

강소기업의 최대주주지분율과 가치관련성

The Largest Shareholders' Ownership and the Value Relevance of Hidden Champion Firms

저자 (Authors)	나영, 육지훈, 한상호 Young Na, Jee Hoon Yuk, Sang - Ho Han
출처 (Source)	국제회계연구 92 , 2020.8, 89-115(27 pages) KOREAN INTERNATIONAL ACCOUNTING REVIEW 92 , 2020.8, 89-115(27 pages)
발행처 (Publisher)	한국국제회계학회 Korea International Accounting Association
URL	http://www.dbpia.co.kr/journal/articleDetail?nodeId=NODE10441827
APA Style	나영, 육지훈, 한상호 (2020). 강소기업의 최대주주지분율과 가치관련성. 국제회계연구, 92, 89-115
이용정보 (Accessed)	중앙대학교 165.***.103.27 2020/10/29 17:53 (KST)

저작권 안내

DBpia에서 제공되는 모든 저작물의 저작권은 원저작자에게 있으며, 누리미디어는 각 저작물의 내용을 보증하거나 책임을 지지 않습니다. 그리고 DBpia에서 제공되는 저작물은 DBpia와 구독계약을 체결한 기관소속 이용자 혹은 해당 저작물의 개별 구매자가 비영리적으로만 이용할 수 있습니다. 그러므로 이에 위반하여 DBpia에서 제공되는 저작물을 복제, 전송 등의 방법으로 무단 이용하는 경우 관련 법령에 따라 민, 형 사상의 책임을 질 수 있습니다.

Copyright Information

Copyright of all literary works provided by DBpia belongs to the copyright holder(s) and Nurimedia does not guarantee contents of the literary work or assume responsibility for the same. In addition, the literary works provided by DBpia may only be used by the users affiliated to the institutions which executed a subscription agreement with DBpia or the individual purchasers of the literary work(s) for non-commercial purposes. Therefore, any person who illegally uses the literary works provided by DBpia by means of reproduction or transmission shall assume civil and criminal responsibility according to applicable laws and regulations.

강소기업의 최대주주지분율과 가치관련성

나 영* · 육 지 훈** · 한 상 호***

< 국문초록 >

본 연구는 한국거래소에서 선정한 강소기업(히든챔피언)의 최대주주지분율과 가치관련성을 실증적으로 분석함으로써 강소기업의 소유구조에 대하여 경영자이해일치가설이 성립하는지, 경영자안주가설이 성립하는지를 검토하였다. 또한, 최대주주지분율과 가치관련성에 강소기업과 일반기업 간 차이가 있는지를 검증함으로써 경영자이해일치가설 및 경영자안주가설이 강소기업과 일반기업 간에 차별적으로 성립하는지를 분석하였다.

2010년~2017년까지 한국거래소에서 선정한 강소기업을 대상으로 최대주주지분율과 가치관련성을 검증하였다. 또한 성향점수매칭기법을 사용하여 강소기업 표본에 대응하는 일반기업을 통제기업으로 선정한 후, 최대주주지분율과 가치관련성이 강소기업과 일반기업 간에 차이가 있는지를 검증하였다.

강소기업의 경우에는 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 유의적으로 증가하였다. 따라서 강소기업의 소유구조와 가치관련성에는 경영자 이해일치가설이 성립하는 현상이 관찰되었다. 그러나 일반기업을 대상으로 한 분석 및 일반기업과 강소기업을 모두 포함한 전체표준을 대상으로 한 분석에서는 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 유의적으로 감소하는 결과가 나타났다. 즉, 강소기업이 아닌 기업의 소유구조와 가치관련성에는 전반적으로 경영자 안주가설이 성립하는 현상이 관찰되었다. 또한 최대주주지분율과 가치관련성이 강소기업과 일반기업 간에 차이가 있는지를 분석한 결과, 강소기업의 경우에는 최대주주지분율이 높아질수록 기업가치가 유의하게 증가하는 것으로 파악되어 강소기업에 대한 경영자 이해일치가설을 보다 강건하게 뒷받침하는 결과가 나타났다.

본 연구는 강소기업을 대상으로 최대주주지분율과 가치관련성을 새롭게 조명함으로써 연구결과를 통해 강소기업 및 중소기업 육성정책에 시의적절한 시사점을 제공하고 있다.

주제어: 기업지배구조, 최대주주지분율, 가치관련성, 강소기업(히든챔피언)

논문접수일: 2020.06.28. 논문수정일: 1차(2020.08.03) 게재확정일: 2020.08.31.

* 중앙대학교 경영경제대학 경영학부 교수 (교신저자)

** 중앙대학교 다빈치교양대학 조교수 (제1저자)

*** 중앙대학교 대학원 회계학과 박사과정 (공동저자)

The Largest Shareholders' Ownership and the Value Relevance of Hidden Champion Firms

Young Na* · Jee Hoon Yuk** · Sang-Ho Han***

< Abstract >

This study investigated the largest shareholders' ownership and value relevance of hidden champion firms announced by the Korea Exchange in order to empirically examine interest convergence hypothesis and managerial entrenchment hypothesis on ownership of the hidden champion. Further, this study analyzed differences in the value relevance of the largest shareholders' ownership between hidden champion firms and control firms to examine whether interest convergence hypothesis and managerial entrenchment hypothesis were differentiated between hidden champion firms and control firms.

This study analyzed the largest shareholders' ownership and value relevance of hidden champion firms using samples of hidden champions selected by the Korea Exchange during 8 years (2010~2017). Specifically, using the propensity score matching(PSM) method, this study analyzed differences in the value relevance of the largest shareholders' ownership between hidden champion firms and control firms selected by the propensity score matching method corresponding to the hidden champion firms.

The results of the study are as follows: First of all, firm values of hidden champion firms significantly increased when the largest shareholders' ownership were getting higher. Therefore, interest convergence hypothesis was established on the ownership structure and firm values of hidden champion firms. However, results of analysis on total sample firms including hidden champion firms as well as control firms showed that the firm values significantly decreased when the largest shareholders' ownership were getting higher. Thus, in general, managerial entrenchment hypothesis was established on the ownership structure and firm values. Also, there existed significant differences in the value relevance of the largest shareholders' ownership between hidden champion firms and control firms. Specifically, firm values of hidden champion firms significantly increased according to increase of the largest shareholders' ownership, which robustly supported interest convergence hypothesis.

The results of the study provide timely implications for the policy of fostering small and medium-sized firms as well as hidden champion firms by newly shedding light on the association between value relevance and the largest shareholders' ownership of hidden champion firms.

Key word: Corporate Governance, the Largest Shareholders' Ownership, Value Relevance, Hidden Champion

Received: 2020.06.28. Revision: 1st(2020.08.03) Accepted: 2020.08.31.

* Professor, Business School, College of Business and Economics, Chung-Ang University
(Corresponding Author)

** Assistant Professor, Da Vinci College of General Education, Chung-Ang University (First Author)

*** Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Chung-Ang University (Co-author)

I. 문제 제기

일반적으로 기업의 지배구조는 기업의 경영자원의 조달과, 활용, 수익 분배 등 기업의 전반적인 경영활동이 효율적으로 이루어지도록 감시하고 통제하는 장치를 의미한다. 기업지배구조가 우수한 기업일수록 소유와 경영의 분리로 인해 발생하는 주주와 경영자 간의 정보비대칭 문제가 완화될 수 있을 뿐만 아니라 경영자의 사익추구 행위를 효율적으로 감시하고 및 통제할 수 있다. 기업지배구조와 관련된 연구는 Jensen and Meckling(1976) 이후 다양한 측면에서 활발하게 연구되고 있다(예: Kim and Lu, 2011; 박경서 2017; 백자옥과 박은엽 2019 등).

기업지배구조는 이사회, 소유구조, 감사위원회, 경영자보상제도 등 다양한 요소로 구성된다. 그 중에서 기업의 소유구조는 매우 중요한 기업지배구조 요소라고 볼 수 있다. 기업의 소유구조는 정보비대칭과 대리인 문제(agency problem), 그리고 경영자의 사익추구 등과 직결되기 때문이다. 예를 들어, 박경서(2017)에 따르면 경영자의 지분율이 100%인 경우, 최대주주와 경영자가 완전히 일치하므로 정보비대칭과 대리인 문제는 발생하지 않는다. 경영자의 지분율이 50%를 초과하여 그 누구도 견제할 수 없는 최대주주인 경우에는 경영자가 무능하거나 사익을 추구하더라도 경영자를 교체하기 어려울 것이다. 따라서 기업의 소유구조는 지배구조에 있어서 매우 중요한 요소라고 할 수 있으며, 기업의 소유구조가 어떠한지에 따라 기업가치도 달라질 수 있게 된다.

기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 이론적으로 세 가지 가설이 존재한다. 첫째는 경영자의 지분율이 높을 경우, 기업가치가 감소하면 경영자가 부담해야 될 비용이 증가하므로 경영자는 기업가치를 극대화하기 위해 주주의 이익에 부합하는 의사결정을 한다는 ‘경영자 이해일치가설’이다. 둘째는 경영자의 지분율이 증가할수록 경영자의 통제권과 지배력이 강화되고, 결국 경영자에 대한 견제 및 감시활동이 약화됨으로써 경영자의 사적 이익 추구 가능성이 높아진다는 ‘경영자 안주가설’이다. 셋째는 경영자의 지분율에 따라 기업가치가 차별적으로 달라진다는 ‘경영자 절충가설’이다.¹⁾

한편, 한국거래소에서는 코스닥 시장에서 글로벌 경쟁력을 갖춘 우량기업을 지원하고 육성하기 위해 2009년부터 한국형 ‘강소기업’을 선정하고 있다.²⁾ 한국거래소에서 선정한 강소

1) 선행연구에 따르면 세 가지 가설이 모두 지지되는 실증분석 결과가 각각 존재한다. 따라서 세 가지 가설 중 어느 가설이 더욱 타당하고 설득력이 있는지에 대해서는 합의된 바가 없는 것으로 판단된다(구체적인 사항은 ‘II. 이론적 배경 및 가설전개’를 참조할 것).

2) 강소기업이란 세계 틈새시장에서 1~3위 또는 각 대륙에서 1위의 시장점유율을 차지하고, 연간 매출액이 30억 유로 미만인 잘 알려지지 않은 기업들로서 기업규모는 작지만 국제경쟁력을 보유했을 만큼 강한 중소기업 기업을 의미한다(이장우 2009). 강소기업을 히든챔피언(hidden champion)으로 지칭하기도 하며, 한국거래소는 2009년부터 2015년까지 ‘코스닥 히든챔피언’이라는 명칭으로

기업들은 ‘주력제품이 세계시장 점유율이 3위 이내로 높은 기술경쟁력과 시장점유율을 보유하고 있으며 일반기업에 비하여 수익성, 재무안정성, 기술력이 우수한 특징’을 가지고 있다.³⁾ 즉, 코스닥 시장에서 선정된 강소기업은 기업규모는 작지만 글로벌 기업을 지향하므로 수출 비중이 높고, 틈새시장에서 독보적인 기술력을 보유하여 안정적인 수익형태를 보유한 기업이라고 할 수 있다.

혁신성과에 기초한 전문기술을 기반사업으로 하는 강소기업은 일반 범용기술이 아닌 틈새 시장에 특화된 기술을 필요로 한다. 이 때문에 일반기업에 비해 해당분야에 대한 전문지식과 통찰력을 보유한 창업자 또는 대주주의 영향력과 의존도가 높다는 특징을 가지고 있다. 또한 강소기업의 경우 경쟁자는 적지만 틈새시장에서 구축한 독점적 지위와 기술 기업의 명성을 유지하기 위한 외부의 시장경쟁압력이 강소기업의 대주주 또는 경영자를 지속적으로 규율한다. 따라서 기업의 성과를 극대화하기 위해 경영자의 사적이익을 추구하는 행위가 일반기업에 비해 적게 나타날 수 있다. 즉, 통상적으로 강소기업은 일반기업과는 기업환경과 특성이 다르고, 또 우월한 경영성과를 나타낸다. 따라서 강소기업은 소유와 경영이 분리될수록 대리인 비용이 감소하여 기업가치가 증가한다는 일반적인 인식과는 다르게 소유와 경영이 일치할수록 기업가치가 증가하는 경영자 이해일치가설이 성립될 수 있다.

따라서 본 연구에서는 2010년부터 2017년까지 한국거래소에서 선정한 전체 강소기업을 대상으로 강소기업의 최대주주지분율이 높을수록, 즉 강소기업의 소유와 경영이 일치할수록 기업가치가 증가하는지를 분석하고자 한다. 즉, 강소기업에 대하여 경영자이해일치가설이 성립하는지 경영자안주가설이 성립하는지를 실증적으로 검토한다. 또한 성향점수매칭기법을 활용하여 강소기업과 매우 유사한 특성을 가진 코스닥 상장 일반기업을 통제기업으로 선정하여 분석함으로써 최대주주지분율과 가치관련성에 강소기업과 일반기업 간 차이가 있는지를 검증한다. 즉, 경영자이해일치가설과 경영자안주가설이 강소기업과 일반기업 간에 차별적으로 성립하는지를 실증적으로 분석하고자 한다.

연구결과, 강소기업의 경우에는 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 유의하게 증가하였지만, 통제기업인 일반기업의 경우에는 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 유의하게 감소하였다. 즉, 강소기업의 경우에는 경영자 이해일치가설이 지지되는 결과가 나타났으나, 일반기업의 경우에는 경영자 안주가설이 지지되는 결과가 나타났다. 특히, 최대주주지분율과

강소기업을 선정하다가 2016년부터는 그 명칭을 ‘코스닥 라이징스타(Rising Star)’로 변경하였다. 히든챔피언과 강소기업은 모두 동일한 의미를 내포하므로 본 연구에서는 편의상 강소기업으로 용어를 통일한다.

3) 한국거래소 웹사이트(<http://open.krx.co.kr/>)를 참조할 것.

가치관련성이 강소기업과 일반기업 간에 차이가 있는지를 검증한 분석에서도 강소기업일수록 최대주주지분율이 증가함에 따라 기업가치가 유의하게 증가하는 결과를 나타내고 있다.

본 연구는 기업의 특성에 따라 최대주주지분율과 가치관련성이 달라질 수 있다는 결과를 제시함으로써 소유구조 관련 기업지배구조에 대한 논의를 보다 확장시키고 있다. 특히, 상장기업에 대하여 획일적인 기업지배구조 관련 제도 및 규제를 적용하기 보다는 기업의 특성을 반영한 각종 제도 및 규제가 필요하다는 시사점을 제공한다.

II. 이론적 배경 및 가설전개

2.1 경영자 이해일치가설 관련 선행연구

경영자 이해일치가설(Interest Convergence Hypothesis)은 경영자의 지분율이 증가할수록 경영자와 외부주주 사이의 이해상충이 감소하여 기업가치가 증가한다는 것이다. 즉, 기업가치가 감소하면 경영자의 부(wealth)도 동시에 감소하기 때문에 경영자는 기업가치 극대화를 위해 노력을 하게 되며, 이는 결국 외부주주의 이해와 일치하게 되므로 대리인 비용이 감소하여 기업가치가 증가한다는 것이다(김수한 2005; 강원과 원병건 2011).

Jensen and Meckling(1976), Demsetz and Lehn(1985), Zajac and Westphal(1994) 등은 경영자의 지분율이 높은 기업에서 기업가치가 감소하면 경영자가 부담해야 할 비용이 증가하므로 기업가치 극대화를 위해 경영자는 주주의 이익에 부합하는 의사결정을 한다고 주장하였다. 즉, 경영자 지분율이 증가할수록 대리인 비용이 낮아져 기업가치가 증가한다는 경영자 이해일치가설의 결과를 제시하였다. 또한 Ang et al.(2000)은 미국의 1,708개 중소기업을 대상으로 경영자 소유지분율이 대리인 비용에 미치는 영향을 분석하여 경영자 소유지분율이 증가할수록 대리인비용은 유의하게 감소한다고 보고하였다.

국내 기업을 대상으로 한 연구에서도 경영자 이해일치가설을 지지하는 결과가 제시된 바 있다. 최우석과 이우백(2005)은 2001년부터 2003년까지 유가증권 상장기업을 대상으로 오너경영기업과 전문경영기업의 기업성과를 비교 분석하였는데, 총자산영업이익률, 시장조정초과수익률, Tobin's Q 모두 오너경영기업이 전문경영기업보다 우수하다고 주장하였다. 백자욱과 박은엽(2019)은 2011년부터 2017년까지 유가증권 상장기업을 가족기업과 비가족기업으로 구분한 후 각각의 소유구조와 자본구조 및 기업성과 관련성을 분석하였다. 연구결과, 가족기업의 경우에는 소유지분율이 증가할수록 비가족기업보다 기업성과가 우수한 것으로 나타났다.

2.2 경영자 안주가설 관련 선행연구

경영자 안주가설(Managerial Entrenchment Hypothese)은 경영자의 지분이 증가함에 따라 기업가치가 증가한다는 이해일치가설과는 달리, 경영자 지분율이 증가할수록 경영자의 기업 지배권에 대한 견제가 감소하여 주주의 이익극대화를 위한 행동보다는 사적이익을 추구하는데 집중하여 기업가치가 하락한다는 이론이다(강원과 원병건 2011). 즉, 경영자의 지분율이 증가할수록 경영자의 지위가 확고하게 보장되기 때문에 외부주주의 이해보다는 경영자의 기업 지배권을 남용하여 사익추구행위에만 집중함으로써 대리인 비용이 증가하고, 이로 인해 기업가치가 감소한다는 것이다(김수한 2005).

Demsetz(1983), Fama(1980), Stulz(1988) 등은 경영자의 지분율이 증가하여 경영자의 통제권, 지배력이 강화되면 경영자에 대한 견제 및 감시활동이 약화되어 경영자의 사적이익추구 가능성이 높아진다고 주장하였다. 특히 경영자 자신의 보유지분을 통해 얻는 효용보다 사적이익을 추구하여 얻게 되는 효용이 크다고 판단할 경우, 경영자는 기업가치 극대화를 위해 노력하기 보다는 사적이익을 추구한다는 것이다.

이와 관련하여 배기수와 박범진(2007)은 2001년부터 2006년까지 코스닥 상장기업을 대상으로 이사회 구조와 가치관련성을 분석하여, 최대주주지분율이 높은 코스닥 상장기업일수록 기업가치가 감소한다는 결과를 보고하였다. 비슷한 시기에 윤병섭과 김완중(2008)도 2000년부터 2007년까지 코스닥 상장기업을 대상으로 기업의 소유구조 및 연구개발비와 관련된 가치관련성을 분석하여 유사한 결과를 보고하였다. 즉, 코스닥기업의 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 감소하는 결과를 제시하였다. 신지우와 송동섭(2019)의 연구에서도 2009년부터 2017년까지 국내 상장기업들의 최대주주지분율을 5개 구간으로 구분한 후에 최대주주지분율과 경영성과의 관련성을 분석하였다. 연구결과, 최대주주지분율이 25% 미만인 기업에서는 최대주주지분율이 증가할수록 경영성과가 유의적으로 감소하여 경영자 안주가설이 뒷받침되는 결과가 나타났다.

2.3 경영자 절충가설 관련 선행연구

Morck et al.(1988)의 연구에서는 최대주주지분율이 5% 이하인 경우에 기업가치가 증가하였지만, 5% 이상부터 25% 이하일 때는 경영자의 사적이익 추구행위로 인해 기업가치가 감소하였다. 그러나 최대주주지분율이 25% 이상인 경우에는 다시 경영자의 사적이익 추구행위가 감소하여 기업가치가 증가하였다는 실증분석 결과를 제시하였다. 즉, 최대주주지분율 수준에 따라 경영자의 행위가 달라지면서 기업가치도 차별적으로 나타난다고 주장하였다. McConnell and Servaes(1990)도 최대주주지분율이 40%~50% 수준일 때는 최대주주지분율이 증가함에

따라 기업가치도 증가하지만, 최대주주지분율이 50% 이상이면 최대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 감소하였다고 보고함으로써 경영자 절충가설을 지지하는 결과를 제시한 바 있다.

국내 연구에서도 경영자 절충가설을 지지하는 결과가 보고된 바 있다. 박범진(2007)은 2000년부터 2003년까지 코스닥 상장기업을 대상으로 최대주주지분율과 가치관련성을 분석하였다. 연구 결과, 최대주주지분율이 50% 미만인 기업과 70% 이상인 기업에서는 경영자 안주가설이 지지되었다. 그러나 최대주주지분율이 50% 이상~70% 미만인 기업에서는 경영자 이해일치가설이 지지되는 결과가 나타났다. 김기열과 반성식(2008)의 연구에서도 2002년부터 2006년까지 코스닥 상장 제조업을 대상으로 최대주주지분율과 기업가치 관련성을 분석하여 최대주주지분율 수준에 따라 기업가치가 차별적으로 나타나는 현상을 보고하고 있다.

신민식과 김수은(2011)은 2001년부터 2010년까지 유가증권 상장기업과 코스닥 상장기업을 모두 포함하여 최대주주지분율과 기업가치 관련성을 분석하였다. 연구결과, 최대주주지분율이 30% 미만인 경우에는 기업가치가 감소하였으나, 최대주주지분율이 30% 이상인 경우에는 기업가치가 증가하였다. 변혜영(2012)은 1999년부터 2008년까지 코스닥 상장기업을 대상으로 최대주주 지분율과 가치관련성을 분석하였다. 그 결과, 최대주주지분율이 40% 이하인 경우에는 최대주주지분율이 증가할수록 기업가치도 증가하였으나, 최대주주지분율이 40%를 초과하는 경우에는 최대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 감소하는 유사한 현상이 나타났다.

기업의 소유구조와 가치관련성에 대한 선행연구 결과를 종합해보면 최대주주지분율이 높아질수록 기업가치는 증가할 수도 있고, 감소할 수도 있다. 동시에 이 두 가지가 혼재되어 최대주주지분율 수준에 따라 기업가치가 차별적으로 나타나기도 한다. 특히, 국내 상장기업을 대상으로 한 선행연구에서는 최대주주가 과도하게 지분을 보유하면, 즉 최대주주지분율이 과도하게 높으면 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 연구결과가 주를 이루고 있다. 그러나 지금까지의 선행연구는 유가증권 상장기업 또는 코스닥 상장기업 전체를 대상으로 한 연구가 거의 대부분이다. 무엇보다 일반 기업과 경영환경 및 기업특성이 상이한 강소기업에 초점을 둔 연구는 전무한 실정이다. 본 연구에서는 강소기업을 대상으로 최대주주지분율과 기업가치 관련성을 분석하고자 한다. 따라서 선행연구와의 차별성이 있으며, 특히 소유구조 관련 기업지배구조 연구의 범위를 확장하고자 한다. 특히, 본 연구는 강소기업 또는 중소기업 육성정책에도 실무적으로 의미 있는 시사점을 제공할 수 있다.

2.4 가설전개

강소기업은 그 특성상 기술을 보유한 창업자 또는 최대주주에 의해 설립 및 성장했을 가능성이 높기 때문에 기업 경영에 있어서도 창업자 또는 최대주주에 대한 의존도가 높다. 특히, 강소기업이 보유한 기술은 일반 범용기술이 아닌 틈새시장에 특화된 기술일 뿐만 아니라

창업자가 해당분야에 대한 전문지식과 통찰력 등을 통해 기술을 발전시키고 성장시켜왔다. 이 때문에 기술을 보유한 창업자 또는 최대주주의 역할과 영향력이 일반기업에 비해 크다. Hambrick and Fukutomi(1991) 및 Gupta(1984)에 따르면 최고경영자의 재직기간이 길수록 업무의 전문성이 증대될 뿐만 아니라, 과거의 의사결정으로부터 습득한 지식 및 기술 등이 기업의 경영성과에 긍정적인 영향을 미치며, 이렇게 축적된 최고경영자의 지식과 전문성은 직원들의 의사소통에도 긍정적인 효과를 가져온다.

강소기업에 있어서 연구개발은 기업의 생존과 직결될 수 있을 만큼 중요한 의미를 지닌다. 경쟁기업이 많지는 않지만 틈새시장에서 구축된 독점적 지위의 유지와 기술기반 기업의 명성을 유지하기 위해 지속적이고 장기적인 안목으로 연구개발 투자를 할 수 밖에 없기 때문이다(Anderson and Reeb 2003; Simon 2008). 이처럼 기업 외부에서 극심한 시장경쟁 압력이 존재하는 강소기업은 최대주주지분율이 높더라도 외부의 시장경쟁압력이 최대주주 또는 경영자를 지속적으로 규율하므로 경영자가 사적이익을 추구할 가능성이 낮고 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 특히, Kim and Lu.(2011)는 시장의 경쟁정도가 심할 경우에는 경영자가 현 상황에서 안주할 수 없기 때문에 최대주주지분율이 높더라도 시장의 경쟁압력은 대리인 문제를 완화시킨다고 주장하였다. 즉, 강소기업의 경우에는 외부 시장경쟁압력이 경영자의 안주현상을 방지할 뿐만 아니라 소유경영체제의 장점인 강력한 리더쉽, 신속한 의사결정, 그리고 장기적인 투자 등 여러가지 장점이 더해져 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 증가하게 된다. 즉, 강소기업의 경우에는 경영자 이해일치가설이 성립할 수 있다. 따라서 다음과 같이 가설1을 전개한다.

가설1: 강소기업의 최대주주지분율이 높을수록 기업가치는 유의적으로 증가할 것이다.

한편, 강소기업의 경우에는 경영자 이해일치가설이 성립할 수 있지만, 강소기업이 아닌 일반기업에서는 선행연구 결과에 따라 경영자 이해일치가설이 성립하지 않거나 오히려 경영자 안주가설이 성립할 수 있다. 즉, 최대주주지분율과 가치관련성 측면에서 볼 때 강소기업과 일반기업 간에 차이가 난다고 할 수 있다. 따라서 다음과 같이 가설2를 전개한다.

가설2: 최대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향은 강소기업과 일반기업 간에 유의적인 차이가 있을 것이다.

III. 연구설계

3.1 가설1 검정모형

본 연구의 첫 번째 가설은 강소기업의 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 증가한다는 것이다. 가설1의 검정모형으로 <식 1>을 설정한다. <식 1>에서 종속변수는 기업가치 변수로서 장부가치대시장가치비율(MTB)로 측정하였다. 대부분의 선행연구에서는 기업가치를 Tobin's Q로 측정하였다. 그러나 연강흠 등(2010)에 따르면 시장지배력을 가지는 기업에 대해서는 Tobin's Q 보다 장부가치대시장가치비율(MTB)이 기업가치를 보다 적절하게 반영할 수 있다. 따라서 시장지배력이 높은 특징이 있는 강소기업을 대상으로 하는 본 연구에서는 기업가치를 장부가치대시장가치비율(MTB)로 측정한다. 장부가치대시장가치비율(MTB)은 보통주 및 우선주의 시장가치를 순자산장부가액으로 나누어 측정하며, MTB의 분자에 포함되는 시장가치(주가)는 기말주가[MTB(1)] 및 연평균주가[MTB(2)]로 측정한 두 가지 MTB를 모두 사용한다.

$$FV = \alpha_0 + \beta_1 LS + \beta_2 FORI + \beta_3 SIZE + \beta_4 DEBT + \beta_5 RD + \beta_6 ROA + \beta_7 LOSS + \beta_8 BIG4 + \beta_9 IFRS + ID + YD + \epsilon \quad \text{<식 1>}$$

- 여기에서, FV : 장부가치대시장가치비율(MTB)로 측정한 기업가치
[보통주 및 우선주 시장가치(주가)÷순자산장부가액]
 $MTB(1)$: 기말주가로 측정한 장부가치대시장가치비율
 $MTB(2)$: 연평균주가로 측정한 장부가치대시장가치비율
 LS : 최대주주지분율(최대주주및특수관계자지분율÷총발행주식수)
 $FORI$: 외국인투자자지분율(외국인투자자보유주식수÷총발행주식수)
 $SIZE$: 기업규모(기초자산총액의 자연로그값)
 $DEBT$: 부채비율(기초부채총액÷기초자산총액)
 RD : 연구개발투자액[(당기개발비순증감액+경상시험연구비+경상개발비)÷기초자산총액]
 ROA : 총자산이익률(당기순이익÷기말총자산)
 $LOSS$: 손실보고여부(당기순손실을 보고했으면 1, 아니면 0)
 $BIG4$: Big4회계법인감사여부(감사인이 Big4 회계법인이면 1, 아니면 0)
 $IFRS$: 한국채택국제회계기준(K-IFRS) 적용여부(2011년 이후면 1, 아니면 0)
 ID : 산업 더미
 YD : 연도 더미

<식 1>의 주요 설명변수는 최대주주지분율(LS)이다. 따라서 <식 1>을 추정한 결과 β_1 이 유의한 양(+)의 값으로 나타나면 강소기업의 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 증가한다

는 것을 의미하므로, 이를 통해 가설1을 검정할 수 있다. 최대주주지분율(LS)은 최대주주 및 특수관계자 보유주식수를 총발행주식수로 나누어 측정한다.

강정연과 고종권(2014), 박석진과 김갑순(2015), 김건과 오준환(2019) 등의 선행연구 결과에 따라 기업가치에 영향을 미치는 것으로 파악된 외국인투자자지분율(FOR), 기업규모($SIZE$), 부채비율($DEBT$), 연구개발투자액(RD), 총자산이익률(ROA), 손실보고여부($LOSS$), Big4회계법인감사여부(BIA), 그리고 한국채택국제회계기준(K-IFRS) 적용여부($IFRS$) 등을 <식 1>의 통제변수로 포함한다. 외국인투자자지분율(FOR) 변수는 외국인투자자보유주식수를 총발행주식수로 나누어 측정하고, 기업규모($SIZE$) 변수는 기초총자산의 자연로그값으로 측정하며, 부채비율($DEBT$) 변수는 기초부채총액을 기초자산총액으로 나누어 측정한다.

강소기업은 독보적인 기술력을 통해 높은 시장지배력을 보유하고 있을 뿐만 아니라 시장 지배력을 유지하기 위해 지속적으로 기술혁신을 이루어 간다는 특징을 가지고 있다. 이에 따라 강소기업에 있어서 지속적인 연구개발 투자는 매우 중요한 요소이다. 따라서 본 연구에서는 통제변수로 포함되는 연구개발투자액(RD) 변수를 한 회계기간 동안의 연구개발 총투자액으로 정의하여 무형자산으로 처리된 연구개발투자액과 당기 비용으로 처리된 연구개발투자액을 모두 포함하여 측정한다. 특히, 이분산성을 방지하기 위해 재무상태표에 인식된 개발비(무형자산) 계정의 순증감액과 포괄손익계산서에 인식된 경상시험연구비 및 경상개발비 계정의 합계액을 기초총자산으로 나누어 측정한다.

총자산이익률(ROA) 변수는 당기순이익을 기말총자산으로 나눈 값으로 측정하며, 손실보고여부($LOSS$) 변수는 당기순손실을 보고한 경우 1, 아니면 0인 값으로 측정한다. 대형회계법인감사여부($BIG4$) 변수는 감사인이 대형회계법인(Big4)인 경우 1, 아니면 0인 값으로 측정하며, 한국채택국제회계기준적용여부($IFRS$) 변수는 연구대상 기간이 2011년 이후이면 1, 아니면 0인 값으로 측정한다.

3.2 가설2 검정모형

본 연구의 두 번째 가설은 최대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향이 강소기업과 일반기업 간에 유의적인 차이가 있다는 것이다. 가설2의 검정모형으로 <식 2>를 설정한다. <식 2>는 <식 1>을 변형하여 설계한 가변수회귀모형이다. <식 2>의 주요 설명변수는 강소기업여부(FD) 및 강소기업여부와 최대주주지분율의 상호작용변수($FD \times LS$)이다. 강소기업여부(FD) 변수는 표본기업이 강소기업인 경우 1, 아니면 0인 값으로 측정하며, <식 2>를 추정한 결과 α_1 의 계수값이 유의하게 나타나면 표본기업의 기업가치는 강소기업과 일반기업 간에 평균적으

로 차이가 있다는 것을 의미한다. 또한 <식 2>를 추정한 결과 β_2 의 계수값이 유의하게 나타나면 최대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향은 강소기업과 일반기업 간에 유의적으로 차이가 있다는 것을 의미한다. 특히, β_2 의 추정계수값이 유의한 양(+)의 값으로 나타나면 강소기업의 경우 최대주주지분율이 높아질수록 기업가치가 증가한다는 가설1의 검정결과를 더욱 강건하게 설명할 수 있다. <식 2>의 나머지 변수정의 및 측정방법은 <식 1>과 동일하다.

$$FV = \alpha_0 + \alpha_1 FD + \beta_1 LS + \beta_2 (FD \times LS) + \beta_3 FORI + \beta_4 SIZE + \beta_5 DEBT + \beta_6 RD + \beta_7 ROA + \beta_8 LOSS + \beta_9 BIG4 + \beta_{10} IFRS + ID + YD + \epsilon \quad \text{<식 2>}$$

여기에서 FD: 강소기업여부(강소기업이면 1, 아니면 0)
나머지 변수의 정의는 <식 1>과 동일함

3.3 표본선정

본 연구는 2010년부터 2017년까지 한국거래소에서 선정한 전체 강소기업(67개)을 대상으로 한다⁴⁾. 한국거래소가 매년 마다 선정하는 강소기업 명단에는 전년도 또는 그 이전에 강소기업으로 신규 선정된 이후 차기연도에도 강소기업으로 재선정되는 기업이 포함되어 있다⁵⁾. 따라서 본 연구에서는 2010년부터 2017년까지 매년 신규로 선정된 기업만을 대상으로 분석을 수행하며, 이에 따라 가설1의 검정을 위한 표본 관측치로 536개 기업-연도(67개 기업×8개 연도)가 선정되었다. 또한 가설검정모형에 포함된 모든 변수에 대한 자료는 FnGuide의 DataGuide Pro 및 한국상장회사협의회회의의 TS2000을 통해 수집 및 측정하였다.

가설2의 검정을 위해서는 표본으로 선정된 강소기업과 유사한 특성을 가지는 일반기업을 통제기업으로 선정해야 한다. 표본기업에 대응되는 통제기업을 선정하는 방법에는 짝표본대응(paired-matching)기법과 성향점수매칭(propensity score matching)기법 등이 있는데, 본 연구에서는 길재욱 외(2017)를 참조하여 성향점수매칭(propensity score matching)기법을 통해 강소기업과 유사한 특성을 가진 일반기업을 통제기업으로 선정하였다⁶⁾. 성향점수매칭기

4) 한국거래소는 코스닥 상장기업을 대상으로 강소기업을 선정하기에 본 연구의 표본기업은 모두 코스닥 상장기업으로 구성되어 있다.

5) 재선정기업의 경우, 예를 들어 검사·정밀측정 자동화 시스템 및 장비 제조업인 (주)고영테크놀러지는 2010년부터 2017년까지 지속적으로 한국거래소의 강소기업으로 선정되었다.

6) 성향점수매칭기법은 우선 표본기업과 통제기업이 공통적으로 가지는 기업특성을 독립변수로 하고, 표본기업과 통제기업을 구분하는 가변수를 종속변수로 하는 로짓 회귀모형을 추정한다. 그리고 난 후 기업별 성향점수를 산출하고, 표본기업과 가장 유사한 성향점수를 나타내는 기업을 통제기업으로 선정하는 방법이다. 길재욱 외(2017)에서도 성향점수매칭기법을 통해 강소기업과 유사한 기업특성을 가지는 통제기업을 선정하고 있다.

법을 적용한 구체적인 방법은 다음과 같다. 먼저, 한국거래소에서 강소기업을 신규로 선정할 때 활용하는 재무항목인 총자산증가율, 매출액증가율, 영업이익률, 부채비율, R&D 투자비중 및 ROE 등을 독립변수로 하고, 한국거래소 강소기업 선정여부를 종속변수로 하는 로짓 회귀 모형 <식 3>을 설계한다.

$$HC = a_0 + \beta_1 IncAsset + \beta_2 IncSales + \beta_3 OI + \beta_4 Debt + \beta_5 RD + \beta_6 ROE + \epsilon \quad \text{〈식 3〉}$$

여기에서, HC : 한국거래소 강소기업에 선정된 기업이면 1, 아니면 0

IncAsset : 총자산증가율

IncSales : 매출액증가율

OI : 영업이익률

Debt : 부채비율

RD : R&D 투자비중

ROE : 자기자본이익률

<식 3>을 한국표준산업분류상 중분류 기준의 산업별로 추정하고, 추정된 계수값을 통해 기업별 잔차(ϵ)를 계산한다. 이렇게 계산된 기업별 잔차값(ϵ)이 해당 기업의 성향점수가 된다. 따라서 기업별 성향점수가 해당 산업의 강소기업과 가장 유사한 기업을 일대일(1:1) 매칭하여 통제기업인 일반기업을 선정한다. 이에 따라 가설2 검정을 위한 관측치로 총 1,072개 기업-연도(강소기업 536개 기업-연도 및 일반기업 536개 기업-연도)가 선정되었다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량 및 상관관계분석

<표 4-1>은 각 변수에 대한 기술통계량을 나타낸다. 극단치의 영향을 최소화 하기 위해 측정된 변수값의 상·하위 1%에 해당하는 값을 조정(winzorization)하였다. <표 4-1>의 [Panel A]는 강소기업과 일반기업을 모두 포함한 전체표본에 대한 기술통계량을 나타내고, [Panel B]는 강소기업만을 대상으로 한 기술통계량을 나타내며, [Panel C]는 통제기업인 일반기업만을 대상으로 한 기술통계량을 나타낸다.

장부가치대시장가치비율[MTB(1), MTB(2)] 변수의 경우, 전체기업([Panel A])의 평균은 각각 1.757 및 1.753으로 나타났으며, 중위수는 각각 1.220 및 1.290으로 나타났다. 따라서 장부가치에 비해 시장가치가 1.22배~1.76배 가량 높게 평가되는 코스닥 상장기업들이 본 연구의 표본으로 선정된 것을 알 수 있다.

<표 4-1> 기술통계량

[Panel A] 전체표본: 강소기업 및 일반기업 표본						
변수	최솟값	평균	중위수	최댓값	표준편차	분산
<i>MTB(1)</i> [#]	0.300	1.757	1.220	10.740	1.679	2.818
<i>MTB(2)</i> [#]	0.290	1.753	1.290	9.900	1.574	2.479
<i>LS</i>	0.090	0.394	0.383	0.729	0.144	0.021
<i>FORI</i>	0.000	0.062	0.028	0.447	0.082	0.007
<i>SIZE</i>	22.635	25.260	25.338	27.144	0.913	0.833
<i>DEBT</i>	0.042	0.365	0.356	0.890	0.193	0.037
<i>RD</i>	0.000	0.046	0.025	0.816	0.067	0.004
<i>ROA</i>	-0.391	0.061	0.061	0.302	0.083	0.007
<i>LOSS</i>	0.000	0.129	0.000	1.000	0.336	0.113
<i>BIG4</i>	0.000	0.408	0.000	1.000	0.492	0.242
<i>IFRS</i>	0.000	0.778	1.000	1.000	0.416	0.173
[Panel B] 강소기업 표본						
변수	최솟값	평균	중위수	최댓값	표준편차	분산
<i>MTB(1)</i> [#]	0.300	2.003	1.390	10.740	1.864	3.473
<i>MTB(2)</i> [#]	0.290	1.996	1.510	9.900	1.728	2.988
<i>LS</i>	0.101	0.350	0.331	0.728	0.129	0.017
<i>FORI</i>	0.000	0.070	0.036	0.447	0.086	0.007
<i>SIZE</i>	22.635	25.474	25.516	27.132	0.809	0.654
<i>DEBT</i>	0.044	0.365	0.363	0.890	0.196	0.038
<i>RD</i>	0.000	0.055	0.033	0.816	0.077	0.006
<i>ROA</i>	-0.380	0.058	0.064	0.274	0.093	0.009
<i>LOSS</i>	0.000	0.166	0.000	1.000	0.372	0.139
<i>BIG4</i>	0.000	0.399	0.000	1.000	0.490	0.240
<i>IFRS</i>	0.000	0.778	1.000	1.000	0.416	0.173
[Panel C] 일반기업 표본						
변수	최솟값	평균	중위수	최댓값	표준편차	분산
<i>MTB(1)</i> [#]	0.300	1.454	1.040	10.740	1.360	1.851
<i>MTB(2)</i> [#]	0.290	1.455	1.070	9.900	1.302	1.694
<i>LS</i>	0.090	0.450	0.439	0.729	0.143	0.020
<i>FORI</i>	0.000	0.051	0.019	0.393	0.075	0.006
<i>SIZE</i>	22.657	25.037	25.075	27.144	0.961	0.923
<i>DEBT</i>	0.042	0.365	0.347	0.854	0.191	0.036
<i>RD</i>	0.000	0.037	0.018	0.423	0.054	0.003
<i>ROA</i>	-0.391	0.064	0.059	0.302	0.072	0.005
<i>LOSS</i>	0.000	0.091	0.000	1.000	0.289	0.083
<i>BIG4</i>	0.000	0.418	0.000	1.000	0.494	0.244
<i>IFRS</i>	0.000	0.778	1.000	1.000	0.416	0.173

*MTB(1)*과 *MTB(2)* 모두 기업가치를 측정한 변수임. *MTB(1)*은 기말주가로 측정한 장부가치대시장가 치비율이며, *MTB(2)*는 연평균주가로 측정한 장부가치대시장가치비율을 각각 의미함.

그러나 강소기업 표본과 일반기업 표본의 장부가치대시장가치비율($MTB(1)$, $MTB(2)$) 변수는 뚜렷한 차이를 보인다. 강소기업 표본(Panel B)의 장부가치대시장가치비율($MTB(1)$, $MTB(2)$) 평균값은 각각 2.003 및 1.996, 그리고 중위수는 각각 1.390 및 1.510인 반면, 일반기업 표본(Panel C)의 장부가치대시장가치비율($MTB(1)$, $MTB(2)$) 평균값은 각각 1.454 및 1.455, 그리고 중위수는 각각 1.040 및 1.070인 것으로 나타났다. 즉, 일반적으로 강소기업의 기업가치가 일반기업에 비해 더 높게 평가된다고 볼 수 있다.

최대주주지분율(LS) 변수의 경우, 전체기업(Panel A)의 평균과 중위수는 각각 39.4% 및 38.3%인 것으로 나타났으며, 강소기업(Panel B)의 평균과 중위수는 각각 35% 및 33.1%인 것으로 나타났다. 그러나 일반기업(Panel C)의 최대주주지분율(LS) 평균과 중위수는 각각 45% 및 43.9%인 것으로 나타나 강소기업에 비해 일반기업의 최대주주지분율이 오히려 더 높은 경향이 있는 것으로 파악되었다.

외국인투자자지분율(FOR) 및 연구개발투자액(RD) 변수의 경우, 강소기업이 일반기업에 비해 평균 및 중위수가 모두 높았다. 강소기업(Panel B)의 외국인투자자지분율(FOR) 평균 및 중위수는 각각 7.0% 및 3.6%였으며, 일반기업(Panel C)의 외국인투자자지분율(FOR) 평균 및 중위수는 각각 5.1% 및 1.9%인 것으로 나타났다. 또한 강소기업(Panel B)의 연구개발투자액(RD) 평균 및 중위수는 각각 기초총자산 대비 5.5% 및 3.3%였으며, 일반기업(Panel C)의 연구개발투자액(RD) 평균 및 중위수는 각각 기초총자산 대비 3.7% 및 1.8%인 것으로 나타났다. 따라서 일반기업에 비해 강소기업은 평균적으로 연구개발투자 비중이 높은 특징을 가지며, 외국인투자자지분율도 강소기업이 일반기업에 비해 평균적으로 높은 수준이라고 볼 수 있다.

<표 4-2>는 각 변수 간의 상관관계분석 결과를 보여준다. <표 4-2>의 [Panel A]는 강소기업과 일반기업을 모두 포함한 전체표본에 대한 변수 간 상관관계분석 결과를 나타낸다. [Panel B]는 강소기업만을 대상으로한 변수 간 상관관계분석 결과를 나타내며, [Panel C]는 통제기업인 일반기업만을 대상으로한 변수 간 상관관계분석 결과를 나타낸다. 또한 <표 4-2>의 [Panel A], [Panel B] 및 [Panel C] 모두 좌측 하단에는 Pearson 상관계수를, 우측 상단에는 Spearman 상관계수를 제시하였다⁷⁾.

7) 다변량분석방법인 회귀분석으로 각 가설을 검정하기 전에 미리 가설검정 결과를 유추해보기 위해 단 일변량분석방법인 상관관계분석을 통해 변수 간의 관련성을 살펴본다. 등간척도 또는 비율척도로 측정된 변수간 상관관계분석은 Pearson 상관계수를 사용하여 분석하고, 명목척도 또는 서열척도로 측정된 변수간 상관관계분석은 Spearman 상관계수를 사용하여 분석한다(나영과 박상규 2020). 본 연구의 가설검정모형에 포함된 변수 중 기업가치($MTB(1)$ 및 $MTB(2)$), 최대주주지분율(LS), 외국인투자자지분율(FOR), 기업규모($SIZE$), 부채비율($DEBT$), 연구개발투자액(RD) 및 총자산이익률(ROA) 등은 비율척도로 측정되었지만, 손실보고여부($LOSS$), Big4회계법인감사여부($BIG4$) 및 한국채택국제회계기준

먼저, 기업가치(FV)의 대용변수인 장부가치대시장가치비율[MTB(1), MTB(2)]과 최대주주지분율(LS) 상관관계 분석결과를 살펴보면 다음과 같다. 전체표본(Panel A)과 일반기업 표본(Panel C)에서는 Pearson 상관계수와 Spearman 상관계수 모두 장부가치대시장가치비율[MTB(1), MTB(2)]과 최대주주지분율(LS) 간에 유의한 음(-)의 상관관계가 나타났다. 그러나 강소기업 표본(Panel B)의 경우, Spearman 상관계수에서는 장부가치대시장가치비율[MTB(1), MTB(2)]과 최대주주지분율(LS) 간에 유의한 음(-)의 상관관계가 나타났지만, Pearson 상관계수에서는 연평균주가로 측정한 장부가치대시장가치비율[MTB(2)]과 최대주주지분율(LS) 간에 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 또한 기말주가로 측정한 장부가치대시장가치비율[MTB(1)]과 최대주주지분율(LS) 간에는 유의한 상관관계가 나타나지 않았다.

이와 같이 단일변량분석에서는 강소기업의 최대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 한계적으로 증가하는 결과가 나타났다. 또한 일반기업의 경우에는 최대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 감소하는 결과가 나타났으며, 전체기업을 대상으로 하였을 때도 최대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 감소하는 결과가 나타났다. 이는 코스닥 상장기업을 대상으로 소유구조와 기업가치 관련성을 분석한 선행연구들의 결과와 일치하고 있다. 즉, 소유구조와 기업가치 관련성을 분석할 경우, 일반기업과는 매우 다른 특성을 가지는 강소기업을 별도로 구분하지 않으면 전체적인 분석결과가 왜곡될 수 있다는 것을 시사하고 있다.

한편, 전체표본(Panel A)과 강소기업 표본(Panel B)에서는 Pearson 상관계수와 Spearman 상관계수 모두 외국인투자자지분율(FOR), 연구개발투자액(RD), 총자산이익율(ROA) 등의 변수가 모두 기업가치[MTB(1), MTB(2)]와 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 그러나 일반기업 표본(Panel C)의 경우, Spearman 상관계수에서는 외국인투자자지분율(FOR), 연구개발투자액(RD), 총자산이익율(ROA) 등의 변수가 모두 기업가치[MTB(1), MTB(2)]와 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났으나, Pearson 상관계수에서는 연구개발투자액(RD) 변수만 기업가치[MTB(1), MTB(2)]와 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 따라서 강소기업의 경우에는 외국인투자자지분율, 연구개발투자액 및 총자산이익률 등이 높을수록 기업가치가 증가하는 것으로 파악되었지만, 일반기업의 경우에는 외국인투자자지분율과 총자산이익률의 증가로 인해 기업가치가 증대되는지를 판단하기 어렵다. 또한 전체기업을 대상으로 한 표본에서 외국인투자자지분율, 연구개발투자액 및 총자산이익률 등이 높을수록 기업가치가 증가하는 현상은 주로 강소기업의 영향에 의해 나타난 것이라고 유추된다.

(K-IFRS) 적용여부(IFRS) 등의 변수는 명목척도로 측정되었다. 따라서 본 연구에서는 Pearson 상관계수와 Spearman 상관계수를 모두 사용하여 전체 변수들 간의 상관관계를 종합적으로 분석하였으며, 그 결과를 <표 4-2>에 제시하였다.

<표 4-2> 변수 간 상관관계분석[#]

[Panel A] 전체표본: 강소기업 및 일반기업 표본

구분	<i>MTB(1)</i>	<i>MTB(2)</i>	<i>LS</i>	<i>FORI</i>	<i>SIZE</i>	<i>DEBT</i>	<i>RD</i>	<i>ROA</i>	<i>LOSS</i>	<i>BIG4</i>	<i>IFRS</i>
<i>MTB(1)</i>	—	0.941**	-0.276**	0.320**	0.001	-0.038	0.364**	0.353**	-0.094**	0.080*	0.042
<i>MTB(2)</i>	0.912**	—	-0.293**	0.298**	0.000	-0.028	0.371**	0.277**	-0.028	0.092**	0.090**
<i>LS</i>	-0.151**	-0.175**	—	-0.151**	-0.038	-0.178**	-0.382**	0.042	-0.079*	0.018	-0.054
<i>FORI</i>	0.351**	0.327**	-0.147**	—	0.356**	-0.250**	0.135**	0.300**	-0.146**	-0.026	0.075*
<i>SIZE</i>	-0.019	-0.030	-0.043	0.245**	—	0.044	-0.140**	-0.161**	0.049	0.039	0.183**
<i>DEBT</i>	-0.015	-0.011	-0.147**	-0.198**	-0.011	—	-0.132**	-0.303**	0.131**	0.018	-0.104**
<i>RD</i>	0.293**	0.307**	-0.188**	0.078*	-0.137**	-0.065*	—	0.075*	0.047	0.130**	0.051
<i>ROA</i>	0.260**	0.203**	0.076*	0.304**	-0.163**	-0.267**	-0.079*	—	-0.583**	0.020	-0.171**
<i>LOSS</i>	-0.077*	-0.027	-0.078*	-0.155**	0.054	0.137**	0.140**	-0.680**	—	-0.022	0.080**
<i>BIG4</i>	0.077*	0.086*	0.020	0.042	0.048	0.018	0.109**	0.018	-0.022	—	-0.086**
<i>IFRS</i>	0.052	0.077*	-0.058	0.034	0.200**	-0.115**	0.040	-0.162**	0.080*	-0.086**	—

[Panel B] 강소기업 표본

구분	<i>MTB(1)</i>	<i>MTB(2)</i>	<i>LS</i>	<i>FORI</i>	<i>SIZE</i>	<i>DEBT</i>	<i>RD</i>	<i>ROA</i>	<i>LOSS</i>	<i>BIG4</i>	<i>IFRS</i>
<i>MTB(1)</i>	—	0.928**	-0.188**	0.397**	0.016	0.097*	0.228**	0.435**	-0.229**	0.045	-0.050
<i>MTB(2)</i>	0.903**	—	-0.208**	0.364**	0.018	0.119*	0.230**	0.337**	-0.144**	0.054	0.008
<i>LS</i>	0.090	0.121**	—	-0.116*	0.021	-0.229**	-0.368**	0.091*	-0.099*	-0.039	-0.080
<i>FORI</i>	0.450**	0.416**	-0.152**	—	0.351**	-0.281**	0.100*	0.330**	-0.151**	0.040	0.094*
<i>SIZE</i>	0.013	0.005	-0.001	0.276**	—	0.123**	-0.230**	-0.211**	0.049	0.041	0.269**
<i>DEBT</i>	0.042	0.063	-0.197**	-0.249**	0.029	—	-0.050	-0.313**	0.186**	0.067	-0.101*
<i>RD</i>	0.156**	0.163**	-0.167**	0.063	-0.176**	-0.045	—	0.040	0.066	0.046	0.041
<i>ROA</i>	0.339**	0.267**	0.090	0.376**	-0.162**	-0.281**	-0.109*	—	-0.647**	0.050	-0.215**
<i>LOSS</i>	-0.192**	-0.128**	-0.080	-0.185**	0.035	0.185**	0.170**	-0.731**	—	-0.082	0.121**
<i>BIG4</i>	0.031	0.034	0.008	0.078	0.057	0.060	0.057	0.062	-0.082	—	-0.149**
<i>IFRS</i>	0.002	0.031	-0.081	0.047	0.319**	-0.121**	0.006	-0.198**	0.121**	-0.149**	—

<표 4-2> 변수 간 상관관계분석# (계속)

[Panel C] 일반기업 표본											
구분	<i>MTB(1)</i>	<i>MTB(2)</i>	<i>LS</i>	<i>FORI</i>	<i>SIZE</i>	<i>DEBT</i>	<i>RD</i>	<i>ROA</i>	<i>LOSS</i>	<i>BIG4</i>	<i>IFRS</i>
<i>MTB(1)</i>	—	0.949**	-0.238**	0.190**	-0.079	-0.225**	0.441**	0.227**	-0.051	0.128*	0.172**
<i>MTB(2)</i>	0.925**	—	-0.244**	0.187**	-0.089	-0.228**	0.444**	0.174**	-0.086	0.139**	0.210**
<i>LS</i>	-0.129*	-0.138**	—	-0.066	0.020	-0.123*	-0.349**	0.054	-0.020	0.046	-0.055
<i>FORI</i>	0.103	0.106	-0.070	—	0.320**	-0.219**	0.106	0.272**	-0.193**	-0.109*	0.050
<i>SIZE</i>	-0.152**	-0.169**	0.053	0.169**	—	-0.016	-0.151**	-0.142**	0.012	0.048	0.105*
<i>DEBT</i>	-0.121**	-0.150**	-0.099	-0.137*	-0.051	—	-0.225**	-0.293**	0.063	-0.043	-0.109*
<i>RD</i>	0.578**	0.598**	-0.135**	0.060	-0.196**	-0.110*	—	0.115**	-0.024	0.241**	0.065
<i>ROA</i>	0.079	0.058	0.091	0.168**	-0.163**	-0.252**	-0.008	—	-0.502**	-0.006	-0.119**
<i>LOSS</i>	-0.110*	-0.125*	-0.016	-0.135*	0.024	0.073	0.044	-0.594**	—	0.072	0.033
<i>BIG4</i>	0.160**	0.178**	0.030	-0.003	0.049	-0.036	0.214**	-0.051	0.072	—	-0.010
<i>IFRS</i>	0.154**	0.171**	-0.058	0.025	0.118**	-0.109*	0.106*	-0.117**	0.033	-0.010	—

가설검정모형에 포함된 변수에 비율척도로 측정된 변수[*MTB(1)*, *MTB(2)*, *LS*, *FORI*, *SIZE*, *DEBT*, *RD* 및 *ROA*]와 명목척도로 측정된 변수 [*LOSS*, *BIG4* 및 *IFRS*]가 모두 포함되었으므로 Pearson 상관계수 및 Spearman 상관계수를 모두 분석하여 표시함. <표 4-2>의 좌측하단은 Pearson 상관계수이며, 우측상단은 Spearman 상관계수임.

*, **: 각각 5% 유의수준 및 1% 유의수준

4.2 가설1 검정결과: 강소기업의 최대주주지분율과 가치관련성

본 연구의 첫 번째 가설은 강소기업의 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 유의적으로 증가한다는 것이다. 가설1의 검정결과는 <표 4-3>에 제시되었다. <표 4-3>에서 종속변수는 기업가치(FV)를 기말주가 및 연평균주가로 측정한 장부가치대시장가치비율($MTB(1)$, $MTB(2)$)이며, 주요 설명변수는 최대주주지분율(LS)이다.

[Panel A]는 전체표본을 대상으로 가설1을 검정한 결과를 나타내고, [Panel B]는 강소기업 표본을 대상으로 가설1을 검정한 결과를 나타내고 있다. [Panel C]는 일반기업 표본을 대상으로 가설1을 검정한 결과를 나타낸다. [Panel A]부터 [Panel C]까지 종속변수는 모두 기말주가 및 연평균주가로 측정한 장부가치대시장가치비율($MTB(1)$, $MTB(2)$)이며, 주요 설명변수는 최대주주지분율(LS)이다. 따라서 [Panel A], [Panel B], [Panel C] 모두 최대주주지분율(LS)의 추정계수값(β_1)이 양(+)의 방향 또는 음(-)의 방향으로 유의하게 나타는지에 따라 최대주주지분율과 기업가치의 관련성을 검증할 수 있다.

전체 표본을 대상으로 한 [Panel A]의 추정결과, 최대주주지분율(LS)은 기말주가로 측정한 기업가치($MTB(1)$)와 유의적인 관련성이 나타나지 않았다. 그러나 연평균주가로 측정한 기업가치($MTB(2)$)와는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 따라서 강소기업과 일반기업 전체적으로는 최대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 유의적으로 감소하는 결과가 나타났다. [Panel A]의 설명력(adj. R^2)은 각각 24.3% 및 22.1%로 양호한 수준이며, 모형의 적합도(F-value) 역시 1% 수준에서 유의하므로 [Panel A]에서 추정된 결과는 신뢰할 만하다고 할 수 있다.

강소기업을 대상으로한 [Panel B]의 추정결과, 최대주주지분율(LS)의 계수추정값은 기말주가로 측정한 기업가치($MTB(1)$) 및 연평균주가로 측정한 기업가치($MTB(2)$)와 모두 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 구체적으로, 최대주주지분율(LS)의 계수추정값은 기말주가로 측정한 기업가치($MTB(1)$)와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났으며, 연평균주가로 측정한 기업가치($MTB(2)$)와 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 따라서 [Panel B]의 추정결과는 강소기업의 경우에 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 증가한다는 가설1을 지지하는 것으로 나타나고 있다. 또한 통제변수로 포함된 변수들의 계수추정값도 손실여부($LOSS$) 및 대형감사법인여부($BIG4$)를 제외하고는 모두 기말주가 및 연평균주가로 측정한 기업가치($MTB(1)$, $MTB(2)$)와 유의한 관련성이 있는 것으로 나타났다. [Panel B]의 설명력(adj. R^2)은 각각 33.4%와 28.0%로 양호한 수준이며, 모형의 적합도(F-value) 역시 1% 수준에서 유의하므로 [Panel B]에서 추정된 결과는 신뢰할 만하다고 할 수 있다.

〈표 4-3〉 가설1의 검정결과

$$FV = \alpha_0 + \beta_1 LS + \beta_2 FORI + \beta_3 SIZE + \beta_4 DEBT + \beta_5 RD + \beta_6 ROA \\ + \beta_7 LOSS + \beta_8 BIG4 + \beta_9 IFRS + ID + YD + \epsilon$$

[Panel A] 전체표본

변수#	MTB(1)			MTB(2)		
	추정계수	t-통계량	VIF	추정계수	t-통계량	VIF
<i>Intercept</i>	5.200	2.476**		5.472	2.754***	
<i>LS</i>	-0.654	-1.607	1.143	-0.878	-2.281**	1.143
<i>FORI</i>	5.646	7.406***	1.323	5.071	7.033***	1.323
<i>SIZE</i>	-0.203	-2.398**	1.268	-0.204	-2.545**	1.268
<i>DEBT</i>	1.669	4.647***	1.402	1.372	4.039***	1.402
<i>RD</i>	5.533	6.167***	1.160	4.913	5.790***	1.160
<i>ROA</i>	8.431	8.175***	2.383	7.180	7.362***	2.383
<i>LOSS</i>	-0.793	-3.581***	2.044	-0.906	-4.325***	2.044
<i>BIG4</i>	0.130	1.152	1.038	0.131	1.227	1.038
<i>IFRS</i>	0.313	2.037**	1.086	0.364	2.502**	1.086
<i>ID</i>		포함			포함	
<i>YD</i>		포함			포함	
adj. R^2		24.30%			22.10%	
F-Value		27.223			24.185	
p-Value		<0.001			<0.001	

[Panel B] 강소기업 표본

변수#	MTB(1)			MTB(2)		
	추정계수	t-통계량	VIF	추정계수	t-통계량	VIF
<i>Intercept</i>	17.086	4.674***		16.800	4.761***	
<i>LS</i>	1.923	2.804***	1.197	1.352	2.042**	1.197
<i>FORI</i>	11.266	9.606***	1.714	9.914	8.757***	1.714
<i>SIZE</i>	-0.725	-4.872***	1.645	-0.698	-4.859***	1.645
<i>DEBT</i>	4.018	7.558***	1.635	3.580	6.976***	1.635
<i>RD</i>	3.510	3.330***	1.151	3.210	3.155***	1.151
<i>ROA</i>	6.306	4.383***	2.925	5.145	3.705***	2.925
<i>LOSS</i>	-0.072	-0.230	2.390	-0.212	-0.702	2.390
<i>BIG4</i>	-0.024	-0.150	1.073	-0.009	-0.055	1.073
<i>IFRS</i>	0.269	1.227	1.142	0.354	1.677*	1.142
<i>ID</i>		포함			포함	
<i>YD</i>		포함			포함	
adj. R^2		33.40%			28.00%	
F-Value		24.049			18.883	
p-Value		<0.001			<0.001	

<표 4-3> 가설1의 검정결과 (계속)

[Panel C] 일반기업 표본						
변수 [#]	MTB(1)			MTB(2)		
	추정계수	t-통계량	VIF	추정계수	t-통계량	VIF
<i>Intercept</i>	1.464	0.730		2.069	1.097	
<i>LS</i>	-0.849	-1.996**	1.149	-0.996	-2.490**	1.149
<i>FORI</i>	0.550	0.685	1.093	0.979	1.297	1.093
<i>SIZE</i>	-0.046	-0.574	1.143	-0.060	-0.787	1.143
<i>DEBT</i>	0.455	1.128	1.414	0.067	0.176	1.414
<i>RD</i>	15.432	8.918***	1.338	12.457	7.653***	1.338
<i>ROA</i>	6.475	5.374***	1.879	5.753	5.076***	1.879
<i>LOSS</i>	-1.247	-5.090***	1.659	-1.367	-5.934***	1.659
<i>BIG4</i>	0.052	0.426	1.080	0.087	0.764	1.080
<i>IFRS</i>	0.441	2.663***	1.056	0.451	2.898***	1.056
<i>ID</i>	포함			포함		
<i>YD</i>	포함			포함		
adj. R^2	33.50%			32.80%		
F-Value	18.971			18.441		
p-Value	<0.001			<0.001		

변수정의

FV : 장부가치대시장가치비율(MTB)로 측정한 기업가치

[보통주 및 우선주 시장가치(주가)÷순자산장부가액]

MTB(1): 기말추가로 측정한 장부가치대시장가치비율

MTB(2): 연평균추가로 측정한 장부가치대시장가치비율

LS : 최대주주지분율(최대주주및특수관계자지분율÷총발행주식수)

FORI : 외국인투자자지분율(외국인투자자보유주식수÷총발행주식수)

SIZE : 기업규모(기초총자산의 자연로그값)

DEBT: 부채비율(기초부채총액÷기초자산총액)

RD : 연구개발투자액[(당기개발비순증감액+경상시험연구비+경상개발비)÷기초자산총액]

ROA : 총자산이익률(당기순이익÷기말총자산)

LOSS : 손실보고여부(당기순손실을 보고했으면 1, 아니면 0)

BIG4 : Big4회계법인감사여부(감사인인 Big4 회계법인이면 1, 아니면 0)

IFRS : 한국채택국제회계기준(K-IFRS) 적용여부(2011년 이후면 1, 아니면 0)

ID : 산업 더미

YD : 연도 더미

*, **, ***: 각각 10%, 5%, 1% 유의수준

일반기업을 대상으로 한 [Panel C]의 추정결과, 최대주주지분율(LS)의 계수추정값은 기말 주가로 측정한 기업가치[$MTB(1)$] 및 연평균주가로 측정한 기업가치[$MTB(2)$]와 모두 5% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이와 같이 일반기업을 대상으로 한 분석에서는 선행연구들과 일치하는 결과가 나타나고 있다. 특히, 통제변수로 포함된 변수들의 계수추정값은 외국인투자자지분율(FOR), 기업규모($SIZE$), 부채비율($DEBT$), 대형감사법인여부($BIG4$)를 제외하고는 모두 기말주가 및 연평균주가로 측정한 기업가치[$(MTB(1), MTB(2))$]와 유의한 관련성이 있는 것으로 나타났다. [Panel C]의 설명력(adj. R^2)은 각각 33.5%와 32.8%로 양호한 수준이며, 모형의 적합도(F-value) 역시 1% 수준에서 유의하므로 [Panel C]에서 추정된 결과는 신뢰할 만하다고 할 수 있다.

<표 4-3>에서 나타난 검정결과를 종합해보면, 코스닥 상장기업 전체기업군에서는 최대주주지분율(LS)이 높을수록 기업가치(FV)가 감소하는 것으로 나타났다. 또한 일반기업군에서도 최대주주지분율(LS)이 높을수록 기업가치(FV)가 감소하는 동일한 결과가 나타났다. 즉, 코스닥 상장기업 전반적으로는 경영자 안주가설이 성립하는 것으로 판단된다. 그러나 강소기업군의 경우에는 최대주주지분율(LS)이 높을수록 기업가치(FV)가 증가하는 반대 현상이 나타났다. 즉, 강소기업에 대해서는 경영자 이해일치가설이 성립하는 것으로 나타났다. 이는 강소기업의 경우, 일반기업과는 달리 틈새시장에서 구축된 독점적 지위와 기술 기업의 명성을 유지하기 위한 외부의 시장경쟁압력이 경영자의 안주현상을 방지할 뿐만 아니라 소유경영체제의 다양한 장점이 기업경영에 적용된 결과에 기인하고 있다고 판단된다. 따라서 이러한 강소기업의 차별적인 내·외부 경영특성을 투자자들이 기업가치에 긍정적으로 반영하고 있다는 것을 시사한다.

4.3 가설2 검정결과: 강소기업과 일반기업의 최대주주지분율에 따른 가치관련성 차이

본 연구의 두 번째 가설은 최대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향이 강소기업과 일반기업 간에 유의적인 차이가 있다는 것이다. 가설2의 검정결과는 <표 4-4>에 제시되었다. <표 4-4>에서 종속변수는 기업가치(FV)를 기말주가 및 연평균주가로 측정한 장부가치대시장가치비율[$MTB(1), MTB(2)$]이며, 주요 설명변수는 강소기업 여부에 따라 최대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향에 유의적인 차이가 있는지를 나타내는 강소기업여부(FD) 및 강소기업여부와 최대주주지분율의 상호작용변수($FD \times LS$)이다.

먼저 강소기업여부(FD) 변수와 종속변수인 기업가치(FV)의 관련성에 대한 추정결과, 강소기업여부(FD)의 추정계수값은 각각 -0.351 및 -0.173으로 음(-)의 값을 보였으나, 통계적으

로 유의하지 않았다. 즉, 표본기업들의 기업가치(FV)는 평균적으로 강소기업과 일반기업 간에 차이가 없는 것으로 나타났다.

〈표 4-4〉 가설2 검정결과

$$FV = \alpha_0 + \alpha_1 FD + \beta_1 LS + \beta_2 (FD \times LS) + \beta_3 FORI + \beta_4 SIZE + \beta_5 DEBT + \beta_6 RD + \beta_7 ROA + \beta_8 LOSS + \beta_9 BIG4 + \beta_{10} IFRS + ID + YD + \epsilon$$

변수#	MTB(1)			MTB(2)		
	추정계수	t-통계량	VIF	추정계수	t-통계량	VIF
<i>Intercept</i>	6.723	3.164***		6.888	3.425***	
<i>FD</i>	-0.351	-1.026	4.123	-0.173	-0.533	4.123
<i>LS</i>	-1.053	-1.831*	2.321	-1.065	-1.956*	2.321
<i>FD×LS</i>	1.842	2.257**	3.646	1.368	1.771*	3.646
<i>FORI</i>	5.815	7.671***	1.329	5.211	7.262***	1.329
<i>SIZE</i>	-0.265	-3.064***	1.343	-0.265	-3.235***	1.343
<i>DEBT</i>	1.788	4.997***	1.414	1.474	4.352***	1.414
<i>RD</i>	5.286	5.892***	1.178	4.652	5.479***	1.178
<i>ROA</i>	8.266	8.054***	2.398	7.003	7.209***	2.398
<i>LOSS</i>	-0.745	-3.369***	2.072	-0.853	-4.075***	2.072
<i>BIG4</i>	0.143	1.280	1.039	0.143	1.352	1.039
<i>IFRS</i>	0.349	2.280**	1.092	0.398	2.753***	1.092
<i>ID</i>		포함			포함	
<i>YD</i>		포함			포함	
adj. R^2		21.30%			20.00%	
F-Value		19.275			17.842	
p-Value		< 0.001			< 0.001	

변수정의

FD: 강소기업여부(강소기업이면 1, 아니면 0)

나머지 변수의 정의는 〈표 4-3〉과 동일함

*, **, ***: 각각 10%, 5%, 1% 유의수준

그러나 강소기업여부에 따라 최대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향에 유의적인 차이가 있는지를 나타내는 상호작용변수($FD \times LS$) 추정계수값은 종속변수를 기말주가로 측정[MTB(1)]하였을 때 5% 수준에서 기업가치(FV)와 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 또한 종속변수를 연평균주가로 측정[MTB(1)]하였을 때는 강소기업여부와 최대주주지분율의 상호작

용변수($FD \times LS$) 추정계수값이 10% 수준에서 기업가치(FV)와 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 즉, 강소기업은 일반기업에 비하여 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 유의적으로 증가하는 결과가 나타나 가설2를 지지하는 것으로 나타났다.

한편, <표 4-4>에서 최대주주지분율(LS)은 기업가치와 유의한 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타나, 강소기업군과 일반기업군 전체적으로는 최대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 감소하는 현상을 보이고 있다. 이를 강소기업여부와 최대주주지분율의 상호작용변수($FD \times LS$)에 대한 추정결과와 결부시켜보면, 강소기업군과 일반기업군 전체적으로는 최대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 유의적으로 감소한다. 그러나 동시에 강소기업군은 일반기업군에 비해 최대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 유의적으로 증가한다. 즉, 강소기업군과 일반기업군 전체에서 최대주주지분율이 증가함에 따라 기업가치가 감소하는 결과는 주로 일반기업군에서 강하게 나타나는 현상인 것으로 판단되며, 강소기업군에서는 반대의 현상이 나타나고 있다. 따라서 코스닥 상장기업의 일반기업군에서는 경영자안주가설이 성립한다고 볼 수 있으며, 강소기업군에서는 경영자이해일치가설이 성립한다고 볼 수 있다.

결과적으로, <표 4-3>의 가설1 검정결과와 <표 4-4>의 가설2 검정결과는 높은 일관성 및 신뢰성을 제공하고 있을 뿐만 아니라, <표 4-4>의 가설2 검정결과는 <표 4-3>의 가설1 검정결과를 더욱 강건하게 지지하고 있다. 가설2 모형의 설명력(adj. R^2)은 각각 21.3%와 20.0%로 양호한 수준이며, 모형의 적합도(F-value) 역시 모두 1% 수준에서 유의하므로 가설2의 추정된 결과도 역시 신뢰할 만하다고 판단된다.

V. 요약 및 결론

기업지배구조는 주주와 경영자 간의 정보비대칭으로 인한 대리인 문제를 해소할 수 있는 효율적인 시스템이다. 기업지배구조는 학문적으로 그리고 실무적으로도 매우 중요한 의미를 가지고 있는데, 이는 하나의 유기적인 시스템이기 때문에 다양한 요인으로 구성된다. 그 중에서 가장 중요한 요인으로 작용하는 것은 기업의 소유구조(ownership structure)이다. 소유구조에 따라 기업의 정보비대칭 및 대리인 문제 등이 다르게 해석될 수 있으며, 기업가치도 영향을 받게 된다.

한편, 기업의 소유구조와 가치관련성에 대해서는 경영자 이해일치가설, 안주가설, 절충가설 등의 다양한 이론이 존재하며, 각 가설을 뒷받침하는 다양한 선행연구의 결과가 제시되어 왔다. 특히, 국내연구 결과에 따르면 코스닥 상장기업에 대해서는 경영자 안주가설 또는 절

충가설이 성립하는 것으로 보고되고 있다. 그러나 기업특성에 따라서는 상이한 결과가 나타날 수 있는 가능성이 존재한다.

특히, 한국거래소에서 선정하는 강소기업의 경우에는 최대주주지분율이 높더라도 외부의 시장경쟁압력이 경영자를 효율적으로 규율하므로 대리인 문제가 최소화될 수 있는 여지가 있다. 강소기업은 소유경영체제의 장점인 강력한 리더십, 책임경영의식, 장기적 관점에서의 기술개발투자 등에 입각하여 기업이 운영되는 특성을 가지고 있기 때문이다. 따라서 강소기업의 경우에는 최대주주지분율이 높을수록 오히려 기업가치가 증가하는 경영자 이해일치가 설이 성립될 수 있다.

따라서 본 연구에서는 2010년에서 2017년까지 한국거래소에서 선정한 코스닥 상장 강소기업들을 대상으로 최대주주지분율과 가치관련성을 분석하였다. 즉, 강소기업의 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 유의적으로 증가하는지를 검증하였다. 특히, 성향점수매칭기법을 사용하여 강소기업 표본에 대응하는 일반기업을 통제기업으로 선정한 후, 최대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향이 강소기업과 일반기업 간에 유의적인 차이가 있는지를 살펴보았다.

본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 강소기업의 최대주주지분율은 기업가치와 유의적인 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 즉, 강소기업의 최대주주지분율이 높을수록 기업가치가 증가하는 것으로 나타났다. 이는 소유와 경영이 분리될수록 기업가치가 증가한다는 전통적인 견해와 상반되는 결과이다. 강소기업의 경우에는 최대주주 지분율이 높을수록 소유경영체제의 장점인 강력한 리더십과 책임경영의식 등이 발휘되어 우월한 경영성과가 나타난다는 것을 시사한다. 동시에 틈새시장에서 구축된 독점적 지위를 유지하기 위한 시장경쟁압력이 경영자를 안주하지 못하게 지속적으로 규율하고, 사적이익을 추구하지 못하게 함으로써 기업가치가 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

둘째, 최대주주지분율과 가치관련성은 강소기업과 일반기업에 있어서 상호 차별적으로 나타났다. 특히, 강소기업의 최대주주지분율이 높을수록 일반기업에 비해 기업가치가 상대적으로 증가하였다. 이는 강소기업과 일반기업 간의 기업특성이 명백히 다를 뿐만 아니라 코스닥 시장에서도 외부 시장경쟁압력이 시장규율로서 효율적으로 작동하고 있다는 것을 보여주는 결과이다.

셋째, 강소기업의 경우 최대주주지분율과 기업가치가 유의적인 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났지만, 통제기업(일반기업)에 대해서는 최대주주지분율과 기업가치가 유의적인 음(-)의 관련성을 보였다. 또한, 강소기업과 통제기업(일반기업)을 모두 포함한 전체 표본에 대한 분석에서도 최대주주지분율과 기업가치 간에 유의적인 음(-)의 관련성이 나타났다. 즉, 일반적으로 투자자들은 기업의 최대주주지분율이 낮을수록 소유구조 측면에서 좋은 기업지배구조를 갖춘 것이라고 간주하지만, 강소기업에 대해서는 그 특성을 고려하여 최대주주지분율이 높을수록 소유구조 측면에서 보다 합리적인 기업지배구조를 갖춘 것이라고 인식하고

있다. 따라서 이러한 결과는 기업지배구조 관련 연구 및 규제 등에서 강소기업을 일반기업과는 차별적인 관점에서 다룰 필요가 있다는 것을 시사한다.

본 연구결과는 다음과 같은 공헌점 및 시사점을 제공하고 있다. 첫째, 본 연구는 강소기업의 최대주주지분율과 가치관련성을 직접적으로 분석한 최초의 연구라는 점에서 의미가 있다. 둘째, 최대주주지분율과 가치관련성은 강소기업과 일반기업 간에 차별적으로 나타나고 있다. 따라서 본 연구는 소유구조와 가치관련성을 분석할 때, 기업의 특성을 추가로 고려할 필요가 있다는 점을 제시함으로써 선행연구의 범위를 확장하였다. 셋째, 본 연구는 소유와 경영이 분리될수록 기업가치가 증가한다는 전통적인 견해와는 다소 상반되는 결과를 제시하고 있다. 즉, 일반기업에 대해서는 최대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 유의적으로 감소하였지만, 강소기업의 경우에는 최대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 유의적으로 증가하는 현상이 나타났다. 이는 기업환경 및 기업특성이 상이한 강소기업의 경우에는 최대주주를 견제하는 방식의 획일적인 규제가 적절하지 않을 수 있다는 시사점을 제공하고 있다. 또한 정부가 소유구조와 관련된 규제를 강화하기 보다는 기업에 우호적인 환경을 조성하고, 시장의 자율적 경쟁을 보다 활성화하는 정책의 필요성을 제시하고 있다. 본 연구에서는 강소기업의 최대주주지분율과 가치관련성을 경영자이해일치가설 및 경영자안주가설의 측면에서 분석하였지만, 후속 연구를 통해 경영자 절충가설 측면의 심층적인 분석도 수행될 수 있을 것이다.

참고문헌

- 강 원, 원병진. 2011. 대주주지분과 기업성과의 관계에 관한 연구 -코스닥상장법인을 중심으로. 벤처창업연구 (제6권 제4호): 21-37.
- 강정연, 고종권. 2014. 기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향. 회계학연구 (제39권 제1호): 147-183.
- 길재욱, 김송희, 이은정. 2017. 강소기업을 위한 히든챔피언 선정 효과에 관한 연구. 한국증권학회지 (제46권 제3호): 687-722.
- 김 건, 오준환. 2019. 외국인 지분이 기업가치에 미치는 영향: 한국채택국제회계기준 도입 전후기간을 중심으로. 국제회계연구 (제87집): 219-239.
- 김기열, 반성식. 2008. 기업의 소유지배구조와 기업가치. 한국창업학회지 (제3권 제1호): 117-137.
- 김수한. 2005. 중소기업의 소유구조가 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향 -소유지배구조 실태 분석과 정책과제 발굴을 중심으로. 중소기업연구원 연구보고서 (제15권): 33-37.
- 나 영, 박상규. 2020. 사회과학분야 통계적 연구방법론의 이해. 신영사.
- 박경서. 2017. 기업지배구조 연구의 고찰과 향후 국내관련 연구의 방향. 경영학연구 (제46권 제3호): 625-662.
- 박범진. 2007. 코스닥 상장법인의 소유구조 및 사외이사와 기업가치 간의 관련성 분석. 재무관리연구 (제24권 제4호): 45-73.
- 박석진, 김갑순. 2015. 감사인의 산업전문성이 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향. 세무와회계저널 (제16권 제6호): 295-331.
- 배기수, 박범진. 2007. 이사회구조에 따라 코스닥 등록기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향. 산업경제연구 (제20권 제4호): 1485-1519.
- 백자욱, 박은엽. 2019. 오너쉽과 자본구조가 기업 가치에 끼친 영향에 관한 연구. 산업경제연구 (제32권 제4호): 1565-1591.
- 변혜영. 2012. 코스닥 기업의 대주주 지분이 기업 가치에 미치는 영향: 비선형적 접근. 국제회계연구 (제45집): 51-78.
- 신민식, 김수은. 2011. 기업의 소유구조와 기업가치 간의 관계. 금융지식연구 (제9권 제2호): 129-157.
- 신지우, 송동섭. 2019. 기업의 대주주지분율이 수익성에 미치는 영향: 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 비교를 중심으로. 글로벌경영학회지 (제16권 제5호): 49-71.
- 연강흠, 박순홍, 황보라. 2010. 대주주 및 창업자의 경영참여와 기업가치-코스닥 상장 법인을 대상으로. 한국재무학회 학술대회 발표논문: 981-1011.
- 윤병섭, 김완중. 2008. 코스닥기업의 소유구조와 연구개발투자의 가치관련성 분석. 국제회계연구 (제24집): 75-97.

- 이장우. 2009. 경제구조 전환기에서 새로운 미즈니스 영역 창출: 강소기업의 성공함정과 신시장 개척. 중소기업연구 (제31권 제1호): 73-88.
- 최우석, 이우백. 2005. 오너경영과 기업성과에 관한 실증연구. 재무연구 (제18권 제1호): 121-155.
- 한국거래소 웹사이트. <http://open.krx.co.kr>
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb. 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from S&P 500. *Journal of Finance* 58: 1301-1328.
- Ang, J. S., R. A. Cole and J. W. Lin. 2000. Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance* 55: 81-106.
- Demsetz, H. 1983. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics* 26: 375-390.
- Demsetz, H. and K. Lehn. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy* 93: 1155-1177.
- Fama, E. F. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88: 288-307.
- Gupta, A. K. 1984. Contingency Linkages Between Strategy and General Manager Characteristics: A Conceptual Examination. *Academy of Management Review* 9: 399-412.
- Hambrick, D. C. and G. D. Fukutomi. 1991. The Seasons of a CEO's Tenure. *Academy of Management Review* 16: 719-742.
- Jensen, M., and W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Kim, E. H, and Y. Lu. 2011. CEO Ownership, External Governance, and Risk-taking. *Journal of Financial Economics* 102: 272-292.
- McConnel, J. and H. Servaes. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Board Corporation Values. *Journal of Financial Economics* 27: 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny. 1988 Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Simon, H. 2008. 히든 챔피언: 세계시장을 제패한 숨은 1등 기업의 비밀. 흐름출판(이미옥 역).
- Stulz, R. 1988. Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 20: 25-54.
- Zajac, E. J. and J. D. Westphal. 1994. The Costs and Benefits of Managerial Incentives and Monitoring in Large U.S. Corporations: When is More not Better? *Strategic Management Journal* 15: 121-142.