

경제학석사 학위논문

재벌의 소유지배구조와 기업가치

지도교수 홍 장 표

이 논문을 경제학석사 학위논문 제출함



2004년 2월

부경대학교 경영대학원

경제학과 경제학전공

안 상 병

안상병의 경제학석사 학위논문을 인준함

2003年 12月 13日

주 심 경제학박사 최 홍 봉 

위 원 경제학박사 홍 장 표 

위 원 행정학박사 권 오 혁 

<차 례>

제 1 장 서론	1
제 1 절 연구의 동기와 목적	1
제 2 절 연구방법 및 구성	3
제 2 장 소유-지배 구조와 기업성과	4
제 1 절 소유-지배구조와 기업성과	4
1. 이해수렴가설(convergence of interest hypothesis)	4
2. 경영자안주가설(entrenchment hypothesis)	5
3. 절충가설	6
4. 공개매수프리미엄가설(takeover premium hypothesis)	7
5. 무관련가설	7
제 2 절 소유-지배구조의 괴리와 기업성과	9
제 3 절 선행연구검토	11
1. 소유구조와 기업가치	11
2. 소유권과 의결권의 괴리와 기업가치	16
제 3 장 실증분석	19
제 1 절 변수의 설정	19
1. 현금흐름권, 의결권, 의결권 승수	19
2. 종속변수	24

3. 통제변수	26
제 2 절 표본자료	29
제 3 절 모형의 설정	32
1. 대주주 직접지분율과 의결권 승수를 사용한 모형	32
2. 대주주 실질 소유권과 의결권 승수를 사용한 모형	35
제 4 절 분석결과	38
1. 대주주 직접지분율과 의결권 승수를 사용한 모형	38
2. 대주주 실질소유권과 의결권 승수를 사용한 모형	42
 제 5 장 결론	 47
참고문헌	49

표 차 례

<표 1> 변수의 정의	28
<표 2> 표본기업의 표본기업의 분포	30
<표 3> 표본기업의 변수별 평균 및 표준 편차	31
<표 4> 모형1	40
<표 5> 모형2	41
<표 6> 모형1	44
<표 7> 모형2	45
<표 8> 10 재벌 전체의 비선형모형	46

그 림 차 례

<그림 1> 김주현의 실증연구 결과	12
<그림 2> 김우택의 실증연구 결과	14

Ownership-governance structure and corporate value in the Korean Chaebol

Ahn, Sang-Byong

Economics Graduate School of Business Administration,
Pukyong National University

ABSTRACT

Owing to the centralization of capital, non-related industries' diversification and vertical management, most of the Korea's great financial conglomerates have formed great corporate groups.

After IMF crisis in 1997, 'Han-Bo Steel Corporate' had collapsed as well as 'Dae-Woo Group'. That means a great financial conglomerate can not exist forever no longer without a sharp change.

Recently it is argued that many study cases of the ownership-governance structure of the corporate has been examined.

This paper mainly focused on how the separation between the ownership and the voting right, making the top-ten great financial conglomerates an object of empirical analysis, affect on a corporate values.

Firstly, this paper will be examined on how the possession ratio of large stockholders affect on a corporate values. In the view of the agent problem, in case of the top-ten great financial conglomerate after the IMF crisis, the interested problem between

ownership management and minority shareholders has risen. Therefore this paper is willing to test how such relationship interested problems affect on a corporate values.

Secondly, this paper is aimed at grasping that the separation between the ownership and voting rights will affect on a corporate values. In other words, the separation between the cash flows and control rights have affected on a corporate values, and this paper will analyze such a factual state by making the top-ten great financial conglomerates and object of empirical test.

The following variables are used for empirical study: Tobin-q ratio as dependent variable, and the cash flows, voting rights, advertising expenses, research and development expenditure, firm size and debt ratio as control variables. And then this paper analyzed the multiplier of voting rights according to the large direct-possession ratio and the large ownership rights using linear model as well as non-linear model.

As a result, the effects of the corporate governance on a corporate values and the separation of effects between the ownership and the voting rights on a corporate values, adopting the multiplier notion of the voting rights, have been founded as two facts.

One of them, when adopting linear model in an effect of the corporate governance on a corporate values, the higher the governance, the lower a corporate values. That means this result do not support the managerial entrenchment hypothesis. But as we can see in [Table 6] in non-linear model, it supports the convergence of interest hypothesis from the fifth great financial conglomerate to tenth great financial conglomerate showing U-form

relation. However the other great financial conglomerate approaches to the managerial entrenchment hypothesis. From the other four conglomerates, we can know that the higher the governance, the lower a corporate values.

The other one is that the higher separation between the ownership and the voting rights, the lower a corporate values from the top-four conglomerates. This result is equal to that of the previous case studies. However new findings in this paper is that the conglomerates from top-fifth to top-tenth is not statistically significant but it shows us that the higher the separation between the ownership and the voting rights, the lower a corporate values.

Therefore in case of the four conglomerates, the ownership-governance structure for a corporate values is very estranged from such relationship. This approaches to the managerial entrenchment hypothesis. There are several ways(the total amount of investment restrict and the voting rights restrict) to relieve the separation of the corporate's ownership-governance structure.

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 동기와 목적

한국 재벌은 정부의 관치금융으로 자본의 집중화, 비관련 다각화, 선단식 경영 등으로 인하여 거대기업집단을 형성한다. 1997년 IMF로 인하여 '한보철강'을 시작으로 '대우그룹'등의 부도로 더 이상 거대기업이 영원한 기업으로 남을 수 없다는 교훈을 남기는 가운데 기업의 소유지배구조에 대한 논의가 활발하게 이루어진다. 국제적인 환경도 1990년대 이후 기업 지배 구조를 둘러싼 글로벌 스탠더드 움직임이 급속히 진행되고 있는 가운데 OECD국가들 중심으로 기업 지배 구조 원칙이 제정¹⁾된다. 한국도 2002년도에 '기업지배구조개선위원회'를 설립하여 국가의 경제효율성과 단위기업의 경영 성과를 제고시키는데 기업 지배 구조가 중요하다는 것은 말할 나위가 없다.

재벌기업에서는 적은 소유지분으로 지배권을 장악한 소유경영자가 지배이익을 추구하는 경우 과도한 다각화 투자를 유발한다. 현금 흐름권이 작은 대주주가 지배권을 장악하고 있을 때 사적 지배이익을 추구할 유인이 강해진다. 지배이익이 존재할 때 기존 지배주주는 기업지배권을 계속 유지하려는 강한 유인을 갖게 된다. 지배이익이 없다면 대주주는 기업지배권에 연연해하지 않는다. M&A로 기업지배권을 상실하더라도 주주로서

1) OECD가 제시한 기업 지배 구조의 기본원칙은 첫째, 주주 중심주의에 바탕을 둔 영미식 기업지배 모형을 기초로 이해관계자 중심주의의 기본정신도 받아들여 이해 관계자의 역할과 권익도 인정하고, 둘째, 이사회는 경영 감독 기능과 책임강화를 기업 지배 구조의 핵심으로 간주, 셋째, 기업 관련 정보의 완전 공시를 지향하고, 넷째, 기업이 지향하는 주주권리보호, 모든 주주에 대한 동등한 대우, 이해 관계자의 권리 존중, 정확한 정보의 적시공개, 이사회에 관한 책임강화 등의 기업 지배 구조의 틀을 갖추어야 한다.

의 이익을 계속 얻을 수 있기 때문이다. 하지만 지배이익이 존재하는 경우 기업지배권을 잃게 되면 지배이익도 함께 상실하므로 지배주주는 어떤 수단을 동원해서라도 기업지배권을 방어하려 한다.

재벌기업에서는 소유경영자가 계열사간 출자를 통해 가공자본을 창출함으로써 기업지배권을 유지한다. 계열사간의 출자를 통해 가공자본을 창출함으로써 기업지배권을 유지한다. 재벌총수는 가족 등 특수관계인의 지분과 계열사간 출자라는 수단을 이용해 적은 소유지분으로 지배권을 행사한다. 2003년 7월 공정거래위원회가 발표한 자료²⁾에 따르면 11대 재벌³⁾의 총수 지분을 평균은 1.5%, 친인척·임원등 특수관계인 지분은 2.6%로 이를 합쳐도 4.1%밖에 안 되는 반면, 계열사간 지분율은 39.1%에 달했다. 이는 총수일가가 4.1%의 지분을 가지고, 43.2%만큼의 의결권을 행사한다는 것은 그만큼 적은 지분으로 많은 지배권을 장악하고 있다.

본 연구에서는 IMF이후 국내 10대 재벌 기업에 있어서 소유 지배 구조 문제를 소유권과 의결권의 괴리가 기업 가치에 어떤 영향을 미치는가를 실증분석하자 한다.

첫째, 대주주 직접지분율이 기업 가치에 어떤 영향을 미치는지 검토한다. IMF 이후 국내 10대 재벌 기업의 경우 대리인문제의 관점에서 볼 때 소유경영자와 소액주주간의 이해대립이 문제가 발생한다. 따라서 본 연구에서는 이와 같은 소유경영자와 주주간의 이해상충문제가 기업 가치에 어떤 영향을 미치는지를 분석하고자 한다.

둘째, 10대 재벌 기업을 중심으로 소유권과 의결권의 괴리가 기업 가치에 미치는 영향을 확인해 보고자 한다. 즉 현금 흐름권과 지배권의 괴리가 기업 가치에 많은 영향을 주는데, 10대 재벌 기업의 경우에는 어떻게 나타나는지 실증 분석하고자 한다.

2) 공정거래위원회(2003)

3) 4대 재벌 동일인(총수)의 지분은 현대차(정몽구)가 2.6%로 상대적으로 높았지만, 삼성(이건희) 0.4%, LG(구본무) 0.9%, SK(최태원) 1.4% 등에 불과했다.

제 2 절 연구방법 및 구성

본 연구는 소유권과 의결권의 괴리를 실증분석하려 한다. 의결권대신 의결권 승수를 이용하여 대주주 직접지분과 대주주 실질소유권을 이용하여 소유 지배의 괴리로 인하여 과연 기업 가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하려 한다.

본 연구는 총 4 개의 장으로 구성되어 제 1 장에서는 연구의 동기와 목적, 연구의방법과 구성에 대해서 기술하였고 제 2 장에서는 기업 소유-지배에 대한 기존 연구인 이해수렴가설, 경영자안주가설, 절충가설, 공개배수프리미엄가설, 무관론가설 등을 알아보고, 현금흐름권과 지배권의 괴리에 대한 기존연구에 대해 알아본다. 선행연구검토로 기존의 선행연구가 기업 소유와 현금 흐름권과 지배권의 괴리가 기업 가치에 어떤 영향을 미쳤는지 검토해 본다. 제 3 장에서는 실증분석을 위한 연구설계의 구체적 내용으로 표본 및 분석방법을 제시하고 변수의 조작적 정의를 내린다. 또한 실증분석의 결과를 정리한다. 제 4 장에서는 본 연구의 내용을 요약한 후에 시사점을 제시하였다.

제 2 장 소유-지배 구조와 기업성과

제 1 절 기업의 소유구조와 기업성과

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

소유구조와 기업성과의 사이에서 양(+)의 상관관계가 존재한다는 것이다. 일반적으로 경영자는 이어나 외부 주주를 자극하지 않을 정도의 성과를 이룬 후에는 기업 가치의 극대화보다는 자기 스스로의 효용을 높게 하는 것에 관심이 있다고 볼 수 있다. 기업의 소유구조가 분산되어서 주주들이 경영자에게 기업 가치의 극대화를 추구하도록 요구하기 어려울수록 경영자의 사적효용의 추구를 더욱 심화된다. 반면에 집중된 소유구조를 가진 기업의 경영자는 그 기업의 성과에 많은 관심을 가진다. 집중된 소유구조 기업의 대주주는 경영자일 가능성이 많고 그들은 기업에 자신의 부의 상당한 부분을 투자하고 있다고 볼 수 있다. 따라서 집중된 소유구조를 가진 기업의 경영자들은 포도폴리오 효과를 누릴 수 없기 때문에 자신이 투자한 기업의 경영에 더 많은 노력을 기울일 것이다⁴⁾.

2. 경영자안주가설(entrenchment hypothesis)

경영자안주주의 가설은 이해일치가설과 대립되는 가설로서 경영자들이 보수의 편익과 같은 주주이익침해 행위를 할 가능성이 있으며, 또한 합병이나 인수와 같은 기업 인수권시장의 위협을 무력화시킬 수 있는 방어력이 있어서 주주들의 이익을 희생하여 자신의 이익을 취할 수 있다는 가설이다.

즉 경영자지분의 증가는 경영자들의 지위를 확보, 보장해 주고 따라서 경영자들은 기업 내에서 주주들이 희생을 보더라도 자신들의 이익을 추구하기 때문에 경영자지분과 기업가치 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 수 있다고 한다.

템세츠(demsets, 1988)는 기업의 소유구조가 집중됨에 따라서 발생하는 비용이 존재함을 들어서 소유구조의 집중정도와 기업의 성과는 양(+)의 상관관계가 성립하지 않음을 주장하였다. 이 가설에 따르면 경영자의 소유집중이 적을 경우에 경영자는 경영자노동시장, 적대적 기업인수시장 등에서의 위협으로 기업 가치 극대화를 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 기업 가치의 극대화보다는 경영자 자신의 사적이익을 극대화하기 위해 의사 결정을 내리게 된다는 것이다. 따라서 경영자안주주의 가설은 경영자 소유지분의 증가에 따라 기업의 성과는 감소하게 된다⁴⁾.

4) 김웅진(2003)

5) 김용열·조창현·조명현(2000)

3. 절충가설

절충가설이란 지분율과 기업 가치와의 관계가 경영자의 지분율이 증가함에 따라 기업의 자원을 경영자 자신의 이익을 위하여 사용하려는 성향과 경영자의 이해를 외부주주들과 일치시키려고 노력하는 상황 중 보다 강한 성향에 따라 그 결과가 달라진다는 주장이다. 따라서 절충가설은 구간에 따라 이해일치가설과 경영자안주가설을 모두 지지하는 결과를 나타냄으로써 이론적으로 양 가설을 평가 할 수 없다고 본다.

모크, 실레이프와 비쉬니(Morck, Shleifer and Vishny, 1988)는 템세츠와 렌(1985)의 경영성과와 경영자 소유지분율과의 관계에 대한 연구에서 의미있는 결과가 나오지 않은 이유가 이들의 관계를 단조선형 함수로 가정한데 있다고 비판하고 이들의 관계가 비선형모형임을 가정하여 부분적선형회귀분석(piecewise linear analysis)를 사용하였다.

경영자 지분율과 기업의 시장가치인 Tobin Q 비율 사이의 관계를 조사하기 위하여 횡단면 분석을 시도하였다. 연구결과 소유집중률(이사회 지분율)이 0%-5% 구간에서 소유집중율이 1% 상승함에 따라 Tobin Q의 비율이 0.063 씩 증가하다가, 5%-25%구간에서는 반대로 Tobin Q 비율이 0.016% 씩 감소하고, 25%를 넘어서게 되면 Tobin Q 비율이 다시 0.008% 씩 증가하게 된다는 결과가 나타났다. 이러한 결과가 나오는 것은 경영자가 두 가지 서로 반대되는 성향을 가지고 있기 때문에 지분율과 기업가치 사이의 관계는 어떤 일정한 지분율 수준에서 이 양자의 성향 중 어떤 힘이 보다 강한가에 따라 달라진다고 주장하였다⁶⁾.

맥코넬과 설베이스(McConnel & Servase, 1990)는 모크, 실레이프와 비쉬니(1988)의 연구와 비슷한 방법으로 뉴욕증권거래소와 미국증권거래소에 상장된 대규모 기업표본집단을 대상으로 소유구조와 기업 가치의 연관성을 조사하였으며 그 결과 기업 가치와 소유구조가 역의 U자

6) 정대성(2000)

형 모형을 보인다는 사실을 발견하였다. 즉, 이 연구에 따르면 기업 가치와 소유경영자의 지분이 약 40~50%에 이를 때까지 상승하고 그 후에는 하락하는 것으로 나타났다⁷⁾.

4. 공개매수프리미엄가설(takeover premium hypothesis)

스톨스(Sultz, 1998)를 소유구조가 기업인수시장(takeover market)에 미치는 영향에 착안하여 기업소유구조와 기업 가치와의 관련성을 검증하였다. 그는 소유경영자의 지분이 낮을 때 외부의 기업 매수자에 의해 프리미엄을 받고 매수될 가능성이 높으나, 지분률이 50%를 넘으면 적대적 기업매수가 불가능해진다고 하였다. 즉, 기업 가치와 소유경영자의 지분율이 증가함에 따라 기업 가치는 증가하다가 일정 지분률 수준을 넘으면 기업 가치는 점차 감소한다고 하였다.

5. 무관련가설

무관련가설이란 소유구조와 기업성과사이에 는 관련이 없다는 가설이다.

헤르만(Herman, 1981)은 과거의 실증연구에 대해서 불완전한 통제처리 방식, 애매모호한 지배형태의 구분을 들어서 신빙성을 인정할 수 없다고 주장하였다. 그의 주장에 따르면 설사 경영자지배기업의 경영성과가 소유자지배기업보다 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 J경향을 보이고 있다는 것이다. 따라서 경영자지배기업이 열등한 기업성과를 보인 원인을 경영자의

7) 김원기·반성식(2001)

동기적 행위에서 찾기보다는 그 기업의 사업성 자체에서 찾아야 한다고 보았다. 더 나아가서 그는 자신의 한층 더 정교한 접근방식에 의한 실증 분석을 했다⁸⁾.

8) 김웅진(2003)

제 2 절 소유 지배구조의 괴리와 기업성과

한국의 재벌형 기업 조직을 비롯한 그룹 체제가 나름대로 효용이 있다 하더라도 다른 한편으로 부작용이나 한계를 지니는 것 또한 사실이다. 계열 구조 내지 그룹 체제의 부정적인 영향에 으로 인하여 발생하는 대리인 비용을 소유-지배 구조상의 측면에서 논의하고 있다.

이에 소유-지배구조의 괴리가 기업성과에 미치는 영향에 대하여 알아보 고자 한다.

법척 외(1999)는 지배주주 또는 기업그룹이 비효율적인 지배 구조의 원인이 될 수 있음을 밝혔다. 즉 지배 주주가 적은 지분으로 단일 기업 또는 기업 그룹에 대해서 완전한 통제력을 행사하여 많은 대리인 비용이 발생한다. 보유 지분과 실제 통제력과의 괴리를 가져오는 장치에는 주식 피라미드⁹⁾, 상호주식보유¹⁰⁾, 이중 중식발행¹¹⁾ 등 세 가지가 있다.

이들의 장치로 인하여 보유지분에 상응하는 현금 흐름 권리(Cashflow rights)와 실질적인 통제권(control rights)은 분리된다. 지배 소주주는 현금 흐름 권리를 상회하는 통제권을 행사하게 된다. 이때 지배 소주주가 초래하는 잠재적인 대리인비용의 크기는 통상적으로 논의되는 지배 대주주(controlling majority shareholder)의 대리인 비용을 초과하는 것이 보통이다.

우리나라의 경우에는 재벌형 기업 조직은 주식 피라미드와 상호 주식 보유가 혼합된 형태라고 볼 수 있다. 지배 소주주의 명성 유지 동기나 소

9) 차별적인 투표권을 부여하는 이중 주식 발행의 경우 단일 기업에 있어서 아주 간단한 방법으로 현금 흐름 권리와 통제권의 분리가 이루어진다.

10) 주식 피라미드의 경우에는 전형적인 지배 소주주가 지주회사의 일정 비율 이상 지분을 보유하고 그 지주회사가 다시 자회사의 일정 비율 이상을 보유하는 등 연쇄적인 출자가 이루어짐으로써 지배소주주가 적은 지분으로 전 계열사에 완전히 통제를 행사한다.

11) 복수의 기업간에 수직적인 출자 관계가 이루어지는 주식 피라미드와 달리 수평적인 상호 보유 관계가 이루어지는 것을 상정한다.

수 주주권 보호 규정으로 대리인 비용이 한없이 커질 수는 없지만 지배 소주주인 경영자가 보유하는 현금 흐름 권리가 작을수록 이들이 조려하는 대리인 비용은 기하 급수적으로 커지게 된다¹²⁾.

실레이프와 비쉬니(Shleifer & Vishny, 1997) 주주와 경영자간의 이해 상충보다는 대주주와 소액주주간의 갈등과 이해상충에 초점을 맞추어 대리인 이론을 전개한다. 대주주가 자신의 이익을 극대화하기 위해 지배력을 행사하는 과정에서 타인의 부를 수탈할 수 있다. 소유가 일정지분을 초과하면 대주주는 거의 완전히 지배력을 장악하고 소액주주와 공유되지 않는 자신의 사적 지배이익을 추구한다.

클래센즈 등(Claessens et. al., 2000)은 한국을 비롯한 동아시아 기업의 소유구조의 특성으로부터 대주주에 의한 소액주주 수탈문제를 설명하고 있다. 계열사간 주식출자, 피라밋의 소유구조, 우선투표권이 있는 주식 발행 등으로 기업지배권(control right)과 현금흐름청구권(cash-flow right)의 차이가 발생한다. 이러한 관행이 오너(총수)로 하여금 최소한의 투자량으로 유효 지배권을 획득할 수 있도록 한다.

이 접근에서는 다각화를 지배주주가 소액주주의 부를 수탈하는 수단으로 파악한다. 지배권과 현금흐름권 사이의 편차가 커질수록 기업의 성과와 오너의 부 사이의 관련성은 약해지기 때문에 다각화를 통한 소액주주 수탈 유인이 그 만큼 커진다고 본다. 실제로 클래센즈 등(1999)은 실증분석을 통해 동아시아 기업에서 지배권과 현금흐름권의 차이가 클수록 다각화 정도가 커지고 그 반대로 기업의 가치는 하락한다는 것을 밝히고 있다. 높은 현금흐름권이 높은 시장가치, 높은 지배권이 낮은 시장가치와 관련이 있음을 보이고 있으며, 지배주주에 의한 소액주주의 수탈을 입증하고 있다. 이처럼 대주주가 소액주주의 부를 수탈하기 위해 다각화 투자를 전개한다는 것이 이 입장의 특징이다¹³⁾.

12) 김용열 · 조창현 · 조명현(2000)

13) 홍장표(2001)

제 3 절 선행연구검토

한국기업 소유구조는 몇 가지 특징을 가지는데 첫째, 소유와 경영의 집중현상이다. 1961년대초 정부주도하의 경제개발은 기업의 소유와 경영의 일원화된 가족중심의 소유집중형태를 방임하였다. 결과적으로 지금까지 한국에서 소유구조는 기업에 대한 대주주에게 집중되어 기업경영의 효율성을 저해하여 국가 경쟁력을 떨어뜨리는 결과를 가져왔다. 둘째, 내부대주주(대주주 1인)으로 대주주의 기업이 소유주 경영체제로서 개인대주주에 의해 지배되고 있다. 셋째, 내부통제기구로 주식회사의 내부기관으로 의사결정기관으로서 주주총회, 업무 집행기관으로서 이사회와 대표이사, 감독기관으로서 감사가 있는데 한국에서는 일원적 이사회제도를 유지하며 내부감사를 두도록 하고 있다. 넷째, 기관투자자의 역할로 한국에서는 비효율적인 직접감시자로 기능하여왔다.

본 장에서는 한국기업의 소유구조와 소유-지배의 괴리를 기업가치에 미치는 영향에 대한 선행연구들을 검토할 것이다.

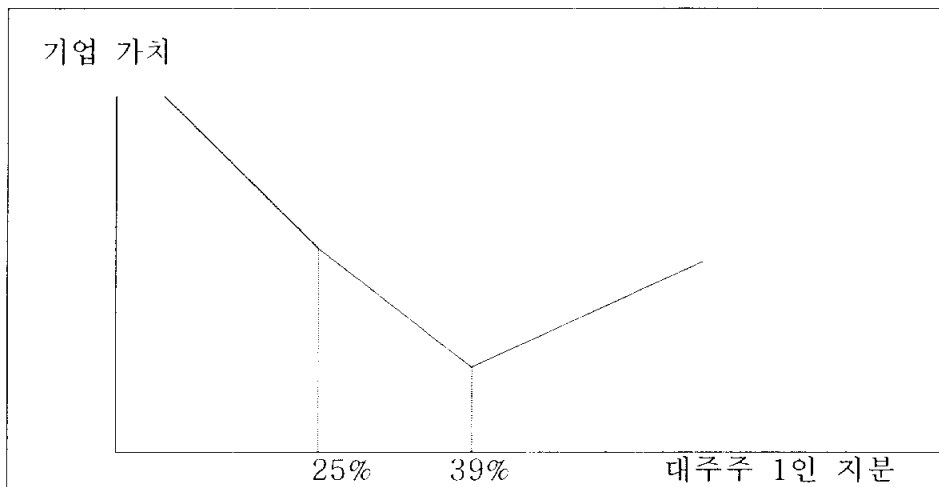
1. 소유구조와 기업가치

1) 김주현(1992)

김주현(1992)는 1989-1990동안 상장된 국내 287개 기업을 표본자료로 하여 소유경영자지분과 기업의 가치에 어떤 관계가 있는지를 부분적선형회귀분석(piecewise linear analysis)을 통하여 실증분석을 하였다. 회귀식에서 종속 변수는 기업 가치의 대용변수인 Tobin-Q를 사용하며, 통제변수로는 소유구조에 의한 영향을 보기 위하여 대주주지분과 기관투자자 소유지분을 사용하고, 통제변수로는 상장경과기관, 기업의 크기, 부채의 크기, 매출액 증가율을 사용하였다. 분석결과에

의하면 대주주 1인 지분이 늘어나면서 기업 가치(Q)는 감소하는 역의 상관관계를 보였다. 그러나 대주주 1인 지분이 전환점(39%)을 지나면서 기업의 가치는 함께 증가하는 것으로 보이나 통계적인 유의도는 낮은 것으로 나타난다¹⁴⁾.

[그림 1] 김주현의 실증연구 결과



* 25% : 대주주 1인의 평균지분율(n=267)

14) 김웅진(2003)

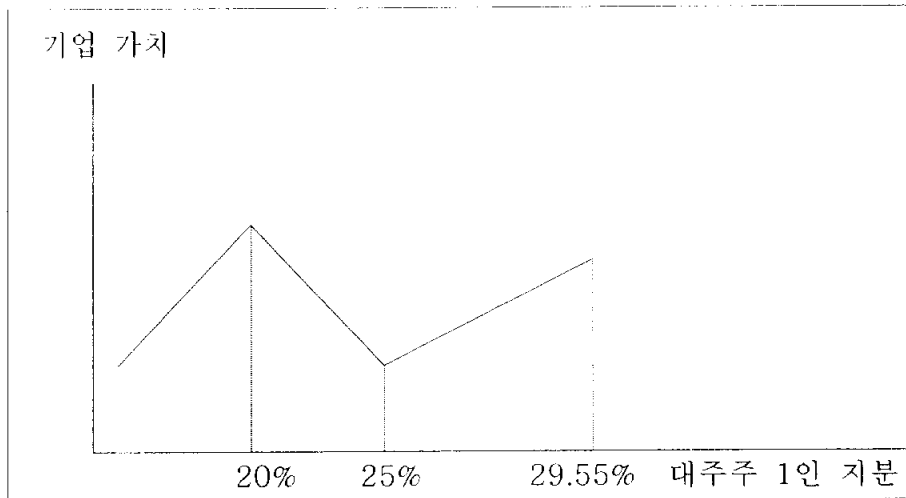
2) 김우택, 장대홍, 김경수(1993)

김우택, 장대홍, 김경수(1993)는 1988년 상장기업 중 Tobin-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 실증분석 하였다. 회귀식에서 종속변수는 기업 가치의 대용변수인 Tobin-Q를 사용하며, 통제변수로는 소유구조에 의한 영향을 보기 위하여 경영주주지분율(소유지배기업)과 지배주주지분율(전문경영체제 기업)을 사용하였다. 분석결과에 의하면 대주주가 직접경영에 참여하는 경우, 기업 가치는 지분20%까지는 지분과 함께 증가하며, 20-25% 영역에서는 그 반대로 감소하는 비선형적인 것을 검증하였다. 이는 절충가설을 입증하는 강력한 증거라 할 것이다.

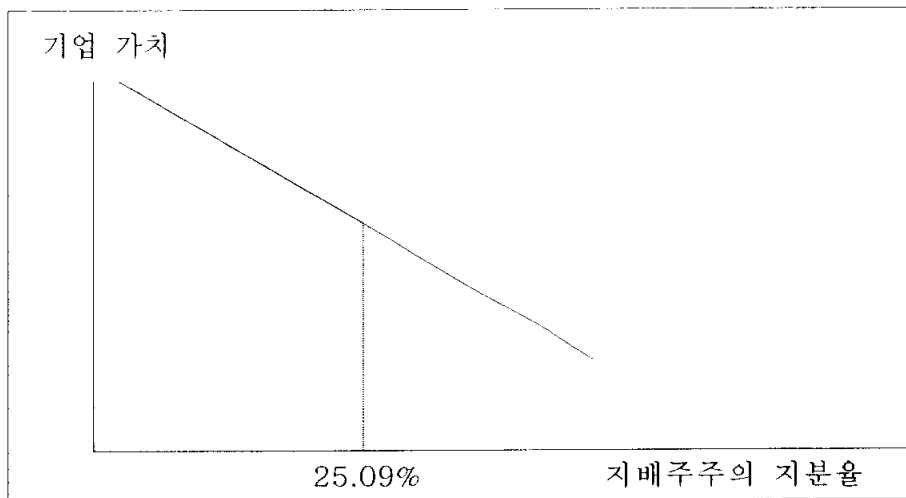
전문경영체제의 경우는 기업 가치가 지분과 함께 단조적으로 감소하는 것으로 검증되었다¹⁵⁾.

15) 김웅진(2003)

[그림 2] 김우택의 실증연구 결과



* 29.55% : 경영주주의 평균지분율(n=54)
 <대주주가 경영에 직접참여하는 경우>



* 25.09% : 지배주주의 평균지분율(n=70)
 <전문경영체제일 경우>

3) 장대홍, 김우택, 김경수, 박상수(1999)

장대홍, 김우택, 김경수, 박상수(1999)¹⁶⁾는 1989, 1991년도의 상장기업 중에 제조업종에 속한 기업들로서 30대 재벌그룹 소속기업과 계열소속이 없는 비그룹 독립기업에 국한하여 소유구조와 기업 가치의 연관관계를 회귀분석으로 실증분석 하였다. 결과는 지배적인 대주주의 지배지분율을 0-16%, 16-31%, 31%이상으로 구분한 결과 3개의 영역이 모두 유의적으로 존재하는 것으로 검정되었다. 이들은 소유경영자의 지분이 증가함에 따라 이해수렴-안주주의-이해수렴의 3개영역으로 구분되는 연관관계가 존재한다는 것을 검증되었다. 기업 가치에 대해 계열기업집단의 특성인 계열기업의 수와 상장비율은 각각 유의적인 양(+)의 상관관계를, 관련 다각화와 비관련다각화 정도는 각각 양(+)과 음(-)의 상관관계를 보여주고 있다. 이는 기업의 지배, 조직구조와는 관련된 이들 변수들이 조직구조의 복잡성과 정보비대칭이 클수록, 또는 비관련다각화의 정도가 클수록 기업가치에 부정적인 영향을 주기 때문으로 해석된다.

16) 장대홍 · 김우택 · 김경수 · 박상수(1999)

2. 소유권과 의결권의 괴리와 기업가치

1) Baek, Kang, and Park의 연구

Baek, Kang, and Park(2003)¹⁷⁾는 이전의 Claessens, Djankov and Lang(2000)에서 사용한 방법에 따라 총수가 직접 가지고 있는 지분과 계열사를 통해 총수가 직접적으로 가지고 있는 지분의 합을 현금흐름권(cash flow right)으로 정의하였다. 반면 의결권(voting right)은 이와는 전혀 다른 방식으로 정의하였다. 의결권과 현금흐름권의 차이를 두 숫자간의 비율을 계산하는데, 한국의 대규모기업집단에 순환출자가 많으므로 자신들의 계산방식을 따를 경우 의결권이 실제보다 낮게 계산될 수 있다고 주장하였다.

예를 들어 한 기업집단이 A, B, C 세 개의 계열사로 이루어져 있다고, 가정 하에 총수가 기업 A 의 지분을 11%가지고 기업 A 는 기업 B의 지분을 21% 확보했을 때 총수가 기업 C 의 지분을 25%를 가지고 기업 C 는 기업 B의 지분을 7% 가지고 있다. 이때 총수에게 귀속되는 현금흐름권은 $4\%(=11\% \times 21\% + 25\% \times 7\%)$ 가 된다. 반면 총수의 B 의 의결권은 $18\%(=11\% + 7\%)$ 로 계산한다. 하지만 본 연구는 B 에 대한 의결권은 A 의 지분 21%와 C 의 지분 7%를 합친 28%가 된다.

Baek, Kang, and Park(2003)은 1997년의 외환위기 기간 중 우리나라 정부가 환율방어를 포기한 날을 기준으로 이전 5일부터 이후 32일까지의 기간간 보유수익률(holding period return)을 중회귀분석 방식을 통해 분석하였다. 통제변수는 1996년 회계연도를 기준으로 하여 자산규모, 자산 대비 부채비율, 산업별 더미변수와 30대 기업집단 더미변수 등을 사용하였다. 지배주주의 현금 흐름권이 보유수익률에 미치는 영향은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 양(+)의 값으로 나타났다. 한편 지배주주의 현금 흐름권이 보유수익률에 미치는 긍정

17) Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and Kyung Suh Park(2003)

적인 효과는 재벌의 경우 비재벌에 비해 약한 것으로 나타났다. 즉 지배주주의 의결권이 보유수익률에 주는 영향은 음(-)의 값을 갖는 것으로 나왔고, 의결권과 현금 흐름권의 비율과 재벌더미의 상호 작용항이 주는 영향은 양(+)의 값이 나왔으나 통계적으로 유의하지는 않는다. 이에 실증분석 결과는 의결권과 실질소유권의 괴리가 큰 기업일수록 기업가치가 낮게 평가된다는 것이다¹⁸⁾.

2) Joh의 연구

Joh(2003)¹⁹⁾는 Lemmin and Lins(2002)의 방법으로 소유권(ownership right)과 지배권(control right)을 측정하고 있다. 여기서도 소유권은 Baek, Kang, and Park (2003)과 마찬가지로 매우 단순한 피라미드형 기업지배구조를 상정하고 정확히 동일한 방법으로 측정하였다. 하지만 지배권은 Baek, Kang, and Park (2003)에서 의결권과 차이는 있다.

예로 하나의 기업집단에서 지배대주인 총수는 기업 A의 지분 28.3%를 보유하고 있고, 기업 A는 기업 B의 지분 32.5%를 가지고 있다. 총수를 제외한 기업 A에 다른 대주주는 없고, 기업 B의 대주주는 기업 A뿐이다. 이때 총수가 기업 A를 실제로 지배한다는 가정 하에 총수의 기업 B에 대한 지배권은 32.5%이고 소유권은 9.2% ($=28.3\% \times 32.5\%$)가 된다. Lemmin and Lins(2002)은 지배권과 소유권의 괴리를 지배권과 소유권의 비율로 계산했으나, Joh(2003)은 이러한 레버리지 비율이 지배권의 값이 매우 크거나 작을 때에는 그 둘간의 괴리 정도를 왜곡할 수 있다고 주장하면서 비율 대신 차분을 이용하였다.

1993년에서 1996년까지 회계감사 후 재무제표를 증권감독위원회에 제출하는 기업(공기업 및 금융기업은 제외)들을 표본으로 사용하여,

18) 공정거래위원회(2003)

19) Joh Sung-Wook(2003)

소유권과 의결권의 괴리가 기업 성과에 미치는 영향을 회귀분석을 통해 파악하고자 했다. 통제변수로는 지배권과 소유권의 차분 이외에 로그자산, 자기자본비율, 70대 재벌더미변수, 매출에서 수출이 차지하는 비율, 광고가 매출에서 차지하는 비율, 시장점유율, 연도더미, 산업더미 등을 사용하였다. 분석결과 상장법인이나 등록법인만을 대상으로 분석한 경우 1% 유의수준에서 '지배권-소유권'의 계수가 통계적으로 음(-)의 값으로 나타났다. 1996년 30대 재벌기업을 통제변수로 사용하여 상장법인 대상으로 한 경우, 두 가지 종속변수 모두에 대해서 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 결과가 얻어졌다. 이에 실증분석 결과는 의결권과 소유권의 괴리가 커질수록 기업의 가치가 하락함을 시사한다고 볼 수 있다²⁰⁾.

20) 공정거래위원회(2003)

제 3 장 실증분석

제 1 절 변수의 설정

1. 현금흐름권, 의결권, 의결권 승수

1) 현금흐름권

현금흐름권(cash flow right)는 실질소유권(real ownership right) 또는 배당권(dividend right) 등으로 불리기도 한다. 본 연구에서는 해당기업이 전체자신을 모든 주주에게 배분하면서 정산할 때 각 주주들이 받을 실질적 소유지분율을 ‘실질소유권²¹⁾’으로 정의하고, 배당권은 기업이 이익을 배당할 때 특정 주주에게 주어지는 배당이 전체 배당에서 차지하는 비율로 정의할 수 있다²²⁾.

기업집단의 총수일가가 각 계열사에 대해서 갖는 실질소유권을 계산해보면 N개의 소속 계열사를 거느린 기업집단을 고려하고, 총수일가의 계열사 I 에 대한 직접 소유지분율을 DI 라고 하자($I=1,2,...,N$), 또한 이 기업집단 내에서 각 계열사들간에 순환출자내지 교차 피라미드식 출자관계가 형성될 터인데, 계열사 J 가 보유한 계열사 I 에 대한 소유지분율을 SIJ 라고 한다. ($I=1,2,...,N$, $J=1,2,...,N$)

총수일가의 계열사 I 에 대한 실질소유권을 XI 라고 정의하면

21) 본연구에서 현금흐름권과 실질소유권을 동일한 개념으로 한다.

22) 만약 모든 주식이 보통주로만 구성되어 있다면 실질소유권은 배당권과 일치한다. 그러나 우선주가 있을 때에는 보통주와 우선주의 가격 격차 때문에 둘이 일치하지 않는다.

$$X_I = DI + \sum_{J=1}^N SI_{IJ} \cdot X_J, \quad I = 1, 2, \dots, N^{23)} \quad (\text{식 2-1})$$

(식 2-1)은 계열사 I 에 대한 총수일가의 실질소유권이 계열사 I 에 대한 총수일가의 직접 소유지분과 기업집단 내에 속한 모든 계열사를 거쳐 이루어지는 계열사 I 에 대한 간접적 소유지분의 합으로 구성됨을 나타내고 있다²⁴⁾. (식2-1)을 풀어보면

$$X_I = DI + \sum_{J=1}^n SI_{IJ} \cdot D_J + \sum_{J=1}^n SI_{IJ} \sum_{K=1}^n SJ_{JK} \cdot D_K + \dots, \\ (I, J, K, \dots = 1, 2, \dots, n)^{25)} \quad (\text{식 2-2})$$

로 풀어 쓸 수 있다²⁶⁾. 이러한 과정은 무한히 계속되며, 총수일가의 실질소유권은 바로 회사의 자산을 모두 주주들에게 분배할 때 받는 총 지분을 의미한다.

(식 2-1)로 돌아가 모든 계열사 i 에 대해 성립하므로 실질 소유지분을 x_i 는 n 개의 계열사에 대해 연립방정식의 형태로 풀어야 구할

23) 정병휴, 양영식(1992)

24) 이식에서 DI 는 계열사 I 에 대한 총수일가의 직접지분을 측정하고, $\sum_{J=1}^N SI_{IJ} \cdot X_J$ 에서 $SI_{IJ} \cdot X_J$ 는 계열사 I 에 자사주(자사주 펀드 포함) 지분을 통해 총수일가에 귀속되는 실질 소유지분을 측정하고 $SI_{IJ} \cdot X_I$ ($I \neq J$)는 계열사 I 에 출자한 계열사 J 의 지분을 통해 간접적으로 총수일가에 귀속되는 실질 소유지분을 측정한다.

25) 김진방(2000)

26) 계열사 I 의 모든 자산을 주주들에게 분배 할 경우, 총수일가는 D_I 는 '1차 배당'이고, $\sum_{J=1}^n SI_{IJ} \cdot D_J$ 는 '2차 배당'의 총액인데 총수일가는 $SI_{II} \cdot D_I$ 만큼 배당을 받고, 계열사 I 로부터 받는 배당금 SI_{II} 는 모든 주주들에게 배당할 때 발생한다. $\sum_{J=1}^n SI_{IJ} \sum_{K=1}^n SJ_{JK} \cdot D_K$ 는 2차 배당에서 각계열사들이 받은 배당을 다시 배당해 줄때 나오는 '3차 배당'의 총액이라보면 된다.

수 있다.

$$X = D + S \cdot x \Leftrightarrow \begin{pmatrix} X_1 \\ X_2 \\ \vdots \\ X_N \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} D_1 \\ D_2 \\ \vdots \\ D_N \end{pmatrix} +$$

$$\begin{pmatrix} S_{11} & S_{12} & \cdots & S_{1N} \\ S_{12} & S_{22} & \cdots & S_{2N} \\ \vdots & \vdots & & \vdots \\ S_{N1} & S_{N2} & \cdots & S_{NN} \end{pmatrix} \cdot \begin{pmatrix} X_1 \\ X_2 \\ \vdots \\ X_N \end{pmatrix}$$

(식2-3)(식 2-3)을 미지의 벡터 x에 대하여 풀면 아래와 같은 식이 나온다.

$$X = (I_N - S)^{-1} \cdot D \quad (\text{식 2-4})$$

(식 2-4)에선 I_N 은 $N \times N$ 단위행렬이다. 이와 같은 방법으로 구해진 벡터 X 의 I 번째 원소 X_I 가 바로 총수일가의 계열사 I 에 대한 실질소유권이다²⁷⁾.

2) 의결권

본 연구에서 총수일가의 의결권(지배권)²⁸⁾은 해당 기업의 주요한 의사결정시 총수일가가 동원하여 지배할 수 있는 주식의 전체 주식에 대한 비율을 말한다. 이때 주의할 사항은 의결권이 없는 주식들을 제

27) 재정경제부 용역보고서(2003)

28) 본 연구에서 의결권과 지배권은 같은 의미이다.

외하는 것이다. 첫째는 우선(preferrde stock)의 의결권이 없으므로 의결권 계산에서 제외하고, 보통주(common stock)만을 고려하여야 한다²⁹⁾. 둘째, 보통주 가운데 자사주와 자사주 펀드도 상법 및 신탁업법에 의해 의결권이 없으므로, 이들도 제외할 필요가 있다³⁰⁾. 이렇게 의결권이 있는 주식의 총수를 계산한 후, 총수일가가 행사 할 수 있는 의결권의 수를 계산해야 한다. 먼저 총수일가의 직접 자본을 계산해야 하는데 총수 개인의 직접 지분에 공정거래법 시행령상 정의된 친족(배우자, 8촌이내의 혈족, 4촌 이내의 인척)의 지분, 총수일가가 ‘사실상 지배하는’ 비영리법인 또는 단체의 지분, 임원의 지분을 더하여 총수일가의 직접 지분을 계산한다³¹⁾. 직접 지분에 더해 계열사 지분을 모두 총수일가의 의결권에 포함시킨다³²⁾. 우리나라 기업집단의 특징은 소속회사의 주주 총회에서 총수일가가 다른 계열사의 지분을 자신의 의사를 관철하기 위하여 100% 동원할 수 있는 경우가 많으므로, 이를 반영한 것이다. 계열사 1 에 대한 총수일가의 의결권을 YI 정의하면

$$YI = \frac{DI + \sum_{J \neq 1} SIJ}{1 - SIJ} \quad (\text{식2-5})$$

(식 2-5)이 된다³³⁾. 자사주가 없는 계열사의 경우에는 본 연구에서

29) 상법 제370조 1항을 참조

30) 상법 제369조 2항을 참조

31) 공정거래법 시행령 제3조를 참조, 이는 실질소유권을 계산할 때도 동일하게 적용된다.

32) 이는 계열사의 의결권 지분을 총수일가의 의결권에 포함시키는 것은 총수일가의 자신의 직접적인 의결권 지분뿐만 아니라 동일 기업집단 내 소속 다른 계열사의 의결권 지분마저 동원하여 개별 계열사의 의사결정에 영향을 미칠 수 있음을 전제한 것이다.

33) 유의점으로 첫째, 우선주는 의결권이 없으므로 제외하고 보통주만 대상으로 한다. 둘째, 분자는 물론, 분모에서 자사주 및 자사주 펀드, 즉 SIJ 가 빠져 있다. 이유는 주주총회의 의결에 있어 발행 주식 총수를 계산할 때 의결권 있는 주식

정의하는 의결권 YI 는 공정거래위원회에서 발표하는 ‘내부 지분(총수익가의 지분 + 비영리법인 지분 + 임원 지분 + 계열사 지분)’과 일치한다. 하지만 자사주와 자사주 펀드는 법에 의해 의결권이 없으므로, 지배주주일가의 의결권을 계산할 때 이를 제외하는 것이 바람직하다³⁴⁾.

3) 의결권 승수

현금흐름권(실질소유권)과 지배권(의결권)의 괴리를 측정하는 방법으로 여러 가지가 있으나 일단 상식적으로 생각할 수 있는 의결권과 실질소유권의 차분 $YI - XI$ 또는 비율 YI / XI 를 그 괴리의 척도로 볼 수 있다.

먼저 두 지표를 이용하여 어떤 지표가 더 정확히 측정하는 것인지 고려하여 보자. 예를 들어 실질소유권이 10% 이면서 의결권이 40% 인 경우 둘다 차분은 30% 이다. 주식이 분산되어 있는 상장 법인의 경우, 40% 의 지분을 확보하면 70% 를 확보한 경우와 마찬가지로 권리를 행사한다³⁵⁾. 이때 전자가 후자보다 의결권과 실질소유권의 괴리의 문제가 더욱 심각하다고 볼 있다. 그러므로 본 연구에서는 YI / XI 를 ‘의결권 승수’로 이용한다³⁶⁾.

$$\text{의결권 승수} = \text{의결권} / \text{실질소유권} = YI / XI$$

만을 고려하기 때문이다.

34) 공정거래위원회(2003)

35) 주주총회에서 이사선임 등 주요 안건을 통과시킴.

36) 공정거래위원회(2003)

2. 종속변수

소유구조가 기업 가치에 미치는 영향의 실증분석을 위한 기업 가치로 이용되어 왔다. 우리나라 기업을 대상으로 실증분석을 행한 김영숙·이재춘(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 비율으로써 잠재적 무형자산의 영향을 포함하여 이론적인 경제적 효율성의 개념에 가장 근접한 개념으로 평가 받고 있다. Tobin-Q로 실증분석한 기존의 연구로는 김주원(1992)와 김우택, 장대홍, 김경수(1993)가 있다.

김주현(1992)³⁷⁾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. 김주현(1992)은 대체비용에 대한 추정을 장부가격으로 대체하고 진정한 의미의 Tobin-Q를 측정했다고 보기 어렵다.

37) 기업경영자의 성과변수로서 Tobin-Q 를 사용하여 39% 에서 전환점을 찾아 39% 이하에서의 기업 가치의 하향곡선은 경영자 안주주의 가설로 설명되고 있다고 본다.

또한 김우택, 장대홍과 김경수(1993)³⁸⁾는 연도 말의 주가를 기업자산의 시장가치로 가정하고 이를 주당 순자산의 대체원가로 나눈 값으로 측정했다. 주당 순자산의 대체원가는 측정의 용이성을 고려하여 주당 순자산의 장수가격에 주당 재평가액을 합산한 값으로 정의하였다.

본 연구에서는 스미스와 왓츠(Smith&Watts, 1992)의 방법으로 계산한 Tobin-Q 를 기업 가치의 대용변수로 사용하기로 한다. Tobin Q 는 1998-2001년 자료를 평균하였다.

38) 두개의 상이한 소유-경영 구조 하에서 Tobin-Q 비율을 측정한 기업 가치가 소유지분의 분산에 의해 어떤 영향을 받는지 실증적으로 검증하였다. 소유경영체제에서는 25% 이상의 영역에서는 다시 증가하고 20% 이상의 전환점이 나타나고 있고, 전문경영체제하에서는 20% 까지 가치하락, 20%-25% 가치상승, 25%이상에서 가치 하락하는 형태를 나타낸다.

3. 통제변수

본 연구에서 기업 소유 구조가 기업 가치의 대용변수인Tobin-Q 에 미치는 영향을 분석하는데 있어서 소유구조를 측정하는 대주주 직접지분율 이외의 변수가 기업 가치에 미치는 영향을 검토하기 위하여 김주현(1992), 정병휴, 양영식(1992), 김우택, 장대홍, 김경수(1993), 김영숙, 이재춘(1999)의 연구에서 사용된 통제변수들을 참조하여 연구개발비율, 광고선전비율, 기업 규모, 부채비율 등을 통제변수로 사용하였다.

연구개발활동³⁹⁾에 대한 투자가 클수록 기업 가치가 클 것으로 예상된다. 그러나 우리나라 기업은 연구개발활동에 대한 투자가 적어 선진국에 비해 적을 것으로 예상된다. 본 연구에서는 IMF이후 연도별로 연구개발비율(RD)을 경상연구개발비와 연구개발비의 합을 총자산으로 나눈 비율로 측정하였다. 각 연도별 광고선전비율(PR)⁴⁰⁾을 광고선전비의 합을 총자산으로 나눈 비율로 측정하였다. 기업 규모(SIZE)⁴¹⁾는 총자산의 자연대수를 이용하였다. 기업의 크기에 자연대수를 취한 이유는 다른 통제변수들의 비율자료가 많아 이와 균형을 맞추고 또한 총자산가액 자체가 기업의 크기를 나타내는데 충분하나 크기가 실증연구에 사용하기에는 지나치게 크고, 총자산가액과 기업변수와의 관계는 완전한 선형보다는 기업의 크기

39) 과학기술분야에서 새로운 지식의 향상을 꾀하는 일련의 계획된 탐구활동과, 이 탐구활동에서 획득된 지식이나 경험을 신제품이나 신공정의 개발에 전환시키는 비경상적 성격을 띤 일련의 체계적인 기술 활동을 의미한다.

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

41) 기업의 규모가 클수록 무형자산의 크기가 커져 기업규모와 무형자산에 양(+)의 관계가 존재하여 기업 가치가 커진다는 주장과 높은 수준의 내부 주주 지분율은 소규모 기업규모의 대용변수일 가능성에서는 기업규모와 기업 가치간의 음(-)의 관계가 존재하므로 기업 가치가 낮을 것을 기대한다.

가 커질수록 완만한 관계를 갖고 있을 것이라는 추정에서 비롯되었다. 부채비율(IB)은 총부채를 총자산으로 나눈 비율로 측정하였다.

[표 1] 변수의 정의

변 수	비 고
대주주 직접지분율 (DI)	보통주 지분율만 고려
실질소유권 (XI)	$XI = DI + \sum_{j=1}^N SIJ \cdot DJ$
의결권 (YI)	$YI = \frac{DI + \sum_{j \neq 1} SIJ}{1 - SIJ}$
의결권 승수 (MI)	$\frac{\text{의결권}(YI)}{\text{실질소유권}(XI)}$
Tobin-Q	$\frac{(\text{총자산의 장부가치} + \text{발행주식의총시장가치} - \text{자기자본의장부가치})}{\text{총자산의장부가치}}$
광고선전비율 (PR)	$\frac{\text{광고선전비}}{\text{총자산}}$
연구개발비율 (RD)	$\frac{(\text{정상연구개발비} + \text{연구개발비})}{\text{총자산}}$
기업규모 (SIZE)	총자산의 자연대수
부채비율 (DB)	$\frac{\text{총부채}}{\text{총자산}}$

제 2 절 표본자료

본 연구는 다음 기준을 만족시키는 1998. 12.부터 2001. 12.까지 4년간의 자료를 이용하여 분석하였다.

표본 선정기술

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

필요한 주식소유지분자료를 한국상장회사협의회의 ‘상장회사총람’, 한국상장회사협의회의 데이터베이스를 활용하여 수집하였다. 최종적으로 표본선정기준에 만족하는 기업은 60개였다. 본 연구에서 사용한 60개 기업의 표본 및 변수별 표준편차 및 평균은 아래의 표와 같다⁴²⁾.

42) 김웅진(2003)

[표 2] 표본기업의 표본기업의 분포

번 호	업 종	표본기업수
1	음·식료제조업	4
2	화합물 및 화학제품제조업	11
3	제1차 금속산업	2
4	기타기계 및 장비제조업	5
5	전자부품·영상·음향 및 통신장비제조업	6
6	의료·정밀, 광학기기 및 시계제조업	1
7	자동차 및 트레일러제조업	2
8	기타 제조업	5
9	연구 및 개발업	2
10	건설업	3
11	전기가스 및 수도사업	5
12	숙박 및 음식점업	1
13	운송업	5
14	통신업	2
15	사업서비스업	1
16	도매 및 소매업	5
	합 계	60

[표 3] 표본기업의 변수별 평균 및 표준 편차

변 수		종속변수	통 제 변 수						
		Tobin-Q	대주주 직접지 분율 (DI)	실질소유 권 (XI)	의결권 승수 (MI)	기업규모 (SIZE)	연구개 발비율 (RD)	광고선 전비율 (PR)	부채비 율 (DB)
10대 재별 전체	평균	0.71	10.23	271.56	18.59	618.55	4.99	62.70	21.20
	표준 편차	0.12	10.29	347.82	13.43	680.73	4.24	86.32	1.00
	최대	1.42	51.35	2636.82	60.42	3650.57	31.17	971.56	24.05
	최소	0.28	0.00	0.00	1.01	1.02	1.00	1.00	18.42
4대 재별	평균	0.71	7.66	197.89	12.30	326.82	6.64	96.51	21.40
	표준 편차	0.13	8.78	288.64	10.53	410.11	5.44	123.96	1.01
	최대	1.42	46.83	2193.04	54.77	2999.75	31.17	971.56	24.05
	최소	0.28	0.00	0.00	1.01	1.02	1.00	1.00	19.30
5-10 대 재별	평균	0.71	14.38	390.08	28.72	1087.84	2.35	8.31	20.90
	표준 편차	0.10	10.54	421.14	14.28	943.77	1.16	8.31	0.97
	최대	1.00	51.35	2636.82	60.42	3650.57	8.50	72.25	23.11
	최소	0.37	0.00	0.00	8.81	77.61	1.00	1.00	18.42

제 3 절 모형의 설정

우리 나라의 상장기업을 표본을 한 김우택, 장대홍과 김경수(1993), 김영숙과 이재춘(1999)의 연구에서 절충가설이 지지되었다. 이들 연구결과를 토대로 소유구조와 기업 가치 간에 절충가설이 존재할 것으로 보아 다음과 같은 선형모형과 비선형모형 모형을 가지고 검증하고자 한다.

1. 대주주 직접지분율과 의결권 승수를 사용한 모형

대주주 직접지분율(DI)과 의결권 승수(MI)가 기업 가치에 미치는 영향을 검증하기 위해 [표 4]모형 1 은 대주주 직접지분율(DI)과 의결권 승수(MI)로 선형모형으로 만들었다. [표 5]모형 2 는 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 절충가설을 분석하기 위해 대주주 직접지분율(DI), 대주주 직접지분율의 제곱(DI²)과 의결권 승수(MI)을 가지고 만들었다. 이로 인하여 대주주 직접지분율과 기업 가치의 비선형관계를 가정하는 비선형모형을 설정하고 있다. 모형 1, 2 모두는 기업 가치와 소유지분에 동시에 영향을 미칠 수 있는 가능성을 통제하기 위해서 통제변수로 연구개발비율(RD), 광고비율(PR), 기업규모(SIZE), 부채비율(DB)를 포함시켜 다음과 같은 회귀식을 설정하였다.

모형 1 선형모형

$$\begin{aligned} \text{기업 가치} = & a + \beta_1 DB + \beta_2 PR + \beta_3 SIZE + \beta_4 RD \\ & + \beta_5 DI + \beta_6 MI \end{aligned}$$

단, a : 회귀상수

β_1 : DB 는 부채비율

β_2 : PR 는 광고비율

β_3 : SIZE 는 기업규모

β_4 : RD 는 연구개발비율

β_5 : DI 는 대주주 직접지분율

β_6 : MI 는 의결권 승수

모형 2 비선형모형

$$\begin{aligned}\text{기업 가치} = & a + \beta_1 DB + \beta_2 PR + \beta_3 SIZE + \beta_4 RD \\ & + \beta_5 DI + \beta_6 DI^2 + \beta_7 MI\end{aligned}$$

단, a : 회귀상수

β_1 : DB 는 부채비율

β_2 : PR 는 광고비율

β_3 : SIZE 는 기업규모

β_4 : RD 는 연구개발비율

β_5 : DI 는 대주주 직접지분율

β_6 : DI^2 는 대주주 직접지분율의 제곱

β_7 : MI 는 의결권 승수

2. 대주주 실질소유권과 의결권 승수를 사용한 모형

대주주 실질소유권(XI)과 의결권 승수(MI)가 기업 가치에 미치는 영향을 검증하기 위해 [표 6] 모형 1 은 대주주 실질소유권(XI)과 의결권 승수(MI)로 선형모형으로 만들었다. [표 7] 모형 2 는 소유권과 의결권의 괴리가 기업가치에 미치는 영향에 관한 절충가설을 분석하기 위해 대주주 실질소유권(XI), 대주주 실질소유권의 제곱(XI^2)과 의결권 승수(MI)을 가지고 만들었다. 이로 인하여 대주주 실질소유권과 기업 가치의 비선형관계를 가정하는 비선형모형을 설정하고 있다. 모형 1, 2 모두는 기업 가치와 소유지분에 동시에 영향을 미칠 수 있는 가능성을 통제하기 위해서 통제변수로 연구개발비율(RD), 광고비율(PR), 기업규모(SIZE), 부채비율(DB)를 포함시켜 다음과 같은 회귀식을 설정하였다.

모형 1 선형모형

$$\text{기업 가치} = a + \beta_1 DB + \beta_2 PR + \beta_3 SIZE + \beta_4 RD + \\ \beta_5 XI + \beta_6 MI$$

단, a : 회귀상수

β_1 : DB 는 부채비율

β_2 : PR 는 광고비율

β_3 : SIZE 는 기업규모

β_4 : RD 는 연구개발비율

β_5 : XI 는 대주주 실질소유권

β_6 : MI 는 의결권 승수

모형 2 비선형모형

$$\text{기업 가치} = a + \beta_1 DB + \beta_2 PR + \beta_3 SIZE + \beta_4 RD + \\ \beta_5 XI + \beta_6 XI^2 + \beta_7 MI$$

단, a : 회귀상수

β_1 : DB 는 부채비율

β_2 : PR 는 광고비율

β_3 : SIZE 는 기업규모

β_4 : RD 는 연구개발비율

β_5 : XI 는 대주주 실질소유권

β_6 : XI^2 는 대주주 실질소유권의 제곱

β_7 : MI 는 의결권 승수

제 4 절 분석결과

1. 대주주 직접지분율과 의결권 승수를 사용한 모형

기업성과를 결정하는 주요한 요인으로 전개되어 온 여타의 변수를 회귀모형에 추가할 때 대주주 직접지분율이 기업성과에 계속 어떤 영향을 미치는지를 검증하기 위해 통제변수를 고려해서 분석한 결과이다. 이러한 분석은 대주주 직접지분율과 기업성과간의 관계가 이들 두 변수간의 관계에 의한 결과인지 아니면 제3의 다른 변수간의 관계에 의한 것인지에 대한 판단의 근거를 제공한다. 본 연구의 통제변수로는 대주주 직접지분율, 의결권 승수, 부채비율, 광고비율, 기업규모, 연구개발비율을 이용하였다.

분석결과 [표 4] 모형 1 은 선형적인 모형으로 10대 재벌 전체일 때, 기업 부채비율은 양(+)의 관계로 나왔다. 이는 기업 부채비율이 높으면 기업 가치가 높아진다. 광고비율은 음(-)의 관계로 나왔는데, 이는 기업 광고비율이 높으면 기업 가치가 떨어진다는 것이다. 기업 규모는 음(-)의 관계로 나왔다. 이는 기업 규모가 높아질수록 기업 가치는 떨어진다는 것이다. 기업 연구개발비용은 음(-)의 관계로 나왔는데, 기업 연구개발비용이 높을수록 기업 가치가 낮아진다는 것이다. 4대 재벌의 통제변수는 위의 10대 재벌 전체와 동일한 결과가 나왔지만 광고비율은 통계적으로는 유의하지 않았다. 5·10대 재벌은 기업 부채비율과 광고비율은 10대 재벌 전체의 결과 같다. 하지만, 연구개발비용과 기업 규모는 양(+)의 관계가 나왔다. 연구개발비용이 높아질수록 기업가치도 높아진다. 기업 규모는 통계적으로 유의하지 않았다.

대주주 직접지분율이 기업 가치에 미치는 영향에 대하여 10대 재벌 전체, 4대 재벌, 5·10대 재벌에 걸쳐 모두 음(-)의 관계가 나왔다. 이는 대주주 직접지분율이 높아질수록 기업가치가 떨어진다는 것을 나타낸다. 의결권 승수가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 10대 재벌 전체와 4

대 재벌은 음(-)의 관계로 나왔다. 의결권 승수가 높을수록 기업 가치가 떨어진다는 것을 나타낸다. 하지만, 5-10대 재벌은 양(+)의 관계로 나왔다. 5-10대 재벌은 대주주 직접지분율이 높아질수록 기업가치도 높아진다. 선형모형에서 의결권 승수가 기업 가치에 미치는 영향에 대하여 4대 재벌과 5-10대 재벌은 서로 상반된 효과를 가지고 있다.

분석결과 [표 5] 모형 2 는 10대 재벌 전체, 4대 재벌, 5-10대 재벌의 통제변수는 [표 4]와 동일하게 나타났다. 대주주 직접지분율이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 10대 재벌 전체와 5-10대 재벌에는 U자형 절충가설이 지지된다. 이는 대주주 직접지분율이 일정지분으로 낮아지면 기업 가치도 떨어지다가 일정시점에서 대주주 직접지분율이 상승하면 기업 가치도 상승한다. 4대 재벌도 절충가설은 지지되지만 통계적 유의하지는 않았다. 의결권 승수가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 10대 재벌 전체와 4대 재벌에서는 음(-)의 관계가 나왔다. 이는 의결권 승수가 높을수록 기업 가치는 낮아진다. 5-10대 재벌은 양(+)의 관계로 나왔지만 통계적으로 유의하지는 않았다. 비선형적 모형에서 의결권 승수가 기업 가치에 미치는 영향에 대하여 10대 재벌 전체와 4대 재벌은 같은 효과를 가지고 있다.

[표 4] 모형 1

통제변수	10대 재벌 전체		4대 재벌		5-10대 재벌	
	추정치	t 값	추정치	t 값	추정치	t 값
INTERCEPT	0.43237***	4.76	0.72009***	4.86	0.11486	1.02
DB	0.93719***	26.58	1.03603***	20.74	0.77610***	18.57
PR	-2.06339***	-4.76	-0.74070	-0.63	-1.67772***	-4.49
SIZE	-0.01261***	-2.80	-0.02700***	-3.84	0.00481	0.90
RD	-1.49231*	-1.79	-1.68599*	-1.64	4.74051**	2.22
DI	-0.00182***	-4.16	-0.00283***	-4.21	-0.00043	-0.84
MI	-0.00171*	-1.86	-0.00315***	-2.74	0.01080**	2.48
AD.R ²	0.8034		0.8046		0.8755	
F -value	163.74***		101.90***		107.66***	
N	240		148		92	
DW	0.881		0.914		1.093	

주 : *** - 유의수준 1%, ** - 5%, * - 10%

[표 5] 모형 2

통제변수	10대 재벌 전체		4대 재벌		5-10대 재벌	
	추정치	t 값	추정치	t 값	추정치	t 값
INTERCEPT	0.44795***	4.75	0.72415***	4.88	0.09528	0.88
DB	0.94223***	26.88	1.04045***	20.66	0.79254***	19.52
PR	-1.94171***	-4.50	-0.72540	-0.62	-1.28076***	-3.32
SIZE	-0.01205***	-2.69	-0.02709***	-3.85	0.00693	1.33
RD	-1.41618*	-1.71	-1.58441	-1.53	5.70691***	2.74
DI	-0.00421***	-3.55	-0.00425**	-2.17	-0.00429***	-2.92
DI ²	0.00005**	2.16	0.00003	0.77	0.00007***	2.82
MI	-0.00228**	-2.40	-0.00338***	-2.84	0.00454	0.96
AD.R ²	0.8064		0.8041		0.8849	
F -value	143.24***		87.18***		100.98***	
N	240		148		92	
DW	0.889		0.915		1.135	

주 : *** - 유의수준 1%, ** - 5%, * - 10%

2. 대주주 실질소유권과 의결권 승수를 사용한 모형

기업성과를 결정하는 주요한 요인으로 전제되어 온 여타의 변수를 회귀모형에 추가할 때 대주주 실질소유권이 기업성과에 계속 어떤 영향을 미치는지를 검증하기 위해 통제변수를 고려해서 분석한 결과이다. 이러한 분석은 대주주 실질소유권과 기업성과간의 관계가 이들 두 변수간의 관계에 의한 결과인지 아니면 제3의 다른 변수간의 관계에 의한 것인지에 대한 판단의 근거를 제공한다. 본 연구의 통제변수로는 대주주 실질소유권, 의결권 승수, 부채비율, 광고비율, 기업규모, 연구개발비율을 이용하였다.

분석결과 [표 6] 모형 1 은 선형 모형으로 [표 4] 모형 1 의 통제변수와 동일한 결과가 나왔다. 대주주 실질소유권이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 10대 재벌 전체, 4대 재벌, 5-10대 재벌은 모두 음(-)의 관계가 나왔다. 의결권 승수가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 10대 재벌 전체와 4대 재벌은 음(-)의 관계가 나왔다. 5-10대 재벌은 양(+)의 관계가 나왔지만 통계적으로 유의하지 않았다. 선형모형에서 의결권 승수가 기업 가치에 미치는 영향에 대하여 10대 재벌 전체와 4대 재벌은 같은 효과를 가지고 있다.

분석결과 [표 7] 모형 2 는 10대 재벌 전체, 4대 재벌, 5-10대 재벌의 통제변수는 [표 4]와 동일하게 나타났다. 대주주 실질소유권이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 10대 재벌 전체와 5-10대 재벌에는 U자형 절충가설이 지지된다. 이는 대주주 실질소유권이 일정지분으로 낮아지면 기업 가치도 떨어지다가 일정시점에서 대주주 실질소유권이 상승하면 기업 가치도 상승한다. 4대 재벌도 절충가설은 지지되지만 통계적 유의하지는 않았다. 의결권 승수가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 10대 재벌 전체와 4대 재벌에서는 음(-)의 관계가 나왔다. 5-10대 재벌도 음(-)의 관계로 나왔지만 통계적으로 유의하지는 않았다. 비선형적 모형에서 의결권 승수가 기업 가치에 미치는 영향에 대

하여 10대 재벌 전체와 4대 재벌은 같은 효과를 가지고 있다.

[표 8]은 [표 7]의 모형 2 중에서 10대 재벌 전체를 1998~2001년으로 나눈 분석결과이다. 의결권 승수가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 추정치를 보면 매년 높아지는 것을 나타낸다. 이는 한국 10대 재벌 전체가 적은 소유지분을 가지고 많은 지배권을 행사한다는 것을 실증분석하고 있다. 또한 의결권승수가 기업가치에 미치는 영향도 음(-)의 관계로 나와 의결권 승수가 높을수록 기업가치는 떨어진다. 한국 10대 재벌전체는 1998년 기업가치보다 2001년 기업가치가 더 떨어졌다는 것을 의미한다. 이는 한국 10대 재벌 전체에서 소유-지배의 괴리가 매년마다 더 심각해지고 있다는 것을 나타낸다.

[표 6] 모형 1

통제변수	10대 재벌 전체		4대 재벌		5-10대 재벌	
	추정치	t 값	추정치	t 값	추정치	t 값
INTERCEPT	0.46508***	4.66	0.63213***	4.24	0.21703*	1.78
DB	0.93687***	26.35	1.04222***	20.15	0.77802***	19.28
PR	-2.00457***	-4.58	-0.94149	-0.78	-1.49633***	-3.96
SIZE	-0.01279***	-2.76	-0.02294***	-3.24	0.00133	0.24
RD	-1.64228*	-1.95	-1.94301*	-1.85	6.52497***	2.83
XI	-0.00138***	-3.63	-0.00201***	-3.11	-0.00106**	-2.03
MI	-0.00205**	-2.03	-0.00287**	-2.32	0.00621	1.31
AD.R ²	0.8001		0.7942		0.8803	
F -value	160.41***		95.54***		112.52***	
N	240		148		92	
DW	0.876		0.898		1.109	

주 : *** - 유의수준 1%, ** - 5%, * 10%

[표 7] 모형 2

통제변수	10대 재벌 전체		4대 재벌		5-10대 재벌	
	추정치	t 값	추정치	t 값	추정치	t 값
INTERCEPT	0.48850***	4.91	0.62982***	4.21	0.40189***	3.11
DB	0.95464***	26.43	1.04743***	19.83	0.81097***	20.46
PR	-1.92545***	-4.42	-0.92751	-0.77	-1.04732***	-2.72
SIZE	-0.01309***	-2.85	-0.02266***	-3.19	-0.00222	-0.41
RD	-1.69899**	-2.04	-1.91154*	-1.81	7.32054**	3.33
XI	-0.00417**	-3.21	-0.00296	-1.52	-0.00859***	-3.59
XI ²	0.00004**	2.25	0.00001	0.52	0.00009**	3.22
MI	-0.00322***	-2.85	-0.00311**	-2.34	-0.00580	-0.99
AD.R ²	0.8035		0.7931		0.8922	
F -value	140.60***		81.50***		108.55***	
N	240		148		92	
DW	0.906		0.901		1.119	

주 : *** - 유의수준 1%, ** - 5%, * - 10%

[표 8] 10대 재벌 전체의 비선형모형

통제변수	10대 재벌 전체							
	1998		1999		2000		2001	
	추정치	t 값	추정치	t 값	추정치	t 값	추정치	t 값
INTERCEPT	0.22677**	2.12	0.50399*	2.87	0.57976***	2.84	0.70457***	2.65
DB	0.88094***	19.20	1.03388***	13.29	1.00973***	12.93	1.04617***	11.86
PR	-2.17738***	-3.75	-2.17313*	-2.51	-1.60088**	-2.17	-1.95933*	-1.74
SIZE	-0.00200	-0.39	-0.01467*	-1.77	-0.01789*	-1.90	-0.02362*	-1.93
RD	0.28173	0.18	-2.45318	-1.48	-1.94825	-1.26	-1.44021	-0.79
XI	-0.00200	-1.43	-0.00642***	-2.79	-0.00455*	-1.69	-0.00537	-1.57
XI ²	0.00003	1.52	0.00008**	2.20	0.00004	1.01	0.00005	0.97
MI	-0.00085	-0.70	-0.00036*	-1.84	-0.00393*	-1.68	-0.00490*	-1.64
AD.R ²	0.9021		0.8112		0.7965		0.7736	
F —value	78.64***		37.20***		34.00***		29.80***	
N	60		60		60		60	
DW	1.301		1.570		1.739		1.816	

주 : *** - 유의수준 1%, ** - 5%, * - 10%

제 5 장 결론

본 연구에서 소유구조가 기업 가치에 미치는 영향과 소유권과 의결권의 괴리가 기업 가치에 미치는 영향에 대해서 의결권 승수 개념을 적용하여 유의한 관계가 있는지 실증분석 하였다.

실증분석을 위한 표본자료는 1998년부터 2001년 사이에 계속 상장된 12월 결산기의 60개의 한국 10대 재벌 중 제조기업을 대상으로 선정되었다. 종속변수는 기업가치변수인 Tobin-Q를 사용하였다. 통제변수는 대주주 직접지분율, 실질소유권, 의결권, 의결권승수, 광고선전비율, 연구개발비율, 기업규모, 부채비율 등을 이용하여 다중회귀분석을 실시하였다.

본 연구는 이러한 자료를 가지고 분석한 결과 크게 아래와 같은 결과를 얻을 수 있다.

첫째, 소유구조가 기업 가치에 미치는 영향은 [표 4] 선형모형에서는 10대 재벌 전체와 4대 재벌은 음(-)의 관계가 5-10대 재벌은 양(+)의 관계가 나왔다. 이는 4대 재벌은 대주주 직접지분율이 높을수록 기업가치는 떨어지고, 반대로 5-10대 재벌은 대주주 직접지분율이 높을수록 기업가치도 높아지므로 경영자 안주가설을 지지하지 않는다. [표 5] 비선형모형에서는 10대 재벌 전체와 5-10대 재벌에서만 완만한 U자형으로 절충가설이 지지된다. 특히, 4대 재벌에서는 경영자 안주가설에 가깝다. 이는 4대 재벌은 소유구조가 높을수록 기업 가치는 떨어진다는 것을 나타낸다.

둘째, 소유권과 의결권의 괴리가 기업 가치에 미치는 영향에 대하여 [표 6] 선형모형에서는 10대 재벌 전체와 4대 재벌은 소유권과 의결권의 괴리가 높을수록 기업 가치는 하락시키는 것으로 나타났다. 이는 경영자 안주가설에 가깝다. 하지만, 5-10대 재벌은 통계적 유의성은 낮았지만, 소유권과 의결권 괴리가 높을수록 기업 가치가 상승하는 것으로 나타나 경영자 안주가설을 지지하지 않는다. [표 7] 비선형모형에서 10

대 재벌 전체와 5·10대 재벌에서만 완만한 U자형으로 설충가설이 지지된다. 4대 재벌도 설충가설은 지지되지만 통계적으로 유의하지 않았다. [표 8]은 [표 7] 중에서 10대 재벌전체를 1998년부터 년도 별로 나누어 분석하였다, 매년 의결권 승수의 수치가 높아지는 것으로 나타나는데 이는 1998년부터 2001년까지 정부의 대기업 정책이 실효성을 보지 못했다는 것을 나타낸다.

특히, 4대 재벌의 경우에는 소유구조와 소유·지배의 괴리에 기업 가치에 미치는 영향에 대하여 매우 심각한 것으로 분석되었다. 이를 완화하는 방법으로 출자총액제한제도, 의결권제한 등의 정책이 필요한 것으로 나타났다.

본 연구가 가지는 한계성으로 먼저 기업구조가 기업가치에 미치는 영향을 단편적인 분석으로 인하여 유산한 변수들의 관계에서 다중공선성의 문제가 발생하여, 일반적인 다중회귀분석을 통한 회귀계수 추정시 적절치 못한 결과를 가질 수 있다. 둘째, 표본선정기준에 만족하는 기업이 60개로 정확한 계산과 객관적인 모델의 수립을 위하여 더 많은 기업모델이 필요하다.

<참 고 문 헌>

[1] 국내문헌

- 강민정(2001), 「경제위기 이후 한국 재벌의 소유구조 변화 분석」, 연세대대학원 사회학과 석사학위논문.
- 김경수 외(1996), 「한국상장기업을 통한 토빈 Q의 추정」, 『한국경제의 분석』, 제2권 2호.
- 김용열 · 조창현 · 조명현(2000), 『선진 경제 도약을 위한 기업 지배 구조 개혁』, 을유문화사.
- 김우택 · 장대홍 · 김경수(1993), 「기업가치와 대주주 지분율에 관한 실증적 연구」, 『재무연구』 제6호, pp. 55-75.
- 김용진(2003), 「기업의 소유구조가 성과에 미치는 영향에 관한 연구」, 부경대 대학원 자원경제학과 석사학위논문.
- 김원기 · 반성식(2001), 「대주주 소유지분율 차이가 기업가치에 미치는 영향」, 『경영연구』 제16권 2호.
- 김주현(1992), 「기업의 소유구조와 기업가치와의 연관성에 관한 연구」, 『재무연구』, 제6호, pp.55-75.
- 서울대학교 경제연구소 기업경쟁력연구센터(2003), 「2003년 4월1일 현재 출자총액제한 기업집단 주식소유 현황」, 『공정거래위원회 용역보고서』
- 장대홍 · 김우택 · 김경수 · 박상수(1999), 「기업의 지배, 조직구조 및 가치」, 『金融學會誌』, 제4권 제1호.pp.107-145.
- 전기임(2001), 「기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구」, 원광대 대학원 경영학과 석사학위논문.
- 정대성(2000), 「소유구조와 기업가치와의 비선형 관계에 관한 연구」, 서울대대학원 경영학과 석사학위논문.

정병훈 · 양영식(1992), 「한국재벌부분의 경제분석」, 한국개발연구원.

정정호(2001), 「우리나라 기업집단의 소유지배구조와 그 성과에 관한 연구」, 부산대 대학원 석사학위논문.

조성욱(2001), 『경제위기 이후 재벌정책의 성과에 대한 실증 분석』, KDI정책연구.

참여사회연구소 · 인하대 산업경제연구소(2003), 『한국의 재벌:기초자료 수집, 분석 및 평가』

홍장표(2001), 「발전국가와 재벌기업의 대리인 문제」, 사회경제평론, 제16호, pp.175-212.

기업정보데이터베이스(2002), 한국상장회사협의회.

[2] 외국문헌

Back, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and Kyung Suh Park(2003), "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*.

Bebchuk, L., R. Kraakman, and G. Triantis(1999), "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity ; The Creation and Agency costs of Seperating Control from Cash Flow Rights", *NBER Working Paper* No, 6951.

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

Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang(2000), "The Separation of Ownership and control in East Asian Corporations," *Journal of financial Economics*, 58, pp.81-112.

Demset, Harold, and kenneth Lehm(1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of*

Political Economy, 93., pp. 1155-1177.

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

Joh Sung Wook (2003), "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis," *Journal of Financial Economics*, pp. 287-322.

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