

# 엔터테인먼트 기업의 지배구조와 기업가치

이재혁<sup>1\*</sup>  
<sup>1</sup>안양대학교 교양학부

## Corporate governance and corporate value of Entertainment enterprises

Jaehyuck Lee<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>Division of Liberal Arts, Anyang University

**요약** 본 연구는 지배구조와 기업가치와의 관계에 대해 문헌적 검토를 한 후, 대주주 및 외국인지분율과 기업가치 및 회계지표와의 관계를 엔터테인먼트업종을 중심으로 실증 분석하였다. 연구의 결과는 다음과 같이 요약될 수 있다. 첫째, 엔터테인먼트 업종의 기업가치를 설명하는 주요한 변수는 외국인지분율과 기업규모로 판명되었다. 둘째, 지분율에 따른 회계지표의 차이분석결과, 대주주지분율이 높은 집단이 낮은 집단에 비해 영업현금흐름에서 양(+)의 차이를 보였다.

**Abstract** This study analyzes the relationships between majority shareholders equity ratio or foreign equity ratio and corporate value within the entertainment industry. Furthermore, an analysis is conducted between majority shareholders equity ratio or foreign equity ratio and accounting index with the same industry. Both analyses are conducted after referring the records of the relationships between corporate governance and corporate value in general industries. The result of this study is summarized as follows. First, foreign equity ratio and corporate size are found to be the most important variables in explaining corporate value of entertainment enterprises. Second, corporations with majority shareholders holding higher percentages show a positive difference in CFO.

**Key Words** : corporate governance, corporate value, entertainment industry

### 1. 서론

IMF의 구제금융을 경험한 우리나라는 기업지배구조에 대해 많은 관심을 보여 왔다. 삼미, 한보철강, 해태그룹 등의 도산원인은 기업의 수익성 개선을 통한 성장전략이 아닌 금융기관의 차입에 의한 외형위주의 성장전략이 한계에 부딪힌 것으로 파악되었다.

일반적으로 도산기업의 지배구조와 계속기업(going concern)의 지배구조는 그 출발부터가 다르다. 계속기업의 지배구조는 실질적으로 기업을 지배하는 최대주주를 중심으로 기업의 지배권이 집중된다. 이러한 지배구조는 최대주주의 강력한 리더십과 지배력을 바탕으로 신속한 의사결정과 능동적이고 적극적인 기업경영을 가능하게

한다는 점에서 긍정적으로 작용한다. 그러나 최대주주의 독단적, 전횡적인 경영권 행사를 통제할 효과적인 장치가 없는 경우에는 전문지식과 균형감각에 입각한 합리적인 경영전략의 수립이 불가능하게 되고, 소액주주나 채권자 등의 권리가 자연히 무시될 수 밖에 없게 된다[7]. 즉 방만한 경영으로 인한 재무구조의 취약성, 최고경영자(재벌 총수)에 의한 독단적 의사결정, 지배구조의 문제점, 회계의 불투명성이 기업도산의 주된 원인이었다.

지배구조의 측면을 보면 우리나라의 엔터테인먼트 산업은 주목할 필요가 있다. 우리나라의 미디어엔터테인먼트 산업은 방송사, 신문사, 통신기업, 광고회사, 연예 매니지먼트사, 외주제작사, 영화사 등이 사슬처럼 연계돼 상호작용하며 진화하고 있다. 2005~2007년에는 이와 같

\*교신저자 : 이재혁 (leejaehy@anyang.ac.kr)

접수일 09년 05월 01일      수정일 (1차 09년 05월 25일, 2차 09년 06월 03일)      게재확정일 09년 06월 17일

은 산업발전의 전초 단계로 연예 매니지먼트사, 외주제작사, 영화사, 통신기업, 코스닥기업 등이 서로 이해에 맞춰 사업 및 법인 결합과 인수합병을 거듭하며 ‘종합 엔터테인먼트사’란 이름으로 기업규모를 확장하고 ‘한류 열풍’에 힘입어 금융계의 거대한 투자자본이 들어오는 계기가 되었다.

그러나 엔터테인먼트 산업은 이렇다 할 기업구조를 갖추기도 전에 몸집을 키웠기 때문에 건실하지 못한 모습을 곳곳에서 노출시키고 있다. 분식회계나 주가조작, 공금횡령 등 여러 가지 문제가 노출되어 검찰의 수사를 받은 업체가 상당수 있었으며, 가장 최근에는 팬텀엔터테인먼트가 자본시장에서 퇴출되는 수모를 겪었다[19].

이러한 맥락에서 우리나라 기업 관련 정책의 가장 중요한 주제는 기업의 지배구조와 회계투명성 문제이다. 정 지배구조에 대한 비판의 핵심은 자신이 소유한 지분보다 더 많은 지배력을 행사하고 이로 인해 경영진반에 비효율성과 불투명성이 증가한다는 것이다. 특히 기업지배구조와 기업가치는 거시적 변수의 성격을 갖고 있기에, 이들 두 변수의 상호 영향을 파악하는 것이 중요한 내용이다.

본 연구는 엔터테인먼트업종을 중심으로 지배구조와 기업가치와의 관계를 국내외 문헌을 바탕으로 검토하고, 대주주 및 외국인지분율이 기업가치 및 회계지표에 미치는 영향과 차이를 분석한다. 결론을 도출하기 위하여 차이분석, 상관관계분석, 회귀분석 기법을 사용하였다. 연구결과는 ‘블루 오션’으로 새로운 투자대안이 되고 있는 업종내의 기업에 대한 신중한 투자 의사결정에 도움을 줄 수 있을 것으로 사료된다.

## 2. 선행연구 및 이론적 배경

### 2.1 엔터테인먼트 산업의 전개

#### 2.1.1 엔터테인먼트 산업의 정의

엔터테인먼트 산업에 대한 명칭의 경우 미국에서는 엔터테인먼트 산업(Entertainment Industry), 영국은 창조산업(Creative Industry), 일본은 콘텐츠산업(Contents Industry), 한국에서는 문화산업(Cultural Industry) 등으로 다양하게 불리며, 문화예술자원 및 콘텐츠 산업을 지칭하는 모든 산업이라고 정의내리고 있다.

또한 협의의 개념으로는 오락적 요소가 상품의 부가가치 형성에 커다란 역할을 하는 산업을 말하며, 광의의 개념으로는 문화와 예술에 창작되거나 유형화되는 모든 산업을 문화사업 이라고 하는데, 엔터테인먼트 산업을 일부 포함하고 있다. 대체로 엔터테인먼트 산업은 대중문화를

기반으로 하고 있으며 이러한 산업의 핵심은 콘텐츠에 있어서 생활 속에 재미, 기능, 감성 등이 융합된 퓨전 콘텐츠, 오락의 체험과 능력이 융합된 감성형 콘텐츠라고 할 수 있다[8].

#### 2.1.2 기업 유형과 분류

2005년 이전만 해도 국내에는 연예기획사, 음반기획사, 드라마 외주제작사(프로덕션), 영화제작사, 영화투자 및 배급사 등이 개별적으로 존재했다. 그러나 2005년~2006년 사이 이와 같은 고유 업종은 거의 사라지고 각 부문이 서로 결합, 융합, 합병하는 체제로 바뀌었다[4]. 이 밖에도 IT기업, 장비·의류 제조업체 등 비엔터테인먼트 업종과도 융합, 결합하면서 엔터테인먼트 산업도 활성화 되었다.

종합엔터테인먼트 업체의 유형은 기업의 모태 및 초기 사업의 형태에 따라 음반기획사 기반형, 연예기획사 기반형, 외주제작사 기반형, 영화사 기반형, IT·제조업 기반형 등 다섯 가지로 크게 분류할 수 있다.

【표 1】 엔터테인먼트 기업 유형 및 분류

유형	기업
음반기획사	예당, SM, 팬엔터테인먼트 등
연예기획사	IHQ, 키이스트, 팬텀엔터테인먼트 등
외주제작사	김종학프로덕션, 삼화네트웍스, 올리브나인, 초록뱀미디어 등
영화제작·투자·배급사	태원, 팝콘필름 등
IT·제조업	MK픽처스, 케이엔엔터, 뉴보텍 등

### 2.2 기업지배구조의 개요

주식소유의 광범위한 분산은 기업의 주인인 주주를 두 부류로 나눌 수 있는데, 상대적으로 많은 주식을 보유한 대주주 및 다수주주와 의결권 있는 주식을 상대적으로 적게 보유한 소수주주로 나뉘게 되어 소유와 경영의 분리가 이루어진다. 이에 따라 대리인 문제가 발생하며 이는 정보의 비대칭에서 비롯된다.

주주들은 기업의 내부 및 외부에서 경영자를 감시하는 시스템을 마련하고 이에 대한 비용을 기꺼이 지불하며, 그들의 효용을 최대화하기 위해 끊임없이 제도적 장치를 고안해 오면서 이를 법제화해왔다. 이것이 Jensen and Meckling[13]이 제시한 대리비용(agency cost)이다. 주주는 경영자의 권한남용과 도덕적 해이(moral hazard)를 감시하고 이 같은 행위를 최소화하기 위해 제도적 장치를 마련한다는 것이다.

이들 각 이해관계자들의 이해를 둘러싼 경영 및 기업의 의사결정과정과 조직을 기업지배구조라 할 수 있다. 결국 기업지배구조는 일반적으로 기업내부의 의사결정시스템, 즉 이사회와 감사의 역할과 기능, 경영자와 주주와의 관계를 총칭한다. 이는 좁게는 기업경영자가 이해관계자의 이익을 위해 역할을 다 할 수 있도록 감시·통제하는 체계를 의미하고, 넓게는 기업경영과 관련된 의사결정에 영향을 미치는 요소로서 기업내부의 의사결정시스템은 물론 시장에 의한 규제, 금융 감독체계, 관행 및 의식 등이 망라된다고 할 수 있다.

기업지배구조에 대한 선행연구자들의 정의를 살펴보면, Shleifer and Vishny[18]는 기업에 자금을 제공한 투자자들이 투자에 대한 수익을 보장받기 위해 경영진의 자원배분에 대한 의사결정을 감독하고 통제하는 방법이라고 하였다. OECD의 기업지배구조원칙은 기업지배구조는 경제적 효율성을 증진시키는 중요한 요소로서 경영진, 이사회, 주주, 기타 이해 관계자 사이의 모든 관계라고 규정하고 있다. 구체적으로는 5개 분야로 나누고 있는데, 이는 주주의 권한과 책임, 이해관계자의 역할, 주주에 대한 동등한 대우, 공시와 투명성, 이사회 의의무와 책임 등을 포함하고 있다[11].

Fama and Jensen[12]은 기업의 소유와 지배구조의 본질이 대리비용 최소화를 벗어나지 않지만, 소유경영자의 존재여부와 관계없이 보다 포괄적인 상황을 염두에 두고 기업의 소유와 지배형태를 분석하였다. 즉, 회사 사업의 기본적인 성격이 대리비용의 결정에 영향을 주는 것인데, 사업과 관련된 업무내용의 전문성과 독창성이 높을수록 역선택(averse selection) 또는 도덕적 해이 등의 대리문제가 심각하다는 것이다.

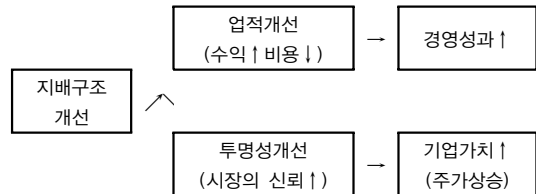
### 2.3 기업지배구조와 기업가치와의 관련성

기업지배구조의 개선이 기업가치 상승을 가져오는 이유는 다음과 같다.

첫째, 지배구조의 개선은 지배주주의 비합리적인 경영 의사결정 전횡과 사적이익추구를 지배주주와 관계없는 사외이사 등으로 구성된 이사회가 효과적으로 견제할 수 있기 때문이다. 즉, 기업지배구조가 개선되면 이사회 의 경영의사결정에 있어서 주주의 부 증가에 초점을 맞춘 합리성을 추구하는 것이 용이해지고, 이는 경영성과의 개선으로 이어진다는 것이다.

둘째, 기업의 지배구조가 개선되면 대주주의 사적이익 추구를 위한 불공정 공시를 할 필요성이 없어지기 때문에 기업의 경영투명성이 높아지고, 이는 투자자들의 당해 기업에 대한 신뢰도 상승을 가져오므로 주가가 상승한다는 것이다.

이를 그림으로 표현하면 다음 그림 1과 같다. 그림 1을 보면 기업지배구조가 지배주주의 전횡을 감시하도록 개선되면 시장의 신뢰가 높아지고, 그 결과 당해 기업은 자본조달비용이 감소하는 등 업적개선으로 이어지므로 기업가치가 높아진다는 것이다.



출처 : 전재익, p.32.[10]

[그림 1] 기업의 지배구조와 경영성과의 관련성

#### 2.3.1 효율적 감시가설

외부투자자들이 경영활동을 능동적으로 감시하여, 이들의 소유지분이 증가할수록 기업가치가 높아진다는 견해이다.

Pound[17]는 외국인투자자의 지분이 증가할수록 경영자를 감시할 유인이 증가되어 외국인투자자의 지분율과 기업가치는 양(+)의 관계를 가진다는 효율적 감시가설을 주장하고 있다. 많은 지분을 가진 외국인투자자는 소액개인투자자에 비해 정보분석능력과 정보체계를 갖고 있어 정보획득 및 처리가 용이하고, 소액투자자보다는 훨씬 적은 비용으로 경영자를 감시할 수 있다. 따라서 무임승차자의 문제가 작아지므로 경영자에 대한 적극적 감시를 통해 기업가치를 증대시킨다는 주장이다. 이에 McConnel and Servaes[16]는 Pound의 효율적 감시가설을 지지하였다.

김성우·이기환[1]은 2000년부터 2002년까지 증권거래소 및 코스닥에 상장된 기업을 대상으로 기관투자자의 소유지분이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 직전 연도의 기관투자자지분율이 높을수록 기업가치는 증가하는 것으로 나타났다. 따라서 기관투자자가 경영자에 대한 효율적 감시활동을 수행함으로써 기업가치를 증가시킨다고 주장하였다.

#### 2.3.2 이해상충가설

효율적인 경영자 감시보다는 자신들의 이해관계에 따라 상호협력하는 것이 서로에게 이익이 되므로, 외부투자자들이 현재의 경영진을 지지하게 되어 기업가치가 하락한다는 견해이다.

Brickley, Lease and Smith[11]는 은행이나 보험회사처럼 기업과 은행대출 또는 기업보험과 같은 형태의 거래

를 하고 있거나 미래에 거래관계가 형성될 가능성이 있는 경우, 이들 외국인투자자는 기업관련 주요사안에 대하여 해당기업의 경영진으로부터 압력을 받기 쉽고 따라서 보유주식의 의결권을 경영진이 원하는 방향으로 행사한다는 전략적 제휴 가설을 지지하고 있다.

또한 기관투자자 및 외부대주주들이 경영자와 특수한 거래관계인 경우, 그들의 이해관계에 따라서 경영진에게 찬성하는 경우이다. 경영진과 수익성 있는 사업관계에 얽혀있는 외부대주주나 기관투자자들이 기업과 서로 상이한 수익성이 있는 사업을 가진 경우에 경영진으로 하여금 자신들을 위해 투표하도록 강요하여 기업가치가 감소할 수 있다는 것이다.

### 2.3.3 외국인 투자자지분과 기업가치

Kang and Stulz[14]는 일본기업에 대한 비밀본계 투자자들의 지분율을 연구한 결과, 비밀본계 투자자들은 일본 증시에서 제조업, 대기업, 우량한 회계성과, 낮은 비체계적 위험과 레버리지를 가지는 기업에 높은 지분을 보유하고 있다는 사실을 발견했다.

김윤겸 · 고성삼[3]은 외국인에 대한 주식취득한도의 철폐체제에 따라 주주대표소송권, 사외이사선임요구, 각종 정관변경등의 요구와 같이 소액주주행동의 가시화 등의 혼합된 효과가 결국은 기업가치를 증가시켰다고 주장하였으며, 심준섭[6]은 외국인 지분과 기업가치는 유의수준에서 정(+)의 관계를 발견했다.

이러한 결과는 경영자들이 외국인들의 소유지분이 늘어남에 따라 말썽의 소지를 줄이기 위해 미리 자구적 경영을 하는 것으로 해석되었다. 또한 선진경영기법을 갖고 있는 외국인 투자자의 적극적인 감시활동이 가능한 분위기가 성숙되면 국내기업의 가치는 더욱 증대될 수 있을 것으로 추론된다고 할 수 있다.

### 2.3.4 연구자별 연구성과 요약

기업소유집중도(기업지배구조)와 기업가치간의 관계에 관한 국내의 선행연구를 요약하면 아래 표 2와 같다[9].

[표 2] 기업가치와의 관계

구분	연구자	주요 변수
+	박기성(2002)	대주주지분율
	조지호 등(2004)	외국인지분, 외국인이사
	Jensen 등(1976)	경영자지분
	Joh(2003)	총자산순이익률
-	박경서 등(2001)	총내부지분율
	강준구 등(2004)	내부자지분율
	Mitton(2002)	비지배주주 지분율
	Baek 등(2004)	재벌터미변수, 경영자지분

## 3. 연구가설 및 모형설계

### 3.1 연구가설의 설정

<가설 1> 대주주지분율은 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다.

우리나라의 경우 경영자의 사적 로비와 자본시장에 의한 통제의 미흡 등으로 인해 내부 지분율이 일정 수준에 달할 때까지는 경영자의 영향력이 상대적으로 강해 기업가치가 감소하는 경향을 보인다. 그러나 내부지분율이 일정수준을 초과하게 되면, 경영자의 이해와 기업의 이해가 일치하여 대리인비용이 감소하게 되어 기업가치가 증가하는 모습을 보일 것이라고 예측하였다. 그리고 이러한 관계는 최고경영자가 설립자이거나 대주주인 기업의 경우에 더욱 강할 것으로 추측된다.

박기성[5]은 대주주지분이나 기관투자자지분외에 최고경영자특성과 내부소유지분과의 상호작용효과, 내부소유지분과 기관투자자지분과의 상호작용효과가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 경영자특성과 대주주지분의 제곱과의 상호작용효과의 회귀계수는 유의적인 (+)으로 나타나 대주주경영자가 설립자이거나 그 가족인 기업의 경우에는 대주주지분율이 높을수록 회계적 성과는 높은 것으로 나타났다.

신현한 · 장진호 · 이상철[7]은 기업의 소유구조 중 1인 대주주 등과 같은 내부지배구조 메카니즘외에 외국주요주주와 외국인이사를 전문성과 독립성을 갖춘 기업의 감시주체로 보고 이들이 존재할 때 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미친다고 하였다.

Khanna and Palupu[15]는 인도기업을 대상으로 기업집단에 속한 기업의 수익성을 기업집단에 속하지 않은 독립적인 기업의 수익성과 비교하였는데 다각화된 기업집단에 속한 기업의 수익성이 더 높았다고 보고하였다.

<가설 2> 외국인지분율은 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다.

외국인투자자와 기관투자자는 정보의 수집·분석이 다른 정보이용자에 비해 뛰어나기 때문에, 이들의 보유지분이 증가함에 따라 이들은 경영자의 수탁책임을 강조하고 기업경영의 감시자로서의 역할을 담당할 것이다. 이를 통해 외국인 지분율과 기관투자자 지분율은 회계투명성 및 기업가치와 관련성을 가질 수 있다.

국내연구로 신현한 등[7]은 외국인 주요주주가 전문성

과 독립성이 있으며, 동시에 감시의 인센티브를 가지고 있는 기업 감시주체로서 역할을 수행한 결과, 이들이 존재할 때 기업가치가 증가한다는 실증적 결과를 제시하였다. 기관투자자의 감시역할을 살펴본 김영숙·이재춘[2]은 기관투자자의 지분이 증가할수록 기업가치가 증가함을 보고하였다.

**<가설 3> 대주주지분율과 영업현금흐름간에는 양(+)의 차이가 있다.**

기업의 성과는 미래 현금흐름에 영향을 미치게 되고, 회계투명성은 기업지배구조의 개선에 영향을 미치게 되며 궁극적으로 기업가치의 증가를 가져오게 된다[17]. 따라서 주요한 판단변수는 영업현금흐름일 것이다.

**<가설 4> 외국인지분율과 부채비율간에는 음(-)의 차이가 있다.**

대주주지분율이 높은 기업의 경우 주주가 직접 기업을 경영하는 경우가 많고 전략적 사업추진에 과감한 의사결정을 하는 공격적 투자를 함으로써 많은 외부자금을 필요로 할 것으로 보고 이에 따른 재무위험도도 높은 것으로 보았다. 따라서 외국인투자자들은 이러한 재무위험도를 회피하기 위하여 상대적으로 부채비율이 낮은 기업에 높은 지분율을 확보하고 있을 것이다.

**3.2 연구모형**

본 연구의 모형은 앞에서 언급한 가설을 검증하기 위하여 다음과 같이 설정된다. <가설1>과 <가설2>는 기업 지배구조가 기업가치에 미치는 영향을 검토하기 위하여 아래의 회귀모형을 적용하며, <가설3>과 <가설4>를 검증하기 위하여 집단간 차이분석을 실시한다.

$$\begin{aligned} Co\_Value_{it} = & \alpha + \beta_1 Equity_{it} + \beta_2 Foreign_{it} \\ & + \beta_3 Debt_{it} + \beta_4 Reserve_{it} \\ & + \beta_5 lnSize_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

여기서, Co\_Value : 기업가치는 초과수익률(AR), 시장가치(Market Value)로 두 가지 분석

- Equity : 대주주지분율
- Foreign : 외국인지분율
- Debt : 부채비율
- Reserve : 유보율
- lnSize : 기업규모(총자산의 자연로그값)
- ε : 잔차항

$it$  :  $i$  기업의  $t$  시점

기업의 가치는 두 가지 방법으로 계산한다. 평균초과수익률을 바탕으로 기업가치를 추정하는 방법은 아래(식 1)의 초과수익률을(식 2)와 같이 계산하며, 시장가치(Market Value)는 해당 회계연도의 마지막 거래일의 보통주 시가총액값으로 한국증권전산(KOSCOM)으로부터 수신 받은 데이터를 이용하였다.

$$\begin{aligned} AR_{it} &= R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (\text{식 1}) \\ AAR_{it} &= \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (\text{식 2}) \end{aligned}$$

여기서,  $AR_{it}$  = 초과수익률

$R_{it}$  =  $t$  시점의 기업  $i$ 의 주식수익률

$R_{mt}$  =  $t$  시점의 시장 포트폴리오 수익률

$\alpha_i, \beta_i$  = 시장모형에서 주식  $i$ 의 절편과 기울기의 OLS 추정치

**3.3 연구표본과 기간**

본 연구는 우리나라 증권거래소에 상장되어 있으며 엔터테인먼트 업종으로 분류된 44개 기업을 대상으로 하였으며, 분석기간은 2004년부터 2008년까지로 규정하였다. 지배구조, 회계지표 및 초과수익률에 관한 자료는 한국신용평가정보(주)의 Kis-ValueⅡ를 통하여 수집하였다. 표본기업은 12월 결산법인이며, 자료가 누락되거나 획득하기 어려운 기업은 제외하였다.

**4. 분석결과**

**4.1 기초통계량**

표 3은 본 연구를 위한 주요한 변수들간의 기초통계량을 요약하여 제시한 것이다. 특징적인 것은 영업현금흐름(CFO)과 영업이익률이 음(-)을 기록하고 있다는 것이다. 이는 우리나라엔터테인먼트 기업의 경우 매우 취약한 수익구조를 가지고 있으며, 이에 따라 현금흐름도 대단히 나쁜 것을 알 수 있다. 그럼에도 불구하고 총자산증가율은 평균적으로 48%를 상회하고 있기에 엔터테인먼트업종에 속한 기업들은 수익성 개선보다는 외형적 확장을 통한 자금조달을 하고 있음을 추정할 수 있다.

[표 3] 변수의 기초통계량

변수명	평균	표준편차	분산	왜도	첨도	중간값
Equity	22.6724	16.0721	258.3135	1.2055	1.9821	18.8900
Foreign	3.9749	8.4018	70.5904	3.4347	13.1426	0.8350
Size	3.22E13	2.54E13	6.45E23	1.9735	5.9752	2.64E11
CFO	-2.83E12	6.74E7	4.55E22	-0.9603	8.7071	-2.38E10
FFO	1.32E13	1.62E13	2.64E23	1.7243	4.9059	9.45E11
Asset	48.2565	175.5919	30833.0	5.9691	46.0738	10.1650
OI	-14.5083	20.5633	422.8502	-0.8561	2.7794	-11.8850
Debt	201.1948	487.1237	237289.51	6.4993	50.3887	74.7450
Reserve	105.6392	370.9169	137579.0	-3.7396	41.0826	46.4900

Equity : 대주주지분율, Foreign : 외국인지분율, Size : 기업규모, CFO : 영업현금흐름, FFO : 재무활동현금흐름, Asset : 총자산증가율, OI : 영업이익률, Debt : 부채비율, Reserve : 유보율

[표 4] 상관관계 분석

변수명	Equity	Foreign	Debt	Reserve	lnSize
Equity	1.0000				
Foreign	-0.0427 (0.6560)	1.0000			
Debt	-0.0112 (0.8898)	-0.0164 (0.8508)	1.0000		
Reserve	0.0256 (0.7391)	-0.0022 (0.9791)	-0.2449*** (0.0005)	1.0000	
lnSize	0.1639** (0.0312)	0.2544*** (0.0020)	0.0292 (0.6824)	0.0285 (0.6754)	1.0000

수치는 상관계수, ( )안은 P-value, \* 0.1 수준, \*\* 0.05 수준, \*\*\* 0.01 수준에서 유의

Equity : 대주주지분율, Foreign : 외국인지분율, Debt : 부채비율, Reserve : 유보율, lnSize : 기업규모(총자산의 자연로그값)

## 4.2 가설검증

### 4.2.1 지배구조와 기업가치 검증

표 4는 독립변수들간의 상관관계를 요약한 표이다. 대주주지분율 및 외국인지분율과 기업규모는 유의한 정(+)의 상관관계가 있으며, 부채비율과 유보율은 유의한 음(-)의 상관관계가 있다. 이를 해석하면 규모가 큰 기업일수록 대주주지분율과 외국인지분율이 높으며, 부채비율이 높을수록 기업의 재무건전성을 위해 내부에 적립되는 유보액은 낮아지는 것을 의미한다.

지분율, 외국인지분율, 부채비율, 유보율, 기업규모를 독립변수로 하였을 때의 회귀분석 결과를 요약한 표이다. 기업가치는 초과수익률과 시장가치로 각각 구분하여 분석하였다.

분석모형의 적합성을 나타내는 F값은 각각 1.36(0.2458)과 11.60(0.0001)로 나타나 초과수익률 모형보다는 시장가치 모형이 통계적으로 더 적합하였으며, 모형의 설명력을 나타내는 Adj R<sup>2</sup>의 값은 0.0682와 0.3790으로 나타났다. 모형상으로는 보면 제시된 독립변수에 대한 종속변수의 설명력은 종속변수를 시장가치로 하였을 때가 더 높다고 할 수 있다.

독립변수들간에 상관관계가 존재하여 회귀계수값이 불안정하게 될 것을 우려하여, Durbin-Watson D값으로 다중공선성(multicollinearity)을 확인하였다. D-W 값은 2에 가까울 수록 양호한 값인데 각각 1.942와 1.539로 분석모델의 독립변수간 다중공선성은 없다고 판단된다.

우선 평균초과수익률로 기업가치를 정의할 경우, 기업가치에 영향을 미치는 변수는 외국인지분율이 0.05 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미쳤다. 또한 시장가치로 기업가치를 규정할 경우, 기업규모가 0.01 수준에서 유의한 양(+)의 영향력이 있고, 부채비율은 0.05 수준에서 음(-)의 영향력을 미치고 있음을 알 수 있다. 따라서 <가설 1>은 기각되지만 <가설 2>는 채택된다.

이러한 원인은 앞의 선행연구에서 밝힌 바 있듯이 외국인투자자와 기관투자자는 정보의 수집·분석이 다른 정보이용자에 비해 뛰어 나기 때문에 이들의 보유지분이 증가함에 따라 경영자의 수탁책임을 강조하고 기업경영의 감시자로서의 역할을 담당하므로, 회계투명성 및 기업가치와 관련성을 가질 수 있다.

[표 5] 회귀분석

분석모형	Co_Value <sub>it</sub> = α + β <sub>1</sub> Equity <sub>it</sub> + β <sub>2</sub> Foreign <sub>it</sub> + β <sub>3</sub> Debt <sub>it</sub> + β <sub>4</sub> Reserve <sub>it</sub> + β <sub>5</sub> lnSize <sub>it</sub> + ε <sub>it</sub>							
	독립변수	Adj R <sup>2</sup>	절편	Equity	Foreign	Debt	Reserve	lnSize
중속변수								
AAR	0.0682	-0.67 (0.5050)	0.32 (0.7515)	2.05** (0.0432)	-0.67 (0.5056)	-0.51 (0.6087)	0.68 (0.4978)	
MV	0.3790	3.42 (0.0009)	0.56 (0.5756)	0.51 (0.6125)	-2.32** (0.0226)	0.50 (0.6195)	6.86*** (0.0001)	

수치는 회귀계수, ( )안은 P-value, \* 0.1 수준, \*\* 0.05 수준, \*\*\* 0.01 수준에서 유의  
 Co\_Value : 기업가치는 평균초과수익률(AAR), 시장가치(Market Value)는 로그값  
 Equity : 대주주지분율, Foreign : 외국인지분율, Debt : 부채비율, Reserve : 유보율, lnSize : 기업규모(총자산의 자연로그값)

[표 6] 지배구조에 따른 회계지표의 차이분석

구분	lnCFO	lnFFO	Asset	OI	Debt	Reserve
대주주 지분율	2.00** (0.0464)	-0.62 (0.5355)	0.05 (0.9572)	0.27 (0.7860)	-0.88 (0.3788)	-0.01 (0.9957)
외국인 지분율	0.84 (0.4025)	-0.71 (0.4774)	-0.65 (0.5172)	0.52 (0.6019)	-0.53 (0.5996)	0.52 (0.6034)

수치는 t-value, ( )안은 P-value, \* 0.1 수준, \*\* 0.05 수준, \*\*\* 0.01 수준에서 유의  
 lnCFO : 영업현금흐름의 자연로그값, lnFFO : 재무활동현금흐름의 자연로그값, Asset : 총자산증가율,  
 OI : 영업이익률, Debt : 부채비율, Reserve : 유보율

#### 4.2.2 지배구조와 회계지표의 차이 검증

표 6은 <가설3>과 <가설4>를 검증하기 위한 차이분석의 결과를 요약한 표이다. 기준변수를 대주주지분율로 하였을 경우를 설명하면, 우선 대주주지분율의 평균을 계산한 후, 평균값 이상의 집단과 평균값 이하의 집단으로 구분하였다. 이 두 집단간의 영업현금흐름, 재무활동현금흐름, 총자산증가율, 영업이익률, 부채비율, 유보율간의 차이를 검증한 결과 영업활동현금흐름이 유의한 양(+)<sup>의 차이가 있음이 증명되었다. 이는 본 연구에서 제시한 <가설3>이 채택되는 것이다.</sup>

두 번째로, 외국인지분율을 평균 이상의 집단과 평균 이하의 집단으로 구분하여 그 차이를 분석한 결과, 위에서 제시한 회계지표의 집단간 차이는 발견되지 않았다. 따라서 <가설4>는 기각한다. 즉 엔터테인먼트회사에 대한 외국인투자자의 투자사결정에 재무적 안정성이 중요하게 고려되지는 않는다는 것을 의미한다고 할 수 있다.

업도산의 중요한 원인이었다. 우리나라의 엔터테인먼트 산업 또한 이렇다 할 기업구조를 갖추기도 전에 몸집을 키웠기 때문에 건설하지 못한 모습을 곳곳에서 노출시키고 있다.

이에 본 연구는 지배구조와 기업가치와의 관계에 관한 국내외 문헌을 검토한 후, 네 개의 가설을 설정하였다. 이를 검증하기 위하여, 대주주 및 외국인지분율이 기업가치 및 회계지표에 미치는 영향과 차이를 분석하였다.

연구의 결과는 다음과 같이 요약될 수 있다.

첫째, 기업가치를 중속변수로 하고, 대주주지분율, 외국인지분율, 부채비율, 유보율, 기업규모를 독립변수로 하였을 때의 회귀분석 결과를 보면, 우선 평균초과수익률로 기업가치를 정의할 경우, 기업가치에 영향을 미치는 변수는 외국인지분율이 0.05 수준에서 유의한 양(+)<sup>의 영향을 미쳤다. 또한 시장가치로 기업가치를 규정할 경우, 기업규모가 0.01 수준, 그리고 부채비율이 0.05 수준에서 유의한 음(-)의 영향력이 있음을 알 수 있다. 위의 결과를 종합하면, 외국인지분율이 높을수록, 기업규모가 클수록, 부채비율이 낮을수록 기업의 가치는 높게 나타났다.</sup>

둘째, 지분율에 따른 회계지표의 차이분석의 결과는 대주주지분율이 높은 기업이 영업현금흐름이 좋다는 결과가 도출되었다. 그러나 외국인지분율에 따른 집단간 차이분석에서 회계지표의 차이는 발견되지 않았다.

### 5. 결론

IMF를 겪은 우리나라는 기업지배구조에 대해 많은 관심을 보여 왔다. 기업의 수익성 개선을 통한 성장전략이 아닌 금융기관의 차입에 의한 외형위주의 성장전략이 기

## 참고문헌

- [1] 김성우, 이기환, “기관투자자의 소유지분비율이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 전문경영인연구, 한국전문경영인학회, Vol.8(1), pp.53-76, 2005.
- [2] 김영숙, 이재춘, “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”, 증권학회지, 제26권, pp.173-197, 2000.
- [3] 김윤겸, 고성삼, “외국인 주식투자 한도 확대정책이 소유구조 및 기업가치에 미치는 영향”, 세무와회계저널, 제3권 제1호, pp.33-67, 2002.
- [4] 김정섭, 한국 방송 엔터테인먼트 산업 리포트, 커뮤니케이션북스, pp.315-320, 2007.
- [5] 박기성, “소유 구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin Q의 관계에 관한 연구”, 증권학회지, 제30집, pp.297-325, 2002.
- [6] 심준섭, “외국인 소유지분이 재무특성과 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 경남대학교 박사학위논문, p.113, 2001.
- [7] 신현한, 이상철, 장진호, “외부감시주체와 기업가치”, 재무연구, 제17권 제1호, pp.41-72, 2004.
- [8] 양승훈, “한국CEO가 생각하는 엔터테인먼트의 개념적 정의 : 한양대 최고엔터테인먼트과정 수료자를 중심으로”, 세리엔터테인먼트연구, 제6호, 한국엔터테인먼트산업연구원, pp.61-83, 2006.
- [9] 장병섭, “도산기업의 지배구조에 관한 연구”, 재산법연구, 제24권 제1호, 한국재산법학회, pp.273-305, 2007.
- [10] 전재익, “기업소유집중도와 기업가치와의 관계에 관한 연구성과 고찰”, 세무회계연구, 한국세무회계학회, pp.27-50, 2008.
- [11] Brickley, J., Lease, R., and Smith, C., “Ownership Structure and Voting on Anti-takeover Amendments”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp.267-291, 1998.
- [12] Fama, E. F. and Jensen, M. C., “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, 26, 1983.
- [13] Jensen, M. C. and Meckling, W. H., “The theory of the firm : Managerial Behavior, agency cost and ownership structure”, *Journal of financial Economics*, 3, pp.305-360, 1976.
- [14] Kang, J. K., and Stulz, R. M., “Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan”, *Journal of Financial Economics*, 46, pp.3-28, 1997.
- [15] Khanna, T. and Palupu, K., “Is Group Affiliation profitable in Emerging Markets : An Analysis of Diversified Indian Business Group”, *Journal of Finance*, 55, pp.867-891, 2000.
- [16] McConnel J. J. and Servaes, H., “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp.595-612, 1990.
- [17] Pound, J., “Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight”, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.237-265, 1988.
- [18] Shleifer, A. and Vishny, R. W., “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52, pp.737-783, 1997.
- [19] www.fnnews.com (2009. 5. 5)

이 재 혁(Jaehyuck Lee )

[정회원]



- 2001년 3월 ~ 현재 : 안양대학교 교양학부 교수

<관심분야>  
엔터테인먼트산업, 한류, 기업가치