0000	0.0782	0.2423	0.1817

<표 9>는 기술통계량을 보여주고 있다. 종속변수인 *PBR*과 *Tobin-Q*의 평균은 각각 1.9432, 1.3287로 나타났다. 설명변수인 종합기업지배구조지수(*KCGI*)는 30.96%로 나타나 전반적으로 1/3 수준인 것을 알 수 있으며, 각 부문별 하위 기업지배구조지수(*CGI1*~*CGI5*)의 평균값을 살펴보면, 주주권리 보호(*CGI1*)는 49.34%, 이사회 구성 및 운영(*CGI2*)은 16.42%, 공시(투명성-*CGI3*)는 28.49%, 감사기구(*CGI4*)는 26.76%, 경영의 과실배분(*CGI5*)은 32.33%로 나타났다. 종합지배구조지수와 하위지수에서 평균적으로 매우 낮게 나타나 우리나라 기업의 기업지배구조 개선이 필요하다고 판단된다.¹³⁾

13) 종합기업지배구조지수 및 부문별 하위 기업지배구조지수의 획득지수의 값은 다음과 같다.

구분	배점	최소값	평균	최대값	표준편차
<i>KCGI</i>	300	29	93	255	29
<i>CGI1</i>	90	20	44	71	9
<i>CGI2</i>	90	0	15	76	10
<i>CGI3</i>	60	3	17	53	8
<i>CGI4</i>	50	0	13	50	10
<i>CGI5</i>	10	0	3	10	3

또한, 통제변수의 기술통계량을 살펴보면, 자산의 경우 평균 26.2901의 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 평균 123.27%로 나타났다. 최대주주지분율(*Stockholder*)의 경우에는 39.8675%로 나타났다. 기업고유의 영활동의 효율성을 측정한 매출액영업이익률(*OISR*)은 평균 44.10%로 나타났으며, 매출액 대비 연구개발비(*RDSR*)의 경우 7.82%로 나타나고 있음을 알 수 있다.

2. 상관관계 분석

< 표 10 > *PBR*과 변수간 상관관계 분석

구분	<i>PBR</i>	<i>KCGI</i>	<i>CGI1</i>	<i>CGI2</i>	<i>CGI3</i>	<i>CGI4</i>	<i>CGI5</i>	<i>LNsize</i>	<i>Debit</i>	<i>Stockholder</i>	<i>OISR</i>
<i>KCGI</i>	0.0218										
<i>CGI1</i>	0.0771**	0.6140***									
<i>CGI2</i>	0.0259	0.8969***	0.3820***								
<i>CGI3</i>	-0.0454	0.6856***	0.1263***	0.5392***							
<i>CGI4</i>	0.0414	0.8924***	0.4064***	0.8418***	0.5202***						
<i>CGI5</i>	-0.1379***	0.0342	-0.0381	-0.0533*	0.0446	-0.1054***					
<i>LNsize</i>	-0.1408***	0.4319***	-0.0991***	0.4696***	0.5225***	0.4393***	0.0573*				
<i>Debit</i>	0.2480***	-0.0895***	-0.0979***	-0.0258	-0.0771**	-0.0284	-0.2150***	-0.0110			
<i>Stockholder</i>	-0.0567	-0.1535***	-0.1383***	-0.1400***	-0.1695***	-0.0971***	0.2048***	-0.1216***	-0.0645*		
<i>OISR</i>	-0.0829***	0.1162***	-0.0375	0.0840***	0.1693***	0.0870***	0.2490***	0.2775***	-0.1155***	-0.0209	
<i>RDSR</i>	0.0876***	0.1295***	-0.0205	0.1163***	0.2134***	0.1369***	-0.1205***	0.0971***	0.0021	-0.1268***	0.0698**

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

<표 10>은 종속변수인 *PBR*과 변수간의 상관관계를 나타내며, 종합기업지배구조지수(*KCGI*)는 양(+)의 상관관계를 보이고 있으나, 통계적으로 유의하지 않는 것을 알 수 있으며, 부문별 하위기업지배구조지수의 경우 주주권리 보호(*CGI1*)는 통계적으로 5%이내에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내며, 경영의 과실배분(*CGI5*)은 통계적으로 1%이내에서 유의한 음(-)의 상관관계를 나타났다. 이는 기업의 잉여금이 주가에 충분히 반영되었는지를 측정하는 *PBR*과 소액주주 등의 권리, 배당금 등과 관련한 부분과 관련성이 높다는 것을 알 수 있다. 기업규모는 통계적으로 1% 이내에서 유의한 음(-), 부채비율과는 1% 이내에서 통계적으로

유의한 양(+)의 관계가 있음을 나타냈다. 최대주주지분율과는 통계적으로 10% 이내에서 유의한 음(−)의 상관을 보이고 있다. 매출액영업이익률은 통계적으로 1% 이내에서 유의한 음(−)의 관계를 나타내고, 연구개발비와는 통계적으로 1% 이내에서 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있어, 연구개발비의 경우 미래의 기업의 수익성을 창출할 수 있는 것으로 기업가치와 높은 상관관계가 있음을 알 수 있다.

기업규모의 경우에는 하위기업지배구조지수와 대체적으로 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 기타 변수들 간에도 통계적으로 유의한 관계를 보이고 있음을 알 수 있다. 부채비율은 하위기업지배구조지수와는 통계적으로 유의한 음(−)의 관계를 나타내고 있으며, 매출액영업이익률은 하위기업지배구조 중 주주권리보호 부분을 제외한 나머지 부분에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계가 있음을 보여주고 있다. 연구개발비의 경우에는 주주권리 보호(CGI1)와 경영의 과실배분(CGI5)에서는 음(−), 나머지 부분에서는 양(+)의 관계를 보이고 있다.

< 표 11 > *Tobin-Q*와 변수간 상관관계 분석

구분	<i>Tobin-Q</i>	<i>KCGI</i>	<i>CGI1</i>	<i>CGI2</i>	<i>CGI3</i>	<i>CGI4</i>	<i>CGI5</i>	<i>LNsize</i>	<i>Debit</i>	<i>Stockholder</i>	<i>OISR</i>
<i>KCGI</i>	0.0643**										
<i>CGI1</i>	0.1252**	0.6140***									
<i>CGI2</i>	0.0470	0.8969***	0.3820***								
<i>CGI3</i>	-0.0092	0.6856***	0.1263***	0.5392***							
<i>CGI4</i>	0.0685**	0.8924***	0.4064***	0.8418***	0.5202***						
<i>CGI5</i>	-0.1255***	0.0342	-0.0381	-0.0533*	0.0446	-0.1054***					
<i>LNsize</i>	-0.1633***	0.4319***	-0.0991***	0.4696***	0.5225***	0.4393***	0.0573*				
<i>Debit</i>	0.0768**	-0.0895**	-0.0979***	-0.0258	-0.0771**	-0.0284	-0.2150***	-0.0110			
<i>Stockholder</i>	-0.0630**	-0.1535**	-0.1383***	-0.1400***	-0.1695***	-0.0971***	0.2048***	-0.1216***	-0.0645**		
<i>OISR</i>	-0.0126	0.1162***	-0.0375	0.0840***	0.1693***	0.0870***	0.2490***	0.2775***	-0.1155***	-0.0209	
<i>RDSR</i>	0.1529***	0.1295***	-0.0205	0.1163***	0.2134***	0.1369***	-0.1205***	0.0971***	0.0021	-0.1268***	0.0698*

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

<표 11>은 종속변수인 *Tobin-Q*와 변수간의 상관관계를 나타내며, 종합기업지배구조지수(*KCGI*)는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있어, *KCGI*가 높은 기업은 기업가치가 높게 나타남을 알 수 있다. 또한 종합

기업지배구조지수를 구성하는 하위기업지배구조지수에 있어서는 주주권리 보호(*CGI1*)와 감사기구(*CGI4*)에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 높은 유의한 양(+)의 관계를 보여, 주주권리가 강화된 기업과 감사위원회의 설치 및 외부감사인의 선임 등 감사기구가 설치된 기업에서 기업가치가 높다는 것을 알 수 있다. 또한 경영의 과실배분(*CGI5*)의 경우에는 통계적으로 1% 이내에서 유의한 음(-)의 관계를 나타내어 유의하지 않는 것을 알 수 있으며, 기업규모는 통계적으로 1% 이내에서 유의한 음(-), 부채비율과는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있음을 나타냈는데, 이는 *Tobin-Q* 측정시 자산과 부채의 장부가치가 반영된 것에서 기인한다고 생각된다. 최대주주지분율과는 통계적으로 10% 이내에서 유의한 음(-)의 상관을 보이고 있다. 연구개발비는 통계적으로 유의한 통계적으로 1% 이내에서 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있음을 알 수 있다. 연구개발비의 경우 미래의 기업의 수익성을 창출할 수 있는 것으로 기업가치와 높은 상관성이 있음을 알 수 있다.

기업규모의 경우에는 *CGI1*을 제외한 나머지 부문별 하위기업지배구조지수와 양(+)의 관계를 보이며, 기타 변수들 간에도 통계적으로 유의한 관계를 보이고 있음을 알 수 있다. 부채비율은 부문별 하위기업지배구조지수와는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 나타내고 있으며, 매출액영업이익률은 하위기업지배구조 중 주주권리 보호 부분을 제외한 나머지 부분에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계가 있다. 연구개발비의 경우에는 주주권리 보호(*CGI1*)와 경영의 과실배분(*CGI5*)에서는 음(-), 나머지 부문에서는 양(+)의 관계를 보이고 있다.

다중회귀분석을 실행하기에 앞서, 본 연구의 모형에 적용되는 변수들 사이에 다중 공선성이 발생하는가를 살펴보았다. 이를 파악하기 위해 VIF(variance inflation factor : 분산팽창인자)의 측정하였으며, 일반적으로, VIF가 10 이상이 되면, 다중공선성의 문제가 있는 것으로 판단하여 해당변수를 제거하거나 그에 따른 회귀모형에 수정을 하도록 한다, 별도의 표로 제시하지는 않았지만 본 연구에서 분석하게 되는 모든 다중회귀분석에서는 VIF가 1과 2 사이의 값을 가짐으로써, 다중공선성의 문제는 없는 것으로 판단된다.

3. 회귀분석 결과

3.1 기업지배구조지수와 기업가치의 관계

선행연구(Gompers, Ishii, and Metrick(2003)과 Drobetz et al.(2003) 등)에서는 지배구조가 개선되면 기업의 성과도 개선되며, 또한 좋은 지배구조가 좋은 기업 가치를 가져온다는 연구 결과를 나타내어 본 연구에서도 이 가설을 지지하는지 검증하기 위하여 기업지배구조지수와 PBR , $Tobin-Q$ 를 종속변수로 분석하였다.

< 표 12> 기업지배구조지수와 PBR 의 관계

구 분	종속변수 : PBR , 설명변수 : $KCGI$, $CGI1 \sim CGI5$					
	$KCGI$	$CGI1$	$CGI2$	$CGI3$	$CGI4$	$CGI5$
상 수	17.914*** (6.066)	12.246*** (3.956)	19.469*** (6.280)	16.772*** (5.369)	19.630*** (6.399)	15.636*** (5.416)
$KCGI$	0.114*** (3.539)					
$CGI1$		0.085*** (2.890)				
$CGI2$			0.111*** (3.412)			
$CGI3$				0.036 (1.054)		
$CGI4$					0.122*** (3.814)	
$CGI5$						-0.060* (-1.928)
$LNsize$	-0.194*** (-5.923)	-0.138*** (-4.556)	-0.199*** (-5.919)	-0.165*** (-4.768)	-0.201*** (-6.065)	-0.146*** (-4.837)
$Debit$	0.251*** (8.676)	0.250*** (8.611)	0.244*** (8.469)	0.243*** (8.372)	0.244*** (8.488)	0.230*** (7.819)
$Stockholder$	-0.036 (-1.231)	-0.033 (-1.135)	-0.039 (-1.323)	-0.044 (-1.491)	-0.043 (-1.481)	-0.036 (-1.213)
$OISR$	-0.020 (-0.670)	-0.020 (-0.677)	-0.016 (-0.528)	-0.022 (-0.747)	-0.017 (-0.552)	-0.008 (-0.261)
$RDSR$	0.088*** (3.038)	0.099*** (2.890)	-0.090*** (3.096)	0.091*** (3.095)	0.086*** (2.949)	0.090*** (3.082)
$adjR^2$	0.322	0.317	0.321	0.307	0.324	0.310
F 값	22.198***	20.431***	21.035***	19.100***	21.570***	19.579***

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

< 표 13 > 기업지배구조지수와 *Tobin-Q*의 관계

구 분	종속변수 : <i>Tobin-Q</i> , 설명변수 : <i>KCGI</i> , <i>CGI1</i> ~ <i>CGI5</i>					
	<i>KCGI</i>	<i>CGI1</i>	<i>CGI2</i>	<i>CGI3</i>	<i>CGI4</i>	<i>CGI5</i>
상수	7.332*** (8.922)	5.221*** (6.053)	7.853*** (9.094)	7.102*** (8.145)	7.908*** (9.262)	6.490*** (8.059)
<i>KCGI</i>	0.153*** (4.725)					
<i>CGI1</i>		0.115*** (3.871)				
<i>CGI2</i>			0.144*** (1.373)			
<i>CGI3</i>				0.070*** (1.987)		
<i>CGI4</i>					0.158*** (4.884)	
<i>CGI5</i>						-0.089*** (-2.830)
<i>LNsize</i>	-0.260*** (-7.831)	-0.183*** (-5.991)	-0.264*** (-7.741)	-0.230*** (-6.562)	-0.265*** (-7.932)	-0.194*** (-6.353)
<i>Debit</i>	0.089*** (3.045)	0.088*** (2.981)	0.079*** (2.723)	0.080*** (2.719)	0.080*** (2.738)	0.059** (1.984)
<i>Stockholder</i>	-0.046 (-1.544)	-0.042 (-1.411)	-0.050* (-1.680)	-0.054* (-1.820)	-0.055* (-1.885)	-0.044 (-1.467)
<i>OISR</i>	0.041 (1.342)	0.040 (1.327)	0.046 (4.515)	0.037 (1.217)	0.045 (1.489)	0.059* (1.874)
<i>RDSR</i>	0.149*** (5.099)	0.165*** (5.619)	0.152*** (5.186)	0.151*** (5.037)	0.147*** (5.001)	0.151*** (5.105)
<i>adjR</i> ²	0.290	0.280	0.286	0.263	0.293	0.269
<i>F</i> χ^2	16.904***	15.595***	16.333***	13.626***	17.177***	14.350***

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

<표 12>와 <표 13>은 지배구조가 좋은 기업은 기업가치가 좋을 것이다라는 가설 1을 검증하기 위하여 *PBR*과 *Tobin-Q*를 종속변수로 하여 종합기업지배구조지수(*KCGI*)와 부문별 하위기업지배구조지수(*CGI1*~*CGI5*)를 이용하여 회귀분석을 실시한 결과이다.

*KCGI*를 이용한 경우는 기업 가치와 1% 이내에서 통계적으로 높은 양(+)의 관계가 있음을 알 수 있다. 좋은 기업지배구조를 가진 기업은 기업가치가 좋을 것이다라는 가설1일 지지하는 결과라 말할 수 있다. 따라서 투자자의 입장에서 기업지배구조지수를 활용하여 투자 의사 결정을 할 때 기업지배구조지수가 높은 기

업에 투자함으로써 투자수익이 발생될 수 있다는 의미로 투자자들에게 기업지배구조지수가 투자지표로 활용될 수 있을 것이다.

부문별 하위기업지배구조지수를 이용한 경우를 살펴보면, $CGI1$ 을 설명변수로 기업규모 등 기타변수를 통제변수로 회귀분석 한 경우, $CGI1$ 은 기업가치와 통계적으로 1% 이내에서 유의한 양(+)의 관계가 있음을 알 수 있다. 이는 주주의 권리를 강화하는 집중투표제 및 서면투표제, 소액주주의 권리 강화 등이 시장에서 좋은 정보(good news)로 받아들여져 기업가치에 좋은 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. $CGI2$ 를 설명변수로 한 경우, 기업가치와 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있음을 알 수 있다. 이는 기업이 사외이사 선임비율 및 이사회 참석률, 사외이사의 추천형태, 기타위원회 등의 설치로 인하여 투자자에게는 기업을 효율적으로 운영하는 것으로 보여 기업가치에 영향을 미치는 것으로 판단된다. $CGI3$ 을 설명변수로 한 경우, PBR 과의 관계에서는 통계적인 유의성이 발견되지 않았으며, $Tobin-Q$ 와는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. IR의 실적, 공시실적 등 기업의 투명성이 높은 기업일수록 기업가치가 높다는 것을 알 수 있다. $CGI4$ 를 설명변수로 한 경우, 기업가치와는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계로 나타났으며, 이는 기업의 효율적 운영을 위한 감사기구가 설치된 기업의 기업가치가 높다는 것을 의미한다. 일반적인 투자자들은 위험회피형의 투자자로서 기업의 운영에 대한 감시나 감사를 통하여 보다 안전한 기업에 투자하여 수익을 창출하고자 함에서 기인한다고 볼 수 있다. $CGI5$ 를 설명변수로 한 경우, 기업가치와는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 있음을 알 수 있다.

기타 통제변수는 기업규모의 경우, 통계적으로 유의한 음(-)의 관계로 나타났다. 이는 선행연구인 윤봉한, 오재영(2005)의 결과와 유사하며, $Tobin-Q$ 를 측정 시 자산규모가 분모로 사용됨에 따라 발생되는 원인이라 생각된다. 부채비율의 경우에는 기업가치와 통계적으로 1% 이내에서 유의한 양(+)의 관계로 나타났으며, 이는 고정적 이자비용부담으로 인해 경영을 효율화하는 감시기능이 강화되고 이것이 기업가치를 제고하는 것으로 생각된다. 연구개발비의 경우에는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있는데, 연구개발비는 미래의 기업의 수익성을 창출할 수 있는 것으로 기업가치와 높은 관련성이 있음을 알 수 있다.

3.2 자본규모별 기업지배구조지수와 기업가치의 관계

일반적으로 자본금 규모가 클수록 기업의 성숙도가 높고 시장에 노출되는 빈도가 높아서 투자자들의 더 많은 주목을 받는 경향이 있으며, 투자자들로 하여금 좀 더 안정적인 기업으로 인식될 가능성이 있으므로, 본 연구에서도 자본금 규모별로 기업지배구조지수가 기업가치에 영향을 미치는지를 살펴보기 위하여 실증분석을 실시하였다.

< 표 14 > 자본규모별 기업지배구조지수-*KCGI*, *CGII*과 *PBR*의 관계

구 분	종속변수 : <i>PBR</i> , 설명변수 : <i>KCGI</i>				구 분	종속변수 : <i>PBR</i> , 설명변수 : <i>CGII</i>			
	전체	대형	중형	소형		전체	대형	중형	소형
상수	17.914*** (6.066)	-0.971 (-0.605)	11.548** (2.536)	28.873*** (4.517)	상수	12.246*** (3.956)	-3.385** (-2.007)	5.623 (1.226)	24.518*** (3.753)
<i>KCGI</i>	0.114*** (3.539)	0.414*** (6.150)	0.195*** (2.994)	0.099*** (2.850)	<i>CGII</i>	0.085*** (2.890)	0.238*** (3.579)	0.234*** (3.446)	0.094*** (2.730)
<i>LNSize</i>	-0.194*** (-5.923)	0.026 (0.351)	-0.228*** (-3.090)	-0.162*** (-4.535)	<i>LNSize</i>	-0.138*** (-4.556)	0.147* (1.965)	-0.162** (-2.317)	-0.143*** (-4.034)
<i>Debit</i>	0.251*** (8.676)	0.239*** (3.579)	0.652*** (10.502)	0.242*** (6.953)	<i>Debit</i>	0.250*** (8.611)	0.201*** (2.845)	0.680*** (10.863)	0.240*** (6.909)
<i>Stockholder</i>	-0.036 (-1.231)	0.100 (1.364)	0.128*** (2.091)	-0.026 (-0.740)	<i>Stockholder</i>	-0.033 (-1.135)	0.099 (1.266)	0.196*** (2.934)	-0.020 (-0.577)
<i>OISR</i>	-0.020 (-0.670)	0.127* (1.943)	0.217*** (3.005)	-0.040 (-1.147)	<i>OISR</i>	-0.020 (-0.677)	0.109 (1.569)	0.213*** (2.985)	-0.036 (-1.038)
<i>RDSR</i>	0.088*** (3.038)	0.317*** (4.915)	0.145** (2.318)	0.078** (2.284)	<i>RDSR</i>	0.099*** (2.890)	0.350*** (5.142)	0.162*** (2.629)	0.086** (2.495)
<i>adjR</i> ²	0.322***	0.295***	0.517***	0.331***	<i>adjR</i> ²	0.317***	0.205***	0.525***	0.330***
결합 F값	4.6132***				결합 F값	3.0480***			
<i>X</i> ²	27.6792***				<i>X</i> ²	18.2879***			

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 *X*²값은 가설2의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

< 표 15 > 자본규모별 기업지배구조지수-*CGI2*, *CGI3*과 *PBR*의 관계

구 분	종속변수 : <i>PBR</i> , 설명변수 : <i>CGI2</i>				구 분	종속변수 : <i>PBR</i> , 설명변수 : <i>CGI3</i>			
	전체	대형	중형	소형		전체	대형	중형	소형
상수	19.469*** (6.280)	-0.441 (-0.266)	11.475** (2.427)	30.021*** (4.667)	상수	16.772*** (5.369)	-1.510 (-0.915)	10.694** (2.234)	28.310*** (4.358)
<i>CGI2</i>	0.111*** (3.412)	0.383*** (5.525)	0.117* (1.811)	0.089** (2.570)	<i>CGI3</i>	0.036 (1.054)	0.345*** (4.894)	0.071 (1.033)	0.003 (0.089)
<i>LNSize</i>	-0.199*** (-5.919)	0.022 (0.295)	-0.204*** (-2.709)	-0.160*** (-4.473)	<i>LNSize</i>	-0.165*** (-4.768)	0.063 (0.830)	-0.191** (-2.475)	-0.146*** (-3.992)
<i>Debit</i>	0.244*** (8.469)	0.229*** (3.378)	0.632*** (10.013)	0.233*** (6.748)	<i>Debit</i>	0.243*** (8.372)	0.270*** (3.869)	0.636*** (9.993)	0.229*** (6.581)
<i>Stockholder</i>	-0.039 (-1.323)	0.106 (1.430)	0.096 (1.575)	-0.029 (-0.827)	<i>Stockholder</i>	-0.044 (-1.491)	0.104 (1.370)	0.099 (1.583)	-0.030 (-0.871)
<i>OISR</i>	-0.016 (-0.528)	0.121* (1.830)	0.219*** (2.976)	-0.035 (-1.008)	<i>OISR</i>	-0.022 (-0.747)	0.154** (2.272)	0.210*** (2.826)	-0.042 (-1.184)
<i>RDSR</i>	-0.090*** (3.096)	0.338*** (5.193)	0.152** (1.811)	0.079** (2.302)	<i>RDSR</i>	0.091*** (3.095)	0.319*** (4.782)	0.151** (2.327)	0.078** (2.242)
<i>adjR²</i>	0.321***	0.271***	0.495***	0.329***	<i>adjR²</i>	0.307***	0.248***	0.487***	0.317***
결합 F값	4.9468***				결합 F값	4.3517***			
<i>X²</i>	29.6806***				<i>X²</i>	26.1104***			

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 *X²*값은 가설2의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

< 표 16 > 자본규모별 기업지배구조지수-*CGI4*, *CGI5*와 *PBR*의 관계

구 분	종속변수 : <i>PBR</i> , 설명변수 : <i>CGI4</i>				구 분	종속변수 : <i>PBR</i> , 설명변수 : <i>CGI5</i>			
	전체	대형	중형	소형		전체	대형	중형	소형
상수	19.630*** (6.399)	-0.206 (-0.128)	11.818** (2.555)	31.141*** (4.833)	상수	15.636*** (5.416)	-2.904* (-1.658)	10.400** (2.210)	29.337*** (4.577)
<i>CGI4</i>	0.122*** (3.814)	0.425*** (6.531)	0.162** (2.601)	0.111*** (3.213)	<i>CGI5</i>	-0.060* (-1.928)	-0.050 (-0.653)	0.081 (1.118)	-0.093** (-2.531)
<i>LNSize</i>	-0.201*** (-6.065)	0.013 (0.177)	-0.212** (-2.882)	-0.167*** (-4.649)	<i>LNSize</i>	-0.146*** (-4.837)	0.170** (2.156)	-0.182** (-2.449)	-0.149*** (-4.221)
<i>Debit</i>	0.244*** (8.488)	0.215*** (3.265)	0.637*** (10.230)	0.236*** (6.841)	<i>Debit</i>	0.230*** (7.819)	0.198** (2.608)	0.645*** (10.021)	0.215*** (6.156)
<i>Stockholder</i>	-0.043 (-1.481)	0.050 (0.696)	0.090 (1.494)	-0.026 (-0.759)	<i>Stockholder</i>	-0.036 (-1.213)	0.071 (0.881)	0.073 (1.167)	-0.007 (-0.191)
<i>OISR</i>	-0.017 (-0.552)	0.137** (2.118)	0.234*** (3.198)	-0.039 (-1.127)	<i>OISR</i>	-0.008 (-0.261)	0.128* (1.749)	0.189** (2.462)	-0.022 (-0.624)
<i>RDSR</i>	0.086*** (2.949)	0.298*** (4.650)	0.138** (2.179)	0.076** (2.226)	<i>RDSR</i>	0.090*** (3.082)	0.362*** (5.025)	0.173*** (2.641)	0.070** (2.048)
<i>adjR²</i>	0.324***	0.310***	0.508***	0.335***	<i>adjR²</i>	0.310***	0.422***	0.487***	0.328***
결합 F값	5.2483***				결합 F값	4.6654***			
<i>X²</i>	31.4897***				<i>X²</i>	27.9924***			

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 *X²*값은 가설2의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 14>와 <표 15>, <표 16>은 종속변수를 *PBR*로 종합기업지배구조지수(*KCGI*) 및 부문별 하위지수(*CGI1~CGI5*)를 설명변수로 분석한 결과이다.

*KCGI*를 설명변수로 한 경우를 살펴보면, 대형·중형·소형 기업군의 모든 패널에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 나타내고 있다. 이는 종합기업지배구조지수가 높은 기업이 기업가치가 좋으며, 특히 대형 기업군에서 높은 계수 값을 보이고 있어, 대형 기업군에 있어서 종합지배구조지수가 높은 기업일수록 기업가치가 높다는 것을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 중·소형 기업군에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 계수 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 모두 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있으며, 이는 고정적 이자비용부담으로 인해 경영을 효율화하는 감시기능이 강화되고 이것이 기업가치를 제고하는 것으로 생각된다. 최대주주지분율의 경우에는 중형 기업군에서만 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있음을 알 수 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 대·중형 기업군에서 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있어 대·중형 기업군에서 기업의 고유목적사업에 의한 이익이 높게 나타난다는 것을 알 수 있다.

연구개발비의 경우에는 모든 패널에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타내어 연구개발비는 기업의 미래의 수익과 관련이 높은 것으로 기업가치에 높은 관련성이 있음을 알 수 있다.

*CGI1*을 설명변수로 한 경우를 살펴보면, *CGI1*은 모든 패널에서 1% 이내에서 유의한 통계적으로 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 이는 주주의 권리보호를 위한 집중투표제 및 서면투표제, 소액주주의 권리 강화 등이 시장에서 좋은 정보(good news)로 받아들여져 기업가치에 좋은 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 대형 기업군에서는 통계적으로 10% 이내에서 유의한 양(+)의 값을, 중·소형 기업군에서는 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 계수 값을 보이고 있다. 부채비율의 경우에는 모든 패널에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계로 나타났으며, 연구개발비의 경우에는 모든 패널에서 1% 이내에서 유의한 통계적으로 양(+)의 관계를 보여 연구개발비의 지출이 기업가치에 높은 관련성이 있음을 알 수 있다.

*CGI2*를 설명변수로 한 경우, *CGI2*는 모든 패널에서 적어도 10% 이내에서 통계

적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 이는 기업이 사외이사 선임비율 및 이사회 참석률, 사외이사의 추천형태, 기타위원회 등의 설치로 인하여 투자자에게는 기업을 효율적으로 운영하는 것으로 보여 기업가치에 영향을 미치는 것으로 판단된다. 기업규모의 경우에는 중·소형 기업군에서는 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수 값을 보이고 있다. 기업규모는 기업가치와 음(-)의 관계에 있음을 알 수 있다. 부채비율의 경우에는 모든 패널에서 통계적으로 1% 이내에서 유의한 양(+)의 관계로 나타났으며, 연구개발비의 경우에는 모든 패널에서 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보여 연구개발비의 지출이 기업가치에 높은 관련성이 있음을 알 수 있다.

*CGI3*을 설명변수로 한 경우, *CGI3*은 대형 기업군에서만 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있음을 알 수 있다. IR의 실적, 공시실적 등 기업의 투명성이 높은 기업일수록 기업가치가 높다는 것을 알 수 있으며, 대형 기업군에서의 공시가 투자자에게 좋은 신호로 받아들여져 주식시장에서 높은 평가를 받은 것을 알 수 있다.

*CGI4*를 설명변수로 한 경우, *CGI4*는 모든 패널에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있음을 나타내어 감사위원회 등의 설치로 인하여 기업의 감시가 강화된 기업일수록 경영이 효율적으로 이루어져 기업가치를 높이는 요인이라 할 수 있을 것이다.

*CGI5*를 설명변수로 한 경우, *CGI5*는 소형 기업군에서 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있어 배당 및 자사주 매입 등의 사항이 소형 기업군에서 기업가치를 낮추는 요인으로 작용한다는 것을 알 수 있다.

이를 정리하면, 종합기업지배구조지수(*KCGI*)와 부문별 하위기업지배구조지수(*CGI1*~*CGI5*)는 기업가치와 높은 관계가 있음을 알 수 있으며, 특히, 대형 기업군에서 높은 관계를 보이며, 다만, 경영의 과실배분에 있어서는 음(-)의 관계가 있으며 소형 기업군에서 높은 관계가 있다는 것을 알 수 있다. 자본규모의 패널별 차이를 검정한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과를 나타내 자본규모별 차이가 존재함을 알 수 있다.

< 표 17 > 자본규모별 기업지배구조지수-KCGI, CGI1과 Tobin-Q의 관계

구 분	종속변수 : Tobin-Q, 설명변수 : KCGI				구 분	종속변수 : Tobin-Q, 설명변수 : CGI1			
	전체	대형	중형	소형		전체	대형	중형	소형
상수	7.332*** (8.922)	-0.322 (-0.438)	4.701** (2.422)	13.038*** (7.483)	상수	5.221*** (6.053)	-1.271* (-1.675)	1.854 (0.948)	11.502*** (6.462)
KCGI	0.153*** (4.725)	0.333*** (5.182)	0.281*** (3.443)	0.124*** (3.539)	CGI1	0.115*** (3.871)	0.203*** (3.266)	0.326*** (3.840)	0.123*** (3.561)
LNsize	-0.260*** (-7.831)	0.077 (1.093)	-0.235** (-2.537)	-0.252*** (-7.005)	LNsize	-0.183*** (-5.991)	0.174** (2.480)	-0.140 (-1.593)	-0.227*** (6.400)
Debit	0.089*** (3.045)	0.080 (1.250)	0.236*** (3.032)	0.071** (2.044)	Debit	0.088*** (2.981)	0.049 (0.741)	0.274*** (3.497)	0.070** (2.001)
Stockholder	-0.046 (-1.544)	0.082 (1.172)	0.198** (2.590)	-0.043 (-1.239)	Stockholder	-0.042 (-1.411)	0.082 (1.130)	0.292*** (3.487)	-0.035 (-1.017)
OISR	0.041 (1.342)	0.152** (2.437)	0.221** (2.445)	0.026 (0.746)	OISR	0.040 (1.327)	0.137** (2.110)	0.216** (2.411)	0.031 (0.888)
RDSR	0.149*** (5.099)	0.443*** (7.197)	0.264*** (3.373)	0.131*** (3.800)	RDSR	0.165*** (5.619)	0.469*** (7.353)	0.289*** (3.736)	0.140*** (4.074)
adjR ²	0.290***	0.356***	0.522***	0.320***	adjR ²	0.280	0.302***	0.535***	0.321***
결합 F값	10.9167***				결합 F값	7.6613***			
X ²	65.5000***				X ²	45.9678***			

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 X²값은 가설2의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

< 표 18 > 자본규모별 기업지배구조지수-CGI2, CGI3과 Tobin-Q의 관계

구 분	종속변수 : Tobin-Q, 설명변수 : CGI2				구 분	종속변수 : Tobin-Q, 설명변수 : CGI3			
	전체	대형	중형	소형		전체	대형	중형	소형
상수	7.853*** (9.094)	-0.097 (-0.128)	4.685** (2.311)	13.397*** (7.632)	상수	7.102*** (8.145)	-0.544 (-0.723)	4.603** (2.252)	12.971*** (7.306)
CGI2	0.144*** (1.373)	0.316*** (4.799)	0.172** (2.112)	0.105*** (3.031)	CGI3	0.070*** (1.987)	0.270*** (4.033)	0.156* (1.806)	0.020 (0.568)
LNsize	-0.264*** (-7.741)	0.072 (0.995)	-0.202** (-2.121)	-0.248*** (-6.894)	LNsize	-0.230*** (-6.562)	0.109 (1.519)	-0.202** (-2.080)	-0.235*** (-6.396)
Debit	0.079*** (2.723)	0.072 (1.122)	0.207** (2.597)	0.060* (1.739)	Debit	0.080*** (2.719)	0.104 (1.564)	0.214*** (2.681)	0.058 (1.643)
Stockholder	-0.050* (-1.680)	0.088 (1.246)	0.153** (1.988)	-0.047 (-1.349)	Stockholder	-0.054* (-1.820)	0.084 (1.173)	0.164** (2.097)	-0.048 (-1.368)
OISR	0.046 (4.515)	0.147** (2.347)	0.225** (2.422)	0.032 (0.900)	OISR	0.037 (1.217)	0.173*** (2.689)	0.209** (2.241)	0.023 (0.661)
RDSR	0.152*** (5.186)	0.460*** (7.443)	0.274*** (3.407)	0.131*** (3.817)	RDSR	0.151*** (5.037)	0.447*** (7.042)	0.267*** (3.281)	0.128*** (3.656)
adjR ²	0.286	0.344	0.482	0.314	adjR ²	0.263	0.322	0.475	0.297
결합 F값	11.4304***				결합 F값	10.4883***			
X ²	68.5823***				X ²	62.9299***			

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 X²값은 가설2의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

< 표 19 > 자본규모별 기업지배구조지수- $CGI4$, $CGI5$ 와 $Tobin-Q$ 의 관계

구 분	종속변수 : $Tobin-Q$ 설명변수 : $CGI4$				구 분	종속변수 : $Tobin-Q$, 설명변수 : $CGI5$			
	전체	대형	중형	소형		전체	대형	중형	소형
상수	7.908*** (9.262)	-0.035 (-0.047)	4.752** (2.393)	13.745*** (7.822)	상수	6.490*** (8.059)	-1.138 (-1.456)	3.936* (1.937)	13.230*** (7.577)
$CGI4$	0.158*** (4.884)	0.339*** (5.430)	0.218*** (2.763)	0.130*** (3.738)	$CGI5$	-0.089*** (-2.830)	-0.084 (-1.163)	0.066 (0.722)	-0.127*** (-3.432)
$LNsize$	-0.265*** (-7.932)	0.068 (0.962)	-0.207** (-2.227)	-0.256*** (-7.093)	$LNsize$	-0.194*** (-6.353)	0.202*** (2.756)	-0.158* (-1.667)	-0.236*** (-6.650)
$Debit$	0.080*** (2.738)	0.061 (0.958)	0.214*** (2.725)	0.064* (1.838)	$Debit$	0.059* (1.984)	0.035 (0.503)	0.219*** (2.680)	0.037 (1.045)
$Stockholder$	-0.055* (-1.885)	0.042 (0.608)	0.144* (1.892)	-0.044 (-1.273)	$Stockholder$	-0.044 (-1.467)	0.060 (0.803)	0.129 (1.620)	-0.017 (-0.472)
$OISR$	0.045 (1.489)	0.160** (2.579)	0.244*** (2.640)	0.027 (0.770)	$OISR$	0.059* (1.874)	0.162** (2.378)	0.196** (2.008)	0.051 (1.407)
$RDSR$	0.147*** (5.001)	0.429*** (6.964)	0.257*** (3.207)	0.128*** (3.732)	$RDSR$	0.151*** (5.105)	0.470*** (7.021)	0.296*** (3.555)	0.120*** (3.478)
$adjR^2$	0.293	0.364	0.500	0.323	$adjR^2$	0.269	0.290	0.457	0.319
결합 F 값	11.9347***			결합 F 값	10.9183***				
χ^2	71.6079***			χ^2	65.5100***				

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F 값과 χ^2 값은 가설2의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 17>과 <표 18>, <표 19>는 종속변수를 $Tobin-Q$ 로 종합기업지배구조지수($KCGI$) 및 부문별 하위기업지배구조지수($CGI1 \sim CGI5$)를 설명변수로 분석한 결과이다.

$KCGI$ 를 설명변수로 한 경우를 살펴보면, 대형·중형·소형기업 모든 패널에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 나타내고 있다. 이는 $KCGI$ 가 높은 기업이 기업가치가 좋으며, 특히 대형 기업군에서 높은 계수 값을 보이고 있어 대형 기업군에 종합기업지배구조지수가 높은 기업일수록 기업가치가 높게 나타난다는 것을 알 수 있다. 따라서 대형 기업군에서 높은 종합지배구조지수의 기업에 투자함으로써 투자수익을 얻을 수 있다는 것으로 해석할 수 있다. 기업규모의 경우에는 중·소형 기업군에서 통계적으로 5% 이내에서 유의한 음(-)의 계수 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 중·소형 기업군에서는 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있으며, 이는 고정적 이자비용부담으로 인해 경영을 효율화하는 감시기능이 강화되고 이것이 기업

가치를 제고하는 것으로 생각된다. 최대주주지분율의 경우에는 중형 기업군에서만 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있음을 알 수 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 대·중형 기업군에서 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있어 대·중형 기업군에서 기업의 고유목적사업에 의한 이익이 높게 나타난다는 것을 알 수 있다. 연구개발비의 경우에는 모든 패널에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타내어 연구개발비는 기업가치에 높은 관련이 있음을 알 수 있다.

*CGI1*을 설명변수로 한 경우를 살펴보면, *CGI1*은 모든 패널에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 특히, 중형 기업군에서 높은 관계가 있음을 알 수 있다. 이는 주주의 권리보호를 위한 집중투표제 및 서면투표제, 소액주주의 권리 강화 등이 시장에서 좋은 정보(good news)로 받아들여져 기업가치에 좋은 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 대형 기업군에서는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을, 소형 기업군에서는 적어도 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 계수 값을 보이고 있다. 기업규모가 큰 기업일수록 기업가치가 높다는 것을 알 수 있다. 부채비율의 경우에는 중·소형 기업군에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계로 나타났으며, 매출액영업이익률의 경우에는 대·중형 기업군에서 높은 관계가 있다는 것을 알 수 있다. 또한 연구개발비의 경우에는 모든 패널에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 특히 대형 기업군에서 높은 관계를 보여 연구개발비의 지출이 기업가치에 높은 관련성이 있음을 알 수 있다.

*CGI2*를 설명변수로 한 경우, *CGI2*는 모든 패널에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 이는 기업이 사외이사 선임비율 및 이사회 참석률, 사외이사의 추천형태, 기타위원회 등의 설치로 인하여 투자자에게는 기업을 효율적으로 운영하는 것으로 보여 기업가치에 영향을 미치는 것으로 판단된다. 기업규모의 경우에는 중·소형 기업군에서는 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 계수 값을 보이고 있다. 부채비율의 경우에는 중·소형 기업군에서 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계로 나타났으며, 최대주주지분율의 경우에는 중형 기업군에서만 5% 이내에서 통계적으로 유의한 관계를 보이고 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 대·중형 기업군에서

5% 이내에서 통계적으로 유의한 관계에 있음을 알 수 있다. 연구개발비의 경우에는 모든 패널에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보여 연구개발비의 지출이 기업의 가치에 높은 관련성이 있음을 알 수 있다.

*CGI3*을 설명변수로 한 경우, *CGI3*은 대·중형 기업군에서는 적어도 10% 이내에서 유의한 통계적으로 양(+)의 관계가 있음을 알 수 있다. 소형 기업군에서는 유의하지 않는 결과를 나타내어 대·중형 기업군의 공시실적 등과 같은 기업의 투명성이 기업가치와 높은 관련성이 있음을 알 수 있다. 따라서 기업의 공시와 관련한 정보를 적절하게 이용하여 투자를 효율적으로 할 수 있다는 것을 알 수 있다.

*CGI4*를 설명변수로 한 경우, *CGI4*는 모든 패널에서 적어도 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있음을 나타내어 감사위원회 등의 설치로 인하여 기업의 감시가 강화된 기업이 경영을 효율적으로 이루어져 기업가치를 높이는 것을 알 수 있다.

*CGI5*를 설명변수로 한 경우, *CGI5*는 소형 기업군에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 관계를 보이고 있어 배당 및 자사주 매입 등의 사항이 소형 기업군에서 기업가치를 낮추는 요인으로 작용한다는 것을 알 수 있다.

이를 정리하면, 종합기업지배구조지수(*KCGI*)와 부문별 하위기업지배구조지수(*CGI1~CGI4*)는 기업가치와 높은 관계가 있음을 알 수 있으며, 특히, 대형 기업군에서 높은 관계를 보이며, 다만, *CGI5*에 있어서는 음(−)의 관계가 있으며 소형 기업군에서 높은 관계가 있다는 것을 알 수 있다. 모든 패널에서 연구개발비는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있어 연구개발비의 지출이 미래의 기업의 성장가능성과 수익성을 제고하는 것으로 판단되어 기업가치를 높이는 것으로 나타났다. *Tobin-Q*를 종속 변수로 하는 자본규모의 패널별 차이를 검정한 결과, 결합 *F*값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과를 나타내 자본규모별 차이가 존재함을 알 수 있다.

3.3 산업구분에 따른 기업지배구조지수와 기업가치의 관계

기업가치와 관련한 연구에서 가장 일반적으로 통제되는 비재무정보가 산업효과 변수이며, 기업의 지배구조와 관련하여 산업별 특성에 따라서 많은 차이가 있을 것으로 생각된다. 따라서 산업별 표본은 한국거래소 분류기준에 따라 분류하여 분석하였다.

< 표 20 > 산업구분에 따른 종합기업지배구조지수-KCGI와 PBR의 관계

구 분	<i>a</i>	KCGI	LNsize	Debit	Stockholder	OISR	RDSR	adjR ²	결합 F값	χ^2
전 체	17.914*** (6.066)	0.114*** (3.539)	-0.194*** (-5.923)	0.251*** (8.676)	-0.036 (-1.231)	-0.020 (-0.670)	0.088*** (3.038)	0.322		
운수 장비	7.923 (0.389)	0.042 (0.398)	-0.126 (-1.099)	0.502*** (5.513)	0.226** (0.226)	-0.079 (-0.876)	-0.089 (-0.998)	0.312		
섬유 의복	31.798* (1.976)	-0.006 (-0.056)	-0.204* (-1.805)	0.268** (2.192)	-0.267** (-2.390)	0.318*** (2.765)	-0.090 (-0.842)	0.505		
음식료품	11.224 (1.489)	0.208** (2.048)	-0.163 (-1.233)	0.195* (1.899)	-0.260** (-2.459)	0.118 (0.846)	-0.218* (-1.943)	0.415		
의 약 품	17.020** (2.356)	0.293*** (3.719)	-0.221*** (-2.820)	0.749*** (9.944)	0.030 (0.394)	0.145* (1.943)	0.102 (1.348)	0.541		
운수 창고	33.324*** (3.649)	0.166 (1.092)	-0.578*** (-3.425)	-0.319** (-2.307)	-0.243* (-1.696)	0.446*** (2.770)	0.103 (0.740)	0.335	7.5895***	45.5369***
화 학	10.746*** (4.908)	0.259*** (4.179)	-0.341*** (-5.237)	0.066 (1.072)	0.061 (1.013)	0.132** (2.191)	0.190*** (3.229)	0.416		
전기 전자	5.183 (1.183)	0.067 (0.946)	-0.125 (-1.586)	0.601*** (10.163)	0.060 (1.016)	-0.050 (-0.747)	0.354*** (5.935)	0.560		
비 금 속	1.440 (0.485)	0.458*** (3.624)	-0.146 (-0.896)	0.526*** (4.513)	0.060 (0.503)	0.204 (1.367)	0.356*** (3.026)	0.476		
기 계	3.139 (0.141)	0.238* (1.950)	-0.036 (-0.252)	0.490*** (4.331)	0.021 (0.180)	-0.337*** (-3.297)	-0.181 (-1.484)	0.428		
철강 금속	6.355** (2.061)	0.145 (1.077)	-0.252* (-1.740)	0.122 (1.133)	0.034 (0.252)	0.054 (0.402)	0.107 (1.098)	0.243		
종이 목재	18.430 (0.967)	0.401*** (2.775)	-0.218 (-1.172)	0.114 (0.635)	-0.022 (-0.121)	0.083 (0.534)	0.285** (2.112)	0.464		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 χ^2 값은 가설3의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 20>은 산업구분에 따라 PBR을 종속변수로 종합기업지배구조지수(KCGI)를 설명변수로 하여 회귀분석 한 결과이다. 이 결과를 살펴보면, 음식료품, 의약품, 화학, 비금속광물, 기계, 종이 목재 산업에 있어서 KCGI는 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 따라서 투자자는 이러한 산업을 투자포트폴리오로 구성함으로써 효율적인 투자를 기대할 수 있을 것이다.

패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 산업간 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 21 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI1과 PBR의 관계

구 분	a	CGI1	LNsize	Debit	Stockholder	OISR	RDSR	adjR ²	결합 F값	χ^2
전 체	12.246*** (3.956)	0.085*** (2.890)	-0.138*** (-4.556)	0.250*** (8.611)	-0.033 (-1.135)	-0.020 (-0.677)	0.099*** (2.890)	0.317		
운수장비	-0.860 (-0.044)	0.078 (0.891)	-0.095 (-1.004)	0.496*** (5.523)	0.228** (2.422)	-0.069 (-0.763)	-0.091 (-1.034)	0.317		
섬유의복	33.627** (2.092)	-0.104 (-1.002)	-0.200* (-1.804)	0.256** (2.134)	-0.275** (-2.468)	0.291** (2.500)	-0.088 (-0.828)	0.265		
음식료품	4.192 (0.550)	0.341*** (3.350)	-0.094 (-0.734)	0.221** (2.228)	-0.242** (-2.376)	0.140 (1.045)	-0.162 (-1.496)	0.233		
의 약 품	3.240 (0.428)	0.346*** (4.503)	-0.098 (-1.272)	0.792*** (10.554)	0.068 (0.905)	0.122* (1.710)	0.122* (1.679)	0.539		
운수창고	23.976** (2.287)	0.242 (1.552)	-0.471*** (-2.889)	-0.264* (-1.833)	-0.127 (-0.835)	0.432*** (2.723)	0.130 (0.929)	0.356		
화 학	4.662* (1.918)	0.281*** (4.577)	-0.190*** (-2.954)	0.081 (1.318)	0.081 (0.183)	0.142** (2.370)	0.202*** (3.458)	0.184		
전기전자	4.642 (1.028)	-0.024 (-0.410)	-0.091 (-1.311)	0.588*** (9.850)	0.049 (0.808)	-0.040 (-0.592)	0.349*** (5.775)	0.558		
비 금 속	-2.674 (-0.854)	0.121 (0.843)	0.119 (0.678)	0.463*** (3.429)	0.142 (1.095)	-0.020 (-0.128)	0.361** (2.445)	0.355		
기 계	-21.167 (-0.982)	0.126 (1.265)	0.106 (0.855)	0.492*** (4.279)	0.054 (0.476)	-0.334*** (-3.200)	-0.181 (-1.459)	0.408		
철강금속	4.967 (1.674)	-0.004 (-0.036)	-0.153 (-1.346)	0.103 (0.924)	-0.049 (-0.367)	0.005 (0.040)	0.104 (1.062)	0.220		
종이 목재	8.244 (0.418)	0.303* (1.903)	-0.109 (-0.582)	0.055 (0.287)	-0.054 (-0.293)	0.114 (0.668)	0.316** (2.207)	0.387		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 χ^2 값은 가설3의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 21>은 산업구분에 따라 PBR을 종속변수로 주주권리 보호(CGI1)를 설명 변수로 하여 회귀분석 한 결과이다. 이 결과를 살펴보면, 음식료품, 의약품, 화학, 종이 목재 산업에 있어서 CGI1은 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양 (+)의 관계를 나타내고 있다. 따라서 음식료품, 의약품, 화학, 종이 목재 산업에서의 주주권리 보호, 즉 집중투표제 및 서면투표제, 소액주주의 권리 강화 등이 기업가치를 높이는 결과로 투자자는 CGI1을 기준으로 투자포트폴리오를 구성 시 음식료품, 의약품, 화학, 종이 목재 산업을 중심으로 포트폴리오를 구성하여 투자 전략을 구사함으로써 효율적인 투자를 기대할 수 있을 것이다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로

나타나 산업간 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 22 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI2와 PBR의 관계

구 분	<i>a</i>	CGI2	LNsize	Debit	Stockhol der	OISR	RDSR	adjR ²	결합 F값	χ^2
전 체	19.469*** (6.280)	0.111*** (3.412)	-0.199*** (-5.919)	0.244*** (8.469)	-0.039 (-1.323)	-0.016 (-0.528)	-0.090*** (3.096)	0.321		
운수장비	3.636 (0.170)	-0.009 (-0.083)	-0.095 (-0.810)	0.513*** (5.598)	0.231** (2.446)	-0.083 (-0.924)	-0.092 (-1.031)	0.311		
섬유의복	32.481** (2.031)	0.099 (0.972)	-0.213* (-1.915)	0.277** (0.325)	-0.278** (-2.489)	0.332*** (2.907)	-0.095 (-0.900)	0.265		
음식료품	13.235* (1.733)	0.157 (1.535)	-0.178 (-1.315)	0.169 (1.651)	-0.248** (-2.321)	0.100 (0.709)	-0.205* (-1.814)	0.394		
의 약 품	19.076** (2.468)	0.167** (2.008)	-0.218** (-2.591)	0.685*** (8.998)	0.003 (0.041)	0.140* (1.746)	0.138* (1.748)	0.459		
운수창고	36.931*** (3.668)	0.1678 (1.047)	-0.613*** (-3.363)	-0.375** (-2.674)	-0.275* (-1.821)	0.481*** (3.005)	0.089 (0.647)	0.334		
화 학	11.634*** (5.108)	0.212*** (3.300)	-0.337*** (-5.031)	0.043 (0.683)	0.052 (0.850)	0.142** (2.329)	0.192*** (3.216)	0.151		
전기전자	5.863 (1.264)	0.069 (0.952)	-0.130 (-1.598)	0.597*** (10.178)	0.061 (1.021)	-0.047 (-0.710)	0.352*** (5.896)	0.578		
비 금 속	-0.354 (-0.126)	0.397*** (3.409)	-0.003 (-0.021)	0.487*** (4.203)	0.079 (0.663)	0.130 (0.910)	0.440*** (3.730)	0.464		
기 계	18.364 (0.832)	0.357*** (3.158)	-0.110 (-0.816)	0.470*** (4.347)	0.003 (0.026)	-0.327*** (-3.342)	-0.160 (-1.372)	0.477		
철강금속	7.085** (2.165)	0.162 (1.247)	-0.267* (-1.849)	0.124 (1.152)	0.032 (0.245)	0.059 (0.443)	0.108 (1.114)	0.250		
종이 목재	15.582 (0.805)	0.335** (2.367)	-0.159 (-0.857)	0.111 (0.604)	-0.031 (-0.171)	0.032 (0.205)	0.269* (1.954)	0.183		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 χ^2 값은 가설3의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 22>는 산업구분에 따라 PBR을 종속변수로 이사회 구성 및 운영(CGI2)을 설명변수로 하여 회귀분석 한 결과이다. 이 결과를 살펴보면, 의약품, 화학, 비금속광물, 기계, 종이 목재 산업에 있어서 CGI2는 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 의약품, 화학, 비금속광물, 기계, 종이 목재 산업의 경우 사외이사 선임비율 및 이사회 참석률, 사외이사의 추천형태, 기타위원회 등의 설치로 인하여 투자자에게는 기업을 효율적으로 운영하는 것으로 보여 기업가치에 영향을 미치는 것으로 판단된다. 따라서 투자자는 투자포트폴리오를 구성시 의약품, 화학, 비금속광물, 기계, 종이 목재 산업을 중심으로 포트폴리오를 구성하여 투자전략을 구사함으로써 효율적인 투자를 기대할 수 있을 것이다. 패

널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 산업간 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 23 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수- $CGI3$ 과 PBR 의 관계

구 분	a	$CGI3$	$LNsize$	$Debit$	$Stockholder$	$OISR$	$RDSR$	$adjR^2$	결합 F 값	χ^2
전 체	16.772*** (5.369)	0.036 (1.054)	-0.165*** (-4.768)	0.243*** (8.372)	-0.044 (-1.491)	-0.022 (-0.747)	0.091*** (3.095)	0.307		
운수장비	16.540 (0.738)	0.113 (0.942)	-0.183 (-1.421)	0.510*** (5.800)	0.225** (2.393)	-0.081 (-0.913)	-0.094 (-1.062)	0.317		
섬유의복	31.014* (1.955)	-0.159 (-1.469)	-0.184 (1.660)	0.211* (1.687)	-0.293** (-2.625)	0.320** (2.845)	-0.077 (-0.728)	0.277		
음식료품	12.187 (1.582)	0.043 (0.398)	-0.151 (-1.113)	0.160 (1.531)	-0.256** (-2.362)	0.100 (0.702)	-0.217* (-1.843)	0.133		
의 약 품	19.330** (2.497)	0.181** (2.047)	-0.225*** (-2.650)	0.722*** (9.114)	0.011 (0.138)	0.105 (1.363)	0.106 (1.292)	0.459		
운수창고	32.045*** (3.414)	-0.038 (-0.235)	-0.516*** (-3.037)	-0.345** (-2.482)	-0.210 (-1.378)	0.480*** (2.869)	0.069 (0.499)	0.315		
화 학	11.345*** (4.705)	0.129* (1.789)	-0.328*** (-4.463)	0.059 (0.934)	0.056 (0.893)	0.133** (2.150)	0.186*** (3.054)	0.125		
전기전자	5.911 (1.323)	0.085 (1.231)	-0.136* (-1.724)	0.603*** (10.228)	0.058 (0.987)	-0.048 (-0.726)	0.346*** (5.798)	0.562		
비 금 속	-2.536 (-0.862)	0.194 (1.575)	0.116 (0.755)	0.424*** (3.440)	0.119 (0.931)	0.004 (0.024)	0.432*** (3.391)	0.375		
기 계	-9.727 (-0.428)	0.063 (0.496)	0.069 (0.487)	0.496*** (4.257)	0.066 (0.576)	-0.345*** (-3.285)	-0.195 (-1.540)	0.394		
철강금속	5.220 (1.581)	0.022 (0.165)	-0.168 (-1.170)	0.102 (0.951)	-0.041 (-0.343)	0.007 (0.054)	0.103 (1.049)	0.221		
종이 목재	12.300 (0.604)	0.111 (0.730)	-0.118 (-0.598)	0.162 (0.829)	-0.080 (-0.418)	-0.020 (-0.122)	0.262* (1.806)	0.092		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F 값과 χ^2 값은 가설3의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 23>은 산업구분에 따라 PBR 을 종속변수로 공시(투명성: $CGI3$)를 설명변수로 하여 회귀분석 한 결과이다. 이 결과를 살펴보면, 의약품, 화학 산업에 있어서 $CGI3$ 은 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 이는 의약품, 화학 산업에 있어서 IR의 실적, 공시실적 등 기업의 투명성이 높은 기업일수록 기업가치가 높다는 것을 알 수 있는데, 이는 기술집약적인 산업에서 기업과 관련한 공시가 기업가치와 높은 관련성이 있다는 것을 의미한다.

패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 산업간 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 24 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-*CGI4*와 *PBR*의 관계

구 분	<i>a</i>	<i>CGI4</i>	<i>LNsize</i>	<i>Debit</i>	<i>Stockholder</i>	<i>OISR</i>	<i>RDSR</i>	<i>adjR</i> ²	결합 F값	χ^2
전 체	19.630*** (6.399)	0.122*** (3.814)	-0.201*** (-6.065)	0.244*** (8.488)	-0.043 (-1.481)	-0.017 (-0.552)	0.086*** (2.949)	0.324		
운수장비	7.109 (0.335)	0.026 (0.249)	-0.116 (-1.018)	0.504*** (5.426)	0.228** (2.405)	-0.081 (-0.901)	-0.089 (-0.991)	0.311		
섬유의복	35.420** (2.185)	0.127 (1.195)	-0.237** (-2.079)	0.288** (2.409)	-0.254** (-2.282)	0.312** (2.755)	-0.092 (-0.866)	0.270		
음식료품	12.620 (1.650)	0.127 (1.243)	-0.161 (-1.197)	0.172 (1.664)	-0.269** (-2.505)	0.116 (0.818)	-0.205* (-1.806)	0.147		
의 약 품	20.174*** (2.695)	0.248*** (3.103)	-0.232*** (-2.852)	0.708*** (9.415)	-0.010 (-0.129)	0.151* (1.964)	0.111 (1.432)	0.489		
운수창고	35.196*** (3.691)	0.154 (0.993)	-0.591*** (-3.375)	-0.330** (-2.395)	-0.238 (-1.665)	0.469*** (2.933)	0.107 (0.758)	0.332	8.9308***	53.5849***
화 학	12.186*** (5.265)	0.220*** (3.414)	-0.349*** (-5.139)	0.043 (0.686)	0.026 (0.425)	0.136** (2.228)	0.188*** (3.161)	0.392		
전기전자	5.594 (1.245)	0.065 (1.000)	-0.124 (-1.601)	0.597*** (10.181)	0.056 (0.942)	-0.045 (-0.681)	0.351*** (5.878)	0.561		
비 금 속	0.987 (0.334)	0.419*** (3.458)	-0.063 (-0.412)	0.409*** (3.592)	0.036 (0.293)	0.087 (0.637)	0.411*** (3.497)	0.406		
기 계	3.018 (0.121)	0.163 (1.240)	-0.009 (-0.060)	0.486*** (4.220)	0.048 (0.422)	-0.353*** (-3.386)	-0.171 (-1.376)	0.349		
철강금속	6.001* (1.832)	0.077 (0.626)	-0.207 (-1.461)	0.109 (1.015)	-0.015 (-0.117)	0.036 (0.265)	0.108 (1.105)	0.228		
종이 목재	27.481 (1.408)	0.436*** (2.944)	-0.280 (-1.477)	0.114 (0.642)	-0.018 (-0.103)	0.067 (0.439)	0.247* (1.851)	0.230		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 χ^2 값은 가설3의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 24>는 산업구분에 따라 *PBR*을 종속변수로 감사기구(*CGI4*)를 설명변수로 하여 회귀분석 한 결과이다. 이 결과를 살펴보면, 의약품, 화학, 비금속광물, 종이 목재 산업에 있어서 *CGI4*는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 이는 의약품, 화학, 비금속광물, 종이 목재 산업에 있어서 감사위원회 등의 설치로 인하여 기업의 감시가 강화된 기업이 경영을 효율적으로 이루어 져 기업가치를 높이는 것을 알 수 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 *F*값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 산업간 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 25 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI5-와 PBR의 관계

구 분	<i>a</i>	CGI5	LNsize	Debit	Stockholder	OISR	RDSR	adjR ²	결합 F값	χ^2
전 체	15.636*** (5.416)	-0.060* (-1.928)	-0.146*** (-4.837)	0.230*** (7.819)	-0.036 (-1.213)	-0.008 (-0.261)	0.090*** (3.082)	0.310	7.9483***	47.6890***
운수장비	-4.094 (-0.219)	-0.195** (-1.998)	-0.048 (-0.496)	0.478*** (5.420)	0.317*** (3.105)	-0.072 (-0.823)	-0.102 (-1.169)	0.338		
섬유의복	32.679** (2.022)	-0.053 (-0.466)	-0.210* (-1.874)	0.266** (2.216)	-0.249** (-2.100)	0.324*** (2.827)	-0.802 (-0.760)	0.258		
음식료품	11.861 (1.546)	-0.113 (-0.977)	-0.143 (-1.061)	0.13 (1.295)	-0.210* (-1.767)	0.079 (0.554)	-0.166 (-1.373)	0.141		
의 약 품	16.730** (2.156)	-0.079 (-0.846)	-0.178* (-2.140)	0.668*** (8.312)	-0.014 (-0.179)	0.130 (1.472)	0.135 (1.628)	0.474		
운수창고	32.989*** (3.475)	-0.046 (-0.251)	-0.535*** (-3.177)	-0.360** (-2.321)	-0.207 (-1.345)	0.485*** (2.807)	0.084 (0.572)	0.315		
화 학	10.464*** (4.556)	-0.106 (-1.465)	-0.277*** (-4.256)	0.016 (0.236)	0.044 (0.706)	0.168** (2.543)	0.177*** (2.831)	0.347		
전기전자	5.135 (1.158)	0.052 (0.812)	-0.112 (-1.497)	0.594*** (10.147)	0.039 (0.620)	-0.050 (-0.755)	0.366*** (5.913)	0.560		
비 금 속	-3.986 (-1.272)	0.038 (0.263)	0.212 (1.347)	0.432*** (3.229)	0.130 (0.983)	-0.103 (-0.658)	0.436*** (3.071)	0.347		
기 계	-9.291 (-0.452)	-0.216** (-2.000)	0.078 (0.637)	0.456*** (3.984)	0.144 (1.230)	-0.344*** (-3.390)	-0.170 (-1.390)	0.373		
철강금속	4.123 (1.528)	0.296*** (3.043)	-0.147 (-1.363)	0.110 (1.076)	-0.021 (-0.187)	-0.082 (-0.647)	0.099 (1.059)	0.355		
종이 목재	10.505 (0.5070)	-0.034 (-0.192)	-0.086 (-0.432)	0.120 (0.540)	-0.087 (-0.444)	-0.001 (-0.006)	0.266* (1.774)	0.287		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.
† † 결합 F값과 χ^2 값은 가설3의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 25>는 산업구분에 따라 PBR을 종속변수로 경영의 과실배분(CGI5)을 설명변수로 하여 회귀분석 한 결과이다. 이 결과를 살펴보면, 운수장비, 기계 산업에서는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 있다는 결과를 나타냈으며, 철강금속산업에 있어서는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있다는 결과를 보이고 있다. 배당금 및 자사주 매입과 관련하여 운수장비, 기계 산업에서는 기업가치를 낮추는 것을 알 수 있으며, 철강금속 산업의 경우에는 기업 가치를 높이는 것을 알 수 있다. 산업별 상반된 결과를 보이고 있으며, 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 산업간 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 26 > 산업구분에 따른 종합기업지배구조지수(KCGI)와 Tobin-Q의 관계

구 분	<i>a</i>	<i>KCGI</i>	<i>LNsize</i>	<i>Debit</i>	<i>Stockhol der</i>	<i>OISR</i>	<i>RDSR</i>	<i>adjR</i> ²	결합 F _값	χ^2
전 체	7.332*** (8.922)	0.153*** (4.725)	-0.260*** (-7.831)	0.089*** (3.045)	-0.046 (-1.544)	0.041 (1.342)	0.149*** (5.099)	0.290		
운수장비	4.413 (1.036)	0.029 (0.259)	-0.158 (-1.304)	0.425*** (4.433)	0.166P* (1.658)	-0.027 (-0.281)	-0.097 (-1.040)	0.239		
섬유의복	19.630*** (2.941)	-0.008 (-0.074)	-0.297*** (-2.642)	0.168 (1.384)	-0.308*** (-2.772)	0.292** (2.552)	-0.110 (-1.037)	0.264		
음식료품	3.728 (1.219)	0.238** (2.331)	-0.103 (-0.774)	0.035 (0.340)	-0.290*** (-2.726)	0.107 (0.766)	-0.258** (-2.294)	0.163		
의 약 품	7.329* (1.832)	0.314*** (2.905)	-0.197* (-1.831)	0.190* (1.838)	0.007 (0.064)	0.169 (1.658)	0.108 (1.040)	0.135		
운수창고	20.164*** (3.463)	0.094 (0.607)	-0.533*** (-3.112)	-0.337* (-2.399)	-0.203 (-1.397)	0.440*** (2.699)	0.124 (0.875)	0.317		
화 학	7.149*** (5.815)	0.237*** (3.881)	-0.367*** (-5.712)	0.074 (1.212)	0.043 (0.725)	0.125** (2.103)	0.237*** (4.085)	0.194		
전기전자	3.232** (1.988)	0.115 (1.285)	-0.186* (-1.849)	-0.054 (-0.721)	0.168** (2.211)	-0.090 (-1.063)	0.559*** (7.355)	0.314		
비 금 속	3.251* (1.768)	0.446*** (3.136)	-0.324* (-1.762)	0.318** (2.424)	-0.017 (-0.127)	0.228 (1.354)	0.368*** (2.769)	0.335		
기 계	8.572 (1.508)	0.294** (2.012)	-0.230 (-1.359)	0.189 (1.388)	-0.071 (-0.515)	-0.159 (-1.295)	-0.120 (0.820)	0.173		
철강금속	3.530** (2.398)	0.140 (1.044)	-0.256* (-1.773)	0.160 (1.488)	0.034 (0.254)	0.091 (0.674)	0.089 (0.922)	0.064		
종이 목재	6.815 (0.820)	0.405*** (2.828)	-0.182 (-0.990)	0.070 (0.392)	0.037 (0.211)	0.102 (0.664)	0.324** (2.422)	0.232		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.
† † 결합 F_값과 χ^2 값은 가설3의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 26>은 산업구분에 따라 Tobin-Q를 종속변수로 종합기업지배구조지수(KCGI)를 설명변수로 하여 회귀분석 한 결과이다. 이 결과를 살펴보면, 음식료품, 의약품, 화학, 비금속광물, 기계, 종이 목재 산업에 있어서 KCGI는 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 따라서 투자자는 투자포트폴리오를 구성할 때 이러한 산업을 중심으로 포트폴리오를 구성하여 투자전략을 구사함으로써 효율적인 투자를 기대할 수 있을 것이다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F_값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 산업간 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 27 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI1과 *Tobin-Q*의 관계

구 분	<i>a</i>	CGII	LNsize	Debit	Stockholder	OISR	RDSR	adjR ²	결합 F값	χ^2
전 체	5.221*** (6.053)	0.115*** (3.871)	-0.183*** (-5.991)	0.088*** (2.981)	-0.042 (-1.411)	0.040 (1.327)	0.165*** (5.619)	0.280		
운수장비	3.054 (0.752)	0.065 (0.708)	-0.135 (-1.360)	0.418*** (4.423)	0.166* (1.678)	-0.018 (-0.188)	-0.099 (-1.065)	0.242		
섬유의복	20.236*** (3.027)	-0.081 (-0.790)	-0.295*** (-2.659)	0.159 (1.333)	-0.314*** (-2.830)	0.271** (2.335)	-0.109 (-1.028)	0.270		
음식료품	0.726 (0.235)	0.364*** (3.561)	-0.028 (-0.216)	0.059 (0.595)	-0.270*** (-2.644)	0.130 (0.963)	-0.198* (-1.819)	0.224		
의 약 품	1.159 (0.274)	0.385*** (3.623)	-0.062 (-0.582)	0.240** (2.315)	0.050 (0.488)	0.146 (1.483)	0.128 (1.276)	0.175		
운수창고	15.509** (2.320)	0.198 (1.249)	-0.459*** (-2.774)	-0.285* (-1.956)	-0.114 (-0.737)	0.423** (2.630)	0.153 (1.083)	0.338	7.8214***	46.9284***
화 학	4.038*** (2.952)	0.251*** (4.140)	-0.230*** (-3.621)	0.087 (1.426)	0.060 (1.007)	0.134** (2.261)	0.248*** (4.294)	0.201		
전기전자	2.711 (1.614)	-0.011 (-0.153)	-0.125 (-1.406)	-0.071 (-0.928)	0.155** (1.993)	-0.078 (-0.907)	0.555*** (7.184)	0.306		
비 금 속	1.471 (0.785)	0.211 (1.353)	-0.127 (-0.670)	0.289* (1.971)	0.067 (0.473)	0.059 (0.338)	0.326** (2.029)	0.237		
기 계	3.102 (0.557)	0.079 (0.652)	-0.057 (-0.379)	0.192 (1.372)	-0.019 (-0.136)	-0.162 (-1.279)	-0.124 (-0.818)	0.125		
철강금속	2.923** (2.063)	-0.012 (-0.111)	-0.159 (-1.407)	0.139 (1.255)	-0.052 (-0.386)	0.040 (0.296)	0.087 (0.887)	0.055		
종이 목재	2.423 (0.279)	0.274* (1.724)	-0.071 (-0.379)	0.019 (0.100)	0.000 (0.001)	0.120 (0.708)	0.349** (2.438)	0.151		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 χ^2 값은 가설3의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 27>은 산업구분에 따라 *Tobin-Q*를 종속변수로 주주권리 보호(CGI1)를 설명변수로 하여 회귀분석 한 결과이다. 이 결과를 살펴보면, 음식료품, 의약품, 화학, 종이 목재 산업에 있어서 CGI1은 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 따라서 음식료품, 의약품, 화학, 종이 목재 산업에서의 주주권리 보호, 즉 집중투표제 및 서면투표제, 소액주주의 권리 강화 등이 기업가치를 높이는 결과로 투자자는 CGI1을 기준으로 투자포트폴리오를 구성 시 음식료품, 의약품, 화학, 종이 목재 산업을 중심으로 포트폴리오를 구성하여 투자 전략을 구사함으로써 효율적인 투자를 기대할 수 있을 것이다.

패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 산업간 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 28 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI2와 Tobin-Q의 관계

구 분	<i>a</i>	CGI2	LNsize	Debit	Stockholder	OISR	RDSR	adjR ²	결합 F _값	χ^2
전 체	7.853*** (9.094)	0.144*** (1.373)	-0.264*** (-7.741)	0.079*** (2.723)	-0.050* (-1.680)	0.046 (4.515)	0.152*** (5.186)	0.286		
운수장비	3.747 (0.837)	-0.010 (-0.090)	-0.133 (-1.086)	0.433*** (4.495)	0.169* (1.702)	-0.030 (-0.314)	-0.100 (-1.064)	0.238		
섬유의복	19.833*** (2.980)	0.069 (0.672)	-0.304*** (-2.734)	0.176 (1.475)	-0.315*** (-2.833)	0.302*** (2.650)	-0.114 (-1.080)	0.269		
음식료품	4.624 (1.485)	0.169 (1.633)	-0.117 (-0.859)	0.004 (0.039)	-0.277** (-2.564)	0.087 (0.609)	-0.244** (-2.135)	0.136		
의 약 품	8.115* (1.928)	0.164 (1.463)	-0.190* (-1.672)	0.131 (1.253)	-0.023 (-0.219)	0.160 (1.483)	0.148 (1.389)	0.075		
운수창고	21.898*** (3.424)	0.122 (0.752)	-0.567*** (-3.077)	-0.373** (-2.635)	-0.229 (-1.505)	0.462*** (2.858)	0.119 (0.853)	0.320		
화 학	7.626*** (5.977)	0.197*** (3.117)	-0.365*** (-5.524)	0.052 (0.848)	0.035 (0.581)	0.135** (2.237)	0.239*** (4.067)	0.177		
전기전자	3.951** (0.022)	0.166* (1.810)	-0.222** (-2.151)	-0.058 (-0.774)	0.172** (2.284)	-0.088 (-1.047)	0.555*** (7.335)	0.321		
비 금 속	2.202 (1.256)	0.368*** (2.792)	-0.175 (-1.055)	0.277** (2.111)	0.005 (0.034)	0.145 (0.899)	0.448*** (3.355)	0.312		
기 계	12.283** (2.174)	0.427*** (3.135)	-0.313* (-1.930)	0.166 (1.271)	-0.090 (-0.686)	-0.147 (-1.249)	-0.096 (-0.680)	0.241		
철강금속	3.938** (2.521)	0.168 (1.294)	-0.278* (-1.934)	0.163 (1.521)	0.037 (0.288)	0.099 (0.742)	0.091 (0.942)	0.070		
종이 목재	5.675 (0.678)	0.359** (2.586)	-0.127 (-0.698)	0.065 (0.358)	0.032 (0.178)	0.053 (0.349)	0.308** (2.279)	0.212		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F_값과 χ^2 값은 가설3의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 28>은 산업구분에 따라 Tobin-Q를 종속변수로 이사회 구성 및 운영(CGI2)을 설명변수로 하여 회귀분석 한 결과이다. 이 결과를 살펴보면, 화학, 전기전자, 비금속광물, 기계, 종이 목재 산업에 있어서 CGI2는 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 화학, 전기전자, 비금속광물, 기계, 종이 목재 산업의 경우 사외이사 선임비율 및 이사회 참석률, 사외이사의 추천형태, 기타위원회 등의 설치로 인하여 투자자에게는 기업을 효율적으로 운영하는 것으로 보여 기업가치에 영향을 미치는 것으로 판단된다. 따라서 투자자는 투자포트폴리오를 구성 시 화학, 전기전자, 비금속광물, 기계, 종이 목재 산업을 중심으로 포트폴리오를 구성하여 투자전략을 구사함으로써 효율적인 투자를 기대할 수 있을 것이다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F_값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 산업간 차이가 있다는 것을 알

수 있다.

< 표 29 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI3과 *Tobin-Q*의 관계

구 분	<i>a</i>	CGI3	LNsize	Debit	Stockhol der	OISR	RDSR	adjR ²	결합 F값	χ^2
전 체	7.102*** (8.145)	0.070*** (1.987)	-0.230*** (-6.562)	0.080*** (2.719)	-0.054* (-1.820)	0.037 (1.217)	0.151*** (5.037)	0.263	9.3283*** 55.9700***	
운수장비	6.049 (1.289)	0.100 (0.786)	-0.212 (-1.569)	0.430*** (4.644)	0.164 (1.653)	-0.028 (-0.300)	-0.101 (-1.088)	0.243		
섬유의복	19.369*** (2.930)	-0.130 (-1.200)	-0.281** (-2.535)	0.122 (0.978)	-0.329*** (-2.952)	0.294** (2.615)	-0.100 (-0.945)	0.278		
음식료품	4.190 (1.335)	0.083 (0.755)	-0.094 (-0.682)	-0.002 (-0.015)	-0.283** (-2.582)	0.086 (0.597)	-0.266** (-2.237)	0.114		
의 약 품	8.278* (1.965)	0.187 (1.567)	-0.200* (-1.740)	0.159 (1.489)	-0.015 (-0.136)	0.127 (1.217)	0.114 (1.032)	0.078		
운수창고	19.099*** (3.247)	-0.114 (-0.717)	-0.473*** (-2.793)	-0.357** (-2.576)	-0.155 (-1.025)	0.484*** (2.904)	0.099 (0.713)	0.319		
화 학	7.423*** (5.500)	0.113 (1.590)	-0.353*** (-4.876)	0.067 (1.076)	0.038 (0.612)	0.126** (2.071)	0.234*** (3.907)	0.153		
전기전자	3.567** (2.154)	0.143 (1.619)	-0.202** (-2.012)	-0.052 (-0.682)	0.164** (2.175)	-0.087 (-1.033)	0.546*** (7.183)	0.318		
비 금 속	1.182 (0.665)	0.209 (1.540)	-0.077 (-0.453)	0.219 (1.618)	0.039 (0.278)	0.041 (0.251)	0.442*** (3.158)	0.245		
기 계	6.501 (1.126)	0.170 (1.114)	-0.147 (-0.870)	0.202 (1.452)	-0.021 (-0.150)	-0.169 (-1.345)	-0.151 (-0.995)	0.136		
철강금속	2.837* (1.800)	-0.005 (-0.041)	-0.157 (-1.097)	0.142 (1.330)	-0.045 (-0.380)	0.045 (0.352)	0.087 (0.891)	0.050		
종이 목재	3.988 (0.447)	0.089 (0.588)	-0.076 (-0.388)	0.114 (0.586)	-0.024 (-0.129)	0.001 (0.004)	0.300** (2.079)	0.102		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 χ^2 값은 가설3의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 29>는 산업구분에 따라 *Tobin-Q*를 종속변수로 공시(투명성:CGI3)를 설명 변수로 하여 회귀분석 한 결과이다. 이 결과를 살펴보면, 모든 산업 군에서 통계적으로 유의하지 않는 것으로 나타났다. 다만, 운수장비, 음식료품, 의약품, 화학, 전기전자, 비금속광물, 기계, 종이 목재 산업에서 유의하지 않는 양(+)의 관계가 있음을 나타내고 있다. 따라서 CGI3과 기업가치와는 유의한 관계가 없다는 것을 알 수 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 산업간 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 30 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI4와 Tobin-Q의 관계

구 분	<i>a</i>	CGI4	LNsize	Debit	Stockholder	OISR	RDSR	adjR ²	결합 F _값	χ^2
전 체	7.908*** (9.262)	0.158*** (4.884)	-0.265*** (-7.932)	0.080*** (2.738)	-0.055* (-1.885)	0.045 (1.489)	0.147*** (5.001)	0.293		
운수장비	4.146 (0.934)	0.010 (0.090)	-0.146 (-1.217)	0.428*** (4.383)	0.168* (1.680)	-0.028 (0.302)	-0.098 (-1.042)	0.238		
섬유의복	21.013*** (3.120)	0.116 (1.095)	-0.327*** (-2.885)	0.187 (1.571)	-0.296*** (-2.671)	0.286** (2.542)	-0.112 (-1.063)	0.276		
음식료품	4.370 (1.402)	0.145 (1.400)	-0.101 (-0.740)	0.008 (0.080)	-0.300*** (-2.767)	0.105 (0.733)	-0.244** (-2.127)	0.129		
의 약 품	8.766** (2.138)	0.277** (2.554)	-0.211* (-1.912)	0.147 (1.440)	-0.036 (-0.345)	0.179* (1.712)	0.116 (1.100)	0.117		
운수창고	20.899*** (3.446)	0.093 (0.594)	-0.543*** (-3.065)	-0.342** (-2.456)	-0.201 (-1.387)	0.453*** (2.804)	0.128 (0.891)	0.316		
화 학	7.926*** (6.114)	0.206*** (3.244)	-0.376*** (-5.624)	0.052 (0.850)	0.011 (0.178)	0.129** (2.142)	0.235*** (4.014)	0.180	12.0947***	72.5681***
전기전자	3.383** (2.029)	0.105 (1.266)	-0.180* (-1.823)	-0.063 (-0.837)	0.159** (2.112)	-0.082 (-0.971)	0.554*** (7.277)	0.314		
비 금 속	2.378 (1.254)	0.305** (2.165)	-0.180 (-1.001)	0.207 (1.560)	-0.016 (-0.110)	0.072 (0.449)	0.423*** (3.089)	0.275		
기 계	9.345 (1.474)	0.238 (1.515)	-0.222 (-1.212)	0.183 (1.326)	-0.041 (-0.299)	-0.180 (-1.444)	-0.104 (0.699)	0.150		
철강금속	3.450** (2.207)	0.087 (0.710)	-0.222 (-1.568)	0.148 (1.385)	-0.008 (-0.062)	0.078 (0.574)	0.091 (0.938)	0.059		
종이 목재	11.063 (1.310)	0.454*** (3.115)	-0.251 (-1.346)	0.069 (0.395)	0.043 (0.249)	0.088 (0.589)	0.285** (2.171)	0.255		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.
† † 결합 F_값과 χ^2 값은 가설3의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 30>은 산업구분에 따라 Tobin-Q를 종속변수로 감사기구(CGI4)를 설명변수로 하여 회귀분석 한 결과이다. 이 결과를 살펴보면, 의약품, 화학, 비금속광물, 종이 목재 산업에 있어서 CGI4는 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 이는 의약품, 화학, 비금속광물, 종이 목재 산업에 있어서 감사위원회 등의 설치로 인하여 기업의 감시가 강화된 기업이 경영을 효율적으로 이루어져 기업가치를 높이는 것을 알 수 있다.

패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F_값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 산업간 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 31 > 산업구분에 따른 기업지배구조지수-CGI5와 Tobin-Q의 관계

구 분	<i>a</i>	CGI5	LNsize	Debit	Stockholder	OISR	RDSR	adjR ²	결합 F _값	χ^2
전 체	6.490*** (8.059)	-0.089*** (-2.830)	-0.194*** (-6.353)	0.059** (1.984)	-0.044 (-1.467)	0.059* (1.874)	0.151*** (5.105)	0.269	10.0337*** 60.2022***	
운수장비	2.481 (0.632)	-0.167 (-1.617)	-0.095 (-0.930)	0.403*** (4.311)	0.243** (2.245)	-0.020 (-0.219)	-0.108 (-1.172)	0.258		
섬유의복	20.200*** (3.019)	-0.083 (-0.731)	-0.307** (-2.754)	0.164 (1.380)	-0.279** (-2.377)	0.301*** (2.647)	-0.093 (-0.913)	0.269		
음식료품	4.080 (1.298)	-0.068 (-0.581)	-0.081 (-0.594)	-0.023 (-0.221)	-0.259** (-2.147)	0.075 (0.514)	-0.221* (-1.797)	0.112		
의 약 품	7.407* (1.780)	-0.157 (-1.262)	-0.153 (-1.385)	0.090 (0.838)	-0.041 (-0.383)	0.185 (1.576)	0.126 (1.141)	0.069		
운수창고	20.269*** (3.387)	-0.056 (-0.303)	-0.514*** (-3.047)	-0.371** (-2.384)	-0.174 (-1.124)	0.472*** (2.727)	0.121 (0.820)	0.311		
화 학	6.986*** (5.437)	-0.093 (-1.308)	-0.308*** (-4.814)	0.029 (0.438)	0.027 (0.444)	0.157** (2.413)	0.226*** (3.678)	0.150		
전기전자	1.698 (1.038)	-0.139* (-1.722)	-0.065 (-0.689)	-0.073 (-0.982)	0.200** (2.535)	-0.061 (-0.727)	0.521*** (6.645)	0.320		
비 금 속	0.0083 (0.004)	0.114 (0.714)	0.052 (0.302)	0.250* (1.711)	0.039 (0.266)	-0.107 (-0.625)	0.476*** (3.060)	0.219		
기 계	5.414 (1.039)	-0.293** (-2.270)	-0.092 (-0.629)	0.142 (1.042)	0.091 (0.650)	-0.167 (-1.373)	-0.104 (-0.716)	0.187		
철강금속	2.492* (1.932)	0.289*** (2.983)	-0.155 (-1.434)	0.149 (1.451)	-0.018 (-0.167)	-0.042 (-0.332)	0.082 (0.878)	0.129		
종이 목재	3.421 (0.378)	-0.019 (-0.110)	-0.052 (-0.265)	0.085 (0.386)	-0.032 (-0.164)	0.014 (0.084)	0.302** (2.024)	0.095		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F_값과 χ^2 값은 가설3의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 31>은 산업구분에 따라 Tobin-Q를 종속변수로 경영의 과실배분(CGI5)을 설명변수로 하여 회귀분석 한 결과이다. 이 결과를 살펴보면, 전기전자, 기계 산업에서는 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 있다는 결과를 나타냈으며, 철강금속산업에 있어서는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있다는 결과를 보이고 있다. CGI5는 배당 및 자사주 매입, 중간 배당에 관한 정보는 전기전자, 기계 산업에서는 기업가치를 낮추는 정보로 인식되며, 철강금속산업에 있어서는 CGI5와 관련한 정보가 기업가치를 높이는 정보로 활용되어 기업가치에 관계가 있음을 알 수 있다.

패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F_값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 산업간 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

3.4 재벌여부에 따른 기업지배구조지수와 기업가치의 관계

우리나라의 경우, 기업집단이 보편적인 기업체제이고 소유와 지배가 분리된 영미형 소유·지배구조와는 달리 ‘재벌’이라는 지배주주에 의해 소유·경영·지배되고 있기 때문에 기업집단별 분석은 한국기업지배구조의 이러한 특성을 반영할 수 있다는 점에서 분석할 필요가 있으며, 이를 분석하기 위하여 재벌기업과 비재벌기업을 패널로 나누어 분석하였는데 그 결과는 다음과 같다.

< 표 32 > 재벌여부에 따른 기업지배구조지수-KCGI, CGII과 PBR의 관계

구 분	종속변수 : PBR, 설명변수 : KCGI			구 분	종속변수 : PBR, 설명변수 : CGII		
	전체	재벌	비재벌		전체	재벌	비재벌
상수	17.914*** (6.066)	5.308*** (3.125)	28.347** (5.039)	상수	12.246*** (3.956)	2.325 (1.340)	24.476*** (4.268)
KCGI	0.114*** (3.539)	0.297*** (4.837)	0.100*** (2.957)	CGII	0.085*** (2.890)	0.195*** (3.451)	0.090*** (2.707)
LNsize	-0.194*** (-5.923)	-0.231*** (-3.412)	-0.174*** (-5.086)	LNsize	-0.138*** (-4.556)	-0.115* (-1.791)	-0.154*** (-4.585)
Debit	0.251*** (8.676)	0.295** (5.359)	0.250*** (7.494)	Debit	0.250*** (8.611)	0.305*** (5.364)	0.246*** (7.414)
Stockholder	-0.036 (-1.231)	0.028 (0.447)	-0.033 (-1.010)	Stockholder	-0.033 (-1.135)	0.023 (0.350)	-0.028 (-0.838)
OISR	-0.020 (-0.670)	0.125** (2.118)	-0.028 (-0.827)	OISR	-0.020 (-0.677)	0.116* (1.930)	-0.025 (-0.750)
RDSR	0.088*** (3.038)	0.321*** (5.771)	0.093*** (2.834)	RDSR	0.099*** (2.890)	0.349*** (6.203)	0.101*** (2.707)
adjR ²	0.322***	0.258***	0.110***	adjR ²	0.317***	0.227***	0.109***
결합 F값	20.3062***			결합 F값	19.9240***		
X ²	121.8372***			X ²	119.5442***		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 X²값은 가설4의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 32>는 PBR을 종속변수로 종합기업지배구조지수(KCGI)와 주주권리 보호(CGII)를 설명 변수로 재벌과 비재벌기업의 차이를 분석하기 위한 회귀분석 한 결과이다. 먼저 종합기업지배구조지수(KCGI)를 설명변수로 한 경우를 살펴보면, 재벌그룹과 비재벌그룹 모두에서 KCGI는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)

의 계수 값을 보이고 있다. 특히 재벌집단에서 높은 관계가 있음을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 재벌 및 비재벌 모두에서 1%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있어 부채비율이 높을 경우 고정이자비용부담으로 인하여 기업 경영의 효율화를 위하여 감시기능 등의 강화로 인하여 경영의 효율성을 제고함으로 인하여 기업가치에 영향이 있다는 것을 알 수 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 재벌집단에서 5% 이내에서 통계적으로 높은 양(+)의 관계를 보이고 있어 재벌집단이 고유목적사업에 있어서 이익을 창출함으로써 기업가치를 제고한다는 것을 알 수 있다. 연구개발비의 경우에는 두 패널 모두에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보여 기술개발과 관련한 비용의 지출이 기업가치와 높은 관계에 있다는 것을 알 수 있다.

*CGII*을 설명 변수로 한 경우의 결과를 살펴보면, 재벌그룹과 비재벌그룹 모두에서 *CGII*은 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 특히 재벌집단에서 높은 관계가 있음을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 재벌 및 비재벌 모두에서 1%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있어 부채비율이 높을 경우 고정이자비용부담으로 인하여 기업 경영의 효율화를 위하여 감시기능 등의 강화로 인하여 경영의 효율성을 제고함으로 인하여 기업가치에 영향이 있다는 것을 알 수 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 재벌집단에서 10% 이내에서 통계적으로 높은 양(+)의 관계를 보이고 있어 재벌집단이 고유목적사업에 있어서 이익을 창출함으로써 기업가치를 제고한다는 것을 알 수 있다. 연구개발비의 경우에는 두 패널 모두에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 재벌집단에서 더 높은 관련성을 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌 집단 간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 33 > 재벌여부에 따른 기업지배구조지수-CGI2, CGI3과 PBR의 관계

구 분	총속변수 : PBR, 설명변수 : CGI2			구 분	총속변수 : PBR, 설명변수 : CGI3		
	전체	재벌	비재벌		전체	재벌	비재벌
상수	19.469*** (6.280)	6.220*** (3.592)	29.402*** (5.183)	상수	16.772*** (5.369)	4.885*** (2.748)	27.564*** (4.858)
CGI2	0.111*** (3.412)	0.318*** (5.102)	0.086** (2.566)	CGI3	0.036 (1.054)	0.170*** (2.657)	0.003 (0.076)
LNsize	-0.199*** (-5.919)	-0.250*** (-3.662)	-0.171*** (-5.000)	LNsize	-0.165*** (-4.768)	-0.187*** (-2.653)	-0.155*** (-4.506)
Debit	0.244*** (8.469)	0.287*** (5.245)	0.241*** (7.272)	Debit	0.243*** (8.372)	0.290*** (5.094)	0.237*** (7.105)
Stockholder	-0.039 (-1.323)	0.032 (0.510)	-0.037 (-1.132)	Stockholder	-0.044 (-1.491)	-0.003 (-0.054)	-0.038 (-1.135)
OISR	-0.016 (-0.528)	0.121** (2.062)	-0.022 (-0.657)	OISR	-0.022 (-0.747)	0.120** (1.971)	-0.029 (-0.854)
RDSR	-0.090*** (3.096)	0.328*** (5.957)	0.094*** (2.844)	RDSR	0.091*** (3.095)	0.328*** (5.686)	0.094*** (2.823)
adjR ²	0.321***	0.265**	0.108**	adjR ²	0.307***	0.213***	0.101***
결합 F값	19.8120***			결합 F값	18.2005***		
X ²	118.8722***			X ²	109.2029***		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.
† † 결합 F값과 X²값은 가설4의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 33>은 PBR을 종속변수로 이사회 구성 및 운영(CGI2)과 공시(투명성:CGI3)를 설명 변수로 재벌과 비재벌기업의 차이를 분석하기 위한 회귀분석 한 결과이다. CGI2를 설명 변수로 한 경우를 살펴보면, 재벌그룹과 비재벌그룹 모두에서 CGI2는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 특히 재벌집단에서 높은 관계가 있음을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 재벌 및 비재벌 모두에서 1%에서 통계적으로 유의한 음(−)의 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 적어도 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 재벌집단에서 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 높은 관계를 보이고 있다. 연구개발비의 경우에는 두 패널 모두에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보여 기술개발과 관련한 비용의 지출이 기업가치와 높은 관계에 있다는 것을 알 수 있다. CGI3을 설명 변수로 한 경우의 결과를 살펴보면, 재벌그룹의 경우 CGI3은 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 비재벌그룹에서는 통계적으로 유의하지 않는 것으로 나타나, 재벌그룹에 속한 기업의 공시가 기업가치에 영향을 더 미친다는 것을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 재벌 및 비재벌 모두에서 1%에

서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 적어도 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 재벌집단에서 5% 이내에서 통계적으로 양(+)의 높은 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 두 패널 모두에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 재벌집단에서 더 높은 관련성을 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌 집단 간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 34 > 재벌여부에 따른 기업지배구조지수- $CGI4, CGI5$ 와 PBR 의 관계

구 분	총속변수 : PBR , 설명변수 : $CGI4$			구 분	총속변수 : PBR , 설명변수 : $CGI5$		
	전체	재벌	비재벌		전체	재벌	비재벌
상수	19.630*** (6.399)	6.086*** (3.533)	30.714*** (5.398)	상수	15.636*** (5.416)	3.768** (2.195)	27.599*** (4.896)
$CGI4$	0.122*** (3.814)	0.307** (5.128)	0.113*** (3.359)	$CGI5$	-0.060* (-1.928)	-0.142** (-2.397)	-0.064* (-1.763)
$LNsize$	-0.201*** (-6.065)	-0.239*** (-3.548)	-0.180*** (-5.232)	$LNsize$	-0.146*** (-4.837)	-0.109* (-1.674)	-0.154*** (-4.563)
$Debit$	0.244*** (8.488)	0.254*** (4.644)	0.244*** (7.386)	$Debit$	0.230*** (7.819)	0.240*** (4.124)	0.226 (6.715)
$Stockholder$	-0.043 (-1.481)	0.001 (0.009)	-0.037 (-1.124)	$Stockholder$	-0.036 (-1.213)	-0.032 (-0.502)	-0.021 (-0.603)
$OISR$	-0.017 (-0.552)	0.139** (2.365)	-0.026 (-0.778)	$OISR$	-0.008 (-0.261)	0.137** (2.216)	-0.015 (-0.417)
$RDSR$	0.086*** (2.949)	0.307*** (5.519)	0.090*** (2.755)	$RDSR$	0.090*** (3.082)	0.327*** (5.614)	0.088*** (2.656)
$adjR^2$	0.324***	0.266***	0.113***	$adjR^2$	0.310***	0.210***	0.104***
결합 F 값		20.9293***		결합 F 값		18.9234***	
χ^2		125.5755***		χ^2		113.5404***	

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.
† † 결합 F 값과 χ^2 값은 가설4의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 34>는 PBR 을 종속변수로 감사기구($CGI4$)와 경영의 과실배분($CGI5$)을 설명 변수로 재벌과 비재벌기업의 차이를 분석하기 위한 회귀분석 한 결과이다. $CGI4$ 를 설명변수로 한 경우를 살펴보면, 재벌그룹과 비재벌그룹 모두에서 $CGI4$ 는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 특히 재벌집단에서 높은 관계가 있음을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 재벌 및 비재벌 모두에서 1%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 적어도 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 매출

액영업이익률의 경우에는 재벌집단에서 5% 이내에서 통계적으로 높은 양(+)의 관계를 보이고 있다. 연구개발비의 경우에는 두 패널 모두에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보여 기술개발과 관련한 비용의 지출이 기업가치와 높은 관계에 있다는 것을 알 수 있다. *CGI5*를 설명 변수로 한 경우의 결과를 살펴보면, 재벌그룹의 경우 *CGI5*는 적어도 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 계수 값을 보이고 있다. 이는 기업의 중간 배당 및 자사주 매입 등이 기업의 가치와는 음(−)의 관계에 있음을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 재벌 및 비재벌 모두에서 1%에서 통계적으로 유의한 음(−)의 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 재벌그룹에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 재벌집단에서 5% 이내에서 통계적으로 양(+)의 높은 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 두 패널 모두에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 재벌집단에서 더 높은 관련성을 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌 집단 간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 35 > 재벌여부에 따른 기업지배구조지수-KCGI, *CGI1*과 *Tobin-Q*의 관계

구 분	종속변수 : <i>Tobin-Q</i> , 설명변수 : <i>KCGI</i>			구 분	종속변수 : <i>Tobin-Q</i> , 설명변수 : <i>CGII</i>		
	전체	재벌	비재벌		전체	재벌	비재벌
상수	7.332*** (8.922)	1.987*** (2.899)	11.992*** (7.763)	상수	5.221*** (6.053)	0.849 (1.215)	10.523*** (6.685)
<i>KCGI</i>	0.153*** (4.725)	0.274*** (4.546)	0.132*** (3.886)	<i>CGII</i>	0.115*** (3.871)	0.182*** (3.299)	0.127*** (3.793)
<i>LNsize</i>	-0.260*** (-7.831)	-0.140** (-2.117)	-0.253*** (-7.339)	<i>LNsize</i>	-0.183** (-5.991)	-0.034 (-0.543)	-0.227*** (-6.694)
<i>Debit</i>	0.089*** (3.045)	0.132** (2.447)	0.081** (2.402)	<i>Debit</i>	0.088*** (2.981)	0.141** (2.545)	0.077** (2.309)
<i>Stockholder</i>	-0.046 (-1.544)	-0.010 (-0.166)	-0.039 (-1.179)	<i>Stockholder</i>	-0.042 (-1.411)	-0.015 (-0.232)	-0.031 (-0.928)
<i>OISR</i>	0.041 (1.342)	0.142** (2.462)	0.038 (1.117)	<i>OISR</i>	0.040 (1.327)	0.134** (2.284)	0.042 (1.225)
<i>RDSR</i>	0.149*** (5.099)	0.408*** (7.494)	0.153*** (4.628)	<i>RDSR</i>	0.165*** (5.619)	0.434*** (7.896)	0.164*** (4.955)
<i>adjR</i> ²	0.290***	0.289***	0.097***	<i>adjR</i> ²	0.280	0.263***	0.096***
결합 F 값	14.3342***			결합 F 값	14.1460***		
χ^2	86.0049***			χ^2	87.8758***		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.
† † 결합 F 값과 χ^2 값은 가설4의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 35>은 *Tobin-Q*를 종속변수로 종합기업지배구조지수(*KCGI*)와 주주권리보호(*CGI1*)를 설명 변수로 재벌과 비재벌기업의 차이를 분석하기 위한 회귀분석한 결과이다. *KCGI*를 설명변수로 한 경우를 살펴보면, 재벌그룹과 비재벌그룹 모두에서 *KCGI*는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 특히 재벌집단에서 높은 관계가 있음을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 재벌 및 비재벌 모두에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있어 부채비율이 높을 경우 고정이자비용부담으로 인하여 기업 경영의 효율화를 위하여 감시기능 등의 강화로 인하여 경영의 효율성을 제고함으로 인하여 기업가치에 영향이 있다는 것을 알 수 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 재벌집단에서 5% 이내에서 통계적으로 높은 관계를 보이고 있어 재벌집단이 고유목적사업에 있어서 이익을 창출함으로써 기업가치를 제고한다는 것을 알 수 있다. 연구개발비의 경우에는 두 패널 모두에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보여 기술개발과 관련한 비용의 지출이 기업가치와 높은 관계에 있다는 것을 알 수 있다.

*CGI1*을 설명 변수로 한 경우의 결과를 살펴보면, 재벌그룹과 비재벌그룹 모두에서 *CGI1*은 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 특히 재벌집단에서 높은 관계가 있음을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 비재벌집단에서 1%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있어 부채비율이 높을 경우 고정이자비용부담으로 인하여 기업 경영의 효율화를 위하여 감시기능 등의 강화로 인하여 경영의 효율성을 제고함으로 인하여 기업가치에 영향이 있다는 것을 알 수 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 재벌집단에서 5% 이내에서 통계적으로 높은 관계를 보이고 있어 재벌집단이 고유목적사업에 있어서 이익을 창출함으로써 기업가치를 제고한다는 것을 알 수 있다. 연구개발비의 경우에는 두 패널 모두에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 재벌집단에서 더 높은 관련성을 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌 집단 간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 36 > 재벌여부에 따른 기업지배구조지수-*CGI2*, *CGI3*과 *Tobin-Q*의 관계

구 분	종속변수 : <i>Tobin-Q</i> , 설명변수 : <i>CGI2</i>			구 분	종속변수 : <i>Tobin-Q</i> , 설명변수 <i>CGI3</i>		
	전체	재벌	비재벌		전체	재벌	비재벌
상수	7.853*** (9.094)	2.362*** (3.386)	12.319** (7.892)	상수	7.102*** (8.145)	1.804** (2.519)	11.805*** (7.550)
<i>CGI2</i>	0.144*** (1.373)	0.301*** (4.943)	0.104** (3.095)	<i>CGI3</i>	0.070*** (1.987)	0.149** (2.383)	0.026 (0.730)
<i>LNsize</i>	-0.264*** (-7.741)	-0.162** (-2.422)	-0.248*** (-7.160)	<i>LNsize</i>	-0.230*** (-6.562)	-0.097 (-1.408)	-0.232*** (-6.674)
<i>Debit</i>	0.079*** (2.723)	0.125** (2.335)	0.069** (2.053)	<i>Debit</i>	0.080*** (2.719)	0.126** (2.272)	0.067** (1.982)
<i>Stockholder</i>	-0.050* (-1.680)	-0.005 (-0.086)	-0.045 (-1.339)	<i>Stockholder</i>	-0.054* (-1.820)	-0.040 (-0.640)	-0.043 (-1.270)
<i>OISR</i>	0.046 (4.515)	0.139** (2.421)	0.045 (1.308)	<i>OISR</i>	0.037 (1.217)	0.137** (2.308)	0.035 (1.026)
<i>RDSR</i>	0.152*** (5.186)	0.414*** (7.688)	1.154*** (4.635)	<i>RDSR</i>	0.151*** (5.037)	0.416*** (7.376)	0.152*** (4.489)
<i>adjR</i> ²	0.286	0.298***	0.091***	<i>adjR</i> ²	0.263	0.249***	0.081***
결합 F값	13.1120***			결합 F값	11.0097***		
<i>X</i> ²	78.6717***			<i>X</i> ²	66.0579***		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 *X*²값은 가설4의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 36>은 *Tobin-Q*를 종속변수로 이사회 구성 및 운영(*CGI2*)과 공시(투명성:*CGI3*)를 설명 변수로 재벌과 비재벌기업의 차이를 분석하기 위한 회귀분석 한 결과이다. *CGI2*를 설명변수로 한 경우를 살펴보면, 재벌그룹과 비재벌그룹 모두에서 *CGI2*는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 기업규모의 경우에는 재벌 및 비재벌 모두에서 1%에서 통계적으로 유의한 음(−)의 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 적어도 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 재벌집단에서 5% 이내에서 통계적으로 높은 관계를 보이고 있다. 연구개발비의 경우에는 두 패널 모두에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보여 기술개발과 관련한 비용의 지출이 기업가치와 높은 관계에 있다는 것을 알 수 있다.

*CGI3*을 설명 변수로 한 경우의 결과를 살펴보면, 재벌그룹의 경우 *CGI3*은 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 비재벌그룹에서는 통계적으로 유의하지 않는 것으로 나타나, 재벌그룹에 속한 기업의 공시가 기업

가치에 영향을 더 미친다는 것을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 비재벌그룹에서만 1%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 재벌집단에서 5% 이내에서 통계적으로 높은 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 두 패널 모두에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 재벌집단에서 더 높은 관련성을 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌 집단 간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 37 > 재벌여부에 따른 기업지배구조지수- $CGI4$, $CGI5$ 와 $Tobin-Q$ 의 관계

구 분	총속변수 : $Tobin-Q$, 설명변수 : $CGI4$			구 분	총속변수 : $Tobin-Q$, 설명변수 : $CGI5$		
	전체	재벌	비재벌		전체	재벌	비재벌
상수	7.908*** (9.262)	2.315*** (3.337)	12.741*** (8.147)	상수	6.490*** (8.059)	1.429** (2.091)	11.724*** (7.557)
$CGI4$	0.158*** (4.884)	0.292*** (4.998)	0.136*** (4.006)	$CGI5$	-0.089*** (-2.830)	-0.185*** (-3.239)	-0.089** (-2.424)
$LNsize$	-0.265*** (-7.932)	-0.152** (-2.308)	-0.258*** (-7.432)	$LNsize$	-0.194*** (-6.353)	-0.027 (-0.421)	-0.226*** (-6.646)
$Debit$	0.080*** (2.738)	0.094* (1.751)	0.073** (2.177)	$Debit$	0.059** (1.984)	0.069 (1.225)	0.049 (1.446)
$Stockholder$	-0.055* (-1.885)	-0.035 (-0.577)	-0.044 (-1.332)	$Stockholder$	-0.044 (-1.467)	-0.069 (-1.115)	-0.021 (-0.617)
$OISR$	0.045 (1.489)	0.156*** (2.717)	0.040 (1.174)	$OISR$	0.059* (1.874)	0.164*** (2.739)	0.057 (1.610)
$RDSR$	0.147*** (5.001)	0.394*** (7.244)	0.150*** (4.537)	$RDSR$	0.151*** (5.105)	0.402*** (7.152)	0.146*** (4.365)
$adjR^2$	0.293	0.299***	0.098***	$adjR^2$	0.269	0.262**	0.087***
결합 F 값	14.5746***			결합 F 값	12.2145***		
χ^2	87.4474***			χ^2	73.2868***		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.
† † 결합 F 값과 χ^2 값은 가설4의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 37>은 $Tobin-Q$ 를 종속변수로 감사기구($CGI4$)와 경영의 과실배분($CGI5$)을 설명 변수로 재벌과 비재벌기업의 차이를 분석하기 위한 회귀분석 한 결과이다.

$CGI4$ 를 설명 변수로 한 경우를 살펴보면, 재벌그룹과 비재벌그룹 모두에서

*CGI4*는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있다. 기업규모의 경우에는 재벌 및 비재벌 모두에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 값을 보이고 있으며, 부채비율의 경우에는 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 재벌집단에서 1% 이내에서 통계적으로 높은 관계를 보이고 있다. 연구개발비의 경우에는 두 패널 모두에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보여 기술개발과 관련한 비용의 지출이 기업가치와 높은 관계에 있다는 것을 알 수 있다.

*CGI5*를 설명 변수로 한 경우의 결과를 살펴보면, 재벌그룹과 비재벌그룹 모두에서 *CGI5*는 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 계수 값을 보이고 있다. 이는 기업의 중간 배당 및 자사주 매입 등이 기업의 가치와는 음(−)의 관계에 있음을 알 수 있다. 기업규모의 경우에는 비재벌그룹에서 1%에서 통계적으로 유의한 음(−)의 값을 보이고 있으며, 매출액영업이익률의 경우에는 재벌집단에서 1% 이내에서 통계적으로 높은 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 두 패널 모두에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 재벌집단에서 더 높은 관련성을 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 *F*값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌 집단 간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

3.5 기업지배구조지수 그룹별 지배구조지수와 기업가치의 관계

한국기업지배구조지원센터에서는 매년 기업지배구조지수를 평가하여 평가결과를 기준으로 주권상장법인과 코스닥상장법인에서 각각 우수기업과 전년대비 기업지배구조 개선정도가 우수한 기업을 선정하여 시상하며, 한국증권거래소의 홈페이지 등을 통하여 공시함으로 인하여 투자자들은 이를 좋은 정보(good news)로 인식하여 투자를 하게 될 것으로 판단하여 최우수기업 및 우수기업과 개선기업 및 기타 기업으로 구분하여 분석하고자 하였으나, 최우수기업과 우수기업의 표본이 분석에 사용할 수 있을 정도로 충분치 않아 본 연구에서는 종합기업지배구조를 기준으로 상·중·하로 구분하여 기업지배구조가 높은 기업과 중간 수준의 기업 및 낮은 기업 간에 차이가 있을 것으로 판단하여 가설을 검증한 결과는 다음과 같다.

< 표 38 > 지배구조지수그룹에 따른 지배구조지수-KCGI, CGI1과 PBR과의 관계

구 분	종속변수 : PBR, 설명변수 : KCGI				구 분	종속변수 : PBR, 설명변수 : CGI1			
	전체	상위	중위	하위		전체	상위	중위	하위
상수	17.914*** (6.066)	21.672*** (3.635)	13.257*** (2.706)	26.431*** (4.703)	상수	12.246*** (3.956)	16.244** (2.216)	15.312** (2.553)	24.003*** (3.715)
KCGI	0.114*** (3.539)	0.049 (0.715)	0.103** (2.222)	-0.113** (-2.237)	CGI1	0.085*** (2.890)	0.051 (0.935)	0.030 (0.555)	-0.026 (-0.488)
LNsize	-0.194*** (-5.923)	-0.223*** (-3.328)	-0.182*** (-3.779)	-0.190*** (-3.736)	LNsize	-0.138*** (-4.556)	-0.177*** (-3.017)	-0.167*** (-3.093)	-0.205*** (-3.733)
Debit	0.251*** (8.676)	0.406*** (7.708)	0.195*** (4.143)	0.283*** (5.630)	Debit	0.250*** (8.611)	0.407*** (7.736)	0.193*** (4.071)	0.308*** (6.242)
Stockholder	-0.036 (-1.231)	-0.090 (-1.643)	-0.018 (-0.392)	-0.050 (-1.018)	Stockholder	-0.033 (-1.135)	-0.082 (-1.465)	-0.003 (-0.074)	-0.059 (-1.192)
OISR	-0.020 (-0.670)	0.023 (0.416)	0.080 (1.635)	-0.088* (-1.731)	OISR	-0.020 (-0.677)	0.022 (0.397)	0.076 (1.542)	-0.098* (-1.925)
RDSR	0.088*** (3.038)	0.056 (1.057)	0.083* (1.783)	0.189*** (3.893)	RDSR	0.099*** (2.890)	0.065 (1.161)	0.088* (1.858)	0.190*** (3.869)
adjR ²	0.322***	0.183***	0.074***	0.244***	adjR ²	0.317***	0.244***	0.064***	0.233***
결합 F값		16.4128***			결합 F값		15.1350***		
X ²		98.4767***			X ²		90.8102***		

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 X²값은 가설5의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 38>은 *PBR*을 종속변수로 종합기업지배구조지수(*KCGI*)와 주주권리 보호(*CGII*)를 설명변수로 기업지배구조지수를 상·중·하의 그룹으로 나누어 차이가 있는지를 분석하기 위한 회귀분석 한 결과이다.

*KCGI*의 경우를 살펴보면, 상위그룹에서는 *KCGI*는 통계적으로 유의한 계수 값을 나타내지 못하고 있으며, 통제변수인 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타내고, 부채비율은 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 중위그룹에서는 *KCGI*는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있으며, 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수 값을, 부채비율은 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있음을 알 수 있다. 연구개발비의 경우에는 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 또한 하위그룹의 경우에는 *KCGI*는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수 값을 보이고 있으며, 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 나타내며, 부채비율은 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 나타내고 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증하한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌 집단 간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

*CGII*의 경우를 살펴보면, *CGII*는 모든 패널에서 통계적으로 유의한 계수 값을 나타내지 못하고 있으며, 통제변수인 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타내고, 부채비율은 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 하위그룹에서만 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 중위그룹과 하위그룹에서 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌 집단 간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 39 > 지배구조지수그룹에 따른 지배구조지수-CGI2, CGI3과 PBR과의 관계

구 분	종속변수 : PBR, 설명변수 : CGI2				구 분	종속변수 : PBR, 설명변수 : CGI3			
	전체	상위	중위	하위		전체	상위	중위	하위
상수	19.469*** (6.280)	22.361*** (3.373)	17.522*** (3.865)	21.286*** (3.909)	상수	16.772*** (5.369)	22.245*** (3.518)	17.474*** (3.777)	21.654*** (4.087)
CGI2	0.111*** (3.412)	0.039 (0.556)	0.054 (1.138)	-0.043 (-0.848)	CGI3	0.036 (1.054)	0.043 (0.651)	-0.001 (-0.017)	-0.116** (-2.326)
LNsize	-0.199*** (-5.919)	-0.220*** (-3.124)	-0.186*** (-3.824)	-0.183*** (-3.410)	LNsize	-0.165*** (-4.768)	-0.219*** (-3.332)	-0.181*** (-3.509)	-0.175*** (-3.377)
Debit	0.244*** (8.469)	0.403*** (7.577)	0.188*** (3.976)	0.310*** (6.308)	Debit	0.243*** (8.372)	0.411*** (7.781)	0.191*** (4.034)	0.298*** (6.068)
Stockholder	-0.039 (-1.323)	-0.092* (-1.702)	-0.011 (-0.238)	-0.058 (-1.166)	Stockholder	-0.044 (-1.491)	-0.091* (-1.682)	-0.006 (-0.122)	-0.048 (-0.966)
OISR	-0.016 (-0.528)	0.025 (0.455)	0.082* (1.657)	-0.096* (-1.873)	OISR	-0.022 (-0.747)	0.026 (0.466)	0.074 (1.512)	-0.099* (-1.944)
RDSR	-0.090*** (3.096)	0.060 (1.157)	0.082* (1.754)	0.194*** (3.973)	RDSR	0.091*** (3.095)	0.055 (1.038)	0.085* (1.802)	0.204*** (4.179)
adjR ²	0.321***	0.182***	0.066***	0.234***	adjR ²	0.307***	0.183***	0.064***	0.244***
결합 F값	16.2356***				결합 F값	15.6055***			
χ^2	97.4136***				χ^2	93.6329***			

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 χ^2 값은 가설5의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 39>는 PBR을 종속변수로 이사회 구성 및 운영(CGI2)과 공시(투명성:CGI3)를 설명변수로 기업지배구조지수를 상·중·하의 그룹으로 나누어 차이가 있는지를 분석하기 위한 회귀분석 한 결과이다.

CGI2의 경우를 살펴보면, 모든 패널에서 CGI2는 통계적으로 유의한 계수 값을 나타내지 못하고 있으며, 통제변수인 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타내고, 부채비율은 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 최대주주지분율의 경우에는 상위그룹에서 10% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보여 이사회 구성 및 운영의 기업지배구조가 높은 기업에서는 최대주주지분율이 높은 경우 기업가치와 음(-)의 관계가 있다는 것을 의미한다. 매출액영업이익률의 경우에는 중위그룹에서는 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 하위그룹에서만 10% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 중위그룹과 하위그룹에서 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로

나타나 재벌과 비재벌 집단 간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

*CGI3*의 경우를 살펴보면, *CGI3*은 하위그룹에서 통계적으로 유의한 음(−)의 관계를 보이고 있어 공시실적이 상대적으로 적을 수밖에 없는 기업에서 기업가치와 음(−)의 관계가 있다는 것을 알 수 있다. 통제변수인 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 값을 나타내고, 부채비율은 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 최대주주지분율의 경우에는 상위그룹에서 10% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 관계를 보여 이사회 구성 및 운영의 기업지배구조가 높은 기업에서는 최대주주지분율이 높은 경우 기업가치와 음(−)의 관계가 있다는 것을 의미한다. 매출액영업이익률의 경우에는 중위그룹에서는 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 하위그룹에서만 10% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 중위그룹과 하위그룹에서 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌 집단에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 40 > 지배구조지수그룹에 따른 지배구조지수-*CGI4*, *CGI5*와 *PBR*과의 관계

구 분	종속변수 : <i>PBR</i> , 설명변수 : <i>CGI4</i>				구 분	종속변수 : <i>PBR</i> , 설명변수 : <i>CGI5</i>			
	전체	상위	중위	하위		전체	상위	중위	하위
상수	19.630*** (6.399)	20.037*** (3.242)	18.098*** (4.010)	23.365*** (4.146)	상수	15.636*** (5.416)	20.531*** (3.575)	17.692*** (3.904)	22.579*** (4.221)
<i>CGI4</i>	0.122*** (3.814)	-0.013 (-0.210)	0.120** (2.530)	0.033 (0.626)	<i>CGI5</i>	-0.060* (-1.928)	-0.016 (-0.280)	-0.072 (-1.402)	-0.044 (-0.824)
<i>LNsize</i>	-0.201*** (-6.065)	-0.189*** (-2.983)	-0.197*** (-4.061)	-0.209*** (-3.758)	<i>LNsize</i>	-0.146*** (-4.837)	-0.195*** (-3.519)	-0.180*** (-3.709)	-0.198*** (-3.864)
<i>Debit</i>	0.244*** (8.488)	0.410*** (7.705)	0.179*** (3.793)	0.313*** (6.359)	<i>Debit</i>	0.230*** (7.819)	0.404*** (7.403)	0.176*** (3.632)	0.304*** (6.113)
<i>Stockholder</i>	-0.043 (-1.481)	-0.094* (-1.723)	-0.023 (-0.500)	-0.055 (-1.103)	<i>Stockholder</i>	-0.036 (-1.213)	-0.094* (-1.737)	0.010 (0.198)	-0.045 (-0.863)
<i>OISR</i>	-0.017 (-0.552)	0.027 (0.482)	0.078 (1.607)	-0.097* (-1.898)	<i>OISR</i>	-0.008 (-0.261)	0.031 (0.535)	0.089* (1.782)	-0.089* (-1.708)
<i>RDSR</i>	0.086*** (2.949)	0.066 (1.249)	0.077 (1.646)	0.192*** (3.927)	<i>RDSR</i>	0.090*** (3.082)	0.061 (1.159)	0.074 (1.556)	0.189*** (3.867)
<i>adjR</i> ²	0.324***	0.182***	0.077***	0.233***	<i>adjR</i> ²	0.310***	0.182***	0.068***	0.234***
결합 F 값	16.4592***				결합 F 값	15.8344***			
χ^2	98.7551***				χ^2	95.0065***			

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F 값과 χ^2 값은 가설5의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 40>은 *PBR*을 종속변수로 감사기구(*CGI4*)와 경영의 과실배분(*CGI5*)을 설명변수로 기업지배구조지수를 상·중·하의 그룹으로 나누어 차이가 있는지를 분석하기 위한 회귀분석 한 결과이다.

*CGI4*의 경우를 살펴보면, 중위그룹에서 *CGI4*는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내며, 통제변수인 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 값을 나타내고, 부채비율은 상위그룹과 중위그룹에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 최대주주지분율의 경우에는 상위그룹에서 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 관계를 보여 이사회 구성 및 운영의 기업지배구조가 높은 기업에서는 최대주주지분율이 높은 경우 기업가치와 음(−)의 관계가 있다는 것을 의미한다. 매출액영업이익률의 경우에는 상위그룹과 중위그룹에서는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 모든 패널에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재별과 비재별 집단 간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

*CGI5*의 경우를 살펴보면, 모든 패널에서 *CGI5*는 통계적으로 유의하지 않는 것으로 나타났으며, 통제변수인 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 값을 나타내고, 부채비율은 상위그룹과 중위그룹에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 최대주주지분율의 경우에는 상위그룹에서 10% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 관계를 보여 경영의 과실배분의 기업지배구조가 높은 기업에서는 최대주주지분율이 높은 경우 기업가치와 음(−)의 관계가 있다는 것을 의미한다. 매출액영업이익률의 경우에는 상위그룹과 중위그룹에서는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 중위그룹과 하위그룹에서 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재별과 비재별 집단 간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 41 > 지배구조지수그룹에 따른 지배구조지수-KCGI, CGII과 Tobin-Q의 관계

구 분	총속변수 : Tobin-Q, 설명변수 : KCGI				구 분	총속변수 : Tobin-Q, 설명변수 : CGII			
	전체	상위	중위	하위		전체	상위	중위	하위
상수	7.332*** (8.922)	7.614*** (5.475)	6.141*** (4.289)	10.433*** (5.405)	상수	5.221*** (6.053)	5.442*** (3.178)	6.974*** (3.978)	8.884*** (4.044)
KCGI	0.153*** (4.725)	0.110 (1.592)	0.099** (2.164)	0.010 (0.185)	CGII	0.115*** (3.871)	0.071 (1.474)	0.017 (0.324)	0.077 (1.346)
LNsize	-0.260*** (-7.831)	-0.314*** (-4.603)	-0.231*** (-4.853)	-0.279*** (-5.060)	LNsize	-0.183*** (-5.991)	-0.221*** (-3.713)	-0.222*** (-4.155)	-0.250*** (-4.236)
Debit	0.089*** (3.045)	0.325*** (6.077)	0.127*** (2.738)	0.014 (0.257)	Debit	0.088*** (2.981)	0.327*** (6.130)	0.124*** (2.660)	0.019 (0.363)
Stockholder	-0.046 (-1.544)	-0.118** (-2.127)	-0.032 (-0.696)	-0.016 (-0.292)	Stockholder	-0.042 (-1.411)	-0.108* (-1.912)	-0.019 (0.404)	-0.009 (-0.170)
OISR	0.041 (1.342)	0.130** (2.300)	0.119** (2.480)	-0.059 (-1.064)	OISR	0.040 (1.327)	0.130** (2.308)	0.115** (2.373)	-0.057 (-1.045)
RDSR	0.149*** (5.099)	0.128** (2.386)	0.188*** (4.080)	0.129*** (2.459)	RDSR	0.165*** (5.619)	0.148*** (2.821)	0.191*** (4.106)	0.136** (1.346)
adjR ²	0.290***	0.159***	0.102***	0.114***	adjR ²	0.280	0.158***	0.092***	0.119***
결합 F값	16.5401***				결합 F값	12.6411***			
X ²	99.2406***				X ²	75.8466***			

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

† † 결합 F값과 X²값은 가설5의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 41>은 Tobin-Q를 종속변수로 종합기업지배구조지수(KCGI)와 주주권리 보호(CGII)를 설명변수로 기업지배구조지수를 상·중·하의 그룹으로 나누어 차이가 있는지를 분석하기 위한 회귀분석 한 결과이다. KCGI의 경우를 살펴보면, 상위그룹에서는 KCGI는 통계적으로 유의한 계수 값을 나타내지 못하고 있으며, 통제변수인 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타내고, 부채비율은 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 최대주주지분율의 경우에는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있어, 종합기업지배구조지수가 높은 기업에서 최대주주지분율이 높은 경우 기업가치에 음(-)의 관계가 있음을 알 수 있다. 매출액영업이익률과 연구개발비는 기업가치에 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있음을 알 수 있다. 중위그룹에서는 KCGI는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있으며, 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수 값을, 부채비율은 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있음을 알 수 있다. 매출액영업이익률은 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있음을 알 수 있다. 연구개발비의 경우에는 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을

보이고 있다. 또한 하위그룹의 경우에는 *KCGI*는 통계적으로 유의하지 않으며, 통제변수인 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 계수 값을 나타내며, 연구개발비의 경우에는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다.

*CGI*의 경우를 살펴보면, *CGI*은 모든 패널에서 통계적으로 유의한 계수 값을 나타내지 못하고 있으며, 통제변수인 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 값을 나타내고, 부채비율은 상위그룹과 중위그룹에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 최대주주지분율의 경우에는 상위그룹에서 10% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 관계를 보이며, 매출액영업이익률의 경우에는 상위그룹과 중위그룹에서 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 모든 패널에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 *F*값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재별과 비재별 집단 간 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 42 > 지배구조지수그룹에 따른 지배구조지수-*CGI2*, *CGI3*과 *Tobin-Q*의 관계

구 분	총속변수 : <i>Tobin-Q</i> , 설명변수 : <i>CGI2</i>				구 분	총속변수 : <i>Tobin-Q</i> , 설명변수 : <i>CGI3</i>			
	전체	상위	중위	하위		전체	상위	중위	하위
상수	7.853*** (9.094)	7.520*** (4.848)	7.358*** (5.562)	10.868*** (5.856)	상수	7.102*** (8.145)	7.702*** (5.212)	7.286*** (5.390)	10.437*** (5.747)
<i>CGI2</i>	0.144*** (1.373)	0.046 (0.652)	0.070 (1.507)	0.046 (0.837)	<i>CGI3</i>	0.070*** (1.987)	0.074 (1.109)	-0.011 (-0.228)	-0.074 (-1.371)
<i>LNsize</i>	-0.264*** (-7.741)	-0.281*** (-3.911)	-0.236*** (-4.932)	-0.293*** (-5.087)	<i>LNsize</i>	-0.230*** (-6.562)	-0.292*** (-4.365)	-0.225*** (-4.450)	-0.265*** (-4.750)
<i>Debit</i>	0.079*** (2.723)	0.324*** (5.976)	0.119** (2.563)	0.013 (0.244)	<i>Debit</i>	0.080*** (2.719)	0.335*** (6.230)	0.123*** (2.632)	0.003 (0.057)
<i>Stockholder</i>	-0.050* (-1.680)	-0.126** (-2.286)	-0.027 (-0.587)	-0.014 (-0.271)	<i>Stockholder</i>	-0.054* (-1.820)	-0.123** (2.234)	-0.021 (-0.445)	-0.009 (-0.165)
<i>OISR</i>	0.046 (4.515)	0.136** (2.408)	0.124* (2.548)	-0.060 (-1.098)	<i>OISR</i>	0.037 (1.217)	0.136** (2.418)	0.115** (2.369)	-0.058 (-1.059)
<i>RDSR</i>	0.152*** (5.186)	0.142*** (2.673)	0.186*** (4.027)	0.127* (2.420)	<i>RDSR</i>	0.151*** (5.037)	0.131** (2.422)	0.190*** (4.097)	0.136*** (2.585)
<i>adjR</i> ²	0.286	0.154***	0.097***	0.116***	<i>adjR</i> ²	0.263	0.156***	0.092***	0.119***
결합 <i>F</i> 값	16.7762***				결합 <i>F</i> 값	15.8775***			
χ^2	100.6574***				χ^2	95.2651***			

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.
† † 결합 *F*값과 χ^2 값은 가설5의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 42>는 *Tobin-Q*를 종속변수로 이사회 구성 및 운영(*CGI2*)과 공시(투명성:*CGI3*)를 설명변수로 기업지배구조지수를 상·중·하의 그룹으로 나누어 차이가 있는지를 분석하기 위한 회귀분석 한 결과이다.

*CGI2*의 경우를 살펴보면, 모든 패널에서 *CGI2*는 통계적으로 유의한 계수 값을 나타내지 못하고 있으며, 통제변수인 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타내고, 부채비율은 상위그룹과 중위그룹에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 최대주주지분율의 경우에는 상위그룹에서 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보여 이사회 구성 및 운영의 기업지배구조가 높은 기업에서는 최대주주지분율이 높은 경우 기업가치와 음(-)의 관계가 있다는 것을 의미한다. 매출액영업이익률의 경우에는 상위그룹과 중위그룹에서는 적어도 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 모든 패널에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다.

패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌집단간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

*CGI3*의 경우를 살펴보면, *CGI3*은 모든 패널에서 통계적으로 유의한 계수 값을 나타내지 못하고 있으며, 통제변수인 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타내고, 부채비율은 상위그룹과 중위그룹에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 최대주주지분율의 경우에는 상위그룹에서 10% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보여 공시(투명성)의 기업지배구조가 높은 기업에서는 최대주주지분율이 높은 경우 기업가치와 음(-)의 관계가 있다는 것을 의미한다. 매출액영업이익률의 경우에는 상위그룹과 중위그룹에서는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 모든 패널에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다.

패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 이 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌 집단 간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

< 표 43 > 지배구조지수그룹에 따른 지배구조지수-CGI4, CGI5와 Tobin-Q의 관계

구 분	총속변수 : Tobin-Q, 설명변수 : CGI4				구 분	총속변수 : Tobin-Q, 설명변수 : CGI5			
	전체	상위	중위	하위		전체	상위	중위	하위
상수	7.908*** (9.262)	7.543*** (5.224)	7.524*** (5.707)	11.252*** (5.865)	상수	6.490*** (8.059)	7.025*** (5.234)	7.409*** (5.598)	10.843*** (5.978)
CGI4	0.158*** (4.884)	0.061 (0.992)	0.118** (2.542)	0.064 (1.129)	CGI5	-0.089*** (-2.830)	-0.052 (-0.922)	-0.076 (-1.515)	-0.114** (-2.005)
LNsize	-0.265*** (-7.932)	-0.283*** (-4.392)	-0.246*** (-5.132)	-0.305*** (-5.104)	LNsize	-0.194*** (-6.353)	-0.247*** (-4.395)	-0.228*** (-4.782)	-0.286*** (5.204)
Debit	0.080*** (2.738)	0.322*** (5.958)	0.111** (2.394)	0.015 (0.280)	Debit	0.059** (1.984)	0.316*** (5.693)	0.107** (2.245)	-0.006 (-0.116)
Stockholder	-0.055* (-1.885)	-0.133** (-2.413)	-0.038 (-0.812)	-0.010 (-0.189)	Stockholder	-0.044 (-1.467)	-0.128** (-2.314)	0.004 (-0.080)	0.018 (0.321)
OISR	0.045 (1.489)	0.137* (2.439)	0.118** (2.458)	-0.056 (-1.013)	OISR	0.059* (1.874)	0.151*** (2.594)	0.130*** (2.635)	-0.034 (-0.615)
RDSR	0.147*** (5.001)	0.134** (2.490)	0.181*** (3.941)	0.128** (2.439)	RDSR	0.151*** (5.105)	0.137** (2.552)	0.178*** (3.798)	0.121** (2.310)
adjR ²	0.293	0.155***	0.105***	0.118***	adjR ²	0.269	0.155***	0.097***	0.125***
결합 F값	17.6013***				결합 F값	16.4399***			
χ^2	105.6080***				χ^2	98.6391***			

† *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의함, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의함, * : 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

†† 결합 F값과 χ^2 값은 가설5의 귀무가설을 검증한 결과 1% 이내에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타남.

<표 43>는 Tobin-Q를 종속변수로 감사기구(CGI4)와 경영의 과실배분(CGI5)을 설명변수로 기업지배구조지수를 상·중·하의 그룹으로 나누어 차이가 있는지를 분석하기 위한 회귀분석 한 결과이다.

CGI4의 경우를 살펴보면, 중위그룹에서 CGI4는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내며, 통제변수인 기업규모는 모든 패널에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 값을 나타내고, 부채비율은 상위그룹과 중위그룹에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 최대주주지분율의 경우에는 상위그룹에서 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(−)의 관계를 보여 감사기구의 기업지배구조가 높은 기업에서는 최대주주지분율이 높은 경우 기업가치와 음(−)의 관계가 있다는 것을 의미한다. 매출액영업이익률의 경우에는 상위그룹과 중위그룹에서는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 연구개발비의 경우에는 모든 패널에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F값과 χ^2 이 1%

이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌집단간에 차이가 있다 는 것을 알 수 있다.

*CGI5*의 경우를 살펴보면, 하위그룹에서 *CGI5*는 5% 이내에서 통계적으로 유의 한 음(-)의 관계를 보여 기업의 중간 배당 및 자사주 매입 등이 기업의 가치와는 음(-)의 관계에 있음을 알 수 있다. 통제변수인 기업규모는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타내고, 부채비율은 상위그룹과 중위그룹에서 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 최대주주지분율의 경우에는 상위그룹에서 10% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보여 경영의 과 실배분의 기업지배구조가 높은 기업에서는 최대주주지분율이 높은 경우 기업가치 와 음(-)의 관계가 있다는 것을 의미한다. 매출액영업이익률의 경우에는 상위그룹 과 중위그룹에서는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이며, 연구 개발비의 경우에는 중위그룹과 하위그룹에서 적어도 5% 이내에서 통계적으로 유 의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 *F* 값과 χ^2 가 1% 이내에서 통계적으로 유의한 결과로 나타나 재벌과 비재벌집단간에 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

위의 실증분석 결과를 정리하면, 첫째, 기업지배구조가 좋은 기업은 기업가치가 좋을 것이라는 가설을 검증한 결과, *PBR*과 *Tobin-Q*와는 종합지배구조지수 뿐만 아니라 부문별 하위지배구조지수에서도 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내어 기업지배구조가 좋은 기업은 기업가치가 좋다라는 가설1을 지지하는 결론을 얻었다. 둘째, 자본규모를 패널로 한 분석에서는 종합기업지배구조지수(*KCGI*)는 *PBR*과 *Tobin-Q*는 모든 패널에서 대형 기업군에서 높은 양(+)의 관계가 있음을 알 수 있었으며, 부문별 하위기업지배구조에서는 주주권리 보호(*CGI1*), 이 사회구성 및 운영(*CGI2*), 공시(투명성 : *CGI3*), 감사기구(*CGI4*)의 하위지수에서 대형 기업군에 속하는 기업에서 높은 양(+)의 관계가 있음을 발견하였으며, 경영의 과실배분(*CGI5*)의 경우 소형 기업군에서만 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 있음을 발견하였다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 *F* 값과 χ^2 의 검증결과에서도 통계적으로 유의한 결과를 나타내어 자본규모에 따라 차이가 있음을 나타내어 가설2를 지지하는 것을 알 수 있다. 셋째, 한국거래소의 산업구분에 의하여 산업별 차이를 분석한 결과, 종합기업지배구조지수(*KCGI*)를 이용한 경우,

음식료품, 의약품, 화학, 비금속광물, 기계, 철강금속, 종이 목재 산업 등에서 PBR 과 $Tobin-Q$ 와는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이며, 부문별 하위기업지배구조지수($CGI1 \sim CGI5$)의 경우에도 음식료품, 의약품, 화학, 비금속광물, 기계, 철강금속, 종이 목재 산업에서 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있으나, $Tobin-Q$ 와 공시(투명성 : $CGI3$)지수에서는 어떠한 산업에서도 통계적으로 유의하지 않는 결과를 얻었다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 의 검증결과에서도 통계적으로 유의한 결과를 나타내어 산업별 차이가 있다는 가설3을 지지하는 결과를 얻었다. 넷째, 재벌기업과 비재벌기업간에는 기업지배구조와 기업가치의 관계를 분석한 결과, 종합기업지배구조지수($KCGI$)와 주주권리 보호($CGI1$), 이사회 구성 및 운영($CGI2$), 공시(투명성 : $CGI3$), 감사기구($CGI4$)의 부문별 하위지수에서 PBR 과 토빈 Q 는 재벌기업에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계에 있음을 알 수 있으며, 다만, 경영의 과실배분($CGI5$) 부문에서는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 있음을 발견하였다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 의 검증결과에서도 통계적으로 유의한 결과를 나타내어 재벌기업과 비재벌기업간에는 차이가 있다는 가설4를 지지하는 것으로 알 수 있다. 마지막으로 기업지배구조지수의 상·중·하 집단을 이용한 분석 결과, PBR 과 $Tobin-Q$ 는 중위그룹의 경우에는 유의한 양(+)의 관계를, 부문별 하위기업지배구조지수에서는 주주권리 보호($CGI1$)와 이사회 구성 및 운영($CGI2$)에서는 통계적으로 유의하지 않는 결과를 얻었으며, 공시(투명성 : $CGI3$)의 경우에는 PBR 은 하위그룹에서는 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있으며, $Tobin-Q$ 는 통계적으로 유의하지 않는 결과를 얻었다. 또한 감사기구($CGI4$)의 경우에는 PBR 과 $Tobin-Q$ 에서 중위그룹에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있으며, 경영의 과실배분($CGI5$)의 경우에는 PBR 은 유의적이지 않지만, $Tobin-Q$ 는 하위그룹에서 통계적으로 유의한 결과를 얻었다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 의 검증결과에서도 통계적으로 유의한 결과를 나타내어 기업지배구조지수를 상·중·하위 그룹간 차이가 있다는 결과를 얻었다.

제6장 연구의 결과 및 시사점

기업지배구조 개선에 대한 관심이 고조되고, 국내에서도 기업지배구조의 개선에 대한 필요성과 노력이 증대되고 있는 시점에서 본 연구는 기업가치변수인 *PBR*과 *Tobin-Q*를 산출하고 개별기업의 종합기업지배구조지수(*KCGI*)와 부문별 하위 기업지배구조지수(*CGI1~CGI5*)를 이용하여 기업지배구조지수와 기업가치와의 관계를 분석하였다. 또한 선행연구들의 기업지배구조와 기업가치와의 관계를 설명하는데 있어 상반된 결과를 보이고 있다. 따라서 기존 선행연구에 대해서 재조명하고, 선행연구에서는 사용하지 않았던 패널 및 부문별 하위 기업지배구조지수를 이용하여 보다 종합적이고 세분화하여 분석함으로써 투자자들에게 기업지배구조지수가 투자지표로 활용할 수 있도록 하는데 목적을 두었다.

이를 위하여 1) 기존 선행연구와 같이 기업지배구조와 기업가치와의 관계를 재조명하여 보고, 종합적이고 세분화된 분석을 하기 위하여 2) 자본금규모별(자본금 기준 : 대형, 중형, 소형) 차이를 분석하여 자본규모별 차이가 발생하는지를 살펴보고, 3) 기존 연구에서는 단편적으로 산업별 차이가 있다는 결론을 나타내고 있으나, 어떠한 산업에서 기업지배구조와 관련성을 가지고 있는지를 명확하게 밝히는 연구가 미흡하여, 본 연구에서는 거래소의 산업구분을 이용하여 구체적으로 살펴보고 어떠한 산업에서 더 관련성이 있는지를 제시하고, 4) 기존의 선행연구에서는 우리나라 30대 재벌기업을 대상으로 기업 집단간 차이가 있는지를 살펴보았는바, 본 연구에서는 재벌기업에 속하는 기업과 속하지 않는 기업 간의 차이를 살펴보기 위하여 공정거래위원회의 집단별 구분을 기준으로 재벌기업과 비재벌기업을 구분하여 차이를 검증하였으며, 5) 마지막으로 기업지배구조지수가 높은 기업과 낮은 기업에서 기업지배구조지수와 기업가치간의 차이가 존재하는지를 검증하기 위하여 기업지배구조지수를 상·중·하의 그룹으로 패널을 구성하여 분석하였다. 사용된 표본은 기업지배구조지수는 2004년부터 2007년의 자료이나, 이는 2003년부터 2006년까지의 설문조사 값을 사용하였기 때문에 기업재무자료의 대상 기간은 설문의 지배구조 실행실태 조사기간과 동일한 2003년부터 2006년으로 하

였으며, 기업지배구조와 기업가치와 관련성을 검증한 결과 다음과 같은 결론을 얻었다.

첫째, 기업지배구조가 좋은 기업은 기업가치가 좋을 것이다라는 가설을 검증한 결과, PBR 과 $Tobin-Q$ 와는 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내어 기업지배구조가 좋은 기업은 기업가치가 좋다라는 가설1을 지지하는 결론을 얻었다.

둘째, 자본규모를 패널로 한 분석에서는 종합기업지배구조지수($KCGI$)는 PBR 과 $Tobin-Q$ 는 모든 패널에서 대형 기업군에서 높은 양(+)의 관계가 있음을 알 수 있었으며, 부문별 하위기업지배구조에서는 주주권리 보호($CGI1$), 이사회구성 및 운영($CGI2$), 공시(투명성 : $CGI3$), 감사기구($CGI4$)의 하위지수에서 대형 기업군에 속하는 기업에서 높은 양(+)의 관계가 있음을 발견하였으며, 경영의 과실배분($CGI5$)의 경우 소형 기업군에서만 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 있음을 발견하였다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 의 검증결과에서도 통계적으로 유의한 결과를 나타내어 자본규모에 따라 차이가 있음을 나타내어 가설2를 지지하는 것을 알 수 있다.

셋째, 한국거래소의 산업구분에 의하여 산업별 차이를 분석한 결과, 종합기업지배구조지수($KCGI$)를 이용한 경우, 음식료품, 의약품, 화학, 비금속광물, 기계, 철강금속, 종이 목재 산업 등에서 PBR 과 $Tobin-Q$ 와는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이며, 부문별 하위기업지배구조지수($CGI1 \sim CGI5$)의 경우에도 음식료품, 의약품, 화학, 비금속광물, 기계, 철강금속, 종이 목재 산업에서 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있으나, $Tobin-Q$ 와 공시(투명성 : $CGI3$)지수에서는 어떠한 산업에서도 통계적으로 유의하지 않는 결과를 얻었다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 의 검증결과에서도 통계적으로 유의한 결과를 나타내어 산업별 차이가 발생한다는 것을 알 수 있다.

넷째, 재벌기업과 비재벌기업간에는 기업지배구조와 기업가치의 관계를 분석한 결과, 종합기업지배구조지수($KCGI$)와 주주권리 보호($CGI1$), 이사회 구성 및 운영($CGI2$), 공시(투명성 : $CGI3$), 감사기구($CGI4$)의 부문별 하위지수에서 PBR 과 토빈 Q 는 재벌기업에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계에 있음을 알 수 있으며, 다만, 경영의 과실배분($CGI5$) 부문에서는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 있음을 발견하였다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 F 값과 χ^2 의 검증결

과에서도 통계적으로 유의한 결과를 나타내어 재벌기업과 비재벌기업간에는 차이가 있다는 것을 알 수 있다.

마지막으로 기업지배구조지수의 상·중·하 집단을 이용한 분석 결과, *PBR*과 *Tobin-Q*는 중위그룹의 경우에는 유의한 양(+)의 관계를, 부문별 하위기업지배구조지수에서는 주주권리 보호(*CGI1*)와 이사회 구성 및 운영(*CGI2*)에서는 통계적으로 유의하지 않는 결과를 얻었으며, 공시(투명성 : *CGI3*)의 경우에는 *PBR*은 하위그룹에서는 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있으며, *Tobin-Q*는 통계적으로 유의하지 않는 결과를 얻었다. 또한 감사기구(*CGI4*)의 경우에는 *PBR*과 *Tobin-Q*에서 중위그룹에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있으며, 경영의 과실배분(*CGI5*)의 경우에는 *PBR*은 유의적이지 않지만, *Tobin-Q*는 하위그룹에서 통계적으로 유의한 결과를 얻었다. 패널별 차이가 있는지를 검증한 결과, 결합 *F* 값과 χ^2 의 검증결과에서도 통계적으로 유의한 결과를 나타내어 기업지배구조지수를 상·중·하위 그룹간 차이가 있다는 결과를 얻었다.

이 결과를 종합하면, 기업지배구조지수는 *PBR*과 *Tobin-Q*를 종속변수로 한 경우, 자본규모별로는 대형주이며, 재벌기업군에 속한 기업과 음식료품, 의약품, 화학, 비금속광물, 기계, 철강금속, 종이 목재 산업 등에 속한 기업들의 기업가치가 높다는 것을 알 수 있다. 따라서 이러한 기업에 투자함으로써 투자이익을 얻을 수 있을 것으로 생각된다.

본 연구의 공헌점은 기업지배구조지수와 기업가치의 관계를 재조명하였으며, 자본규모별, 산업별, 재벌여부 및 기업지배구조지수 그룹 간 등 패널을 이용하여 종합적이고 세부적인 분석을 통하여 차이가 있다는 결과를 제시함으로써, 투자자의 투자지표로 활용하는데 조금이나마 도움을 줄 수 있다는 데 의의가 있으며, 한계점으로는 기업지배구조지수를 특정기업의 지배구조의 대용치로 사용했다는 점이다. 지수산정의 적합성이나 구체적인 평가항목의 적절성 등이 본 연구의 제한성이 될 것이다. 즉, 기업지배구조지수는 한국기업지배구조개선센터의 설문조사를 걸쳐 산출한 것으로, 만약 이 지표들의 평가점수가 지배구조의 대용변수로서 적절하지 못할 경우 연구결과를 왜곡할 가능성도 배제하기 어렵다. 따라서 향후 더 심도 있는 연구를 진행하여 이상의 한계점을 보완하도록 노력할 것이다.

참 고 문 헌

- 강희갑, 1999. 주식회사의 지배구조와 미국법상의 경영관리구조, 경영법률, 제9권, pp. 127-161.
- 권수영, 2003. 회계개혁법과 주주보호, 상장협(제48호), 2003년 9월.
- 권수영·김문철·손성규·최관·한봉희, 2003. 자본시장에서의 회계정보의 유용성, 신영사.
- 김경수, 김우택, 박상수, 장대홍, 1996, “한국상장기업을 위한 토빈 Q의 추정”, 한국경제의 분석, 한국금융연구원, 제2권 제2호, pp.147-175.
- 김우택, 장대홍, 김경수, 1993, “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구”, 재무연구, 한국재무학회, 제6호, pp.55-75.
- 김상환, 2009. 우리나라 주식수익률의 결정요인 : 특성 또는 위험요인, 증권학회지, 제38권 제3호, pp. 289-323.
- 김성훈·박철순, 2000. 사외이사제도의 이론적 배경과 시대적 의미, 전략경영연구, 제3권, pp. 1-23.
- 김영빈·이한재, 2007. 산업별수익률과 시장수익률과의 선도관계 : 한국시장에서의 실증분석, 산업경제연구, 제20권 제5호, pp.1903-1927.
- 김영숙·이재춘, 2000. 기업가치와 기업소유구조와의 관련성, 증권학회지, 제26권, pp.173-197.
- 김주현, 1992. 기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구, 재무연구, 제5호, pp.129-154.
- 김진배, 2004a. 한국기업의 회계투명성 측정, 회계와 감사연구, 제40호, pp.27-58.
- 김진배, 2004b. 기업지배구조와 이익조정. 동계학술발표대회논문집. 한국회계학회.
- 박경서·박영석·정재규·이은정·윤진수, 2005, 기업·시장의 투명성·공정성 측정, 기업지배구조지원센터.
- 박경서·조명현, 2003. 한국의 기업지배구조와 경영투명성, 한국기업지배구조개선지원센터 연구보고서.

- 박종일, 2003. 기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로, 회계학연구, 제28권 제2호, pp.135-172.
- 박현준 · 신현한 · 강동관 · 권인수 · 맹시안, 2004. 기업의 투명성: 개념과 측정방법, *Working Paper*.
- 상장사협의회(2003), 사외이사제도 및 운영개선에 관한 의견
- 손평식, 2008, 기업지배구조와 경영성과 간의 관계에 대한 실증연구, 산업경제연구, 제21권 제3호, pp.1061-1083.
- 신현한 · 이상철 · 장진호, 2003. 외부감시주체와 기업가치, 재무연구, 제17권 제1호, pp.1-32.
- 안홍복, 2004. 지배주주의 지배-소유권 차이와 이익조정의 관련성 분석, 회계학연구, 제29권 제4호, pp.117-154.
- 윤봉한, 오재영, 2005, 기업지배구조와 기업성과 및 기업가치 : 한국상장기업에 대한 실증연구, 증권학회지, 제34집 1호, pp.227-263.
- 이세용, 2004. 우리나라의 기업지배구조와 기업가치 사이의 관계에 대한 연구, 회계학연구회 발표논문.
- 이장희, 김연화, 2007, 기업지배구조가 주식수익률에 미치는 영향, 회계연구, 제12권 제3호, pp.57-80.
- 이화진 · 문상혁, 2005, 기업지배구조가 보고이익의 질, 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향, 한국회계학회 학술대회 논문집.
- 임영재, 성태윤, 김우찬, 송옥렬, 김진배, 이건범, 박경서 이원호, 2003, 시장개혁추진을 위한 평가지표 개발 및 측정, 한국개발연구원.
- 조성빈, 2006, 기업지배구조의 상호관계 및 기업성과에 관한 연구, 한국개발연구, 제28권 제2호, pp.126-172.
- 정구열 · 권수영 · 백원선, 2002. 기업소유구조와 이익의 정보효과, 경영학연구, 제31권 제6호, pp.1707-1727.
- 정찬형, 1999. 기업경영의 투명성 제고를 위한 주식회사의 지배구조의 개선, 상법연구, 제17권 제1호, pp. 203-230.
- 지청, 장하성, 2000, 소유구조와 기업가치의 상호관계에 관한 실증적 분석, *Working Paper*.

함시창, 2003. 세계 기업지배구조의 새로운 파라다임에 대한 이해, 상명대학교 사회과학연구.

Bai, C., Q. Liu, J. Lu, F. M. Song, and J. Zhang, 2003. "Corporate Governance and Market Valuations in China", *Working Paper*, University of Hong Kong.

Bauer, R., N. Gunster, and R. Otten, 2003. "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance", *Working Paper*, Maastricht University, Erasmus University Rotterdam.

Beiner, S., W. Drobetz, M. Schmid, and H. Zimmermann, 2004. "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation: Evidence from Switzerland", *Working Paper*, University of Basel.

Berle, A.A. and C. Means, 1932, "The Modern Corporation and Private Poverty, The Macmillan Company", *New York*.

Bhagat, S. and B. Black, 2002. "The Non-Correlation between Board Independence and Long-term Firm Performance", *Journal of Corporate Law* 27, pp.231-273.

Black, B. S., H. Jang, and W. Kim, 2003. "Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea", *Working Paper*, Stanford Law School and Korea University Business School.

Bushman, R., J. Piotroski, and A. Smith, 2004. "What Determines Corporate Transparency?", *Journal of Accounting Research* 42(2), pp.207-252.

Bushman, R., Q. Chen, E. Engel, and A. Smith, 2004. Financial Accounting Information, Organizational Complexity, and Corporate Governance Systems, *Journal of Accounting and Economics* 37, pp.167-201.

Coles, J.W., V.B. McWilliams, and N. Sen, 2001. "An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance", *Journal of Management* 27, pp.23-50.

- Demsetz, H., 1983. "The Monitoring of Management, Statement of the Business Roundtable on the American Law Institutes Proposed Principles of Corporate Governance and Structure": Restatement and Recommendation, *New York, Business Roundtable*.
- Dhaliwal, D. S., K. J. Lee, and N. Fargher, 1991, "The Association between Unexpected Earnings and Abnormal Security Returns in the presence of financial Leverage", *contemporary Accounting Research* 8, pp.20-41.
- Drobetz, W., A. Schillhofer, and H. Zimmerman, 2003. "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany", *Working Paper*, University of Basel, Otto Beisheim Graduate School of Management.
- Durnev, A. and E. H. Kim, 2003. "To Steal or Not To Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", *Working Paper*, University of Michigan.
- Fama, E. and M. Jensen, 1983. "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics* 26, pp.301-325.
- Fan, P.H. and T.J. Wong, 2001. "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia", *Working Paper*.
- Gompers, P. A., J. L. Ishii, and A. Metrick, 2003, "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118, pp.107-155.
- Hart, O. and Moore, 1995, "Debt and seniority. an analysis of the role of hard claims in constraining management", *American Economic Review*, 85, pp.567-585.
- Herman, E.S., 1981, "Corporate Control, Corporate Power", Cambridge University Press, Cambridge, .
- Holderness, C.G. and D.P. Sheehan, 1991, "Monitoring an Owner: The Case of Turner Broadcasting", *Journal of Financial Economics*, pp.325-346.

- Holder-Webb, L., J. Cohen, L. Nath and D. Wood, 2007, "A Survey of Governance Disclosures Among U.S. Firms", *Journal of Business Ethics*, DOL 10.1007/s10551-007-9638-3.
- Jensen M. an W. Meckling, 1976. "Theory of the Firm: Management Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- Jensen, M. and R. Ruback, 1983. "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics* 11, pp.5-46.
- Jensen, M. C, 1986, "Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, 76, pp.323-339.
- Jensen, M. C, 1993, "The Modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, 48, pp.831-880.
- Jo, H. J. and Y. T. Kim, 2008, "Ethics and Disclosure: A Study of the Financial Performance of Firms in the Seasoned Equity Offerings Market", *Journal of Business Ethics*, 80 (4), pp.855-878.
- Klapper, L.F. and I. Love, 2002. "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets", *Working Paper*, Development Research Group, The World Bank.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1998. "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106, pp.1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, 1999. "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance* 54(2), pp.471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 2000. "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics* 58, pp.3-27.
- Mak, Y. T., and Y. Kusnadi, 2002. "Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value", *Working Paper*, National University of Singapore.

- McConnell, J.J. and H. Servaes, 1995, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics*, pp.131-157.
- Mitton, T., 2002. "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics* 64, pp.215-241.
- Modigliani, F. and M.B. Miller, 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, pp.261-297.
- Monsen, J., Chiu, J.S. and D.E. Cooley, 1968, "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm", *Quarterly Journal of Economics*, pp.435-451.
- Morck, R., Shleifer, A. and R.W. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, pp.293-315.
- Ohlson, J., 1995. "Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation", *Contemporary Accounting Research* 11(Spring), pp.661-668.
- Rezaee, Z., 2002. "Financial Statement Fraud: Prevention and Detection", *Wiley & Sons, Inc.*
- Ross, S. A, 1977, "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", *Bell Journal of Economics*, 8(1), pp.23-40.
- Shleifer, A. and R. Vishny, 1997. "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance* 52, pp.737-783.
- Stulz, R.M., 1988, "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, pp.25-54.
- Stulz, R.M., 1990, "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, 26, pp.3-27
- Weisbach, M., 1988. "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics* 20, pp.431-460.
- Williamson, O., 1963. "Managerial Discretion and Business Behavior", *American Economic Review* 53, pp.1032-1057.

저작물 이용 허락서

학 과	경영학과	학 번	10341030	과 정	박사
성 명	한글 : 한 경희 한문 : 韓 慶熙 영문 : Han, Kyoung-Hee				
주 소	광주광역시 광산구 월계동 756-5번지 첨단금호타운 104동 908호				
연락처	E-mail : hanko73@chosun.ac.kr				
논문제목	한글 : 기업지배구조지수와 기업가치의 관련성에 관한 실증적 연구 - 기업집단별 분석을 중심으로 -				
	영문 : An Empirical Study on the Relationship between Corporate Governance Indexes and Firm Value.				
<p>본인이 저작한 위의 저작물에 대하여 다음과 같은 조건 아래 조선대학교가 저작물을 이용할 수 있도록 허락하고 동의합니다.</p> <p style="text-align: center;">- 다 음 -</p> <ol style="list-style-type: none">저작물의 DB구축 및 인터넷을 포함한 정보통신망에의 공개를 위한 저작물의 복제, 기억장치에의 저장, 전송 등을 허락함.위의 목적을 위하여 필요한 범위 내에서의 편집과 형식상의 변경을 허락함. 다만, 저작물의 내용변경은 금지함.배포·전송된 저작물의 영리적 목적을 위한 복제, 저장, 전송 등은 금지함.저작물에 대한 이용기간은 5년으로 하고, 기간종료 3개월 이내에 별도의 의사 표시가 없을 경우에는 저작물의 이용기간을 계속 연장함.해당 저작물의 저작권을 타인에게 양도하거나 출판을 허락을 하였을 경우에는 1개월 이내에 대학에 이를 통보함.조선대학교는 저작물 이용의 허락 이후 해당 저작물로 인하여 발생하는 타인에 의한 권리 침해에 대하여 일체의 법적 책임을 지지 않음.소속 대학의 협정기관에 저작물의 제공 및 인터넷 등 정보통신망을 이용한 저작물의 전송·출력을 허락함. <p>동의여부 : 동의(<input checked="" type="radio"/>) 반대(<input type="radio"/>)</p> <p style="text-align: center;">2010년 2월</p> <p style="text-align: right;">저작자 : 한 경희 (인)</p> <p style="text-align: center;">조선대학교 총장 귀하</p>					