Asia-Pacific Journal of Business (아태비즈니스연구)
Vol. 11, No. 4, December 2020 (pp.205-224)
https://doi.org/10.32599/apjb.11.4.202012.205.

APJB
ISSN 2233-5900 (Print)
ISSN 2384-3934 (Online)

코스닥시장에서 국제다각화 기업의 소유구조가 대리인 비용에 미치는 영향

오희화
전주대학교 회계세무학과 조교수

The Effects of Ownership Structures on Agency Costs in Internationally Diversified Firms: A Data Analysis of the KOSDAQ Market

Hee-Hwa Oh[a]

[a]Department of Accounting & Taxation, Jeonju University, South Korea

Received 30 November 2020, Revised 16 December 2020, Accepted 21 December 2020

Abstract

Purpose - This study aimed to identify the effects of ownership structures on agency costs in internationally diversified firms listed on the KOSDAQ market.
Design/methodology/approach - A total of 5,824 samples were finally selected and empirically analyzed for a total of nine years from 2011 to 2019, during which the International Accounting Standards had been mandatory for firms listed on the KOSDAQ market.
Findings - The results of this study showed that the effects of ownership structures on the ratio of asset turnover are positive for the major share and foreign equity ratios of international diversified firms. Moreover, by selecting the ratio of entertainment expenses as a proxy for agency expenses, this study confirmed that the effects of the ownership structure of an international diversified entity on entertainment expenditure were determined to show a significantly negative relation to entertainment expenditure, thus indicating that the higher the ratio of major shareholders, the more appropriately control the expenditure of entertainment expenses through arbitrary private deviations of the management.Furthermore, considering the effect of the ownership structure on the expenditure of sales and administrative expenses as a proxy variable for agency costs, this study verified that the majority share ratio of international diversified firms was negative to the expenditure of sales and administrative expenses, confirming that the higher the share of major shareholders, the lower the selling and administrative costs, but insignificant.Finally, as a result of determining whether the ownership structure of an international diversified firm affects the holding of free cash, the majority share of this firm shows a significantly negative relation to the ratio of the holding of surplus cash, indicating that the higher the proportion of major shareholders, the more appropriately control the holding of the entity's free cash through arbitrary private deviance by the manager.
Research implications or Originality - Major shareholders of an internationally diversified firm listed on the KOSDAQ market play a positive role in the firm's performance by properly controlling agency costs that may be incurred by the management.

Keywords: Agency Costs, Agency Problem, International Diversification, Major Shareholder Ratio, Ownership Structure
JEL Classifications: A1, D6, M4

[a] First Author, E-mail: ohehwa@hanmail.net
© 2020 The Institute of Management and Economy Research. All rights reserved.

Ⅰ. 서론

기업의 규모 확대와 경영효율성을 제고하기 위해 소유와 경영이 분리된 주식회사 체계가 사회 전반에 일반화되어 있다. 주식회사 체계에서 기업은 주주, 채권자 등의 이해관계자들 사이에서 다양한 의사결정을 하게 된다. 이와 같이 개인(또는 집단)이 자신의 이해와 직접 관련이 있는 일련의 의사결정 과정을 타인에게 위임함으로써 대리인 관계가 성립할 수 있다. 기업은 기업 내부에서 효율적인 의사결정을 행하기 위해 주인을 대신하여 대리인이 긍정적인 행동을 하기를 바라면서 권한을 위임하는 암묵적 계약을 하고 이에 따라 행동한다.

주식회사의 경우 기업의 규모가 개인기업에 비하여 상대적으로 커서 대리인의 행위를 전반적으로 관찰하는 것이 현실적으로 불가능하여 주주와 경영자 간의 이해가 불일치하는 이른바 정보 비대칭(information asymmetry)문제가 발생하며, 대리인의 태만적인 행동에 기인한 도덕적 해이가 나타날 수 있으며, 이러한 대리인 문제(agency problem)에 기인한 대리인 비용(agency cost)을 유발한다. 대리인 비용은 기업의 생산성과 경영성과에 직접적인 영향을 미쳐 대리인 비용의 효과적인 통제는 중요한 문제가 될 수 있다 (Jensen and Meckling, 1976; Borsch-Supan and Koke, 2002).

기업의 재무정보는 기업의 경영을 직접 수행하는 대리인인 경영자가 기업의 외부정보이용자들에게 기업의 경영성과를 보고하는 가장 기본적이고 공식적인 수단이다. 이는 주주 등 외부정보이용자들과 대리인 사이의 정보불균형을 해소시키고 투자자의 합리적 의사결정에 도움을 주어 자본시장의 효율성에 기여할 수 있다. 하지만 주주, 채권자 등의 외부정보이용자들은 기업내부의 정보수집시 열위한 위치에 있으며 의사결정에 있어 대리인에 의해서 제공되는 기업의 회계정보에 의존함으로써 자신이 의사결정에 활용하는 재무정보를 회계감사 등 다양한 제도적 장치를 통해 정보 불균형 문제를 해소하고자 한다. Jensen and Meckling (1976), Grossman and Hart (1980), Jensen (1986) 등은 경영자의 사적 소비가 주주들이 감독할 수 있는 범위에서 벗어나 주주들에게 제한적인 정보만이 제공되어 경영진의 재량에 의해 소비수준이 결정된다고 주장하였다. 이는 결국 경영진들의 사적이익의 극대화에 초점이 맞추어진 의사결정을 가져와 기업의 기업가치에 부정적인 영향을 줄 수도 있다는 것이다. 특히 Jensen (1986)은 경영자의 사적 소비가 과도한 투자, 느슨한 경영행태를 가져와 성장가능성이 낮거나 기업이 보유한 과다한 잉여현금흐름의 경우 더욱 심각한 문제를 유발할 수 있다고 주장하였다.

국제다각화가 기업에 미치는 영향과 관련한 기존의 선행연구들은 긍정적인 결과와 부정적인 결과가 혼재되어 있다. 다만, 국제다각화의 잠재적인 이점이 기업의 수익(return)에 일반적으로 긍정적인 영향을 미치는 것으로 결과를 제시한 많은 연구들이 있다 (Geringer et al., 1989). 기업의 국제적인 다각화에 성공한 기업들은 양의 주가수익률을 보였으며 (Doukas and Lang, 2003), 기업의 판로가 해외시장까지 확대됨에 따라 기업의 매출액 대비 수익률이 유의미하게 증가함을 나타내었다(Tallman and Li, 1996). Shaked (1986)과 Goldberg and Heflin (1995) 등은 이러한 국제다각화의 긍정적인 영향에 대하여 국제화가 안정화된 기업일수록 해외판매처에서 발생하는 이익들이 서로 상쇄되는 이른바 포트폴리오 효과에 기인하여 기업전체의 이익변동성을 감소시킬 수 있다고 주장하였다. 반면 Reeb et al. (1998)와 He and Ng(1999) 등의 연구에서는 다각화된 진척된 기업일수록 환율변동에 기인한 위험의 부담과 해외지사 관리 등의 경영관리 부문에서 추가의 대리인 비용이 발생함으로써 자기자본비용을 보다 높인다고 주장하였다. 본사는 현지법인의 경영자의 사적 행동에 대한 감시가 어려워 상대적으로 국내에서보다 더 높은 정보비대칭이 발생할 수 있기 때문이다. 그러나 이와 같은 해외진출의 어려움에도 국내기업이 가지고 있는 본원적인 한계점으로 수출증진을 위한 노력은 꾸준히 증가하고 있는 추세이다. 수출입은행 등 각종 정부의 수출지원 부처의 보고자료에 의하면 우리나라에서 개척한 현지법인의 수익성이 지속적으로 상승하고 있다고 언급한다. 이렇듯 해외진출은 수익성의 향상과 시장의 확대 등 긍정적인 면과 더불어 환위험 등에 기인한 이익예측의 불리함과 지사관리의 어려움 등에 기인한 부정적인 면을 동시에 가지고 있다 (Ahn, Ko and Yang, 2012).

우리나라는 1964년 11월 처음으로 수출 1억 달러를 돌파를 기념하기 위해 수출의 날을 제정한 이후 지난 50여년 동안 괄목할 만한 성장을 이루었다. 우리나라의 수출액은 2017년 5,737억 달러, 2018년 6,049억 달러로 1964년 1억2천만 달러의 약 5,000배 이상 성장하였다(kotra, 2019). 우리나라 기업들은

국내시장에 안주하지 않고, 해외 시장개척을 위해 많은 노력을 하고 있다. 국내시장은 시장의 규모가 매우 제한적이어서 성장에 한계가 있다. 이러한 어려움을 극복하기 위해 많은 기업들이 국제다각화를 추진하고 있으며, 국가적인 차원에서도 다양한 지원정책을 제시하며 국제다각화를 적극적으로 장려한다. 이에 국내 기업의 해외시장 수출액은 급격한 증가 추세를 보이고 있으며 수출의 의존도 또한 매우 높은 상황이다(Kim, An and Kim, 2012). Oh, Arnett and An (2016)의 연구에 의하면 많은 수출기업들은 해외시장에서 직접경험이 부족해도 성공적으로 해외시장을 개척해 왔으며 향후 경쟁자로부터의 간접학습 및 기업 간 관계로부터 학습을 통해 신흥국 시장으로의 수출확대가 효과적일 수 있다고 주장하였다.

하지만 현 상황에서 미.중 무역전쟁이 진행 중이고 일본의 수출규제 등 수출과 관련한 국내외의 불확실성이 지속적으로 가속화되고 있다. 이를 반영하듯 2019년 수출액은 2018년보다 10.7% 하락한 5,402억 달러로 하락하였으며 2020년은 코로나 19 등의 영향으로 사상 최대의 하락폭을 예상하고 있다. 경제협력개발기구(OECD)는 우리나라를 포함한 미국 등 주요선진국들의 경제성장률 전망치를 2019년 11월 이후 하향조정하여 발표하였으며, 유럽중앙은행(ECB) 역시 2018년 12월 제시한 유로존에 대한 성장률 전망치를 1.7%에서 1.1%로 수정하였다. 하이투자증권의 박상현 연구원은 "전 세계 주요 수출국가의 경기둔화는 국내 대기업에 타격을 주었으며, 그 영향에 기인하여 내수 경기가 위축되는 악순환이 반복될 가능성이 있다"고 주장했다. 이렇듯 국내외 경영환경의 불확실성이 높은 상황에서 국제다각화 기업의 소유구조가 대리인 비용에 미치는 영향을 살펴보는 것도 매우 중요한 과제가 될 것이다.

본 연구는 우리나라에서 국제회계기준이 의무적으로 도입된 2011년부터 2019년까지의 9개년 동안 코스닥시장에 상장된 국제다각화 기업을 대상으로 기업의 소유구조가 대리인비용에 미치는 영향을 다변량 회귀분석을 통하여 살펴볼 것이다.

본 연구는 다음과 같이 구성하였다. 서론에 이어 Ⅱ장에서는 기업의 대리인 이론과 국제다각화와 관련한 선행연구들을 살펴볼 것이다. Ⅲ장에서는 연구가설과 본 연구의 실증분석에 사용된 모형을 설정하고 Ⅳ장에서는 본 연구의 가설을 검증한 실증분석 결과를 제시할 것이다. 마지막 제 Ⅴ장에서는 본 연구의 결과와 공헌점을 제시할 것이다.

Ⅱ. 이론적 배경과 선행연구 검토

1. 대리인이론 관련 선행연구

오늘날 기업의 소유와 경영의 분리는 일반화되어 있다. 주주가 경영자에게 기업경영을 위임하는 경우 경영자는 기업가치의 극대화보다는 경영자의 사적 이익을 극대화하는 의사결정을 함으로써 이에 기인한 대리인 문제가 발생할 수 있다. 대리인비용은 주주와 경영자 사이에서 정보의 비대칭성이 존재하여 이해관계가 불일치할 때 경영자의 도덕적 해이에 기인하여 발생할 수 있으며, 경영자는 기업의 가치를 제고시키는데 충분히 노력하지 않을 수 있다. 나아가 경영자는 기업 구성원들의 부적절한 행동을 충분히 감독하지 못할 수 있다.

미국의 석유산업을 연구한 Jensen (1988)은 기업의 잉여현금흐름 보유가 경영자의 'empire building taste'를 만족시킴으로써 기존의 사업과 무관한 사업에 투자함으로써 대규모 기업의 경영시 대리인 비용이 발생한다고 주장하였다. 또한 경영자의 왜곡된 행동은 적대적인 인수합병에 저항하거나 경영성과의 과장, 건전한 소액주주 운동 등을 제한하기 위한 청원 활동 등의 자신의 지위유지를 위한 방안으로 활용하기도 한다.

한편, Jensen and Meckling (1976), Grossman and Hart (1980), Jensen (1986) 등은 경영자의 사적이익 추구에 기인한 대리인 비용은 기업의 창출한 수익을 부당하게 편취(misappropriate)하는 행위라 언급하였다. 이 경우 경영진 재량에 의한 소비수준의 결정 결과로 경영진이 자신의 사적인 이익을 극대화하는 방향으로 의사결정하여 기업의 경영성과에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 또한 Jensen (1986)도 경영진의 불필요한 사적인 소비는 과도한 투자와 느슨한 경영행태로 이어져, 기업의 성장가능성을 낮추고 과도한 잉여현금흐름을 가져와 기업에 더욱 심각한 문제를 유발할 수 있다고 주장하였다.

Kim, Yang and Cho (2011)도 대리인비용의 통제를 위한 매커니즘으로서 보수주의의 역할을 살펴보았다. 연구 결과에 의하면 대리인문제가 심각한 기업의 경우 대리인비용의 경감을 위해 시키기 위한 수단으로 투자자들이 보수적인 회계처리 할 경우 보수주의가 순기능을 발휘하고 있음을 확인하였다고 주장하였다.

Rho, Bae and Cheon (2003)은 외국인직접투자기업(foreign-direct-investment firms)이 대리인비용을 완화시키기 위해 내국기업보다 품질이 높은 감사인 선임을 하는 경향이 있는지를 분석하였다. 외국인직접투자기업은 외국인투자자와 지리적으로 격리되어 있다. 외국인직접투자기업이 활동하는 국가와 투자국 사이에 존재하는 사회.문화적인 제반 환경의 차이에 기인하여 외국인주주와 외국인직접투자기업의 전문경영자 사이에 높은 대리인 비용이 발생할 수 있다. 따라서 외국인직접투자기업은 대리인 비용을 감소시키기 위해 보다 품질이 높은 감사인을 선임할 유인이 있다고 주장하였다. 연구결과, 외투기업은 내국기업보다 Big5 감사인의 선임 확률이 높으며 외투기업의 감사보수도 내국기업의 감사보수보다 높은 결과를 보였다. 이는 외국인직접투자기업이 전문경영인과 소유주주간의 대리인 문제를 완화시키기 위해 보다 품질 높은 감사인을 선임하기 때문이라고 주장하였다.

대리인 문제의 효과적인 통제를 위해 기업지배구조와 소유구조에 대해 살펴본 연구는 다음과 같다. 먼저 Jensen and Meckling (1976)은 내부자지분률이 증가할수록 주주와 경영진간의 이해관계가 일치됨으로써 대리인 비용이 감소한다고 언급하였다. 또한 다양한 논문에서 소유구조에서 대리인 비용을 통제하는 기제로 대주주에 의한 감시와 감독의 중요성을 살펴보았다 (Shleifer and Vishny, 1986; Holderness and Sheehan, 1988; Agrawal and Manddelker, 1990; McConnell and Servaes, 1990). 우리나라에서도 이와 관련한 다양한 연구가 진행되었다. 기업지배구조와 대리인비용의 관련성에 관하여 Park and Kim (2007), Park, Shin and Choi (2004)의 연구에 의하면 지배구조 지수가 높을 경우 대리인 비용이 낮아짐을 발견하였다. 또한 Choi Bo-Keum (2014)은 경영자 유형이 대리인 비용에 미치는 영향을 살펴보았다. 연구결과 전문경영자가 경영하는 기업은 지배주주의 통제와 감시 아래 경영의사결정이 이루어지며, 전문경영인은 자신의 지위 유지와 경영능력의 인정을 위해 사적 비용의 소비는 줄이며 적극적인 경영활동에 노력을 기울임으로써 소유경영자기업 보다 대리인비용 발생이 적다고 주장하였다. 또한, 지배주주지분율이 높은 전문경영자 기업에서 대리인비용의 측정 항목에 반영된 재량적 비용의 지출이 크다고 주장하였다. 그리고 소유경영자는 지배주주지분율이 높으며, 사적비용의 소비는 감소하였다. 또한 자산효율성 측면에서도 적극적인 자산 활용 보다는 소극적이며 안정적인 자산 활용을 선호한다고 주장하였다.

2. 국제다각화 관련 선행연구

국제다각화에 관한 기존의 연구들은 국제다각화와 기업가치의 관련성을 규명하는데 초점을 맞추어 진행되었다. 국제다각화가 기업의 경영성과에 미치는 영향은 기존의 활동영역과 새롭게 진출한 부문과의 관련성에 의해 서로 상이한 결과가 나타날 수 있다.

기업의 다각화가 기업성과에 미치는 영향에 대한 연구 결과는 긍정적인 측면과 부정적인 측면으로 양분된다. Lewellen (1971)의 연구에 의하면 기업 내의 부문 간 현금흐름의 관련성이 낮은 경우 국제다각화를 통하여 현금흐름을 안정화시켜 절세나 자본조달비용의 절감을 얻는 효과를 가질 수 있다고 주장하였다. 또한 다각화 기업들이 기업내부의 다양한 현금흐름을 통해 내부의 자본시장을 형성할 경우 국제다각화는 외부시장에서의 자본조달의 어려움에 기인한 과소투자문제를 어느 정도 완화시킬 수 있다(Stein, 1997; Fauver, Hauston, and Naranjo, 2003). 다각화 기업이 핵심기술을 이미 확보하고 있거나 기존의 판매망 또는 원자재 공급망을 다각화 상황에서도 활용 가능할 경우 경영효율성을 개선하여 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 수 있다.

반면, 다각화는 기업의 경영 성과에 부정적 영향을 미칠 수도 있다. 기업은 경영자의 사적이익추구에 의한 의사결정의 결과 비효율적인 투자로 과잉투자를 야기할 수 있다. 또한 비효율적인 부문에 대한 지원을 통해 적절한 시기에 퇴출 되었어야 할 부문의 퇴출을 지연시킴으로서 기업가치의 훼손을 야기할 수 있다 (Jensen, 1986; Berger and Ofek, 1995; Lamont, 1997; Shin and Stulz, 1998; Rajan, Servaes, and Zingales, 2000; Scharfstein and Stein, 2000; Ozbas and Scharfstein, 2010). 또한 기업가치의

극대화가 아닌 기업 경영자가 자신의 사적이익 추구를 위해 다각화를 수행한다면 다각화는 오히려 기업가치의 감소를 유발 할 수도 있다(Amihud and Lev, 1981; Jensen, 1986; Shleifer and Vishny, 1989; Jensen and Murphy, 1990; Stulz, 1990).

우리나라에서도 국제다각화에 대한 많은 연구가 진행되어왔다. Kim Joon-Hyun (2018), Yoo, Kim and Chun(2014)은 우리나라 기업들의 국제다각화가 이익의 질에 미치는 영향을 살펴보았다. 검증 결과, 국제다각화의 수준이 높으면 높을수록 이익 변동성이 줄어들고 이익조정 수준도 낮아져 이익의 질이 높아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 kim, An and Kim (2012)의 국제다각화의 수준에 따라 이익의 가치관련성이 차이가 있는지를 살펴본 연구결과에서도 우리나라에서의 국제다각화가 기업에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 확인하였다.

An and Kang (2020)은 국제다각화 기업의 CSR 활동이 경영성과에 미치는 영향을 살펴보았다. 연구결과, 수출의존도가 높은 우리나라의 경제상황 하에서 국제다각화 기업이 경영성과를 제고시키는데 CSR 활동이 중요한 역할을 하고 있음을 확인하였다.

Kwon Taek-Ho (2019)는 유가증권시장의 비금융업종 기업만을 대상으로 다각화가 기업가치에 미치는 영향을 살펴하였다. 연구결과, 관련 다각화와 비관련 다각화 모두 다각화 할인이 있었다고 주장하였다. 다각화 유형별 차이 분석의 결과를 살펴보면 관련 다각화 기업이 비관련 다각화 기업에 비하여 다각화 할인이 크게 나타남을 확인하였다. 최대주주지분율과 다각화 할인과의 관련성을 살펴본 결과, 기업의 최대주주의 지분율이 낮을수록 다각화 할인이 크게 나타남을 확인 할 수 있었다. 따라서 관련 다각화의 다각화 할인이 대리인비용과 관련성이 있음을 유추할 수 있었다. 또한 관련 다각화를 진행시키고자 하는 기업은 대리인 비용의 발생 가능성을 사전에 검토함으로써 발생가능한 시장에서의 우려를 적극적으로 통제할 필요가 있음을 주장하였다.

본 연구는 우리나라에서 국제회계기준이 의무 도입된 2011년부터 코스닥 시장의 국제다각화 기업만을 대상으로 기업의 소유구조 즉 대주주지분과 외국인지분이 대리인 비용에 미치는 영향을 분석하였다. 대리인비용 및 국제다각화와 관련된 연구는 다양하게 이루어졌으나 국제다각화기업만을 대상으로 기업의 소유구조가 대리인비용에 미치는 영향을 살펴본 연구는 많지 않다.

Ⅲ. 연구의 설계

1. 표본기업의 선정

본 연구를 위해 사용된 표본은 NICE 평가정보의 KISVALUE에서 추출하였다. 이를 통해 다음의 조건들을 모두 만족하는 표본만을 최종적으로 선정하여 실증분석에 이용하였다. 표본선정기간은 표본의 동질성을 확보하기 위해 우리나라에서 한국채택국제회계기준이 의무적으로 도입된 2011년부터 2019년까지의 9년이며, 동 기간 동안 다음 조건을 모두 충족시키는 표본만을 최종적으로 선정하였다.

① 12월 말 결산법인
② 모든 연도의 감사의견이 적정인 법인
③ 금융업(보험업, 부동산업 포함)이 아닌 기업
④ 국제다각화 실적이 있는 기업
⑤ 소유구조지분율 자료가 입수 가능한 기업

Table 1. Sampling

Criteria	Sample Number	Total
Total Listed Firm on December 2019	1,451×9	13,059
- Exclude financial and real estate business	(75×9)	(675)
- A Closing Date of Non December	(32×9)	(288)
- Accounting Review of Non Qualified Opinion	(178×9)	(1,602)
- A Sample with no Export Record	(4,191)	(4,191)
- Data Error	(479)	(479)
Final Sample		5,824

Source: KISVALUE (2019).

먼저 금융, 보험, 부동산업을 제외한 것은 실증분석 기업의 재무 동질성의 확보와 적정수의 표본을 확보하기 위해서이다. 은행, 보험 등의 금융기관들과 부동산업은 영업상의 특징이 일반기업과 다른 성격을 지니고 있을 수 있다. 또한, 재무제표의 구성항목도 일반기업들과는 차이가 있을 수 있다. 따라서 금융관련 기업들과 부동산업은 표본에서 제외하였다.

다음으로 12월 결산법인으로 실증분석 연도 중간에 결산일이 변경되지 아니한 법인만을 선택하였다. 이는 우리나라 법인의 대다수의 결산일이 12월 31일이며, 회계정보의 공시시점이 다를 경우 회계정보 이외의 외부 경제여건에 의해 재무자료가 영향을 받을 수 있기 때문이다. 따라서 이러한 평가시점의 차이가 유발하는 시점효과를 제거하기 위해 결산일이 12월말이 아니거나 중간에 결산일이 변경된 기업은 표본에서 제외하였다.

또한, 분석대상 전체의 회계기간 동안에 한번이라도 감사의견이 적정이 아닌 기업은 표본에서 제외하였다. 이는 재무자료의 왜곡 보고 가능성과 자료의 적정성에도 문제가 될 수 있기 때문이다. 또한 정상기업의 여건과 비교 시 재무자료의 연속성이 결여되어 표본에서 제외하였다. 그리고 변수의 동질성 제고를 위하여 분석대상 기간 동안 감사의견이 적정이 아닌 적이 한번이라도 있는 기업은 제외하였다. 이는 자료의 신뢰성을 높이기 위함이었다. 또한 본 연구에서 사용한 소유구조의 대용변수인 대주주지분율과 외국인지분율 자료를 입수할 수 있는 기업만을 실증분석에 사용하였다.

그리고 기업의 국제다각화는 해당 기업의 국내부문과 대비한 해외부문의 상대적 크기와 전략적 중요도를 정확하게 반영하는 측정치의 사용이 필요하다(Geringer, Tallman and Olsen 2000). 본 연구에서는 국내매출 대비 해외매출 비율(Grant, 1987; Reeb, Mansi and Alee, 2001)의 측정치로 국제다각화 여부를 판별하였다. 이에 본 연구의 목적을 달성하기 위해 국제다각화 실적이 없는 기업은 표본에서 제외하였다. 이상의 조건을 모두 충족하는 표본은 9년 풀링하여 총 5,824개이다. 최종적으로 선정된 표본의 결과는 위의 〈Table 1〉과 같다.

2. 변수의 선정, 정의 및 분석 기법

본 연구의 목적은 국제다각화 기업을 대상으로 기업의 소유구조가 대리인 비용에 미치는 영향을 검증하는 것이다. 이를 위해 본 연구에서 사용한 종속변수는 대리인비용의 대용치이며 독립변수는 기업의 소유구조의 대용치이다. 또한 이를 통제하기 위해 선행연구에서 경영성과에 영향을 미치는 요인으로 사용되었던 매출액 증가율, 기업규모, 기업업력, 부채비율, 영업현금흐름, 총자산순이익률 변수를 통제변수로 선정하였다. 본 연구에서 선정한 변수의 정의는 다음과 같다.

1) 종속변수

연구모형에 사용된 종속변수는 대리인비용의 대용변수로 경영자의 노력 수준을 나타내는 자산회전율 변수와 경영자의 사적소비를 나타내는 접대비 비율, 판매비와관리비 비율, 여유현금흐름 비율을 사용하였다.

(1) 자산회전율(AC1): 기업의 포괄손익계산서 상 매출액을 총자산으로 나누어 측정하였으며 KISVALUE 자료를 활용하여 다음과 같이 추출하였다.

• **AC1** = 매출액 / 총자산

자산회전율(Asset Turnover Ratio) 변수는 기업의 자산을 얼마나 효율적으로 활용하였는가를 나타내는 지표이다. Ang et al. (2000), Singh and Davison Ⅲ (2003), Cho (2006), Florackis and Ozkan (2008), Lee (2009) 등에 의하면 경영자의 사적 소비의 증가, 경영진의 불충분한 노력, 비생산적인 자산이 증가할 경우 자산의 회전율이 떨어지며 이에 기인한 비용이 발생할 수 있다. 따라서 자산회전율이 높을수록 대리인 비용이 낮다고 해석할 수 있으며, 이는 경영성과에 긍정적인 영향을 미침을 예상할 수 있다.

(2) 접대비 비율(AC 2): 포괄손익계산서상 기업의 접대비를 매출액으로 나누어 측정하였으며 KISVALUE 자료를 활용하여 다음과 같이 추출하였다.

• **AC 2** = 접대비 / 매출액

접대비는 업무상 필요한 경비나 과도한 접대비 지출은 투명성을 저해하는 경영자의 사적인 이익 추구로 간주할 수 있다. 따라서 접대비 비율은 기업의 경영성과에 부정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. Yafeh and Yosha (2003), Choi (2007), Park and Kim (2007), Cho (2006), Kim and Kwon (2009), Lee (2009) 등의 많은 선행연구의 결과에서도 접대비는 기업의 투명성을 저해하는 경영자의 사적 소비라 언급하고 있다

(3) 판매비와관리비 비율(AC 3): 기업의 매출액을 자산으로 나누어 측정하였으며 KISVALUE 자료를 활용하여 다음과 같이 추출하였다.

• **AC 3** = 판매비와관리비 / 매출액

기업의 판매비와관리비는 매출을 증대시키기 위해 필수적인 비용이다. 하지만, 경영자의 재량에 의해 이에 대한 낭비적 비용이 발생할 수도 있다. 따라서 많은 선행연구에서 이를 대리인 비용의 대용치로 사용하였다(Hwang (2000), Singh and Davison Ⅲ (2003), Cho (2006), Lee (2009)).

(4) 여유현금흐름 비율(AC 4): 포괄손익계산서 기업의 매출액을 자산으로 나누어 측정하였으며 KISVALUE 자료를 활용하여 다음과 같이 추출하였다.

• **AC 4** = (현금및현금성자산+단기매매증권) / 매출액

기업이 보유한 현금및현금성자산은 주주와 채권자의 감독 없이도 경영진의 재량에 의해 자신의 사적인 목적추구를 위해 사용하기가 용이하다. Jensen (1986), Prowse (1990), Yafeh and Yosha (2003), Cho (2006), Lee (2009) 등의 선행연구에서는 기업이 보유한 여유현금흐름을 대리인 비용의 대용치로 사용하였다.

2) 독립변수

(1) 대주주지분율(MSS): 대주주지분율은 FN GUIDE에서 추출하였다.
(2) 외국인지분율(FOR): 외국인지분율은 KISVALUE에서 추출하였으며, 매 기말 외국인 지분율을 사용하였다.

3) 통제변수

본 연구의 모형에서 사용한 통제변수는 다음의 방식으로 추출하였다.

(1) 매출액증가율(SALE): 이는 기업의 외형적인 성장을 나타내주며, (당기매출액-전기매출액)/전기매출액으로 산출하였다.
(2) 기업규모(SIZE): 자산총계에 로그를 취하여 추출하였다.
(3) 기업의 업력(AGE): 이는 기업의 연령으로 2019년에서 설립년도 차감 후 로그를 취하여 계산하였다.
(4) 부채비율(LEV): 이는 부채총액을 자산총액으로 나누어 추출하였다. 기업의 부채비율이 높을수록 기업의 재무구조가 열악함을 나타낸다.
(5) 영업현금흐름(CFO)비율: 기업의 자산이 얼마나 효율적으로 운용되었는지를 나타내는 지표로 현금흐름표상의 영업활동으로인한현금흐름을 자산총계로 나누어 계산하였다.
(7) 총자산순이익률(ROA): 경영성과의 대용변수는 다음의 ROA를 사용하였다. ROA 변수는 포괄손익계산서 상 당기순이익을 재무상태표 상의 총자산으로 나누어 산출하였다.

• **ROA** = 당기순이익/총자산

3. 가설 및 연구모형 설정

1) 가설 설정

본 연구는 코스닥시장에서 국제다각화 기업을 대상으로 기업의 소유구조가 대리인 비용에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 기존의 선행연구는 대리인 비용을 통제하는 기업내 프로세스로 기업의 소유구조, 자본구조, 이사회, 기관투자자, 경영자 보상 등 다양한 통제장치들에 대한 연구가 진행되어 오고 있다.

Ang et al. (2000)은 소유경영자 기업과 그렇지 않은 기업으로 나누어 대리인 비용을 직접 추정하였다. 연구결과, 대리인 비용은 내부자 지분이 높으며 은행의 감독이 활발할수록 감소함을 발견하였으며 이를 통해 외부기관에 의한 감독이 중요하다고 강조하였다. Bhojraj and Sengupta (2003)의 연구 결과, 기업의 지배구조가 우량할 경우 기업의 대리인 비용을 줄이며, 경영자의 성과를 감독하며, 채권자와 기업 간의 정보비대칭을 완화시켜주어 기업의 파산위험 (default risk)을 줄여주는 결과를 제시하였다. 또한, Kim and Kim (2007)의 연구에서는 외국인 지분과 이사회의 사외이사 비율 그리고 감사위원회에 선임된 사외이사 비율 등이 무보증 회사채 신용등급에 긍정적인 영향을 미쳤다. 이러한 결과는 외국인 투자자들의 적극적인 감시기능, 사외이사 선임에 따른 이사회와 감사위원회의 독립성 그리고 사외이사의 활동성이 대리인 문제를 통제할 긍정적인 역할을 하기 때문이라고 주장하였다. 이러한 선행연구의 결과는 기업의 소유구조에 따라 대리인 비용의 통제가능성에 영향을 미칠 수 있음을 유추할 수 있다.

선행연구에서 대리인 비용은 다음의 네 가지 변수로 측정하고 있다. 첫 번째는 자산회전율이다(Hwang (2000), Ang et al. (2000), Cho (2006), Kim and Kwon (2009), Lee (2009)). Ang et al. (2000) 등은 기업의 경영자가 순현재가치(net present value)가 음(-)으로 예상되는 투자 안에 대한 투자, 경영자의 책임회피 및 나태에 의한 투자손실 등의 잘못된 투자의사결정에 기인한 비효율적인 자산이용에서 발생한 수익의 손실분을 대리인 비용으로 규정하여 이를 연구에 사용하였다. 완전소유경영자기업보다 그렇지 않은 기업에서의 자산회전율이 낮게 나타나 대리인 비용이 발생하고 있음을 확인하였다. 이러한 비용들은 경영자의 잘못된 투자의사결정과 나태에 기인한 수익성의 저하 그리고 지나치게 호화로운 사무실 및 휴양시설 등과 같은 비생산적 자산구매와 같은 특권적인 소비(executive perquisites)때문에 발생한다. 따라서 자산회전율은 경영자가 자산을 얼마나 효율적으로 활용했는지를 나타내는 비율이므로 자산회전율이 높을수록 경영성과가 높아짐을 유추할 수 있다. 따라서 기업의 소유구조가 대리인 비용을 잘 통제한다면 자산회전율과 양(+)의 관계가 있음을 유추할 수 있다.

두 번째는, 접대비 비율이다(Yafeh and Yosha (2003), Park and Kim (2007), Cho (2006), Kim and Kwon (2009), Lee (2009)). 기업에 있어서 일정 수준의 접대비는 업무상 필수 불가결한 비용이다.

그러나 과도한 접대비 등의 소비지출은 기업의 투명성 저해를 야기하는 경영자의 사적 소비로 볼 수 있다. 특히 국제다각화를 위해서는 접대비의 지출이 필수적으로 보여 접대비 비율을 대리인 비용의 대용변수로 사용하였다. 접대비 비율은 접대비/매출액으로 계산하였다. 따라서 기업의 소유구조에 따라 대리인 비용이 잘 통제된다면 접대비 비율과 음(-)의 관계가 있음을 유추할 수 있다.

세 번째는 판매비와관리비 비율이다(Hwang (2000), Cho (2006), Lee (2009)). 판매비와관리비는 기업의 매출을 발생시키기 위한 필수적인 영업비용이다. 판매비와관리비의 지출에는 경영자의 재량(discretion)에 의한 사적 소비가 가능하며 이를 얼마나 효과적으로 통제하는지가 매우 중요하다. 또한 판매비와관리비 지출시 정보의 비대칭성으로 인해 주주 등 외부기관은 경영진의 결정을 감독(monitoring)하는데 어려움이 존재한다. 판매비와관리비 비율은 경영진의 통제가능성(control potential)을 나타내는 변수이다. 따라서 기업의 소유구조에 따라 대리인 비용이 잘 통제된다면 판매비와관리비와 음(-)의 관계가 있음을 유추할 수 있다. 여기서 판매비와관리비 비율은 포괄손익계산서상 판매비와관리비/매출액으로 계산하였다.

마지막으로, 여유현금 비율이다(Prowse(1990), Yafeh and Yosha(2003), Cho (2006), Lee (2009)). Jensen (1986)의 여유현금흐름가설(free cash flow hypothesis)에 의하면, 현금이나 현금성 자산은 주주나 채권자의 감독 없이 경영진이 재량에 의해 자신의 목적을 추구하기 위해 사용하기가 용이하다고 하였다. 여유현금이 많을수록 경영자를 감독하여야 할 유인이 증가하여 대리인 비용의 발생이 증가한다는 것이다. 따라서 기업의 소유구조에 따라 대리인 비용이 잘 통제된다면 여유현금흐름과는 음(-)의 관계가 있음을 유추할 수 있다. 이러한 관점에서 기업이 보유한 여유현금 비율을 대리인 비용의 대용변수로 설정하였다. 여유현금 비율은 (현금및현금성자산+단기매매증권)/매출액으로 계산하였다.

만일 국제다각화 기업의 소유구조에 따라 기업의 대리인비용의 지출이 영향을 받는다면 기업의 대리인 비용의 통제정책은 중요한 시사점을 제공할 것으로 보이며 이에 대한 정책당국 및 기업의 의사결정에 도움이 될 수 있다. 이러한 관점에서 다음의 가설을 설정하였다.

H1 국제다각화 기업의 소유구조는 자산회전율에 영향을 미칠 것이다
H1-1 국제다각화 기업에서 대주주지분율은 자산회전율에 긍정적인 영향을 미칠 것이다
H1-2 국제다각화 기업에서 외국인지분율은 자산회전율에 긍정적인 영향을 미칠 것이다

H2 국제다각화 기업의 소유구조는 접대비 지출에 영향을 미칠 것이다
H2-1 국제다각화 기업에서 대주주지분율은 접대비 지출에 부정적인 영향을 미칠 것이다
H2-1 국제다각화 기업에서 외국인지분율은 접대비 지출에 부정적인 영향을 미칠 것이다

H3 국제다각화 기업의 소유구조는 판매비와관리비 지출에 영향을 미칠 것이다
H3-1 국제다각화 기업에서 대주주지분율은 판매비와관리비 지출에 부정적인 영향을 미칠 것이다
H3-2 국제다각화 기업에서 외국인지분율은 판매비와관리비 지출에 부정적인 영향을 미칠 것이다

H4 국제다각화 기업의 소유구조는 여유현금 보유에 영향을 미칠 것이다
H4-1 국제다각화 기업에서 대주주지분율은 여유현금 보유에 부정적인 영향을 미칠 것이다
H4-2 국제다각화 기업에서 외국인지분율은 여유현금 보유에 부정적인 영향을 미칠 것이다

가설검증은 다변량 회귀분석을 사용하여 검증할 것이다. 즉, 본 연구에서 대리인 비용의 대용치로 사용한 자산회전율, 접대비 지출 비율, 판매비와관리비 지출 비율, 여유현금 보유 비중 변수를 종속변수로 하고, 대주주지분율과 외국인지분율을 독립변수로 사용하고, 매출액증가율, 기업규모, 기업업력 등 다양한 통제변수를 활용하여 검증할 것이다.

2) 연구모형 설정

본 연구의 가설검증을 위해 사용된 모형은 다음의 식 (1)에서 식 (4)이다.

$$AC1 = \alpha_0 + \alpha_1 MSS(FOR) + \alpha_2 SALE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 AGE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 CFO + \alpha_7 ROA + \sum IND + \sum YEAR + e_{it} \quad (1)$$

$$AC2 = \alpha_0 + \alpha_1 MSS(FOR) + \alpha_2 SALE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 AGE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 CFO + \alpha_7 ROA + \sum IND + \sum YEAR + e_{it} \quad (2)$$

$$AC3 = \alpha_0 + \alpha_1 MSS(FOR) + \alpha_2 SALE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 AGE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 CFO + \alpha_7 ROA + \sum IND + \sum YEAR + e_{it} \quad (3)$$

$$AC4 = \alpha_0 + \alpha_1 MSS(FOR) + \alpha_2 SALE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 AGE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 CFO + \alpha_7 ROA + \sum IND + \sum YEAR + e_{it} \quad (4)$$

- $AC1$: 자산회전율로 매출액/총자산
- $AC2$: 접대비 비율로 접대비/매출액
- $AC3$: 판매비와관리비 비율로 판매비와관리비/매출액
- $AC4$: 여유현금흐름 비율로 (현금및현금성자산+단기매매증권)/매출액
- MSS: 대주주지분율
- FOR: 기말 외국인 지분율
- $SALE$: 매출액증가율로 (당기매출액-전기매출액)/전기매출액
- $SIZE$: 기업규모로 LN(총자산)
- AGE: 기업의 업력으로 LN(2018년-기업의 설립년도+1)
- LEV: 부채비율로 총부채/총자산
- CFO: 영업현금흐름 비율로 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산
- ROA: 총자산순이익률로 당기순이익/총자산
- e_{it}: t연도의 오차항

모형에 포함된 변수 중 주된 설명변수는 대리인비용의 대용변수인 자산회전율($AC1$) 변수, 접대비 비율($AC2$) 변수, 판매비와관리비 비율($AC3$) 변수, 여유현금흐름 비율($AC4$) 변수이다.

본 연구의 목적은 코스닥시장의 국제다각화 기업의 소유구조에 따라 대리인비용에 미치는 영향에 차이가 있는지를 살펴보는 것이다. 만약, 대주주와 외국인 투자자들의 영향력에 의해 기업의 대리인비용의 지출이 영향을 미친다면 국제다각화 기업에서 소유구조의 중요성이 입증되는 것이다.

Ⅳ. 실증분석 결과

1. 기초통계량 분석 결과

Table 2. Result for Descriptive Statistics

Sample Number = 5,824	*MSS*	*FOR*	*AC*1	*AC*2	*AC*3	*AC*4
Mean	.3709	.0468	.7747	.0043	.3353	.5459
Median	.3578	.0152	.6783	.0018	.1609	.1208
Standard Deviation	.1599	.0874	.5014	.0219	1.5726	10.1358
Min	.0155	.0000	.0003	.0000	-.0378	.0000
Max	1.0000	.8417	5.8343	1.1744	53.6333	666.7333
Sample Number = 5,824	*SALE*	*SIZE*	*AGE*	*LEV*	*CFO*	*ROA*
Mean	.1103	25.2879	3.1146	.3586	.0413	-.0004
Median	.0380	25.2533	3.0869	.3443	.0440	.0257
Standard Deviation	.6276	.8113	.4911	.1980	.0975	.1609
Min	-.9995	22.4284	-.0646	.0013	-.6975	-3.8046
Max	16.6103	29.1331	4.3291	2.3534	.6438	1.2694

Notes: 1. MSS: Major Shareholder Ratio
2. FOR: Foreign Ownership Ratio
3. AC1: Asset Turnover Ratio is Sales/Total Assets
4. AC2: Entertainment Expenses/Sales
5. AC3: Sales and Management Expenses/Sales
6. AC4: (Cash and Cash Equivalents+Short-Term Trading Securities)/Sales
7. SALE: (Current Term Sales - Sales for the Previous Period)/Sales for the Previous Period
8. SIZE: Log(Total Asset).
9. AGE: Log(2019-The year of establishment)
10. LEV: Debt Ratio..
11. CFO: Cash Flows from Operating to Total Assets.
12. ROA: Return On Assets.

Source: KISVALUE (2019).

표본기업에 대한 기초통계량은 〈Table 2〉에 요약되어 있다. 먼저 대주주지분율(*MSS*)의 평균(표준편차)는 0.3709(0.1599)로 나타났으며 외국인지분율(*FOR*)의 평균(표준편차)는 0.0468(0.0152)로 나타났다. 코스닥시장에서 국제다각화기업의 대주주지분율의 평균은 37%로 비교적 높은 비율을 보이나 외국인지분율은 4.68%로 매우 미미하다. 따라서 외국인주주의 영향력보다는 대주주들의 영향력이 더 클 수도 있음을 유추할 수 있다.

대리인비용의 대용변수에 대한 기초통계량 분석 결과는 다음과 같다. 자산회전율(*AC*1)의 평균(표준편차)은 0.7747(0.5014)로 비교적 높은 자산효율성을 보이고 있다. 접대비 비율(*AC*2)은 매출액 대비 평균(표준편차) 0.0043(0.0219)로 비교적 낮은 수치를 보이고 있다. 반면 판매비와관리비 비율(*AC*3)의 평균(표준편차)는 0.3353(1.5726)으로 전체 매출액의 33.53%가 판매비와관리비로 지출됨을 알 수 있었다. 여유현금흐름 비율(*AC*4)의 평균(표준편차)는 0.5459(10.1358)로 매출액 대비 54.59%의 현금을 보유하고 있었으며 기업간 표준편차가 크게 나타남을 알 수 있었다.

매출액증가율(*SALE*)의 평균(표준편차)은 0.1103(0.6276)로 양의 값을 나타내었다. 부채비율(LEV)의 평균(표준편차)는 0.3586(0.1980)로 매우 양호한 값을 보였다. 또한 영업현금흐름비율(*CFO*)의 평균(표준편차)는 0.0413(0.0975)로 나타났으며, *ROA* 변수의 평균(표준편차)는 -0.0004(0.1609)로 음의 값을 나타내어 코스닥시장에서 국제다각화 기업의 경영성과가 비교적 우수하지 않음을 확인할 수 있었다.

2. 상관관계 분석 결과

Table 3. Result for Correlation Coefficient Analysis

Sample Number = 5,824	*FOR*	*AC*1	*AC*2	*AC*3	*AC*4	*SALE*	*SIZE*	*AGE*	≤ *V*	*CFO*	*ROA*
MSS	-.00 .907	.087*** .000	-.075*** .000	-.059*** .000	-.031** .017	-.027** .038	.127*** .000	.063*** .000	-.124*** .000	.147*** .000	.187*** .000
FOR		-.013 .334	-.018 .180	.008 .556	.015 .243	.015 .268	.265*** .000	.011 .419	-.180*** .000	.166*** .000	.146*** .000
*AC*1			-.113*** .000	-.139*** .000	-.060*** .000	.066*** .000	.052*** .000	.079*** .000	.242*** .000	.164*** .000	.143*** .000
*AC*2				.710*** 0.000	.448*** .000	.035*** .008	-.084*** .000	-.024 .069	-.034*** .009	-.103*** .000	-.100*** .000
*AC*3					.397*** .000	.115*** .000	-.083*** .000	-.104*** .000	-.060*** .000	-.154*** .000	-.159*** .000
*AC*4						.042*** .001	.022 .100	-.026** .045	-.016 .214	-.017 .197	-.027** .036
SALE							.027** .038	-.073*** .000	.015 .266	.049*** .000	.089*** .000
SIZE								.160*** .000	.131*** .000	.199*** .000	.228*** .000
AGE									.081*** .000	.044*** .001	.055*** .000
LEV										-.175*** .000	-.311*** .000
CFO											.477*** 0.000

Notes: 1. *p*: ***<0.01, *p*: **<0.05 and *p*: *<0.10.
2. The Explanation for the Remaining Variables is the as <Table 2>.
Source: KISVALUE (2019).

〈Table 3〉은 본 연구에서 사용된 변수들간의 상관관계를 나타낸다. 분석결과를 살펴보면 대주주지분율(*MSS*)과 자산회전율(*AC*1) 변수와의 상관관계는 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내었다. 반면 *AC*2, *AC*3, *AC*4 변수간의 상관관계는 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내어 대리인비용의 대용 변수인 접대비 비율, 판매비와관리비 비율, 여유현금흐름 비율은 대주주지분율과 음(-)의 유의한 관련성을 나타내어 기업의 대주주들은 대리인비용에 유의한 영향력을 미칠 수 있음을 확인하였다. 반면 외국인지분율(*FOR*)은 대리인비용의 대용변수들과 유의한 상관관계를 보이지 않아 코스닥시장의 국제다각화 기업에서 외국인투자자들이 대리인비용에 유의한 영향력을 미치지 않을 수도 있음을 확인하였다.

매출액증가율은 대주주지분율변수와는 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내었으며 외국인지분율과의 양(+)의 상관관계를 나타내었으나 통계적으로 유의하지 않았다. 또한 기업규모변수는 대주주지분율과 외국인지분율 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내어 국제다각화 기업에서 기업규모가 클수록 대주주와 외국인지분율이 높게 나타날 수 있음을 확인하였다.

기업의 업력은 대주주지분율에서만 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내었으나 부채비율변수는 대주주지분율과 외국인지분율 변수 모두에서 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내었다. 이러한 결과는 부채비율이 낮을수록 대주주와 외국인지분율이 높을 수 있음을 나타내는 결과이다. 또한 영업현금흐름 변수도 두 변수 모두에서 1% 유의수준에서 유의한 상관관계를 나타내었다. 마지막으로 *ROA* 변수와의 상관관계는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내었다. 이러한 결과는 대주주지분율과 외국인지분율이 높을수록 경영성과가 높을 수 있음을 나타내는 결과이다.

3. 다변량 회귀분석 결과

본 연구에서는 코스닥기업을 대상으로 국제다각화 기업의 소유구조가 대리인 비용에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 이를 검증하기 위해 실증분석 전체기간을 대상으로 하여 실증분석하였다. 먼저 〈Table 4〉의 Panel A는 대주주지분율을 그리고 Panel B는 외국인지분율을 독립변수로 하여 H1-1과 H1-2의 소유구조가 대리인비용의 대용치인 자산회전율에 미치는 영향을 살펴본 결과이다. 각각 모형의 수정결정계수 값이 각각 0.170과 0.165값을 가지고 있어 회귀모형의 설명력이 높게 나타났으며, F값이 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 값을 가지고 있어 회귀모형이 적합함을 보여주고 있다. 또한, 분산팽창계수(VIF)값도 1.006에서 1.504로 안정적인 결과를 보여주고 있다.

국제다각화 기업의 대주주지분율이 자산회전율에 긍정적인 영향을 미치기 위해서는 모형의 α1값이 양의 값을 가져야 하며 통계적으로 유의하여야 한다. 또한 외국인지분율의 결과도 동일해야 할 것이다. 〈Table 4〉에서 보듯이 Panel A와 Panel B 모형 모두에서 α1이 양의 값을 가졌으며 통계적으로도 각각 1%와 5% 유의수준에서 유의한 결과를 보였다. 이러한 결과는 국제다각화기업의 대주주지분율과 외국인지분율이 높을수록 자산회전율이 높아짐을 나타내어 H1-1과 H1-2는 채택되었다.

추가적으로 본 연구에서 사용한 설명변수의 결과는 대주주지분율과 외국인지분율의 결과가 동일하였다. 즉, 매출액증가율(SALE)과는 유의한 양(+)의 관련성을 나타내었으며 기업규모(SIZE) 변수와는 유의한 음(-)의 관련성을 나타내었다. 반면 기업업력(AGE) 변수는 양(+)의 관련성을 나타내었으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 그리고 부채비율(LEV) 변수는 예상과 달리 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 나타내었다. 마지막으로 영업현금흐름(CFO) 변수와 순자산이익률(ROA) 변수는 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내었다.

$$AC1 = \alpha_0 + \alpha_1 MSS(FOR) + \alpha_2 SALE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 AGE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 CFO + \alpha_7 ROA + \sum IND + \sum YEAR + e_{it} \quad \text{(Model 1)}$$

Table 4. Result for Multi Variate Regression Analysis

Classification		Panel A (Sample Number=5,824)		Panel B (Sample Number=5,824)	
		Regression Variables	t Value (Significance)	Regression Variables	t Value (Significance)
Intercept	±	1.137	5.553 (.000)***	1.196	5.674 (.000)***
MSS	+	.251	6.439 (.000)***		
FOR	+			.151	2.042 (.041)**
SALE	+	.036	3.707 (.000)***	.034	3.464 (.001)***
SIZE	+	-.042	-5.101 (.000)***	-.041	-4.870 (.000)***
AGE	+	.013	1.026 (.305)	.015	1.185 (.236)
LEV	-	.810	23.975 (.000)***	.799	23.324 (.000)***
CFO	+	.737	10.358 (.000)***	.747	10.441 (.000)***
ROA	+	.531	11.634 (.000)***	.555	12.172 (.000)***
Ind		Inclution		Inclution	
Year		Inclution		Inclution	
F-Value		57.768(.000)***		55.636(.000)***	
Modified R^2		0.170		0.165	

Notes: 1. *p:* ***<0.01, p: **<0.05 and p: *<0.10.
2. The Explanation for the Remaining Variables is the as <Table 2>.
3. VIF MAX is 1.504
Source: KISVALUE (2019).

다음의 〈Table 5〉는 H2의 국제다각화 기업의 소유구조가 접대비 지출에 미치는 영향을 살펴본 결과이다. 이를 검증하기 위해 대리인 비용의 대용 변수로 접대비 비율(AC 2) 변수를 독립변수로 사용하였고 소유구조의 대용치로 대주주지분율과(*MSS*)과 외국인지분율(*FOR*) 변수를 종속변수로 사용하였다. 그리고 이를 통제하기 위해 매출액증가율(SALE), 기업규모(SIZE), 기업업력(AGE), 부채비율(LEV), 영업현금흐름(CFO), 순자산이익률(ROA) 변수를 통제변수 사용하여 다변량 회귀분석을 수행하였다.

H2의 국제다각화 기업의 소유구조가 접대비 비율을 적절히 통제하기 위해서는 모형의 α1값이 음의 값을 가져야 하며 통계적으로 유의하여야 한다. 〈Table 6〉에서 보듯이 Panel A와 Panel B 모형 모두에서 α1이 음(-)의 값을 나타내었으나 대주주지분율을 독립변수로 사용한 Panel A에서만 통계적으로도 유의한 결과를 보였다. 이러한 결과는 국제다각화기업에서의 대주주비율이 높은 기업이 접대비 지출을 적절히 통제하고 있음을 나타내어 H2-1은 채택되었다. 반면 외국인지분율의 경우 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않아 가설 H2-2는 기각되었다.

다음으로 통제변수들의 실증분석 결과는 〈Table 4〉에서의 결과와 대부분 동일하였으나 영업현금흐름(CFO)와 순자산이익률(ROA) 변수의 회귀계수가 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 관련성을 나타내었다. 이러한 결과는 국제다각화기업에서의 과도한 접대비지출이 영업현금흐름과 순자산이익률에 부정적인 영향을 가져올 수도 있으며 대주주의 적절한 통제가 경영성과에 긍정적인 요소로 작용할 수 있음을 나타내는 결과이다.

$$AC2 = \alpha_0 + \alpha_1 MSS(FOR) + \alpha_2 SALE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 AGE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 CFO + \alpha_7 ROA + \sum IND + \sum YEAR + e_{it} \quad \text{(Model 2)}$$

Table 5. Result for Multi Variate Regression Analysis

Classification		Panel A (Sample Number=5,824)		Panel B (Sample Number=5,824)	
		Regression Variables	t Value (Significance)	Regression Variables	t Value (Significance)
Intercept	±	.039	4.050 (.000)***	.040	3.993 (.000)***
MSS	+	-.007	-3.918 (.000)***		
FOR	+			-.001	-.265 (.791)
SALE	+	.001	3.287 (.001)***	.002	3.426 (.001)***
SIZE	+	-.001	-2.047 (.041)**	-.001	-2.275 (.023)**
AGE	+	.000	.408 (.684)	.000	.312 (.755)
LEV	-	-.007	-4.704 (.000)***	-.007	-4.273 (.000)***
CFO	+	-.015	-4.488 (.000)***	-.016	-4.643 (.000)***
ROA	+	-.010	-4.666 (.000)***	-.011	-4.994 (.000)***
Ind		Inclution		Inclution	
Year		Inclution		Inclution	
F-Value		10.923(.000)***		10.169(.000)***	
Modified R^2		0.035		0.032	

Notes: 1. *p:* ***<0.01, *p:* **<0.05 and *p:* *<0.10.
2. The Explanation for the Remaining Variables is the as <Table 2>.
3. VIF MAX is 1.504
Source: KISVALUE (2019).

〈Table 6〉은 H3의 국제다각화 기업의 소유구조가 판매비와관리비에 미치는 영향을 검증한 결과이다. 이를 검증하기 위해 대리인 비용의 대용 변수로 판매비와 관리비 비율(AC 3) 변수를 독립변수로 사용하였고 소유구조의 대용치로 대주주지분율과(*MSS*)과 외국인지분율(*FOR*) 변수를 종속변수로 사용하였다. 그리고 이를 통제하기 위해 매출액증가율(SALE), 기업규모(SIZE), 기업업력(AGE), 부채비율(LEV), 영업현금흐름(CFO), 순자산이익률(ROA) 변수를 통제변수 사용하여 다변량 회귀분석을 수행하였다.

H3의 국제다각화 기업의 소유구조가 접대비 비율을 적절히 통제하기 위해서는 모형의 α1값이 음의 값을 가져야 하며 통계적으로 유의하여야 한다. 〈Table 6〉에서 보듯이 대주주지분율을 독립변수로 사용한 Panel A 모형에서 α1이 음(-)의 값을 나타내었으나 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았다. 또한 Panel B에서는 양(+)의 값을 나타내었으나 통계적으로 유의한 결과를 보이지는 않았다. 이러한 결과는 국제다각화기업에서의 대주주와 외국인이 판매비와관리비를 적절히 통제한다는 근거를 확인할 수 없어 H3-1과 H3-2는 기각되었다.

다음으로 통제변수들의 실증분석 결과는 〈Table 4〉에서의 결과와 대부분 동일하였으나 기업규모 변수가 판관비지출과는 유의한 관련성을 나타내지 않았으며 기업의 업력과는 유의한 음(-)의 관련성을 나타내었다. 이러한 결과는 기업의 업력이 높을수록 판관비 지출이 안정적으로 체계가 잡혀서 불필요한 지출이 줄어들고 있음을 유추 할 수 있을 것이다. 영업현금흐름(CFO)와 순자산이익률(ROA) 변수의 회귀계수는 〈Table 4〉에서의 결과와 동일하게 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 관련성을 나타내었다.

$$AC3 = \alpha_0 + \alpha_1 MSS(FOR) + \alpha_2 SALE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 AGE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 CFO + \alpha_7 ROA + \sum IND + \sum YEAR + e_{it} \quad \text{(Model 3)}$$

Table 6. Result for Multi Variate Regression Analysis

Classification		Panel A (Sample Number=5,824)		Panel B (Sample Number=5,824)	
		Regression Variables	t Value (Significance)	Regression Variables	t Value (Significance)
Intercept	±	2.180	3.228 (.001)***	2.429	3.506 (.000)***
MSS	-	-.191	-1.489 (.137)		
FOR	-			.343	1.409 (.159)
SALE	+	.320	10.055 (.000)***	.322	10.113 (.000)***
SIZE	+	-2.910E-05	-.001 (.999)	-.014	-.507 (.612)
AGE	+	-.181	-4.283 (.000)***	-.182	-4.313 (.000)***
LEV	-	-.906	-8.128 (.000)***	-.859	-7.631 (.000)***
CFO	+	-1.707	-7.272 (.000)***	-1.754	-7.451 (.000)***
ROA	+	-1.402	-9.316 (.000)***	-1.418	-9.453 (.000)***
Ind		Inclution		Inclution	
Year		Inclution		Inclution	
F-Value		25.581(.000)***		25.569(.000)***	
Modified R^2		0.081		0.081	

Notes: 1. *p:* ***<0.01, *p:* **<0.05 and *p:* *<0.10.
2. The Explanation for the Remaining Variables is the as <Table 2>.
3. VIF MAX is 1.494

Source: KISVALUE (2019).

$$AC4 = \alpha_0 + \alpha_1 MSS(FOR) + \alpha_2 SALE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 AGE + \alpha_5 LEV + \alpha_6 CFO + \alpha_7 ROA + \sum IND + \sum YEAR + e_{it} \quad \text{(Model 4)}$$

Table 7. Result for Multi Variate Regression Analysis

Classification		Panel A (Sample Number=5,824)		Panel B (Sample Number=5,824)	
		Regression Variables	t Value (Significance)	Regression Variables	t Value (Significance)
Intercept	±	-7.446	-1.646 (.100)	-7.223	-1.556 (.120)
MSS	-	-1.770	-2.056 (.040)**		
FOR	-			-.073	-.045 (.964)
SALE	+	.667	3.130 (.002)***	.683	3.205 (.001)***
SIZE	+	.546	3.020 (.003)***	.513	2.749 (.006)***
AGE	+	-.361	-1.272 (.203)	-.375	-1.322 (.186)
LEV	-	-1.823	-2.442 (.015)**	-1.661	-2.201 (.028)**
CFO	+	-.662	-.421 (.673)	-.818	-.519 (.604)
ROA	+	-2.469	-2.449 (.014)**	-2.636	-2.623 (.009)***
Ind		Inclution		Inclution	
Year		Inclution		Inclution	
F-Value		3.297(.000)***		3.093(.000)***	
Modified R^2		0.008		0.007	

Notes: 1. *p:* ***<0.01, *p:* **<0.05 and *p:* *<0.10.
2. The Explanation for the Remaining Variables is the as <Table 2>.
3. VIF MAX is 1.504
Source: KISVALUE (2019).

다음의 〈Table 7〉은 H4의 국제다각화 기업의 소유구조가 여유현금 보유에 미치는 영향을 살펴본 결과이다. 이를 검증하기 위해 대리인 비용의 대용 변수로 여유현금 보유 비율(AC 4) 변수를 독립변수로 사용하였고 소유구조의 대용치로 대주주지분율과(*MSS*)과 외국인지분율(*FOR*) 변수를 종속변수로 사용하였다. 그리고 이를 통제하기 위해 매출액증가율(SALE), 기업규모(SIZE), 기업업력(AGE), 부채비율(LEV), 영업현금흐름(CFO), 순자산이익률(ROA) 변수를 통제변수 사용하여 다변량 회귀분석을 수행하였다.

H4의 국제다각화 기업의 소유구조가 여유현금 보유 비율을 적절히 통제하기 위해서는 모형의 α1값이 음의 값을 가져야 하며 통계적으로 유의하여야 한다. 〈Table 7〉에서 보듯이 Panel A와 Panel B 모형 모두에서 α1이 음의 값을 나타내었으나 대주주지분율을 독립변수로 사용한 Panel A에서만 통계적으로도 유의한 결과를 보였다. 이러한 결과는 국제다각화기업에서의 대주주비율이 높은 기업이 여유현금 흐름을 적절히 통제하고 있음을 나타내어 H4-1은 채택되었다. 반면 외국인지분율의 경우 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않아 H4-2는 기각되었다.

다음으로 통제변수들의 경우 매출액증가율은 여유현금흐름에 긍정적인 영향을 미침을 확인하였다. 또한 기업규모변수의 회귀계수도 양의 값을 나타내어 기업규모가 클수록 여유현금흐름 보유비율이 높음을 알 수 있었다. 반면 기업의 업력은 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았다.

부채비율은 5% 유의수준에서 유의한 음의 회귀계수를 나타내어 부채비율이 높을수록 여유현금흐름 수준이 낮음을 확인하였다. 마지막으로 영업현금흐름(CFO)은 통계적으로 유의하지 않았으며 순자산이익률(ROA) 변수의 회귀계수가 5% 유의수준에서 유의한 음의 관련성을 나타내어 순자산이익률이 높을수록 여유현금흐름 수준이 낮음을 알 수 있었다.

Ⅴ. 결론

본 연구의 목적은 코스닥시장에서 국제다각화 기업을 대상으로 기업의 소유구조가 대리인비용에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 이를 검증하기 위해 국제회계기준이 의무적으로 도입된 2011년부터 2019년까지 총 9년 동안 코스닥 시장에 상장된 기업을 대상으로 총 5,824개 표본을 최종적으로 선정하여 실증분석 하였다.

분석결과는 다음과 같다. 첫째, 다변량 회귀분석을 통하여 소유구조가 대리인비용의 대용치인 자산회전율에 미치는 영향을 확인하였다. H1-1과 H1-2를 검증한 결과, 국제다각화 기업의 대주주지분율과 외국인지분율은 기업의 자산회전율에 긍정적인 영향을 미침을 확인하였다. 이러한 결과는 국제다각화 기업에서 대주주지분율과 외국인지분율이 높은 기업이 경영자의 재량권을 적절히 통제하여 기업의 자산회전율을 높이는 데 기여하고 있음을 나타내는 결과이다.

둘째, 대리인비용의 대용치로 접대비 비율을 선정하여 H2의 국제다각화 기업의 소유구조가 접대비 지출에 미치는 영향을 확인하였다. 분석 결과, 국제다각화 기업의 대주주지분율은 접대비 지출과 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성을 나타내어 대주주비율이 높을수록 경영자의 자의적인 사적일탈을 통한 접대비의 지출을 적절히 통제함을 알 수 있었다. 반면 외국인지분율은 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았다.

셋째, 대리인 비용의 대용변수로 기업의 소유구조가 판매비와관리비의 지출에 미치는 영향을 살펴보았다. 국제다각화 기업의 대주주지분율은 판매비와관리비의 지출과 음(-)의 관련성을 나타내어 대주주지분율이 높을수록 판관비가 감소됨을 확인할 수 있었으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 반면 외국인지분율은 양(+)의 값을 나타내었으며 통계적으로 유의하지도 않았다.

넷째, 국제다각화 기업의 소유구조가 여유현금 보유에 영향을 미치는 지를 확인한 결과, , 국제다각화 기업의 대주주지분율은 여유현금 보유비율과과 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성을 나타내어 대주주비율이 높을수록 경영자의 자의적인 사적일탈을 통한 기업의 여유현금 보유를 적절히 통제함을 알 수 있었다. 반면 외국인지분율은 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않았다.

본 연구의 결과, 코스닥시장에서 국제다각화 기업의 대주주가 경영자에 의해 발생할 수 있는 대리인 비용을 적절히 통제함으로써 기업의 경영성과에 긍정적인 역할을 하고 있음을 확인하였다. 이러한 결과는 기업내에 대리인비용을 절감할 수 있는 메커니즘을 구축함으로써 기업의 경영성과를 제고시키기 위한 근거자료가 될 것이며, 또한 정책입안자들에게도 기업내에 이러한 통제시스템이 자연스럽게 구축될 수 있는 방안을 마련하는데 근거가 될 것으로 판단된다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 연구범위를 코스닥 기업으로 한정하였다는 점이다. 유가증권시장과 코스닥기업의 재무적 특성에서 차이가 있을 수 있다. 그러나 전체표본에 대하여 연구를 진행하고 각각의 기업군으로 나누어 실증분석을 한다면 또 다른 좋은 결과를 얻을 수도 있을 것이다. 둘째, 국제다각화 기업만을 대상으로 연구를 진행하였다는 점이다. 향후 일반기업과의 비교 등이 이루어진다면 좋은 연구결과가 도출될 수 있을 것으로 보인다.

References

Agrawal, A. and G. N. Mandelker (1990), “Large Shareholders and the Monitoring of Managers the Case of Antitakeover Charter Amendments”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(2), 143-161.

Ahn, Mi-Gang, Dae-Young Ko and Dong-Jae Yang (2012), "The Effect of Firm Internationalization on Discretionary Accounting Choices", *Korean Business Education Review*, 27(2), 99-125.

Amihud, Y. and B. Lev (1981), "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 605-617.

Ang, J. S., A. C. Rebel and W. L. James (2000), "Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Finance*, 55(1), 81-106.

An, Sang-Bong and Tae-Won Kang (2020), "The Effects of Socially Responsible Activities on the Management Performance of Internationally Diversified Firms: Evidence from Korean Small-and Medium-Sized Firms", *Journal of Korea Trade*, 24(5), 35-54.

Berger, P. G. and E. Ofek (1995), "Diversification's Effect on Firm Value", *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65.

Bhojraj, S. and P. Sengupta (2003), "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors", *The Journal of Business*, 76(3), 455-475.

Börsch-Supan, A. and J. Köke (2002), "An Applied Econometricians' View of Empirical Corporate Governance Studies", *German Economic Review*, 3(3), 295-326.

Cho, Sung-Bin (2006), "A Study on the Cost of Agents of Korean Companies", *Korea Development Institute*.

Choi, Bo-Keum (2014), *The Effect of a Firm's Ownership Structure on the Agency cost* (Doctorial dissertation), Seoul: Kookmin University.

Choi, Su-Mi (2007), "The Effect of Entertainment Expense On the Profitability: The Comparison Between the Listed Companies and the Non-Listed Companies" *Korean Journal of Accounting Research*, 12(1), 259-279.

Doukas, J. A. and L. Lang (2003), "Foreign Direct Investment, Diversification and Firm Performance", *Journal of International Business Studies*, 34(2), 153-172.

Fauver, L., J. Hauston and A. Naranjo (2003), "Capital Market Development, International Integration, Legal Systems, and the Value of Corporation Diversification: A Cross-country Analysis", *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 38(1), 135-157.

Florackis, C. and A. Ozkan (2008), "Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms", *International Journal of Managerial Finance*, 4, 37-59.

Geringer, J. M., P. W. Beamish and R. C. DaCosta (1989), "Diversification Strategy and Internationalization: Implications for MNE performance", *Strategic Management Journal*, 10(2), 109-119.

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. R. and F. L. Heflin (1995), "The Association between the Level of International Diversification and Risk", *Journal of International Financial Management & Accounting*, 6(1), 1-25.

Grant, M. (1987), "Multinationality and Performance among British Manufacturing Companines", *Journal of International Business Studies*, 18, 79-89.

Grossman, S. and O. Hart. (1980), "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of Corporation", *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.

He, J. and L. K. Ng (1999), "The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations", *Africian Journal of Finance and Management*, 7(2), 13-33.

Holderness, C. and D. Sheehan (1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicity held Corporation: An Exploratory Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.

Hwang, Dong-Sub (2000), "Estimate of Agency Costs", *Korean Business Education Review*, 21, 125-137.

Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover", *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Jensen, M. (1988), "Takeovers: Their Causes and Consequences", *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21-48.

Jensen, M. C. and K. J. Murphy (1990), "Performance Pay and Top-management Incentives", *Journal of Political Economics*, 98(2), 225-264.

Jensen, M. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Kim, Joon-Hyun (2018), "Measurement of International Diversification based on the information on Foreign Subsidiaries and its Association with Earnings Quality", *Korean Accounting Review*, 43(3), 81-120.

Kim, Myung-In, Hyoung-Tae An and Jong-Dae Kim (2012), "The Impact of International Diversification on Value Relevance of Earnings", *Korean Accounting Review*, 37(4), 157-194.

Kim, Moon-Tae and Young-Hwan Kim (2007), "The Impacts of Foreign Ownership and Outside Directors on Bond Grading", *Korean Accounting Review*, 32(4), 29-58.

Kim, Moon-Tae and Hyun-Ju Kwon (2009), "The Impacts of Manager's Effort and Perk on Credit Ratings", *Korea Journal of Business Administration*, 22(4), 1845-1866.

Kwon, Pyong-Oh. (2019), *Global Trade Report* , 2020년 수출전망 및 지역별 시장여건, 19(14), Kotra.

Kim, Sae-Ro-Na, Dong-Hoon Yang and Kwang-Hee Cho (2011), "The Impact of the Agency Cost on Accounting Conservatism", *Korean Accounting Review*, 36(3), 65-102.

Kwon, Taek-Ho (2019), "Related Diversification and Firm Value", *The Korean Journal of Financial Management*, 36(4), 33-62.

Lamont, O. (1997), "Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets", *Journal of Finance*, 52(1), 83-109.

Lee, Yun-Je (2009), *A Study on the Impacts of Agency Cost on Credit Ratings* (Doctorial dissertation), Seoul: Honam University.

Lewellen, W. G. (1971), "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", *The Journal of Finance*, 26(2), 521-537.

McConnell, J. J. and H. Servaes. (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.

Oh, Han-Mo., D. B. Arnett, and Sang-Bong An (2016), "Export Market Expansion through Indirect Learning: Evidence from Korean Exporters", *Journal of Korea Trade*, 20(4), 318-331.

Ozbas, O. and D. S. Scharfstein (2010), "Evidence on the Dark Side do Internal Capital Markets", *The Review of Financial Studies*, 23(2), 581-599.

Park, Hun-Joon, Hyun-Han Shin and Wan-Soo Choi (2004), "The Korean Firms` Agency Costs and Firm Value: Role of Foreign Investors` Equity Ownership", *Korean management Review*, 33(2), 655-682.

Park, Young-Serk and Nam-gon Kim. (2007), "Corporate Governance and Firm Value - Agency costs and efficiency of capital and R&D expenditures -", *Korea Business Review*, 36(4), 1203-1232.

Prowse, S. (1990), "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan", *Journal of Financial Economics*, 27(1), 43-66.

Rajan, R., H. Servaes and L. Zingales (2000), "The Diversification Discount and Inefficient Investment", *The Journal of Finance*, 55, 35-80.

Reeb, D. M., C. C. Kwok and H. Y. Baek (1998), "Systematic Risk of the Multinational Corporation", *Journal of International Business Studies*, 29(2), 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.

Rho, Joon-Hwa, Gil-Soo Bae and Young-Soon Cheon (2003), "Do Firms with Large Agency Costs Choose High Quality Audits? A Comparison of the Audit Quality between Foreign-Direct-Investment-Firms and Local Firms", *Korean Accounting Review*, 28(4), 203-230.

Scharfstein, D. S. and J. C. Stein (2000), "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-seeking and Inefficient Investment", *The Journal of Finance*, 55(6), 2537-2564.

Shaked, I. (1986), "Are Multinational Corporations Safer?", *Journal of International Business Studies*, 17(1), 83-106.

Shin, Hyun-Han and R. M. Stluz (1998), "Are Internal Capital Markets Efficient?", *The Quarterly Journal of Economics*, 113(2), 531-552.

Shleifer, A. and R. Vishny. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

Singh, M., and W. N. Davidson III. (2003), "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms", *Journal of Banking & Finance*, 27, 793-816.

Stein, J. C. (1997), "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources," *The Journal Finance*, 52(1), 111-133.

Stulz, R. (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.

Tallman, S. and J. Li. (1996), "Effects of International Diversity and Product Diversity on the Performance of Multinational Firms", *Academy of Management Journal*, 39(1), 179-196.

Yoo, Yong-Keun, Hyun-Hee Kim and Hong-Min Chun (2014), "Corporate International Diversification and Real Earnings Management", *Korean Accounting Review*, 39(1), 293-322.

Yafeh, Y. and O. Yosha. (2003), "Large Shareholders and Banks: Who Monitors and How?", *The Economic Journal*, 113(484), 128-146.