

장기지향성에 대한 시장반응과 소유지배과리도*

김경태** · 노희천***

〈요 약〉

본 연구의 목적은 장기지향성에 내재된 불확실성이 소유지배과리도에 따라 자본시장에서 다르게 평가될 수 있음을 제시하는데 있다. 장기지향성에 존재하는 불확실성으로 기업가치에 반영되는 정도에 차이가 존재하므로, 장기지향적인 기업이 자본시장에서 기업가치가 높게 평가받는다고 단정할 수 없다. 따라서 장기지향성이 자본시장에서 평가받는 과정에서 소유지배과리도에 따라 어떤 차이가 나타나는지 실증적으로 확인할 필요가 있다.

선행연구에서 소유지배과리도는 대리인비용 관점에서 활용되는 측정치이다. 본 연구에서는 소유지배과리도가 차등의결권주(dual class stock)의 속성으로 인하여 경영권보호에 활용되는 속성도 함께 고려하여 가설을 설정한다. 차등의결권주는 의결권에 있어서 우선적인 권리를 갖게 되므로 경영권이 보호된다고 볼 수 있다.

본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 장기지향성에 대한 시장반응과 관련한 실증결과, 설비투자관점(LTO_A)과 연구개발관점(LTO_R)에 대해서 대규모기업집단에 속한 기업에서 그렇지 않은 경우보다 더 높게 기업가치가 평가되었다. 다음으로 소유지배과리도의 대리인비용 속성이 심각한 경우를 구분하여 실증분석한 결과, 장기지향성에 대한 시장반응에 있어서 소유지배과리도가 크더라도 그렇지 않은 경우와 비교할 때, 효과는 차이가 없음을 보여주었다. 또한 장기지향성에 대한 시장반응이 단기간에 걸친 평가가 아니라 장기적인 관점에서 자본시장에서 평가됨을 보여줌과 동시에 소유지배과리도로 인한 경영권보호가 장기지향성에 존재할 수 있는 불확실성을 보완해 주는 결과를 제시하였다.

본 연구는 다음과 같은 추가적인 공헌점이 있다. 첫째, 기업이 장기지향성이 소유지배과리도에 의하여 자본시장에서 다르게 평가됨을 확인할 수 있다. 둘째, 선행연구와 달리, 소유지배과리도가 자본시장에서 경영권보호 관점으로 이해되고 있음을 실증적으로 제시한다. 셋째, 장기지향성에 대한 시장반응이 자본시장에서 장기적으로 반영될 수 있음을 보여준다.

〈주제어〉 장기지향성, 시장반응, 소유지배과리도, 기업지배구조, 차등의결권

* 이 논문은 2019년도 서울시립대학교 교내학술연구비에 의하여 지원되었음.

** 서울시립대학교 경영대학 경영학부 교수, ktkim@uos.ac.kr, 주저자

*** 숭실대학교 경영대학 회계학과 교수, rhc0401@ssu.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

본 연구의 목적은 자본시장에서 기업의 장기지향성(long-term orientation)이 긍정적으로 평가되는 기업지배구조가 무엇인지 살펴보는 데 있다. 이를 위하여 자본시장에서 기업의 장기지향성이 평가될 때, 소유지배과리도에 따라 어떻게 달라지는지 실증분석 한다. 특히 국내에 아직 차등 의결권주가 도입되지 않은 상황에서 소유지배과리도가 경영권 보호 속성으로 작용하는지를 확인하고자 한다. 만약 소유지배과리도가 기존의 선행연구와 마찬가지로 대리인비용 속성을 반영 한다면, 소유지배과리도가 커질수록 장기지향성에 대한 시장반응은 낮아질 수 있다. 반면, 소유 지배과리도가 경영권보호 속성으로 작용한다면, 소유지배과리도가 커질수록 장기지향성에 대한 시장반응이 높을 수 있다.

장기지향성은 기업가치를 향상시키는데 본질적인 접근이지만, 장기지향성에 내재된 불확실성으로 인하여 자본시장에서 어떻게 평가될지 확인하는 과정이 필요하다(김경태·노희천 2019). 본 연구는 이런 선행연구에 기초하여 장기지향성에 내재된 불확실성이 기업지배구조에 따라 자본시장에서 다르게 평가될 수 있음을 제시하고자 한다. 장기지향성이란 기업이 지속적으로 성장하기 위하여 전략적으로 추구하는 성향을 의미한다(Wang and Bansal 2012). 장기지향적인 기업은 미래의 성과를 위하여 현재에 투자하는 성향을 지닌다(Hofstede et al. 2010 ; Haga et al. 2019). 기업의 경영에 있어서 주주의 이익을 극대화시키는 기업가치 증가가 기본적인 전제가 되는데, 이와 관련하여 많은 국가에서는 법이나 사회 규범에 따라 기업 경영에 있어 주주 관점과 함께 근로자, 채권자 등 이해관계자(stake holders) 관점도 고려하고 있다(Allen et al. 2015). 이해관계자들과의 장기적인 관계에 있어 장기적인 근로 계약은 적대적 인수를 약화시키는 것으로 나타났으며(Pagano and Volpin 2005), 장기지향적 기업은 투자, 연구개발 및 인적자원에 많은 자원을 투입하여, 지속적인 성장을 유지하려고 노력한다(Bena et al. 2017).

장기지향성은 기업이 추구하는 본질적인 속성이지만, 장기지향적인 기업이라고 하여 자본시장에서 기업가치가 높게 평가받는다고 단정할 수 없다. 장기지향성을 추구하는 기업은 경영환경의 변화로 위기에 직면하더라도 즉각적인 대응을 하지 않기 때문에, 오히려 경영환경에 민첩하게 대응하는 기업에 비하여 기업가치가 낮게 평가될 수 있다(Nurassyl and Park 2015). 또한 최고경영자의 임기가 장기지향성을 추구하기 위한 기한보다 짧기 때문에, 충분하게 장기지향성을 기업가치에 반영시키기 어려울 수 있다(Brauer 2013). 자본시장이 장기지향성의 속성을 제대로 파악하지 못하여 장기지향적 기업이 평가를 제대로 받지 못하는 경우도 생길 수 있다(Dallas 2012).

장기지향성에 존재하는 불확실성으로 기업가치에 반영되는 정도에 차이가 존재할 수 있으므로, 장기지향성이 자본시장에서 평가받는 과정에서 어떤 기업의 속성이 중요한지 실증적으로 확인할 필요가 있다. 가장 대표적인 기업의 속성 중에 하나가 기업지배구조이다(Tirole 2001 ;

Carlin and Mayer 2003). 기업지배구조에 따라 지배주주가 소액주주의 이익을 침해하는 경우가 발생할 수 있고, 이런 경우 기업지배구조의 속성으로 인하여 기업가치가 낮게 평가될 수 있다(La Porta et al. 1999). 반면 지배주주가 장기적으로 기업을 경영하므로 자본시장에서 긍정적으로 평가되기도 한다(김경태·노희천 2019).

본 연구에서 소유지배과리도로 측정한 기업지배구조를 장기지향성 측정변수와 결합하여 기업지배구조에 따라 장기지향성이 자본시장에서 다르게 평가될 수 있음을 실증분석한다. 선행연구 대부분은 대리인비용 관점에서 소유지배과리도가 지배주주가 소액주주의 권익을 침해하여 문제가 발생한다고 가정한다(김경태 2008 ; 최함미·조영곤 2011). 하지만 본 연구에서는 소유지배과리도가 차등의결권주(dual class stock)의 속성으로 인하여 장기지향성을 안정적으로 추구할 수 있음을 실증적으로 확인한다. 차등의결권주는 배당청구권에서 동등한 권리를 지니지만, 의결권에서 비중에 차이가 있는 주식을 말한다(Gompers et al. 2010). 차등의결권주는 의결권에 있어서 우선적인 권리를 갖게 되므로 경영권이 보호된다고 볼 수 있다(McGuire et al. 2014). 만약 소유지배과리도가 차등의결권주와 같이 경영권을 보호하는 속성이 존재한다면, 소유지배과리도로 측정된 기업지배구조가 좋을수록 장기지향성을 추구하는 기업의 가치가 더 높게 평가될 수 있다.

본 연구는 기업의 장기지향성이 자본시장에서 평가되는 과정에서, 소유지배과리도로 측정된 기업지배구조에 따라 차등적으로 반응하는지에 대한 실증분석을 실시한다. 이와 관련하여, 본 연구에서 장기지향성은 선행연구를 준용하여 크게 설비투자관점(*LTO_A*), 연구개발관점(*LTO_R*) 및 인적자산관점(*LTO_E*)의 3가지 측면에서 측정한다. 첫째, 설비투자(capital expenditures) 관점에서 장기지향성을 측정한다(Block and Thams 2007). 설비 투자는 기업이 해당 자산의 활용과 관련하여 장기적인 관점에서 의사결정이 이루어지므로 대표적인 장기지향성 측정 분야이다. 둘째, 연구개발(research & development) 관점에서 장기지향성을 측정한다(Bushee 1998). 기업은 연구개발 활동 측면에서 시장을 선도하거나 주도권을 확보하기 위한 장기적인 의사결정을 보여준다. 셋째, 인적자산 관점에서 장기지향성을 측정한다(Bena et al. 2017). 고용은 기업이 보유한 자산의 활용도와 연관되며, 지식과 경험이 축적되어 장기적으로 기업의 성과와 연계된다. 고용을 늘린다는 의미는 장기적으로 자산을 더 많이 활용하여 기업가치를 향상시킬 수 있다는 전망과도 관련된다.

장기지향성과 관련하여 구체적으로 본 연구에서는 소유지배과리도의 영향으로 인하여 경영권을 더 보호받는 경우의 장기지향성에 대한 시장반응이 그렇지 못한 경우에 비하여 더 높게 나오는지 분석한다. 또한 소유지배과리도의 선행연구를 감안하여 소유지배과리도의 높고 낮음을 고려하여 실증분석을 추가한다. 추가적으로 본 연구에서 측정한 기업지배구조는 기업의 규모와 연계성이 높기 때문에 이에 대한 사항도 실증적으로 검토한다.

본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 장기지향성에 대한 시장반응과 관련한 실증결과, *LTO_A*와 *LTO_R*에 대해서 소유지배과리도가 존재할 수 있는 대규모기업집단에서 추가적으로 더 높게 기업가치가 평가되었다. *LTO_E*에 대해서는 대규모기업집단의 효과가 나타나지 않았다.

이는 경영권보호가 더 확실한 기업지배구조를 갖춘 기업에 대하여 회계적 방식으로 측정된 장기지향성에 존재하는 불확실성이 보완된다고 해석된다. 반면 비회계적 방식으로 측정된 장기지향성에 대해서는 고용안정성의 차원에서 기업이 확실한 경우 고용을 증가시키는 속성이 존재하므로 기업지배구조의 영향이 없는 것으로 해석된다.

다음으로 선행연구에서 소유지배피리도로 인한 대리인비용 문제를 통제한 실증분석결과, 장기지향성에 대한 시장반응에 있어서 소유지배피리도의 효과는 차이가 없음을 보여주었다. 이는 선행연구의 대리인비용 관점과 달리, 소유지배피리도가 존재하는 경우 경영권을 보호받을 수 있는 기업으로 인정되므로 장기지향성에 내재된 불확실성이 기업가치를 평가할 때 긍정적으로 고려된다고 해석된다. 추가적으로 기업지배구조의 측정치가 기업규모와 연계된 측면이 존재하므로, 기업규모를 통제한 실증분석 결과, 소유지배피리도로 측정한 기업지배구조는 경영권 보호의 속성이 존재함을 뒷받침하였다.

민감도 분석 차원에서 장기지향성에 대한 차기의 시장반응을 살핀 분석과 장기지향성의 속성을 고려하여 3년 평균으로 장기지향성을 측정한 분석을 실시하였다. 실증분석 결과, 기업지배구조로 인하여 경영권이 보호되는 경우에 장기지향적인 기업의 가치가 더 높게 평가되는 앞선 결과와 동일한 결과를 보여주었다. 이는 장기지향성에 대한 시장반응이 단기간에 걸친 평가가 아니라 장기적인 관점에서 자본시장에서 평가됨을 보여줌과 동시에 기업지배구조로 인한 경영권 보호가 장기지향성에 존재할 수 있는 불확실성을 보완해 줌을 보여준다고 해석할 수 있다.

본 연구는 선행연구에 비하여 다음과 같은 추가적인 공헌점이 있다. 첫째, 기업이 지속적으로 성장하기 위하여 필요한 장기지향성이 기업지배구조에 의하여 자본시장에서 다르게 평가됨을 확인할 수 있다. 둘째, 선행연구와 달리, 소유지배피리도가 자본시장에서 경영권보호 관점으로 이해되고 있음을 실증적으로 제시한다. 셋째, 민감도 분석을 통하여 장기지향성에 대한 시장반응이 자본시장에서 장기적으로 반영될 수 있음을 보여준다. 이런 전체적인 결과를 토대로 기업에 있어서 장기지향성이 어떻게 자본시장에서 평가되는지 확인한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서 장기지향성과 연관된 선행연구를 검토한다. 이를 바탕으로 제Ⅲ장에서 가설도출 및 연구모형을 제시한다. 제Ⅳ장에서 실증분석 결과를 제시하고, 제Ⅴ장에서 본 연구의 결론 및 향후 연구과제를 기술한다.

Ⅱ. 선행연구 및 연구가설

1. 장기지향성의 개념 및 장기지향성에 대한 시장반응

장기지향성은 과거와 미래를 동시에 고려하는 역사적 관점에 기초한다(Bearden et al. 2006).

이런 접근 방식은 동아시아의 문화 특성을 연구하는 중요한 시작점을 제공한다(Hofstede et al. 2010). 장기지향성 관점의 경영전략에서 중요한 점은 경영효과를 강조한다는 점이다(Venkatraman 1989). 이런 경영방식은 가족기업(family firms)에서 많이 나타난다(Lumpkin et al. 2010). 장기지향성을 측정하는 방식은 크게 설비투자, 연구개발 및 인적자산투입 등이 있다. 설비투자는 일반적으로 현금회수를 장기적인 관점에서 접근해야 하는 의사결정이므로 장기지향성의 측정치에 해당한다(Block and Thams 2007). 연구개발은 기업의 경쟁력을 높이는 장기적인 의사결정 중 하나이다(Bushee 1998). 또한 인적자산투입으로 기업의 지식과 경험이 기업내부에 축적되어 장기적인 성과와 연계시킬 수 있다(Nyrassyl and Park 2015 ; Bena et al. 2017).

장기지향성에 대한 시장반응은 실증적인 사항으로 논의된다. 먼저 장기지향성이 장기적인 관점에서 기업의 가치를 본질적으로 향상시킨다는 관점이 있다(Tirole 2001 ; Carlin and Mayer 2003 ; Allen et al. 2015). 이는 이해관계자와의 장기적인 관계로 기업의 장기생산성이 높아진다고 보기 때문이다. 또한 장기지향성이 기업의 매출, 현금흐름, 시장점유율 및 자본이익률(ROE)에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(Wang and Bansal 2012). 이런 접근은 장기지향성이 총자산수익률(ROA)을 증가시킨다는 결과와 일맥상통한다(Brauer 2013). 하지만 장기지향성에 내재된 불확실성으로 인하여 기업가치에 부정적인 영향이 나타나기도 한다(Dallas 2012). 이런 이유로 자본시장에서 장기지향성을 충분히 설명하기 어려워서 기업가치 평가 측면에서 불리할 수 있다(Ferreira et al. 2014).

최근 김경태·노희천(2019)은 국내 기업의 장기지향성이 자본시장에서 어떻게 평가되는지 실증분석하였다. 설비투자, 연구개발, 인적자산 등으로 측정한 장기지향성은 당기 기업가치 및 차기 기업가치와 양(+)의 상관성을 보여, 장기지향성이 자본시장에서 평균적으로 긍정적으로 평가됨을 제시하였다. 또한 K-IFRS 도입으로 인하여 회계적 측정방식에 해당하는 장기지향성에 대한 자본시장의 평가가 더 긍정적으로 변화됨을 보여주었다.

2. 소유지배과리도

소유지배과리도는 지배주주가 배당을 받을 수 있는 현금흐름지분(cash flow right)과 지배주주가 의사결정에 참여할 수 있는 의결권(voting right) 간의 과리 정도를 말한다(La Porta et al. 1999). 소유지배과리도가 증가하면 지배주주가 소액주주의 이익을 침해하는 현상이 나타날 수 있다(Claessens et al. 2002). 또한 국내에서 재벌의 피라미드식 소유구조와 상호출자로 소유지배과리도가 발생하는 경우 회계투명성이 악화되기도 한다(김경태 2008). 소유지배과리도와 회계투명성의 관계로 인하여 소유지배과리도가 높아지면 경영자예측오차가 커진다(김효진·박민경 2016). 이와 관련한 소유지배과리도 연구는 대부분 대리인이론에 기초한 접근으로 해석된다.

반면 소유지배과리도와 관련한 현상을 차등의결권주(Dual class stock)에 대한 대안적 접근으

로 해석할 수 있다. 차등의결권주는 주식 전부를 1주 1의결권으로 하지 않고 일부의 주식에 대하여 다른 주식보다 많은 의결권을 인정하는 방식을 말한다(이양복 2017).¹⁾ 차등의결권주의 속성을 살펴보면 현금흐름지분(cash flow fight)에 비하여 의결권을 더 많이 행사하는 특징이 있다(McGuire et al. 2014). 선행연구에 따르면 차등의결권주는 소유지배과리도와 유사한 대리인 문제를 야기한다고 볼 수 있다(Francis et al. 2005). 따라서 국내 기업이 소유지배과리도가 높은 이유는 차등의결권주가 허용되지 않는 국내 법규를 회피하기 위한 현상이라고 해석할 수 있다.

차등의결권주와 관련한 연구는 경영권 방어의 효과를 분명하게 보여준다는 장점이 존재한다(최기호 2018). 단일 소유구조의 경우와 달리, 차등의결권주를 발행한 기업에서는 경영자의 의결권이 차등의결권주로 인하여 보호되기 때문에 경영권 방어로 인한 경영진의 의사결정을 확인할 수 있다. McGuire et al.(2014)은 차등의결권주를 발행한 기업이 경영권 보호로 인하여 최선의 성과를 올릴 필요가 없으므로 조세회피에 덜 관여함을 보여주었다. 이는 소유지배과리도를 차등의결권주와 연계하여 대리인비용 관점이 아닌 경영권 보호 관점에서 접근할 수 있음을 보여준 선행연구에 해당한다.

3. 연구가설

경영진은 기업의 지속가능성을 유지하기 위하여 장기적인 의사결정을 시도한다(Wang and Bansal 2012 ; 장성희 · 마용주 2014). 기업의 경영진이 채임 중에 지속적인 재무성과를 달성하기 위하여 일반적으로 장기적인 전략을 활용하기 때문이다(Brauer 2013). 국내 기업을 대상으로 한 선행연구에서도 장기지향성이 자본시장에서 평균적으로 높게 평가된다(김경태 · 노희천 2019). 하지만 장기지향성에 내재된 불확실성으로 자본시장에서 기업의 장기지향적 전략이 충분히 기업가치에 반영되지 않을 수 있다(Graham et al. 2005).

이런 관점에서 장기지향성에 내재된 불확실성의 차이에 따라 장기지향성이 자본시장에서 반영되는 정도에 차이가 존재함을 추론할 수 있다. 기업의 장기적인 전략이 다른 기업에 비하여 상대적으로 얼마나 유의미하고 지속적인지에 대한 불확실성이 존재할 수 있다. 또한 다른 기업이 모방하기 어려운 기술이나 장기적인 전략에 대한 해석에 차이도 존재할 수 있다. 따라서 기업의 장기지향성이 자본시장에서 평가될 때 장기지향성에 내재된 불확실성을 이해할 수 있는 추가적인 정보를 활용하게 된다.

장기지향성에 내재된 불확실성에 대한 추가적인 정보로 가장 많이 활용될 수 있는 사항이 기업지배구조이다. 기업지배구조는 경영진의 의사결정 및 전략에 영향을 미치는 중요한 요인 중

1) 국내 상법은 특정한 주식에 대하여 더 많은 의결권을 부여하는 차등의결권주를 허용하지 않고 있다. 이는 차등의결권 제도는 경영진이나 지배주주가 소액주주의 권리를 침해하여 사익을 추구할 수 있는 위험이 증가한다는 주장 때문이다(박양균 2009).

하나이다. 주주 친화적인 기업지배구조는 자본시장에서 긍정적으로 평가되면 기업가치를 향상시키는 요인으로 이해된다. 경우에 따라서는 자본시장에서 부정적으로 평가되어 기업가치가 훼손되기도 한다.

국내에서 많이 활용되는 기업지배구조 측정방법으로 소유지배과리도가 있다. 일반적으로 소유지배과리도는 의결권(voting right)과 배당권(cash-flow right)의 차이로 인하여 대주주와 소액주주 간에 대리인비용이 발생할 수 있는 기업지배구조로 이해된다. 하지만 배당권에 비하여 의결권이 더 우선된다는 측면에서 접근하여 차등의결권주와 유사한 속성이 있다. 차등의결권주는 신규상장을 할 때 경영권을 보호하기 위하여 의도적으로 의결권을 더 부여하는 주식을 말한다. 만약 소유지배과리도로 측정한 기업지배구조에 대리인비용 속성이 반영된다면, 소유지배과리도가 큰 경우에 장기지향성에 대한 시장반응이 소유지배과리도가 작은 경우에 비하여 낮아질 것이다. 반면, 소유지배과리도를 통하여 경영권보호 속성이 작용한다면, 소유지배과리도가 큰 경우의 장기지향성에 대한 시장반응이 소유지배과리도가 작은 경우에 비하여 높아질 것이다. 따라서 다음과 같이 [가설 1]을 귀무가설로 설정한다.

[가설 1] 장기지향성과 기업가치 간의 관계는 소유지배과리도 수준에 따라 영향을 받지 않는다.

소유지배과리도로 측정한 기업지배구조가 대리인비용 속성을 반영하는지 또는 경영권보호 속성을 보여주는지에 따라 장기지향성에 내재된 불확실성에 대한 속성에 따라 장기지향성에 대한 시장반응에 차이가 나타날 수 있다. 김경태·노희천(2019)은 K-IFRS 도입 전후의 비교를 통하여 회계적인 방식으로 측정된 장기지향성과 비회계적인 방식으로 측정된 장기지향성 간에 기업가치 관련성에 차이가 있음을 보여주었다. 회계적인 장기지향성은 회계기준의 투명성이 더 높아짐에 따라 자본시장에서 차별적으로 더 높게 평가된다는 의미이다. 이런 접근을 적용하면, K-IFRS의 도입으로 회계적인 장기지향성의 불확실성이 감소하여 가치관련성이 높아진 것으로 추론할 수 있다.

장기지향성의 불확실성 또는 신뢰성에 따라 장기지향성에 대한 시장반응이 달라진다면, 장기지향성의 속성에 영향을 미치는 소유지배과리도에 따라 장기지향성의 가치관련성이 달라질 수 있다. 만약 소유지배과리도에 대리인비용 속성이 반영된다면, 회계적인 장기지향성에 대한 신뢰도에 문제가 발생할 수 있으므로, 소유지배과리도가 커질수록 회계적인 장기지향성의 가치관련성이 낮아질 수 있다. 반면 소유지배과리도를 통하여 경영권이 보호된다면, 회계적인 장기지향성의 실현가능성이 높아진다고 볼 수 있으므로, 소유지배과리도가 커질수록 회계적인 장기지향성의 가치관련성이 높아질 수 있다. 따라서 다음과 같이 [가설 2-1]을 귀무가설로 설정한다.

[가설 2-1] 회계적 장기지향성과 기업가치 간의 관계는 소유지배과리도 수준에 따라 영향을 받지 않는다.

이와 달리 비회계적인 방식으로 측정된 장기지향성은 장기지향성에 존재하는 불확실성이 기업 지배구조에 의하여 달라지지 않는다고 볼 수 있다. 국내의 고용시장은 고용안정성 차원의 제도적 접근으로 기업이 불확실성이 낮은 경우에 고용을 늘리는 경우가 많다. 본 연구에서 측정한 비회계적 장기지향성은 고용증가수준으로 측정하므로, 비회계적 장기지향성은 불확실성의 요소가 회계적인 장기지향성에 비하여 낮다고 볼 수 있다. 또한 기업 지배구조에 따라 고용수준이 결정된다고 보기에는 어려우므로 소유지배과리도에 존재하는 대리인비용 속성이나 경영권보호 속성이 비회계적 장기지향성에 미치는 요소는 회계적인 장기지향성에 영향을 미치는 정도보다 작을 것으로 예상된다. 따라서 다음과 같이 [가설 2-2]를 설정한다.

[가설 2-2] 비회계적 장기지향성과 기업가치 간의 관계는 소유지배과리도 수준에 따라 영향을 받지 않는다.

III. 연구의 설계

1. 연구모형

본 연구에서 장기지향성은 3가지 방법으로 측정한다. 첫째 설비투자(capital expenditures) 관점으로 LTO_A 를 측정한다(김경태·노희천 2019). LTO_A 는 유형자산의 전기 대비 증가분을 자산총계로 표준화하여 측정한다. LTO_A 를 통하여 기업이 자산활용도를 증가시키는 장기적인 의사결정을 보여준다. 둘째, 연구개발(research & development) 관점으로 LTO_R 을 측정한다. LTO_R 은 당기 연구비 지출액을 자산총계로 표준화하여 측정한다. LTO_R 을 통하여 기업이 시장을 선도하거나 주도권을 확보하기 위한 장기적인 의사결정을 보여준다. 셋째, 인적자산 관점으로 LTO_E 를 측정한다. LTO_E 는 고용증가를 전년도 종업원으로 표준화하여 측정한다. LTO_E 를 통하여 기업이 지식과 경험 축적을 높이기 위한 장기적인 의사결정을 보여준다.

기업가치는 토빈q(Tobin's q ; $TOBINSQ$)로 측정한다. $TOBINSQ$ 가 1보다 크면 자본시장에서 기업가치가 장부가치보다 높게 평가됨을 의미한다. $TOBINSQ$ 는 보통주 시가총액, 우선주 시가총액 및 부채총계를 합산하여 자산총계로 표준화하여 측정한다. 기업이 장기적인 투자를 할 때 모든 가용 자원을 활용하므로 부채까지 포함하여 기업가치를 측정하는 $TOBINSQ$ 가 적합하다고 볼 수 있다. 한편 기업 지배구조가 경영권 보호와 연관 있는지 확인하기 위하여 대규모기업집단 소속 더미변수($GROUP$)를 설정한다. 차등의결권주가 제도적으로 없는 국내에서 대규모기업집단의 형태로 경영권을 보호하는지를 장기지향성과 연계하여 확인하기 위하여 $GROUP$ 를 설정한다.

기업가치와 장기지향성 관계에 있어서 통제변수로는 기업상장연수(AGE), 기업규모($SIZE$), 부채비율(LEV), 총자산수익률(ROA), 외국인지분율(FOR), 배당성향(DIV) 등을 설정한다. AGE 는

기업의 성숙도가 자본시장에서 평가되는데 영향을 미칠 수 있으므로 통제변수로 설정한다. *SIZE*는 기업크기, 복잡성 등의 생략변수 문제를 고려하여 통제한다. *LEV*는 투자자금 조달 방법의 차이로 인한 위험요인을 통제하기 위하여 설정한다. 기업가치가 회계이익수준에 영향을 받으므로 *ROA*와 *DIV*를 통제변수로 설정한다. *FOR*은 기업투자의 감시효과의 차이를 고려하여 통제변수로 설정한다.

본 연구에서 기업지배구조 변수로 소유지배피리도를 사용하고 있으며, 소유지배피리도가 차등의결권주(dual class stock)의 속성으로 인하여 경영권 보호에 활용되는 속성으로 해당 변수를 인식한다. 차등의결권주는 의결권에 있어서 우선적인 권리를 갖게 되므로 경영권이 보호된다고 볼 수 있다. 이와 같은 차등의결권주의 속성에 근거하여, 소유지배피리도가 경영권 보호를 의미하여 기업의 장기적인 투자가 수행된다고 자본시장에서 받아들여진다면, 소유지배피리도가 높을수록 장기지향성이 시장에서 더 긍정적으로 평가된다고 추론할 수 있다. 반면, 다수의 선행연구에서 소유지배피리도는 대리인 비용 관점에서 활용되는 측정치이다. 이와 같이 소유지배피리도가 대리인 비용 관점으로 받아들여질 경우에는 장기지향성이 높을수록 당기 기업가치가 높게 평가되는 정도가 대리인비용 문제가 크게 나타나는 소유지배피리도를 지닌 기업에서 그렇지 못한 기업보다 더 낮게 나타날 가능성도 존재한다.

주요변수와 통제변수를 고려하여 [가설 1]의 검증모형은 다음 식(1)과 같다. 식(1)의 특징은 장기지향성 변수와 *GROUP*의 상호작용항을 통하여 장기지향성과 기업가치의 관련성에 기업지배구조가 어떤 영향을 미치는지 확인한다는 점이다. 만약 장기지향성과 *GROUP*의 상호작용항의 계수(β_2)가 양(+)의 값을 보인다면, 자본시장에서 기업지배구조를 경영권 보호의 관점에서 이해하여 기업의 장기적인 투자를 긍정적으로 평가한다고 해석할 수 있다. 반면 장기지향성과 *GROUP*의 상호작용항의 계수(β_2)가 음(-)의 값으로 나타나면, 기업지배구조에 존재하는 대리인비용으로 인하여 장기적인 투자를 부정적으로 평가한다고 해석할 수 있다.

$$\begin{aligned} TOBINSQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 LTO_VARIABLE_{i,t} + \beta_2 LTO_VARIABLE_{i,t} \times GROUP_{i,t} + \beta_3 GROUP_{i,t} \\ & + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 FOR_{i,t} + \beta_9 DIV_{i,t} \\ & + \Sigma YD + \Sigma IND + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

여기서 변수 정의

<i>TOBINSQ</i>	= (자본시가총계 + 자본총계)/자산총계
<i>LTO_A</i>	= 자본적지출/자산총계
<i>LTO_R</i>	= 연구개발비/자산총계
<i>LTO_E</i>	= (당해년도 종업원수 - 전년도 종업원수)/전년도 종업원수
<i>GROUP</i>	= 대규모기업집단 소속 기업이면 1, 아니면 0
<i>AGE</i>	= 상장기간(상장기간의 자연로그값)
<i>SIZE</i>	= 기업규모(자산총계의 자연로그값)
<i>LEV</i>	= 부채총계/자산총계

<i>ROA</i>	= 당기순손익/자산총계
<i>FOR</i>	= 외국인지분율
<i>DIV</i>	= 배당성향(배당금/당기순손익)

구체적으로 연구모형을 실증분석할 때 [가설 1]을 더 세분화시켜 살펴는 [가설 2-1]과 [가설 2-2]를 검증하기 위해서 앞에서 설정한 식(1)의 장기지향성 변수를 각각 설비투자관점(*LTO_A*), 연구개발관점(*LTO_R*), 인적자산관점(*LTO_E*)으로 세분화하여 분석한다. *LTO_A*와 *LTO_R*은 회계적으로 측정된 장기지향성 변수인 반면, *LTO_E*는 비회계적인 방식으로 측정된 장기지향성 변수이다. 가설도출과정에서 설명한 바대로 회계적 측정 방식의 *LTO_A*와 *LTO_R*이 대리인비용 속성과 경영권보호 속성에 의하여 자본시장에서 다른 시장반응을 보일 수 있다. 만약 기업지배구조 변수 *GROUP*이 대리인비용 속성을 측정한 것이라면, *LTO_A* 및 *LTO_R*과 *GROUP*과의 상호작용항의 계수가 음(-) 값을 보일 것으로 예상할 수 있다. 반면 *GROUP*이 경영권보호 속성을 반영한다면, *LTO_A* 및 *LTO_R*과 *GROUP*과의 상호작용항의 계수가 양(+)의 값으로 예상된다. 한편 *LTO_E*는 고용안정성 차원에서 이해될 수 있는 측정변수이므로, 기업지배구조와 관련성이 없는 변수로 예상된다. 따라서 *LTO_E*와 *GROUP*과의 상호작용항의 계수는 유의적인 값을 보이지 않을 것으로 예상된다.

추가적으로 소유지배피리도로 측정한 기업지배구조의 수준에 따라 장기지향성에 대한 시장 반응이 차별적으로 나타날 가능성을 확인하기 위해서 대규모기업집단 소속 기업 여부를 기업지배구조를 파악하는 분석에 추가하여 다음의 식(2)와 같이 소유지배피리도가 낮은 기업과 높은 기업을 구분한 후 실증분석을 실시한다.

식(2)는 선행연구에서 제기되는 소유지배피리도의 대리인비용 관점을 고려하여 소유지배피리도가 높은 기업(*HIGH_WEDGE*)을 구분하여 추가적으로 변수를 설정한다. *HIGH_WEDGE*는 기업지배구조가 대규모기업집단에 속하는 기업 중에서 소유지배피리도가 연도별 중위수 이상이면 1인 더미변수이다. 식(1)에 대규모기업집단 소속 여부에 해당하는 *GROUP*과 비교하기 위하여 대규모기업집단에 속하지 않는 경우를 *NON_GROUP*로 설정한다. *HIGH_WEDGE*와 *NON_GROUP*를 더미변수로 설정한 식(2)에서 *LTO_VARIABLE* 계수값은 대규모기업집단에 소속된 기업이지만 소유지배피리도가 연도별 중위수 미만인 경우, 즉 상대적으로 낮은 소유지배피리도 표본의 장기지향성 가치관련성을 보여준다. 장기지향성과 소유지배피리도가 높은 기업의 상호작용항($LTO_VARIABLE_{it} \times HIGH_WEDGE$)은 상대적으로 높은 소유지배피리도의 수준에 따른 차별적인 영향 여부를 확인하기 위한 설정이다. 만약 β_2 계수가 양(+)의 값을 보인다면 소유지배피리도가 높은 경우 소유지배피리도가 차등의결권주(dual class stock)의 속성으로 인하여 경영권 보호로 인한 자본시장의 긍정적인 평가가 더 크게 이루어진다고 해석할 수 있다. 반면 β_2 계수가 음(-)의 값을 보인다면 소유지배피리도가 높은 경우 대리인비용 문제로 인하여 경영권 보호로 인한 자본시장의 긍정적인 평가가 반감된다고 해석할 수 있다. 이는 기존의 소유지배피리

도에 관한 선행연구와 유사한 결과라고 할 수 있다. β_2 계수가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타난다면 시장에서 대규모기업집단 여부에 대하여서는 반응하지만 대규모기업집단 내에서 세부적인 소유지배과리도의 수준 정도에 대해서는 차별적으로 반응하지 않는 것으로 해석할 수 있다.

그리고 장기지향성과 *NON-GROUP*의 상호작용항($LTO_VARIABLE_{i,t} \times NON_GROUP_{i,t}$)의 계수인 β_3 이 음(-)의 값을 보인다면, 대규모기업집단 표본과 비교 시에 그렇지 않은 표본에서 낮은 시장의 반응이 보여지는 것을 나타낸다. 이러한 결과는 자본시장에서 소유지배과리도를 경영권 보호의 관점에서 이해하여 기업의 장기적인 투자를 긍정적으로 평가한다는 식(1)의 결과가 유지되는 것으로 해석할 수 있다.

$$\begin{aligned} TOBINSQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 LTO_VARIABLE_{i,t} + \beta_2 LTO_VARIABLE_{i,t} \times HIGH_WEDGE_{i,t} \\ & + \beta_3 LTO_VARIABLE_{i,t} \times NON_GROUP_{i,t} + \beta_4 GROUP_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} \\ & + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 FOR_{i,t} + \beta_{10} DIV_{i,t} \\ & + \Sigma YD + \Sigma IND + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

주) *HIGH_WEDGE* : *GROUP*이 1인 표본 중 *wedge*가 연도별로 중위수 이상이면 1, 아니면 0.

NON_GROUP : 대규모기업집단 소속 기업이면 0, 아니면 1.

타 변수 정의는 <표 1>의 하단의 내용 참조

대규모기업집단 소속 기업 여부로 기업지배구조를 파악하다보면, 기업규모에 의한 장기지향성의 가치관련성 결과와 혼재될 수 있다. 대규모기업집단 소속 기업에 존재할 수 있는 기업규모의 효과를 구분하기 위하여 식(3)을 설정하여 기업지배구조의 영향을 추가적으로 확인한다. 식(3)은 식(1)에 장기지향성과 기업규모(*SIZEDUMMY*)의 상호작용항을 추가하여 통제한다. 만약 기업지배구조를 보이는 *GROUP*가 단순히 기업규모를 의미한다면 β_2 계수의 유의성이 없어지고 β_3 계수가 유의적으로 된다고 예상할 수 있다.

$$\begin{aligned} TOBINSQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 LTO_VARIABLE_{i,t} + \beta_2 LTO_VARIABLE_{i,t} \times GROUP_{i,t} \\ & + \beta_3 LTO_VARIABLE_{i,t} \times SIZEDUMMY_{i,t} + \beta_4 GROUP_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} \\ & + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 FOR_{i,t} + \beta_{10} DIV_{i,t} \\ & + \Sigma YD + \Sigma IND + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

주) *SIZEDUMMY* : 기업규모(*SIZE*)가 연도별로 중위수 이상이면 1, 아니면 0.

타 변수 정의는 <표 1>의 하단의 내용 참조

2. 표본의 선정

본 연구는 2007년부터 2016년까지 총 10년 간의 기간을 대상으로 유가증권시장과 코스닥시

장에 상장되어 있는 기업들을 표본으로 선정하여 분석을 실시한다. 2007년부터 2016년까지의 기간에 상장되어 있는 기업의 수는 총 19,319(기업/연도)이다. 전체 기업 표본 중 금융업에 속해 있는 1,886개 표본을 비금융 기업 표본과의 비교가능성 저하를 이유로 검증 시의 표본에서 제외하였다. 그리고 실증분석에 필요한 재무자료 등을 구할 수 없는 표본 1,074개를 제외하였다. 금융업에 속한 표본 및 자료를 구할 수 없는 표본을 제외한 후 최종 표본은 16,359개이다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량

<표 1>은 실증분석에 도입한 변수의 기초통계량 분석 결과를 보여주고 있다. 본 연구에서 장기지향성을 나타내는 변수인 *LTO_A*와 *LTO_R*의 평균값은 각각 0.0384와 0.0114이다. 이러한 결과는 자산 규모 대비 자본적지출과 연구개발비의 규모가 각각 3.84%와 1.14%임을 의미한다. 장기지향성을 나타내는 또 다른 변수인 *LTO_E*의 평균값은 0.0132로서 전년도 종업원 수 대비 당해연도의 종업원수가 평균적으로 1.32% 증가했음을 보여주고 있다.

<표 1> 기초통계량

변수명	평균값	분산	중간값	최소값	최대값
<i>TOBINSQ</i>	1.3134	0.8614	1.0458	0.4321	5.6268
<i>LTO_A</i>	0.0384	0.0521	0.0181	0.0000	0.2734
<i>LTO_R</i>	0.0114	0.0212	0.0010	0.0000	0.1114
<i>LTO_E</i>	0.0132	0.3149	0.0099	-1.0000	1.6087
<i>GROUP</i>	0.1033	0.3044	0.0000	0.0000	1.0000
<i>AGE</i>	3.1448	0.6472	3.2189	1.0986	4.2627
<i>SIZE</i>	25.7047	1.3959	25.4373	23.2136	30.4007
<i>LEV</i>	0.4099	0.2146	0.4022	0.0328	0.9826
<i>ROA</i>	-0.0191	0.1994	0.0252	-1.2673	0.2233
<i>FOR</i>	0.0612	0.1065	0.0134	0.0000	0.5349
<i>DIV</i>	0.1456	0.2479	0.0000	0.0000	1.5100

주1) 표본 수 : 16,359 기업/연도

주2) 변수 정의

TOBINSQ = (자본시가총계 + 부채총계)/자산총계

LTO_A = 자본적지출/자산총계

LTO_R = 연구개발비/자산총계

LTO_E	= (당해년도 종업원수-전년도 종업원수)/전년도 종업원수
$GROUP^2)$	= 대규모기업집단 소속 기업이면 1, 아니면 0
AGE	= 상장기간(상장기간의 자연로그값)
$SIZE$	= 기업규모(자산총계의 자연로그값)
LEV	= 부채총계/자산총계
ROA	= 당기순이익/자산총계
FOR	= 외국인지분율
DIV	= 배당성향(배당금/당기순이익)

시장의 반응을 나타내는 종속변수로 사용되는 $TOBINSQ$ 의 평균값은 1.3134로 나타났다. 기업 지배구조의 특성을 나타내는 변수인 $GROUP$ 의 평균값은 0.1033으로서 전체 표본 가운데 대규모기업집단 소속 기업이 약 10.33%를 차지하고 있음을 보여주고 있다. 통제변수 가운데 LEV 와 ROA 의 평균값은 각각 0.4099와 -0.0191로서 자산 대비 부채 비율은 약 41%, 자산 대비 당기순이익의 비율은 평균적으로 약 -2%의 손실을 나타내고 있음을 보여준다. 또 다른 통제변수인 FOR 과 DIV 의 평균값은 각각 0.0612와 0.1456으로서 외국인의 지분율은 평균적으로 6.12%, 배당성향은 평균적으로 14.56% 수준임을 나타낸다.

2. 상관관계분석

<표 2>는 본 연구의 실증분석 시 사용하는 변수들 간의 상관관계 분석 결과를 보여준다. 기업의 장기지향성을 나타내는 세 가지 변수인 LTO_A , LTO_R 과 LTO_E 간에 모두 유의한 양(+)의 상관관계를 나타냈다. 이러한 결과는 본 연구에서 장기지향성을 측정하기 위하여 자본적 지출, 연구개발, 종업원 등 다양한 시각에서 정의한 세 가지 변수들이 동질적인 특성을 가지고 있다고 해석할 수 있다. 장기지향성을 나타내는 세 가지 변수인 LTO_A , LTO_R 과 LTO_E 는 모두 시장의 반응을 나타내는 종속변수인 $TOBINSQ$ 와 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보여주었다. 이는 기업의 장기적인 투자가 증가할 때, 기업의 연구개발 활동이 적극적으로 이루어질 때, 그리고 종업원에 대한 투자가 큰 경우에 $TOBINSQ$ 가 증가하고 있음을 의미한다. 본 연구에서는 이러한 결과를 기업이 장기지향적인 특성을 나타낼 때 시장에서 긍정적인 반응을 하는 것으로 이해하였다.

2) 대규모기업집단에 소속된 기업을 대상으로 하여 소유지배과리도($WEDGE$)를 수집하였다. 대규모기업집단에 소속된 1,690개 표본(기업/연도)의 기술통계량은 다음과 같다.

변수명	평균값	분산	중간값	최소값	최대값
$WEDGE$	0.3003	0.2282	0.3061	0.0000	1.0000

〈표 2〉 변수 간 상관관계

	TOBINSQ	LTO_A	LTO_R	LTO_E	GROUP	AGE	SIZE	LEV	ROA	FOR	DIV
LTO_A	0.1070***	1.0000									
LTO_R	0.1719***	0.1225***	1.0000								
LTO_E	0.0905***	0.1231***	0.0191**	1.0000							
GROUP	-0.0204***	-0.0719***	-0.0984***	0.0082	1.0000						
AGE	-0.1747***	-0.1699***	-0.2279***	-0.0728***	0.1008***	1.0000					
SIZE	-0.1507***	-0.1404***	-0.1791***	0.0150*	0.5545***	0.2863***	1.0000				
LEV	-0.0413***	0.0333***	-0.0968***	-0.0486***	0.1012***	0.0641***	0.1457***	1.0000			
ROA	-0.1200***	0.0015	-0.0343***	0.1332***	0.0651***	0.0520***	0.2689***	-0.3399***	1.0000		
FOR	0.0948***	-0.0476***	-0.0350***	0.0119	0.2516***	0.0824***	0.4647***	-0.1011***	0.1522***	1.0000	
DIV	-0.0806***	-0.0662***	-0.0772***	0.0175**	0.0640***	0.1241***	0.1662***	-0.1666***	0.1889***	0.1317***	1.0000

주1) 표본 수 : 16,359 기업/연도

주2) 변수 정의는 <표 1>의 하단의 내용 참조

주3) *, **, ***는 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 각각의 유의적임을 의미함.

소유지배과리도에 근거한 기업지배구조를 나타내는 *GROUP* 변수는 장기지향성을 나타내는 변수 가운데 *LTO_A*, *LTO_R*과 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 나타냈으며 *LTO_E*와는 통계적으로 유의한 상관관계를 보여주지 않았다. 이러한 결과는 대규모기업집단에 속해있는 기업의 경우에는 장기지향적 특성이 그렇지 않은 기업과 비교 시에 상대적으로 낮음을 의미하는 것이다. 대규모기업집단을 나타내는 *GROUP* 변수는 종속변수인 *TOBINSQ*와 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있는데 이러한 결과는 대규모기업집단에 속해있는 기업의 경우에 그렇지 않은 경우에 비해서 시장에서 부정적으로 반응하는 것을 의미한다.

본 연구에서 도입한 통제변수 가운데 *FOR*와 종속변수인 *TOBINSQ* 간에는 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 이러한 결과는 외국인지분율이 높은 기업의 경우에 상대적으로 기업가치가 높다고 해석할 수 있다. 통제변수 가운데 *AGE*, *SIZE*, *LEV*, *ROA*, *DIV*와 종속변수인 *TOBINSQ* 간에는 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보여주었다. 이는 기업의 상장 후 지속된 기간이 길수록, 규모가 클수록, 부채비율이 높을수록, 총자산수익율이 클수록, 그리고 배당비율이 높은 경우에 상대적으로 기업가치가 낮은 것을 보여주는 것이다.

상기 내용은 본 연구의 실증분석에 사용되는 변수 간 단순상관관계를 보여주는 것이다. 이하의 내용에서 타 변수의 영향을 통제한 후 소유지배과리도에 근거한 기업지배구조가 기업의 장기지향성에 대한 시장반응에 미치는 영향에 대하여 검증한다.

3. 회귀분석 결과

가. 장기지향성 시장반응과 기업지배구조

<표 3>은 소유지배과리도에 근거한 기업지배구조가 기업의 장기지향성과 기업가치 간의 관계에 미치는 영향에 대한 중회귀분석 결과를 보여주고 있다. 기업의 장기지향성과 관련하여 <표 3>의 분석(1)은 *LTO_A*, 분석(2)는 *LTO_R*, 분석(3)은 *LTO_E*를 중심으로 실시한 검증 결과이며, 분석(4)는 세 가지 장기지향성 변수를 모두 포함하여 실시된 검증 결과를 보여주고 있다. <표 3>의 분석(1)부터 분석(3)의 실증분석 결과에서 기업의 장기지향성을 나타내는 세 가지 변수인 *LTO_A*, *LTO_R* 및 *LTO_E*는 모두 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 보여준다. 이러한 결과는 기업이 장기지향적 활동을 적극적으로 시행할 때 시장에서 긍정적으로 평가하는 것으로서 상관관계 분석 결과와도 상응한다.

기업지배구조를 나타내는 *GROUP* 변수는 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 보여주었다. 이러한 결과는 소유지배과리도에 근거한 대규모기업집단에 의한 장기적인 투자 가능성에 대하여 시장에서 긍정적으로 반응하는 것을 보여주고 있다. 실제로 Siegel and Choudhury(2012), Kim(2012), Lee et al.(2010) 등의 연구는 대규모기업집단의 경영방식이 효율적으로 이루어짐에 따라서 대규모기업집단에 소속되어 있는 기업들이 다른 기업들과 비교 시에 상대적으로 높은 성과와 효율성을 나타내고 있음을 언급하였다.

〈표 3〉 기업지배구조가 기업의 장기지향성 가치관련성에 미치는 영향

$$TOBINSQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LTO_VARIABLE_{i,t} + \beta_2 LTO_VARIABLE_{i,t} \times GROUP_{i,t} + \beta_3 GROUP_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 FOR_{i,t} + \beta_9 DIV_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma IND + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

장기지향성 변수	분석(1) LTO_A		분석(2) LTO_R		분석(3) LTO_E		분석(4) ALL	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	5.1125	30.87***	5.0566	30.33***	5.3923	32.65***	4.8124	29.02***
<i>LTO_A</i>	1.8987	14.86***					1.6054	12.56***
<i>LTO_R</i>			4.1326	13.31***			3.7634	12.19***
<i>LTO_E</i>					0.2461	11.88***	0.2150	10.46***
<i>LTO_A*GROUP</i>	1.9754	4.04***					1.6700	3.41***
<i>LTO_R*GROUP</i>			10.2606	7.06***			9.1663	6.31***
<i>LTO_E*GROUP</i>					0.0199	0.25	-0.0023	-0.03
<i>GROUP</i>	0.1261	4.42***	0.1318	5.08***	0.1851	7.43***	0.0849	2.94***
<i>AGE</i>	-0.1383	-13.47***	-0.1305	-12.59***	-0.1476	-14.38***	-0.1101	-10.66***
<i>SIZE</i>	-0.1288	-19.11***	-0.1292	-19.14***	-0.1375	-20.38***	-0.1232	-18.41***
<i>LEV</i>	0.0570	1.70*	0.1154	3.45***	0.0852	2.54**	0.0861	2.59***
<i>ROA</i>	-0.4237	-11.89***	-0.3702	-10.41***	-0.4391	-12.21***	-0.4524	-12.74***
<i>FOR</i>	1.5743	23.29***	1.5261	22.54***	1.5979	23.55***	1.5247	22.75***
<i>DIV</i>	-0.1893	-7.30***	-0.1811	-6.98***	-0.2032	-7.81***	-0.1733	-6.75***
Adj. R ²	0.1732		0.1731		0.1669		0.1902	
F-Value	104.82***		104.77***		100.32***		104.84***	
Number	16,359		16,359		16,359		16,359	

주1) 표본 수 : 16,359 기업/연도

주2) 변수 정의는 <표 1>의 하단의 내용 참조

주3) *, **, ***는 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 각각의 유의적임을 의미함.

또한 이런 결과는 차등의결권주를 통해서 경영권이 보호되는 현상과 마찬가지로 소유지배과리도를 활용할 수 있는 기업에서 경영권이 보호되는 현상으로 인하여 시장반응이 더 높게 나타난다고도 해석할 수 있다.

소유지배과리도에 근거한 기업지배구조가 기업의 장기지향성과 시장반응 간의 관계에 미치는 영향을 검증하기 위하여 도입한 장기지향성과 기업지배구조 간의 교차변수 가운데 $LTO_A \times GROUP$ 과 $LTO_R \times GROUP$ 이 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 나타냈다. 이러한 결과는 대규모기업집단에 속하는 기업이 그렇지 않은 기업과 비교 시에 장기적 투자나 연구활동 등 장기지향적인 활동을 실시할 때 시장가치가 차별적으로 높은 것을 보여주는 것이다. 본 연구에서는 이러한 결과에 대하여 자본적지출과 연구개발활동 등 장기적인 투자가 필요한 의사결정을 일관성있게 추진할 필요가 있는 경우, 경영권보호 속성이 반영될 수 있는 대규모기업집단에 속해 있는 기업에서 상대적으로 경영권보호 수단이 적은 기업에 비하여 더 우호적으로 시장반응하는 것으로 이해하였다. 이는 기존의 선행연구에서 소유지배과리도가 존재하는 대규모기업집단에서 시장반응이 부정적일 수 있는 경우와 다른 결과에 해당한다.

반면 장기지향성과 기업지배구조 간의 교차변수 가운데 $LTO_E \times GROUP$ 변수는 통계적으로 유의한 계수값이 나타나지 않았다. 이는 본 연구에서 검증하고자 하는 기업지배구조가 장기지향성과 기업가치 간의 관계에 미치는 영향이 주로 기업의 재무적 특성과 관련이 있음을 의미하는 것이다. 이는 고용증대로 인한 장기지향성은 고용안정성 차원에서 접근하는 사항이므로 기업지배구조의 영향, 즉 경영권보호나 대리인비용 측면의 영향이 크지 않다고 추론해 볼 수 있다.

통제변수 가운데 LEV 와 FOR 는 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 나타냈다. 이러한 결과는 부채비율이 높거나 외국인지분율이 높을수록 기업가치가 높아지는 것을 의미한다. 최향미·조형곤(2011)은 $TOBINSQ$ 가 종속변수인 모형에서 레버리지 효과에 의해서 LEV 가 양의 계수값을 나타내고 있음을 언급하였다. 통제변수 가운데 AGE , $SIZE$, ROA 와 DIV 는 통계적으로 유의한 음(-)의 계수값을 나타냈다. 이러한 결과는 기업의 상장기간이 긴 경우, 기업의 규모가 큰 경우, 총자산이익률이 높은 경우, 그리고 배당성향이 높은 경우에 낮은 기업가치가 나타남을 의미한다. 최향미·조형곤(2011)은 $TOBINSQ$ 가 종속변수인 모형에서 정보비대칭에 기인한 대리인 문제에 의해서 $SIZE$ 가 음(-)의 계수값을 나타남을 언급하였다.

<표 3>의 분석(4)의 실증분석 결과는 기업의 장기지향성을 나타내는 세 가지 변수인 LTO_A , LTO_R 및 LTO_E 를 모두 포함하여 실시된 실증분석 결과를 보여주고 있다. 분석 결과는 상기 <표 3>의 분석(1)부터 분석(3)의 실증분석 결과에서 나타난 결과가 강건하게 유지되고 있음을 보여준다. 이러한 결과는 본 연구에서 도입한 장기지향성 특성 가운데 특정한 변수가 지배적인 영향을 가지지 않고 모두 시장반응에 유의한 영향을 미치고 있음을 의미한다.

나. 소유지배과리도 수준에 따른 장기지향성 시장반응과 기업지배구조

본 연구에서 다루고 있는 기업지배구조의 특성에 있어 대규모기업집단 소속 여부에 더해서 이러한 소유지배과리도라는 특성이 기업의 장기지향성과 기업가치 간의 관계에 추가적인 영향을 미칠 가능성을 살펴본다. 기업지배구조가 기업의 장기지향성과 기업가치 간의 관계에 미치는 영향을 검증함에 있어서 기업지배구조의 특성을 좀 더 세분화하여 대규모기업집단 소속 여부와 대규모기업집단 소속 기업의 소유지배과리도 수준이 기업의 장기지향성과 기업가치 간의 관계에 미치는 영향에 대하여 검증하였다. 이는 선행연구에서 소유지배과리도에 존재하는 대리인비용의 속성이 장기지향성과 기업가치 간에 영향을 미치는지, 아니면 차등의결권주 제도가 없음을 고려하여 경영권보호 속성으로 활용되어 장기지향성을 우호적으로 평가하는지를 확인하기 위한 [가설 2-1]과 [가설 2-2]의 실증분석에 해당한다.

대규모기업집단 소속 기업의 경우 소유지배과리도로 인하여 대리인비용이 발생할 수도 있고, 경영권을 원활하게 보호할 수도 있다. 대규모기업집단 소속 기업의 이런 양면성을 통제하여 실증분석하였다. <표 4>는 대규모기업집단 소속 여부(*NON_GROUP*)와 대규모기업집단 소속 기업의 경우에 소유지배과리도 수준(*HIGH_WEDGE*)이 기업의 장기지향성과 기업가치 간의 관계에 미치는 영향에 대하여 분석한 결과를 보여주고 있다.

<표 4>에서 장기지향성 변수들(*LTO_A*, *LTO_R*, *LTO_E*)과 소유지배과리도가 높은 특성을 나타내는 *HIGH_WEDGE* 간의 상호작용항($LTO_A \times HIGH_WEDGE$, $LTO_R \times HIGH_WEDGE$, $LTO_E \times HIGH_WEDGE$)의 계수는 통계적으로 유의한 값을 나타내지 않았다. 이러한 결과에 대하여 시장에서 대규모기업집단에 속해있는 기업의 특성을 이용하여 장기지향성에 대하여 반응할 시에 대규모기업집단에 속해있는 기업의 소유지배과리도에 기인하는 대리인비용의 영향이 크지 않음을 보여준다고 해석된다. 또한 경영권보호 속성은 이미 대규모기업집단에 소속되어 확보되므로 추가적인 경영권보호 효과도 없다고 해석할 수 있다. 이와 달리 장기지향성 변수들(*LTO_A*, *LTO_R*, *LTO_E*)과 *NON_GROUP* 간의 교차변수 중, *LTO_A*와 *LTO_R*의 경우에 통계적으로 유의한 음(-)의 계수값을 나타내었다. 이러한 결과는 <표 3>의 장기지향성 변수들과 *GROUP* 간의 교차변수의 분석 결과에서 보여진 바와 마찬가지로 시장에서 *GROUP*에 속해있는 기업의 경우 자본적지출과 연구개발활동 등 장기적인 투자가 필요한 의사결정을 일관성있게 추진할 필요성이 있으므로 경영권을 보호하면서 장기적으로 경영활동을 수행할 수 있는 경우에 더 긍정적으로 반응하는 것으로 보인다.

〈표 4〉 소유지배과리도 수준이 기업의 장기지향성 가치관련성에 미치는 영향

$$TOBINSQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LTO_VARIABLE_{i,t} + \beta_2 LTO_VARIABLE_{i,t} \times HIGH_WEDGE_{i,t} + \beta_3 LTO_VARIABLE_{i,t} \times NON_GROUP_{i,t} + \beta_4 GROUP_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 FOR_{i,t} + \beta_{10} DIV_{i,t} + \beta_{11} \Sigma YD + \Sigma \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

장기지향성 변수	분석(1) LTO_A			분석(2) LTO_R			분석(3) LTO_E			분석(4) ALL		
	Coef.	t-value		Coef.	t-value		Coef.	t-value		Coef.	t-value	
Intercept	5.1125	30.87***		5.0555	30.32***		5.3922	32.64***		4.8114	29.01***	
LTO_A	3.9801	6.53***								3.2733	5.26***	
LTO_R				13.1799	7.69***					11.7649	6.71***	
LTO_E							0.2369	2.14**		0.2178	1.99**	
LTO_A*HIGH_WEDGE	-0.2189	-0.28								-0.0098	-0.01	
LTO_R*HIGH_WEDGE				3.5250	1.27					3.4014	1.18	
LTO_E*HIGH_WEDGE							0.0540	0.36		-0.0136	-0.09	
LTO_A*NON_GROUP	-2.0817	-3.36***								-1.6669	-2.64***	
LTO_R*NON_GROUP				-9.0436	-5.20***					-7.9982	-4.50***	
LTO_E*NON_GROUP							0.0091	0.08		-0.0028	-0.02	
GROUP	0.1263	4.42***		0.1304	5.02***		0.1854	7.43***		0.0838	2.90***	
AGE	-0.1383	-13.47***		-0.1300	-12.53***		-0.1477	-14.39***		-0.1096	-10.61***	
SIZE	-0.1288	-19.11***		-0.1292	-19.14***		-0.1375	-20.38***		-0.1233	-18.41***	
LEV	0.0570	1.70*		0.1147	3.42***		0.0852	2.54**		0.0854	2.57**	
ROA	-0.4237	-11.89***		-0.3704	-10.42***		-0.4393	-12.21***		-0.4526	-12.74***	
FOR	1.5735	23.26***		1.5293	22.57***		1.5978	23.55***		1.5277	22.77***	
DIV	-0.1894	-7.31***		-0.1810	-6.98***		-0.2032	-7.81***		-0.1732	-6.74***	
Adj. R ²	0.1748			0.1748			0.1686			0.1921		
F-Value	101.74***			101.74***			97.37***			97.01***		
Number	16,359			16,359			16,359			16,359		

주1) 표본 수 : 16,359 기업/연도

주2) HIGH_WEDGE : GROUP이 1인 표본 중 wedge가 연도별로 중위수 이상이면 1, 아니면 0.
NON_GROUP : 대규모기업집단 소속 기업이면 0, 아니면 1.

타 변수 정의는 <표 1>의 하단의 내용 참조

주3) *, **, ***는 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 각각의 유의적임을 의미함.

장기지향성 변수와 소유지배과리도 수준과의 상호작용항과 대규모기업집단 소속 여부를 통한 결과를 요약하면 소유지배과리도의 대리인비용 효과 및 경영권보호 속성을 추가로 통제한 이후에 대규모기업집단 소속 기업의 경우에 기업의 재무적인 장기지향적 특성(*LTO_A*, *LTO_R*)에 대하여 긍정적으로 반응한다고 볼 수 있다. 따라서 소유지배과리도에 존재하는 경영권보호 속성은 대규모기업집단 소속 기업에서 존재하며, 소유지배과리도 수준은 장기지향성에 큰 영향을 미치지 않는다고 요약할 수 있다.

4. 추가분석

기업지배구조, 그 가운데 대규모기업집단의 특성을 추정하고자 도입한 *GROUP* 변수와 관련하여 대규모기업집단 소속 기업의 규모는 <표 2>의 상관관계 분석 결과에서 보여지는 바와 같이 상대적으로 큰 규모를 나타내고 있다. 이러한 점은 *GROUP* 변수가 가지는 대규모기업집단 소속 여부와 관련된 특성이 장기지향성의 시장반응에 미치는 영향이 대규모기업집단의 특성보다 *GROUP* 소속 기업의 상대적으로 큰 기업규모의 영향에 기인한 결과일 가능성이 존재한다.

이에 *GROUP*이 기업의 장기지향성과 기업가치 간의 관계에 미치는 영향을 좀 더 명확히 파악하기 위하여 *GROUP* 소속 여부와 기업의 장기지향성 변수 간의 교차변수를 사용하는 본 연구의 모형에 기업규모와 기업의 장기지향성 변수 간의 교차변수를 추가한 후 실증분석을 실시하였다. <표 5>는 *GROUP* 소속 여부와 기업의 장기지향성 변수 간의 교차변수를 사용하는 본 연구의 모형에 기업규모와 기업의 장기지향성 변수 간의 교차변수를 추가한 후 *GROUP*이 기업의 장기지향성과 기업가치 간의 관계에 미치는 영향에 대하여 분석한 결과를 보여주고 있다.

실증분석 결과는 <표 3>과 마찬가지로 장기지향성 변수들(*LTO_A*, *LTO_R*, *LTO_E*)과 *GROUP* 간의 교차변수 중, *LTO_A*와 *LTO_R*의 경우에 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 나타내었다. 반면 장기지향성 변수들(*LTO_A*, *LTO_R*, *LTO_E*)과 기업규모를 나타내는 *SIZEDUMMY* 간의 교차변수들은 통계적으로 유의한 값을 나타내지 않았다. 이러한 결과는 대규모기업집단 소속 여부가 기업의 장기지향성과 기업가치 간의 관계에 미치는 영향이 *GROUP* 변수와 관련된 기업규모의 특성에 기인한 것이 아님을 보여주는 것이다.

〈표 5〉 GROUP과 기업규모가 기업의 장기지향성 가치관련성에 미치는 영향

$$TOBINSQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LTO_VARIABLE_{i,t} + \beta_2 LTO_VARIABLE_{i,t} \times GROUP_{i,t} + \beta_3 LTO_VARIABLE_{i,t} \times SIZEDUMMY_{i,t} + \beta_4 GROUP_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 FOR_{i,t} + \beta_{10} DIV_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma IND + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

장기지향성 변수	분석(1) LTO_A		분석(2) LTO_R		분석(3) LTO_E		분석(4) ALL	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	5.1502	29.80***	5.0320	29.47***	5.3932	32.65***	4.8442	27.77***
<i>LTO_A</i>	1.8287	11.62***					1.4848	9.26***
<i>LTO_R</i>			4.2744	11.36***			3.9649	10.42***
<i>LTO_E</i>					0.2256	8.51***	0.1923	7.30***
<i>LTO_A*GROUP</i>	1.9101	3.85***					1.5563	3.13***
<i>LTO_R*GROUP</i>			10.4167	7.07***			9.4289	6.39***
<i>LTO_E*GROUP</i>					-0.0059	-0.07	-0.0316	-0.39
<i>LTO_A*SIZEDUMMY</i>	0.1577	0.76					0.2703	1.25
<i>LTO_R*SIZEDUMMY</i>			-0.3701	-0.67			-0.4969	-0.86
<i>LTO_E*SIZEDUMMY</i>					0.0506	1.24	0.0562	1.38
<i>GROUP</i>	0.1298	4.48***	0.1294	4.94***	0.1855	7.44***	0.0884	3.02***
<i>AGE</i>	-0.1378	-13.39***	-0.1309	-12.60***	-0.1475	-14.37***	-0.1096	-10.58***
<i>SIZE</i>	-0.1303	-18.54***	-0.1281	-18.52***	-0.1375	-20.38***	-0.1245	-17.66***
<i>LEV</i>	0.0560	1.67*	0.1159	3.46***	0.0841	2.51**	0.0839	2.53**
<i>ROA</i>	-0.4253	-11.92***	-0.3690	-10.36***	-0.4376	-12.16***	-0.4518	-12.68***
<i>FOR</i>	1.5750	23.30***	1.5265	22.54***	1.5968	23.53***	1.5249	22.75***
<i>DIV</i>	-0.1890	-7.29***	-0.1812	-6.98***	-0.2034	-7.82***	-0.1730	-6.74***
Adj. R ²	0.1749		0.1748		0.1687		0.1922	
F-Value	101.75***		101.69***		97.42***		97.09***	
Number	16,359		16,359		16,359		16,359	

주1) 표본 수 : 16,359 기업/연도

주2) *SIZEDUMMY* : 기업규모(*SIZE*)가 연도별로 중위수 이상이면 1, 아니면 0.
타 변수 정의는 <표 1>의 하단의 내용 참조

주3) *, **, ***는 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 각각의 유의적임을 의미함.

장기지향성에 대한 시장 반응과 관련하여 시장에서 기업의 장기지향성에 대하여 반응할 시에 장기지향성 관련 기업의 활동이 지속적으로 진행됨에 따라 반응 시에 시차를 두고 반응할 가능성도 존재한다. <표 6>은 시장의 반응을 나타내는 종속변수인 *TOBINSQ*를 차년도 기준으로 적용하여 분석한 실증분석 결과를 보여주고 있다. 실증분석 결과는 앞서 살펴 본 본 연구의 분석 결과와 마찬가지로 장기지향성 변수들(*LTO_A*, *LTO_R*, *LTO_E*)과 *GROUP* 간의 교차변수 중, *LTO_A*와 *LTO_R*의 경우에 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 나타내었다. 이러한 결과는 시장에서 기업의 장기지향성에 반응할 시점과 관련하여 시차를 두고 파악할 시에도 *GROUP*이 경영권보호 관점에서 기업의 장기지향성과 기업가치 간의 관계에 미치는 영향을 검증한 본 연구의 결과가 강건하게 유지되고 있음을 보여주는 것이다.

장기지향성에 대한 시장 반응과 관련하여 시장에서 기업의 장기지향성에 대하여 반응할 시에 해당 기업이 과거에 장기지향성 관련 활동을 지속적으로 실시하여 왔는가를 고려할 가능성이 존재한다. 본 연구에서는 본 연구에서 검증한 실증분석 결과를 과거 3년간 해당 장기지향성 관련 활동을 상대적으로 활발히 수행해온 기업(표본)과 그렇지 않은 기업으로 구분한 후 실증분석을 실시하여 보았다.

<표 7>은 과거 3년간 해당 장기지향성 관련 활동을 상대적으로 활발히 수행해온 기업(표본)과 그렇지 않은 기업으로 구분한 후 실시된 실증분석 결과를 보여주고 있다. 먼저 <표 7>의 결과 분석(1)은 과거 3년 간 *LTO_A* 수준이 상대적으로 작은 표본, 결과 분석(2)는 과거 3년 간 *LTO_A* 수준이 상대적으로 큰 표본을 이용하여 실시된 실증분석 결과를 보여주고 있다. 실증분석 결과에서 과거 3년 간 *LTO_A* 수준이 상대적으로 큰 표본을 이용하여 실시된 분석(2)는 앞서 살펴본 본 연구의 분석 결과와 마찬가지로 장기지향성 변수(*LTO_A*)와 *GROUP* 간의 교차변수가 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 나타내었다. 반면 과거 3년 간 *LTO_A* 수준이 상대적으로 작은 표본을 이용하여 실시된 분석(1)은 앞서 살펴본 본 연구의 분석 결과와는 달리 장기지향성 변수(*LTO_A*)와 *GROUP* 간의 교차변수가 통계적으로 유의한 계수값을 나타내지 않았다.

이러한 결과는 시장에서 기업의 자본적지출 관련 장기지향성에 대한 반응에 있어서 기업지배 구조를 고려할 때 주로 자본지출 관련 장기지향적 활동을 지속적으로 수행하여 온 기업의 경우에 경영권보호 측면을 유의하게 고려하고 있음을 의미한다. 본 연구에서는 이러한 결과에 대하여 자본적지출 등 장기적인 투자가 필요한 의사결정을 일관성있게 추진할 수 있는 역량이 있는 대규모기업집단의 경영권보호 측면의 특성에 대한 시장의 반응이 실제로 해당 기업이 자본적지출 관련 장기지향적 특성을 지속적으로 나타내고 있을 때 유의하게 이루어지고 있는 것으로 이해하였다.

〈표 6〉 기업지배구조가 기업의 차년도 장기지향성 가치관련성에 미치는 영향

$$TOBINSQ_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 LTO_VARIABLE_{i,t} + \beta_2 LTO_VARIABLE_{i,t} \times GROUP_{i,t} + \beta_3 GROUP_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 FOR_{i,t} + \beta_9 DIV_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma IND + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

장기지향성 변수	분석(1) LTO_A		분석(2) LTO_R		분석(3) LTO_E		분석(4) ALL	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	5.1526	30.45***	4.9577	29.25***	5.3523	31.76***	4.7899	28.26***
<i>LTO_A</i>	1.3392	10.26***					1.0667	8.16***
<i>LTO_R</i>			4.7496	15.05***			4.5071	14.28***
<i>LTO_E</i>					0.1677	7.94***	0.1457	6.94***
<i>LTO_A*GROUP</i>	1.8375	3.68***					1.5224	3.04***
<i>LTO_R*GROUP</i>			9.2705	6.27***			8.3274	5.60***
<i>LTO_E*GROUP</i>					0.0792	0.99	0.0533	0.67
<i>GROUP</i>	0.0976	3.35***	0.1035	3.92***	0.1507	5.93***	0.0602	2.04**
<i>AGE</i>	-0.1285	-12.25***	-0.1118	-10.61***	-0.1353	-12.92***	-0.0980	-9.29***
<i>SIZE</i>	-0.1309	-19.00***	-0.1277	-18.61***	-0.1371	-19.91***	-0.1235	-18.05***
<i>LEV</i>	0.0569	1.66*	0.1104	3.24***	0.0771	2.25**	0.0909	2.68***
<i>ROA</i>	0.1714	4.71***	0.2161	5.98***	0.1621	4.42***	0.1594	4.39***
<i>FOR</i>	1.2428	17.99***	1.1856	17.23***	1.2585	18.18***	1.1847	17.29***
<i>DIV</i>	-0.2248	-8.48***	-0.2110	-8.00***	-0.2353	-8.87***	-0.2057	-7.83***
Adj. R ²	0.1386		0.1476		0.1349		0.1557	
F-Value	80.73***		86.81***		78.29***		82.52***	
Number	16,359		16,359		16,359		16,359	

주1) 표본 수 : 16,359 기업/연도

주2) 변수 정의는 <표 1>의 하단의 내용 참조

주3) *, **, ***는 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 각각의 유의적임을 의미함.

〈표 7〉 기업지배구조가 기업의 평균적 장기지향성 가치관련성에 미치는 영향

$$TOBINSQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LTO_VARIABLE_{i,t} + \beta_2 LTO_VARIABLE_{i,t} \times GROUP_{i,t} + \beta_3 GROUP_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 FOR_{i,t} + \beta_9 DIV_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma IND + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

장기지향성 변수	분석(1) LTO_A MEAN=0		분석(2) LTO_A MEAN=1		분석(3) LTO_R MEAN=0		분석(4) LTO_R MEAN=1	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	4.9952	19.26***	5.5768	19.25***	5.4977	20.51***	4.4991	15.31***
<i>LTO_A</i>	2.3559	8.16***	1.9816	9.21***				
<i>LTO_R</i>					3.3555	5.92***	4.1487	8.08***
<i>LTO_A * GROUP</i>	0.2460	0.18	1.4740	1.99**				
<i>LTO_R * GROUP</i>					4.3714	1.50	9.1651	4.68***
<i>GROUP</i>	0.1698	4.14***	0.1440	2.79***	0.1127	2.60***	0.1406	3.32***
<i>AGE</i>	-0.1525	-8.55***	-0.1575	-8.15***	-0.1323	-6.74***	-0.1399	-6.85***
<i>SIZE</i>	-0.1267	-12.02***	-0.1423	-12.08***	-0.1483	-13.62***	-0.1058	-8.83***
<i>LEV</i>	0.0949	1.83*	-0.0547	-0.90	0.1460	2.84***	0.0372	0.59
<i>ROA</i>	-0.5375	-8.79***	-0.2827	-3.81***	-0.4796	-8.01***	-0.1455	-1.85*
<i>FOR</i>	1.1998	11.55***	2.0817	17.43***	1.3332	11.99***	1.6122	13.90***
<i>DIV</i>	-0.1364	-3.53***	-0.2440	-5.47***	-0.1781	-4.70***	-0.1959	-4.11***
Adj. R ²	0.1628		0.1730		0.1758		0.1446	
F-Value	36.39***		39.14***		37.4***		29.93***	
Number	6,008		6,018		5,637		5,647	

주1) 변수 추출 관련 과거 3년 간의 LTO 변수가 미비한 경우는 제외됨.

주2) LTO_A_MEAN : 과거 3년 간의 LTO_A 수준의 합이 중위수 이상이면 1, 아니면 0.

LTO_R_MEAN : 과거 3년 간의 LTO_R 수준의 합이 중위수 이상이면 1, 아니면 0.

타 변수 정의는 <표 1>의 하단의 내용 참조

주3) *, **, ***는 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 각각의 유의적임을 의미함.

다음으로 <표 7>의 분석(3)은 과거 3년 간 LTO_R 수준이 상대적으로 작은 표본, 분석(4)는 과거 3년 간 LTO_R 수준이 상대적으로 큰 표본을 이용하여 실시된 실증분석 결과를 보여주고 있다. 실증분석 결과에서 과거 3년 간 LTO_R 수준이 상대적으로 큰 표본을 이용하여 실시된 분석(4)는 앞서 살펴본 본 연구의 분석 결과 및 <표 7>의 분석(2)에서 나타난 LTO_A 의 경우와 마찬가지로 장기지향성 변수(LTO_R)와 $GROUP$ 간의 교차변수가 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 나타내었다. 반면 과거 3년 간 LTO_R 수준이 상대적으로 작은 표본을 이용하여 실시된 분석(3)은 앞서 살펴본 본 연구의 분석(4)와 달리 장기지향성 변수(LTO_R)와 $GROUP$ 간의 교차변수가 통계적으로 유의한 계수값을 나타내지 않았다.

이러한 결과는 시장에서 기업의 연구개발 관련 장기지향성에 대한 반응에 있어서 기업지배구조를 고려할 때 주로 연구개발 관련 장기지향적 활동을 지속적으로 수행하여 온 기업의 경우에 경영권보호 관점에서 소유지배과리도를 유의하게 고려하는 것을 의미한다. 이는 연구개발 등 장기적인 투자가 필요한 의사결정을 일관성있게 추진할 수 있는 역량이 있는 대규모기업집단의 경영권보호 측면의 특성에 대한 시장의 반응이 실제로 해당 기업이 연구개발 관련 장기지향적 특성을 지속적으로 나타내는 경우를 중심으로 이루어지고 있는 것으로 해석된다.³⁾

추가적으로 시장반응을 나타내는 변수로 $TOBINSQ$ 대신에 $PBR(price-book ratio)$ 을 종속변수로 도입한 후 실증분석을 실시하여 보았다. 별도의 표로 제시하지는 않았지만 PBR 을 종속변수로 도입한 후 실시한 실증분석 결과는 앞서 살펴본 결과와 마찬가지로 장기지향성과 기업지배구조 간의 교차변수 가운데 $LTO_A \times GROUP$ 과 $LTO_R \times GROUP$ 이 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 나타냈다. 이러한 결과는 본 연구에서 소유지배과리도에 근거한 기업지배구조가 기업의 장기지향성과 시장반응 간의 관계에 미치는 영향에 대하여 살펴본 내용이 시장반응을 나타내는 특정한 변수에 민감하게 반응하지 않고 강건하게 유지되고 있음을 보여준다.

V. 결 론

본 연구는 기업의 장기지향성의 가치관련성에 기업지배구조가 어떤 영향을 미칠 수 있는지 실증분석하였다. 구체적으로 기존의 대리인비용의 대응치로 평가되는 소유지배과리도가 경영권 보호 차원으로 해석될 수 있음을 실증분석하였다. 또한 장기지향성의 측정 요인에 따라 소유지배과리도에 근거한 기업지배구조가 미치는 영향이 달라질 수 있다는 결과도 제시하였다. 이를

3) 본 연구에서는 전체 표본을 과거 3년 간 LTO_E 수준이 상대적으로 작은 표본과 과거 3년 간 LTO_E 수준이 상대적으로 큰 표본으로 구분한 후 각 표본을 이용한 실증분석도 실시하여 보았다. 별도의 표로 제시하지는 않았지만 과거 3년 간의 LTO_E 수준을 기준으로 한 구분은 본 연구에서 앞서 살펴본 분석 결과에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

통하여 장기지향성에 내재된 불확실성이 자본시장에서 평가될 때 기업지배구조 요인의 중요할 수 있음을 실증적으로 살펴보았다.

본 연구의 주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 회계적으로 측정된 설비투자관점 및 연구개발 관점 장기지향성은 소유지배과리도에 근거한 기업지배구조로 인하여 경영권이 더 보호되는 경우 추가적으로 더 높게 기업가치가 평가되었다. 이는 경영권 보호가 더 확실한 기업지배구조를 갖춘 기업에 대하여 회계적 방식으로 측정된 장기지향성에 존재하는 불확실성이 보완된다고 해석된다. 반면 비회계적 방식으로 측정된 인적자산관점 장기지향성은 제도적 장치에 의한 효과로 인하여 회계적 장기지향성에 비해 불확실성의 요인이 상대적으로 적으므로 기업지배구조의 영향을 덜 받는 것으로 해석된다.

둘째, 소유지배과리도로 인한 대리인비용 속성을 통제한 실증분석결과, 소유지배과리도가 존재하는 경우 경영권을 보호받을 수 있는 기업으로 인정되어 장기지향성에 내재된 불확실성이 기업가치를 평가되는 결과를 보여주었다. 또한 기업규모를 통제한 후 실증분석하여 소유지배과리도로 측정된 기업지배구조는 경영권 보호의 속성이 존재함을 뒷받침하였다. 실증분석을 통하여 기업지배구조로 인하여 경영권이 보호되는 경우에 장기지향적인 기업의 가치가 더 높게 평가되는 결과를 보여주었다.

셋째, 민감도 분석 차원에서 장기지향성에 대한 차기의 시장반응을 살핀 분석과 장기지향성의 속성을 고려하여 3년 평균으로 장기지향성을 측정한 분석을 실시하였다. 이는 장기적인 관점에서 기업의 장기지향성이 자본시장에서 평가됨을 보여준다. 또한 소유지배과리도에 근거한 기업지배구조로 인한 경영권 보호가 장기지향성에 존재할 수 있는 불확실성을 보완한다고 해석될 수 있다.

본 연구는 첫째, 기업이 지속적으로 성장하기 위하여 필요한 장기지향성이 소유지배과리도에 근거한 기업지배구조에 의하여 자본시장에서 다르게 평가됨을 제시하였다는 점에서 의의가 있다. 둘째, 소유지배과리도가 자본시장에서 경영권보호 관점으로 이해되고 있음을 실증적으로 제시한다는 점에서 기업지배구조 연구를 확장시키는 공헌점이 있다. 셋째, 장기지향성의 가치관련성이 장기적인 관점에서 평가됨을 확인하고 이런 결과를 토대로 기업의 장기지향성이 자본시장에서 평가되는 구조를 제시한다는 점에서 의미가 있다.

하지만 본 연구는 다음과 같은 한계점이 있다. 소유지배과리도에 근거한 기업지배구조가 장기지향성의 가치관련성에 미치는 영향을 충분히 제시하지 못하였다. 선행연구에서 소유지배과리도의 대리인비용으로 인한 여러 문제를 제기하고 있음에도 본 연구는 선행연구와 다르게 해석할 수 있는 결과를 보였다. 이와 관련하여 장기지향성의 가치관련성에서 어떤 원인으로 소유지배과리도가 경영권 보호 속성이 발현되는지 충분한 분석을 수행하지 못한 부분이 있다. 또한, 소유지배과리도의 차별적 수준이 장기지향성의 가치관련성에 미치는 유의한 영향을 밝혀내지 못하였다. 추가적으로 소유지배과리도 측정을 더미변수로 하는 경우, 대규모기업집단 소속이 아

닌 기업에 존재하는 소유지배과리도를 측정하지 못하는 측정의 한계도 존재한다.

둘째, 본 연구에서는 선행연구에 기초하여 가치관련성에 영향을 미칠 수 있는 통제변수를 도입하였지만 가치관련성에 영향을 미칠 수 있는 타 설명변수가 모형에 포함되지 못하고 누락되었을 가능성이 있다. 이러한 설명변수의 누락에 따라 내생성이 발생할 가능성이 존재한다. 셋째, 본 연구에서는 선행연구에 기초하여 설비투자, 연구개발 및 인적자산측면에서 장기지향성을 검증하였다. 그러나 이러한 측면 이외에도 기업의 장기지향성을 살펴볼 수 있는 다양한 측면이 있지만 본 연구에서는 다루지 못하였다. 넷째, 회계적 측정 방식과 비회계적 측정 방식에 따라 장기지향성의 가치관련성에 기업지배구조가 영향을 미치는 원인을 충분히 제시하지 못하였다. 장기지향성에 내재하는 불확실성의 속성이 소유지배과리도에 근거한 기업지배구조에 의해 어떻게 평가되는지 정확한 인과관계를 추론하기 어렵기 때문에 이에 대한 실증분석을 수행하지 못한 측면이 있다. 따라서 향후 더욱 기업지배구조의 속성을 충분하게 고려하여 후속 연구가 수행되면 더 정책적 시사점이 있는 연구가 될 것이다.

참고문헌

- 김경태. 2008. “소유지배과리도 계층별 회계투명성에 관한 분석”. 회계·세무와 감사연구 제48호 : 73-108.
- _____. 노희천. 2019. “LTO에 대한 시장반응”. 대한경영학회지 제32권 제3호 : 513-535.
- 김효진·박민경. 2016. “소유지배과리도와 이익조정 및 경영자예측오차의 관련성에 대한 연구”. 회계정보연구 제34권 제2호 : 1-25.
- 박양균. 2009. “차등의결권 제도의 경제학적 분석”. 규제연구 제18권 제1호 : 143-172.
- 이양복. 2017. “차등의결권주 도입론에 대한 법적 고찰”. 기업법연구 제31권 제2호 : 91-118.
- 장성희·마운주. 2014. “LTO이 CSR활동과 사회적 기업의 경영성과에 미치는 영향에 대한 실증연구”. 한국산학기술학회 논문지 제15권 제5호 : 2703-2712.
- 최기호. 2018. “조세회피와 관련된 세무회계 실증 연구 동향”. 세무학연구 제35권 제4호 : 207-275.
- 최향미·조영곤. 2011. “소유-지배 과리도와 연구개발투자”. 한국산학기술학회 논문지 제12권 제12호 : 5558-5563.
- Allen, F., E. Carletti, and R. Marquez. 2015. Stakeholder Governance, Competition, and Firm Value. *Review of Finance* 19 : 1315-1346.
- Bearden, W. O., R. B. Money, and J. L. Nevins. 2006. A Measure of Long-term Orientation : Development and Validation. *Journal of the Academy of Marketing Science* 20(10) : 1-12.
- Bena, J., M. A. Ferreira, P. Matos, and P. Pires. 2017. Are foreign investors locusts? The long-term effects of foreign institutional ownership. *Journal of Financial Economics* 126 : 122-146.
- Block, J. H., and A. Thams. 2007. Long-term orientation in family and non-family firms : a Bayesian analysis. *SFS 649 Discussion Paper* : 1-46.
- Brauer, M. F. 2013. The Effects of Short-term and Long-term Oriented Managerial Behavior on Medium-term Financial Performance : Longitudinal Evidence from Europe. *Journal of Business Economics and Management* 14(2) : 386-402.
- Bushee, B. J. 1998. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behaviour. *The Accounting Review* 73(3) : 305-333.
- Carlin, W., and C. Mayer. 2003. Finance, investment, and growth. *Journal of Financial Economics* 69 : 191-226.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang. 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance* 57 : 2741-2772.
- Dallas, L. L. 2012. Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance. *The*

- Journal of Corporation Law* 37(2) : 265–364.
- Ferreira, D., G. Manso, and A. C. Silva. 2014. Incentives to Innovate and the Decision to Go Public or Private. *Review of Financial Studies* 27(1) : 256–300.
- Francis, J., K. Schipper, and L. Vincent. 2005. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics* 39(2) : 329–360.
- Graham, J., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40(1) : 3–73.
- Gompers, P. A., J. Ishii, and A. Metrick. 2010. Extreme Governance : An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *Review of Financial Studies* 23(3) : 1051–1088.
- Haga, J., F. Huhtamaki, and D. Sundvik. 2019. Long-Term Orientation and Earnings Management Strategies. *Working paper*.
- Hofstede, G., G. J. Hofstede, and M. Minkov. 2010. *Cultures and Organizations : Software of the Mind* 3rd ed. McGraw Hill.
- Kim, C. S. 2012. Is Business Group Structure Inefficient? A Long-Term Perspective. *Asia – Pacific Journal of Financial Studies* 41(3) : 258–285.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership around the world. *Journal of Finance* 58(4) : 1451–1468.
- Lee, K., J. Y. Kim, and O. Lee. 2010. Long-Term Evolution of the Firm Value and Behavior of Business Groups : Korean Chaebols between Weak Premium, Strong Discount, and Strong Premium. *Journal of the Japanese and International Economies* 24(3) : 412–440.
- Lumpkin, G. T., K. H. Brigham, and T. W. Moss. 2010. Long-Term Orientation : Implications for the Entrepreneurial Orientation and Performance of Family Businesses. *Entrepreneurship & Regional Development* 22(3/4) : 241–264.
- McGuire, S. T., D. Wang, and R. J. Wilson. 2014. Dual Class Ownership and Tax Avoidance. *The Accounting Review* 89(4) : 1487–1516.
- Nurassyl, S., and S. Park. 2015. The Effects of Long-term Orientation on Financial Performance and Earnings Quality : Evidence from Korea. *Korean Journal of Business Administration* 28(5) : 1423–1442.
- Pagano, M., and P. Volpin. 2005. Managers, Workers, and Corporate Control. *Journal of Finance* 60 : 843–870.
- Siegel, J., and P. Choudhury. 2012. A Reexamination of Tunneling and Business Groups : New Data and New Methods. *Review of Financial Studies* 25(6) : 1763–1798.
- Wang, T., and P. Bansal. 2012. Social responsibility in new ventures : Profiting from a long-

term orientation. *Strategic Management Journal* 33 : 1135–1153.

Tirole, J. 2001. Corporate governance. *Econometrica* 69 : 1–35.

Venkatraman, N. 1989. Strategic orientation of business enterprises : the construct, dimensionality, and measurement. *Management Science* 35(8) : 942–962.

Corporate Governance and the Effects of Long-term Orientation on Market Responses

Kyung Tae Kim* · Hee Chun Roh**

〈Abstract〉

The purpose of this study is to suggest that uncertainties inherent in long-term orientation(LTO) may be assessed differently in the capital market depending on corporate governance. In particular, we would like to see how the nature of management protection that may exist in the ownership governance structure can affect long-term orientation. LTO refers to the tendency of an entity to pursue strategically in order to continue to grow. A long-term oriented entity cannot be determined to be highly valued in the capital market. Since there may be differences in the extent to which long-term orientation is reflected in corporate value due to the uncertainty that exists in LTOs, it is necessary to empirically identify how differences arise depending on the degree of corporate governance in the process of long-term orientation being evaluated in the capital market.

In the preceding study, corporate governance is a measure used in terms of agency costs. In this study, a hypothesis is established by considering the nature of dual class stock in which corporate governance is utilized to protect management rights. Differential voting rights holders have priority rights in their voting rights, so management rights can be considered protected.

The results of this study are summarized as follows. As a result of the market response to long-term orientation, the entity's business value for the facility investment perspective(LTO_A) and research and development perspective(LTO_R) was assessed higher than that for the entities in the large business group. This can be interpreted as a result of the greater protection of managerial control of large business groups in respect of uncertainties in facility investment and research and development. Next, a separate empirical analysis of cases in which the nature of the agency's cost of ownership is severe showed that there is no difference in the effectiveness of the market response to LTO, even if the ownership governance is large, compared to the other cases. These results can be interpreted that the nature of management protection plays a greater role than the problem of agent costs that may exist in the ownership governance structure. It also demonstrated that the market response to LTO is assessed in the capital market from a long-term perspective rather than a short-term assessment, while also providing a supplement to the uncertainty that management rights protection due to ownership governance may exist in long-term orientation.

* Professor, College of Business School, University of Seoul, ktkim@uos.ac.kr, First Author

** Professor, Department of Accounting, Soongsil University, rhc0401@ssu.ac.kr, Corresponding Author

This study has the following additional contributions relative to the preceding study : First, it can be confirmed that the long-term orientation required for an entity to continue to grow is assessed differently in the capital market by its ownership governance. Second, unlike prior research, it empirically suggests that ownership governance is understood in the capital market as a management protection perspective. Third, sensitivity analysis shows that market responses to long-term orientation can be reflected in the long-term capital market.

〈Key words〉 Long-term orientation, Market responses, Corporate governance, Wedge, dual class stock