

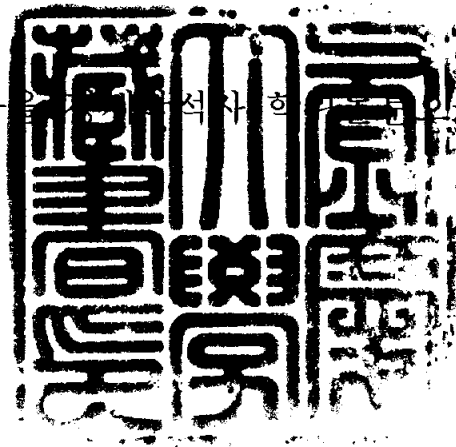
719
2.4.1
22

경제학석사 학위논문

기업의 소유구조가 성과에 미치는 영향에 관한 연구

지도교수 홍 장 표

이 논문을 경제학석사 학위논문으로 제출함



2003년 2월

부경대학교 대학원

자 원 경 제 학 과

김 웅 진

김웅진의 경제학석사 학위논문을 인준함

2002年 12月 26日

주 심 경 제 학 박 사 이 진 우



위 원 경 제 학 박 사 홍 장 표



위 원 경 제 학 박 사 윤 성 민



〈차 례〉

제 1 장 서론	1
제 1 절 연구의 동기와 목적	1
제 2 절 연구방법과 구성	3
제 2 장 기업의 소유구조와 성과	5
제 1 절 소유구조 이론	5
1. 기업발전모형에 의한 소유구조 이론	5
2. 대리인 모형에 의한 소유구조이론	6
3. 계약적 지배에 의한 소유구조이론	7
제 2 절 기업소유구조와 기업성과	9
1. 이해수령가설	9
2. 경영자안주가설	10
3. 절충가설	10
4. 공개매수프리미엄가설	12
5. 무관인가설	12
제 3 절 기관투자자의 소유지분과 기업성과	14
1. 효율적 감시가설	14
2. 전략적 일치가설	15
제 3 장 선행연구 검토와 작업과제	16
제 1 절 선행연구 검토	16
1. 안주가설	16
2. 절충가설	17
3. 공개매수프리미엄가설	21
4. 내생적 소유구조	22
5. Cho and Kang	23
제 2 절 작업과제	26
1. 재벌 소유구조의 특수성	26
2. 기업소유구조와 성과사이의 관계: 절충주의가설	28
3. IMF 이후 재벌의 기업가치 변화	29

제 4 장 실증분석	30
제 1 절 변수의 설정	30
1. 종속변수	30
2. 독립변수와 통제변수	31
제 2 절 표본자료	35
제 3 절 모형의 설정	38
1. 현금흐름권 변수를 사용한 모형	38
2. 기업지배권 변수를 사용한 모형	39
3. 모형을 통한 IMF 전후의 재벌프리미엄의 변화	40
제 4 절 분석결과	41
1. 현금흐름권을 사용한 모형	41
2. 기업지배권을 사용한 모형	44
3. 모형을 통한 IMF 전후의 재벌프리미엄의 변화	46
제 5 장 결 론	47
참고문헌	49

표 차 례

< 표 1 > 기존 연구결과 요약표	24
< 표 2 > 변수의 정의	34
< 표 3 > 업종별 표본기업의 분포	36
< 표 4 > 표본기업의 변수별 평균 및 표준편차	37
< 표 5 : 모 델 1 >	43
< 표 6 : 모 델 2 >	45

그 림 차 례

<그림 1> 김주현의 실증연구 결과	17
<그림 2> 김우택외 실증연구 결과	18
<그림 3> 장대홍외 실증연구결과	19
<그림 4> 김영숙 외 실증연구 결과	21
<그림 5> 김원기 외 실증연구 결과	22

A Study on The Effects of Corporate Ownership Structure on Corporate Performance

Woong-Jin Kim

Department of Resources Economics, Graduate School,
Pukyong National University

ABSTRACT

Chaebols have inherited their firm to descendants. The closed ownership structure of Chaebols should be changed to the open ownership structure which can make dispersed ownership structure. But recently it is argued that the separation of ownership and management is not always necessary.

This paper finds out two facts. Firstly, the ownership structure affects the corporate performance. Secondly, the government policy for Chaebol reform after IMF crisis increased the value of Chaebol firm.

This paper has tested the relation between ownership and corporate value for a sample of 280 firms during the period of 1995~2000.

The following variables are used for empirical study: Tobin-q ratio as dependent variables, the equity ratio of family, the equity ratio of insider, institutional investors as independent variables, firm size, research and development expenditure to total assets, advertising expenses to total assets and financial leverage as control variables,

dummy variables of 30 Korean Chaebols, owner-management.

The results of empirical study can be summarized as follows:

Firstly, there is strong evidence of U-form relation between the equity ratio of family, the equity ratio of insider and corporate value. This result supports the hypothesis of study that there is managerial entrenchment hypothesis at low level of equity ownership and convergence of interest hypothesis at high level of equity ownership.

Secondly, the result of analysis of the relation between the equity ratio of institutional investors and corporate value shows that the equity of institutional investors is positive, but not statistically significant.

Thirdly, Chaebols premium is bigger than Non-Chaebols. This result shows that Chaebol reforming policy holds good for the value of Chaebol firm.

Keyword

closed ownership structure of Chaebols , open ownership structure
managerial entrenchment hypothesis ,convergence of interest hypothesis
the corporate performance

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 동기와 목적

최근 우리나라의 대기업은 선단문어발 경영 즉 외형성장에 치중한 나머지 차입경영에 의한 과대중복투자를 하고, 금융기관은 기업평가 능력의 부재로 담보위주 및 외형위주의 대출관행과 감독제도의 미비로 인해 부실대출이 심화되었다. 이로 인한 대외신인도의 저하는 경제위기를 초래하여 1997년 11월 우리나라는 IMF 구제금융을 받게되었으며 이로 인하여 기업의 구조조정도 불가피하게 되었다. 또한 재벌에 경제력이 집중됨에 따라 불공정거래행위가 유발되고 경제 효율성이 떨어지며 자원과 경제력이 극소수층에 집중되어 경제의 균형발전이 위축되고 빈부 격차가 심해지고 있다.

미국·일본 등에서도 거대기업이 존재하나 이들 기업은 소유와 경영이 분리되어 대주주에 의한 기업지배가 약화되고, 전문경영인에 의한 경영지배가 이루어져 왔는데 반해 우리나라는 대주주 특히 창업 대주주가 기업을 지배하고 있는 것이 일반적이며, 기업의 소유권을 후손에게 물려줌으로써 기업지배를 상속하고 있다. 이 같은 현상으로 인해 소유와 경영의 분리는 차치하고 기업 지배권을 유산으로 2세에게 물려줌으로써 소유와 지배집중에 대한 비판이 더욱 확산되고 있다.

특히 대주주 1인과 그의 친족들에 의해서 집중적으로 소유되는 국내기업의 폐쇄형 소유구조는 자본시장의 발전을 저해시키고 경영자 징계역할을 제대로 작동시키지 못하게 하고 있으며 기업경영의 비효율성을 가져온다는 부수적 문제점도 수반하고 있다. 한국기업의 이러한 폐쇄형 소유구조의 폐해는 주식소유의 대중화로 소유와 경영을 분리시켜 전문경영자에 의해서 운영되는 개방형 소유구조를 지녀야 한다는 강력한 요구의 근거가 되고 있다. 그러나 최근에는 소유와 경영의 분리가 반드시 좋은 것만은 아니라는 이론도 제기되고 있다.

본 연구에서는 국내상장기업에 있어서 소유구조가 기업의 가치에 어떤 영향을 미치는가를 실증분석을 통하여 검증해 보고자 한다.

첫째, 소유구조 문제를 대리인 문제의 관점에서 우리나라 기업에 있어 기업의 소유구조가 기업가치에 어떤 영향을 미치는지 검토한다. 전문경영인이 아닌 대주주들이 경영권을 직접 행사하고 있는 우리나라 경영환경에서는 경영자와 전체 주주간의 이해상충 문제보다는 소유경영자와 외부주주간의 이해대립이 문제가 된다. 따라서 본 연구에서는 이와 같은 소유경영자와 주주간의 이해상충문제가 기업가치에 어떤 영향을 미치는지를 분석하고자 한다.

둘째, IMF 이후 재벌개혁정책을 둘러싸고 이견이 존재한다. 정부 등 공식기관에서는 IMF이후 재벌정책이 실효를 거두고 있다고 본다. 조성욱(2001)은 여러 가지 제약이 있지만 재벌 구조조정의 성과가 나타나고 있다고 한다. 이에 따르면 재벌의 내부자금시장에 대한 제약, 부당내부거래에 대한 규제 등의 결과 계열사들간의 연계성이 약해졌다고 평가한다. 그리고 재벌 지배구조의 변화는 약하지만 점차 지배주주가 사적이익을 추구를 약화시키고 보다 투명한 경영을 촉구하고 있다고 평가한다.

하지만 학계에서의 일반적인 평가는 재벌개혁의 성과가 별로 없다는 쪽이 우세하다. 김기원(2002)은 개혁정책의 효과에 대해 부정적인데, 선단문어발 경영의 재벌체제는 다소 약화되었을 뿐 책임성과 투명성을 갖춘 선진대기업체제로 거듭나지는 못했다고 지적한다.¹⁾ Cho and Kang(2002)은 금융위기 이후 대마불사의 신화가 사라지고 재벌의 구조조정이 부진한 결과 주식시장에서의 재벌에 대한 평가가 부정적인 쪽으로 바뀌었다고 주장한다. IMF 이후 기업간 양극화로 재벌체제가 오히려 강화되었다는 지적도 있다(유용주외, 2001). 이와 같은 논란과 관

1 재계와 시장경제론자들은 김대중 정부의 정책을 관치경제, 관치금융의 부활이라고 비판한다. 정부의 구조조정 정책이 박달이나 공직자금투입에서 보듯이 시장의 논리에 의존하지 않고 정부의 힘에 의존하였다고 한다. 이에 대해 노동계에서는 김대중정부의 정책은 미국식 시장주의를 맹신하는 신자유주의 정책이라고 비판한다. 재벌정책에서도 종업원의 경영참여를 부정하고 오직 주주권익만을 보호하는 제도개편으로 치우쳤다는 것이다(김기원, 2002).

련하여 본 연구에서는 IMF 이후 재벌기업과 비재벌기업간의 성과를 비교 분석함으로써 구조조정 정책의 성과를 간접적으로 조망해보고자 한다.

제 2 절 연구방법과 구성

본 논문은 기업소유구조가 기업성파에 미치는 영향을 살펴보는데 연구의 초점을 맞추고 있다. 기업의 소유구조가 기업성파에 미치는 영향에 관한 연구들은 크게 다섯 가지로 나뉘어진다.

첫째, 이해수렴가설이다. 젠센과 맥칼링(Jensen and Meckling, 1976)에 의하면 기업의 소유구조가 집중되어 있을수록 지배대주주의 이익과 기업의 이익이 같아짐에 따라 기업의 성파는 증가하게 된다.

둘째, 경영자안주가설이다. 템세츠(Demsetz, 1988)에 의하면 소유구조가 집중됨에 따라 지배경영자의 독단이 기업의 성파에 부(負)의 영향을 미친다.

셋째, 기업의 성파는 소유구조와 직접적인 관련을 가지지 않는다는 무관련가설이다. 헤르만(Herman, 1981)에 의하면 기업의 성파에 미치는 요인은 소유구조뿐만 아니라 기업크기의 절대적인 증가, 다각화, 법적 변화 그리고 환경변화 등에 의해 복합적으로 영향을 받는다고 주장했다.

넷째, 절충가설이다. 모크, 쉬나이프와 비쉬니(Morck, Shleifer and Vishny, 1988), 맥코넬과 설베이스(McConnel & Servase, 1990)에 의하면 기업의 소유구조집중 정도에 따라 이해수렴가설과 경영자안주가설을 모두 만족시키는 구간이 존재한다는 것이다.

다섯째, 공개매수 프리미엄가설이다. 스톨츠(Stulz, 1988)는 소유구조가 기업인수 시장에 미치는 영향에 착안하여 기업가치와 소유경영자 지분율간에는 비선형관계가 존재하며, 소유경영자의 지분율이 증가함에 따라 기업가치는 증가하다가 일정 지분율 수준을 넘으면 기업가치는 점차 감소한다고 한다.

본 연구는 우리나라에서 기업소유구조가 성과에 미치는 영향에 관한 이상의 다섯가지 가설중 어떤 것이 타당한지 검토한다. 소유구조가 기업성과에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 알아보기 위하여 동족지분율과 동족지분율+계열사지분율을 독립변수로 하고 기업성과의 대용지표인 토빈큐(Tobin-q)를 각각의 방정식에 종속변수로 하여 실증분석을 실시한다. 이와 아울러 이 실증분석 모델을 토대로 IMF이전과 이후 재벌기업의 프리미엄 변화를 비교함으로써 김대중 정부 재벌개혁 정책의 성과를 평가할 수 있는 근거를 제공할 것이다.

본 연구는 총 5개의 장으로 구성되어 있다. 제 1 장에서는 연구의 동기와 목적, 연구의 방법과 구성을 기술하였으며, 제 2 장에서는 소유구조와 기업성과에 대한 외국의 선행연구를 살펴본다. 제 3장에서는 한국의 선행연구를 검토한 후 실증분석을 위한 방법론으로서 가설설정을 할 것이다. 제 4 장에서는 가설검증을 위한 연구설계의 구체적 내용으로 표본 및 분석방법을 제시하고 변수의 조작적 정의를 내린다. 또한 실증분석의 결과를 정리하였으며, 제 5 장에서는 본 연구의 내용을 요약한 후에 시사점과 한계점을 제시하였다.

제 2 장 기업의 소유구조와 성과

본 장에서는 소유구조 이론과 주식소유자인 경영진, 외부대주주, 기관투자자의 소유지분과 기업성과 사이의 관계에 관한 기존의 이론 및 실증연구를 살펴보고자 한다.

제 1절 소유구조 이론

1. 기업발전모형에 의한 소유구조 이론

19세기말 기술 혁신과 교통 통신기술의 발달로 인한 대량생산과 대량공급은 기업성장을 가속화 시켰고, 합병을 통한 규모의 확대는 대규모의 자금을 필요로 하게 하였다. 그러나 금융기관을 통한 외부 자금조달은 한계에 직면하게 되었고, 그로부터 주식발행에 의한 직접금융이 이루어지게 되었다. 이때에 불특정 다수를 대상으로 한 직접금융은 기업주의 소유지분을 감소시켰고 기업금융에 대한 기업주의 영향력을 감소 시켰다. 이러한 자금조달 방식과 기술혁신으로 인한 기업경영의 복잡성은 전문경영지식을 지닌 전문경영자의 출현을 가져왔고 소유와 경영이 분리되는 현상을 가져왔다. 켄들러(Chandler)는 이러한 산업혁명 이전의 자본주의를 가족자본주의, 산업혁명 초기단계의 자본주의를 금융자본주의, 그리고 전문경영자가 기업을 지배하는 경영자자본주의라고 하면서 기업이 발전 성장함에 따라 기업은 불특정 다수인에 의해 소유되고 전문경영자에 의해서 지배되는 소유구조를 지니게 된다고 주장하였다.

2. 대리인 모형에 의한 소유구조이론

기업경영구조에 있어서 대리인 문제에 대한 고전적 이론은 벌리와 민즈(Berle and Means, 1932)에 의해 처음 제기 되었다. 이들에 따르면 근대적 기업은 투자에 사용되는 대규모 자본조달이 용이하고, 확대성장에 따른 규모의 경제를 통한 효율성 향상이 가능하다. 투자자의 측면에서 투자위험의 분산이 용이하므로 위험프리미엄이나 투자자의 요구수익률을 하락시켜 비용을 절감시킨다. 또한 자본시장은 소유와 경영의 분리를 가능하게 하여 전문경영자에 의한 효율적 경영을 촉진시킨다. 그러나 소유와 경영의 분리에 따라 비용(cost)도 발생하는데 대표적인 것이 대리인문제이다. 이는 크게 4가지 형태를 가지는데 첫째, 경영자는 기업 도산에 따라 자신의 실직가능성을 줄이기 위해 가능한 투자위험이 낮은 사업을 선호하며 부채비율도 줄이고자 한다. 둘째, 경영자는 장기적으로 주주의 수익률이 높은 사업보다 단기적으로 경영성과가 높은 사업을 선호한다. 셋째, 경영자는 적게 노력하고 보다 많은 부수 혜택을 얻고자 한다. 넷째, 경영자는 기업지배권의 이전에 따른 자신의 실직 가능성을 최소화하고자 한다. 이러한 경영자에 의한 도덕적 해이(moral hazard)의 문제는 경영정보에 대한 주주와 경영자간의 정보의 비대칭정도가 높을수록 그 가능성은 높아질 수 있다(이영기, 1996).

이러한 주주와 경영자간의 이해상충의 문제에 따라 주주는 경영자 행동을 감시하거나 구속하기 위한 제도적 장치를 마련하지만 이러한 감시나 계약장치는 완벽할 수 없으며 또 불가피하게 감시비용(monitoring cost)도 발생하게 된다. 이러한 손실이나 비용은 결국 주주의 부의 감소로 나타나는 데 이것은 주주와 경영자간의 주인-대리인문제(principal-agent problem)에 따르는 대리인비용으로 정의된다. 정보의 비대칭성이 높을수록, 경영자를 감시·통제할 수 있는 체제가 미비할수록 이러한 대리인비용은 증가한다.

3. 계약적 지배에 의한 소유구조이론

지금까지의 기업소유구조이론에 대한 논의는 주주의 권리 및 이익을 중심으로 전개되어 왔고 법적으로도 주주에 대해서만 의결권을 부여하였다. 또한 기업소유구조에 있어서 대부분 주주와 경영자간의 대리인 문제가 초점이 되어왔다. 그러나 기업에는 주주와 경영자 외에도 다양한 이해관계자가 있다. 여기에는 주주 외에 종업원, 은행이나 기관투자자 등 채권자, 나아가 고객이나 지역사회 및 정부도 포함된다.²⁾ 경영자는 이러한 다양한 이해관계자의 이익을 극대화하는 것이 임무이다. 이러한 논의는 기업이 거대화되어 다양한 이해관계자를 가지게 되면서 나타나게 되었다. 즉 잔여청구권을 누가 가지느냐, 기업의 위험을 누가 부담하게 되느냐 등에 따라 기업지배구조의 논의가 달라지고 있는 것이다.

Blair(1995)는 기업내에서 각 개인들은 인적자산에 투자하며, 기업특수적 투자를 하는 사람들은 위험을 부담한다고 본다. 그러므로 기업지배에서 인적자산에 대한 투자가 가장 중요하다는 것을 인식해야 한다고 주장한다. 또한 상이한 이해관계자들에 대한 수익의 배분이 경제적 성과에 어떻게 영향을 미치는가 하는 문제를 다루고 있다. 그녀는 주주가 주인이라는 주주관점의 주장을 반박하지는 않는다. 왜냐하면 주주는 생산적 자산에 투자하고 위험의 일부를 부담한다고 보기 때문이다. 하지만 주주가 투자한 물적 자산이 가치를 창출하는 유일한 자산은 아니라고 본다. 인적자산도 가치를 창출하고 종업원이 위험의 일부를 부담한다고 한다. 기업특수적 숙련을 보유한 종업원이 이해관계를 갖고 있기 때문에 주주와 더불어 잔여청구권자가 되어야 한다고 주장한다(홍장표, 2002).

한편 현대 대기업의 재산권은 주주에게 광범위하게 분산되어 주주는 기업자산의 매우 적은 부분에 대한 청구권을 가질 뿐이며 기업경영을 면밀히

2) 지역사회 발전이나 환경, 문화, 조세, 공공정책, 나아가 기업윤리 등의 여러 측면에서 기업에 대한 지역사회나 정부의 이해관계가 발생하고 이러한 측면에서 기업의 사회적 책임이 강조된다.

감시할 유인도 매우 적다. 주주는 주식수의 전망에 따라 자신의 보유주식을 쉽게 처분함에 따라 기업과 주주와의 관계는 항상 바뀔 수 있다. 이러한 상황에서 주주는 다양한 기업 이해 관계자 중의 일부분임에도 불구하고 그들이 기업의 유일한 '소유자'이며 또 이들이 소유자이기 때문에 기업지배권을 독점해야 한다는 주장은 타당하지 못한 것이다. 다시 말하면 지배권의 소재는 누가 기업자산의 소유자인가에서 출발하는 것이 아니고 누가 기업의 이익에 대한 잔여청구권³⁾을 가지고 따라서 누가 기업 위험을 부담하는가에 따라 결정되어야 한다는 것이다. 이처럼 이해관계자 관점에서 본 기업소유구조는 기업지배권이 단순히 누가 기업자산의 소유자인가, 누가 잔여청구권자이며 위험부담자인가 하는 측면에서만이 아니라 누가 대리인 비용을 줄이고자 하는 동기가 가장 강한가, 누가 기업경영의 효율화를 통해 가장 큰 이득을 얻으며 따라서 경영개선을 위한 기업감시나 통제의 필요성, 동기를 누가 가장 강하게 가지는가에 따라 결정되어야 하는 것이다. 따라서 주주, 종업원, 경영자, 나아가 채권자 등 다양한 이해집단간에 보다 장기적이고 안정적인 관계의 형성을 통해 각각의 기업고유투자에 대한 가치를 극대화시키고 계약비용을 최소화시키는 것이 바람직하다. 이런면에서 계약적 기업지배이론(theory of contractual governance)은 각 이해집단의 관계를 계약관계를 바탕으로 각각의 이익을 극대화하고 계약비용을 최소화하기 위한 기업지배구조를 모색하는 것이다(정정호, 2001).

3 일반적으로 기업의 순수익을 누가 가지느냐에 관한 권리를 뜻한다. 그러나 기업의 금전적 수익의 효과만을 고려하지 않고 기업의 활동에서 오는 외부효과를 고려한다고 하면 이러한 잔여청구권의 문제는 더욱 확대될 것이다.

제 2 절 기업소유구조와 기업성과

기업의 소유자배구조가 기업의 성과에 미치는 영향을 나타내는 이론은 다음의 5가지 가설이 있다.

1. 이해수렴가설(convergence of interest hypothesis)

이해수렴가설은 집중된 소유구조의 기업일수록 기업의 성과가 훌륭하게 나타난다는 가설이다. 즉, 소유구조와 기업성과의 사이에는 정(+)의 상관관계가 존재한다는 것이다. 일반적으로 경영자는 이사나 외부주주를 자극하지 않을 정도의 성과를 이룬 후에는 기업가치의 극대화보다는 자기 스스로의 효용을 높게 하는 것에 관심이 있다고 볼 수 있다. 기업의 소유구조가 분산되어서 주주들이 경영자에게 기업가치의 극대화를 추구하도록 요구하기 어려울수록 경영자의 사적효용의 추구는 더욱 심화된다. 반면에 집중된 소유구조를 가진 기업의 경영자는 그 기업의 성과에 많은 관심을 가진다. 집중된 소유구조 기업의 대주주는 경영자일 가능성이 많고 그들은 기업에 자신의 부(富)의 상당한 부분을 투자하고 있다고 볼 수 있다. 따라서 집중된 소유구조를 가진 기업의 경영자들은 포트폴리오 효과를 누릴 수 없기 때문에 자신이 투자한 기업의 경영에 더 많은 노력을 기울일 것이다.

젠센과 맥클링(Jensen and Meckling, 1976)에 의하면 경영자는 기업에 대한 소유지분이 증가함에 따라서 기업가치의 극대화에서 벗어나기 때문에 발생하는 비용 중, 자신에게 부담되는 비용이 증가하기 때문에 집중된 소유구조일수록 대리인비용이 작고 기업가치는 증가한다고 한다. 따라서 기업의 소유구조가 집중되어 있을수록 기업의 성과는 증가하게 된다.⁴⁾

4 정정호(2001)에서 인용

2. 경영자안주가설(entrenchment hypothesis)

템세츠(Demsetz, 1988)는 기업의 소유구조가 집중됨에 따라서 발생하는 비용이 존재함을 들어서 소유구조의 집중도와 기업의 성과는 정(+)의 상관관계가 성립하지 않음을 주장하였다. 이 가설에 따르면 경영자의 소유집중이 적을 경우에 경영자는 경영자노동시장, 적대적 기업인수시장 등에서의 위협으로 기업가치극대화를 추구할 동기를 가진다. 하지만 경영자가 이러한 시장의 위협으로부터의 자신의 지위와 상당한 수준의 보수를 보장받기에 충분한 지분을 확보하게 되면 기업 가치 극대화에 소홀하게 되는 경우도 있을 수 있다. 기업에 대해 확실한 경영권을 확보하고 있는 경영자는 전체 주주의 이익, 즉 기업가치의 극대화보다는 경영자 자신의 사적이익을 극대화하기 위해 의사 결정을 내리게 된다는 것이다. 따라서 경영자안주주의 가설은 경영자 소유지분의 증가에 따라 기업의 성과는 감소하게 된다.⁵⁾

3. 절충가설

절충가설이란 지분율과 기업가치와의 관계가 경영자의 지분율이 증가함에 따라 기업의 자원을 경영자 자신의 이익을 위하여 사용하려는 성향과 경영자의 이해를 외부주주들과 일치시키려고 노력하는 성향 중, 보다 강한성향에 따라 그 결과가 달라진다는 주장이다. 따라서 절충가설은 구간에 따라 이해일치가설과 경영자안주가설을 모두 지지하는 결과를 나타냄으로써 이론적으로 양 가설을 평가할 수 없다고 본다.

모크, 실레이프와 비쉬니(Morck, Shleifer and Vishny, 1988)는 템세츠와 렌(1985)의 경영성과와 경영자 소유지분율과의 관계에 대한 연구에서 의미 있는 결과가 나오지 않은 이유가 이들의 관계를 단조선형 함수로 가정한 데 있다고 비판하고 이들의 관계가 비선형관계임을 가정하여 부분적선형회귀

5 김용열외(2000)에서 인용, p67.

분석(piecewise linear analysis)를 사용하였다. 그들은 1980년 12월의 Fortune지 500대 기업 중에서 CDE(Corporate Data Exchange)데이터에 있는 456개 기업을 표본으로 선정하였으며 성과측정을 위해서 Griliches의 R&D파일의 토빈의 q를 사용하였다. 연구결과는 경영성과의 지표인 Tobin' Q가 이사회 구성원들의 주식지분율에 의해 비선형관계로 설명될 수 있음을 보여 주었다. Tobin's Q와 경영자 지분의 관계가 지분율 5%, 25%에서 구조적 전환점을 갖는 3개의 영역으로 나누어 검증한 결과 0~5% 지분율에서는 시장징계, 경영자인력시장, 소유권시장에 의한 통제를 받기 때문에 경영자의 자의적 행동이 줄어서 기업의 성과가 증가한다. 즉, 경영자와 주주간의 이해일치가설이 성립되고 5~25%에서는 이사가 어느 정도 지배력을 발휘하지만, 잔여재산청구권과는 많은 관계가 없기 때문에 사적 소비를 증가시켜 기업의 성과가 감소하는 경영자 안주주의 가설을 지지하는 사실을 발견하였다. 한편 지분율 25% 이상에서는 그 결과가 통계적으로 유의성이 낮아 명확한 결론을 내리기는 미흡하다고 주장하였다⁶⁾. 이들의 연구결과는 기업의 가치 및 경영성과가 소유구조의 영역에 따라 다르게 영향을 받는다는 것을 주요 내용으로 하고 있다.

맥코넬과 설베이스(McConnel & Servase, 1990)는 모크, 실레이프와 비쉬니(1988)의 연구와 비슷한 방법으로 뉴욕증권거래소(NYSE)와 미국증권거래소(AMEX)에 상장된 대규모 기업표본집단을 대상으로 소유구조와 기업가치의 연관성을 조사하였으며 그 결과 기업가치와 소유구조가 역의 U자형 관계를 보인다는 사실을 발견하였다. 즉, 이 연구에 따르면 기업가치와 소유경영자의 지분이 약 40~50%에 이를 때까지는 상승하고 그 후에는 하락하는 것으로 나타났다.

6 이승현(2002)에서 인용 p27

4. 공개매수프리미엄가설(takeover premium hypothesis)

스톨츠(Sultz, 1998)는 소유구조가 기업인수 시장에 미치는 영향에 착안하여 기업소유구조와 기업가치와의 관련성을 검증하였다. 그는 소유경영자의 지분이 낮을 때는 외부의 기업 매수자에 의해 프리미엄을 받고 매수될 가능성이 높으나, 지분율이 높아질수록 매수 당할 가능성이 줄어들고 소유경영자의 지분율이 50%를 넘으면 적대적 기업매수가 불가능해진다고 하였다⁷⁾. 즉, 기업가치와 소유경영자 지분률간에는 비선형관계가 존재하며, 소유경영자의 지분율이 증가함에 따라 기업가치는 증가하다가 일정 지분률 수준을 넘으면 기업가치는 점차 감소한다고 하였다.

5. 무관련가설

헤르만(Herman, 1981)은 과거의 실증연구에 대해서 불완전한 통계처리 방식, 애매모호한 지배형태의 구분을 들어서 신빙성을 인정할 수 없다고 주장하였다. 그의 주장에 따르면 설사 경영자지배기업의 경영성파가 소유자 지배기업보다 열등한 것으로 판명되었다 하더라도 그 원인이 반드시 경영자들의 주주이익에 대한 위해적 기업행위에 기인한다고 할 근거는 없다고 하였다. 예를 들어 기업가들은 일반적으로 수익성이 높은 사업의 경우에 주식공개 내지 분산을 회피하며 대신에 수익전망이 좋지 않은 사업의 경우에 보다 활발히 주식을 공개, 분산하는 경향을 보이고 있다는 것이다. 따라서 경영자지배기업이 열등한 기업성파를 보인 원인을 경영자의 동기적 행위에서 찾기보다는 그 기업의 사업성 자체에서 찾아야 한다고 보았다. 더 나아가서 그는 자신의 한층 더 정교한 접근방식에 의해 실증분석을 했다.

1967년부터 1976년 사이의 10년간 72개의 대기업에 대해서 지배유형과 경제성 성과에 대한 분석을 하였다. 그는 성과측정변수로 자본수익율, 투자

7 김원기외(2001)에서 인용

수익율, 배당성장, 위험, 매출액성장을, 주당수익성장율을 사용하였다. 지배 유형으로는 한 집단이 20% 이상 소유한 강한 소유자 지배기업과 5% 이상 20% 이하 소유한 약한 소유자지배기업, 그리고 경영자지배기업으로 나누었다. 72개 표본 중 45개 기업은 경영자지배기업으로, 19개 기업은 강한 소유자지배기업으로, 8개 기업은 약한 소유자지배기업으로 분류되었다. 기업은 15개 산업으로 분류되고 조사기간 기업규모의 평균도 독립변수로 고려되었다. 또한 6가지 종속변수도 다른 종속변수에 중요한 영향을 미친다고 생각이 되면 독립변수로 고려되었다. 통계처리방법은 SPSS의 공분산분석을 사용하였다. 분석결과, 기업의 소유, 지배형태와 기업성과에는 특별히 유의적인 관계가 없음을 밝혔다.

제 3 절 기관투자자의 소유지분과 기업성과

Pound(1998)는 기관투자자의 지분이 백지위임장 투쟁을 통하여 기업의 가치에 미칠 수 있는 영향에 대하여 두 가지 가설을 제시하였다.

1. 효율적 감시가설(monitoring of efficiency hypothesis)

기관투자자들이나 외부대주주들이 현재의 경영진으로 하여금 기업가치극대화 방향으로 모든 의사결정을 하도록 효율적으로 감시하기 때문에 기관투자자 및 외부대주주들의 소유지분이 증가할수록 기업의 가치가 높아진다는 가설이다. 실레이프와 비쉬니(Shleifer and Vishny, 1986)는 경영진이 추진하고 있는 경영전략을 개선할 필요가 있거나 이윤을 극대화하기 위해서 현재의 경영진 교체가 불가피하다고 판단될 때, 외부대주주나 기관투자자들은 현재의 경영진을 직접 감시하거나 또는 인수기업들과 협상을 통하여 자신들이 보유한 대규모 주식에 대하여 많은 이익을 실현할 수 있도록 인수를 용이하게 함으로써 현 경영진을 효율적으로 감시할 수 있다고 주장하였다. 즉, 기관투자자나 외부대주주가 현재의 경영진이 기업가치를 극대화하는 방향으로 경영행위를 하도록 효율적인 감시활동을 하기 때문에 이들의 지분이 증가할수록 기업의 가치는 증가할 것으로 예측한다.

2. 전략적 일치가설(strategic alignment hypothesis)

백지위임장 투쟁에서 기관투자자들은 이해상충의 문제 때문에 경영진에 찬성한다는 것이다. 즉 경영진과 사업상 유착관계로 인해 외부대주주나 기관투자자는 사업의 수익성이 없어도 경영진에게 찬성투표를 할 수밖에 없다. 또한 M&A와 관련해 일부 외부대주주들이 현재의 경영진과 전략적 제휴관계를 유지해야한다. 이는 인수투쟁에서 제3기업의 인수제의를 격퇴시키기 위해서 외부대주주 및 기관투자자들은 종종 대상기업의 경영진에게 유리하게 행동한다. 이처럼 이해상충과 전략적 제휴로 설명되는 전략적 일치가설은 외부대주주 및 기관투자자의 지분이 증가할수록 기업가치가 하락할 것으로 예측한다.

제 3 장 선행연구 검토와 작업과제

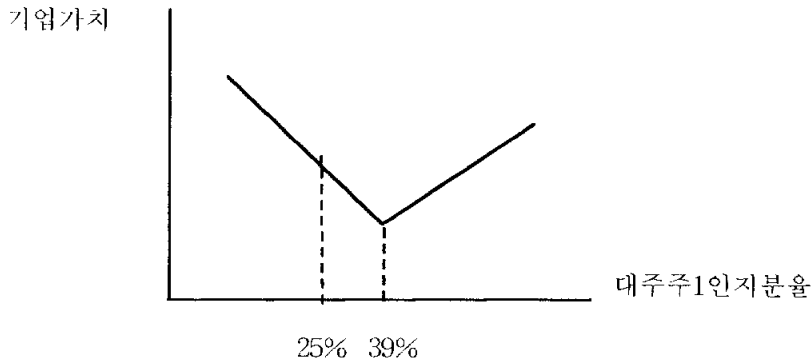
본 장에서는 한국에서 주식소유자인 경영진, 기관투자자의 소유지분과 기업성과사이의 관계에 대한 기존의 실증연구를 검토하며, 이를 토대로 작업과제를 도출할 것이다.

제 1절 선행연구 검토

1. 안주가설: 김주현(1992)

그는 1986-1990년 동안 상장된 국내 267개 기업을 표본자료로 하여 소유 경영자지분과 기업의 가치 사이에 어떤 관계가 있는지를 부분적선형회귀분석(piecewise linear analysis)을 통하여 실증분석했다. 회귀식에서 종속 변수는 기업가치의 대용변수인 토빈-q를 사용하며, 독립변수로는 소유 구조에 의한 영향을 보기 위하여 대주주 지분과 기관투자가 소유지분을 사용하고, 통제변수로는 상장경과기간, 기업의 크기, 부채의 크기, 매출액 증가율을 사용하였다. 분석결과에 의하면 대주주 1인지분이 늘어나면서 기업가치(Q)는 감소하는 역의 상관관계를 보였음. 그러나 대주주 1인지분이 전환점(39%)을 지나면서 기업의 가치는 함께 증가하는 것으로 보이나 통계적인 유의도는 낮은 것으로 나타나 경영자 안주가설이 지지되었다.

<그림 1> 김주현의 실증연구 결과



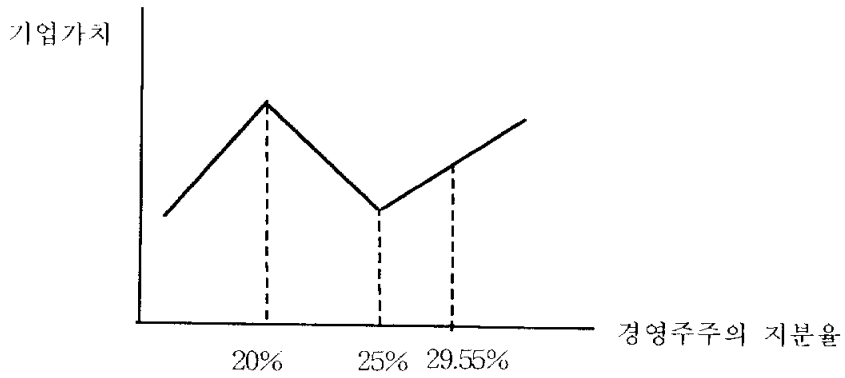
* 25%: 대주주1인의 평균지분율(n=267)

2. 절충가설

(1) 김우택 · 장대홍 · 김정수(1993)

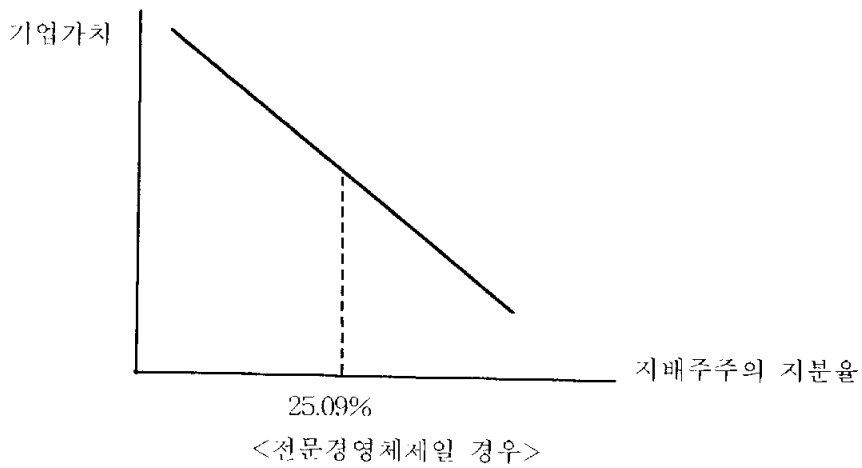
그들은 1988년 상장기업 중 토빈-q를 정확히 추정할 수 있는 124개 기업을 표본자료로 하여 소유 경영자지분과 기업의 가치, 전문 경영자지분과 기업의 가치 사이에 어떤 관계가 있는지를 부분적선형회귀분석(piecewise linear analysis)을 통하여 실증분석했다. 회귀식에서 종속 변수는 기업가치의 대용변수인 토빈-q를 사용하며, 독립변수로는 소유구조에 의한 영향을 보기 위하여 경영주주지분율(소유지배기업)과 지배주주지분율(전문경영체제기업)을 사용하였다. 분석결과에 의하면 대주주가 직접경영에 참여하는 경우에서, 기업가치는 지분20%까지는 지분과 함께 증가하며, 20-25% 영역에서는 그 반대로 감소하는 복합적인 관계임이 검증되었다. 이는 절충가설이 채택되는 강력한 증거라 할 수 있다. 전문경영체제일 경우는 기업가치가 지분과 함께 단조적으로 감소하는 것으로 검증되었다.

<그림 2> 김우택외 실증연구 결과



<대주주가 경영에 직접참여하는 경우>

* 29.55%: 경영주주의 평균지분율($n=54$)

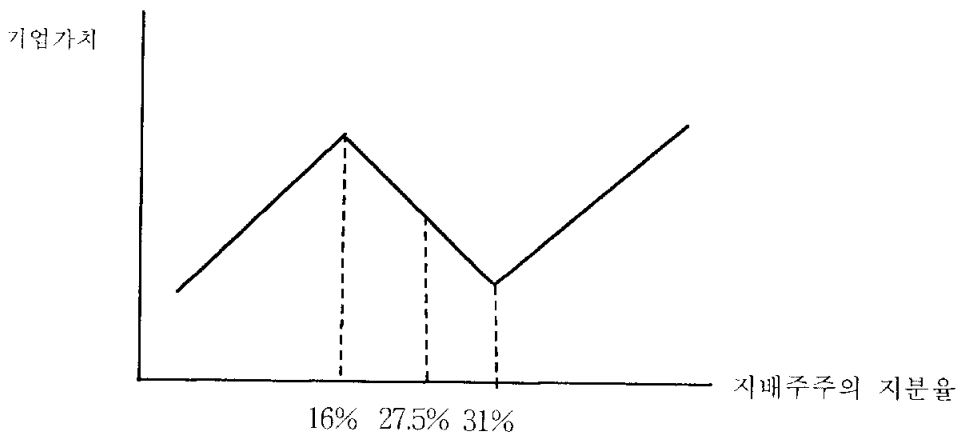


* 25.09%: 지배주주의 평균지분율($n=70$)

(2) 장대홍 · 김우택 · 김정수 · 박상수(1998)

그들은 1989, 1991년 상장기업 중 제조업종에 속한 기업들로서 30대 재벌 그룹 소속기업과 계열소속이 없는 비그룹 독립기업(연매출액 또는 자산 1000억원 이상) 161개 기업(91년도 269기업)을 표본자료로 하여 소유 경영 자지분과 기업의 가치사이에 어떤 관계가 있는지를 실증분석했다. 종속변수는 기업가치의 대용변수인 토빈-q를 사용하며, 독립변수로는 소유구조에 의한 영향을 보기 위하여 지배지분, 지배주주의 순지분, 기관투자가의 소유지분을 사용하였다.⁸⁾ 분석결과에 의하면 소유구조와 기업가치의 비단조적 연관관계를 상정했을 경우 소유경영자의 지분(지배적인 대주주의 지배지분율)이 증가함에 따라 이해수렴-안주주의-이해수렴의 3개 영역으로 구분되는 연관관계가 존재한다는 점이다. 즉 지배적인 대주주의 지분율이 0-16%, 16-31%, 31%이상으로 구분한 경우, 3개의 영역이 모두 유의적으로 존재하는 것으로 검정되었다.

<그림 3> 장대홍외 실증연구결과



*27.5%: 지배주주의 지배지분율(n= 430)

8 지배지분= 직접지분+계열사지분, 지배주주의 순지분= 직접지분+간접지분, 기관투자가 소유지분= 소액법인 지분

(3) 김영숙 · 이재춘(1999)

1987-1996년 동안 상장된 국내 168개 기업을 표본자료로 하여 소유 경영 자지분과 기업의 가치와의 관계를 비선형모형을 가지고 실증분석했다.

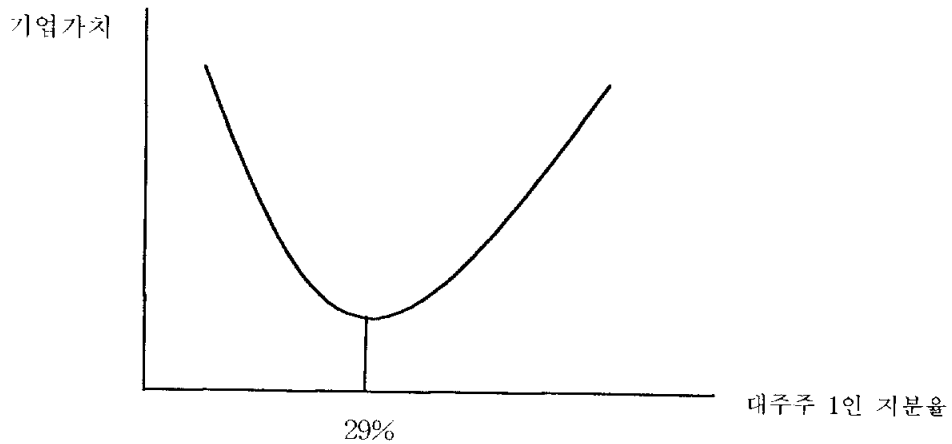
종속 변수는 기업가치의 대용변수인 MBR(시장가치대 장부가치비율)⁹⁾를 사용하며, 독립변수로는 소유구조에 의한 영향을 보기 위하여 대주주 지분과 기관투자가 소유지분을 사용하고, 통제변수로는 연구개발비율, 광고비율, 기업의 규모, 재무레버리지, 30대 재벌과 비재벌가변수를 사용하였다. 분석결과에 의하면 대주주 1인지분과 기업가치간의 관계는 대주주 1인지분이 증가함에 따라 기업가치(MBR)이 처음에는 감소하고 29%의 최저점을 분기점으로 다시 상승하는 U자형 곡선관계를 가짐을 알 수 있다. 이런 결과는 절충가설을 지지하는 증거이다.

기관투자가 지분율과 기업가치간의 관계를 분석한 결과, 기관투자가 지분의 계수가 정(+)의 결과를 나타냈다. 따라서 기관투자가 지분이 증가함에 따라 기업가치가 증가함을 나타내는 것이다.

9

$$MBR = \frac{(\text{보통주연말종가} \times \text{발행주식수} + \text{우선주의연말종가} \times \text{발행주식수}) + \text{부채의장부가액}}{\text{총자산의장부가액}}$$

<그림 4> 김영숙 외 실증연구 결과



3. 공개매수프리미엄가설

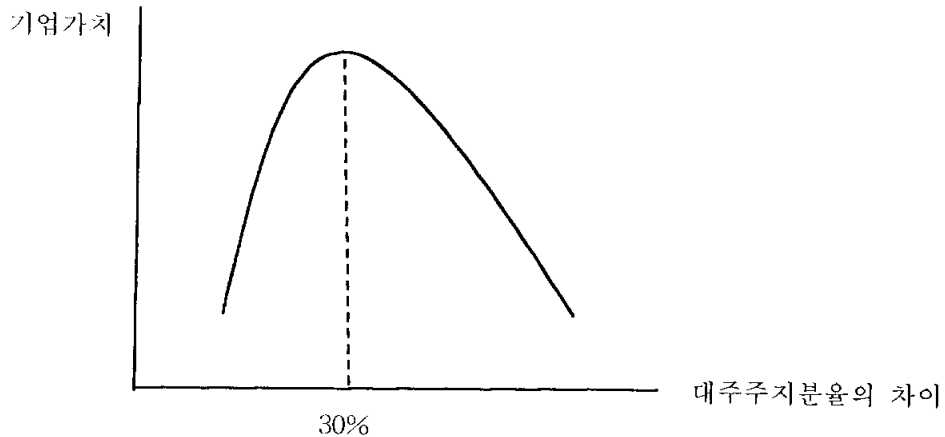
김원기 · 반성식(2001)

그는 1997년 상장된 국내 72개 기업을 표본자료로 하여 우리나라 기업의 대주주 소유지분율 차이가 기업가치사이에 어떤 관계가 있는지를 공개매수프리미엄 가설의 관점에서 실증분석했다. 종속 변수는 기업가치의 대용변수인 MBR(시장가치대 장부가치비율)을 사용하며, 독립변수로는 소유구조에 의한 영향을 보기 위하여 소유경영자 지분율로서 대주주지분율의 차이¹⁰⁾를 사용했다. 통제변수로는 무형자산투자비율, 총자본이익률, 레버리지비율, 시장위험, 기업집단, 기업규모를 사용하였다. 분석결과에 의하면 대주주지분율차이와 기업가치간에는 비선형의 역U형을 나타냈다. 즉 지분율 차이가 30%까지의 낮은 구간에서는 대주주지분율차이가 증가함에 따라 기업가치는 증가하나, 지분율의 차이가 30%를 초과하면 반대로 기업가치가 감소하였다.

10 대주주지분율의 차이(대주주 1인 지분율* - 2대 주주지분율)

* 대주주 1인 지분율= 대주주 1인 지분율 + 계열법인의 지분율

<그림 5> 김원기 외 실증연구 결과



4. 내생적 소유구조

조(Cho, 1998)는 소유구조가 내생적으로 결정될 수 있다는 사실을 고려한 소유구조와 기업가치와의 관련성에 관한 연구를 수행했는데 미국의 Fortune 500대 기업을 대상으로 실증연구결과 OLS회귀분석에 의한 결과는 소유구조는 투자에 영향을 미치고 따라서 기업가치에도 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 simultaneous 회귀분석의 결과는 투자는 기업가치에 영향을 미치고 순서대로 소유구조에 영향을 미침을 나타냈다. 그러나 반대로는 영향을 미치지 못함을 나타냈다. 즉 소유구조가 기업가치에 영향을 미치고 다시 투자에 영향을 준다는 것은 성립되지 않는다는 것을 알 수 있다. 따라서 경영자 소유지분이 기업의 경영성과와 기업가치에 영향을 미치는 것이 아니라 역으로 기업의 가치가 경영자소유 지분에 영향을 미친다는 결과를 보여주었다. 이는 기업의 소유구조는 외생적으로 결정되는 것이 아니라 내생적으로 결정되는 것임을 시사하고 있다. 따라서 실증연구시 소유구조를 외생변수로 사용한 연구결과로부터 잘못된 결론이 도출될 수도 있다는 것이다.

5. Cho and Kang(2002)

1996-2000년 동안 계속 상장된 기업, 재무자료를 얻을 수 있는 기업으로서 한국공정거래위원회에서 정하는 30대 재벌그룹 소속기업과 비재벌기업 표본대상 452기업 중 97개 기업이 30대 재벌그룹 소속기업으로 실증분석한 결과 IMF 이전과 이후를 기업가치의 대용변수인 Tobin-Q로 비교했을 때 IMF 이전은 30대 재벌의 평균적 기업가치가 비재벌기업의 가치보다 약 34% 높게 나타난 반면에 IMF 이후는 비재벌기업과 비교해보았을 때 30대 재벌의 평균적 기업가치가 37%감소했음을 지적하고 있다. 이는 재벌의 과도한 부채비율과 재벌기업들의 매출액의 증가가 이익의 증가를 야기시키지 못했고, 부당내부거래를 통한 기업가치가 낮은 계열기업을 지원했기 때문에 기업가치가 낮아졌다고 해석한다. 또한 금융기관이나 감시기구가 더 이상 재벌들에게 중요한 이점을 주지 않겠다는 표시임을 나타낸다.

기존연구의 결과를 정리하면 아래의 < 표 1 >과 같다.

< 표 1 > 기존 연구결과 요약표

	분석 기간	종속변수	독립변수	실증분석결과
김주현 1992	1986 ~ 1990	Tobin-Q	①대주주1인 지분 -대주주1인지분+ 친 족 및 특수관계인이 소유한 주식총수 ② 기관투자자 소유 지분 = 소액법인지분	① 대주주1인 지분이 증가하면서 기업가 치는 감소하는 역(逆)의 상관관계를 보였음. ② 대주주1인 지분이 전환점(39%)을 지 나면, 기업의 가치는 함께 증가하지만 통 계적인 유의도는 없음. ③ 기관투자자의 영향은 효율적 감시가설 보다는 전략적 일치가설에 가까운 역할을 보였으나 통계적 유의도는 낮게 나타남.
김우택 외 1993	1988	Tobin-Q	① 경영주주지분율 (소유지배기업) = 대주주1인 지분+ 법인지분 ②지배주주지분율 (전문경영체제기업)- 대주주1인 지분+법인 지분	①대주주가 직접경영에 참가하는 경우 - 기업가치는 지분 20%까지는 지분과 함 께 증가하며, 20~25% 영역에서는 그 반 대로 감소하는 복합적인 관계임이 검증되 었음. ②전문경영체제일 경우 - 기업가치가 지분과 함께 단조적으로 감 소하는 것으로 검증되었음.
장대홍 외 1998	1989 1991	Tobin-Q	① 지배주주의 직접 지분 ② 지배지분 = 직접지분+계열사지 분 ③지배주주의 순지분 =직접지분+간접지분 ④기관투자자 소유지 분= 소액법인지분	소유구조와 기업가치의 비단조적 연관관 계를 상정했을 경우 소유경영자의 지분 (지배적 대주주의 지배지분율)이 증가함 에 따라 이해수렴-안주주의-이해수렴의 3 개 영역으로 구분되는 연관관계가 존재함 즉 지배적인 대주주의 지분율이 0~16%, 16~31%, 31%이상으로 구분한 경우 3개 영역이 모두 유의적으로 존재하는 것으로 검증됨.

	분석 기간	종속변수	독립변수	실증분석결과
김영숙 1999	1987 ~ 1996	MBR	① 대주주1인 지분 - 대주주1인지분 + 친 족 및 특수관계인이 소유한 주식총수 ② 기관투자자 소유 지분을 - 소액주주법인지분 ③ 소액투자지분을 = 소액주주 법인지분	① 대주주1인 지분과 기업가치간의 관계 는 대주주1인 지분율이 증가함에 따라 기 업가치가 처음에는 감소하고 29%의 최저 점을 분기점으로 다시 상승하는 U자형 곡선관계로 나타났음. ② 기관투자자 지분율과 기업가치간의 관 계는 기관투자자의 지분의 계수가 (+)의 결과로 나타났음. 이는 기관투자자의 지 분이 증가함에 따라 기업가치가 증가함을 나타냄.
김원기 외 2001	1997	MBR	대주주1인 지분율의 차이 = 대주주1인 지 분율 - 2대 주주지분율	① 단순회귀모형에선 대주주 지분율 차이 와 기업가치간의 관계는 대주주지분율의 차이가 증가할수록, 기업가치는 증가하는 것으로 나타났음. ② 다항회귀모형에선 대주주지분율의 차이 와 기업가치간에는 지분율의 차이가 증가 함에 따라 기업가치는 증가하나, 지분율 의 차이가 30%를 초과하면 반대로 기업 가치가 감소하였다. 즉, 대주주지분율의 차이와 기업가치간에는 역U자형을 나타 났다.
Cho 외 2002	1996 ~ 2000	MBR	Z-index (의사결정권)	IMF 이전과 이후의 기업가치를 비교했을 때 이전은 30대 재벌의 평균적 기업가치 가 높게 나타난 반면에 이후는 비재벌기 업과 비교해 보았을 때 평균적 기업가치 가 37% 감소한 것으로 나타났음.

제 2 절 작업과제

1. 재벌 소유구조의 특수성: 기업지배권과 현금흐름권의 불일치

우리 나라 재벌들에 있어서 소유가 광범위하고 분산된 미국의 대기업들에서 나타나는 지배주주와 전문경영자 사이의 대리인 문제는 비교적 적은 반면 지배주주와 소액주주사이의 대리인 문제가 심각하다. 이전엔 소유가 지배주주에 대부분 집중되었던 시기에는 지배주주와 소액주주사이의 이해상충문제는 심각하지 않았다고 볼 수 있다. 그러나 재벌의 계열사들이 공개되고 증자를 거듭하면서 지배주주의 지분의 크기는 지속적으로 감소되었지만 재벌의 지배주주는 여전히 1인 소유였던 시기와 거의 같은 지배권을 행사하고 있다. 지배주주와 소액주주 사이의 이해상충이 발생하는 주요 원인은 우리 나라 재벌계열사들의 복잡한 소유구조 및 출자구조 때문이다.

황인학(2001)은 재벌기업의 소유구조의 특징을 통제 피라미드(control pyramid)구조와 경영자 규율 메커니즘의 부재가 복합된 대주주-경영자 자본주의로 설명하였다. 통제 피라미드라 함은 대주주 또는 그 가족이 지주회사의 역할을 하는 중핵기업의 경영권을 확보하고 중핵기업은 다시 다른 회사의 지배주주가 되는 연쇄적 소유구조를 통해 적은 자본으로 여러 회사의 많은 자산을 통제할 수 있는 레버리지 효과를 뜻한다. 예를 들어 경영권 확보에 필요한 지분율을 a 라 하면, 기업가는 기업 A의 지분 a 를 소유하고, 기업 A는 다시 두 개의 기업 B_1, B_2 의 지분 a 를 소유하고, 다시 B_1 는 C_1 의 지분 a 를 소유하는 형식을 계속하면 기업가는 비교적 적은 재산을 가지고 많은 회사의 자산을 통제할 수 있다. Mork, et al.(1998)에 따르면 위와 같은 연쇄적 소유 방식을 이용할 경우, w 의 재산을 가지고 있는 기업가가 궁극적으로 통제할 수 있는 전체기업의 자산(θ)은 다음의 관계식으로 표시될 수 있다.

$$\Theta = \Delta \omega, (\Delta : \text{피라미드승수(乘數)}, \Delta = 1/a^n)$$

위에서 n 은 통제 피라미드의 단계를 의미한다. 좀더 구체적인 설명을 위해 모든 기업의 가치는 1억 원으로 동일하고 이들 기업의 경영권 확보에 필요한 최소한의 지분(a)는 33.3%로 동일하다고 가정해보자. 이 때 1억 원의 재산을 가지고 있는 기업가는 3단계의 통제 피라미드를 이용하면 피라미드 승수라고 하는 레버리지 효과를 통해 자기 재산의 27배에 달하는 기업자산을 통제 할 수 있음을 위의 관계식은 보여 주고 있다. 그러나 적은 재산으로 많은 기업자산을 통제할 수 있는 피라미드의 승수효과는 여기에서 그치지 않는다. 상호출자나 무의결권주와 같이 경영권확보에 필요한 최소한의 지분율을 낮추는 방법을 이용하면 피라미드 승수효과는 더욱 증가한다.

예를 들어 30대 재벌의 계열사간 상호출자율은 평균 34.5%이고 대주주 지분율은 8.5% 이므로 경영권 확보에 필요한 최소한의 지분을 약 10%로 가정하면, 위의 예에서 피라미드 승수는 $3^3=27$ 이 아니라 10^3 이 되어 기업가는 자기 재산의 1000배에 달하는 기업자산을 통제할 수 있게 된다.

따라서 여러개의 계열회사를 거느리고 있는 재벌의 지배주주는 그 계열사의 소액주주의 이익을 희생시키면서 자기의 지분이 큰 계열사의 이익을 증대시킬 유인을 갖게 된다(진태홍, 2000).

클래센즈 등(Claessens et.al., 1999, 2000)은 한국을 비롯한 동아시아 기업의 소유구조의 특성으로부터 대주주에 의한 소액주주 수탈문제를 설명하고 있다. 계열사간 주식출자, 피라미트의 소유구조, 우선투표권이 있는 주식발행 등으로 기업지배권(동족지분율+계열사지분율) 과 현금흐름권(동족지분율)의 차이가 발생한다.

대주주의 수탈유인은 지배권이 현금흐름권보다 클 때 발생한다. 투표권이 있는 주식을 보유할 때, 피라미트 소유구조를 통해 기업을 지배하고 있을 때, 1인 1표 원리에서 이탈해 있을 때 대주주의 수탈유인이 발생하는 것이다. 지배권과 현금흐름권 사이의 편차가 커질수록 기업의 성과와 소유경영자의 부(富)사이의 관련성은 약해진다(홍장표, 2001).

2 기업소유구조와 성과사이의 관계: 절충주의가설

본 연구는 안주가설과 이해수렴가설이 적용되는 영역이 공존한다는 절충주의가설에 입각한다. 절충주의가설을 채택한 대표적인 선행연구는 김우택(1993), 장대홍(1998) 등을 들 수 있는데, 이들 연구에서는 소유구조와 가치간의 관계에 관한 대주주의 소유지분율을 동족지분율과 계열사지분율을 합한 지분율로 설정하고 있다. 이와 같은 변수설정은 기업지배권(동족지분율+계열사지분율)의 크기가 기업 가치에 어떤 영향을 미치는지를 분석하는데 적합하다. 그런데 이때 발생하는 문제점은 소유구조를 나타내는 또 다른 변수로서 현금흐름권(동족지분율)이 고려되지 않는다는 점이다. 안주가설에서는 기업지배권을 통해서 실증하는 것이 타당하더라도 이해수렴가설에서는 현금흐름권(동족지분율)을 통해서 실증하는 것이 바람직하다.

본 연구에서는 이와 같은 사실을 감안하여 현금흐름권(동족지분율)과 기업지배권(동족지분율+계열사지분율)을 각각 설명변수로 두는 두 개의 모형을 설정함으로써 선행연구의 문제점을 보완하고자 한다. 이에 따라 본 연구에서는 우리나라 기업의 지배권(동족지분율+계열사지분율)과 현금흐름권(동족지분율)이 기업 가치에 미치는 영향을 분석한다.

3. IMF 이후 재벌의 기업가치 변화

「2002년 IMF 한국보고서」에서는 외환금융위기 이후 재벌기업의 가치가 비재벌기업 보다 낮아져 재벌프리미엄이 소멸했다고 주장하고 있다. 하지만 재벌개혁의 성과가 별로 없었다는 반론이 적지 않다. 유용주 외(2001)는 IMF 이후 기업 간 양극화로 재벌체제가 오히려 강화되었다고 지적하고 있다.

이와 관련하여 IMF 경제위기를 전후로 재벌 기업의 프리미엄이 어떻게 달라졌는가를 알아보는 것은 재벌정책의 성과를 둘러싼 논의를 심화시키는데 매우 중요하다. 이 문제를 다루는 최근의 연구로는 Cho and Kang(2002)가 있는데, IMF 이전인 1996-1997년에 30대 재벌의 평균기업가치가 비재벌기업의 가치보다 34% 높게 나타난 반면, IMF 이후인 1998-2000년에는 재벌의 기업가치가 비재벌기업보다 37% 낮게 나타난다고 한다.

그런데 Cho and Kang(2002)의 연구는 기업가치의 대용변수인 Tobin-Q를 사용하지 않았다는 점이 문제점으로 지적될 수 있다. 그리고 소유구조를 나타내는 변수로 일반화되지 않은 Z-Index¹¹⁾를 사용하였다는 점에서 통상적인 모형으로 보기 어렵다. 또한 IMF 이전에는 분석연도가 2개연도, 이후에는 3개연도로 분석연도가 비대칭적이라는 문제점도 무시할 수는 없다.

이에 대해 본 연구에서는 기업 가치의 대용변수인 Tobin-Q를 명시적으로 사용하고 또 IMF 이전과 이후 각 3년의 대칭적 자료를 이용하여 재벌과 비재벌의 기업가치를 비교하는 방식을 채택하여 Cho and Kang(2002)의 문제점을 보완함으로써 IMF 이후 재벌기업의 가치 변화를 분석하고자 한다.

11 Z-index: 의사결정권, 예를 들면 계열기업의 투표권

제 4 장 실증분석

제 1 절 변수의 설정

1. 종속변수

소유구조가 기업 가치에 미치는 영향의 실증분석을 위한 기업 가치의 대용변수로 Tobin-Q와 기업의 시장가치 대 장부가치의 비율(MBR)이 많이 이용되어 왔다. 우리 나라 기업을 대상으로 실증분석을 행한 김영숙·이재준(1999)은 기업의 시장가치 대 장부가치의 비율(MBR)을 기업 가치의 대용변수로 이용하고 있으나, 이 기업 가치의 대용변수는 주가자료와 대차대조표만 있으면 객관적으로 쉽게 구할 수 있어 이용이 간편하지만 시장지배력, 영업권, 특허권, 유능한 경영자와 같은 값진 무형자산의 가치를 제대로 반영하지 못하는 단점이 있다. Tobin-Q는 기업의 총시장가치(Total Market Value)를 기업의 자산을 대체하기 위한 대체원가(Replacement Cost)로 나눈 비율로써 잠재적 무형자산의 영향을 포함하여 이론적인 경제적 효율성의 개념에 가장 근접한 개념으로 평가 받고 있다. Tobin-Q로 실증분석한 기존의 연구로는 김주현(1992)와 김우택, 장대홍, 김경수(1993)가 있다.

김주현(1992)은 기업의 총시장가치를 보통주와 우선주의 실제시장가치와 부채의 추정시장가치의 합으로 평가하였으며 부채의 추정시장가치는 유동부채에서 유동자산을 차감한 차액에 고정부채의 추정시장가치를 합하였다. 고정부채의 추정시장가치는 이들의 평균 만기연수를 2년으로 가정하고 구하였다. 김주현은 대체비용에 대한 추정을 장부가격으로 대체하고 있어 진정한 의미에서 Tobin-Q를 측정했다고 보기 어렵다. 또한 김우택, 장대홍과 김경수(1993)는 연도말의 주가를 기업자산의 시장가치로 가정하고 이를 주당 순자산의 대체원가로 나눈 값으로 측정했다. 주당 순자산의 대체원가는

측정의 용이성을 고려하여 주당 순자산의 장부가격에 주당 재평가차액을 합산한 값으로 정의하였다.¹²⁾

본 연구에서는 Smith and Watts(1992)의 방법으로 계산한 Tobin-Q를 기업가치의 대용변수로 사용하기로 한다. Tobin-Q는 1995-1997, 1998-2000, 1995-2000년 자료를 각각 평균하였다.

2. 독립변수와 통제변수

본 연구에서 기업소유구조가 기업 가치의 대용변수인 Tobin-Q에 미치는 영향을 분석하는데 있어서 독립변수로 동족지분율(FBO)과 동족지분율+계열사지분율(LBO), 기관투자가 지분율(INO)을 사용하였다.

동족지분율(FBO)과 동족지분율+계열사지분율(LBO)의 측정은 2000년 12월 31일 현재 한국상장회사협의회회의의 'DB'를 이용하였다. 기관투자가 지분은 법인세법 시행령 제23조의 3 제1항에 의해 지정되는 증권회사, 보험회사, 투자신탁회사, 은행, 투자금융회사, 종합금융회사, 상호신용금고, 정부관리기금, 민간기금 및 각종 공제회 등의 지분을 말한다. 기관투자가지분율(INO)은 한국상장회사협의회회의의 'DB'의 소액주주 법인지분을 이용하였다.

본 연구에서는 소유구조를 측정하는 지분율 이외의 변수가 기업 가치에 미치는 영향을 검토하기 위하여 김주현(1992), 김우택, 장대홍과 김경수(1993), 김영숙·이재춘(1999)의 연구에서 사용된 통제변수들을 참조하여 연구개발비율, 광고비율, 기업규모, 부채비율, 30대 재벌과 비재벌 가변수, 소유경영자와 전문경영자 가변수 등을 통제변수로 사용하였다.

연구개발활동이란 과학기술분야에서 새로운 지식의 향상을 꾀하는 일련의 계획된 탐구활동과, 이 탐구활동에서 획득된 지식이나 경험을 신제품이나 신공정의 개발에 전환시키는 비경상적 성격을 띤 일련의 체계적인 기술활동을 의미한다. 연구활동개발에 대한 투자가 클수록 기업 가치가 클 것으

12 김경수와(1996)에서 인용

로 예상된다. 그러나 우리나라 기업은 연구개발활동에 대한 투자보다는 신기술의 도입을 위해 로열티의 지급, 외국제품의 모방, 수입제품의 판매에 주력해 왔다. 따라서 연구개발활동에 대한 투자가 기업 가치에 미치는 영향은 선진국에 비해 적을 것으로 기대할 수 있다. 본 연구에서는 각 연도별로 연구개발비율(RD)을 경상연구개발비와 연구개발비의 합을 총자산으로 나눈 비율로 측정하였다.

클라인과 레퍼(Klein and Leffer, 1981)는 정보의 비대칭 상황에서 기업이 특정 제품을 전달화도록 하는 메커니즘에 대한 관심을 통해 기업이 고객간의 묵시적 계약관계가 존재한다고 주장하였다. 이들은 제품이나 가격에 관한 특정의 정보를 제공하지 않는 광고를 가진 투자는 기업 가치를 하락한다고 주장하고 있다. 결국 광고비가 증가할수록 기업 가치는 커진다고 기대할 수 있다(김영숙 외, 1999).

본 연구에서는 각 연도별로 광고선전비율(PR)을 광고선전비의 합을 총자산으로 나눈 비율로 측정하였다.

기업의 규모가 클수록 무형자산의 크기가 커서 기업규모와 무형자산간에 정(+)의 관계가 존재하여 기업의 규모가 커질수록 기업 가치가 더욱 높아질 것으로 기대될 수 있다는 주장도 있다. 그러나 그 반면에 높은 수준의 내부주주 지분율은 소규모 기업규모의 대용변수일 가능성이 있다. 이러한 경우 기업규모와 기업 가치간에는 부(-)의 관계가 존재할 수도 있다. 즉, 기업규모가 클수록 기업 가치가 더욱 낮을 것으로 기대할 수 있다.

본 연구에서는 각 연도별로 기업의 규모(SIZE)는 총자산의 자연대수를 이용하였다. 기업의 크기에 자연대수를 취한 이유는 다른 독립변수들이 비율자료가 많아 이와 균형을 맞추고 또한 총자산가액 자체가 기업의 크기를 나타내는데 충분하나 크기가 실증연구에 사용하기에는 지나치게 크고, 총자산가액과 기업 가치변수와의 관계는 완전한 선형보다는 기업의 크기가 커질수록 완만한 관계를 갖고 있을 것이라는 추정에서 비롯되었다.

모딜리아니와 밀러(Modigliani and Miller, 1963)는 타인자본의 법인세 절감효과를 고려하는 경우 가중평균자본비용이 레버리지의 증가에 따라 계속

감소하므로 타인자본을 많이 사용할수록 기업가치는 증가한다고 하였다. 따라서 부채비율은 기업의 가치와 정(+)의 관계가 존재할 것으로 예측할 수 있다.

본 연구에서는 각 연도별로 부채비율(DB)을 총부채를 총자산으로 나눈 비율로 측정하였다.

30대 재벌과 비재벌 가변수는 공정거래위원회에서 정하는 30대 기업집단(2000.4.1기준)을 이용하였고, 소유경영자와 전문경영자 가변수는 한국상장협회의 'DB'를 이용하여 동족지분율이 5%이상이면 소유경영자 기업으로, 5% 미만이면 전문경영자기업으로 간주하였다. 요약하면 아래의 < 표 2 >와 같다.

< 표 2 > 변수의 정의

변수		비고
Tobin-Q		(총자산의 장부가치+발행주식의 총시장가치-자기자본의 장부가치)/총자산의 장부가치
광고선전비율 (PR)		광고선전비/총자산
연구개발비율 (RD)		(정상연구개발비+연구개발비)/총자산
기업규모 (SIZE)		총자산의 자연대수
부채비율 (DB)		총부채/총자산
동족지분율		FBO
동족지분율 +계열사지분율		LBO
더미 변수	재별 (CHB)	1이면 재별, 0이면 비재별
	소유경영자 (OWN)	1이면 소유경영자, 0이면 전문 경영자

제 2 절 표본자료

본 연구는 다음 기준을 만족시키는 1995.1.1부터 2000.12.31까지 6년간의 자료를 이용하여 분석하였다.

표본 선정 기준

- ① 분석대상기간중 계속 상장된 기업
- ② 분석대상기간중 본 연구에 필요한 재무자료를 얻을 수 있는 기업
- ③ 결산기를 12월로 유지한 기업으로 금융업을 제외
- ④ 분석대상기간중 관리대상종목에 포함된 기업, 합병, 이전된 기업, 자본잠식기업은 제외

필요한 주식소유지분자료는 한국상장회사협의회의 '상장회사총람', 한국상장회사협의회의 데이터베이스를 활용하여 수집하였다. 최종적으로 표본 선정기준을 만족시키는 기업은 280개였으며 표본기업의 분석에 사용된 변수자료는 6년 동안의 산술평균치이다.

본 연구에서 사용된 280개 표본의 분포 및 변수별 표준편차 및 평균은 아래의 표와 같다.

< 표 3 > 업종별 표본기업의 분포

업종	표본기업수	비중
어업	2	0.7
광업	2	0.7
음식료품	18	6.4
섬유·의복·가죽	22	7.9
펄프 및 펄프제품	10	3.6
화학·섬유·석탄제품	52	18.6
고무·프라스틱제품	13	4.6
비금속광물업	15	5.4
제1차 금속산업	20	7.1
조립금속·기계·장비제품	18	6.4
컴퓨터·사무용기기제품	4	1.4
영상·음향·통신장비업	13	4.6
전기기계제품	12	4.3
자동차제품	14	5.0
건설업	25	8.9
도·소매업	20	7.1
숙박·운송업	9	3.2
오락·문화·서비스업	1	0.4
기타제조업	10	3.6
합 계	280	100.0

<표 4> 표본기업의 변수별 평균 및 표준편차

변수		종속변수	독립변수			
		Tobin-Q	기업규모 (SIZE)	연구개발비율 (RD)	광고선전비율 (PR)	부채비율 (DB)
평균	95-2000	1.01	19.28	0.37	0.43	0.61
	95-97	1.01	19.14	0.33	0.27	0.66
	98-2000	1.02	19.41	0.40	0.59	0.57
표준편차	95-2000	0.02	1.42	0.87	1.05	0.13
	95-97	0.02	1.39	1.04	1.00	0.14
	98-2000	0.02	1.47	1.16	1.40	0.15
최소	95-2000	0.99	15.91	0.002	0.002	0.20
	95-97	1	15.80	0.003	0.003	0.23
	98-2000	0.99	16.04	0.003	0.003	0.15
최대	95-2000	1.14	23.70	4.70	6.09	0.92
	95-97	1.25	23.56	6.58	7.73	0.96
	98-2000	1.25	23.9	8.02	7.89	0.97

제 3 절 모형의 설정

우리 나라의 상장기업을 표본으로 한 김우택, 장대홍과 김경수(1993), 김영숙과 이재춘(1999)의 연구에서 절충가설이 지지되었다. 이들 연구결과를 토대로 소유구조와 기업 가치간에 절충가설이 존재할 것으로 보아 다음과 같은 비선형모형을 가지고 검증하고자 한다.

1 현금흐름권 변수(동족지분율)를 사용한 모형

동족지분율(FBO)과 기업 가치간에 절충가설이 존재하는지 여부를 검증하기 위해 동족지분율의 자승항(FBO^2), 기업 가치에 영향을 미칠 수 있는 기관투자가지분율(INO)과 기업 가치와 소유지분에 동시에 영향을 미칠수 있는 가능성을 통제하기 위해서 통제변수로 연구개발비율(RD), 광고비율(PR), 부채비율(DB), 기업규모(SIZE), 30대 재벌과 비재벌 가변수(CHB), 소유경영자와 전문경영자 가변수(OWN)¹³⁾를 포함시켜 다음과 같은 회귀식을 설정하였다.

13 30대 재벌과 비재벌 가변수(CHB)는 공정거래위원회에서 정하는 30대 기업집단(2000.4.1 기준)을 이용하였고, 소유경영자와 전문경영자 가변수(OWN)는 동족지분율이 5 % 이상이면 소유경영자 기업, 5 % 미만이면 전문경영자기업으로 간주하였다.

$$\text{모델1} \quad \text{기업가치} = \alpha + \beta_1 FBO + \beta_2 INO + \beta_3 PR + \beta_4 RD \\ + \beta_5 SIZE + \beta_6 DB + \beta_7 FBO^2 + \beta_8 CHB + \beta_9 OWN$$

단, α : 회귀상수

β_1 : FBO 는 동족지분율,

β_2 : INO 는 기관투자가 지분율

β_3 : PR 은 광고선전비율

β_4 : RD 는 연구개발비율

β_5 : SIZE 는 기업규모

β_6 : DB 는 부채비율

β_7 : FBO^2 은 동족지분율의 제곱

β_8 : CHB 는 30대 재벌 더미변수

β_9 : OWN 는 소유경영자 더미변수

2 기업지배권 변수(동족지분율+계열사지분율)를 사용한 모형

동족지분율+계열사지분율(LBO)과 기업 가치간에 절충가설이 존재하는지 여부를 검증하기 위해 동족지분율+계열사지분율의 자승항(LBO^2), 기업 가치에 영향을 미칠 수 있는 기관투자자지분율(INO)과 기업 가치와 소유지분에 동시에 영향을 미칠수 있는 가능성을 통제하기 위해서 통제변수로 연구개발비율(RD), 광고비율(PR), 부채비율(DB), 기업규모(SIZE), 30대 재벌과 비재벌 가변수(CHB), 소유경영자와 전문경영자 가변수(OWN)를 포함시켜 다음과 같은 회귀식을 설정하였다.

$$\text{모델2} \quad \text{기업가치} = \alpha + \beta_1 LBO + \beta_2 INO + \beta_3 PR + \beta_4 RD \\ + \beta_5 SIZE + \beta_6 DB + \beta_7 LBO^2 + \beta_8 CHB + \beta_9 OWN$$

단, α : 회귀상수

β_1 : LBO 는 동족지분율+계열사지분율

β_2 : INO 는 기관투자가 지분율

β_3 : PR 은 광고선전비율

β_4 : RD 는 연구개발비율

β_5 : SIZE 는 기업규모

β_6 : DB 는 부채비율

β_7 : LBO^2 은 동족지분율+계열사지분율의 제곱

β_8 : CHB 는 30대 재벌 더미변수

β_9 : OWN 는 소유경영자 더미변수

3 모형을 통한 IMF 전후의 재벌프리미엄의 변화

현금흐름권변수, 기업지배권 변수 모형을 통해서 재벌기업과 비재벌 기업의 가치를 비교해서 재벌의 프리미엄 변화를 살펴볼 것이다. 이와 같은 재벌기업의 프리미엄 변화에 대한 분석은 IMF 이후 재벌개혁 정책의 성과를 평가하는데 유익한 시사점을 줄 것이다.

제 4 절 분석결과

1. 현금흐름권을 사용한 모형

기업성과를 결정하는 주요요인으로 전개되어 온 여타의 변수를 회귀모형에 추가할 때 주식소유구조가 기업성과에 계속해서 영향을 미치는지를 검증하기 위해 통제변수를 고려해서 분석한 결과이다. 이러한 분석은 주식소유구조와 기업성과간의 관계가 이들 두 변수간의 관계에 의한 결과인지 아니면 제3의 생략된 변수간의 관계에 의한 것인지에 대한 판단의 근거를 제공한다. 본 연구의 통제변수로는 연구개발비율, 광고비율, 부채비율, 기업규모, 30대 재벌과 비재벌 가변수, 소유경영자와 전문경영자 가변수를 이용하였다.

분석결과 동족지분율(FBO)과 기업 가치의 관계가 비선형적인 모습을 나타냈는데 이는 동족지분율이 일정 수준에 달할 때까지는 동족 지분율과 기업 가치가 부(-)의 관계를 가지나 일정 수준을 초과하게 되면 정(+)의 관계를 가질 것이라는 가설은 지지되었다. 즉, 동족지분율이 일정 수준을 초과하게 되면 기업 가치가 다시 증가하는 ‘아래로 볼록한 곡선’의 관계를 보였다. 이러한 결과는 경영자의 지분이 증가하면 의사결정권이 강화되어 자신의 사적 이익을 도모할 가능성이 많고, 따라서 기업 가치가 하락하지만 지분율이 일정 수준이상이 되면 경영자와 일반 주주의 이해가 일치되어 기업 가치가 다시 상승한 것으로 해석 할 수 있다.

기관투자자의 경우 기관투자지분율(INO)과 Tobin-Q의 관계는 정(+)의 값을 갖는다. 이는 기관투자자의 지분이 증가할수록 경영자의 효율적 감시를 통해 기업의 성과가 증가한다는 실레이프와 비쉬니(Shleifer and Vishny, 1986)가 주장한 효율적 감시가설과 일치한다. 그러나 회귀계수가 통계적으로 유의하지는 않았다.

기업규모는 회귀식에서 (-)의 부호를 나타내 기업의 규모가 클수록 기업의 성과는 오히려 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 회귀계수가 통계적으

로 유의하지는 않았다.

연구개발비율은 회귀식에서 IMF이전에는 (+)의 부호를 나타내 연구개발비율이 증가할수록 기업의 성과는 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 IMF 이후에는 (-)의 부호로 나타났지만 회귀계수가 통계적으로 유의하지는 않았다.

광고선전비율은 회귀식에서 (-)의 부호를 나타내 광고선전이 증대될수록 기업의 성과는 오히려 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 회귀계수가 통계적으로 유의하지는 않았다.

부채비율은 회귀식에서 IMF이전에는 (-)의 부호를 나타내 부채를 많이 사용하는 기업일수록 기업의 가치가 감소한다는 것을 알 수 있다. 이것은 외형성장을 중시여긴 우리나라 기업풍토에 따른 과도한 부채차입이 기업의 내실 있는 성장에는 오히려 역행한다는 사실을 단적으로 보여주고 있다. 그러나 IMF 이후에는 (+)의 부호를 나타내 부채비율과 기업가치와의 관계를 명확히 결론내기는 어렵다.

소유경영자와 기업 가치와의 관계는 회귀식에서 (+)의 부호를 나타내 소유경영자의 지분이 증가할수록 기업의 성과는 증대하는 것으로 나타났다. 그러나 IMF 이전은 통계적으로 유의했으나 IMF 이후에는 통계적으로 유의하지 않았다.

< 표 5 : 모 델 1 >

독립 변수	1995-2000		1995-1997		1998-2000	
	추정치	t값	추정치	t값	추정치	t값
INTERCEPT	1.091	57.79	1.055	51.98	1.086	41.29
SIZE	-0.004***	-3.90	-0.001	-1.24	-0.004***	-2.81
RD	0.001	0.86	0.004***	3.88	-0.001	-0.69
PR	-0.001	-1.07	-0.001	-0.50	-0.002	-1.60
DB	0.004	0.49	-0.030***	-3.42	0.019*	1.79
INO	0.018	1.23	0.013	0.85	0.018	0.87
FBO	-0.111***	-3.36	-0.102***	-2.88	-0.116**	-2.47
FBO2	0.135**	2.37	0.117*	1.92	0.142*	1.77
OWN	0.011**	2.33	0.015***	2.90	0.010	1.50
CHB	0.008**	2.48	0.002	0.60	0.010**	2.17
AD.R ²	0.117		0.125		0.092	
F value	5.12***		5.44***		4.16***	
N	280		280		280	
DW	1.941		2.105		1.937	

*p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01.

2. 기업지배권을 사용한 모형

동족지분율+계열사지분율(LBO)과 기업 가치의 관계가 비선형적인 모습을 나타냈는데 이는 LBO가 일정 수준에 달할 때까지는 기업 가치와 부(-)의 관계를 가지나 일정 수준을 초과하게 되면 정(+)의 관계를 가질 것이라는 가설은 지지되었다. 즉, LBO가 일정 수준을 초과하게 되면 기업 가치가 다시 증가하는 ‘아래로 볼록한 곡선’의 관계(U자형)를 보였다. 이러한 결과는 경영자의 지분이 증가하면 의사결정권이 강화되어 자신의 사적 이익을 도모할 가능성이 많고, 따라서 기업 가치가 하락하지만 지분율이 일정 수준이상이 되면 경영자와 일반 주주의 이해가 일치되어 기업 가치가 다시 상승한 것으로 해석 할 수 있다.

기관투자자의 경우 기관투자지분율(INO)과 Tobin-Q의 관계는 정(+)의 값을 갖는다. 이는 기관투자자의 지분이 증가할수록 경영자의 효율적 감시를 통해 기업의 성과가 증가한다는 실레이프와 비쉬니(Shleifer and Vishny, 1986)가 주장한 효율적 감시가설과 일치한다. 그러나 회귀계수가 통계적으로 유의하지는 않았다.

기업규모는 회귀식에서 (-)의 부호를 나타내 기업의 규모가 클수록 기업의 성과는 오히려 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 회귀계수가 IMF 이전은 통계적으로 유의하지 않았으나 IMF 이후에는 통계적으로 유의하였다.

연구개발비율은 회귀식에서 IMF이전에는 (+)의 부호를 나타내 연구개발비율이 증가할수록 기업의 성과는 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 IMF 이후에는 (-)의 부호로 나타났지만 회귀계수가 통계적으로 유의하지는 않았다.

광고선전비율은 회귀식에서 (-)의 부호를 나타내 광고선전이 증대될수록 기업의 성과는 오히려 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 회귀계수가 통계적으로 유의하지 않았다.

부채비율은 회귀식에서 IMF이전에는 (-)의 부호를 나타내 부채를 많이 사용하는 기업일수록 기업의 가치가 감소한다는 것을 알 수 있다. 이것은

외형성장을 중시여긴 우리나라 기업풍토에 따른 과도한 부채차입이 기업의 내실 있는 성장에는 오히려 역행한다는 사실을 단적으로 보여주고 있다. 그러나 IMF 이후에는 (+)의 부호를 나타내 부채비율과 기업가치와의 관계를 명확히 결론내기는 어렵다.

소유경영자와 기업 가치와의 관계는 회귀식에서 IMF 이전과 이후의 부호가 동일하지 않았다.

< 표 6 : 모 델 2 >

독립 변수	1995-2000		1995-1997		1998-2000	
	추정치	t값	추정치	t값	추정치	t값
INTERCEPT	1.102	59.52	1.063	51.69	1.104	41.29
SIZE	-0.003***	-3.33	-0.001	-0.90	-0.003**	-2.30
RD	0.001	0.82	0.004***	3.90	-0.001	-0.79
PR	-0.001	-1.23	-0.001	-0.58	-0.002	-1.74
DB	0.003	0.38	-0.028***	-3.27	0.015	1.50
INO	0.011	0.75	0.007	0.46	0.009	0.41
LBO	-0.154***	-6.06	-0.102***	-3.65	-0.203***	-5.67
LBO2	0.185**	5.57	0.113***	3.07	0.248***	5.31
OWN	-0.003	-1.23	0.001	0.33	-0.005	-1.19
CHB	0.009**	2.76	0.003	0.98	0.011**	2.36
AD.R ²	0.169		0.123		0.159	
F value	7.29***		5.36***		6.86***	
N	280		280		280	
DW	1.949		2.111		1.935	

** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$.

3. 모형을 통한 IMF 전후의 재벌프리미엄의 변화

<모델 1>과 <모델 2>를 통해서 살펴본 재벌과 기업가치의 관계는 (+)의 부호로 나타나 재벌일수록 기업의 가치가 높은 것으로 나타났다. 이는 IMF 이후 재벌프리미엄이 소멸했다는 Cho and Kang(2002)의 실증분석과 달리 재벌의 프리미엄이 IMF 이후에 발생하고 있음을 보여주고 있다. 이러한 실증결과는 재벌개혁정책이 그리 실효성이 없다는 주장보다는 성과가 있다는 주장을 지지하는 증거로 보여진다.

제 5 장 결 론

본 연구에서는 절충주의 가설의 관점에서 기업의 동족지분율과 동족지분율+계열사지분율(LBO), 기관투자자지분율과 기업성과변수와의 관계를 알아보기 위해 연구개발비율, 광고비율, 기업규모, 부채비율, 30대 재벌과 비재벌 가변수, 소유경영자와 전문경영자 가변수 등을 통제변수로 설정해서 다중회귀분석을 실시하였다. 그 결과 동족지분율(FBO)을 이용한 회귀식에서는 동족지분율이 증가함에 따라 기업 가치는 하락하다가 일정 수준 이상으로 증가하면 기업가치가 증가하는 것으로 나타났다.

본 연구에서 제시된 독립변수 동족지분율과 기업 가치 사이에는 곡선관계(U자형)가 성립한다는 절충가설이 지지되었다. 또한 기관투자자지분율과 기업성과변수와의 관계를 분석한 결과, 기관투자자 지분의 계수가 정(+)의 결과를 나타냈지만 통계적 유의도는 낮았다. LBO를 이용한 회귀식에서는 LBO가 증가함에 따라 기업 가치는 하락하다가 일정 수준 이상으로 증가하면 기업가치가 증가하는 것으로 나타났다. 이는 LBO와 기업 가치간의 관계는 U자형의 곡선관계가 성립한다는 절충가설을 지지하는 것으로 보여진다. 한편 기관투자자와 기업 가치와의 관계를 분석한 결과 기관투자자 지분의 계수가 정(+)의 결과를 나타냈지만 통계적 유의도는 낮았다.

또 IMF 이전인 1995-1997년과 IMF 이후인 1998-2000년의 두 시기동안 재벌의 기업가치를 비재벌 기업과 비교해보았는데, IMF 이후에 재벌의 프리미엄이 커진 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 IMF 이전은 30대 재벌의 평균적 기업가치가 비재벌기업의 가치보다 높았지만 IMF 이후는 재벌의 기업가치가 낮아졌다는 Cho and Kang(2002)의 실증분석의 결과와는 상반되는 것이다. 이는 재벌 구조조정 정책이 실효성이 별로 없었다는 주장과는 달리, IMF 이후 재벌 구조조정 정책이 일정하게 효과를 발휘하여 재벌 기업의 가치를 높인 것으로 해석될 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 몇 가지 한계점을 지니고 있는 바, 향후 이를 보완하는 심화된 연구가 요구된다.

첫째, 동족지분율, 동족지분율+계열사지분율 계산에 따르는 정확성 문제이다. 본 연구에서는 이용 가능한 모든 자료를 활용하여 객관성과 정확성을 기하고자 노력하였으나 위장분산의 가능성, 자료자체의 신뢰성 부족 등으로 인한 문제를 해결할 수는 없었다.

둘째, 사업보고서상 주식소유 분포에서 외국 은행의 국내지점과 외국 보험사의 소유지분이 외국인 지분에 포함되어 있기 때문에 기관투자가 범위에 이들의 지분을 포함시키지 못하였다.

<참고문헌>

I. 국내문헌

- 김경수 외(1996), 「한국상장기업을 통한 토빈 Q의 추정」, 『한국 경제의 분석』, 제2권 2호.
- 김기원(2002), 「재벌개혁은 끝났는가」, 한올아카데미
- 김영숙 외(1999), 「기업가치와 소유지배구조와의 관련성」, 한국증권학회, 제3차 정시학술발표대회 발표논문집, 제12호.
- 김용열 외(2000), 『선진경제도약을 위한 기업지배구조개혁』, 을유문화사.
- 김우택·장대홍·김경수(1993), 「기업가치와 대주주 지분율에 관한 실증적 연구」, 『재무연구』 제6호, pp.55-75.
- 김주현(1992), 「기업의 소유구조와 기업가치와의 연관성에 관한 연구」, 『재무연구』, 제5호.
- 김원기·반성식(2001), 「대주주 소유지분율 차이가 기업가치에 미치는 영향」, 『경영연구』 제16권 2호.
- 유용주·최인철(2001), 「IMF 4년 한국경제의 흐름과 과제」, 삼성경제연구소.
- 이승현(2002), 「기업소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구」, 고려대대학원 석사학위논문.
- 이영기(1996), 「기업소유지배구조: 논의 과제와 이론적 검사」, 『21세기 한국기업의 통찰체제』
- 장대홍 외(1998), 「기업의 지배, 조직구조 및 가치」, 한국증권학회.
- 정정호(2001), 「우리나라 기업집단의 소유지배구조와 그 성과에 관한 연구」, 부산대대학원 석사학위논문.
- 조성욱(2001), 『경제위기 이후 재벌정책의 성과에 대한 실증 분석』, KDI정책연구시리즈

진태홍(2000), 「재벌의 지배구조와 상호지급보증」, 『재무관리연구』
제17권 제 1호.

강창완(1999), 「기업소유구조와 지배유형이 기업성과에 미치는 영
향에 관한 연구」 고려대대학원 석사학위논문.

홍장표(2001), 「발전국가와 재벌기업의 대리인문제」, 『사회경제
평론』, 15권 1호, 한국사회경제학회.

_____(2002), 「기업구조개혁과 기업민주주의」, 한국지역사회학회
동계 학술대회 논문집.

황인학(2001), 「재벌기업의 소유와 통제」, 한국경제연구원.

기업정보데이터베이스(2000), 한국상장회사협의회

II. 외국문헌

Cho, M(1988)., "Ownership Structure, Investment and the Corporate Value : An Empirical analysis", Journal of Financial Economics, vol. 47, 1988, pp. 103-121.

Herman. E(1981), "Corporate Control, Corporate Power", Cambridge University Press, 1981.

McConnel, J and Servase, H(1990)., "Additional evidence on equity ownership and corporate value", Journal of Financial Economics, vol. 27, pp. 595-612.

Pound. J(1988)., "Proxy contest and the efficiency of shareholder oversight", Journal of Financial Economics, vol. 20, pp. 237-265.

Shleifer, A. and Vishiny, R(1986), "Large Shareholder and Corporate Control", Journal of Political Economy, pp. 461-468.

Smith, C.W. and Watts, R.L(1992)., "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", Journal of Financial Economics vol. 32, pp. 263-292.

Sungbin Cho and Kenneth H. Kang(2002), "Firm Level Analysis of the Korean Corporate sector:1996-2000