

# ICT기업의 외국인지분율과 기업가치에 관한 연구

변지연, 임인섭\*  
전북대학교 경영학과

## A Study on the Foreign Ownership and Firm Value of ICT Companies in KOSDAQ Market

Ji-Yeon Byun, In-Seob Im\*  
Department of Business Administration, Jeonbuk National University

**요약** 본 연구는 ICT기업의 외국인지분율과 기업가치에 관한 연구로 외국인지분율이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위하여 2011년부터 2018년까지 8개년 동안 KOSDAQ에 상장된 ICT기업 94개를 대상으로 752개의 표본을 이용하여 연구를 진행하였다. 연구결과, 외국인지분율이 증가할수록 기업가치가 증가하는 것으로 나타났다. 또한, 외국인지분율과 부채비율의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과에서는 외국인지분율과 부채비율의 상호작용이 기업가치에 정(+의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다만, 이러한 상호작용효과는 외국인지분율과 기업가치의 관계보다 통계적인 유의성이 떨어지는 것으로 나타났는데 이는 외국인 투자자들이 부채사용에 따른 감시 및 통제역할을 이미 어느 정도 수행하고 있기 때문에 외국인지분율과 부채비율의 상호작용효과가 상대적으로 작게 나타난 것으로 파악된다.

**Abstract** This is a study on the relationships between foreign ownership and the firm value of Korean-listed ICT companies in the KOSDAQ market. The data based on 752 firm-year observations during the sample period from 2001 to 2018 was utilized to analyze the impact of foreign ownership in terms of the firm value. As a result of this analysis, more foreign ownership has positive effects on the firm value. An analysis of the effects of the interaction between foreign ownership and the debt ratio on the firm's value found that the interaction between foreign ownership and debt ratio had a positive effect on the firm's value. On the other hand, this interaction effect was less significant than the relationship between foreign ownership and the firm value. This is because foreign investors are already performing the role of monitoring and disciplining the use of debt to some extent. Therefore, the interaction effect was relatively small.

**Keywords** : Debt Ratio, Disciplining, Firm Value, Foreign Ownership, Interactive Effect, Monitoring

### 1. 서론

기업은 다양한 이해관계자들에게 의사결정을 위한 재무정보를 제공함으로써 자본시장에서 기업가치가 제대로 된 평가를 받을 수 있도록 노력한다. 또한 투자자들은 기업의 재무정보가 기업가치 평가에 도움이 되는 신뢰성과 목적적합성을 포함하고 있을 때 유용한 자료로 판단한다.

이러한 기업 재무정보의 투명성은 외국인지분율의 증가에 영향을 미치기도 하는데, 외국인지분율의 증가는 2011년 한국채택 국제회계기준(K-IFRS: Korea International Financial Reporting Standards) 도입 이후 국가간 비교가능성 증대로 정보획득비용을 감소시키고, 이에 따른 외국인 투자자의 우월한 정보분석 및 해석능력으로 내국인 투자자보다 우수한 투자성과를 창출

\*Corresponding Author : In-Seob Im(Jeonbuk National Univ.)

email: iis1011@jbnu.ac.kr

Received February 8, 2021

Accepted April 2, 2021

Revised March 23, 2021

Published April 30, 2021

해 내기도 한다.

외국인지분율은 외국인의 주식 소유가 허용된 1991년 이후 국내기업의 소유구조에서 꾸준히 증가하고 있다. 과거에는 주로 KOSPI(Korean Composite Stock Price Index) 시장을 통해 외국인 투자가 이루어졌는데 최근에는 KOSDAQ(Korean Securities Dealers Automated Quotation) 시장을 통해서도 외국인 투자가 증가하고 있다. 한국거래소에 따르면 국내 증권시장 상장기업 수 및 시가총액은 2019년 말 기준 2,204개이며, 이 가운데 KOSPI 시장 799개, KOSDAQ 시장 1,405개이고, 시가총액은 1,717조원(KOSPI 시장 1,476조원, KOSDAQ 시장 241조원)에 이르고 있다. 이는 KOSPI 시장 760개로 형성되어 있던 1996년 말(시가총액 117.4조)에 비하면 놀랄만한 성장이라 할 수 있다. 이러한 증권시장의 성장과 함께 외국인투자 또한 1997년 외환위기 이후 주식 소유에 대한 제한이 풀려 꾸준히 증가하였으며, 1992년 시가총액 대비 4.9%에 그치던 외국인 투자자의 보유 비중은 Table 1에서 보는 바와 같이 2019년 12월 말 기준 KOSPI 시장은 38.1%를 기록하고 있고, KOSDAQ 시장 또한 10.5%에 이르고 있다.

Table 1. Share of foreign ownership in the KOSDAQ market(2019.12)

(unit : ₩1,000,000,000, 1,000 share)

Spec.	market capitalization	Foreigner		Total number of shares
KOSPI	1,475,909	561,940	38.1%	55,322,658
KOSDAQ	241351	25410	10.5%	39,415,054

Note : Korea Exchange(KRX)

이 가운데 유망 중소기업 및 첨단 벤처기업들의 자금을 조달하기 위해 1996년 7월에 개설된 KOSDAQ 시장은 IT(Information technology), BT(Bio technology) 기업 등의 기술주 중심 시장이라고 할 수 있는데 최근에는 IT 하드웨어 중심의 기업에서 IT 보안솔루션 및 디지털 콘텐츠, 온라인 서비스를 비롯한 바이오 및 문화콘텐츠 등 고부가가치가 가능한 미래지향적인 성장산업으로 비중이 변화되고 있다. 이는 KOSDAQ 시장에 상장된 기업이 첨단 벤처기업 및 유망 중소기업으로서 성장 잠재력 및 기술력을 인정받았다고 볼 수 있다. 특히, ICT(Information & Communication Technology) 기업은 고도의 정밀기술이 집약된 무형자산이 주요 수익 창출원으로써 기존의 KOSPI 시장에 상장되어 있는 제조업 중심 기업의 수익 창출 방법과는 차이가 있는 것이 특

징이다[1].

그러나 이러한 KOSDAQ 시장의 변화와 특징에도 불구하고 외국인지분율을 비롯한 소유구조와 관련된 선행 연구를 검토해보면 KOSDAQ 상장기업보다는 KOSPI 상장기업이 주류를 이루고 있고, 특히 ICT 기업을 대상으로 한 선행연구는 거의 찾아볼 수 없다. 본 연구는 KOSDAQ 상장기업 외국인지분율의 지속적인 증가에도 불구하고 2008년 금융위기 이후의 외국인지분율과 기업 가치에 관한 연구가 미흡하다는 점에 착안하여 금융위기 이후 금융시장의 안정화에 접어들었다고 할 수 있는 2010년 이후 한국채택 국제회계기준(K-IFRS)이 도입되어 공신력이 한층 강화된 2011년 이후의 KOSDAQ 상장 ICT 기업의 재무제표를 바탕으로 외국인지분율과 기업가치에 관하여 분석하였다.

## 2. 이론적 배경

### 2.1 KOSDAQ 상장기업 및 ICT 기업의 특징

KOSDAQ 상장기업은 미래 성장성이 기대되는 벤처기업이 다수이고, 기업가치는 무형자산, 소유구조 등의 요인에 의해 영향을 받는다. KOSDAQ 시장에서 외국인 투자가 증가하면 자금 유입이 증가하고 주식시장의 효율성이 높아져 자본비용이 낮아질 수 있다. 이러한 자본비용 감소로 기업가치를 높일 수도 있고, 정보 및 대리인비용이 많이 발생하는 기업의 경우에도 투명성 및 지배구조를 개선하여 기업가치를 증가시킬 수 있을 것이다. 기업가치는 미래 기대이익의 현재가치로 결정되는데 미래 기대이익이 클수록, 그리고 기대이익에 지급되는 자본비용이 적을수록 높게 평가되기 때문이다. 특히 이 가운데 미래성장기회가 높은 ICT기업은 정밀기술집약적인 특징으로 인해 무형자산이 주요 수익창출원으로 작동하고 있고, ICT기업의 상위개념이라고 할 수 있는 ICT산업은 고도의 정밀기술을 요하는 산업으로 이 산업에는 고도의 지식축적이 필요할 뿐만 아니라 고가의 장비 및 숙련된 기술인력이 요구되는 특징을 가지고 있다. 이러한 특징들은 무형자산보다는 유형자산이 주요 수익창출원이었던 기존 전통 제조업과는 달리 ICT 기업 및 산업이 가지고 있는 특징이라고 할 수 있다. 이러한 ICT기업은 외국인이 선별적으로 투자할 수도 있기 때문에 기업성과 및 기업가치가 높은 기업을 외국인이 선호하는 것으로도 인과관계가 나타날 수도 있다[2].

일반적으로 외국인 투자자들은 자본시장에서 기업에

대한 감시역할을 수행하고 있으며, 코스닥 시장에서 투자 기업에 대한 정보 획득을 위해 노력하여 결과적으로 기업의 시장가치인 주가에 영향을 미치게 된다. 또한 외국인투자가 현금 유입 및 수익성 확보에 유리한 설비투자를 선호하는 방향으로 이끌 수 있기 때문에 외국인지분율이 높을 경우 기업의 설비투자를 증가시킴으로써 기업 가치를 크게 증가시킬 수 있다[3].

## 2.2 선행연구

외국인지분율과 기업가치에 관한 연구는 경영자의 경영활동을 능동적으로 감시하여 기업가치를 높인다는 효율적 감시가설(monitoring hypothesis)과 경영자와 보이지 않는 전략적 제휴를 통해 기업의 경영성과를 희생시킴으로써 자신들의 이익을 추구한다는 이해침해가설이 있다.

외국인 투자자는 전문성을 갖춘 주체이며, 투자 의사결정 때 경영 투명성과 기업가치를 중시하는 경향이 있다. 외국인 투자자가 기업의 지분을 취득하여 의사결정에 참여한다면 기업감시유인을 가진 것으로 볼 수 있다. 따라서 전문성과 기업감시유인을 갖춘 외국인 투자자가 국내 기업의 지분을 취득하여 소유구조의 일부분이 되면 기업가치를 증가시키는데 기여할 수 있는 감시 및 통제 역할을 수행할 수 있을 것으로 기대할 수 있다.

이러한 감시가설에 의하면 외부의 대주주가 주주의 이익을 극대화하는 방향으로 의사결정을 하도록 감시하기 때문에 외부주주가 지분을 대량으로 취득하게 되면 기업 가치가 높아지게 된다. 외부주주에 해당되는 외국인 투자자의 지분율이 높아지게 되면 주식 매도시에 부담해야 하는 주가하락 등의 비용이 증가하게 되므로 기업경영에 적극적으로 참여하여 의견을 표출하게 된다. 이는 기업경영 감시활동에 있어서 경영자의 독단과 전횡을 방지하고 장기적으로는 주주의 이익 극대화를 위한 의사결정을 하도록 유인하여 기업경영의 효율성을 제고하고 궁극적으로 기업가치를 증대시킬 것으로 기대한다[4].

외국인지분율과 기업가치에 관한 선행연구 검토 결과, 우리나라 기업의 경우 외국인 투자자의 주식 보유비중이 꾸준히 증가하면서 이러한 외국인지분율 증가가 기업에 대한 능동적 감시로 이어져 기업가치를 높이게 된다는 주장들이 그동안의 선행연구들을 통해 보고되었다[5].

박준우(2011)는 외국인지분율이 높을수록 기업가치가 증가하는데 이는 외국인 투자자가 회사의 감시자로서의 역할을 통해 대리인문제를 완화하기 때문이라고 주장하였다[6].

이지원 외(2011)는 외국인지분율은 우월한 정보수집 능력으로 인하여 감시비용에 비해 이익이 더 크고 효율적 감시가설에 의해 경영자의 활동에 대한 감시유인능력을 가지고 있기 때문에 기업가치가 증가하는 경향이 있다는 의견을 제시하였다[7].

전영순(2003)은 외국인 투자자는 전문성을 가지고 있어 기업이 제공하는 재무정보의 신뢰성을 떨어뜨리는 의사결정에 대해 적극적인 견제역할을 수행한다고 하였고[8], 우동호 외(2019)는 외국인지분율이 대주주를 견제하는 역할을 함으로써 터널링을 완화시킨다는 연구결과를 제시하였다[9].

김문태(2004)는 외국인지분율이 증가할수록 정보비대칭 문제와 대리인 문제가 완화되어 이익 조정의 정도가 감소된다는 연구결과를 보여주었고[10], 이상철 등(2009)은 국내 자본시장의 외국인 투자자들은 감시비용을 부담하는 능력을 지니고 대규모 투자를 통해 정보비대칭을 적극적으로 완화하고 있다고 주장하였다[11]. 이외에도 박종민 외(2017)는 상호 출자제한 기업집단에서 외국인 투자자가 기업의 정보비대칭을 완화함으로써 비교적 쉬운 자금조달이 가능하여 이는 기업 투자와 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치게 된다는 의견을 제시하였다[12].

지금까지의 이러한 선행연구 결과에 근거하면 우리나라 기업의 경우 소유구조 가운데 특히 외국인지분율의 경우에는 경영자의 경영활동을 능동적으로 감시하여 기업가치를 높인다는 효율적 감시가설이 지지된다고 볼 수 있다. 선행연구에서 나타난 이러한 결과는 외국인지분율과 기업가치의 관계에서 경영자와 보이지 않는 제휴를 통하여 기업가치를 희생시킴으로써 자신들의 이익을 추구한다는 이해침해가설보다는 효율적 감시가설이 우리나라 기업에 존재하고 있는 것으로 해석할 수 있으며[4], 이는 선행연구에서 주요 연구대상으로 활용된 KOSPI 상장기업 뿐만 아니라 KOSDAQ 상장기업에도 적용될 수 있을 것으로 추론해볼 수 있다. 본 연구는 이러한 관점에서 KOSDAQ 상장 ICT 기업 또한 효율적 감시가설이 존재하는 것으로 전제하여 외국인지분율이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 다만 서론에서도 상술한 바와 같이 대부분의 외국인지분율 관련 선행연구들이 KOSDAQ 상장기업보다는 KOSPI 상장기업이 주류를 이루고 있고, 특히 ICT 기업과 관련된 연구는 극히 부족한 실정이기 때문에 ICT 기업에 대한 외국인지분율과 기업가치에 관한 연구는 우리나라 기업의 소유구조와 기업 가치 연구 분야의 연구영역을 조금이나마 확대시키고,

ICT 기업의 기업가치에 대한 외국인지분율의 정책적 시사점을 제시하는데 기여할 것으로 기대된다.

### 3. 실증분석

#### 3.1 검증자료의 선정과 연구방법

##### 3.1.1 검증자료의 선정

본 연구를 위한 자료는 K-IFRS 도입 이후 시기인 2011년부터 2018년까지 KOSDAQ에 상장되어 있는 8개년의 ICT기업 94개 기업 752개의 표본을 사용하였다. 자료의 조건으로는 분석대상 기간 중 계속하여 결산자료를 공표하고 자료의 누락이 없는 12월 결산법인으로 표본기간동안 모든 변수의 자료가 완벽하게 갖추어진 기업을 연구자료로 선정하였다. 이렇게 선정된 자료는 시계열 자료와 횡단면 자료가 포함된 패널데이터의 형식을 갖추고 있기 때문에 패널데이터 분석을 실시하였다.

##### 3.1.2 외국인지분율과 기업가치 분석방법

본 연구에서 ICT기업의 외국인지분율이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위하여 기업가치를 종속변수로 하고 외국인지분율을 독립변수로 하여 연구가설 1과 연구모형 1을 설정하였다[13].

[연구가설 1] : 외국인지분율은 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

연구가설 1은 본 연구의 대상인 ICT기업의 경우외국인지분율이 높을수록 기업의 투명성과 재무정보의 질이 높아 경영의 효율성이 높아질 것이라는 효율적 감시가설에 근거하여 외국인지분율의 증가는 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되어 본 연구가설을 설정하였다[13].

[연구모형 1]

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 FOR_{it} + \beta_2 OWNER_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 TA_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \epsilon_{it} + u_i$$

$$Q_{it} : \text{기업가치 변수,} \\ = \frac{\text{주식시가총액} + \text{총부채장부가치}}{\text{총자본장부가치}}$$

$FOR_{it}$  :  $i$ 기업의  $t$ 기 동안의 외국인지분율,

= 외국인 보유 보통주식 총수/발행주식수

$OWNER_{it}$  :  $i$ 기업의  $t$ 기 동안의 대주주지분율,

= 대주주 보유 보통주식 총수/발행주식수

$LEV_{it}$  :  $i$ 기업의  $t$ 기 동안의 부채비율,

= 총부채/자기자본

$SIZE_{it}$  :  $i$ 기업의  $t$ 기 동안의 기업규모,

= LN(총자산)

$LIQ_{it}$  :  $i$ 기업의  $t$ 기 동안의 유동비율,

현금보유비율(대용변수) = 현금성자산/총자산

$TA_{it}$  :  $i$ 기업의  $t$ 기 동안의 유형자산비율

= 유형자산/총자산

$ROA_{it}$  :  $i$ 기업의  $t$ 기 동안의 수익성,

총자산순이익률(대용변수) = 당기순이익/총자산

$GROWTH_{it}$  :  $i$ 기업의  $t$ 기 동안의 성장성,

매출액증가율(대용변수)

= (당기매출액 - 전기매출액) / 전기매출액

$\epsilon_{it}$  :  $i$ 기업의  $t$ 년도 오차항

$u_i$  :  $i$ 기업의 개체특성 오차

본 연구에서는 표본으로 선정된 ICT기업의 외국인지분율이 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위하여 기업가치(Tobin's Q)를 종속변수로 하고, 외국인지분율(FOR)을 독립변수로 설정하였다. 다만, 외국인지분율이 외에 기업가치에 영향을 미칠 것이라고 판단되는 대주주지분율(OWNER), 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE), 유동비율(LIQ), 유형자산비율(TA), 수익성(ROA), 성장성(GROWTH) 등을 통제변수로 사용하였다[14].

또한 추가분석으로써 ICT기업의 외국인 투자자가 효율적인 감시주체로서의 통제역할을 제대로 하는지 면밀히 검토하기 위하여 외국인지분율과 대리인비용에 의존하는 부채비율과의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 기업의 부채비율은 대리인비용에 의존한다. 대리인비용에 의존하는 부채비율은 외국인지분율과의 상호작용에 의해 기업가치에 영향을 미칠 수 있을 것이다. 대리인비용에 대한 선행연구를 보면, 박헌준 등(2004)은 외국인지분율이 높을수록 대리인비용을 감소시키고 기업가치를 증가시킨다는 연구결과를 제시하였다[13]. 박경서 외(2006)는 경영자가 사적이익을 추구하지 못하도록 경영활동을 감시하는 개선장치가 필요하며, 외국인지분율의 존재가 장기적으로 지배구조의 개선을 유도한다고 주장하였다[15]. 외국인지분율의 증가는 기업가치를 높이기 위해서 적극적인 감시역할을 통해 대리인

비용을 감소시킬 것이고, 이는 기업가치 증대에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 따라서 외국인지분율과 부채비율의 상호작용은 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것으로 예상되어 연구가설 2와 연구모형 2를 설정하였다.

[연구가설 2] : 외국인지분율과 부채비율의 상호작용은 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

[연구모형 2]

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 FOR_{it} + \beta_2 LEV_{it} \times FOR_{it} + \beta_3 OWNER_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 TA_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 GROWTH_{it} + \epsilon_{it} + u_i$$

### 3.2 실증분석 결과

#### 3.2.1 기술통계량

K-IFRS 도입 이후 시기인 2011년부터 2018년까지 KOSDAQ에 상장되어 있는 8개년의 ICT기업 94개 기업 752개의 표본을 추출하여 변수들에 대한 기술통계량을 분석한 결과는 Table 2와 같다. 기업가치 변수(종속 변수)로 사용된 Tonin's Q는 평균이 1.3804로 나타났고, 독립변수인 외국인지분율(FOR) 평균은 0.0515이며, 통제변수로 사용된 대주주지분율(OWNER) 평균은 0.3236, 부채비율(LEV)은 0.7996, 기업규모(SIZE)은 18.4768, 유동비율(LIQ)은 0.0996, 유형자산비율(TA)은 0.2341, 수익성(ROA)은 0.028, 성장성(GROWTH)은 0.0964로 나타났다.

Table 2. Descriptive Statistics

Variable	Sample	Mean	Min	Max	Standard Deviation
Tobin's Q	752	1.3804	0.4132	5.4642	0.6189
FOR	752	0.0515	0.0000	0.5497	0.0829
OWNER	752	0.3236	0.0342	0.8956	0.1263
LEV	752	0.7996	0.0368	7.7247	0.9007
SIZE	752	18.4768	16.2743	22.2254	0.8469
LIQ	752	0.0966	0.0004	0.5406	0.0859
TA	752	0.2341	0.0032	0.6652	0.1531
ROA	751	0.0128	-0.6081	0.4505	0.1178
GROWTH	751	0.0964	-0.9067	8.6667	0.5446

#### 3.2.2 상관관계 분석

변수들 간의 다중공선성 문제를 파악하기 위하여 상관

관계분석을 실시한 결과, Table 3에서 모든 변수에서 0.5 이하로 나타나 다중공선성 문제는 없는 것으로 파악된다.

다만, 다중공선성 문제를 보다 면밀히 파악하기 위하여 실증분석 결과에서 VIF(Variance Inflation Factor)를 살펴보았다. Table 4에서 VIF 값이 10보다 훨씬 작은 값을 보이고 있어 다중공선성 문제는 없는 것으로 보인다.

Table 3. Correlation Matrix

Variable	Tobin's Q	FOR	OWNER	LEV	SIZE	LIQ	TA	ROA	GROWTH
Tobin's Q	1								
FOR	0.168***	1							
OWNER	-0.111***	0.017	1						
LEV	0.074**	-0.185***	-0.132***	1					
SIZE	-0.035	0.428***	0.008	0.099***	1				
LIQ	0.032	0.244***	0.055	-0.253***	-0.033	1			
TA	0.043	-0.083***	-0.067*	0.291***	0.051	-0.231***	1		
ROA	0.037	0.232***	0.193***	-0.368***	0.244***	0.172***	-0.087	1	
GROWTH	0.150***	0.003	-0.012	0.072	0.061**	0.014	0.005	0.280***	1

Note: \*\*\*, \*\*, \* 1%, 5%, 10% significant, respectively

#### 3.2.3 외국인지분율과 기업가치 실증분석

Table 4는 외국인지분율과 기업가치 분석모형을 적용하여 패널데이터 분석을 실시한 결과이다. 모형의 적합성을 검토하기 위한 하우스만 검정 결과, <모형 1>, <모형 2>가 모두 통계적으로 유의한 검정 값을 나타내고 있어 고정효과모형(Fixed Effect)을 사용하여 분석하였다. 또한 고정효과 모형의 적합성을 파악하기 위하여

Table 4. Foreign shareholders and Debt ratio

Variable	Model 1		Model 2		collinearity statistic VIF
	coefficients	t-value	coefficients	t-value	
cons.	4.5604	3.07***	4.4870	3.03***	
FOR	1.2257	3.22***	0.2036	0.95	1.389
OWNER	-1.2327	-3.65***	-1.1880	-3.52***	1.050
LEV	-0.0196	-0.59	-0.0399	-1.15	1.426
SIZE	-0.1499	-1.91***	-0.1468	-1.87*	1.389
LIQ	0.3865	1.28	0.4199	1.39	1.173
TA	-0.4925	-1.71*	-0.4446	-1.54	1.129
ROA	0.3560	1.66*	0.3758	1.75*	1.487
GROWTH	0.1314	3.55***	0.1261	3.41***	1.138
LEV*FOR			1.4750	1.96*	
R <sup>2</sup>	23.8%		14.0%		
Hausman test	23.05 ***		26.40 ***		
Lagrange test	241.07 ***		239.07 ***		
F-value	5.01***		5.07***		

Note: \*\*\*, \*\*, \* 1%, 5%, 10% significant, respectively

Breusch-Pagan 라그랑주 승수 검정법과 F값 검정을 통하여 고통효과모형의 적합성을 알 수 있었다.

Table 4의 Model 1에서 외국인지분율과 부채비율의 분석결과를 보면 외국인지분율은 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이를 자세히 살펴보면 변수의 설명력을 보여주는  $R^2$  값은 23.8%이며, F값은 5.01로 1% 이내에서 유의하고, 독립변수인 외국인지분율은 기업가치에 1% 이내에서 유의한 정(+)의 값으로 나타났다. 즉, 외국인지분율이 증가하면 기업가치는 증가한다는 것을 알 수 있다.

그리고, Table 4의 Model 2에서 외국인지분율과 부채비율의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 보면, 외국인지분율과 부채비율의 상호작용이 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이를 자세히 살펴보면 변수의 설명력을 나타내는  $R^2$  값은 14.0%이며, F 값은 5.07로 유의수준 1% 이내에서 유의하고, 독립변수인 부채비율과 외국인지분율의 상호작용효과는 기업가치에 10% 이내에서 유의한 정(+)의 값을 보이고 있다.

#### 4. 결론 및 연구의 제언

본 연구는 우리나라 KOSDAQ 시장 외국인지분율의 지속적인 증가 및 시장이 가지고 있는 특징 및 변화에도 불구하고 2008년 금융위기 이후의 외국인지분율과 기업가치에 관한 연구가 미흡하다는 점에 착안하였고, 금융시장의 안정화에 접어들었다고 할 수 있는 2010년 이후 한국채택 국제회계기준이 도입된 2011년 이후의 KOSDAQ 상장 ICT 기업의 재무제표를 바탕으로 외국인지분율과 기업가치에 관하여 분석하였다.

첫째, 외국인지분율과 기업가치의 관계를 분석한 결과, 외국인지분율은 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 ICT기업의 외국인지분율이 높을수록 기업 재무정보의 질과 투명성이 높고 이에 따라 경영의 효율성이 높아져 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있기 때문인 것으로 보인다. 이러한 결과는 우리나라 ICT 기업의 경우 경영자의 경영활동을 능동적으로 감시하여 기업가치를 높인다는 효율적 감시가설이 지지되고 있음을 알 수 있는 결과이다. 이는 외국인지분율이 외국인 투자자들의 우월한 정보수집 능력으로 인하여 감시비용에 비해 이익이 더 크고 효율적 감시가설에 의해 경영자의 활동에 대한 감시유인능력을 가지고 있기 때문에 기업가치가 증가한 것으로 해석할 수 있다. 다만, 실증분

석 결과에서 통제변수로 사용된 대주주지분율의 경우 기업가치와의 관계가 통계적으로 강한 부(-)의유관계를 나타내고 있는데 La Porta et al.(2000)은 대리인 이론의 관점에서 대주주들은 자신의 지분율이 증가할수록 경영자나 이사회에 미치는 영향력은 증가하고, 경영권 통제 등을 통하여 소액주주의 이익을 침해할 수 있으며, 이때 소액주주와 대주주 간의 대리인비용이 증가하여 기업가치가 감소한다고 주장하였다[16]. 즉, 대주주는 자신의 이익을 극대화하는 과정에서 이자비용의 감소효과를 통해 기업가치를 증가시킬 수 있는 부채비율을 감소시켜 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 있다는 것인데 이러한 이익침해가설이 우리나라 ICT기업의 대주주지분율과 기업가치의 관계에 나타나고 있는 것으로 해석할 수 있다.

둘째, 외국인지분율과 부채비율의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다만, 이러한 상호작용효과는 외국인지분율과 기업가치의 관계보다 통계적인 유의성이 떨어지는 것으로 나타났는데 이는 외국인지분율이 부채사용에 따른 감시 및 통제역할을 이미 어느 정도 수행하고 있기 때문에 외국인지분율과 부채비율의 상호작용효과가 상대적으로 작게 나타난 것으로 파악된다.

본 연구는 KOSDAQ 시장이 가지고 있는 특징 및 지속적인 변화, 그리고 외국인지분율이 꾸준히 증가하고 있음에도 불구하고 KOSDAQ 시장에 상장된 ICT 기업의 외국인지분율과 기업가치에 관한 연구가 매우 적은 편이라는 점을 고려할 때 소유구조와 기업가치 연구분야의 연구영역을 확대하려고 시도했다는 점에서 의의가 있다고 할 수 있겠다. 또한 본 연구의 성과가 우리나라 ICT 기업의 기업가치에 대한 외국인지분율의 정책적 시사점을 제시하는데 부족하게나마 기여할 수 있을 것으로 기대해본다.

다만, ICT 기업에 한정하여 연구를 진행하여 KOSDAQ 시장에 상장된 전체기업을 분석대상으로 하지 못한 점, 그리고 KOSDAQ 시장에 비해 외국인지분율이 높은 KOSPI 시장 상장기업과의 비교 분석 등이 누락되어 연구영역을 보다 넓히지 못한 점은 본 연구가 가지는 한계점으로 지적된다. 따라서 후속 관련 연구에서는 이와 같은 한계점들을 보완하여 포괄적으로 연구가 진행되었으면 한다.

#### References

- [1] K. S. Bae, "Study on The Firm Value and Intangible Assets of ICT Firm through Technology Similarity

- Analysis", *Tax Accounting Research*, Vol.39, No.0, pp.103-119, 2014.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.35349/tar.2014..39.006>
- [2] J. M. Kwak, J. G. Jeong, "Foreign Investor Ownership and Firm Value of KOSDAQ IPO Firms", *Academic Society of Global Business Administration*, Vol.12, No.4, pp.503-521, 2015.
- [3] O. S. Kwon, J. W. Lee, and T. H. Kim, "A Study on the Effects of Firm's Investments and Foreign Ownership on the Firm Value", *The Korean Journal of Financial Engineering*, Vol.12, No.4, pp.135-156, 2013.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.35527/kfedoi.2013.12.4.006>
- [4] E. H. Moon, C. Y. Yang, "A Study on the Shareholder Activism of Foreign Outside Blockholders : Focus on the Strategic Monitoring Hypothesis", *Journal of Industrial Economics and Business*, Vol.23, No.2, pp.1001-1928, 2010.
- [5] H. S. Mun, M. K. Kim, "The Effects of Ownership Structure on Capital Structure: Comparison of Listed Large Firms and SMEs in Korea", *Asia Pacific Journal of Small Business*, Vol.42, No.3, pp.195-220, 2020.  
DOI: <https://doi.org/10.36491/APJSB.42.3.9>
- [6] J. W. Park, "The Impact of Foreign Investor on Korea Firm's Performance and Value", *Korea Corporation Management Association*, Vol.18, No.2, pp.203-215, 2011.
- [7] J. W. Lee, S. Y. Oh, "Correlation with Corporate Capital Structure and Ownership Structure of South Korea Corporate", *The Journal of Eurasian Studies*, Vol.8, No.4, pp.83-101, 2011.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.31203/aepa.2011.8.4.005>
- [8] Y. S. Jeon, "The Association Between Foreign and Domestic Institutional Ownership and Earnings Quality", *Korean Management Review*, Vol.32, No.4, pp.1001-1032, 2003.
- [9] D. H. Woo, J. E. Goo, "The Effect of Governance and Foreign Ownership on Tunneling of Controlling Shareholders", *Journal of Accounting and Finance*, Vol.37, No.1, pp.177-206, 2019.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.29189/KAIAAIR.37.1.7>
- [10] M. T. Kim, "A Magnitude and Direction of Earnings Management by Foreign-Investors in Korea", *Journal of Accounting and Finance*, Vol.22, No.4, pp.85-112, 2004.
- [11] S. C. Lee, J. W. Kim, and A. Y. Park, "Effects of the Foreign Ownership on the Association between Types of Agency Problems and Firm Value", *Korean Journal of Management Accounting Research*, Vol.9, No.2, pp.53-84, 2009.
- [12] J. M. Park, S. J. Yoon, "The Effect of Foreign Investors on Investment Sensitivity, Risk Taking and Firm Value", *Korean journal of financial management*, Vol.34, No.3, pp.92-124, 2017.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.22510/kjofm.2017.34.3.004>
- [13] H. J. Park, H. H. Shin, and W. S. Choi, "The Korean Firms' Agency Costs and Firm Value: Role of Foreign Investors' Equity Ownership", *Korean Academic Society of Business Administration* Vol.33, No.2, pp.655-682, 2004.  
DOI: <https://doi.org/10.1007/s00163-010-0086-1>
- [14] I. S. Im, S. L. Lee, "The Study on Debt Ratio and Business Performance of Agricultural Farming Corporations, since the K-IFRS was introduced", *Journal of the Korea Academia-Industrial cooperation Society*, Vol.18, No.2, pp.600-608, 2017.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.5762/KAIS.2017.18.2.600>
- [15] K. S. Park, E. J. Lee, "The role of foreign investors on the management and corporate governance of Korean companies", *journal of money & finance*, Vol.20, No.20, pp.73-114, 2006.
- [16] La-Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W, "Agency Problems and Dividend Policies Around the World", *Journal of Finance*, Vol.55, No.1, pp.1-33, 2000.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00199>

## 변 지 연(Ji-Yeon Byun)

[정회원]



- 2008년 2월 : 전북대학교 일반대학원 경영학과(석사)
- 2013년 2월 : 전북대학교 일반대학원 경영학과(박사)
- 2019년 3월 ~ 현재 : 전북대학교 경영학과 강사

• 2019년 9월 ~ 현재 : (사)한국지역경제진흥원 문화관광 CRM 센터장

〈관심분야〉

고객보상프로그램, CSR 마케팅, 빅데이터

## 임 인 섭(In-Seob Im)

[정회원]



- 2015년 8월 : 전북대학교 일반대학원(경영학 박사)
- 2015년 10월 ~ 2016년 10월 : 농촌진흥청 박사후연구원
- 2019년 9월 ~ 현재 : 전북대학교 경영학과 강사
- 2011년 12월 ~ 현재 : (사)한국지역경제진흥원 수석연구원

〈관심분야〉

재무관리, 농업경영