

기관투자자의 투자기간과 기업 가치*

송찬영 ■ 연세대학교**

박세열 ■ 연세대학교***

〈국문요약〉

본 연구는 기관투자자 지분율이 기업가치에 미치는 영향이 기관투자자의 투자기간에 따라 다르게 작용하는지 분석한다. 장기간 투자하는 기관투자자일수록 모니터링의 비용은 감소하고 효용은 증가하여 경영자 대리인 문제 완화를 통한 기업 가치 증대 효과가 클 것으로 예상할 수 있는 반면, 반대로 단기 투자에 집중하는 기관일수록 더 효율성이 높아 기업 가치에 더 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 상반되는 가설도 존재한다. 본 논문은 2011년부터 2018년까지의 기간 동안 한국 유가증권시장에 상장된 기업 표본을 이용하여 두 상반되는 가설을 검증하였다. 분석 결과, 통상적인 믿음과 달리, 기관투자자 지분율의 긍정적인 영향은 단기 기관투자자들이 투자한 기업에서 더 집중적으로 나타났다. 단기 기관투자자가 투자한 기업군에서는 기관투자자 지분율의 1 표준편차 증가가 0.1 만분의 자기자본 시장가치-장부가치 비율 증가로 이어진 반면, 장기 기관투자자가 투자 중인 기업군에서는 기관투자자 지분율과 기업 가치 간의 긍정적 관계가 나타나지 않는다. 즉 표본 기간 중 국내 주식시장에서 장기 기관투자자의 모니터링을 통한 기업가치 증대 효과는 발견되지 않았다. 본 연구는 기관투자자 투자기간을 더 정확하게 측정할 수 있는 방법론을 제시했다는 점에서 추가적인 의의를 갖는다. 우리의 결과는 분석 방법 및 투자기간 변수의 선택에 영향을 받지 않고, 내생성 통제를 위한 2SLS 분석에서도 동일한 결과를 얻어 강건성을 확인하였다.

*주제어: 기관투자자, 투자기간, 기업가치, 회전율

* 이 논문은 2020학년도 연세대학교 상남경영원 연구펠로우십의 지원에 의하여 이루어진 것임.

** 주저자. 연세대학교 경영학과 석사과정(E-mail: scy12131213@naver.com)

*** 교신저자. 연세대학교 경영학과 조교수(E-mail: sypark16@yonsei.ac.kr)

I. 서 론

1990년대 들어 금융시장의 개방으로 인해 외부주주인 외국인 투자자와 더불어 기관투자자들의 역할과 비중이 커짐에 따라 기업에 대한 이들의 영향력이 지속적으로 증대되고 있다. 기관투자자란 한국거래소 기준으로 개인 또는 법인의 자금을 모아서 이를 활용하여 주로 유가증권에 투자함으로써 수익을 얻는 법인 형태의 투자자를 말하며 그 유형으로는 증권사, 보험사, 투신사, 은행, 기금, 사모펀드 기타금융으로 7개의 유형으로 구분한다. 이러한 기관투자자의 국내 상장주식 투자비중은 2006년 월 최고 22%까지 상승하였다가 2008년 금융위기이후 13%까지 감소한 이후 2019년 5월 말 기준 약 17%를 차지하고 있다. 이처럼 국내증시 투자에서 차지하는 비중이 높아짐에 따라 기관투자자의 자본시장에서의 영향력은 꾸준히 증가하고 있다.

이에 학계에서도 기관투자자 혹은 외국인투자자가 국내 자본시장에 미치는 영향에 관한 연구가 활발하게 진행되어 왔다. 특히 많은 선행연구가 기관투자자 주주의 존재가 기업의 가치에 어떤 영향을 미치는지 탐구하였는데, 대체로 기관투자자 대주주가 존재하거나 기관투자자의 지분율이 높을수록 기업의 가치가 상승하고(김영숙·이재춘 2000; 이상철·이수준 2016), 외국인 지분율 역시 기업 가치와 양(+)의 관계를 갖는다고 보고한 바 있다(박준우 2011; 박헌준 외 2004). 이처럼 기관투자자의 존재가 기업 가치에 미치는 전반적인 영향에 대해서는 많은 연구가 이루어졌음에도 불구하고, 기관투자자의 특성에 따라 그 효과가 어떻게 달라지는지에 대해서는 아직 더 많은 연구가 이루어질 여지가 있다.

본 연구에서는 기관투자자 지분율이 기업가치에 미치는 영향이 기관투자자의 투자기간에 따라 다르게 작용하는지 분석한다. 관련 선행연구에서 기관투자자 지분율이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 이유 중 대표적으로 언급되는 것이 바로 기관투자자의 모니터링 역할이다(박헌준 외 2004). 내부 경영자가 자신의 사적 이익을 위해 행동할 가능성이 있을 때 기관투자자가 그 대리인 문제를 완화시키는 감시자의 역할을 수행한다는 것이다. 장기 기관투자자일수록 감시를 위한 고정비용이 감소하여 모니터링의 비용은 감소하고 효용은 증가한다면(Gasper et al. 2005), 기관투자자 지분율이 기업가치에 미치는 양(+)의 영향은 기관투자자의 투자기간이 길수록 더 커질 것이라고 예상할 수 있을 것이다. 반면에 Bhide(1993)에 따르면 기관투자자들은 다른 투자자 집단에 비해 빈번하게 거래하며, 투자자금의 분산된 소유구조로 인해 단기적인 투자성향을 갖는다고

보고하였다. 이 관점에 따르면 기관투자자의 단기 투자성향은 투자 효율성을 추구하기 위한 적극적인 움직임으로, 장기 투자성향은 오히려 효율성이 낮은 기관투자자의 투자로 해석될 수 있다. 따라서 기업투자자의 긍정적인 효과는 단기 기관투자자가 집중적으로 투자하는 기업에서 더 강하게 나타날 수도 있다. 이처럼 장기 기관투자자와 단기 기관투자 중 어떤 형태의 기관투자가 기업가치에 더 긍정적인 역할을 미칠지는 실증연구를 통해 검증해야 할 연구주제이다.

기존 선행연구에서 기관투자자의 투자기간을 측정하기 위해 주로 사용한 변수는 기관투자자 투자회전율이다(김성민·장용원 2012; Gasper et al. 2005). 기관투자자 투자회전율은 각 기업에 대해 분기별 혹은 월별로 얻을 수 있는 기관투자자 지분율이 얼마나 자주 변화하였는지를 측정한 변수로서, 회전율이 높을수록 기관투자자의 투자기간이 짧다고 해석될 수 있다. 그러나 투자회전율은 기관투자자 투자기간의 간접적인 측정치라는 한계를 갖는다. 먼저 해당 기업에 투자 중인 여러 기관의 투자 기간을 개별적으로 고려하지 못하고 총 기관투자자 지분율의 변화에만 의존한다는 한계가 있다. 또한 일부 기관투자자 지분의 변동이 있었던 기간에서도 사실은 거래 없이 존재하는 그 기업의 장기 기관투자자 지분이 있을 수 있는 등 실제 기관투자자의 투자 기간을 완벽히 파악할 수는 없는 변수이다.

회전율 변수가 기관투자자 투자기간의 측정치로서 갖는 한계를 극복하고 기관투자자 투자기간과 기업 가치 간의 관계를 더 강건하게 분석하기 위해 본 연구에서는 투자회전율 외에 수작업을 통해 직접 측정한 기관투자자의 평균 투자기간 변수를 연구에 활용하였다. 투자기간 변수 측정을 위해 우리는 Thomson Reuters Database에서 2011년부터 2018년까지의 기간 동안 코스피 전체 상장기업의 월별 상세 기관 지분 소유구조 데이터를 전부 추출한 후, 해당 기업에 투자 중인 기관 별로 실제로 그 기업의 주식을 몇 개월 쯤 보유 중인지 측정한다. 그 후 각 기업-시점 별로 투자 중인 기관들의 투자 기간을 각 기관이 보유 중인 지분율로 가중 평균한 값을 그 기업의 평균 기관투자자 투자기간으로 정의하였다. 우리가 아는 한, 우리의 연구는 기관투자자의 투자 기간을 더 직접적으로 측정할 수 있는 이 변수를 활용한 최초의 국내 기관투자자 연구이다.

앞의 논의를 바탕으로 생각해볼 때, 한국의 자본시장에서 기관투자자의 영향력은 매우 크고 기관투자자가 지분을 장기적으로 보유하는 기업을 그렇지 않은 기업에 비해 시장의 참여자들이 긍정적으로 인식하고 이를 그들의 의사결정에 반영할 것으로 기대된다. 또한 기관투자자가 장기적으로 투자하는 기업일수록 모니터링 효율성이 높아져 투자기업을 효과적으로 감시하는 것으로 보고되었다.

따라서 이들의 장기투자는 투자기업의 재량적 의사결정을 통제하고 대리인비용을 낮추는 등 기업의 내재가치를 높이는 데 도움이 될 것으로 기대되므로 이러한 기업일수록 상대적으로 장기적인 관점에서 경영활동을 영위함으로써 자본시장 참여자들의 긍정적인 반응을 유도할 것으로 기대된다. 그래서 기관투자자의 투자기간이 장기일수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 실증분석 결과가 나올 수 있다.

반면에 다른 방향의 선행연구를 보면 막대한 자금과 우월한 정보를 가진 기관투자자들은 빈번한 거래와 단기적인 투자성향을 나타내고, 단기적인 투자로 인해 경영자로 하여금 단기실적을 위한 의사결정을 내리도록 유인할 가능성이 있다. 또한 기관투자자가 단기적인 성향을 가질수록 군집거래경향이 강해지기 때문에 정보비대칭성이 클수록 투자자들은 다른 투자자의 거래로부터 정보를 추론하고자 하여 군집거래가 발생하고, 기관투자자의 단기간 매수세가 집중된 종목은 여러 투자주체의 추종매매로 인해 기업가치가 증가할 수 있다. 그래서 오히려 기관투자자의 투자기간이 단기일수록 기업가치가 증가하는 실증분석 결과가 나올 수 있다. 이에 본 연구는 이러한 두 가지 방향성을 모두 열어 놓고, 기관투자자의 투자기간을 대리변수로 하여 기업 가치에 미치는 영향을 실증 분석하고자 한다.

2011년부터 2018년까지 코스피에 상장된 금융기업을 제외한 총 3,741개의 기업-연도 표본을 대상으로 한 본 연구의 분석 결과는 다음과 같다.

기관투자자 투자기간의 대용치로 종종 활용되었던 투자회전율과 본 연구에서 처음으로 소개하는 투자기간 변수 간의 상관계수는 -0.6 으로 나타났다. 투자회전율이 낮을수록 기관들이 장기 투자성향을 갖는다고 볼 수 있으므로 두 변수 간 음(-)의 상관관계는 예상되었던 자연스러운 결과이다. 그리고 -0.6 의 상관계수를 통해 우리는 두 변수가 상당히 강한 상관관계를 갖는 투자기간의 변수임을 확인할 수 있으며, 또한 동시에 두 변수 간의 완벽한 중첩은 존재하지 않아 우리의 투자기간 변수가 투자회전율 변수에서 반영하지 못하는 추가적인 정보를 제공하고 있다는 점도 발견할 수 있다.

우선 본 연구의 표본을 이용하여 기관투자자의 지분율이 기업 가치에 미치는 영향을 기관투자자 투자기간에 관계없이 분석한 결과 기관투자자 지분율이 높을수록 기업 가치가 올라가는 것으로 나타나, 기존 국내 선행연구의 결과와 유사한 결과를 재확인할 수 있었다. 다시 말해 국내 주식시장에서 기관투자자 지분의 긍정적인 효과는 매우 강건한 결과인 것으로 보인다. 다음으로 기관투자자 지분율의 효과가 장기 및 단기 기관투자자 별로 어떻게 다르게 나타나는지를 검

증하는 본 연구의 주요 분석을 수행하였다. 장기적으로 투자하는 기관투자자가 더 뛰어난 모니터링 활동을 통해 기업 가치를 더 높일 것이라는 일반적인 예상과 달리, 우리 연구에서 기관투자자의 긍정적인 영향은 단기 기관투자자들이 투자한 기업에서 더 집중적으로 나타났다. 투자기간 중위수를 기준으로 구분한 두 부분표본 중에서, 단기 기관투자자가 투자한 기업군에서는 기관투자자 지분율이 1 표준편차 증가할 때 기업 가치의 대응치인 자기자본 시장가치-장부가치 비율(Market-to-Book)이 약 0.1만큼 증가한다. 반면에 장기 기관투자자가 투자 중인 기업군에서는 기관투자자의 지분율이 오히려 작은 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이러한 우리의 주요 결과는 분석 기법(교차항 모형 혹은 부분표본 별 개별 분석)과 기관투자자 투자기간 변수(투자회전을 혹은 평균 투자기간 변수)의 선택에 관계없이 항상 뚜렷하게 나타나, 단기 기관투자자가 많이 투자한 기업일수록 기관투자자 지분율이 기업 가치에 더 큰 긍정적인 영향을 미친다는 결과는 매우 강건한 것으로 파악되었다. 즉, 표본 기간 중 국내 주식시장에서 장기 기관투자자의 모니터링을 통한 기업가치 증대 효과는 발견되지 않은 반면, 단기 기관투자자가 많이 몰리는 기업의 가치는 높은 결과가 확인된다. 이 결과는 기관투자자의 주요 역할인 모니터링의 효율성이 반드시 기관투자자의 투자 기간에 비례하지는 않음을 암시한다.

우리의 결과를 해석하는데 있어 잠재적인 내생성의 문제가 존재할 수 있다. 예를 들어 본 연구의 주요 결과는 기업가치가 높은 기업에 단기 기관투자자가 집중적으로 투자했기 때문에 발견되었을 수도 있다. 이러한 내생성에 대한 우려를 해소하기 위해 우리는 추가적으로 도구변수를 이용한 2SLS 분석을 실시하였다. 본 연구에서 사용한 도구변수는 기관투자자의 자산 규모이다. 기관투자자의 자산 규모는 주요 독립변수인 기관투자자의 투자기간 성향과는 뚜렷하고 직접적인 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 대형 기관일수록 각 기업 별로 보유 중인 주식의 수가 자연스럽게 장기투자자의 성향을 보일 수 있을 것이다. 실제로 2SLS의 1단계 모형에서 기관 자산 규모와 기관의 투자기간 간에는 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 도구변수를 이용한 2SLS 분석 결과 또한 기본 모형의 분석 결과와 매우 유사하게 나타나 본 연구의 주요 결과에 강건성을 더하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 선행연구 및 연구목적에 대하여 논하고, 3장에서는 연구방법에 대하여 설명한다. 4장에서 실증결과를 분석하고, 마지막으로 5장에서는 마무리한다.

II. 선행연구

기관투자자란 소액 투자자의 자금을 대규모로 집합한 후, 집적된 자금을 주로 자본시장을 통해 운용하는 투자주체를 의미한다. 우리나라에서는 기관투자자의 영향력이 점점 확대됨에 따라 기관투자자가 실제 뛰어난 정보력 및 분석력을 갖추고 기업 가치에 영향을 미치는지에 대한 연구가 진행되어 왔다. 선행 연구에서는 대부분 외국인 투자자나 기관투자자의 지분율을 대리변수로 하여 기업 가치를 실증분석 하였고, 이러한 실증결과는 앞서 언급했듯이 한계점을 가지고 있다.

우선 기관투자자 지분율과 기업 가치 간의 관계를 분석한 선행연구를 살펴보면, 이상철·이수준(2016)은 기관투자자 지분율과 기업 가치 변수인 Market-to-Book 및 토빈의 Q 간에 양(+)의 관계가 있다고 보고하였다. 김영숙·이재춘(2000) 역시 기관투자자 지분율과 기업 가치 간 양(+)의 관계를 보고하였다. 뿐만 아니라 박헌준 외(2004)와 박준우(2011)는 외국인지분율이 기업가치에 미치는 영향을 연구하였는데, 두 연구 모두 외국인지분율과 기업가치 간의 양(+)의 관계를 발견한 바 있다.

국외 선행연구에서 Gasper et al.(2005)은 기관투자자의 모니터링 수준을 구분하는 방법 중 하나로 투자기간을 제시하며, 투자기간이 장기일수록 모니터링에 따른 비용은 감소하고 그 효익은 증가하므로 상대적으로 장기기관투자자가 모니터링역할에 집중하여 경영자에 영향력을 행사할 유인을 가질 수 있다고 주장했다. Chen et al.(2007)은 기관투자자는 기업에 대한 모니터링과 트레이딩에 직면 시 비용과 효익을 고려하게 되는데, 기관투자자 장기적으로 투자할수록 모니터링 비용은 감소하고 효익은 증가하므로 장기기관투자자가 상대적으로 단기기관투자자에 비해 모니터링에 집중할 수 있음을 제시하였다. Hovakimian & Li(2010)는 포트폴리오 회전율로 측정된 기관투자자의 투자기간과 기업배당 간의 관련성을 검증하여, 포트폴리오 회전율이 낮은 장기 기관투자자가 포트폴리오 회전율이 높은 단기 기관투자자에 비해 더 많은 배당을 받음을 보고하였다. 이들은 장기기관투자자가 모니터링 역할을 통해 투자기업으로부터 더 높은 배당을 받을 수 있음을 제시하였다. 국내 선행연구에서는 고광수·김근수(2005)가 기관투자자는 고객의 위험선호도와 재정적 목적에 따라 고객을 대신 하여 장기적인 관점에서 집단적으로 대규모 투자를 수행하기 때문에, 기관투자자는 장기투자자과 대규모 투자를 수행하는 주체라는 특성을 가진다고 보고하였다. 이렇게 기관투

자자의 장기적인 투자성향에 긍정적인 의견을 제시한 선행연구들이 있는 반면에 기관투자자의 단기적인 투자성향에 의견을 제시한 선행연구들도 있다.

Bhide(1993)은 기관투자자들은 다른 투자자들보다 빈번한 거래와 투자자금의 분산된 소유지분으로 인해 단기적인 투자성향을 나타낸다고 말하며, 이러한 이유 때문에 경영자가 감시가 어려워 모니터링효과가 감소하고 경영자로 하여금 단기실적을 위한 의사결정을 내리도록 유인할 가능성이 있다고 주장했다. Burns, Kedia & Lipson(2010)은 막대한 자금과 우월한 정보를 가진 기관투자자는 단기 실적을 추구하려는 투자성향이 강하며, 이를 바탕으로 단기이익을 극대화하려는 유인을 가질 가능성이 크다고 주장했다. Black(1990)은 단기 실적을 추구하려는 경향이 강한 기관투자자들은 경영자들을 모니터링하는 활동에 무임승차하려는 경향이 있다고 주장했다. 이렇게 기관투자자들이 항상 장기적인 관점에서 투자하기보다 단기적인 관점에서 투자하려는 성향을 가지고 있을 수도 있다는 여러 선행연구들이 있다.

종합하자면 국외 선행연구에서는 기관투자자의 투자기간과 기업 활동의 관계에 대해 여러 방향으로 연구가 진행되고 있지만, 아직 국내에서는 기관투자자의 투자기간에 따른 기업 활동의 관계에 대한 연구는 거의 진행되지 않고 있다. 이러한 이유 때문에 이에 대한 체계적인 분석이 무엇보다 필요하고 좋은 연구주제가 될 수 있을 것이다.

Ⅲ. 연구 방법

1. 데이터 및 표본선정

본 연구는 2011년부터 2018년까지 코스피 상장기업 중 다음의 요건을 충족시키는 기업을 표본기업으로 선정하였다.

- ① 12월 결산법인
- ② 금융업에 속하지 않는 상장기업
- ③ FnGuide Database에서 필요한 재무자료를 수집 가능한 기업

요건①은 연구표본의 회계기간의 동질성을 위해, 요건②는 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 일반 제조업과 차이가 있는 금융업을 연구표본에서 제외하고자 선택하였다. 요건③은 자료에 관한 사항이다.

2011년부터 2018년까지의 전체 코스피 상장기업 중 위의 3가지 요건을 충족하는 총 631개 기업 3,741개의 표본을 가진 불균형패널 자료이다. 표본의 극단치로 인해 결과의 오류를 방지하기 위하여 표본의 상하1% 내에서 조정(winsorization)하였다. 기관투자자의 보유주식자료는 Thomson Reuters Database에서 수집하였고, 나머지 재무자료는 FnGuide Database에서 수집하였다. Thomson Reuters Database는 국내 기관투자자 및 외국 기관투자자 데이터를 모두 제공하므로 본 연구에서는 국내의 기관투자자를 모두 표본에 포함한다. 또한 도구변수로 사용하는 기관투자자 자산규모 자료는 수작업으로 조사하여 수집하였다.

2. 연구모형

본 연구에서는 첫 번째로 기관투자자 지분율과 투자기간이 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 먼저 식(1)을 통해 기관투자자의 투자기간을 고려하지 않고 기관투자자의 지분율이 기업의 가치에 미치는 영향에 대하여 분석하고, 식(2),(3)을 이용해 투자기간까지 고려할 경우에 기업의 가치에 미치는 영향이 어떻게 변화되는지를 분석한다. 두 번째로는 전체 표본에서 기관투자자 투자기간에 따라 장기투자자 그룹, 단기투자자 그룹으로 구분한 후 식(1)을 이용해 기관투자자 지분율과 기업의 가치에 미치는 영향에 대하여 분석한다.

$$EV = \beta_0 + \beta_1 Ins.owner + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Growth + \beta_5 Sale Growth + \beta_6 ROA + \beta_7 Owner + \beta_8 HHI + \sum_{i=9}^{16} \beta_i Year + \sum_{j=17}^{31} \beta_j Industry$$

식(1)

EV(기업가치) = (1) MtoB : Market to Book 비율

(2) TobinQ : 토빈Q

Ins.owner : 기관투자자의 보유지분율 합

Size : 기업규모, Lev : 부채비율, Growth : 총자산성장률,

SaleGrowth : 매출액성장률, ROA : 총자산수익률, Owner : 대주주 지분율,

HHI : 기관투자자 보유지분 집중도, Year : 연도더미, Industry : 산업더미

$$EV = \beta_0 + \beta_1 Ins.owner + \beta_2 Ins.owner \cdot Turnover + \beta_3 Turnover + \beta_4 Size + \beta_5 Lev + \beta_6 Growth + \beta_7 Sale Growth + \beta_8 ROA + \beta_9 Owner + \beta_{10} HHI + \sum_{i=11}^{18} \beta_i Year + \sum_{j=19}^{33} \beta_j Industry$$

식(2)

Turnover(투자기간1) : 회전을 이용하여 구한 기관투자자 투자기간
 Ins.owner·Turnover : 기관투자자 지분율변수와 기관투자자 투자기간 변수(Turnover)의 상호작용변수

$$EV = \beta_0 + \beta_1 Ins.owner + \beta_2 Ins.owner \cdot Ins.year + \beta_3 Ins.year + \beta_4 Size + \beta_5 Lev + \beta_6 Growth + \beta_7 Sale Growth + \beta_8 ROA + \beta_9 Owner + \beta_{10} HHI + \sum_{i=11}^{18} \beta_i Year + \sum_{j=19}^{33} \beta_j Industry$$

식(3)

Ins.year(투자기간2) : 기업에 투자한 기관투자자의 투자기간을 기관투자자 지분율로 가중 평균하여 구한 투자기간
 Ins.owner·Ins.year : 기관투자자 지분율변수와 기관투자자 투자기간2 변수(Ins.year)의 상호작용변수

3. 변수설명

1) 종속변수 : 기업가치(EV)

본 연구에서는 종속변수인 기업가치를 나타내는 변수로 재무학 선행연구에서 가장 대표적으로 사용되는 기업 가치의 대용치인 Market to Book 비율 및 토빈의 Q를 사용하였다.

- (1) Market to Book 비율(MtoB)
 = 자기자본 시장가치/자기자본 장부가치

Market to Book 비율은 자기자본 시장가치를 자기자본 장부가치로 나눈 값으로 자료를 계산하였다.

(2) 토빈Q(TobinQ)

$$= (\text{연도 말 보통주 시가총액} + \text{연도 말 부채 장부가치}) / \text{총자산 장부가치}$$

토빈Q는 기업의 시장가치와 부채의 장부가치를 합한 값을 총자산의 장부가치로 나눈 값으로 계산하였다.

2) 독립변수 : 기관투자자의 투자기간

(1) 기관투자자의 투자기간1(Turnover)

본 연구에서는 독립변수인 기관투자자의 투자기간을 측정하기 위한 투자회전율 측정방법은 다음과 같다. 해외 선행연구들은 기관투자자의 투자기간을 산출하는 방법으로 포트폴리오 회전율을 사용하고 있다.

식(4)와 식(5)는 투자기간을 산출하는 대표적 방법으로서 Gaspar et al.(2005)이 정의한 각 단계별 산출식이다. 식(4)은 기관투자자의 포트폴리오 회전율을 산출하는 식이다. Q는 기관투자자 i가 보유하고 있는 주식 집합을 의미하며 $P_{j,t}$ 와 $N_{j,i,t}$ 는 기관투자자 i가 t분기 말에 보유하고 있는 j기업 주식의 주가와 보유 주식수를 의미한다. 따라서 포트폴리오 회전율은 기관투자자 i가 분기 동안 보유한 평균 시가총액 대비하여 그들이 교체한 종목들의 시가총액 규모를 의미한다. 식(5)는 k기업에 대한 기관투자자들의 투자회전율을 산출하는 식이다. S는 k기업 주식에 투자하고 있는 기관투자자들의 집합을 의미하며 $W_{k,i,t}$ 는 k기업 주식에 투자하고 있는 t분기 말 전체 기관투자자 중 기관투자자 i가 보유하고 있는 지분 비중을 의미한다. 결국 투자회전율은 각 기관투자자별로 평균 포트폴리오 회전율과 보유지분율의 비중을 곱한 가중평균 포트폴리오 회전율을 의미한다.

$$Portfolio\ Turnover_{i,t} = \frac{\sum_{j \in Q} |N_{j,i,t} \cdot P_{j,t} - N_{j,i,t-1} \cdot P_{j,t-1} - N_{j,i,t-1} \cdot \Delta P_{j,t-1}|}{\sum_{j \in Q} \frac{N_{j,i,t} \cdot P_{j,t} + N_{j,i,t-1} \cdot P_{j,t-1}}{2}}$$

식(4)

$$Investor\ Turnover = \sum_{i \in S} W_{k,i,t} \cdot \frac{1}{4} \sum_{r=1}^4 Portfolio\ Turnover_{i,t-r+1}$$

식(5)

그러나 해외 선행연구들이 사용하는 포트폴리오 회전율은 다음과 같은 한계 점을 가진다. 첫째, 포트폴리오 회전율은 기관투자자가 보유하고 있는 전체 주식의 교체비율을 의미할 뿐 해당 기업에 대한 교체비율을 의미하지는 않는다. 둘째, 해외 선행연구들은 미국의 기관투자자들이 미국증권거래위원회(Securities and Exchange Commission)에 제출한 Form 13f에서 자료를 수집하는데, Form 13f는 운용규모가 1억불 이상인 기관투자자만 대상이며 보고 내용에서도 기관투자자가 보유하고 있는 전체 주식이 아니라 10,000주 또는 \$200,000 이상 보유하고 있는 주식으로 한정되어 있다(Hovakimian & Li 2010). 셋째, 미국증권거래위원회에 제출하는 Form 13f는 각 분기 말에 보고하도록 되어 있고, 보고내용 중 분기 중에 발생한 거래내역이 포함되어 있지 않다. 따라서 포트폴리오 회전율은 분기 중에 발생한 거래내역을 반영하지 못한다.

이에 본 연구에서는 김성민·장용원(2012)에서 Gaspar et al.(2005)의 모형을 한국증권시장 상황에 맞게 수정하여 제시한 모형으로 본 연구의 핵심변수인 기관투자자 투자기간을 측정한다. 한국거래소에서는 일정한 기간 동안 상장된 주식 중에서 얼마만큼의 주식이 거래되고 있는지를 파악하기 위하여 거래량기준의 상장주식 회전율과 거래대금 기준의 시가총액 회전율을 사용하고 있다. 상장주식 회전율은 일정기간 동안 상장주식 중에서 얼마만큼의 주식이 거래되었는지를 의미하고, 일정기간동안 발생한 거래량을 평균 상장주식수로 나누어 산출한다. 마찬가지로 시가총액 회전율은 상장된 시가총액 중에서 얼마만큼의 금액이 거래되었는지를 의미하는데, 일정기간 동안 발생한 거래대금을 평균 시가총액으로 나누어 산출한다.

김성민·장용원(2012)은 투자회전율을 구하는데 있어 투자 주체를 외국인투자자를 대상으로 일회회전율을 기준으로 했지만 본 연구는 기관투자자를 대상으로 하였고, 기관투자자의 자료를 구하는데 있어서 한계가 있어 월별회전율을 기준으로 투자회전율을 측정하였다. 식(6), 식(7)은 기관투자자의 투자회전율을 측정하는 산출식이다. 먼저 식(6)은 기관투자자가 보유한 k기업 주식에 대한 월별 거래회전율을 산출하는 식이다. $P_{k,t}$ 와 $N_{k,t}$ 는 기관투자자가 t월에 보유하고 있는 k기업 주식의 주가와 보유주식수를 의미한다. $Z(Z')$ 는 기관투자자가 t월에 k기업 주식을 총 매도(매수)한 거래 횟수이며, $P_{k,t,x}^S$, $N_{k,t,x}^S$, $N_{k,t,y}^B$, $P_{k,t,y}^B$ 각 거래별 매도주식수와 매도주가, 각 거래별 매수주식수와 매수주가를 의미한다. 따라서 $\sum N_{k,t,y}^B \cdot P_{k,t,y}^B$ 는 기관투자자의 한 달 동안의 총 매수금액을 의미하

며 $\sum N_{k,t,x}^S \cdot P_{k,t,x}^S$ 는 기관투자자의 한 달 동안의 총 매도금액을 의미한다. 그러므로 기관투자자의 거래회전율은 기관투자자가 한 달 동안 보유주식의 평균 시가총액 대비하여 얼마나 거래하였는가를 의미한다. 식(7)은 기관투자자의 투자회전율을 정의하는데 식(6)에서 산출된 k기업 주식에 대한 기관투자자의 월별 회전율을 연간 합산하였다. N은 주식시장의 연간 개장월수이다.

식(4)과 식(6)을 비교하면 해외 선행연구가 사용하는 포트폴리오 회전율은 전체 기업주식을 운용하는 포트폴리오 차원의 투자회전율을 의미하는 반면 본 연구가 사용하는 거래회전율은 직접적으로 기관투자자가 보유하고 있는 개별 기업주식에 대한 그들의 투자회전율을 의미한다는 점에서 차이가 있다. 또한 해외 선행연구들이 분기별로 회전율을 산출하는데 반하여 본 연구가 사용하는 거래회전율은 월별로 산출함으로써 시의 적절한 거래정보를 활용하고 있다고 평가할 수 있다.

$$Trading\ Turnover_t = \frac{(\sum_{x=1}^z N_{k,t,x}^S \cdot P_{k,t,x}^S + \sum_{y=1}^{z'} N_{k,t,y}^B \cdot P_{k,t,y}^B) / 2}{(N_{k,t} \cdot P_{k,t} + N_{k,t-1} \cdot P_{k,t-1}) / 2} \quad \text{식(6)}$$

$$Investor\ Turnover = \sum_{t=1}^N Trading\ Turnover_t \quad \text{식(7)}$$

여기서 나온 투자회전율을 선행연구들에서는 장기투자자그룹과 단기투자자 그룹으로 나누는 방법으로 2가지 방법을 사용하였다. 첫 번째 방법으로는 기관투자자의 투자회전을 중앙값을 기준으로 중앙값 이상인 경우를 단기투자자 그룹으로 정의하였고, 중앙값 미만인 경우를 장기투자자 그룹으로 정의하였다. 두 번째 방법으로는 기관투자자의 투자회전율과 해당 기업의 주식회전율을 비교하여 기업의 주식회전율보다 기관투자자의 투자회전율이 이상인 경우 단기투자자 그룹으로 정의하였고, 기업의 주식회전율보다 기관투자자의 투자회전율이 미만인 경우 장기투자자 그룹으로 정의하였다. 첫 번째 방법은 주가의 크기, 대표지수의 편입여부, 시가총액의 크기 등에 영향을 받을 수 있기 때문에 본 연구는 두 번째 방법을 이용 하여 장기투자자 그룹과 단기투자자 그룹으로 구분하였다.

(2) 기관투자자의 투자기간(Ins.year)

본 연구에서는 투자기간을 더 직접적으로 측정하기 위해 추가적으로 해당 기업에 투자한 기관투자자의 투자기간을 기관투자자 지분율로 가중 평균하여 계산

하였다. 투자기간은 수작업으로 측정하였으며, t연도 I기업에 n개 기관투자자가 존재하고, 기관투자자들이 해당연도(t)까지 각각 누적 투자기간 p와 투자지분을 r을 가지고 있다면, 기관투자자 투자기간은 식(8)에서와 같이 계산된다. 예를 들자면 2011년 A회사의 전체 지분 중 기관투자자 B는 5%(1년), C는 7%(2년)을 가지고 있다면, 식(8)을 적용하면 2011년 A회사의 투자기간은 $\{(5\%*1)+(7\%*2)\}/12\% = 1.58\text{년}$ 으로 계산된다.

$$\text{기관투자자 투자기간}_{t,i} = \frac{\sum_{j=1}^n (\text{기관투자자 지분율}_{j,r} \times \text{기관투자자 투자기간}_{j,p})}{\sum_{j=1}^n (\text{기관투자자 지분율}_{j,r})} \tag{8}$$

여기서 나온 기관투자자 투자기간을 기관투자자의 투자기간의 중앙값을 기준으로 중앙값 이상인 경우를 장기투자자 그룹으로 정의하였고, 중앙값 미만인 경우를 단기투자자 그룹으로 정의하였다.

3) 통제변수

본 연구에서는 총 10가지의 통제변수를 설정하였다. 기관투자자 지분율(Ins.owner)은 기관투자자 보유주식수를 보통주 발행 총주식수로 나누어 측정하였다. 기업규모(Size)는 기업규모가 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위하여 총 자산을 자연 로그 취한 값으로 측정하였고, 부채비율(Lev)도 부채비율이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위하여 총부채를 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다. 총자산성장률(Growth)은 기업의 성장성이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해당기 총자산에서 전기 총자산을 차감한 값을 전기총자산으로 나누어 측정하였다. 매출액성장률(SaleGrowth)은 기업의 매출액 성장성이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해 당기 총매출액에서 전기 총매출액을 차감한 값을 전기 총매출액으로 나누어 측정하였다. 매출이 증가할수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 크기 때문에 매출액성장률과 기업가치는 양(+)의 관련성이 예상된다. 총자산수익률(ROA)은 기업의 투자 수익률이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해매출액 대비 영업이익으로 측정하였다. 대주주지분율(Owner)은 대주주의 영향력이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해 보통주 발행 총주식수 대비 최대주주인 및 특수관계자의 지분의 합으로 측정하였다. 이익침해가

설에 의해 대주주지분율과 기업가치는 음(-)의 관련성이 예상된다. 기관투자자 보유지분 집중도(HHI)는 기업내에서 특정 기관투자자에 보유지분이 집중되어 있거나 여러 기관투자자들에게 보유지분이 분산되어 있을 수 있고 이에 기업가치에 영향을 미치는 정도가 다를 수 있기 때문에 보유지분에 대한 집중도에 따라 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위한 통제변수로 지정하였다. 이 때 기관투자자 보유지분 집중도는 시장 내에서 특정 주체가 갖는 집중도를 파악해 시장의 경쟁도를 평가하는 허핀달-허쉬만 지수(Herfindahl-Hirschman Index)를 참고하여 식(9)와 같이 기업 내 기관투자자별로 보유지분율을 계산하여 이들의 보유지분율의 제곱을 합산하여 측정하였다. 표본대상기간에 특정 연도의 기업의 외적 경제적 요인을 통제하고자 연도더미(Year)를 통제변수에 포함하였고, 개별기업의 산업별 차이를 통제하기 위해 산업더미(Industry)를 통제변수에 포함하였다.

$$HHI = \sum_{j=1}^N S_j^2 \quad [S_j = \frac{\text{개별 기관투자자 } j \text{의 기업 } i \text{의 보유주식수}}{\text{기관투자자의 기업 } i \text{의 보유주식수합}}] \quad \text{식(9)}$$

〈표 1〉 변수의 정의 및 측정방법

변수			측정방법
종속 변수	EV (기업가치)	MtoB TobinQ	자기자본 시장가치/자기자본 장부가치 (연도 말 보통주 시가총액 + 연도 말 부채장부가치)/총자산 장부가치
독립 변수	투자기간	Turnover Ins.year	산출식은 식(6),식(7) 참조 산출식은 식(8) 참조
통제 변수	Ins.owner(기관투자자지분율)		기관투자자 보유 주식수/보통주 발행 총주식수
	Size(기업규모)		로그(기초 총자산)
	Lev(부채비율)		총 부채/총 자산
	Growth(총자산성장률)		(당기 총자산 - 전기 총자산)/전기 총자산
	SaleGrowth(매출액성장률)		(당기 총매출액 - 전기 총매출액) / 전기 총매출액
	ROA(총자산수익률)		당기순이익/총 자산
	Owner(대주주지분율)		최대주주1인 및 특수관계자 보유주식수 / 보통주 발행 총주식수
	HHI(기관투자자 보유지분 집중도)		산출식은 식(9) 참조
	Year(연도더미)		해당연도이면 1, 그렇지 않은 경우 0
Industry(산업더미)		해당산업에 소속된 기업인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0	

IV. 실증분석

1. 기초통계량

본 연구는 2011년부터 2018년까지 코스피에 상장된 금융기업을 제외한 3741개 기업의 연간 표본 자료를 대상으로 검증을 실시하였다. <표 2>는 표본의 변수들의 기초통계량이 제시되어있다. 기업가치를 나타내는 종속변수 MtoB의 평균값은 1.11, TobinQ의 평균값은 1.04로 나타났다. 투자기간을 나타내는 독립변수 Turnover(투자기간1)의 평균값은 23.63, Ins.year(투자기간2)의 평균값은 2.46년으로 나타났다. 이는 기관투자자가 1년에 평균 약 24번의 회전율과 평균 약 2년 4개월의 보유기간을 가진다는 것을 말한다. 통제변수를 보면 Ins.owner(기관지분율)의 평균값은 7.70%, Size(총자산규모)는 23.63, Lev(부채비율)은 45.95%, 그리고 Growth(자산성장률)은 4.72%로 나타났다. SaleGrowth(매출성장률)의 평균값은 4.41%, ROA(총자산수익률)은 2.90%, Owner(대주주지분율)은 45.95%, 그리고 HHI(기관투자자 보유지분 집중도)는 0.48로 나타났다.

<표 2> 기초통계량

변수	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
MtoB()	1.111	0.946	0.640	0.110	3.660
TobinQ	1.038	0.965	0.329	0.299	2.256
Ins.owner(기관투자자지분율)	7.707	5.998	7.878	0	50.790
Turnover(투자기간1)	23.630	3.156	77.006	0.004	1699.674
Ins.year(투자기간2)	2.467	2.187	1.544	0.086	7.961
Size(총자산규모)	20.369	20.137	1.337	17.389	25.718
Lev(부채비율)	45.951	46.795	16.807	4.836	92.187
Growth(총자산성장률)	4.727	3.599	9.920	-81.311	51.252
SaleGrowth(매출성장률)	4.410	3.673	13.453	-46.693	58.435
ROA(총자산수익률)	2.901	2.945	4.486	-44.68	20.080
Owner(대주주지분율)	45.570	44.834	13.698	6.81	89.982
HHI(기관투자자 보유지분 집중도)	0.487	0.459	0.189	0.083	1

2. 상관관계

<표 3>은 기업가치를 나타내는 종속변수(MtoB, TobinQ)와 주요 변수들과의 상관관계를 나타내는 표이다. 기업가치를 나타내는 두 개의 변수와 Ins.owner(기관투자자 지분율)변수와 1% 수준에서 유의적인 양(+의 상관관계로 나타났다. 독립변수인 투자기간(Turnover, Ins.year)변수와의 상관관계를 보면, Turnover(투자기간1)변수와는 1% 수준에서 유의적인 양(+의 상관관계가 나타났다. 반면에 Ins.year(투자기간2)변수와는 1% 수준에서 유의적인 음(-의 상관관계가 나타났다. 이는 기업가치와 기관투자자의 투자기간 사이에 음(-)의 관계를 예상 할 수 있다.

〈표 3〉 피어슨상관계수

	MtoB	TobinQ	Ins-owner	Turn-over	Ins-year	Size	Lev	Growth	Sale-Growth	ROA	Owner	HHI
MtoB	1											
TobinQ	0.940***	1										
Ins-owner	0.072***	0.051***	1									
Turnover	0.049***	0.058***	-0.615***	1								
Ins.year	-0.079***	-0.061***	0.280***	-0.361***	1							
Size	-0.110***	-0.074***	0.298***	-0.236***	0.330***	1						
Lev	0.034**	0.062*	0.034**	0.055***	-0.036*	0.320***	1					
Growth	0.183***	0.140***	0.096***	-0.017	-0.094***	-0.034	-0.047	1				
Sale-Growth	0.142***	0.120***	0.031*	0.017	0.099***	0.064	0.052***	0.391***	1			
ROA	0.212***	0.183***	0.173***	-0.148***	-0.013	-0.021	-0.373***	0.351***	0.228***	1		
Owner	-0.131***	-0.162***	-0.176***	-0.046***	-0.061***	-0.09***	-0.130***	0.029	0.028	0.082***	1	
HHI	-0.241***	-0.243***	-0.335***	0.027*	0.061***	-0.214***	-0.007	-0.121***	-0.086***	-0.138***	0.081***	1

3. 실증분석 결과

본 연구에서는 기관투자자 지분율과 투자기간이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위하여 먼저 식(1)을 통해 기관투자자의 투자기간을 고려하지 않고 기관투자자의 지분율이 기업의 가치에 미치는 영향에 대하여 분석하고, 식(2),(3)을 이용해 투자기간까지 고려할 경우에 기업의 가치에 미치는 영향이 어떻게 변화되는지를 분석한다. 다음에 전체 표본에서 기관투자자 투자기간에 따라 장기투자자 그룹, 단기투자자 그룹으로 2분위 한 후 식(1)을 이용해 기관투자자 지분율과 기업의 가치에 미치는 영향에 대하여 실증분석 한다. 실증분석 결과는 다음과 같다.

1) 기관투자자의 투자기간(Turnover)이 기업가치에 미치는 영향 : 전체표본

다음 <표 4>는 전체표본을 대상으로 기관투자자의 보유지분율(Ins.owner) 및 투자기간1(Turnover)이 기업가치(MtoB,TobinQ)에 미치는 영향에 대해 실증분석한 결과이다.

Panel-A는 식(1)을 이용하여 기관투자자의 보유지분율이 기업가치에 미치는 영향을 회귀 분석한 것으로, 그 결과는 선행연구와 동일하게 기관투자자 보유지분율은 두 개의 기업가치를 나타내는 변수 모두와 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 관계를 나타냈다. 이는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 높아진다는 것을 알 수 있다. 한편 기업 가치 변수를 종속변수로 하는 <표 4>의 회귀분석 결과에서 모형들의 수정 R2는 0.17~0.25 사이로 나타나, 국내 데이터를 이용한 기업가치 분석 선행연구에서 보고된 값과 유사하거나 더 높은 수준을 보였다. Panel-B는 식(2)를 이용하여 기관투자자의 투자기간을 고려하여 기업가치에 미치는 영향을 회귀 분석한 것이다. 그 결과 기관투자자의 보유지분율과 투자기간간의 상호작용 변수(Ins.owner*Turnover)는 두 개의 기업가치를 나타내는 변수 모두와 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 관계를 나타냈다. 이는 기관투자자의 보유지분율이 높아지고, 회전율이 높아지면(투자기간이 짧을수록) 기업가치가 높아진다는 것을 알 수 있다. 즉 기관투자자의 투자기간이 단기일수록 기업가치가 높아진다는 실증분석 결과가 나왔다.

〈표 4〉 기관투자자의 투자기간1(Turnover)이 기업 가치에 미치는 영향

종속변수	Panel-A 기관투자자 지분율		Panel-B 기관투자자 투자기간	
	MtoB	TobinQ	MtoB	TobinQ
상수항	2.593*** (7.308)	1.882*** (8.406)	2.775*** (8.012)	1.615*** (9.085)
Ins.owner	0.007*** (5.884)	0.003*** (5.979)	0.013*** (9.063)	0.006*** (9.039)
Ins.owner*- Turnover			0.008*** (2.828)	0.004*** (2.668)
Turnover			0.099** (1.931)	0.044** (1.774)
Size	-0.093*** (-7.421)	-0.037*** (-5.840)	-0.108*** (-8.795)	-0.044*** (-7.090)
Lev	0.004*** (5.811)	0.003*** (8.521)	0.005*** (6.475)	0.003*** (9.258)
Growth	0.014* (2.168)	-0.004 (-1.420)	0.008 (1.399)	-0.006* (-2.252)
SaleGrowth	0.002*** (4.951)	0.001*** (4.502)	0.002*** (4.508)	0.008*** (4.056)
ROA	0.019*** (9.001)	0.007*** (9.169)	0.017*** (9.324)	0.007*** (8.464)
Owner	-0.033*** (-3.525)	-0.002*** (-4.324)	-0.023* (-2.545)	-0.016*** (-3.432)
HHI	-0.481*** (-9.752)	-0.236*** (-9.292)	-0.454*** (-9.031)	-0.215*** (-10.895)
Year	included	included	included	included
Industry	included	included	included	included
Adj- R^2	0.171	0.211	0.215	0.252

2) 기관투자자의 투자기간1(Turnover)이 기업가치에 미치는 영향: 투자기간에 따른 4분위 분할

다음 <표 5>는 전체표본을 투자기간1(Turnover)에 따라 장기투자자 그룹과 단기투자자 그룹으로 4분위 분할하여 식(1)을 이용하여 기관투자자 보유지분율이 기업가치에 미치는 영향을 실증분석을 한 결과이다. 이 때 기관투자자의 투

자회전율이 최하 1분위에 해당할 경우 장기투자자 그룹으로 정의하였고, 기관 투자자의 투자회전율이 최상 1분위에 해당할 경우 단기투자자 그룹으로 정의하였다.

〈표 5〉 기관투자자의 투자기간(Turnover)이 기업 가치에 미치는 영향 :
투자기간에 따른 4분위 분할

종속변수	Panel-A 장기투자자 그룹		Panel-B 단기투자자 그룹	
	MtoB	TobinQ	MtoB	TobinQ
상수항	3.662*** (7.97)	2.058*** (8.69)	5.415*** (7.98)	3.074*** (8.82)
Ins.owner	-0.007*** (-2.82)	-0.004*** (-3.17)	0.071*** (7.96)	0.037*** (8.19)
Size	-0.065*** (-3.85)	-0.020** (-2.35)	-0.229*** (-9.13)	-0.107*** (-8.28)
Lev	0.007*** (6.67)	0.005*** (9.60)	0.008*** (6.30)	0.003*** (5.25)
Growth	0.002 (0.91)	0.000 (0.35)	0.003 (1.24)	0.000 (0.39)
SaleGrowth	0.003 (1.58)	0.001 (1.42)	0.003* (1.74)	0.001 (1.53)
ROA	0.035*** (7.26)	0.022*** (8.97)	0.007 (1.28)	0.002 (0.73)
Owner	-0.009*** (-6.52)	-0.005*** (-7.73)	-0.004*** (-2.65)	-0.002*** (-3.06)
HHI	-0.637*** (-6.76)	-0.302*** (-6.21)	-0.750*** (-6.86)	-0.388*** (-6.91)
Year	included	included	included	included
Industry	included	included	included	included
Adj- R^2	0.302	0.361	0.266	0.238

Panel-A는 장기투자자 그룹에서 식(1)을 이용하여 기관투자자의 보유지분율이 기업가치에 미치는 영향을 회귀 분석한 것으로, 그 결과는 기관투자자 보유지분율은 두 개의 기업가치를 나타내는 변수 모두와 5% 수준에서 유의적인 음(-)의 관계를 나타냈다. 이는 장기투자자 그룹 내에서는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 낮아진다는 것을 알 수 있다. 이는 <표 4>에서 나온 실증분석 결

과와 일치한다. Panel-B는 단기투자자 그룹에서 식(1)을 이용하여 기관투자자의 보유지분율이 기업가치에 미치는 영향을 회귀 분석한 것으로, 그 결과는 기관투자자 보유지분율은 두 개의 기업가치를 나타내는 변수 모두와 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 관계를 나타냈다. 이는 단기투자자 그룹 내에서는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 높아진다는 것을 알 수 있다. 이는 <표 4>에서 나온 실증분석 결과와 일치한다.

<표 4>와 <표 5>의 분석 결과를 종합하자면 기관투자자의 보유지분율과 투자기간간의 상호작용 변수는 기업가치와 유의적인 양(+)의 관계를 나타냈고, 이는 기관투자자의 투자기간이 단기일수록 기업가치가 높아진다는 것을 의미한다. 또한 장기투자자 그룹 내에서는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 낮아졌고, 단기투자자 그룹 내에서는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 높아졌다. 이러한 결과는 기관투자자가 단기적인 투자성향을 나타내면 경영자로 하여금 단기 실적을 위한 의사결정을 내리도록 유인할 가능성이 있고, 또한 기관투자자가 단기적인성향을 가질수록 군집거래경향이 강해진다는 선행연구에 따라 정보비대칭성이 클수록 투자자들은

다른 투자자의 거래로부터 정보를 추론하고자하기 때문에 군집거래가 발생하고, 기관투자자의 군집거래로 인해 단기간 매수세가 집중된 종목은 여러 투자주체의 추종매매로 인해 단기투자자 그룹에서는 기관투자자의 보유지분이 높아질수록 기업가치가 증가하는 것으로 나타났다.

반면에 장기투자자 그룹에서는 투자기간이 장기일수록 기업감시효과로 인해 기업가치가 증가할 수 있다는 선행연구와 달리 이들의 보유지분이 높아질수록 오히려 기업가치가 감소하는 것으로 나타나 장기투자자로 인해 기관투자자의 감시효과가 기업가치에 미치지 않는 것으로 나타났다. 또한 국내 기업 상장사에서는 기관투자자가 이사회에 소속되어 기업경영에 직접적으로 영향을 미치는 경우가 드물기 때문에 이러한 결과의 근거를 뒷받침한다.

3) 기관투자자의 투자기간2(Ins.year)이 기업가치에 미치는 영향: 전체표본

다음 <표 6>은 전체표본을 대상으로 기관투자자의 보유지분율(Ins.owner) 및 투자기간2(Ins.year)이 기업가치(Mtob, TobinQ)에 미치는 영향에 대해 실증분석을 한 결과이다.

Panel-A는 식(1)을 이용하여 기관투자자의 보유지분율이 기업가치에 미치는 영향을 회귀 분석한 것으로, 그 결과는 선행연구와 동일하게 기관투자자 보유지

분율은 두 개의 기업가치를 나타내는 변수 모두와 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 관계를 나타냈다. 이는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 높아진다는 것을 알 수 있다. Panel-B는 식(3)을 이용하여 기관투자자의 투자기간을 고려하여 기업가치에 미치는 영향을 회귀 분석한 것이다. 그 결과 기관투자자의 보유지분율과 투자기간간의 상호작용 변수($Ins.owner * Ins.year$)는 두 개의 기업가치를 나타내는 변수 모두와 1% 수준에서 유의적인 음(-)의 관계를 나타냈다. 이는 기관투자자의 보유지분율이 높아지고, 투자기간이 길어지면 기업가치가 낮아진다는 것을 알 수 있다. 즉 기관투자자의 투자기간이 단기일수록 기업가치가 높아진다는 것을 알 수 있고, 이는 투자기간1(Turnover)을 이용한 실증분석 결과인 <표 4>와도 일치하는 결과가 나왔다.

4) 기관투자자의 투자기간2($Ins.year$)이 기업가치에 미치는 영향: 투자기간에 따른 2분위 분할

다음 <표 7>은 전체표본을 투자기간2($Ins.year$)에 따라 장기투자자 그룹과 단기투자자 그룹으로 4분위 분할하여 식(1)을 이용하여 기관투자자 보유지분율이 기업가치에 미치는 영향을 실증분석한 결과이다. 이때 기관투자자의 투자기간이 최상 1분위에 해당할 경우 장기투자자 그룹으로 정의하였고, 기관투자자의 투자기간이 최하 1분위에 해당할 경우 단기투자자 그룹으로 정의하였다. Panel-A는 장기투자자 그룹에서 식(1)을 이용하여 기관투자자의 보유지분율이 기업가치에 미치는 영향을 회귀 분석한 것으로, 그 결과는 기관투자자 보유지분율은 두 개의 기업가치를 나타내는 변수 모두와 5% 수준에서 유의적인 음(-)의 관계를 나타냈다. 이는 장기투자자 그룹 내에서는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 낮아진다는 것을 알 수 있다. 이는 <표 6>에서 나온 실증분석 결과와 일치한다. Panel-B는 단기투자자 그룹에서 식(1)을 이용하여 기관투자자의 보유지분율이 기업가치에 미치는 영향을 회귀 분석한 것으로, 그 결과는 기관투자자 보유지분율은 두 개의 기업가치를 나타내는 변수 모두와 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 관계를 나타냈다. 이는 단기투자자 그룹 내에서는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 높아진다는 것을 알 수 있다. 이는 <표 6>에서 나온 실증분석 결과와도 일치하고, 투자기간1(Turnover)을 이용한 실증분석결과인 <표 5>와도 일치하는 결과가 나왔다.

<표 6>와 <표 7>의 분석 결과를 종합하자면 기관투자자의 보유지분율과 투자기간 간의 상호작용 변수는 기업가치와 유의적인 음(-)의 관계를 나타냈고, 이는

기관투자자의 투자기간이 단기일수록 기업가치가 높아진다는 것을 의미한다. 장기 투자자 그룹 내에서는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 낮아졌고, 단기 투자자 그룹 내에서는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 높아졌다. 이는 <표 4>와 <표 5>의 투자기간1(Turnover)을 이용한 종합적인 실증분석 결과와 일치하는 결과가 나왔다.

<표 6> 기관투자자의 투자기간2(Ins.year)이 기업 가치에 미치는 영향

종속변수	Panel-A 기관투자자 지분율		Panel-B 기관투자자 투자기간	
	MtoB	TobinQ	MtoB	TobinQ
상수항	2.732*** (7.586)	1.613*** (8.594)	2.180*** (6.031)	1.134*** (7.107)
Ins.owner	0.007*** (5.936)	0.004*** (5.833)	0.017*** (8.451)	0.008*** (8.167)
Ins.owner*- Ins.year			-0.018*** (-5.289)	-0.002*** (-4.610)
Ins.year			-0.039*** (-4.942)	-0.021*** (-5.368)
Size	-0.104*** (-8.031)	-0.421*** (-6.375)	-0.728*** (-5.562)	-0.027*** (-3.989)
Lev	0.005*** (5.558)	0.003*** (7.712)	0.004*** (5.174)	0.003*** (7.425)
Growth	0.001* (1.960)	-0.001* (-1.825)	0.001* (2.165)	-0.001* (-1.697)
SaleGrowth	0.002*** (4.810)	0.001*** (4.437)	0.002*** (4.509)	0.001*** (4.116)
ROA	0.019*** (9.415)	0.008*** (8.455)	0.017*** (9.665)	0.007*** (7.643)
Owner	-0.003*** (-3.468)	-0.002*** (-4.078)	-0.003*** (-3.532)	-0.002*** (-4.135)
HHI	-0.429*** (-11.110)	-0.212*** (-11.049)	-0.388*** (-9.857)	-0.191*** (-9.806)
Year	included	included	included	included
Industry	included	included	included	included
Adj- R^2	0.180	0.207	0.207	0.233

〈표 7〉 기관투자자의 투자기간(ins.year)이 기업 가치에 미치는 영향 : 투자기간에 따른 4분위 분할

종속변수	Panel-A 장기투자자 그룹		Panel-B 단기투자자 그룹	
	MtoB	TobinQ	MtoB	TobinQ
상수항	2.516*** (6.36)	1.818*** (8.60)	5.211*** (9.62)	3.188*** (11.36)
Ins.owner	-0.003 (-1.19)	-0.003* (-1.91)	0.018*** (4.44)	0.008*** (3.4)
Size	-0.038*** (-2.90)	-0.013* (-1.80)	-0.176*** (-8.02)	-0.084** (-7.37)
Lev	0.005*** (4.61)	0.004*** (6.42)	0.008*** (6.67)	0.004*** (6.49)
Growth	0.007*** (3.17)	0.003** (2.40)	0.000 (0.33)	-0.000 (-0.37)
SaleGrowth	0.003* (1.79)	0.001 (1.59)	0.005*** (2.88)	0.002*** (2.83)
ROA	0.047*** (8.76)	0.025*** (8.73)	0.028*** (5.18)	0.013*** (4.70)
Owner	-0.002 (-1.23)	-0.002** (-2.19)	-0.002 (-1.46)	-0.001* (-1.73)
HHI	-0.749*** (-7.25)	-0.402*** (-7.29)	-0.623*** (-6.48)	-0.343*** (-6.88)
Year	included	included	included	included
Industry	included	included	included	included
Adj- R^2	0.275	0.279	0.231	0.206

5) 기관투자자의 투자기간과 기업의 대리인비용

이 절에서는 지금까지 논의한 기관투자자 지분을 및 투자기간의 기업 가치에 대한 긍정적 효과의 원인 중 하나로서 기관투자자의 감시 기능을 통한 기업의 대리인비용 감소 여부를 살펴본다. 이미 많은 선행연구에서 지분구조 및 감시자 역할을 하는 주주의 존재를 통해 기업의 대리인비용이 변화함을 보고한 바 있다 (권정욱 외 2012; 박종훈·노은정, 2008). 기관투자자의 투자 기간이 기업의 대리인비용 변수에 미치는 영향을 분석했을 때, 우리는 앞 절의 기업가치 모형과 마찬가지로 단기 기관투자자가 투자한 기업의 대리인비용이 더 낮을 것으로 예상

할 수 있을 것이다. 선행연구에서 차용하여 본 연구에서 사용하는 대리인비용 변수는 총 네 개다. 먼저 매출액 대비 관관비 비율(SGA)은 비용효율성의 지표로서 낮을수록 대리인비용이 낮음을 의미한다. 다음으로 총자산회전율(ATO)은 자산효율성의 지표이며 높을수록 대리인비용이 낮다고 해석할 수 있다. 그 외에 매출액 대비 기타비용 비율(OtherExp)과 매출액 대비 접대비 비율(EnterExp)도 본 연구에서 사용하는 대리인비용의 변수이다.

〈표 8〉 기관투자자의 투자기간이 기업 대리인 비용에 미치는 영향

종속변수	SGA	ATO	OtherExp	EnterExp
상수항	0.550*** (7.88)	2.199*** (10.61)	0.086 (0.08)	0.989*** (12.66)
Ins.owner	0.0001 (0.18)	0.002* (1.87)	0.0006 (0.09)	0.001** (2.51)
Ins.owner*- Turnover	-0.0001*** (-3.38)	0.0002* (1.65)	0.004*** (7.35)	0.0001* (1.94)
Turnover	0.0001** (2.45)	-0.0003* (-1.72)	-0.002* (-1.70)	0.0002*** (2.74)
Size	0.005** (2.03)	-0.082*** (-11.45)	0.196*** (5.26)	-0.044*** (-16.23)
Lev	-0.001*** (-7.32)	0.009*** (16.84)	-0.005 (-1.60)	-0.001*** (-3.06)
Growth	0.001*** (3.42)	-0.009*** (-8.87)	-0.001 (-0.12)	0.001*** (3.07)
SaleGrowth	0.001*** (2.92)	0.004*** (5.08)	-0.009** (-2.41)	0.0001 (0.00)
ROA	-0.005*** (-5.85)	0.032*** (12.96)	-0.202*** (-15.97)	-0.003*** (-3.53)
Owner	-0.001*** (-5.03)	0.002*** (3.17)	-0.018* (-5.37)	-0.002*** (-7.48)
HHI	-0.037** (-2.36)	-0.056 (-1.21)	0.306 (1.26)	0.037** (2.09)
Year	included	included	included	included
Industry	included	included	included	included
Adj- R^2	0.269	0.192	0.199	0.181

<표 8>에서 대리인비용 변수를 종속변수로 하고 기관투자자 변수를 독립변수로 하는 회귀모형의 분석 결과를 확인할 수 있다. 이전 모형과 마찬가지로 우리의 관심 변수는 기관투자자 지분율과 기관투자자 투자기간의 상호작용항($Ins.owner * Turnover$)이다. 분석 결과 전반적으로 기관투자자 지분율에 의해 기업의 대리인문제가 해소되는 정도는 기관투자자가 단기 투자를 할수록 더 커지는 것으로 나타났다. 단기 기관투자자가 투자할수록 판관비 비율(SGA)는 더 낮아져 기업의 비용효율성이 개선되며, 총자산회전율(ATO)은 더 높아져 기업의 자산효율성 또한 증가하는 것으로 보고되었다. 박종훈·노은정(2008)에 의하면 자산 가치 상각, 금융비용 등을 포함하는 기타비용(영업외비용)은 경영진이 정상적 경영활동을 하기 위해 적극적으로 업무를 수행할 때 발생하는 비용이므로 높을수록 대리인비용이 낮음을 암시한다. 분석 결과 기타비용 비율($OtherExp$)은 단기 기관투자자가 투자할수록 더 증가했다. 마지막으로 접대비 비율($EnterExp$)은 단기 기관투자자가 투자할수록 더 늘어나는 것으로 나타나 앞서 세 가지의 대리인비용 변수를 이용한 분석결과와는 다른 방향의 결과가 나타났다. 그러나 전체적으로 보았을 때 <표 8>의 결과는 기관투자자의 단기 투자와 기업의 대리인비용 감소 간에는 유의미한 관계가 있음을 시사한다. 즉 기관투자자들의 효과적인 감시 활동이 기관투자자 단기 투자로 인한 기업 가치 상승의 원인 중 하나라고 해석할 수 있다.

6) 강건성 분석

이 절에서는 실증분석결과가 기업가치가 높은 기업에 기관투자자가 단기간 투자했기 때문에 나타난 결과일 수 있기 때문에 종속변수인 기업가치와 독립변수인 투자기간 사이의 이러한 내생성문제를 고려하여 실증분석한다. 예를 들어, 본 연구의 주요 결과인 기관투자자 투자 기간과 기업 가치 간 음(-)의 관계는 모형에서 생략된 어떤 원인으로 인해 장기로 투자하는 기관투자자가 저평가된 기업에 주로 투자하기 때문일 수도 있다. 이러한 내생성의 문제를 해결하기 위해 연립방정식모형(simultaneous equation model)을 2SLS(two-stage least squares) 회귀 분석방법으로 추정하여, 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 연립방정식 모형을 2SLS 회귀분석방법으로 추정하기 위해서, 종속변수인 기업가치에는 영향을 미치지 않으면서, 독립변수인 기관투자자 투자기간에 영향을 미치는 기관투자자의 자산규모($Ins.size$)를 도구변수(instrumental variable)로 사용하였다. 기관투자자의 자산규모($Ins.size$)는 기관투자자의 총 자산

을 자연 로그 취한 값으로 측정하였다. 1단계에서는 기관투자자의 자산규모를 독립변수로 설정하고 기관투자자 투자기간을 종속변수로 설정하여 회귀 분석을 실시한 후, 기관투자자 투자기간의 예측치를 추정하였다. 이렇게 추정한 1단계의 기관투자자 투자기간 예측치를 2단계에서는 식(2), 식(3)을 사용하여 종속변수에 미치는 영향을 실증분석 한다. 따라서 2단계 분석에서는 도구변수는 제외되고 내생성이 통제된 독립변수인 기관투자자 투자기간이 종속변수에 미치는 영향을 분석하였고, 그 결과를 <표 9>와 <표 10>에 제시하였다.

<표 9>는 투자기간1(Turnover)이 기업가치에 미치는 영향을 2SLS 회귀 분석하여 나온 결과를 나타낸 표이다. 그 결과 기관투자자의 보유지분율과 투자기간간의 상호작용 변수(Ins.owner*Turnover)는 기업가치를 나타내는 변수 MtoB에서는 10% 수준에서 유의적인 양(+)의 관계를 나타냈고, TobinQ에서는 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 관계를 나타냈다. 이는 기관투자자의 보유지분율이 높아지고, 회전율이 높아지면(투자기간이 짧을수록) 기업가치가 높아진다는 것을 알 수 있으며, 이는 내생성을 고려하더라도 기관투자자의 투자기간이 단기일수록 기업가치가 높아진다는 앞선 실증분석 결과와 일치하는 결과가 나왔다.

<표 10>은 투자기간2(Ins.year)이 기업가치에 미치는 영향을 2SLS 회귀 분석하여 나온 결과를 나타낸 표이다. 그 결과 기관투자자의 보유지분율과 투자기간간의 상호작용 변수(Ins.owner*Ins.year)는 두 개의 기업가치를 나타내는 변수 모두와 1% 수준에서 유의적인 음(-)의 관계를 나타냈다. 이는 기관투자자의 보유지분율이 높아지고, 투자기간이 길어지면 기업가치가 낮아진다는 것을 알 수 있으며, 이는 내생성을 고려하더라도 기관투자자의 투자기간이 단기일수록 기업가치가 높아진다는 본 실증분석 결과와 일치하는 결과가 나왔다.

종합하자면 메인 실증분석 결과에 강건성을 더하기 위해 내생성을 고려한 2SLS 회귀 분석결과를 실시한 결과 투자기간1(Turnover)과 투자기간2(Ins.year)이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증분석이 기관투자자의 투자기간이 단기일수록 기업가치가 높아진다는 메인 실증분석 결과와 일치하는 결과가 나오므로써 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과에 강건성을 더하였다.

<표 9> 기관투자자의 투자기간(Turnover)이 기업 가치에 미치는 영향 : 2SLS 회귀 분석

종속변수	Panel-A 1단계	Panel-B 2단계	Panel-C 2단계
	Turnover	MtoB	TobinQ
상수항	2.281*** (9.831)	3.243*** (5.928)	3.125*** (6.801)
Ins.size	-0.038*** (-3.871)		
Ins.owner*Turnover		0.003* (1.754)	0.004*** (3.946)
Turnover		0.148** (2.879)	0.030* (1.107)
Ins.owner	-0.134*** (-12.374)	0.025*** (5.906)	0.006** (2.856)
Size	-0.163*** (-6.205)	-0.234*** (-7.344)	-0.107*** (-6.428)
Lev	0.008 (3.999)	0.004* (2.182)	0.002 (1.430)
Growth	0.002 (0.999)	0.001* (1.753)	-0.001** (-2.625)
SaleGrowth	0.001 (0.821)	-0.006 (-1.239)	0.003 (1.507)
ROA	0.003 (0.543)	0.009*** (3.481)	0.007*** (5.007)
Owner	-0.017*** (-7.951)	-0.004* (-2.089)	-0.005*** (-4.119)
HHI	-1.869*** (-6.516)	-0.081*** (-7.008)	-0.093*** (-7.108)
Year	included	included	included
Industry	included	included	included
F-statistic	36.46		
Adj- R^2	0.212	0.372	0.310

〈표 10〉 기관투자자의 투자기간2(Ins.year)이 기업 가치에 미치는 영향 : 2SLS 회귀 분석

종속변수	Panel-A 1단계	Panel-B 2단계	Panel-C 2단계
	Ins.year	MtoB	TobinQ
상수항	-1.413*** (-10.584)	1.748*** (4.738)	2.510*** (10.443)
Ins.size	0.002** (4.970)		
Ins.owner*Ins.year		-0.046*** (-7.119)	-0.022*** (-7.043)
Ins.year		-0.769*** (-5.953)	-0.367*** (-5.934)
Ins.owner	0.013*** (9.064)	0.035*** (11.816)	0.017** (2.458)
Size	0.091*** (8.334)	-0.049*** (-3.498)	-0.015*** (-8.309)
Lev	-0.002*** (-6.071)	0.004*** (4.323)	0.003*** (10.252)
Growth	0.001* (2.392)	0.002** (2.654)	-0.001*** (-3.832)
SaleGrowth	-0.001*** (-4.043)	0.001* (1.965)	0.001*** (3.209)
ROA	-0.003** (-3.269)	0.015*** (8.093)	0.005*** (9.747)
Owner	-0.004 (-1.154)	-0.004*** (-3.537)	-0.001*** (-3.521)
HHI	0.293*** (13.235)	-0.764*** (-8.770)	-0.419*** (-9.391)
Year	included	included	included
Industry	included	included	included
F-statistic	119.85		
Adj- R^2	0.222	0.209	0.234

V. 결 론

본 연구에서는 2011년부터 2018년까지 코스피에 상장된 금융기업을 제외한 기업의 연간 자료를 대상으로 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 영향에 관하여 실증 분석을 실시하였다. 첫번째로 기관투자자 지분율(Ins.owner)변수에 기관투자자 투자기간변수(Turnover,Ins.year)와 기관투자자 지분율과 투자기간 변수의 상호작용변수를 추가하여 기업가치와 이러한 변수들간의 관련성을 검증하였다. 두 번째로는 전체 표본에서 기관투자자 투자기간에 따라 장기투자자 그룹, 단기투자자 그룹으로 2분위 한 후 기관투자자 지분율과 기업가치 간의 관련성을 검증하였고, 세 번째로는 내생성을 고려하기 위해 2SLS방법을 이용하여 기관투자자의 투자기간과 기업가치 간의 관련성을 검증하였다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 기관투자자의 대리변수로 기관투자자 지분율뿐만 아니라 기관투자자의 투자기간까지 고려하여 기관투자자가 기업가치에 미치는 영향에 대해 검증하였다. 먼저 투자기간을 고려하지 않고 기관투자자의 보유지분율이 기업가치에 미치는 영향을 회귀 분석한 결과 선행연구와 동일하게 기관투자자 보유지분율과 기업가치는 유의적인 양(+)의 관계를 나타냈다. 이는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 높아진다는 것을 의미한다. 반면에 기관투자자의 투자기간을 고려하여 기업가치에 미치는 영향을 회귀 분석한 결과 기관투자자의 보유지분율과 투자기간간의 상호작용 변수는 기업가치와 유의적인 관계를 나타냈고, 이는 기관투자자의 보유지분율이 높아지고, 투자기간이 짧을수록 기업가치가 높아진다는 것으로 해석하였다. 즉 기관투자자의 투자기간이 단기일수록 기업가치가 높아진다는 것을 의미한다.

둘째, 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 영향에 대해 투자기간에 따라 장기투자자 그룹, 단기투자자 그룹으로 2분위 한 후 기관투자자 지분율과 기업가치 간의 관련성을 검증결과, 장기투자자 그룹 내에서는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 낮아졌고, 단기투자자 그룹 내에서는 기관투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 높아졌다. 이는 기관투자자의 단기적인 투자성향이 경영자로 하여금 단기실적을 위한 의사결정을 내리도록 유인하고, 또한 기관투자자가 단기적인성향을 가질수록 군집거래경향이 강해진다는 선행연구에 따라 정보비대칭성이 클수록 투자자들은 다른 투자자의 거래로부터 정보를 추론하고자하기 때문에 군집거래가 발생하고, 기관투자자의 군집거래로 인해 단기간 매수세가 집중된 종목은 여러 투자주체의 추종매매로 인해 단기투자자그룹에서는

기관투자자의 보유지분이 높아질수록 기업가치가 증가하는 것으로 나타났다. 반면에 장기투자자 그룹에서는 이들의 보유지분이 높아질수록 오히려 기업가치가 감소하는 것으로 나타나 장기투자자로 인해 기관투자자의 감시효과가 기업가치에 미치지 않는 것으로 나타났다.

셋째, 기업가치와 투자기간 사이의 내생성을 고려하기 위해, 2SLS 회귀분석 방법으로 추정하여 기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 영향에 대해 검증결과, 기관투자자의 투자기간이 단기일수록 기업가치가 높아진다는 메인 실증분석 결과와 일치하는 결과가 나오므로써 실증분석 결과에 대한 강건성을 더하였다.

본 연구는 기관투자자의 투자기간을 고려하여 기관투자자가 기업가치에 미치는 영향을 검증함으로써 기관투자자의 보유지분율만을 고려한 기존연구와 차별성을 두었다. 기존의 연구에서는 기관투자자의 보유지분율이 높을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과는 단지 기관투자자의 보유지분율이 높아서만이 아니라 기관투자자들이 대체로 단기투자성향을 보인 경향으로 해석할 수 있고, 그래서 기관투자자가 기업가치에 미치는 영향에 검증함에 있어 보유지분뿐만 아니라 투자기간을 함께 고려해야 한다는 것을 보여준다. 또한 기관투자자의 보유지분율이 높아도, 투자기간이 단기일수록 기업가치가 높아진다는 실증분석 결과는 여러 투자자들과 기업들에게 의미 있는 메시지를 전달할 수 있다고 할 것이다. 해외 선행연구에서 일반적으로 나타나고 있는 장기 기관투자자의 효율적 감시 효과가 국내 표본에서는 나타나지 않은 점에 대해서는, 국내 자본시장에서 기관투자자가 장기 투자할 유인을 제고할 수 있는 방법이 무엇인지에 대한 연구자 및 정책입안자의 고민이 필요하다. 앞으로 이 연구주제에 대한 다양한 후속연구가 이루어지기를 기대한다.

참고문헌

국문 자료

- 고광수, 김근수. 2005. 『한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구』. 서울: 한국증권연구원.
- 권정옥, 김동욱, 김병곤. 2012. “한국기업의 지배구조와 대리인비용: 소유경영기업과 전문경영기업 비교분석.” 『산업경제연구』 25(6), 3997-4019.
- 김성민, 장용원. 2012. “외국인투자자의 투자기간과 기업의 배당정책.” 『한국증권학회지』 41(5), 781-812.
- 김영숙, 이재춘. 2000. “기업가치와 기업소유구조와의 관련성.” 『한국증권학회지』 26(1), 173-197.
- 박종훈, 노은정. 2008. “기업의 소유구조가 대리인비용에 미치는 영향: 외국인 지분율과 경영자 지분율 효과를 중심으로.” 『관리회계연구』 8(1), 143-164.
- 박준우. 2011. “외국인투자자가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향.” 『기업경영연구』 18(2), 203-215.
- 박헌준, 신현환, 최완수. 2004. “한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할.” 『경영학연구』 33(2), 655-682.
- 이상철, 이수준. 2016. “외부대주주로서의 기관투자자와 기업가치.” 『관리회계연구』 16(3), 51-81.

영문 자료

- Bhude, Amar. 1993. “The Hidden Costs of Stock Market Liquidity.” *Journal of Financial Economics* 34, 31-51.
- Black, Bernard S. 1990. “Shareholder Passivity Reexamined.” *Michigan Law Review* 89, 520-608.
- Burns, Natasha, Simi Kedia & Marc Lipson. 2010. “Institutional Ownership and Monitoring: Evidence from Financial Misreporting.” *Journal of Corporate Finance* 16(4), 443-455.
- Chen, Xia, Jarrad Harford & Kai Li. 2007. “Monitoring: Which Institutions Matter?.” *Journal of Financial Economics* 86(2), 279-305.
- Gaspar, José-Miguel, Massimo Massa & Pedro Matos. 2005. “Shareholder

Investment Horizons and the Market for Corporate Control.”
Journal of Financial Economics 76(1), 3-43.

Hovakimian, Armen & Guangzhong Li. 2010. “Shareholder Investment Horizons and Payout Policy.” in *SSRN*, 0-37. <https://ssrn.com/abstract=1571757>.

Abstract

The Investment Horizon of Institutional Investors and Firm Value

Chan Young Song ■ Yonsei University

Saeyoul Park ■ Yonsei University

This study focuses on the investment horizon of institutional investors in verifying the effect of corporate value on institutional investors, and empirically analyzes the effect on corporate value according to the investment horizon of institutional investors. From 2011 to 2018, we utilize the annual data of 631 companies listed in KOSPI. First, the interaction variables of the investment horizon variables and the rate of the institutional investor shareholding were added to confirm the relationship between the corporate value and those variables. Second, the relationship between the institutional investor ownership and the corporate value was verified after two divisions of the entire sample into long-term and short-term investor groups over the period of the institutional investor's investment. Third, in order to address potential endogeneity concerns, the robustness test was conducted by verifying the relationship between the institutional investor ownership and the corporate value using the 2SLS method.

Key Words: Institutional Investors, Investment Horizon, Firm Value, Turnover

