

# 기업의 소유구조가 주식수익률에 미치는 영향

이해영<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>강남대학교 경영대학

## The Effects of Corporate Owner Structure on Stock Returns

Hae-Young Lee<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>College of Business Administration, Kangnam University

**요 약** 본 연구에서는 2001년 1월부터 2010년 3월까지 한국증권시장에 상장된 365개 표본기업을 대상으로 기업의 소유구조가 주식수익률에 미치는 영향을 패널자료 분석방법을 이용하여 종합적으로 분석하였다. 실증분석결과, 주가 수익률에 유의한 영향을 미치는 기업의 소유구조 변수는 기관투자자 지분율, 외국인 지분율인 것으로 나타났다. 기관 투자자 지분율은 주식수익률과 양(+)의 유의한 영향을, 외국인지분율은 음(-)의 유의한 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 이는 기관투자자들이 경영자를 효율적으로 감시-통제함으로써 대리인비용을 감소시켜 주식수익률을 높인 것으로 볼 수 있다. 한편 외국인투자자들은 기관투자자들과 달리 효율적 감시-통제를 하지 못하는 것으로 보인다. 본 연구에서 제시된 통제변수와 관련하여 기업규모가 커질수록, 장부가치/시장가치비율이 낮을수록, 순이익/주가비율이 높을수록 주식수익률이 높아지는 것으로 분석되었다.

**Abstract** This paper examines the effects of corporate ownership structure variables on stock returns. The dependent variables identified in this paper include the equity ratio of large shareholders, institutional investors and foreign investors, and the control variables are firm size, book-to-market ratio, and earning-to-price ratio and leverage. This paper finds that the results of regressions say that institutional investors and foreign investors, firm size, book-to-market ratio and earning-to-price ratio can explain the differences in stock returns using panel data.

**Key Words** : Equity ratio of large shareholders, Institutional investors, Foreign investors, Pannel data analysis, Book-to-market ratio, Earning-to-price ratio

### 1. 서론

기업의 소유구조(ownership structure)는 기업소유자의 구성내역, 즉 대주주, 경영자, 기관투자자, 종업원, 일반 투자자 등의 지분내역을 의미한다. 기업의 소유구조는 기업의 투자결정, 자본조달결정, 배당결정 등 기업행동에 영향을 미쳐 궁극적으로는 기업가치에 영향을 미치게 된다.

기업소유구조와 기업가치 사이의 관련성에 관한 연구는 여러 연구가 제시되고 있으나 크게 이해일치가설, 경영자안주가설, 절충가설 등 세 분야로 분류할 수 있다. 이해일치가설에서는 경영자지분과 기업가치 간에 정의 관

계가 존재한다고 주장하며, 경영자안주가설에서는 이해일치가설과는 반대로 경영자지분과 기업가치 간에는 부의 관계가 존재한다고 주장한다. 한편 절충가설에서는 경영자의 지분율에 따라 기업가치가 다를 수 있다고 주장한다. 즉, 절충가설은 일정한 범위 내에서의 지분율 수준에서는 이해일치가설이 적용되어 경영자지분율이 상승함에 따라 기업가치가 증가하게 되고, 또 다른 일정한 범위 내의 지분율 수준에서는 경영자안주가설이 적용되어 경영자지분율이 증가함에 따라 기업가치는 하락한다는 이론이다.

한편 자본자산가격결정모형(CAPM)은 위험자산의 균

이 논문은 강남대학교 교내연구비 지원을 받아 연구된 것임.

\*Corresponding Author : Hae-Young Lee

Tel: +82-10-2278-5133 email: 17h2y1@kangnam.ac.kr

접수일 12년 06월 07일 수정일 12년 06월 18일

재재확정일 12년 07월 12일

행기대수익률이 그 자산의 수익률과 시장포트폴리오의 수익률간의 공분산(또는 베타계수)에 대해서 선형함수의 관계를 가진다는 것이다. 그러나 기존의 많은 실증적 연구에 의하면 기존의 CAPM의 내용과는 달리 시장베타 이외에 기본적 변수들(fundamental variables), 즉 기업규모, 장부가치/시장이치비율, 순이익/주가비율, 현금흐름/주가비율, 레버리지 등이 주식수익률에 영향을 주고 있는 것으로 나타나고 있다. 우리나라의 경우도 이와 관련된 많은 연구가 진행되어 왔으며, 그동안의 연구결과에 의하면 기업규모, 순이익/주가 비율, 레버리지 등 각각의 기본적 변수가 주식수익률에 영향을 미치고 있는 것으로 나타나고 있다.

기업의 지배구조변수로서의 소유구조가 주가수익률에 미치는 영향에 대한 연구는 Mitton[14]이 한국 포함 동아시아 5개국 기업을 대상으로 1997년부터 1998년 금융위기 기간 동안 분석한 연구가 있기는 하나, 지금까지는 국내 기업을 대상으로 기업의 성과 변수라 할 수 있는 주가수익률이 기업의 지배구조에 어떠한 영향을 받느냐에 관한 연구는 거의 제시되고 있지 못하다. 또한 이전에 이 분야의 연구들은 횡단면 분석이나 시계열 분석 어느 한 방법론에 의지하여 연구 결과를 제시하고 있다.

본 연구의 목적은 기업의 소유구조가 주식수익률에 유의적인 변수가 되는지를 확인하는 데 있다. 따라서 본 연구에서는 횡단면 자료와 시계열 자료를 결합한 패널자료(panel data)를 이용하여 패널자료분석방법으로 연구모형을 실증적으로 분석하고자 한다. 일반적으로 패널자료를 사용하면 Hsiao[11]가 지적한 바와 같이 표본의 크기를 확대시켜 자유도를 증가시키고 이론적으로 설명변수간 다중공선성 문제를 완화한다고 알려져 있다.

## 2. 문헌연구

이해일치가설은 Jensen과 Meckling[12]의 고전적 대리인이론에 기초한 것으로 내부주주의 지분이 증가할수록 경영자와 외부주주 사이의 이해상충이 감소하고 이해가 일치한다는 주장이다. 이 가설에 따르면 경영자의 지분이 증가하면 대리인비용이 감소하여 기업가치가 증가하므로 경영자지분과 기업가치 간에는 정의 관계가 있다는 것이다. 이 가설을 지지하는 대표적인 실증적 연구로는 Holderness and Sheehan[10], Ang et al.[1] 등을 들 수 있다.

Holderness and Sheehan[10]은 Tobin's Q를 사용하여 50%이상 지분을 소유한 대주주가 있는 기업이 20%이상의 대주주가 없는 기업을 대상으로 소유구조에 따른 기업가치에 차이가 있는지를 검증하였다. Ang et al.[1]은

1,708개의 소기업을 대상으로 경영자소유지분율과 대리인비용과의 관계를 분석하여, 이들 간에 음(-) 관계가 있음을 입증하였다.

반면에, 경영자안주가설은 경영자의 소유지분이 증가하면 경영자는 자신의 지위가 확고하게 보장됨으로써 주주의 부가 희생되더라도 자신의 이익을 극대화하기 위하여 자신의 보수나 사무실 등 경비사용에 있어서 보다 많은 사적소비를 하게 된다는 주장이다. 이 가설에 따르면 경영자의 지분이 증가할수록 기업가치는 감소한다는 것이며, 이해일치가설과는 반대되는 관계를 제시하고 있다. 이 가설을 지지하는 대표적인 실증적 연구로는 DeAngelo and Rice[7], Baek et al.[2] 등의 연구를 들 수 있다.

DeAngelo and Rice[7]는 1977년부터 1980년까지 142건의 사건연구를 통해 소유지분과 기업가치사이의 음(-) 관계를 보여주었다. 한편 Baek et al.[2]는 1997년 11월과 1998년 12월 사이 상장된 기업을 대상으로 외환위기발생 일 전후의 매수보유수익률을 종속변수로 한 회귀분석에서 재벌더미변수와 최대소유경영자지분이 음(-)인 영향을 미침을 보여주었다.

절충가설은 경영자의 지분율이 증가함에 따라 기업가치가 어떻게 변하느냐 하는 문제가 앞에서 설명한 두 가설처럼 일률적으로 증가, 또는 감소하는 것이 아니라 경영자의 지분율의 정도와 기업이 처해진 상황에 따라 달리 나타날 수 있다는 주장이다. 즉 이 가설은 경영자의 지분율이 달라짐에 따라 경영자가 자신의 이해관계를 주주의 입장과 일치시키려는 성향과, 반대로 경영자가 기업의 자원을 자신의 사적이익을 위하여 사용하려는 성향은 경영자 지분율의 크기에 따라 달라질 수 있으며, 각국의 자본시장과 기업제도, 특히 기업지배권시장의 효율성 여부에 따라서도 달라질 수 있다는 것이다. 절충가설을 지지하는 대표적인 실증적 연구로는 McConnell & Servaes[13], Cho[6] 등의 연구가 있다.

McConnell and Servaes[13]는 Tobin Q와 내부경영자의 지분율, 보통주 5% 이상의 대주주 지분율, 기관투자자 지분율과 기업가치 사이의 관계를 분석하였다. 분석결과, 내부자지분율이 40%에서 50%에 이를 때까지 지분율의 증가에 따라 Tobin Q가 증가하나, 지분율이 더 이상 증가하면 Tobin Q가 하락하는 곡선관계가 존재한다고 하였다. Cho[6]는 1991년 Fortune지에 실린 미국 500개의 제조기업 중 326개의 기업을 대상으로 기업의 소유구조와 투자규모를 통한 기업가치와의 관계를 분석하였다. 내부자지분율(insider ownership)과 투자규모는 비단조적 관계(nonmonotonic relation)를 나타내었다.

주식수익률에 영향을 미치는 요인을 찾으려는 시도는 Chan, Hamao, and Lakonishok[5], Haugen and Baker[8],

Vuolteenaho[15] 등에 의하여 제시되었다. Chan, Hamao, and Lakonis-hok[5]은 미국시장에서 주식수익률의 설명요인으로 주로 이용되고 있는 기업규모, 순이익/주가 비율, 현금흐름/주가 비율, 장부가치/시장가치 비율 등 기본적인 변수를 이용하여 일본시장에서 주식수익률의 횡단면적 예측가능성을 검증하였다. Haugen and Baker[8]는 주식 기대수익률의 횡단면적 차이를 설명하는 요인의 존재 및 영향정도가 기간과 국가에 관계없이 안정적인 지를 살펴보았다. 그들의 연구결과에 의하면, 기존의 연구결과와 달리 기대수익률과 실제수익률이 높은 주식들은 낮은 주가에 비해 위험이 낮았으며, 주식의 기대수익률에 영향을 미치는 중요한 결정요인은 주요국의 주식시장에서 공통적으로 나타났다. Vuolteenaho[15]는 개별주식에 대한 장부가치/시장가치 비율의 횡단면에서 현금흐름에 대한 정보가 개별주식의 기대수익률예측에 영향을 미친다고 주장하였다.

### 3. 실증자료와 연구모형

#### 3.1 실증자료

본 연구는 2001년 1월부터 2010년 3월까지 기간을 기준으로 한국증권시장에 상장된 기업을 대상으로 주식수익률과 기본적 변수간의 관계에 관한 실증분석을 실시하였다. Banz and Breen[4]에 의하면 기본적 변수에 대한 연구는 실제로는 일정한 기간이 지난 후 알게 되는 재무제표자료를 결산기 말에 바로 사용함으로써 나타날 수 있는 선견자 편(bias)에 의해서 왜곡될 수 있다. 따라서 본 연구는 선견자 편을 제거하기 위하여 결산기 말로부터 3개월이 지난 후 재무제표자료를 사용할 수 있다고 전제하여 실증분석을 실시하였다. 예를 들어, t-1년도 결산기 말 재무제표자료에 의해서 산출된 기본적 변수를 이용하여 3개월 후인 t년도 4월 말부터 t+1년도 3월말까지의 연간 주식수익률을 분석하였다. 이 경우 결산기말이 12월 이 아닌 기업의 경우 재무제표가 알려지는 시점이 t년도 3월말 이전이기 때문에 다소 문제가 될 수 있으므로 본 연구에서는 표본기업을 12월 결산법인에 국한하였다. 본 연구에서 표본선정을 2001년부터 시작한 이유는 1997년부터 2000년은 외환위기 영향으로 인해 전체적으로 저조한 기업성적을 경험하였으며 실증분석에서 노이즈가 심한 기간이기 때문이다.

본 연구에서 사용하는 표본기업은 2010년 3월말 현재 한국거래소에 상장되어 있는 회사를 대상으로 하였다. 2010년 3월말 현재 한국증권거래소에 상장되어 있는 기

업은 763개사이고, 이중 2001년 초 현재 상장된 기업은 689개사인데, 본 연구의 목적을 수행하기 위하여 다음 기준에 따라 표본기업을 선정하였다. ① 분석대상기간 중 계속 상장되어 있는 기업, ② 분석대상기간 중 본 연구에 필요한 회계자료와 지분율 자료를 얻을 수 있는 기업, ③ 분석대상기간 중 자본잠식이 100% 이상인 경우가 없는 기업, ④ 분석대상기간 중 결산기를 계속 12월로 유지한 기업, ⑤ 분석대상기간 중 업종을 변경하지 않아 증권거래소의 소속 산업의 분류에 동일한 산업에 계속 속한 기업, ⑥ 금융업소속 기업 제외.

이상의 기준을 충족시켜 실증분석을 위하여 최종적으로 선정된 표본은 375개 기업이다. 표본의 업종별 분포는 15개 산업으로 구분되며, 산업분류는 한국거래소의 업종대분류를 적용한 후 제조업에 대하여는 중분류를 사용하였다. 본 연구에 필요한 회계자료와 수익률자료는 한국상장회사협의회 상장회사 Database Package System인 기업정보웨어하우스 TS2006과 (주)한국신용평가의 KisValue에서 발췌하였다.

#### 3.2 변수의 설정 및 연구모형

본 연구에서 기업의 소유구조가 주가수익률에 미치는 영향을 분석하는데 있어 독립변수로 대주주1인 지분율, 기관투자자 지분율, 외국인투자자 지분율을 사용하였다.

대주주지분율과 주식수익률 사이의 관계는 대주주의 지분이 높을수록 대리인비용을 감소시키므로 주가수익률은 증가한다고 기대할 수 있다. 본 연구에서는 각 연도별로 대주주1인의 지분율은 다음 식(1)의 LSH로 측정하였다. 즉, 식(1)의 LSH를 각 기업별( $j = 1, 2, \dots, 365$ ) 및 각 연도별( $t = 2001, 2002, \dots, 2008$ )로 측정하여 이용하였다.

$$LSH = \text{대주주1인 지분율} \quad (1)$$

본 연구에서 기관투자자 지분율을 독립변수로 포함하는 이유는 기관투자자가 기업경영에 대하여 수동적인 자세에서 벗어나 경영진을 효율적으로 감시하여 대리비용을 감소시키므로 기관투자자의 지분이 높을수록 주가수익률이 증가하는 가를 검증하기 위함이다. 기관투자자 지분율은 한국상장회사협의회 상장회사총량의 소액주주 법인 지분을 사용하였다. 본 연구에서는 기관투자자의 지분율은 다음 식(2)의 ISI로 측정하였다.

$$ISI = \text{기관투자자 지분율} \quad (2)$$

본 연구에서는 외국인투자자의 지분율과 주가수익률에 주는 영향을 분석하기 위하여 외국인투자자 지분율은 독립변수에 포함하였다. 외국인의 지분이 높을수록 외국인들은 기업경영에 대하여 수동적인 자세를 취하므로 경영진을 효율적으로 감시하기 위한 대리인비용을 증가시키므로 주가수익률은 감소한다고 기대할 수 있다. 외국인투자자 지분율은 상장회사총량의 기타주주에서 외국인지분율을 사용하였다. 본 연구에서는 외국인투자자의 지분율을 다음 식(3)의 *IFI*로 측정하였다.

$$IFI = \text{외국인투자자 지분율} \quad (3)$$

본 연구에서 사용할 통제변수는 기업규모, 장부가치/시장가치비율, 순이익/주가 비율, 재무레버리지 등으로 하였다. 이 변수들은 기존의 연구결과를 토대로 선정된 것이다.

본 연구에서는 기업규모는 총자산의 상대적 크기인 다음 식(4)의 *SIZ*를 측정하였다. 식(4)와 같이 총자산의 장부가치에 자연대수를 취하여 변수를 측정한 이유는 다른 독립변수들이 비율자료가 많아 이와 균형을 맞추고 또한 독립변수와 종속변수 사이의 선형관계를 충족시켜 주기 위함이다.

$$SIZ = \ln(\text{총자산의 장부가치}) \quad (4)$$

본 연구에서는 장부가치/시장가치 비율을 자기자본의 장부가치를 시가총액으로 나눈 값으로 정의하고자 한다. 여기에서 자기자본의 장부가치는 자기자본총계(장부가액)에서 우선주자본금(액면가액)을 공제하여 계산하였다. 즉 식(5)의 *BTM*를 측정하여 장부가치/시장가치 비율로 이용하였다.

$$BTM = \frac{\text{자기자본의 장부가액}}{\text{보통주의 기말주가} \times \text{발행주식수}} \quad (5)$$

본 연구에서는 순이익/주가 비율(*E/P*)을 주당순이익을 해당연도의 증가로 나누어준 다음 식(6)의 *EPR*로 측정하였다.

$$EPR = \frac{\text{주당순이익}}{\text{주가}} \quad (6)$$

본 연구에서는 타인자본의존도의 계량적 대용물로 선행연구들에서 가장 많이 사용한 다음 식(7)의 부채비율 *LEV*를 이용하였다.

$$LEV = \frac{\text{총부채}}{\text{자기자본}} \quad (7)$$

본 연구의 수익률 변수는 다음 식(8)의 연간수익률 *RET*를 사용하였다. 식(8)의 연간 수익률은 t-1년도 결산 기말 재무제표자료에 의해서 산출된 기본적 변수에 대응하기 위하여 3개월 후인 t년도 4월말부터 t+1년도 3월말까지의 연간 주식수익률을 사용하였다. 예를 들어, 2001년도의 기본적 변수에 대응하기 위한 연간수익률은 2002년도 4월말부터 2003년도 3월말까지의 연간 주식수익률을 사용하였다. 이와 같이 계산하여 마지막 2008년도의 독립변수들에 대응하기 위한 연간수익률은 2009년도 4월말부터 2010년도 3월말까지의 연간 주식수익률을 사용하였다.

$$RET = \text{연간수익률} \quad (8)$$

이상에서 변수들을 가지고 본 연구에서는 다음과 같은 다중회귀모형을 고려하였다.

$$RET_{jt+1} = \beta_1 LSH_{jt} + \beta_2 ISI_{jt} + \beta_3 IFI_{jt} + \beta_4 SIZ_{jt} + \beta_5 BTM_{jt} + \beta_6 EPR_{jt} + \beta_7 LEV_{jt} + \alpha_j + \lambda_t + u_{jt} \quad (9)$$

단,  $j = 1, 2, \dots, 375, t = 2001, 2002, \dots, 2008$

본 연구에서는 식(9)의 모형을 패널자료분석법을 사용하여 분석하고자 한다. 이 분석법에서 모형의 적합성을 추정하는 첫 번째 단계는 모형내의 기업특성효과( $\alpha_j$ )와 시간특성효과( $\lambda_t$ )가 존재하는가를 검증하는 것이다. 그러나 이 가설을 기각되는 경우에는 오차항은  $\alpha_j + \lambda_t + u_{jt}$ 와 같이 되고,  $\alpha_j, \lambda_t$ 의 존재로 인하여 OLS로는 효율적 추정량을 구할 수 없게 된다. 이 가설에 대한 검증은 일반적으로 Breursh and Pagan[4]의 Lagrange 승수법에 의하여 이루어진다.

추정모형에서  $\alpha_j, \lambda_t$ 의 존재가 확인되는 경우 두 번째 단계는  $\alpha_j, \lambda_t$ 를 고정효과 모형(fixed effect model)으로 추정할 것인가 혹은 임의효과모형(random effect model)으로 추정할 것인가를 검증하여야 한다. 두 모형의 적합성을 비교하기 위해서는 Hausman[9] 검정을 실시한다. 이 검정은 기업특성변수와 독립변수사이의 상관관계가 없다는 가설을 설정하고 이 가설이 채택될 경우에는 임의효과모형에 의한 GLS추정량이 일치성과 효율성을 가지게 되어 임의효과모형으로 추정하는 것이 바람직하다. 만약 이 가설이 기각된다면 GLS추정량은 불일치성을 가

지게 되어 고정효과모형에 의한 추정이 바람직하게 된다.

#### 4. 실증분석결과

본 연구에서는 첫 번째 단계로 패널분석모형이 적절한지를 검증하기 위하여 Lagrange Multiplier 검정을 수행하였다. 분석 결과 Breusch and Pagan[4]의 LM 통계치는 표 1의 마지막에서 두 번째 행과 같다. 표 1의 마지막에서 두 번째 행에서 볼 수 있는 바와 같이 식(9)의 모형을 독립변수를 지배구조변수만 사용하였을 때는 6.05, 전체 모형에 대하여는 8.90으로 나타나 기업특성효과와 시간 특성효과가 본 연구의 모형에 존재하지 않는다는 귀무가설이 5% 유의 수준에서 기각될 수 있다. 따라서 이 결과는 기업특성효과와 시간특성효과가 본 연구의 모형에 존재한다는 의미로 Housman 검정에 의하여 고정효과모형과 확률효과모형의 적합성을 두 번째 단계에서 검증할 필요가 있음을 보여 주고 있다.

[표 1] 회귀분석결과

[Table 1] Results of Regression Analysis

변수	일반최소자승법(OLS)		고정효과모형	
<i>LSH</i>	0.0719 (0.529)	0.1369 (1.000)	0.1202 (0.483)	0.2591 (1.034)
<i>INS</i>	0.1839 (0.598)	0.1605 (0.460)	1.5237** (2.621)	0.9934* (1.963)
<i>IFI</i>	-0.2014 (-1.114)	-0.1131 (-0.586)	-1.8734** (-4.465)	-1.3896** (-3.229)
<i>SIZ</i>		0.0144 (0.659)		-0.2343* (-2.295)
<i>BTM</i>		0.1196** (3.654)		0.1871 (4.312)
<i>EPR</i>		-0.0316* (-2.026)		-0.0590** (-3.467)
<i>LEV</i>		-0.0033 (-1.078)		-0.0026 (-0.767)
상수	0.2601** (0.4.410)	-0.2116 -0.375		
<i>n</i>	2,920	2,920	2,920	2,920
<i>Adj R<sup>2</sup></i>	0.011	0.113	0.079	0.226
<i>F</i>	1.09	5.26*	0.89	8.023**
LM 통계량			6.05*	8.90*
Housman 통계량			23.87**	31.80**

주1) ( )는 t값임.

주2) \*, \*\*는 각각 유의수준 0.05, 0.01 수준에서 유의함.

본 연구의 두 번째 단계에서 수행한 Hausman 통계량은 표 1의 마지막 행에서 볼 수 있는 바와 같이 식(9)의 모형을 독립변수를 지배구조변수만 사용하였을 때는

23.87, 전체 모형에 대하여는 31.80으로 나타나 이는 유의수준 1%에서 통계적으로 유의적인 것으로 나타났다. 이 결과는 기업특성변수와 독립변수사이의 상관관계가 없다는 가설을 기각하여 고정효과모형에 의한 계수추정이 적합함을 알 수 있다.

본 연구에서 제시된 모형을 고정효과모형에 의하여 지배구조변수와 통제변수인 기본적 변수들을 종속변수로 한 회귀분석 결과는 표 1과 같다. 표 1에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 연구모형의 적합성 여부를 위한 F검정결과 OLS와 고정효과모형 모두 1% 유의수준에서 유의한 것으로 나타났다. 또한 본 연구에서 제시된 설명변수들이 종속변수의 변동을 설명하는 수정R<sup>2</sup>는 고정효과모형의 경우 22.6%로 11.3%인 OLS모형보다 훨씬 우월함을 알 수 있다. 따라서 보다 적합하다고 판단되는 고정효과모형에 의해 회귀분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 대주주지분율(*LSH*)은 통계적 유의성이 없는 것으로 나타나고 있다. 그러나 회귀계수의 부호는 양(+)으로 나타나 대주주지분율이 높을수록 대리비용이 감소하여 주가수익률은 증가한다고 해석할 수 있다.

둘째, 기관투자자지분율(*ISI*)은 유의수준 5%에서 유의적이고 부호는 양(+)으로서 기대하는 바와 일치하고 있다. 이 결과는 기관투자자지분율이 높을수록 대리비용이 감소하여 주가수익률이 높을 것이라고 기대를 실증적으로 입증하고 있다.

셋째, 외국인지분율(*IFI*)은 유의수준 1%에서 유의적이고 부호는 (-)으로 나타나 기대하는 바와 일치하고 있다. 이 결과는 외국인지분율이 높을수록 대리비용이 증가하여 주가수익률은 감소하다는 본 연구의 주장을 실증적으로 지지하고 있다.

넷째, 통제변수들에 대한 분석결과는 다음과 같다. 먼저 기업규모(*SIZ*)는 1% 유의수준에서 유의적이고 부호는 음(-)으로서 일반적인 예상과 일치하였다. 이는 기업규모가 작을수록 주식수익률이 높아지는 기업규모효과(size effect)가 우리나라 주식시장에도 존재함을 의미한다. 장부가치/시장가치 비율(*BTM*)은 1% 유의수준에서 유의적이고 부호는 양(+)으로서 일반적인 예상과 일치하였다. 이는 장부가치/시장가치 비율이 높을수록 주식수익률이 높아지는 현상, 즉 장부가치/시장가치 비율이 높은 가치주(value stock)의 투자수익률이 성장주(glamour stock)보다 높은 현상이 우리나라 주식시장에도 존재함을 의미한다. 순이익/주가 비율(*EPR*)은 1% 유의수준에서 유의적이거나 부호가 음(-)으로서 일반적인 예상과 일치하고 있다. 마지막으로 부채비율(*LEV*)은 예상과 달리 음(-)의 값을 가지면서 통계적 유의성도 없는 것으로 나타났다.

## 5. 결론

국내에서는 미국 등 선진국에 비해 기업의 지배구조 및 기본적 변수와 주식수익률의 관계에 관한 종합적이고 체계적인 연구는 미흡한 실정이다. 따라서 본 연구는 지배구조변수인 대주주1인 지분율, 기관투자자 지분율, 외국인투자자 지분율과 통제변수인 기업규모, 장부가치/시장가치비율, 순이익/주가비율, 레버리지 등 기본적 변수를 독립변수로 사용하여 주식수익률에 유의적인 변수를 확인하였다.

본 연구에서는 횡단면 자료와 시계열 자료를 결합한 패널자료(panel data)를 이용하여 패널자료분석방법으로 지배구조 등을 포함한 기본적변수와 주식수익률의 관계에 관한 실증분석을 실시하였다. 회귀분석결과를 종합하면, 국내 주식시장의 경우 짧은 실증기간의 제약으로 인하여 정확한 결론을 내리기는 어려우나 기관투자자지분율, 외국인지분율 등의 지배구조 변수와 기업규모, 장부가치/시장가치 비율, 순이익/주가 비율 등이 주식수익률의 차이를 설명할 수 있는 유의적인 변수라 할 수 있다.

지배구조 변수 중 기관투자자지분율은 주식수익률에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이는 기관투자자가 경영자를 효율적으로 감시-통제함으로써 대리인 문제를 해소하여 기업가치, 즉, 주식수익률을 증가시킨다는 효율적 감시시설을 지지해주는 결과라 할 수 있다. 한편 외국인지분율은 주식수익률에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 외국인투자자들은 기관투자자들과 달리 감시-통제 기능을 효율적으로 하지 못하고 있음을 보여주는 것으로 해석할 수 있다. 그리고 통제변수와 관련하여 기업 규모가 클수록, 장부가치/시장가치비율이 낮을수록, 순이익/주가비율이 높을수록 주식수익률은 높아지는 것으로 분석되었다. 그러나 부채비율은 주식수익률에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

본 연구의 결과는 CAPM, APM 등 기존의 균형가격결정모형의 현실적 적용의 문제점을 해결할 수 있는 모형을 개발하는 데 기여할 것이다. 그러나 실증분석기간이 불충분하여 실증결과를 일반화하는 데는 연구의 한계가 있다. 국내 주식시장의 역사가 일천하고 그나마 신빙성있는 자료의 수집이 근래에 와서야 가능해졌으므로 최근자료에만 의존하지 않을 수 없었다. 또한 상장폐지기업 등을 표본에서 제거함으로써 발생할 수 있는 생존자 편(survivorship bias)이 발생할 수 있다. 이러한 생존자 편의를 제거하기 위하여 분석기간 동안 연속적으로 상장된 기업들뿐만 아니라 중간에 상장폐지되거나 신규 상장되는 모든 기업들을 표본으로 한 연구가 필요하다. 또한 향후 연구에서는 주가수익률을 설명할 수 있는 보다 구체

적인 변수를 설정하여 기업의 주가수익률과 지배구조의 관련성에 대한 실증적인 증거를 확인할 필요가 있다고 판단된다.

## References

- [1] Ang, J.S., R.A. Cole, and J.W. Lin, "Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Finance*, 55, pp.81-106, 2000.
- [2] Baek, J.S., J.K. Kang, and K.S. Park, "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 71, pp.265-313, 2004.
- [3] Banz, R.W. and W. Breen, "Sample-Dependent Results Using Accounting and Market Data : Some Evidence," *Journal of Finance* 41, pp.779-793, Sep., 1986.
- [4] Breusch, T. and A.R. Pagan, "The Lagrange Multiplier Test and its Application to Model Specification in Econometrics," *Review of Economic Studies* 47, pp. 239-253, 1980.
- [5] Chan, Louis K.C., Y. Hamao, and J. Lakonishok, "Fundamentals and Stock Returns in Japan," *Journal of Finance* 46, pp.1467-1484, Sep., 1991.
- [6] Cho, M. "Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 47, pp.103-121, 1998.
- [7] DeAngelo, H. and M. Rice, "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth," *Journal of Law and Economics*, 27, pp.367-401, 1984.
- [8] Haugen, R.A. and N.L. Baker, "Commonality in the Determinants of Expected Stock Returns," *Journal of Financial Economics* 41, pp.401-439, 1996.
- [9] Hausman, J.A., "Specification Tests in Econometrics," *Econometrica* 46, pp.1251- 1271, 1978.
- [10] Holderness, C. and D. Sheehan, "Monitoring an Owner: The Case of Turner Broadcasting," *Journal of Financial Economics*, 30, pp.325-346, 1991.
- [11] Hsiao, C., *Analysis of Panel Data*, Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
- [12] Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360, 1976.
- [13] McConnell, J. and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27, pp.595-612, 1990.

- [15] Vuolteenaho, T., "What Drives Firm Level Stock Returns?," Journal of Finance 57, pp.233-264, 2002.
- 

이 해 영(Hae-Young Lee)

[정회원]



- 1978년 2월 : 성균관대학교 일반대학원 경영학과 (경영학석사)
- 1987년 2월 : 성균관대학교 일반대학원 경영학과 (경영학박사)
- 1980년 3월 ~ 1992년 2월 : 청주대학교 경영학과 교수
- 1992년 3월 ~ 현재 : 강남대학교 경영학과 교수

<관심분야>

재무관리, 증권투자론