

기업의 국제다각화 전략이 자기자본비용에 미치는 영향*

- 기업지배구조의 영향을 중심으로 -

차승민**

<요 약>

본 연구에서는 기업지배구조 관점에서 국내기업들의 국제다각화 전략이 그 기업의 자기자본비용에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 구체적으로 본 연구는 기업의 국제다각화 전략이 기업의 자기자본비용에 미치는 영향에 대한 기업지배구조의 조절효과에 대하여 실증분석 결과를 제시하였다.

본 연구의 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 해외매출비중과 해외자산비중으로 측정한 국내기업들의 국제다각화 수준과 자기자본비용은 양(+)의 유의한 관련성이 있는 것으로 나타났다. 2000년 이후 활발히 진행되고 있는 국내기업들의 국제다각화 전략이 기업의 위험 측면에서는 일관되게 양의 관련성이 나타나고 있는데, 이는 국제다각화 수준이 높을수록 전체 기업이익의 변동성 축소로 인한 효과보다는 외국에 진출하는 기업이 추가적으로 부담하는 정치적위험이나 대리인비용 등의 효과가 더 큼에 따라 기업의 총위험이 평균적으로 더 커지는 것으로 판단할 수 있다. 둘째, 기업의 국제다각화 수준과 자기자본비용의 유의한 양(+)의 관련성에 좋은 기업지배구조는 유의한 음(-)의 조절효과가 있는 것으로 나타났다. 따라서 기업의 좋은 기업지배구조는 경영자의 기회주의적인 행위를 약화시키거나 경영자의 의사결정에 효율성을 제고하는 등의 긍정적인 역할을 수행함으로써, 기업의 국제다각화 전략으로 인해 증가할 수 있는 기업의 위험을 좋은 기업지배구조가 효과적으로 완화시킬 수 있는 것으로 판단된다.

본 연구의 실증결과로 볼 때 국제다각화 전략을 추구하는 국내기업들은 국제다각화 전략으로 인해 미래에 기대되는 현금흐름은 증가할 수 있으나 기업의 총위험 역시 증가할 가능성이 있음을 인지해야 할 것이다. 그럼에도 불구하고 국제다각화 전략을 추구하는 기업들은 기업지배구조를 견실하게 구축함으로써 국제다각화 전략으로 발생할 수 있는 기업의 위험을 효과적으로 상쇄시킬 수 있을 것이다.

〈주제어〉 국제다각화, 자기자본비용, 기업지배구조, 기업의 위험

* 본 연구는 2017학년도 경기대학교 학술연구비(일반연구과제) 지원에 의하여 수행되었음

** 경기대학교 회계세무·경영정보학부 부교수, smcha@kyonggi.ac.kr

I. 서 론

본 연구는 기업지배구조가 기업의 국제다각화 수준과 자기자본비용의 관련성에 미치는 영향에 대해 분석한다. 구체적으로 본 연구는 2000년대 이후 활발하게 이루어지고 있는 한국 기업들의 국제다각화 전략이 그 기업의 자기자본비용에 미치는 영향에 대해 분석하고, 나아가 기업지배구조가 기업의 국제다각화 전략으로 발생하는 기업의 위험을 조절할 수 있는 긍정적인 역할을 할 수 있는지에 대한 실증분석을 시도하였다.

국제다각화란 기업이 자신의 국가와 다른 지리적 장소나 시장으로 사업 활동을 확장하는 전략이라고 할 수 있다. 최근 들어 세계경제가 급속도로 통합되고 있는 가운데, 기업들은 자국 이외의 신규시장에 진출하여 시장을 확대하려는 경향이 과거보다 훨씬 높아졌다. 특히 한국 기업들의 경우 내수시장의 협소함으로 인해 과거부터 수출에 대한 의존도가 높았지만, 최근에는 대기업뿐만 아니라 중소기업들도 적극적으로 해외시장으로의 진출을 시도하고 있으며, 그 결과 국내기업들의 해외수출 규모는 해마다 증가하고 있는 추세에 있다.

이러한 기업들의 국제다각화 전략이 광범위하게 추진됨에 따라 개별기업의 국제다각화가 기업의 수익성이나 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구가 다수 있으나 일관된 결과를 도출하지는 못하고 있으며(예 : Myerson 1982 ; Harris et al. 1982), 최근에는 국제다각화가 기업가치에 미치는 영향 중 자기자본비용에 미치는 영향만을 분리해서 기업의 국제다각화 전략이 기업의 위험에 미치는 영향을 살펴보는 연구들이 보고되고 있다.

기업들은 보다 다양한 국가로 영업활동을 확장하여 현금흐름의 변동성을 줄이거나, 비체계적 위험을 효과적으로 분산시켜 자기자본비용을 줄일 수 있다. 하지만 해당 국가의 환율변동 등의 국외비용을 부담하거나 해외지사의 경영자들을 관리하는데 높은 대리인비용을 부담하는 경우 자기자본비용은 상승할 수도 있다. 이를 검증하기 위해 미국기업을 대상으로 분석한 연구들이 활발히 진행되어 왔으나 일관된 결과를 보고하지 못하고 있으며(예 : Goldberg and Heflin 1995 ; Reeb et al. 1998), 최근에 국내기업을 대상으로 실증결과를 제시한 차승민 외(2010)에 의하면 국제다각화는 해당 기업의 자기자본비용과 양(+)의 상관관계를 나타내고 있는 것으로 나타났다.

본 연구는 기업의 국제다각화가 자기자본비용에 미치는 영향에 대해 국내 기업을 대상으로 한 연구가 제한적인 상황에서 이에 대한 실증결과를 제시하고자 하였으며, 특히 기업의 국제다각화와 자기자본비용의 관련성에 있어서 기업의 기업지배구조가 할 수 있는 긍정적인 역할에 주목하였다. 좋은 지배구조를 구축한 기업의 경우 경영자와 외부이해관계자 간의 대리인비용을 완화할 수 있고, 경영자의 기회주의적인 행위를 억제하여 효율적인 의사결정을 도모하여 기업가치를 향상시킬 수 있을 것으로 기대된다(안윤영 외 2015). 그러므로 기업의 좋은 기업지배구조는 국제다각화 전략을 추구하는 기업의 자기자본비용에 미치는 영향에 긍정적인 역할을 수행할 수 있을 것으로 기대된다.

2005년부터 2012년까지 937 기업/년의 자료로 분석한 본 연구의 실증결과는 다음과 같다. 먼저, 기업의 국제다각화 수준은 자기자본비용과 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 2000년부터 2005년까지의 국내기업 표본으로 분석한 차승민 외(2010)의 연구결과와 비교적 최근자료를 분석한 본 연구의 결과가 일관되게 나타나고 있는 것을 확인하였다. 그리고 기업의 국제다각화와 자기자본비용의 관련성에 기업지배구조가 미치는 역할을 분석한 결과에서는 기업의 국제다각화 수준과 기업지배구조의 상호작용변수가 유의한 음(-)의 영향력이 있는 것으로 나타나, 기업의 좋은 기업지배구조는 기업의 자기자본비용을 감소시키는 조절효과가 있는 것으로 나타났다.

이후 본 연구는 다음과 같이 구성되어 진다. 먼저, 제Ⅱ장에서는 본 연구와 관련된 선행연구 분석과 이에 따른 가설설정을 설정하였으며, 제Ⅲ장에서는 본 연구의 연구모형에 대해 서술하였다. 그리고 제Ⅳ장에서는 본 연구의 실증결과를 제시하였으며, 마지막으로 제Ⅴ장에서는 본 연구의 결론 및 시사점을 제시하였다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

1. 국제다각화와 자기자본비용

기존의 국내외 선행연구들은 기업의 국제다각화가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 많은 관심을 가져왔으나 일관된 결과가 보고되지 못하고 있다. 먼저, 국외 연구결과를 살펴보면, Errunza and Senbet(1981)는 해외매출비중으로 측정한 기업의 국제다각화 수준이 해당 기업의 시장가치와 양(+)의 상관관계가 있다고 보고하였다. 동 연구에서는 국제다각화 전략을 추진하는 기업들이 국가 간 상품, 요소 그리고 자본시장의 불완전성으로 인해 독점적 이윤을 얻을 수 있기 때문에 시장가치가 증가한다고 주장하였다. 반면, Myerson(1982) 및 Harris et al.(1982) 등은 기업의 국제다각화 수준이 높아질수록 본사와 해외지사 간의 정보비대칭 문제 때문에 전체 기업의 의사결정에 보다 많은 비용이 소요되어 해당 기업의 가치는 감소한다고 보고하였다. Bodnar et al.(1998) 또한 국제다각화 전략을 추구하는 기업들은 해외지사 관리자의 의사결정과 관련된 비용을 모니터링하기 위해 추가비용을 부담하므로 해당 기업의 가치는 감소한다는 실증 연구결과를 보고하였다.

반면, 국내 연구결과는 국외 연구결과와 달리 대체적으로 국제다각화 수준과 기업가치는 음(-)의 관련성이 있음을 보고하고 있다. 이장호(2003)는 1990년대의 한국기업을 대상으로 국제다각화가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 국제다각화 전략을 추구하는 기업의 경우 외국시장으로 진출을 하면서 해당 국가에 적응을 하기 위한 비용(소위 ‘외국비용’이라 함)을 지불

할 가능성이 높기 때문에 국제다각화 수준과 기업의 기업가치는 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다고 주장하였다. 그러나 동 연구는 국내 기업들이 본격적으로 국제다각화를 시작하는 2000년 이전의 자료를 바탕으로 분석되었기 때문에 현재의 경제환경과는 다소 괴리감이 있을 가능성이 존재한다. 비교적 최근의 연구로는 김준원과 전홍민(2013)의 연구가 있다. 동 연구에서는 2001년부터 2010년까지의 국내 상장기업을 대상으로 국제다각화와 기업가치를 분석하였는데, 1990년대를 분석한 이장호(2003)의 연구결과와 크게 다르지 않았다. 즉, 동 연구의 실증분석 결과, 국제다각화와 기업의 가치는 음(-)의 관련성이 있음을 보고하면서, 경영자의 기회주의적인 동기로 인한 사적이익추구가 그 원인일 수 있다고 보고하고 있다.

한편 최근에는 기업가치와 관련된 연구에서 나아가 기업가치를 결정짓는 중요한 구성요소 중 하나인 기업의 위험에 대한 연구가 활발히 진행되고 있으며, 자기자본비용은 다양한 기업의 위험과 관련된 함수로 파악된다(예 : Ahn et al. 2008 등). 따라서 최근 기업의 국제다각화 연구에서도 기업의 국제다각화가 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 데서 나아가 기업의 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하여 기업의 국제다각화 전략이 기업의 위험에 미치는 영향에 대해 세부적으로 살펴보는 연구가 다수 실시되고 있다. 그러나 국제다각화가 기업가치에 미치는 영향과 마찬가지로 자기자본비용에 미치는 영향 또한 국내외 다양한 연구결과들에서 일관된 실증결과는 도출하지 못하고 있다. 먼저, 국제다각화가 자기자본비용에 긍정적인 영향을 미치는 연구들은 다음과 같다. Hughes et al.(1975)은 국제적으로 다각화된 기업일수록 베타 및 평균 주식수익률 등으로 측정된 체계적 위험과 비체계적 위험 모두를 낮출 수 있다고 보고하면서, 국제다각화 전략을 추구하는 기업들은 다양한 국가에 분산되어 있는 자산으로부터의 개별 수익이 기업전체 이익의 변동성을 축소시켜 기업 전체의 자기자본비용을 감소시킬 수 있다고 주장하였다. Lessard(1974)와 Shaked(1986) 또한 국제적으로 다각화 수준이 높은 기업들은 다양한 국가에 대한 투자를 통해 기업의 위험을 보다 효과적으로 분산시켜, 베타 또는 주식수익률 변동성 등으로 측정한 이들 기업의 자기자본비용의 감소를 가져온다고 보고하였다. 한편, Agmon and Lessard (1977)와 Goldberg and Heflin(1995)도 기업의 국제다각화 수준과 기업의 체계적 위험 사이에는 유의한 음(-)의 상관관계가 있음을 보고하여, 기업의 국제다각화 수준이 기업의 위험 또는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 결론지었다.

반면, 국제다각화가 자기자본에 부정적인 영향을 미친다는 결과를 보고하는 연구도 다수 있다. 일본 기업들을 대상으로 한 연구에서 He and Ng(1998)은 국제다각화 수준이 높은 일본 기업들은 변동환율체제하에서 환율의 변동에 따른 위험을 추가적으로 부담하여 전체 기업의 위험이 증가한다고 주장하였다. Bartov et al.(1996) 또한 환율의 변동성이 증가할 때 주식수익률의 변동성이 증가하게 되어 국제다각화 전략을 취하는 기업들은 국내시장 위주로 영업하는 기업들에 비해 자기자본비용이 높다고 주장하였다. 그리고 Reeb et al.(1998)은 다각화수준이 높은 기업들은 진출한 국가들로부터의 추가적인 정치적 위험 때문에 기업의 체계적 위험이 다각화 수준이

낮은 기업들에 비해 상대적으로 더 높을 수 있음을 보고하였다. 한국기업의 국제다각화 수준과 자기자본비용의 관계를 보고한 차승민 외(2010)도 비슷한 연구결과를 보고하고 있다. 동 연구에서는 2000년부터 2005년까지의 한국 기업의 표본을 사용하여 국제다각화 수준과 해당 기업의 자기자본비용과의 관련성에 대해 실증분석하여 결과를 제시하였는데, 기업의 국제다각화 수준이 높아질수록 기업 전체의 위험이 증가함으로써 자기자본비용이 상승하는 것으로 나타났다. 이 상에서 보는 바와 같이 기업의 국제다각화 수준과 자기자본비용의 관계에 관한 연구들은 상반된 연구결과를 나타내고 있고, 아직까지 한국 기업의 국제다각화와 자본비용에 관한 연구는 아직 제한적으로 보고되고 있다.

이상의 논의를 종합하면 한국 기업의 국제다각화 전략은 기업의 자기자본비용에 미치는 영향에 대해서는 결과를 예측하기가 곤란한 실증적 문제라고 판단되나, 한국기업을 대상으로 한 차승민 외(2010)의 실증결과를 고려하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

(가설1) 기업의 국제다각화 수준은 자기자본비용과 양(+)의 관련성이 있다.

2. 기업지배구조의 역할

Rezaee(2002)에 의하면 기업지배구조는 내부지배구조와 외부지배구조로 구분될 수 있고, 내부지배구조에는 이사회, 감사위원회, 내부감사인 등이 포함되고, 외부지배구조에는 외부감사인, 규제기관, 외부주요주주 등이 포함된다. 즉, 기업의 기업지배구조는 기업 내외부의 다양한 요소로 이루어져 있는데, 좋은 지배구조를 구축한 기업의 경우 효율적인 내부통제수준이나 외부감시기능을 통해 기업과 외부 이해관계자와의 정보불균형을 완화하여 기업의 정보환경을 개선하고, 효율적인 외부감시 주체로서 기업가치에 중요한 역할을 수행할 수 있다(안윤영 외 2015). 또한 장하성(2001)은 기업지배구조란 기업의 목적을 달성하기 위하여 기업 및 경영진을 감시하고 통제하는 의사결정구조 및 의사결정과정이라고 정의하고 있는데, 기업이 건전한 기업지배구조를 구축한 경우 경영자의 기회주의적 행위를 효율적으로 억제하여 경영자와 이해관계자와의 사이에서 발생하는 대리인 문제를 해결할 수 있을 것으로 기대된다.

이러한 기업지배구조의 긍정적인 역할을 고려할 때 좋은 지배구조를 구축한 기업의 경우 효율적인 의사결정 구조를 갖추는 동시에 효과적인 내부통제제도나 외부감시기능을 통해 기업의 위험을 직접적으로 낮출 수 있을 것으로 예상할 수 있다. 아울러 기업의 해외진출 여부, 해외투자의사결정 등 국제다각화와 관련된 다양한 의사결정시에도 지배구조가 좋은 기업의 경우에는 경영자의 기회주의적인 의사결정을 견제하여 국제다각화로 인한 위험을 효과적으로 낮출 수 있을 것으로 기대된다. 본 연구에서는 기업이 다각화전략을 수행함으로써 발생할 수 있는 위험에 대해 좋은 지배구조를 구축한 기업이 효과적으로 기업의 위험을 낮출 수 있는지에 대해 실증분석을 시도하고자 하였다. 이상의 논의를 바탕으로 다음과 같은 가설을 설정하였다.

(가설2) 기업지배구조가 좋은 기업일수록 기업의 국제다각화로 인한 기업의 위험(자기자본비용)은 완화될 것이다.

III. 연구방법론

1. 자기자본비용의 측정

기업의 자기자본비용은 객관적인 수치로 관찰이 쉽지 않기 때문에 자기자본비용을 측정하기 위한 연구가 최근에 많이 진행되고 있다. Gebhardt et al.(2001) 등의 여러 연구에서 사전적 자기자본비용 추정치가 실현된 주식수익률 등으로 측정되는 사후적 자기자본비용 추정치에 비하여 우월하다고 보고되고 있다. 사전적 의미에서의 자기자본비용은 재무분석가의 이익예측치를 투자자 이익기대치의 대응치로 간주하고 기업가치모형에 대입하여 산출되는 기업가치 추정치와 주식시장에서 관찰되는 주가가 서로 일치되도록 하는 할인율을 의미한다. 본 연구에서도 Ahn et al.(2008) 등의 연구에서 한국기업에게도 신뢰성이 입증된 다음의 두 가지 방법에 의해 도출된 자기자본비용의 평균치를 자기자본비용의 대응치로 사용하기로 하였다.

첫 번째 자기자본비용 추정방식은 Gebhardt et al.(2001) 등의 연구에서 제시된 Ohlson(1995)의 잔여이익할인모형에 기반을 둔 것인데, 동 기업가치평가모형에서는 자기자본비용 측정시점부터 3년 후까지 재무분석가의 이익예측치를 이용하고 이후 3년 후부터는 잔여이익의 예측치가 영속적으로 일정하게 유지된다고 가정하였다. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$P_t = bv_t + \sum_{s=1}^3 \left(\frac{E_t(eps_{t+s} - r_t \times bv_{t+s-1})}{(1+r_t)^s} \right) + \frac{E_t(eps_{t+3} - r_t \times bv_{t+2})}{r_t \times (1+r_t)^3} \quad (1)$$

식(1)에서 r_t 는 t기간 동안의 자기자본비용, P_t 는 t시점의 주당 주식가격, bv_t 는 t시점의 주당 자기자본 장부가치, 그리고 eps_t 는 t기간의 주당 순이익 예측치이다.

본 연구에서 사용한 두 번째 자기자본비용 추정치는 Liu et al.(2002) 등에서 사용된 방법으로 Ohlson(1995)의 잔여이익할인모형에서 미래 3년간의 잔여이익 예측치는 재무분석가의 이익예측치를 이용하여 계산하되, 4년 후부터 12년 후까지는 해당 기업의 자기자본수익률이 산업평균 자기자본수익률로1) 선형적으로 수렴하고, 그 이후의 잔여이익은 12년 후의 잔여이익 예측치가 영속적으로 지속된다는 가정을 이용하였다. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

1) 산업평균 자기자본수익률은 한국표준산업분류표의 대분류상 같은 산업군에 속한 기업들의 지난 5년간 자기자본수익률을 이동 평균하여 계산하였으며 선행연구를 따라 양(+)의 값을 가지는 자기자본수익률만을 이용하여 계산하였다.

$$P_t = bv_t + \sum_{s=1}^3 \left(\frac{E_t(eps_{t+s} - r_t \times bv_{t+s-1})}{(1+r_t)^s} \right) + \sum_{s=4}^{11} \frac{[E_t(ROE_{t+s} - r_t)] \times bv_{t+s-1}}{(1+r_t)^s} + \frac{[E_t(ROE_{t+12} - r_t)] \times bv_{t+11}}{r_t \times (1+r_t)^{11}} \quad (2)$$

식(2)에서 ROE_t 는 t기간의 자기자본수익률이며 다른 변수들의 정의는 식(1)과 동일하다.

상기 두 모형에서 자기자본비용 추정치는 기업가치모형에서 산출된 기업가치 예측치와 실제 로 주식시장에서 관찰되는 주가의 차이를 최소화하는 할인율을 0%에서 100% 범위 내에서 찾아 내는 방법으로 산출하였다.

2. 국제다각화 수준의 측정

Geringer et al.(2000)은 기업의 국제다각화 수준을 신뢰성 있게 측정하기 위해서는 해당 기업의 국내부문 대비 해외부문의 상대적 크기와 전략적 중요도를 정확하게 반영하는 추정치를 사용할 필요가 있다고 주장하였다. 본 연구에서는 국내에서 입수할 수 있는 자료들 중 해외매출비 중과 해외자산비중을 기업의 국제다각화수준으로 측정하였다. 기업이 상대적으로 국내보다 해외에서 사업활동을 많이 수행한다면 해외에서 발생하는 매출이 국내에서 발생하는 매출보다 클 것이므로 국내대비 해외매출의 비중이 더 클 것이다. 그러므로 해외매출비중은 기업의 다각화수준을 측정하는 중요한 변수로 볼 수 있을 것이다.

그리고 국내부문보다 해외부문에 상대적으로 보다 큰 전략적 가중치를 두고 있는 기업이라면 국내보다는 해외에 보다 많은 자산을 투자하고 보유하고 있을 것이다. 그러므로 기업의 총자산 중 해외자산 비중은 해당 기업의 해외시장에 대한 현재 전략상황을 나타내 준다고 볼 수 있다. 이러한 이유로 본 연구에서는 Reeb et al.(2001) 및 차승민 외(2010) 등에서 사용한 해외매출비중(FORSALES)과 해외자산비중(FORASSET)의 두 가지 추정치를 기업의 국제다각화 수준을 측정하는 변수로 사용하였다.

3. 기업지배구조

기업지배구조는 정해져 있는 것이 아니라 연구자의 관점에 따라 다양하게 측정되어 연구에 이용되어져 왔다. 그러나 기존의 많은 연구들에서는 기업의 소유구조(예 ; 최대주주지분율, 기관투자자 지분율)나 감사기구(감사위원회 설치 여부, 외부감사인) 등 기업의 지배구조를 이루는 일부분에 국한하여 측정한 자료를 이용하여 지배구조의 대용치로 사용되었으나, 지배구조의 개

념이 기업 및 경영진을 감시하고 통제하는 의사결정구조 및 의사결정과정이라고 볼 때 특정한 한두 가지의 측정치로 기업의 지배구조 전체를 대변하기에는 한계가 있다고 판단된다.

본 연구에서는 한국기업지배구조원(KCGS)에서 제공하고 있는 기업지배구조 점수를 기업지배구조의 대용치로 사용하였다.²⁾ 한국기업지배구조원에서는 2005년부터 상장법인에 대하여 기업의 각종 공시자료를 이용하여 지배구조를 평가하여 점수화하고 있다. 한국지배구조원에서 평가하는 상장기업들의 지배구조점수는 주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 그리고 경영과실배분의 5가지 영역에서 측정되어 집계되고 있다. 한국기업지배구조원이 제공하고 있는 한국 상장기업들의 기업지배구조 점수는 다양한 관점에서 파악된 종합적이고 객관적인 수치라는 점에서 기존의 연구들에서 사용되어진 여러 단일 변수보다 타당성과 신뢰성 측면에서 우월한 측정치라고 판단된다.

한국기업지배구조원의 기업지배구조평가 항목과 점수는 다음과 같다.

〈표 1〉 한국기업지배구조원의 기업지배구조평가 항목

대분류	중분류	주요 평가항목	점수 (300점)
주주권리 보호	주주권리의 보호 및 행사편의성	• 기업지배구조헌장 및 임직원 윤리규정 도입 • 집중투표제, 서면투표제 및 전자투표제 도입 • 적대적 M&A 관련 원천적 장어수단 도입 • 소수주주권 행사 현황 • 정기주주총회 개최 전 관련 정보 사전제공	90점
	소유구조	• 최대주주 및 특수관계인의 지분을 합계 • 등기인원의 지분을 합계 • 계열회사의 지분을 합계	
	특수관계인과의 거래	• 최대주주 및 특수관계인과의 거래실적 • 계열회사와의 거래실적	
이사회	이사의 구성	• 이사의 사외이사 구성 현황 • 대표이사와 이사회장의 분리 여부 • 사외이사후보추천위원회, 보상위원회의 설치 및 구성현황	90점
	이사의 운영, 평가 및 보상	• 이사회 및 이사회 내 위원회의 활동내역 및 평가결과 • 사외이사의 활동내용 및 평가결과 • 등기임원에 대한 주식성과급 부여	

2) 한국기업지배구조원으로부터 별도 심사에 의해 연구목적용으로 본 자료를 제공받았다.

〈표 1〉 한국기업지배구조원의 기업지배구조평가 항목 (계속)

대분류	중분류	주요 평가항목	점수 (300점)
공시	공시일반	- 기업설명회(IR) 실적 및 사전예고 여부 - 자율, 정정, 조회, 장마감 이후 공시 등 공시실적 - 영업손익 등 사업실적 및 예측정보 관련사항 - 사외이사의 겸직 및 겸업내용	60점
	홈페이지 공시	- 이사회 및 이사회 내 위원회 관련사항 - 영업보고서 및 수시공시사항 - 기업지배구조 모범규준과의 차이 및 평가등급 - 개별 등기임원 보수 현황	
감사기구	감사기구	- 감사기구의 형태 - 감사기구의 업무지원을 위한 독립된 감사부서 존재 - 감사위원회의 설치, 구성 및 운영 현황 - 외부감사인의 비감사용역 현황 - 내부신고자 보호규정 및 관계사와의 거래 투명성 관리시스템 마련	50점
경영과실 배분	경영과실배분	- 배당수익률 현황 및 최근 3년간 배당성향 - 중간 또는 분기배당 실시 여부	10점

* 출처 : 한국지배구조원 공시 내용

4. 연구모형

본 연구의 가설에 대한 실증분석을 시행할 연구모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 COE = & \beta_0 + \beta_1 FORSALES(FORASSET) + \beta_2 TCGS + \beta_3 FORSALES(FORASSET) \times TCGS \\
 & + \beta_4 BETA + \beta_5 \ln SIZE + \beta_6 B/M + \beta_7 D/M + \beta_8 IDRISK + \beta_9 OIVOL + \beta_{10} EPSDISP \\
 & + \beta_{11} GROWTH + Industry Dummies + \varepsilon
 \end{aligned}$$

- COE : 식(1)과 식(2)의 기업가치모형으로부터 도출한 자기자본비용 추정치의 산술평균치
 $FORSALES$: 해외매출액을 기업의 총매출액으로 나눈 값
 $FORASSET$: 해외자산액을 기업의 총자산액으로 나눈 값
 $TCGS$: 한국기업지배구조원에서 제공하는 기업지배구조 점수 총점을 만점인 300으로 나눈 값
 $BETA$: 개별기업의 과거 60개월간의(최소 30개월) 월별 주식수익률을 이용하여 도출한 베타
 $\ln SIZE$: 시가총액의 자연대수값
 B/M : 장부가치대비 시장가치비율의 자연대수값
 D/M : 부채의 장부가액 대비 시가총액의 자연대수값
 $IDRISK$: 베타를 추정하기 위한 회귀식의 잔차에 대한 분산
 $OIVOL$: 적어도 지난 2년 동안 재무자료가 있는 기업을 대상으로 개별기업의 과거 5년간 영업이익의 표준편차를 평균자산으로 나눈 값

EPSDISP : 재무분석가의 1년 후 이익예측치 표준편차를 재무분석가 이익예측치 평균으로 나눈 값
GROWTH : 재무분석가의 3년 후 이익예측치에서 재무분석가의 2년 후 이익예측치를 차감하고 이를 재무분석가의 2년후 이익예측치로 나눈 값
Industry Dummies : 한국표준산업 대분류 기준에 의해 분류된 산업별 더미변수

기업의 국제다각화가 자기자본비용에 미치는 영향 및 기업지배구조의 역할을 분석하기 위해 본 연구에서는 자기자본비용 추정치(*COE*)를 종속변수로 하고 해당 기업의 해외매출비중(*FORSALES*)과 해외자산비중(*FORASSET*)으로 측정한 국제다각화 수준을 독립변수로 한 다중회귀분석을 실시하였다. 동시에 기업의 국제다각화 수준이 기업의 위험에 미치는 영향에 영향을 미칠 요인으로 기업지배구조 점수 및 국제다각화 수준과 기업지배구조 점수의 상호작용 효과변수를 모형에 포함하였다.

본 연구의 실증분석을 위한 연구모형 중 종속변수인 자기자본비용에 영향을 줄 수 있는 여러 위험 대용치들을 본 회귀모형의 통제변수로 도입하였다. 먼저, 사용하였는데 이들 통제변수들은 구체적으로 다음과 같다. 우선, 베타로 측정되는 기업의 체계적 위험(*BETA* : Fama and French 1993 ; Gordon and Gordon 1997)과 베타에 의해 측정되지 않는 기업 고유의 비체계적 위험(*IDRISK* : Malkiel and Xu 1997)을 통제변수로 도입하였다. 그리고 Fama and French(1993) 등이 기업의 체계적 위험(*BETA*)으로 측정되지 못하는 다른 유형의 위험을 내포하고 있다고 보고한 기업규모(*SIZE* : Amihud and Mendelson 1986 ; Botosan and Plumlee 2005)와 장부가치대비 시장가치비율(*B/M*)을 통제하였다. 또한 Modigliani and Miller(1958)에 의해 자기자본비용과 양(+)의 관련성을 가질 것이라고 알려진 부채비율(*D/M*)과 기본적인 영업활동의 변동성에 따른 위험을 측정하여 영업이익 변동성(*OIVOL* : Barth et al. 1999)을 통제하였다. 또한 기업 정보환경의 불확실성을 반영하는 재무분석가 이익예측치의 분산정도(*EPSDISP* : Botosan and Plumlee 2005)와 성장전략의 수행에 따른 위험성을 나타내는 미래이익의 성장성(*GROWTH* : Gebhardt et al. 2001)을 통제변수로 도입하였다. 마지막으로 Gebhardt et al.(2001) 등이 지적한 자기자본비용의 산업별 분포를 통제하기 위하여 각 산업별 더미변수와 연도별 특수성을 감안하기 위하여 연도별 더미변수를 통제변수로 포함하였다.

5. 연구자료

본 연구의 실증분석을 위해 필요한 상장기업의 기업지배구조 점수는 한국기업지배구조원에서 제공받은 자료를 이용하였다. 그리고 기업의 자기자본비용을 추정하기 위한 재무분석가의 이익예측치와 추가자료는 Fn-Guide로부터 수집하였고, 그 외의 재무자료들은 KisValue 데이터베이스로부터 수집하였다. 이상의 수집된 자료들 중 다음 요건들을 만족하는 기업들을 본 연구의 실증분석을 위한 최종 표본으로 선정하였다.

- (1) 한국기업지배구조원의 기업지배구조 점수가 있는 기업
- (2) Fn-Guide에서 재무분석가의 이익예측치와 주가자료를 구할 수 있는 기업
- (3) ㈜한국신용평가정보의 KisValue에서 재무제표 자료를 구할 수 있는 기업
- (4) ㈜한국신용평가정보의 KisValue의 기업의 재무정보 중 해외매출액과 해외자산액을 구할 수 있는 기업
- (5) 위험 대응치 등 회귀분석에 사용될 모든 변수들을 구할 수 있는 기업
- (6) 회계연도가 12월말로 종료되는 회사
- (7) 금융업종에 속하지 않는 회사
- (8) 장부가치가 음이 아닌 기업

이상의 표본 선정 조건 중 (2)는 각종 재무제표 정보의 의무공시시한이 3월말이라는 점을 감안하여 재무분석가 이익예측치 및 주가자료는 매년 4월말을 기준으로 추출하였다. 그리고 조건 (6)은 합리적인 횡단면분석을 위해서 적용되었으며, 조건(7)은 금융업에 속하는 기업들의 계정 과목 성격이 일반기업과는 다르기 때문에 도입되었다. 마지막으로 조건(8)은 자본잠식이 된 기업의 경우 재무분석가 이익예측치에 편이가 발생할 가능성 때문에 적용하였다.

최종 선정된 표본으로 산출된 모든 회귀변수들은 극단치의 영향을 제거하기 위하여 해당 변수 분포의 1% 및 99% 수준에서 조정되었다. 이상의 모든 조건을 만족시키는 2005년부터 2012년까지 총 937개 기업/연도의 표본이 본 연구의 실증분석에 사용되었다.

IV. 실증결과

1. 기술통계량과 일변량 상관관계 분석

본 연구의 실증분석에 사용된 주요 변수에 대한 기술통계량은 <표 2>에 나타나 있다.

먼저, 식(1)과 식(2)를 이용하여 추정한 자기자본비용 추정치의 평균(COE)의 평균(표준편차)은 11.4%(3.4%)인 것으로 나타났다. 이는 차승민 외(2010)에서 보고한 자기자본비용 평균(표준편차)인 14.9%(5.4%)보다 다소 낮은 수치이다. 차승민 외(2010)는 2000년부터 2005년 사이의 한국 상장기업들을 대상으로 하였으나, 본 연구에서는 2005년부터 2012년도를 표본기간으로 함에 따라 자기자본비용 추정치에 다소 차이가 발생하는 것으로 판단된다. 한국 상장기업의 최근 자기자본비용은 2000년대 초반에 비해 다소 하락한 것으로 보이나, 미국기업의 자기자본비용이 약 3% 수준임을 고려해 볼 때(Claus and Thomas 2001) 여전히 매우 높은 수준이다.

〈표 2〉 주요 변수의 기술통계량

변수명	평균	표준편차	최소값	25%	중간값	75%	최대값	표본수
COE	0.114	0.034	0.036	0.090	0.112	0.134	0.223	937
FORSALES	0.309	0.323	0	0	0.168	0.594	0.998	937
FORASSET	0.053	0.078	0	0.002	0.024	0.070	0.437	937
TCGS	0.447	0.105	0.130	0.370	0.430	0.510	0.867	937
BETA	1.036	0.437	0.042	0.728	1.031	1.345	2.015	937
SIZE	27.944	1.527	24.703	26.732	28.034	29.003	31.414	937
B/M	0.814	0.032	0.130	0.439	0.690	1.073	5.745	937
D/M	0.827	0.980	0.083	0.243	0.489	1.048	2.744	937
IDRISK	0.013	0.003	0.004	0.008	0.011	0.015	0.053	937
OIVOL	0.028	0.001	0.004	0.012	0.022	0.036	0.124	937
EPSDISP	0.167	0.240	0	0.057	0.108	0.186	1.851	937
GROWTH	0.149	0.150	-0.174	0.072	0.129	0.201	0.857	937

(주) COE : 본문의 식(1)~식(2)의 기업가치모형으로부터 도출한 개별 자기자본비용 추정치의 산술평균치, FORSALES : 해외매출액을 기업의 총매출액으로 나눈 비율, FORASSET : 해외자산액을 기업의 총자산액으로 나눈 비율, TCGS : 한국기업지배구조원의 평가점수 총계를 만점인 300점으로 나눈 값, BETA : 개별기업의 과거 60개월간의 (최소 30개월) 월별 주식수익률을 해당 시장수익률에 회귀분석하여 도출한 베타, SIZE : 기업 순자산 시장가치의 자연대수 값, B/M : 기업의 순자산 장부가치를 시장가치로 나눈 값, D/M : 부채의 장부가액을 기업 순자산의 시장가치로 나눈 값, IDRISK : 배타를 추정하기 위한 회귀식 잔차의 분산, OIVOL : 적어도 지난 2년 동안 재무자료가 있는 기업을 대상으로 개별기업의 과거 5년간 영업이익의 표준편차를 평균자산으로 나눈 값, EPSDISP : 개별 재무분석가의 1년 후 이익예측치의 표준편차를 해당 재무분석가들의 이익 예측치 평균으로 나눈 값, GROWTH : 재무분석가의 3년 후 이익예측치에서 재무분석가의 2년 후 이익예측치를 차감하고 이를 재무분석가의 2년후 이익예측치로 나눈 값

다음으로 본 연구의 주요 관심변수인 개별기업의 국제다각화 수준을 나타내는 해외매출비중(*FORSALES*)과 해외자산비중(*FORASSET*)의 평균(표준편차)은 각각 30.9%(32.3%), 5.3%(7.8%)로 나타났다. 표본에 포함된 기업들의 해외매출비중은 0부터 99.8%까지 다양한 분포를 보이고 있으며, 해외자산비중의 경우 0부터 43.7%까지 분포를 보이며 상대적으로 표준편차가 적음을 확인할 수 있다.

그리고 기업지배구조 변수의 경우 평균(표준편차)은 44.7%(10.5%)로 나타나 표본에 포함된 기업들의 평균점수는 총점대비 약 45% 정도를 획득하고 있는 것으로 나타났다.

기타 통제변수의 분포를 살펴보면, 본 연구의 표본에 포함된 기업들의 베타(*BETA*)는 평균이 1.036인 것으로 나타나 적절하게 추정된 것으로 판단된다. 또한 기업규모(*SIZE*)의 자연대수 값은 평균이 27.944이며, 장부가치대비 시장가치비율(*B/M*)은 평균이 0.814, 그리고 부채비율(*D/M*)은 평균이 0.827인 것으로 나타났다. 한편, 개별기업의 비체계적 위험(*IDRISK*)과 영업이익 변동성(*OIVOL*) 및 재무분석가 이익예측치의 분산정도(*EPSDISP*)의 평균은 각각 0.00.013, 0.028 및 0.167이었고, 미래이익의 성장성(*GROWTH*)은 평균 14.9%인 것으로 나타났다.

<표 3>은 본 연구의 실증분석에 사용된 주요 변수들의 피어슨 상관계수를 나타내고 있다.

우선 자기자본비용(*COE*)과 본 연구의 첫 번째 관심변수인 해외매출비중(*FORSALES*) 및 해외자산비중(*FORASSET*)의 경우 상관계수가 각각 0.136 및 0.028로 양(+)의 상관계수 값을 나타내고 있으며, 해외매출비중의 경우 1% 수준에서 통계적으로 유의하였다. 그리고 본 연구의 두 번째 관심변수인 기업지배구조 점수(*TCGS*)의 경우 자기자본비용과 유의한 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 한편 통제변수들의 경우 기업규모(*SIZE*)와 재무분석가 이익예측치의 분산정도(*EPSDISP*)는 자기자본비용(*COE*)과 유의한 음(-)의 관련성이 있는 반면, 나머지 통제변수들은 모두 자기자본비용(*COE*)과 양(+)의 유의한 관련성이 있는 것으로 나타났다.

그리고 본 연구의 해외매출비중(*FORSALES*) 및 해외자산비중(*FORASSET*)과 기업지배구조(*TCGS*)와의 관련성의 경우 해외매출비중과 기업지배구조는 유의한 관련성이 없으나, 해외자산비중과 기업지배구조의 경우 10% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성을 나타내고 있는 것으로 나타났다.

본 상관관계분석 결과에 의하면 자기자본비용(*COE*)이 여러 위험 대응치들과 유의한 관련성을 가지고 있으며, 동시에 관심변수인 국제다각화 정도를 측정하는 해외매출비중(*FORSALES*) 및 해외자산비중(*FORASSET*), 그리고 기업지배구조(*TCGS*) 변수 또한 기업의 여러 위험 대응치들과 유의한 상관관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 그러므로 본 연구의 정확한 실증결과의 도출을 위해서는 자기자본비용에 영향을 미치는 여러 위험 대응치들을 통제하여 분석할 필요가 있으며, 이는 다음의 본 연구의 다중회귀분석 결과에서 제시하였다.

〈표 3〉 주요 변수의 피어슨 상관계수

변수명	COE	FORSALES	FORASSET	TCGS	BETA	SIZE	B/M	D/M	IDRISK	OVOL	EPSDISP
<i>FORSALES</i>	0.136 (0.000)										
<i>FORASSET</i>	0.028 (0.393)	0.504 (0.000)									
<i>TCGS</i>	-0.131 (0.000)	0.008 (0.812)	-0.062 (0.059)								
<i>BETA</i>	0.264 (0.000)	0.391 (0.000)	0.234 (0.000)	-0.026 (0.423)							
<i>SIZE</i>	-0.394 (0.000)	0.137 (0.000)	0.013 (0.696)	0.602 (0.000)	-0.053 (0.107)						
<i>B/M</i>	0.485 (0.000)	-0.114 (0.001)	-0.150 (0.000)	-0.134 (0.000)	0.090 (0.006)	-0.417 (0.000)					
<i>D/M</i>	0.340 (0.000)	0.030 (0.358)	0.015 (0.639)	0.009 (0.785)	0.224 (0.000)	-0.173 (0.000)	0.604 (0.000)				
<i>IDRISK</i>	0.140 (0.000)	0.158 (0.000)	0.088 (0.007)	-0.196 (0.000)	0.352 (0.000)	-0.261 (0.000)	-0.033 (0.320)	0.089 (0.006)			
<i>OVOL</i>	0.079 (0.016)	0.186 (0.000)	0.087 (0.008)	-0.011 (0.748)	0.101 (0.002)	0.064 (0.050)	-0.174 (0.000)	-0.161 (0.000)	0.197 (0.000)		
<i>EPSDISP</i>	-0.084 (0.011)	0.121 (0.000)	0.048 (0.141)	0.105 (0.001)	0.178 (0.000)	0.061 (0.061)	0.143 (0.000)	0.276 (0.000)	0.022 (0.496)	0.013 (0.681)	
<i>GROWTH</i>	0.098 (0.003)	0.067 (0.042)	0.053 (0.104)	-0.089 (0.007)	0.095 (0.004)	-0.097 (0.003)	0.011 (0.737)	0.082 (0.012)	0.088 (0.007)	-0.035 (0.289)	0.149 (0.000)
표본수	937	937	937	937	937	937	937	937	937	937	937

(주) 변수설명은 <표 2>를 참조한다. 괄호는 양측검정의 p-value를 의미한다.

2. 다중회귀분석 결과

기업의 국제다각화와 자기자본비용의 관련성 및 동 관련성에 대한 기업지배구조의 역할에 관한 본 연구의 다중회귀분석 결과는 다음의 <표 4>에 제시되어 있다.

먼저 기업의 위험대용치들을 통제한 후 기업의 국제다각화 수준과 자기자본비용과의 관련성에 대한 실증결과는 다음과 같다. 해외매출비중(*FORSALES*)으로 측정된 기업의 국제다각화 수준과 자기자본비용과의 관련성을 보면, 회귀계수는 0.016으로 나타났고 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 아울러 해외자산비중(*FORASSET*)으로 측정된 경우에도 0.021의 회귀계수를 가지고 있는 것으로 나타났고 10% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 즉, 해외매출비중과 해외자산비중으로 측정된 기업의 국제다각화 수준과 기업의 자기자본비용은 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 한국기업들의 경우 국제다각화 수준이 높을수록 전체 기업이익의 변동성을 축소하여 기업의 위험을 낮추는 효과보다는 외국에 진출했을 경우에 추가적으로 부담하게 되는 정치적위험이나 대리인비용 등으로 인해 기업의 위험이 더 커지는 효과가 평균적으로 더 크기 때문인 것으로 판단된다. 즉, 본 연구의 실증결과 해외매출비중과 해외자산비중 모두 기업의 자기자본비용과는 양의 유의한 관련성이 있는 것으로 나타났다. 2000년대 초반의 표본으로 사용한 차승민 외(2010)의 연구보다 상대적으로 최신 연구표본으로 분석한 본 연구의 실증결과도 일관되게 국제다각화 수준이 높아질수록 기업의 위험은 증가하는 것으로 볼 수 있다. 즉, 급속하게 진전되고 있는 세계화(Globalizaion)의 기조 속에 지속적으로 증가하고 있는 한국기업들의 해외진출에도 불구하고 국제다각화로 인한 기업의 위험성은 여전히 큰 것으로 해석할 수 있다.

다음으로, 기업의 국제다각화 수준과 자기자본비용에 미치는 기업지배구조의 조절효과를 분석한 결과는 다음과 같다. 먼저 기업지배구조만 본 연구모형에 포함한 회귀분석결과를 보면 기업지배구조와 기업의 위험은 직접적으로 유의한 관련성이 나타나고 있지 않다. <표 3>의 상관관계 분석에서는 기업지배구조가 기업의 자기자본비용에 음(-)의 유의한 관련성을 보이는 것으로 나타났으나, 기업의 위험대용치들을 통제한 회귀분석 결과에서는 유의한 관련성을 보이지 못하고 있다.

그러나 기업의 국제다각화 수준을 측정된 해외매출비중 및 해외자산비중과의 상호작용 변수를 도입한 결과를 보면, 기업지배구조와 해외매출비중 및 해외자산비중과의 상호작용변수는 각각 -0.095, -0.291의 회귀계수를 가지며 통계적으로도 1% 및 5% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 좋은 기업지배구조를 갖춘 기업의 경우 직접적으로 자기자본비용을 감소시키는 효과를 가져오지는 않으나, 국제다각화를 추진하는 기업의 의사결정과정에서 긍정적인 영향을 미침으로써 간접적으로 기업의 자기자본비용을 감소시키는 역할을 수행하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

〈표 4〉 다중회귀분석 결과

(모형) $COE = \beta_0 + \beta_1 FORSALES(FORASSET) + \beta_2 TCGS + \beta_3 FORSALES(FORASSET) * TCGS + \beta_4 BETA + \beta_5 lnSIZE + \beta_6 B/M + \beta_7 D/M + \beta_8 IDRISK + \beta_9 OIVOL + \beta_{10} EPSDISP + \beta_{11} GROWTH + Industry Dummies + Year Dummies + \varepsilon$

변수명	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
INTERCEPT	0.233***	7.47	0.220***	6.96	0.243***	7.32	0.226***	6.75	0.220***	6.54
FORSALES	0.016***	5.25			0.016***	5.29	0.021*	1.83	0.057***	4.93
FORASSET			0.021*	1.83						
TCGS					0.010	0.89	0.007	0.60	0.037***	2.72
FORSALES*TCGS									-0.095***	-3.63
FORASSET*TCGS										
BETA	0.011***	4.76	0.014***	6.20	0.011***	4.73	0.014***	6.19	0.011***	4.97
SIZE	-0.005***	-6.89	-0.004***	-5.91	-0.005***	-5.86	-0.004***	-4.93	-0.005***	-5.45
B/M	0.023***	10.64	0.023***	10.15	0.023***	10.49	0.022***	10.03	0.023***	10.51
D/M	0.004***	3.32	0.004***	3.52	0.004***	3.27	0.004***	3.49	0.004***	3.35
IDRISK	-0.149***	-1.38	-0.135***	-1.23	-0.147***	-1.35	-0.134***	-1.21	-0.144***	-1.33
OIVOL	0.200***	5.05	0.221***	5.54	0.201***	5.06	0.222***	5.55	0.202***	5.12
EPSDISP	-0.027***	-7.28	-0.027***	-7.15	-0.027***	-7.33	-0.027***	-7.17	-0.027***	-7.22
GROWTH	0.020***	3.56	0.021***	3.65	0.020***	3.57	0.021***	3.65	0.021***	3.81
Industry Dummies	포함		포함		포함		포함		포함	
Year Dummies	포함		포함		포함		포함		포함	
수정된 R ²	0.464		0.450		0.464		0.450		0.471	
표본수	937		937		937		937		937	

(주1) 변수설명은 <표 2>를 참조한다.

(주2) ***, **, *는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

본 연구의 통제변수와 자기자본비용과의 관련성을 보면, 기업 고유의 비체계적 위험(*IDRISK*)을 제외하고는 대부분의 위험 관련 통제변수들이 기업의 자기자본비용과 유의한 관련성을 보이는 것으로 나타나 본 연구에서 추정한 자기자본비용이 큰 추정오차는 없는 것으로 판단된다. 그리고 본 연구모형의 설명력은 대체로 40% 중후반 정도(45%~47.1%)인 것으로 나타났다.

3. 추가분석

본 연구에서 사용한 기업지배구조 점수를 구성하는 다섯 가지 분야 각각에 대하여 국제다각화의 상호작용 변수가 자기자본비용에 미치는 조절효과에 대하여 분석한 결과는 다음의 <표 5>와 같다.

각각의 기업지배구조 점수는 <표 1>에서 제시된 바와 같이 주주권리 보호(*CGS1*), 이사회(*CGS2*), 공시(*CGS3*), 감사기구(*CGS4*), 그리고 경영과실 배분(*CGS5*)을 의미한다. 먼저, <Panel 1>은 해외매출비중으로 측정된 기업의 국제다각화 수준과 기업지배구조의 상호작용변수를 통해 국제다각화 수준과 기업의 자기자본비용의 관련성에 미치는 기업지배구조의 조절효과를 보여주고 있다. 분석결과를 보면, 기업지배구조 점수를 구성하는 세부 5가지 분야 모든 변수들이 5% 유의수준 이상에서 음(-)의 유의한 관련성을 보이고 있는 것으로 나타났다. 그리고 국제다각화를 해외자산비중으로 측정하였을 경우에는 경영과실 배분(*CGS5*)을 제외한 대부분의 경우에 해외매출비중의 경우보다 유의성은 다소 떨어지지만 유의한 음(-)의 관련성을 나타내고 있다. 이러한 실증결과는 기업지배구조를 나타내는 특정 항목에 의해 국제다각화 수준이 기업의 자기자본비용에 미치는 음(-)의 조절효과가 나타나는 것이 아니라 대부분의 항목에서 일관되게 음(-)의 조절효과가 나타난다고 볼 수 있다. 즉, 기업지배구조가 좋은 기업의 경우 국제다각화로 인한 자기자본비용의 상승효과가 효과적으로 제어되어 기업의 자기자본비용을 감소시킬 수 있는 것으로 판단된다.

〈표 5〉 추가분석 결과

<Panel 1>

$$\begin{aligned}
 (\text{모형}) \quad COE = & \beta_0 + \beta_1 FORSALES + \beta_2 CGSI \sim 5 + \beta_3 FORSALES * CGSI \sim 5 + \beta_4 BETA + \beta_5 lnSIZE + \beta_6 B/M + \beta_7 D/M \\
 & + \beta_8 IDRISK + \beta_9 OIVOL + \beta_{10} EPSDISP + \beta_{11} GROWTH + Industry Dummies + Year Dummies + \varepsilon
 \end{aligned}$$

변수명	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
INTERCEPT	0.221***	6.90	0.242***	7.04	0.227***	6.94	0.023***	6.80
FORSALES	0.054***	3.27	0.029***	4.42	0.036***	5.39	0.035***	4.68
CGSI ~ 5	0.016	1.15	0.026**	2.35	0.019**	2.57	0.015**	2.21
FORSALES*CGSI	-0.071**	-2.36						
FORSALES*CGS2			-0.047**	-2.33				
FORSALES*CGS3					-0.048***	-3.31		
FORSALES*CGS4							-0.036***	-2.76
FORSALES*CGS5								-0.029**
Control Variables	포함		포함		포함		포함	
수정된 R ²	0.467		0.467		0.470		0.468	
표본수	937		937		937		937	

-2.15

포함

0.467

937

<표 5> 추가분석 결과 (계속)

<Panel 2>

$$\begin{aligned} \text{(모형)} \quad COE = & \beta_0 + \beta_1 FORASSET + \beta_2 CGS1 \sim 5 + \beta_3 FORASSET * CGS1 \sim 5 + \beta_4 BETA + \beta_5 \ln SIZE + \beta_6 B/M + \beta_7 D/M \\ & + \beta_8 IDRISK + \beta_9 OIVOL + \beta_{10} EPSDISP + \beta_{11} GROWTH + \text{Industry Dummies} + \text{Year Dummies} + \varepsilon \end{aligned}$$

변수명	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
INTERCEPT	0.216***	6.71	0.235***	6.79	0.222***	6.70	0.226***	6.56
FORASSET	0.188***	2.55	0.064***	2.25	0.068***	2.44	0.097***	3.09
CGS1 ~ 5	0.000	0.02	0.021**	1.96	0.010**	1.47	0.012**	1.84
FORASSET*CGS1	-0.304**	-2.30						
FORASSET*CGS2			-0.160*	-1.66				
FORASSET*CGS3					-0.130*	-1.85		
FORASSET*CGS4							-0.142**	-2.58
FORASSET*CGS5							-0.009	-0.14
Control Variables	포함		포함		포함		포함	
수정된 R ²	0.454		0.452		0.451		0.453	
표본수	937		937		937		937	

(주1) CGS1 : 한국기업지배구조원의 '주주권리 보호' 항목의 평가점수를 만점인 90점으로 나눈 값, CGS2 : 한국기업지배구조원의 '이사회' 항목의 평가점수를 만점인 90점으로 나눈 값, CGS3 : 한국기업지배구조원의 '공시' 항목의 평가점수를 만점인 60점으로 나눈 값, CGS4 : 한국기업지배구조원의 '감사기구' 항목의 평가점수를 만점인 50점으로 나눈 값, CGS5 : 한국기업지배구조원의 '경영과실 배분' 항목의 평가점수를 만점인 10점으로 나눈 값, 그 외 변수설명은 <표 2>를 참조한다.

(주2) ***, **, *는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

V. 결론 및 한계점

본 연구에서는 국내기업들의 국제다각화 전략이 그 기업의 자기자본비용에 미치는 영향에 대해 분석하고, 나아가 기업지배구조가 기업의 국제다각화 전략과 자기자본비용에 미치는 조절효과에 대해 실증분석을 시도하였다.

본 연구의 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 해외매출비중과 해외자산비중으로 측정한 국내기업들의 국제다각화 수준과 자기자본비용은 양(+)의 유의한 관련성이 있는 것으로 나타났다. 2000년 이후 활발히 진행되고 있는 국내기업들의 국제다각화 전략이 기업의 위험 측면에서는 일관되게 양의 관련성이 나타나고 있는데, 이는 국제다각화 수준이 높을수록 전체 기업이익의 변동성 축소로 인한 효과보다는 외국에 진출하는 기업이 추가적으로 부담하는 정치적위험이나 대리인비용 등의 효과가 더 큼에 따라 기업의 총위험이 평균적으로 더 커지는 것으로 판단할 수 있다. 둘째, 기업의 국제다각화 수준과 자기자본비용의 유의한 양의 관련성에 기업지배구조는 유의한 음(-)의 조절효과가 있는 것으로 나타났다. 즉, 기업의 좋은 기업지배구조는 경영자의 기회주의적인 행위를 약화시키거나 경영자의 의사결정에 효율성을 제고하는 등의 긍정적인 역할을 수행함으로써, 기업의 국제다각화 전략으로 인한 자기자본비용의 증가로 나타나는 기업의 위험을 좋은 기업지배구조가 효과적으로 완화시킬 수 있는 조절효과가 있는 것으로 판단된다.

이러한 본 연구의 실증결과는 국제다각화 전략을 추구하는 국내기업에게 다음과 같은 시사점을 제시해 준다. 첫째, 국제다각화 전략을 추구하는 기업들은 기업의 총 위험이 증가할 수 있다는 점을 인식할 필요가 있다. 국제다각화 전략을 통해 기업들은 기업으로 유입되는 총 현금흐름이 증가할 가능성이 높지만, 이에 따른 위험도 함께 증가하기 때문에 기업가치에 미치는 순효과가 반드시 긍정적이지만은 않을 수 있다는 점을 염두에 두고 신중하게 전략을 가져가야 할 것이다. 둘째, 국제다각화 전략으로 인한 기업 위험의 증가는 좋은 기업지배구조로 인해 효과적으로 상쇄시킬 수 있다는 본 실증분석의 결과를 볼 때 국제다각화 전략을 적극적으로 추진하려는 국내기업들의 경우 우선적으로 기업지배구조를 건실하게 구축할 필요성이 있다.

마지막으로 본 연구는 다음과 같은 한계점이 존재함으로 인해 결과 해석에 신중을 요한다. 첫째, 본 연구에서는 자기자본비용을 도출하기 위하여 재무분석가의 이익예측치를 이용하였는데 재무분석가가 이익예측치를 공시하는 기업은 대체적으로 기업규모가 큰 기업에 집중되어 있어, 본 연구의 결과가 중소기업의 기업들에게도 적용될 수 있을지 확신할 수 없다. 둘째, 개별기업들의 국제다각화 수준을 해외매출비중 및 해외자산비중만으로 측정함에 따라 개별 기업만의 특징적인 국제다각화 전략을 고려하지 못하였다. 마지막으로 본 연구의 표본에 포함된 기업들이 국제다각화 전략에 따라 진출한 국가마다 차별화된 위험이 존재할 가능성이 높는데 이에 대한 고려가 본 연구에서는 이루어지지 않았다.

참고문헌

- 김준원 · 전홍민. 2013. “국제다각화, 외국인투자자가 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증연구”. 무역연구 제9권 제6호 : 209–230.
- 이장호. 2003. “국제다각화, 제품다각화 및 조직적 학습이 기업의 가치에 미치는 영향.” 경영학연구 제32권 제5호 : 1291–1315.
- 장하성. 2001. “기업지배구조와 국가경쟁력(上) : Korea Discount와 기업지배구조”. 기업지배구조연구 제1권 : 55–70.
- 차승민 · 정재호 · 유용근. 2010. “개별기업의 국제다각화가 자기자본비용에 미치는 영향 : 한국 기업을 중심으로.” 경영학연구 제39권 제1호 : 157–175.
- 안윤영 · 신현한 · 장진호. 2015. “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계”. 회계학연구 제30권 제4호 : 109–131.
- Agmon, T., and D. Lessard. 1977. Investor Recognition of Corporate International Diversification. *Journal of Finance* 32(September) : 1049–1055.
- Ahn, S., S. Cha, Y. Ko, and Y. Yoo. 2008. Implied Cost of Equity Capital in Earnings-Based Valuation Model : Evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 37(4) : 599–626.
- Amihud, Y., and H. Mendelson. 1986. Asset Pricing and the Bid Ask Spread. *Journal of Financial Economics* 17 : 223–249.
- Barth, M., J. Elliott, and M. Finn. 1999. Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings. *Journal of Accounting Research* 37 : 387–413.
- Bartov, E., G. Bodnar, and A. Kaul. 1996. Exchange Rate Variability and the Riskiness of U.S. Multinational Firms : Evidence from the Breakdown of Bretton Woods. *Journal of Financial Economics* 42 : 105–132.
- Bodnar, G., C. Tang, and J. Weintrop. 1998. Both Sides of Corporate Diversification : The Value Impacts of Global and Industrial Diversification. Working paper. University of Pennsylvania.
- Botosan, C., and M. Plumlee. 2005. Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium. *The Accounting Review* 80(1) : 21–53.
- Claus, J., and J. Thomas. 2001. Equity premia as low as three percent? : Evidence from analysts’ earnings forecasts for domestic and international stock markets. *Journal of Finance* 56 : 1629–1666.
- Errunza, V., and L. Senbet. 1981. The Effects of International Operations on Market Value of the Firm : Theory and Evidence. *Journal of Finance* 36 : 401–417.
- Fama, E. and K. French. 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds.

- Journal of Financial Economics* 33 : 3–56
- Gebhardt, W., C. Lee, and B. Swaminathan. 2001. Toward an Implied Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 39 : 135–176.
- Geringer, M., S. Tallman, and M. Olsen. 2000. Product and International Diversification among Japanese Multinational Firms. *Strategic Management Journal* 21(1) : 51–80.
- Goldberg, S., and F., Heflin. 1995. The Association between the Level of International Diversification and Risk. *Journal of International Financial Management and Accounting* 6(spring) : 1–25.
- Gordon, R., and M. Gordon. 1997. The Finite Horizon Expected Return Model. *Financial Analysts Journal* 53 : 52–61.
- Harris, M., C. Kriebel., and A. Raviv. 1982. Asymmetric Information. Incentives and Intrafirm Resource Allocation. *Management Science* 28 : 604–620.
- He, J., and L., Ng. 1998. The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations. *Journal of Finance* 53 : 733–753.
- Hughes, L., D. Logue, and R. Sweeney. 1975. Corporate International Diversification and Market Assigned Measures of Risk and Diversification. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 10 : 627–637.
- Lessard, D. 1974. World, National, and Industry Factors in Equity Returns. *Journal of Finance* 24 : 379–391.
- Liu, J., D. Nissim, and J. Thomas. 2002. Equity Valuation Using Multiples. *Journal of Accounting Research* 40 : 135–172.
- Malkiel, B., and Y. Xu. 1997. Risk and Return Revisited. *Journal of Portfolio Management* 23 : 9–14.
- Modigliani, F. and M. Miller. 1958. The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48 : 261–297.
- Myerson, B. 1982. Optimal Coordination Mechanisms in Generalized Principal–Agent Problems. *Journal of Mathematical Economics* 10 : 67–81.
- Ohlson, J. 1995. Earnings. Book Values. and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11(Spring) : 661–687.
- Reeb, D., C. Kwok, and Y. Baek. 1998. Systematic Risk in the Multinational Corporation. *Journal of International Business Studies* 29 : 263–279.
- Reeb, D., S. Mansi, and J. Alee. 2001. Firm Internationalization and Cost of Debt Financing : Evidence from Non–provisional Publicly Traded Debt. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36(3) : 395–414.

- Rezaee, Z. 2002. Financial Statement Fraud : Prevention and Detection. *John Wiley & Sons*, INC : 1-315.
- Shaked, I. 1986. Are Multinational Corporations Safer?. *Journal of International Business Studies* 16 : 83-106.

Corporate International Diversification and Cost of Equity Capital

– Focusing on the Roles of Corporate Governance –

Cha, Seung Min*

— <Abstract> —

In this study, we analyze the effect of international diversification strategy on the cost of equity of Korean companies in terms of corporate governance. In addition, this study presents the empirical results of the moderating effects of corporate governance on the effects of corporate diversification strategy on cost of equity capital.

The empirical results of this study are as follows. First, the level of international diversification and corporate cost of equity capital, which are measured by the proportion of overseas sales and overseas assets, are positively related to corporate' cost of equity. Since 2000, the international diversification strategy of Korean companies has been pursued is consistently positive in the aspect of firm risk. This implies that the average of the total risk of the firm increases because the effect of the additional political and agency costs is greater than the effect of reducing the volatility of total corporate profits. Second, good corporate governance shows a significant negative effect on the significant positive relation between the level of international diversification and corporate cost of equity capital. Therefore, good corporate governance plays a positive role in weakening opportunistic behavior of managers and enhancing efficiency in managerial decision making. This moderates effectively the increased firm risk which is measured by corporate cost of equity capital.

The results of this study show that Korean companies pursuing international diversification strategies can expect cash flow to increase in the future due to international diversification strategy, but the total risk of enterprises may also increase. However, companies that pursue international diversification strategies will be able to effectively offset corporate risks that may arise from international diversification strategies by firmly establishing good corporate governance.

<Key words> International Diversification, cost of equity capital, corporate governance, firm risk

* Associate Professor, Kyonggi University, smcha@kyonggi.ac.kr