

기업의 소유지배구조와 수출*

김 상 호**

본 연구는 한국 제조업 상장기업의 1994~2005년 패널자료를 사용 소유지분과 수출시장 진출 간의 관련성을 분석한다. 기업이 수출시장에 진출하기 위해서는 상품개발, 시장개척, 유통망 구축 등 합몰비용의 투입이 필요하며, 수출시장은 내수시장에 비해 더 큰 위험을 지닌다. 따라서 소유가 잘 분산된 기업의 경영자는 재임기간 중 성과를 낼 수 있는 단기투자에 집중하고 위험을 수반하는 수출시장 진출을 피하려 할 것이다. 반면에 소유와 지배가 집중된 기업의 경영자는 위험하지만 잠재적인 소득창출 능력을 높일 수 있는 수출시장에 적극적으로 진출할 것이다. 수출시장 진출과 관련된 이러한 대리인 문제는 경영자의 지분율과 밀접히 관련될 것이며, 소유지분이 증가할수록 경영자는 위험한 수출시장 진출을 위해 노력할 것이다. 수출기업 여부를 종속변수로 로짓함수를 추정한 결과, 소유지분이 집중될수록 해외시장 진출은 더 활발히 이루어지고 있어 기업의 수출시장 진출에 대리인 문제가 발생하고 있음을 제시한다. 이는 산업별 추정에서도 대체로 사실로 나타나 섬유, 종이, 1차금속 및 조립금속 산업 등에서 소유권 집중이 해외시장 진출에 긍정적인 영향을 미치고 있었다. 그러나 화학산업에서는 두 변수가 음의 관계를 가지고 있었다. 이러한 관계는 수출이 매출액에서 차지하는 비율을 종속변수로 투입한 토빗모형에서도 동일하게 나타났다. 단지 산업별 추정의 종이산업에서만 그 유의성이 사라졌을 뿐이다. 본 논문은 기업의 수출에 영향을 미치는 임금, 자본집약도, 연구자본스톡, 노동생산성 등의 변수들을 통제변수로 투입기업의 수출결정요인도 살펴보았다.

핵심주제어: 기업의 소유지배권, 수출결정, 위험에 대한 태도, 로짓분석, 토빗모형
경제학문헌목록 주제분류: G30, D80, F10

* 이 논문은 2007년도 정부(교육인적자원부)의 재원으로 학술진흥재단의 지원을 받아 수행된 연구임(KRF-2007-327-B00139). 유익한 심사평을 통해 논문의 수정에 도움을 준 심사자 두 분에게 깊은 감사를 드린다.

** 호남대학교 경영대학 교수, 전화: (062) 940-5394, E-mail: shkim@honam.ac.kr
논문투고일: 2008. 10. 25 수정일: 2009. 2. 5 게재확정일: 2009. 2. 18

I. 서 론

기업의 수출실적은 요소투입비율, 임금, R&D 투자, 생산성, 기업규모 등 기업적인 특성과 산업의 특화 정도 및 보호 등과 같은 산업별 특성에 의해 결정된다. 이러한 요인들은 기업의 경쟁적 우위를 결정함으로써 기업의 수출에 영향을 미칠 것이다. 한편, 기업의 소유구조 형태가 기업의 목적과 대리인 문제(agency problem) 등을 통해 기업성과에 영향을 미친다는 사실은 잘 알려져 있다. 이 경우 지배구조는 기업가의 동기와 목표에 영향을 미침으로써 국제적인 성과인 수출실적에도 영향을 미칠 것이다. 그러나 기업의 소유구조와 성과 간의 관련성을 연구한 많은 연구들이 있음에도 불구하고 기업의 소유구조를 국제적인 성과와 결부시킨 연구는 찾기 어려웠다.

모든 조건이 동일하나 소유구조가 다른 두 기업이 존재한다고 가정할 때, 기업의 소유지배구조가 소수에 집중된 기업은 높은 성장기회를 제공하지만 위험이 존재하는 해외시장의 진출을 통해 적극적으로 기업의 가치를 증가시키려 할 것이다. 반면에 소유지배구조의 집중도가 낮은 기업의 경영인은 위험을 회피하고 상대적으로 안정적인 국내시장의 성과에 집중하려 할 것이다. 이들에게는 수출상품 개발, 시장개척 및 유통망의 구축 등 높은 초기투자를 수반하며 그 이익의 회수도 장기에 걸쳐 일어나는 실패위험이 큰 해외시장보다는 재임기간 중 단기에 성과를 낼 수 있는 국내시장에 전념하는 것이 더 이익이 되기 때문이다. 즉, 수출시장 진출에는 대리인 문제가 존재하므로 소유구조의 집중력이 강할수록 기업은 국제시장에 더 활발히 진출할 것이다.

그러나 경영자의 소유지분율이 안정적으로 소유지분을 유지할 수 있을 정도로 충분히 높아지면 경영자는 현재 상태에 안주하게 되어 위험부담을 기피해 수출시장 진출을 꺼릴 수도 있을 것이다. 이러한 추론은 소유지배구조이론의 안주화 가설(entrenchment hypothesis)에 따른 것이다. 결론적으로 소유지분과 수출성과 간 관련성은 두 변수 간 양의 관계를 지지하는 대리인 문제와 부의 관계를 제시하는 안주화 가설이라는 상반된 예측이 가능해 실증적으로 밝혀져야 할 것이다. 이러한 관점에서 본 연구는 기업의 소유지배구조가 국제적인 성과, 즉 수출에 미치는 영향을 분석하려는 시도이다.

본 연구는 지배구조에 따른 위험회피 수준의 차이가 기업의 국제시장 진출 여부를 결정하는 중요한 요인이라고 가정할 것이다. 소유지분이 잘 분산된 기

업에서 경영자는 주주의 이익보다는 자신의 이익을 대변해 위험한 수출시장 진출을 회피할 것이다. 때문에 이 기업의 경영자들은 기업이윤의 기대효용을 극대화하기를 원할 것이다. 따라서 경영자들은 위험회피적인 행동을 할 것이다. 반면에 소유지분이 집중된 기업은 소유주의 부가 한 회사에 집중되므로 이 가치를 높이기 위해 위험을 적극적으로 추구할 것이다. 따라서 소유주는 기업이 위험에 노출되는 행위를 감수하고자 한다. 즉, 이들은 기업이윤의 기대효용을 극대화하기보다는 이윤의 기대가치를 극대화하려고 할 것이다.

위험에 대한 태도는 기업의 수출 의사결정과 중요한 연관성이 있다. 수출시장에 진출하기 위해 기업은 거래선 구축, 마케팅 비용 등 함몰비용(sunk cost)을 지출해야 하며, 환위험, 새로운 시장에 대한 제한된 지식, 치열한 경쟁 및 더 큰 이윤의 변동에 직면해야 한다. 즉, 기업의 수출시장 진출은 위험을 수반하는 행위이다. 따라서 소유지분이 집중된 기업일수록 해외시장 진출 의사결정은 본질적으로 기대수입과 비용요인에 의해 이루어진다. 그러나 소유지분의 분산이 잘 된 기업의 경우 해외진출 여부는 경영자의 위험기피 수준에 의해 결정될 것이다.

본 연구는 수출시장 진출에 대한 의사결정모형을 개발하고 이를 실증분석에 적용하려는 시도이다. 기업의 해외진출은 새로운 시장을 개척하는데 드는 비용과 이에 수반되는 위험 및 기업의 위험기피 정도에 달려 있다. 본 논문은 기업이 그 상품을 해외시장에 파는 선택행위의 이익을 분석한다. 기업이 해외시장에 진출하기 위해서는 초기 투자비용을 지출해야 하며, 수출시장은 국내시장에 비해 더 큰 위험을 지니고 있다고 가정한다. 이 경우 수출 의사결정은 함몰비용과 위험회피 정도에 의존하는 함수가 된다. 본 연구는 이러한 모형의 예측력을 한국 제조업의 패널자료를 통해 실증적으로 검증할 것이다. 본 연구의 자료는 한국 제조업 상장기업들의 1994~2005년 동안의 패널자료이다. 수출기업의 소유지분과의 관련성을 분석하기 위해 수출기업 여부를 소유지분구조 및 다른 통제변수를 포함하는 설명변수에 대해 로짓회귀분석을 시도할 것이다. 나아가 수출이 매출액에서 차지하는 비율로 나타난 수출성향(export propensity)을 종속변수로 하는 토빗모형을 통해 소유지분과 수출성향 간의 관련성도 분석할 것이다.

기업의 소유지배구조를 기업의 성과와 관련시킨 기존연구는 지배구조와 전반적인 경영성과 간의 관련성을 실증적으로 분석하는 데서 활발히 진행되어 왔다. 이러한 활발한 지배구조에 대한 연구에도 불구하고 기업의 지배구조와 해

외성과 간 연관성을 분석한 연구는 없었다. 본 연구는 이러한 연구공백을 매우 기 위한 노력이다.

국제시장에서의 성과는 국내시장의 그것과 다르다는 점을 감안할 경우 이 연구의 필요성은 자명해 보인다. 국내시장에 비해 국제시장은 더 치열한 경쟁이 존재하며 시장을 개척하기 위한 많은 초기 투자가 필요할 것이다. 이러한 요인이 기업의 소유구조에 미치는 영향을 분석하는 것은 기업소유구조가 기업경영에 작동하는 구체적인 경로를 이해하는데 도움이 될 것이다.

기업의 지배구조에 대한 논쟁과 이를 둘러싼 정책적인 의사결정이 활발히 진행되고 있는 현 상황에서 기업지배구조가 국제경쟁력에 미치는 영향을 분석하는 것은 흥미로운 연구주제라 할 것이다. 특히, 수출이 경제성장의 가장 중요한 동력인 한국 경제의 소유구조와 수출 간의 관련성을 분석하는 본 연구는 중요한 정책적인 시사점을 제공할 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제I절 서론에 이어, 제II절에서는 소유지배구조와 경영성과를 분석한 기존연구의 개관을 통해 본 연구의 방향을 제시한다. 제III절에서는 수출과 소유지배구조에 관한 이론적인 모형을 제시한다. 이 절에서는 소유지분이 집중된 기업일수록 상대적으로 위험을 추구하는 의사결정을 할 것이며, 그 결과 해외시장의 진출을 적극적으로 추구할 것이라는 가설을 제시한다. 그리고 이 가설의 검정에 사용할 자료와 변수구성을 논의한다. 제IV절에서는 한국 제조업 수출함수의 실증분석 결과를 수출기업 여부를 다루는 로짓 모형과 수출성향을 분석하는 토빗모형으로 구분하여 살펴볼 것이다. 각 모형은 전체 제조업과 산업별 추정결과로 나누어 제시될 것이다. 마지막 제V절에서는 분석결과를 요약하고 연구로부터 도출된 정책적인 시사점을 정리한다.

II. 문헌연구

기업의 소유지배구조와 성과와의 관련성은 경영자와 주주 사이의 갈등을 분석함으로써 기업의 특성을 규명한 Berle and Means(1932)의 연구로부터 유래하고 있다. 이에 따르면, 기업의 소유권이 분산되어 경영자에 대한 감독이 없을 경우 경영자는 주주의 이익을 극대화하기보다 자신의 이익을 쫓는 의사결정을 하게 된다. 따라서 기업의 소유권이 분산될 경우 경영자의 도덕적 해이로 인한 손실이 발생할 수 있다. 이러한 경영자와 소유자의 이해가 상충되는 대리인 문

제를 해결하기 위해 흔히 기업은 그 소유권의 일부를 경영자에게 줌으로써 경영자와 소유자의 이익을 일치시키는 방법을 선택해 왔다. 이러한 경영기법은 도덕적 해이의 존재를 밝힌 연구들에 따른 것이다(예컨대, Jensen and Meckling, 1976). 이 문제는 자본시장의 심화와 더불어 소유지분이 상대적으로 잘 분산된 미국 기업들에게서 흔히 관찰된다.

반면에 대주주가 기업을 직접 경영하는 경우 경영결과에 대한 책임감의 증가와 위험이 수반되는 전략적 사업의 과감한 추진 등을 통해 경영성과를 향상시킬 수 있다는 장점을 가진다. 하지만 이러한 기업구조는 지배주주가 내 외부 지배구조의 작동을 저해하고 다른 기업 이해관계자들의 이익을 침해하는 독단적 경영으로 이어질 수도 있다는 취약점도 가지고 있다. 즉, 지배주주가 본인과 소액주주 또는 채권자 간 이해가 상충될 때 자신의 이익을 대변하는 의사결정을 위해 경영권을 이용해 경영성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다(신현열·박찬준, 2006). 이러한 대주주에 의한 직영은 소유지분이 대주주에 집중된 기업에서 흔히 관찰되는 경영방법으로 상대적으로 가족경영이 일반화된 아시아 국가들에게서 흔히 관찰되는 지배구조이다.

기업지배구조는 어느 경우이든 장단점을 가지며 이론적으로 그 우수성을 가리기는 어려운 것이다. 따라서 많은 연구들이 지배구조와 성과 간 관련성을 실증적으로 규명하려 하였지만 이 또한 일방적인 결론을 제시할 수는 없었다(예컨대, Demsetz and Lehn, 1985; Mork *et al.*, 1988; McConnell and Servaes, 1990; Hermalin and Weisbach, 1991). 이러한 실증결과의 모호성은 지배구조의 이론으로부터 충분히 예상된 결과이다. 하지만 잘 관찰되지 않는 개별 기업의 특수성을 고려하는 통제변수를 투입하거나(Himmelberg *et al.*, 1999) 이를 패널자료의 고정효과모형을 통해 해결하려는(Griliches and Hausman, 1986) 등 연구방법의 치밀성을 더해 이 관련성을 분석하려는 후속 연구들이 계속되고 있다.

1997~1998년 동아시아 금융위기는 이 지역 기업들의 지배구조와 성과 간의 관계를 분석하는 연구를 촉발시켰다. 이는 일부 학자들이 이 위기의 원인으로 대지분을 보유한 소수가 기업경영을 독점하는 동아시아의 기업지배구조를 지적한 데 따른 것이다(Stiglitz, 1998; Harvey and Roper, 1999; Greenspan, 1999). 이는 국가별 기업지배구조가 금융시장의 발달과 기업가치에 중요한 결정요인임을 밝힌 연구들에도 기인하고 있다(La Porta *et al.*, 1997, 1998, 2000; Johnson *et al.*, 2000a). 이 연구들에 따르면, 상대적으로 대주주에 의해 소유와 경영이 집중된 동아시아의 기업소유지배구조는 소액주주들을 경영자나 지배경영자들로부

터 보호하지 못하고 있다. 특히, 경제위기 때 대주주는 투자 기대수익이 낮아져 가치가 떨어진 기업의 지분을 더 많이 인수해 소유권을 강화시키는 경향이 있다. 또한 경제위기는 호황기 때 무시될 수 있었던 소유지배구조의 취약점을 투자자에게 노출시키는 결과를 가져온다. 이러한 이유로 소유지배구조가 집중된 기업일수록 위기 때 기업가치가 하락한다(Rajan and Zingales, 1998). 이러한 이유로 연구자들은 동아시아의 취약한 소유지배구조가 금융위기의 직접적인 원인은 아니지만 기업들을 위기에 더 취약하게 만들어 이를 더욱 증폭시키는 역할을 했다고 주장한다(Mitton, 2002).

실제 동아시아를 대상으로 한 관련연구를 살펴보면, Claessens *et al.*(2002)은 기업의 시장가치는 지배주주의 현금인출권(cash flow right)이 높아질수록(즉, 소유지분이 높을수록) 높아지나 투표권(voting right)이 높아질수록(즉, 소유지분이 낮아질수록) 낮아짐을 보여 주었다. Johnson *et al.*(2000b)은 25개 개발도상국가들의 경우 소액주주들에 대한 효과적인 보호는 증권시장 실적의 변동을 잘 반영하고 있다고 주장하였다. 이는 La Porta *et al.*(2002)의 연구도 소액주주 보호와 토빈 q의 긍정적인 관계를 보고하였다. Mitton(2002)은 동아시아 5개국 자료를 사용 금융위기 때 소유지배구조가 동아시아 기업들의 성과를 잘 설명하고 있다고 주장하였다. Rajan and Zingales(1998)와 Lemon and Lins(2003)의 연구도 이러한 소유지배구조의 집중도와 기업성과 간 부정적인 관계를 보고해 투표권보다 더 많은 현금인출권을 가진 기업일수록, 즉 소유-지배의 괴리가 클수록 금융위기 때 기업가치가 크게 하락함을 보여 주었다.

이러한 부정적인 관계는 일련의 한국 자료를 사용한 연구들에서도 확인되고 있다. Claessen *et al.*(2002)은 한국을 포함한 아시아 8개국 상장회사를 대상으로 한 1996년 자료를 사용 지배-소유 간 격차가 클수록 기업가치가 낮게 평가된다고 보고하였다. Mitten(2002)과 Lemmon and Lins(2003)는 1997~1998년 외환위기 때 한국을 포함한 아시아 개도국 비금융 상장사를 대상으로 동일한 결과를 제시하였다. Joh(2003)는 1998년 금융위기 전 통계를 사용 소유지배구조의 집중이 기업성과에 음(-)의 영향을 미침을 보여 주었으며, Morck *et al.*(1987)의 연구도 유사한 결과를 도출하였다. Baek *et al.*(2004)은 1997~1998년 금융위기 때 소유지분이 집중된 기업은 그렇지 않는 기업에 비해 기업가치가 더 크게 하락했다고 보고하였다.

이와 달리 지배구조의 집중과 기업성과 간의 긍정적인 관계를 발견하거나 두 변수 간의 유의한 관계를 발견하지 못한 연구들도 많다. Cho(1998)는 내부지분

율이 7% 이하로 낮은 구간에서는 지분율의 증가가 기업가치(토빈 q)를 상승시키지만, 7~38% 구간에서는 하락시켰다가 38% 이상 구간에서는 다시 상승시키는 비선형적인 관계를 보고하였다. 신현열·박찬준(2006)은 2002~2004년 동안 패널자료를 사용 상장기업을 조사한 결과 기업의 지배지분율과 기업성과는 대체로 긍정적인 관계를 가진다고 추정하였다. 그러나 지배지분율이 60% 이상 높은 구간에서는 지배지분율과 수익성 간 음(-)의 관계를 추정해 대주주 지분이 지나치게 증가할 경우 지배주주의 사익추구 행위가 발생할 수 있음을 제시하였다. 최우석·이우백(2005)은 2001~2003년 상장기업을 대상으로 오너경영기업의 경영성과가 전문경영기업보다 우수하다고 발표하였다. 강원(2004)은 2002년 비금융 상장기업 자료를 사용 지배-소유 간 격차가 증가할수록 이 격차가 높은 구간(0.68 이상)에서는 경영성과는 악화되지만 낮은 구간(0.68 이하)에서는 오히려 경영성과가 향상되는 것으로 분석하였다. 강원(2005)은 2000년 비금융 상장기업을 대상으로 한 분석에서 지배-소유 괴리가 높다고 인식되는 집단소유기업이 전문경영기업이나 독립형 소유기업보다 경영성과 측면에서 우월한 것으로 분석하였다. 황동섭(2005)은 2001~2003년 상장기업을 대상으로 오너경영인과 전문경영기업 사이에 기업성과의 유의한 차이를 발견할 수 없었다. 김현중(2006)도 소유지배 괴리 지표가 기업성과에 영향을 미친다는 유의한 증거를 찾지 못하였다. 윤성민(2005)은 한국 성장기업 대부분에서 지배주주가 존재하며, 소유권-지배권 분리로 인한 지배주주-소액주주 사이의 대리인 문제가 기업 가치에 악영향을 미침을 발견하였다.

한편, 기존연구는 기업의 위험회피 행위에도 소유지배구조로 인한 대리인 문제가 존재함을 밝히고 있다. 기업의 장기적인 연구개발투자는 성공 여부가 불확실하며 회임기간도 길어 위험을 수반한다. 때문에 소유가 잘 분산된 기업에서 경영자는 재임기간 중 성과를 낼 수 있는 단기투자에 집중하고 위험을 수반하는 연구개발투자를 회피하려고 할 것이다. 하지만 소유와 지배가 집중된 기업은 비체계적 투자위험을 분산시키고 장기적인 소득창출 능력을 높일 수 있는 장기투자를 그 위험에도 불구하고 선호할 것이다(Fama and Jensen, 1983; 윤성민, 2005). 이러한 위험회피 행위에 관한 대리인 문제는 경영자가 소유지분이 증가할수록 위험을 내포하는 경영활동에 보다 많은 기업의 자원을 배분하려 할 것임을 시사한다. 그러나 경영자의 지분율이 소유지분을 안정적으로 유지할 수 있을 정도로 충분히 높아질 경우 경영자는 현재 상태에 안주하게 되어 주주의 이익을 극대화하기 위해 적극적으로 노력하지 않을 것이라는 주장도 있다. 이

경우 경영자는 위험부담을 기피하게 되어 위험을 수반하는 활동에 소극적일 것이다(Demsetz, 1983; Fama and Jensen, 1983).

관련 실증연구를 살펴보면, Hill and Snell(1988)은 지분이 집중된 기업일수록 적극적으로 위험을 감수하는 경영을 추구함을 보여 주었다. 그러나 Bethel and Liebeskind(1993)는 경영자의 소유지분이 높을수록 위험을 기피한다고 주장하였다. Cho(1998)는 경영자의 소유지분이 낮을 경우 지분을 증가시키는 연구개발투자를 증가시키지만 경영자 지분율이 높을 경우 경영자 소유지분의 증가는 오히려 연구개발투자를 감소시킨다는 것을 발견하였다. 국내 실증연구도 경영자 지분율이 높을수록 연구개발투자가 활발하다는 연구(김경목, 2003), 이와 상반된 사실을 보고하는 연구(조신·윤충한, 2001; 이창수·김완희, 2003) 및 소유지분율과 연구개발투자 사이에 비선형적 관계가 존재한다는 연구(이동기·조영곤, 1999; 윤충한, 2002; 홍장표, 2004) 등으로 나뉘고 있다. 윤성민(2005)은 재벌기업의 경우 소유권과 지배권의 격차가 클수록 연구개발이 위축되어 대리인 문제가 심각하나 비재벌기업의 경우는 두 변수 간 유의한 관계가 없다고 보고하였다.

기업소유지배구조와 위험에 대한 태도 간 관련성을 분석한 기존연구들은 소유구조가 연구개발 활동이나 투자에 미치는 영향을 주로 분석하고 있다. 그러나 이러한 분석은 기업의 수출시장 진출이라는 위험행위에도 동일하게 적용할 수 있을 것이다. 왜냐하면, 수출시장 진출은 상품개발, 시장개척 및 유통망 건설 등 큰 초기 투자를 필요로 하며, 그 수익도 장기에 걸쳐 회수되며, 그 성공 여부도 불투명하기 때문이다. 이러한 관점에서 본 연구는 기업지배구조가 수출시장 진출에 미치는 영향을 분석할 것이다. 본 연구는 기업소유지배구조가 전반적인 기업성과에 미치는 영향을 분석한 기존연구와 달리 기업의 해외시장의 성과를 분석한다는 점에 그 특징이 있다. 다음 절에서는 수출과 내수시장의 위험이 다를 경우 기업의 위험추구를 소유구조와 관련시키는 연구모형을 설정할 것이다.

Ⅲ. 모형설명 및 사용자료

1. 연구모형

위험회피가 불완전한 상태에서 소유지분이 집중된 기업일수록 경영자는 기업

이 기대이윤을 극대화하기를 원할 것이다. 이 경우 기업은 기대이윤을 극대화할 수 있는 상대적으로 위험을 추구하는 경영을 할 것이다. 소유가 잘 분산된 기업에서는 경영자들은 주주들에게 이익이 되는 기대이윤을 극대화하기보다는 그들의 지위유지에 부담이 될 수 있는 위험을 최대한 회피하고자 할 것이다. 따라서 위험을 회피할 수 있는 보험시장이 완전하지 않을 경우 지분이 잘 분산된 기업의 경영자들은 위험을 기피하는 의사결정을 선호할 것이다. 즉, 이들은 기업이 기대이윤을 극대화 하는 대신 기대효용을 극대화하기를 바랄 것이다. 정보의 비대칭성으로 인해 해외시장이 국내시장에 비해 더 불완전하며 더 큰 위험을 수반한다는 것이 본 연구모형의 주요 가정이다. 이 경우 소유가 집중된 기업일수록 수출시장에 적극적으로 진출할 것이다.¹⁾ 반면에 소유지분이 분산된 기업일수록 경영자의 위험회피 행위가 이들 기업의 해외시장 진출을 억제하는 동인이 된다. 이러한 기업의 수출시장 진출 의사결정을 제시하는 이론적 모형을 살펴보자.

기업이 상품을 국내시장(D)과 해외시장(F)에 팔 수 있다고 가정한다. 만약 이 기업이 국내시장에만 상품을 공급할 때 순이윤은 다음과 같다.

$$R_D = Y_D + \varepsilon. \quad (1)$$

식 (1)에서 ε 은 $N(0, 1)$ 의 분포를 따르는 확률적 오차항이다. 이 기업이 국내시장과 해외시장에 모두 상품을 공급할 때 추가적인 이윤은 다음과 같다.

$$R_F = Y_F - S + \sigma\eta \quad (2)$$

여기서, η : $N(0, 1)$, $\sigma > 1$

S : 해외시장에 진출하기 위한 고정비용

여기서 η 는 ε 와 상관관계를 가지고 있으며 그 상관계수를 ρ 로 표시하기로 하자. 식 (2)에서 σ 는 해외시장의 위험이 더 높은 정도를 나타낸다. 두 시장에서의 이윤의 불확실성은 두 시장에 동시에 영향을 미치는 전반적인 변동요인에 의해 연결되어 있다. 두 시장 이윤의 비확률적인 부분인 Y_D 와 $Y_F - S$ 는 상호 독립적으로 결정된다고 가정한다. 이는 고정비용을 제외할 경우 국내시장과 해외의 생산이 규모에 대한 보수불변이거나 또는 두 시장이 분할되어 있다고 암

1) 하지만 대소유주가 기업가치의 증가보다는 현실에 안주하고자 한다면 수출시장 진출은 더 위축될 수도 있을 것이다. 본 모형에서는 대주주의 안주효과는 확률적으로 결정되어 평균적으로 무시할 수 있다고 가정한다.

목적으로 가정하는 것과 동일하다.

기업의 경영자는 보험을 통해 완전히 위험을 회피할 수 없다고 가정하자. 따라서 이들은 기업이윤에 대한 효용의 기대치를 극대화시킬 것이다. 이는 완전한 위험의 분산이 가능할 경우 가능한 이윤의 기대치에 대한 효용을 극대화하는 행위와 차별된다. 단순화를 위해 경영자가 효용함수가 CARA(constant absolute risk aversion) 형태를 가진다고 하자. 이제 기업의 최적화 문제는 다음과 같다.

$$E[U(R)] = E[-\exp(-aR)] = \exp[aE(R) - \frac{a^2}{2}\text{Var}(R)]. \quad (3)$$

식 (3)의 두 번째 등식은 오차항이 정규분포를 가진다는 가정에서 도출된다. 그리고 위험회피는 계수 a 에 의해 측정된다.

이제 R 의 가치를 결정할 필요가 있다. 만약 기업이 국내시장에서만 판매한다면 $R=R_D$ 가 될 것이며, 그 평균은 Y_D 이고 분산은 1이 된다. 만약 이 기업이 해외시장에도 상품을 수출한다면, 총수입은 정규분포를 가지며, 그 평균은 Y_D+Y_F-S 이고 분산은 $1+\sigma^2+2\sigma\rho$ 가 된다. 따라서 이 기업은 다음 조건이 충족될 경우 해외시장에 진출할 것이다.

$$Y_D - \frac{a}{2} \leq Y_D + Y_F - S - \frac{a}{2}(1 + \sigma^2 + 2\sigma\rho) \quad (4)$$

이 조건은 $Y_F - S \geq a[(\sigma^2/2) + \sigma\rho]$ 로 나타낼 수 있다. 이 균형조건은 해외시장의 진출 여부가 다른 모든 조건이 동일할 경우 위험회피계수 a 에 의해 결정될 것이다. 즉, 위험을 회피하는 기업일수록 해외진출을 꺼리게 될 것이다. 그리고 고정비용(S)이 커질수록, 해외시장의 상대적인 위험(σ)이 증가할수록 기업은 해외진출을 주저할 것이다. 그러나 국내위험과 해외위험이 역의 관련성을 가진다면($\rho < 0$), 해외위험의 증가는 오히려 해외진출을 증가시키게 될 것이다. 이는 해외위험과 국내위험의 상반성이 위험분산을 원하는 기업으로 하여금 해외진출을 하는 동기로 작용하기 때문이다. 국내위험과 해외위험이 잘 연결된 일반적인 경우 두 시장은 기업이 예측할 수 없는 동일한 충격에 직면한다고 할 수 있을 것이다. 따라서 해외위험과 국내위험의 불확실성 요인이 양의 상관관계를 가진다고 가정할 수 있을 것이다.²⁾

2) 두 위험이 부의 상관성을 가진다 하더라도 $\sigma^2 > 2\sigma\rho$ 보다 클 경우, 기업의 위험회피가 증가할수록 해외시장 진출은 감소할 것이다.

본 연구는 위 모형의 위험회피계수 a 가 소유지배구조, 즉 기업의 소유지분에 의존한다고 가정한다. 기업의 소유지분이 분산될수록 대리인 문제는 더 심각해질 것이며 이 기업의 경영자는 더 위험을 기피할 것이기 때문이다. 따라서 위험을 수반하는 해외시장 진출은 더 위축될 것이다. 반면에 소유지분이 집중될수록 경영자는 소유자의 이익을 반영하기 위해 위험기피보다는 기업가치의 극대화를 원하므로 위험한 수출시장에 적극적으로 진출할 것이다.

이제 이론적 모형으로부터 기업의 소유지분의 집중도와 해외시장 성과의 관련성을 분석할 수 있는 다음과 같은 추정식을 도출할 수 있다.

$$X_{it} = f(\text{소유지분집중도}_{it}, \text{통제변수}_{it}). \quad (5)$$

식 (5)에서 X_{it} 는 i 기업 t 기의 수출액으로 해외시장에서의 성과를 나타낸다. 본 연구는 소유집중도가 증가할수록 기업의 수출은 줄어들 것이라는 가설을 검증한다. 따라서 위 추정식 소유지분집중도 계수의 유의성과 부호를 살펴볼 것이다.

2. 사용자료 및 변수구성

본 연구의 자료는 한국 제조업 기업들의 1994~2005년 동안의 패널자료이다. 표본기업은 상장기업에서 추출하며, 분석에 필요한 자료들은 개별 기업들의 재무제표로부터 구한다. 추정기간 동안 상장되는 기업과 상장 폐지되는 기업이 존재하며 몇몇 변수들에 관한 정보의 누락이 있으며 실제 총관찰치는 5,557개이다.

표본 중에서 실제 수출기업수는 많지 않아 총관찰치의 약 29.5%인 1,640개에서 수출이 영이 아닌 것으로 나타났다. 따라서 수출기업의 소유지분과의 관련성을 분석하기 위해 수출/비수출 기업의 이산적인 구성을 연구할 것이다. 이를 감안하여 실증분석은 수출기업 여부를 소유지분구조 및 다른 통제변수를 포함하는 설명변수에 대해 로짓회귀분석을 시도할 것이다. 이 경우 회귀분석의 추정계수는 설명변수들이 수출기업이 될 확률에 미치는 영향력을 대변할 것이다. 나아가 수출을 매출액으로 나눈 수출성향을 종속변수로 사용한 토빗모형도 분석할 것이다. 토빗모형은 설명변수들이 갖고 있는 모든 정보를 활용할 수 있으며, 수출 여부에 대한 의사결정과 수출량에 대한 의사결정을 한 모형에서 동시에 다루게 될 것이다(Lin and Schmidt, 1984).

회귀분석의 통제변수로는 임금률, 자본집약도, R&D 스톡, 기업규모, 생산성, 기업의 생존연수 등을 고려할 것이다. 이 중 임금률과 자본집약도는 기존 무역이론의 요소부존이론을 대변하는 변수이다. 이들 변수는 한 국가의 무역형태를 결정하는 요소부존의 형태를 나타낸다. 그러나 기업별 자료를 사용 수출시장 진출 여부를 회귀분석할 경우 이 변수의 추정치는 수출기업과 내수기업 간의 차이를 규정하게 될 것이다. 기업이 수출시장에 진출하기 위해서는 상품현지화, 정보수집, 유통망 구축 등의 초기 투자를 필요로 하며 이 투자의 많은 부분은 합몰비용이다. 때문에 기업자료를 사용한 많은 연구들이 수출기업이 내수기업에 비해 더 많은 임금을 지불하며, 더 높은 자본집약도와 기술집약도를 가지고 있으며, 더 생산성이 높으며, 더 큰 규모를 가지고 있음을 밝히고 있다 (Richardson and Rindal, 1995; Bernard and Jensen, 1997; Bernard and Wagner, 1997; Bleaney and Wakelin, 1999; Robert and Tybout, 1997).

연구개발스톡은 Posner(1961)와 Krugman(1979) 등이 제안한 무역의 기술격차이론 또는 Hirsch(1965)와 Vernon(1966)이 주창한 제품주기이론을 반영하는 변수에 해당한다. 규모가 큰 기업은 해외시장 진출을 통해 수요를 창출함으로써 가동률을 높여야 할 강한 유인을 갖고 있으므로 기업규모는 수출과 상관성을 갖고 있다고 할 것이다. 그리고 R&D 투자는 기업의 경쟁력을 결정하는 변수로 국제시장 진출에 영향을 미칠 것이다. 이러한 이유로 많은 연구들이 기업자료를 사용 R&D와 수출 사이의 관련성을 밝히고 있다(Kumar and Siddharthan, 1994; Willomore, 1992; Hirsch and Bijoui, 1985; Wakelin, 1998).

생산성-수출 간의 관련성에 관한 연구들은 대체로 생산성이 수출을 유발한다는 결론을 내리고 있다. 생산성이 높은 기업일수록 해외시장 진출을 위한 초기 고정비용을 극복하는 것이 쉬울 것이며, 진출 후에도 더 높은 기대수익을 가질 것이기 때문이다.³⁾ 한편, 기업은 생산, 판매 등의 경험을 통해 지식을 축적하며 이 지식은 기업의 해외진출을 용이하게 할 것이다. 따라서 기업생존연수도 고려할 필요가 있다.

실제 추정에 사용된 변수구성을 살펴보면, 대주주 지분구조는 최대지주의 지분율을 나타낸다. 임금률은 손익계산서상의 인건비와 제조원가명세서상의 인건비를 합해 구한 총노동비용을 종업원수로 나누어 사용한다. 여기서 노동비용은 복리후생비를 포함한다. 자본스톡에는 유형고정자산에서 건설가계정을 차감한

3) 수출과 생산성의 관련성에 대한 논의는 김상호·임현준(2005)과 Kim *et al.*(2009)를 참조하기 바란다.

〈표 1〉 한국 수출결정요인 변수의 구성 및 평균(표준편차)

구 분	변수구성	수출기업	내수기업
수 출 기 업	수출더미	1,640 ⁺	3,916
수 출 성 향	수출액/매출액	0.410(0.291)	
대 주 주 지 분	최대주주 지분율	29.74(19.16) ⁺⁺	25.76(19.51)
임 금	노동비용/고용자수	14.69(19.94)	11.83(17.78)
자 본 장 비 율	고정자본/고용자수	1.875(2.410)	1.581(1.845)
연 구 자 본 스 톡	연구자본스톡	264.76(2008.7)	77.67(933.0)
노 동 생 산 성	부가가치/종업원수	17.42(30.44)	13.28(29.94)
기 업 연 령	기업창립부터의 연수	28.65(11.91)	28.74(16.73)
총 매 출 액	매출총액	10,927(54,940)	2,621(12,434)

주: ⁺는 수출기업의 수를, 그리고 ⁺⁺는 최대주주의 % 지분율을 나타냄. 이 두 변수를 제외한 모든 변수의 단위는 천만 원임.

순유형고정자산을 사용하며, 이를 종업원수로 나누어 자본집약도를 구한다. 기업규모는 총매출액 또는 종업원수를 시용하며, 노동생산성은 부가가치를 종업원수로 나눈 1인당 부가가치를 사용한다.⁴⁾ 그리고 기업연령은 창업연도로부터의 연수로 나타낸다. R&D 스톡은 재무제표로부터 연구개발비를 추출한 후 영구재고법에 따라 그 스톡을 추정하였다.⁵⁾

한편, 부가가치와 매출액은 산업별 생산자 물가지수를 사용하고, 노동비용은 산업별 임금지수를 사용하여 나누어 실질변수를 구하였다. 그리고 자본은 자본재 물가지수를 사용하여 실질변수로 전환시킨다. 모든 디플레이터는 통계청의 KOSIS(Korea Statistical Information Service)에서 구한다. 그리고 사용변수는 2000년을 기준으로 한 불변가격으로 표시된다.

실증분석은 표본기업 간의 이질성을 고려하여 1992년 한국표준산업분류(Korean Standard Industry Classification: KSIC)의 중분류에 의해 다음과 같은 6

4) 부가가치는 법인세 차감 전 순이익(당기순이익+법인세), 인건비(손익계산서상의 인건비+복리후생비를 포함한 제조원가명세서상의 인건비), 순금융비용(지급이자와 할인료+사채이자-수입이자), 임차료(손익계산서상의 지급임차료+제조원가명세서상의 지급임차료), 조세공과(손익계산서상의 조세공과금+법인세를 제외한 제조원가명세서상의 조세공과금), 감가상각비(손익계산서상의 감가상각비+손익계산서상의 특별감가상각비+제조원가명세서상 감가상각비) 등의 항목을 합하여 구한다.
 5) 재무제표의 연구개발비 항목은 조성표(2001)를 참조하였으며, R&D 스톡의 감가상각률은 10%를 사용한다.

개 산업으로 표본을 분류한다(31, 음식료품 제조업; 32, 섬유, 의복, 가죽제품 제조업; 34, 종이 및 종이제품 제조업, 인쇄 및 출판업; 35, 화합물, 석유, 석탄, 고무 및 플라스틱제조업; 36, 비금속광물제품 제조업; 37, 제1차 금속산업; 38, 조립금속제품, 기계 및 장비).⁶⁾

〈표 1〉은 표본기업의 사용변수들의 평균과 표준편차를 수출기업과 내수기업으로 구분하여 제시한다.

IV. 실증분석

1. 수출기업 여부에 대한 로짓함수 추정

회귀분석에 앞서 수출함수 추정에 사용할 설명변수들의 상관관계를 살펴보았다. 〈표 2〉는 설명변수들의 피어슨 상관계수를 요약하고 있다. 이 상관계수는 임금과 노동생산성에서는 0.855, 연구자본스톡과 매출액 또는 노동자수의 경우 0.7279와 0.6499, 그리고 매출액과 노동자수 사이에는 0.7775로 높게 추정되어 이 변수들 간 밀접한 상관관계가 있음을 보여 준다. 실제 추정에서도 상관계수 추정치가 높은 변수를 같이 투입할 경우 관련 변수의 추정치의 유의성이 사라지거나 그 부호가 바뀌는 다중공선성(multicollinearity) 문제가 발생하였다. 따라서 다중공선성 문제를 피하기 위해 상관관계가 높은 변수를 동시에 추정식에

〈표 2〉 제조업의 소유지배구조와 수출관련 변수의 상관계수

	대주주지분	임금	자본집약도	연구자본스톡	노동생산성	기업연령	매출액
임금	0.0615						
자본집약도	0.0930	0.2273					
연구자본스톡	-0.0617	0.1099	0.0223				
노동생산성	0.0355	0.855	0.1803	0.1496			
기업연령	0.0817	-0.0427	0.1526	0.0135	-0.0328		
매출액	-0.0531	0.176	0.1113	0.7279	0.2372	0.0162	
노동자수	-0.0771	0.0777	0.0313	0.6499	0.1087	0.0566	0.7775

6) 33(목재 및 나무제품 제조업)과 39(가구 및 기타 제조업)번 산업은 관찰치가 적어 추정에서 제외한다.

〈표 3〉 제조업의 소유지배구조와 수출에 관한 로짓함수 추정(종속변수: 수출기업 여부)

설명변수	모형			
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)
대주주지분	0.005* (0.001)	0.005* (0.001)	0.005* (0.001)	0.006* (0.001)
임금	0.005* (0.001)		0.004* (0.001)	0.004* (0.001)
자본집약도	0.055* (0.014)	0.057* (0.014)	0.034** (0.014)	0.073* (0.015)
연구자본스톡	0.0001* (0.00004)	0.0001* (0.0000)		0.0001* (0.0000)
노동생산성		0.003* (0.001)		
기업연령				0.005 (0.008)
기업연령 ²				-0.0003* (0.0001)
매출액			0.00001* (0.00000)	
절편	-1.181* (0.064)	-1.167* (0.063)	-1.131* (0.060)	-1.007* (0.139)
LLR	-2,937.85	-2,938.46	-3,212.95	-2,906.21
$\chi^2(4)$	65.47*	64.25*	101.16*	128.75*
No. of Obs.	4,837	4,837	5,261	4,837

주: () 안은 표준오차이며 *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

투입하는 것을 피할 것이다.

한국 제조업의 수출기업 여부에 관한 로짓함수 추정결과가 〈표 3〉에 제시되어 있다. 추정식의 종속변수는 수출기업 여부를 나타내는 이산변수이며 설명변수로 대주주 소유지분과 더불어 임금, 자본집약도, 연구자본스톡 등의 수출결정이론에 관한 변수를 기본으로 투입하였다. 이 기본모형 (i)에 추가적인 설명변수를 투입한 3개의 모형을 더해 총 4개 모형이 추정되었다.

기본모형인 모형 (i)의 경우 대주주 지분율, 임금, 자본집약도 및 연구자본스톡 등 모든 설명변수의 계수가 양으로 유의하게 추정되었다. 추정결과는 대주

주의 지분율이 증가할수록 수출기업일 확률이 높아짐을 보여 준다. 또한 임금과 자본집약도 및 연구자본스톡의 증가가 기업이 수출시장에 진출할 가능성을 제고시킴을 알려준다. 이는 한국 제조업의 수출기업이 내수기업에 비해 상대적으로 높은 임금을 지불하며, 자본스톡과 R&D 스톡이 높다는 사실을 반영할 것이다.

모형 (ii)는 기본모형에 임금 대신에 노동생산성을 투입하였다. 앞서 살펴보았던 이 두 변수는 매우 높은 상관관계를 가지고 있어 설명변수로 동시에 투입하지는 않았다.⁷⁾ 이 모형의 추정계수는 대주주지분, 임금 및 R&D 스톡의 경우 여전히 양으로 유의하였으며, 새로 투입된 노동생산성도 마찬가지로였다.

모형 (iii)은 모형 (i)에 연구자본스톡을 빼고 매출액을 투입해 추정하였다. 이 두 변수는 높은 상관관계를 가지고 있기 때문에 동시에 투입하지는 않았다.⁸⁾ 이 모형에서도 모든 변수의 추정치는 양으로 유의하게 나타났다.

모형 (iv)는 모형 (i)에 기업연령과 그 제곱항을 추가로 설명변수에 투입하였다. 이 모형의 추정치는 기존 변수의 경우 기본모형과 동일하게 모두 양으로 유의하였다.⁹⁾ 그러나 기업연령의 단수항은 유의하지는 않았지만 양으로, 그 제곱항은 음으로 유의하게 나타났다. 즉, 기업연령은 기업의 수출을 증가시키지만 그 증가율은 연령의 증가에 따라 감소하는 비선형적인 형태로 수출에 영향을 미치고 있음을 시사한다.

수출기업 여부를 종속변수로 한 추정결과는 모든 모형에서 대주주 지분이 수출시장 진입에 유의한 양의 영향력을 미치고 있음을 보여 준다. 즉, 소유지분이 대주주에게 집중될수록 수출시장에 더 활발히 진출하고 있는 것으로 나타났다.

본 연구의 가설에 따르면, 기업의 소유지배구조가 소수에 집중된 기업은 높은 성장기회를 제공하지만 위험이 존재하는 해외시장의 진출을 통해 적극적으로 기업의 가치를 증가시키려 할 것이다. 반면에 소유지배구조의 집중도가 낮은 기업의 경영인은 위험을 회피하고 상대적으로 안정적인 국내시장의 성과에 집중하려 할 것이다. 이들에게는 수출상품 개발, 시장개척 및 유통망의 구축 등 높은 초기투자를 수반하며, 그 이익의 회수도 장기에 걸쳐 일어나며, 실패위험

7) 실제 이 두 변수를 동시에 설명변수로 투입할 경우 두 변수의 계수추정치는 모두 유의하지 않아 다중공선성의 문제를 드러냈다.

8) 동시에 투입할 경우 다른 모든 변수와 매출액의 추정치는 양으로 유의하였으나 연구자본스톡의 추정치가 음으로 유의하지 않아 다중공선성의 증후를 나타냈다.

9) 모형 (iv)에 노동생산성과 매출액을 같이 투입할 경우 다중공선성으로 인해 임금과 노동생산성은 양으로 유의하지 않았으며, 연구개발스톡은 음으로 유의하지 않았다.

도 큰 해외시장보다는 재임기간 중 단기에 성과를 낼 수 있는 국내시장에 전념하는 것이 더 이익이 되기 때문이다.

본 연구의 추정결과는 소유지분이 집중될수록 위험을 내포하는 행위를 선택함으로써 기업이익을 추구하는 행위가 더욱 활발히 이루어지고 있음을 보여 준다. 기업이 수출시장 진출로 얻을 수 있는 이익을 추구하기 위해서는 수출시장에서 실패할 경우 초기투자를 회수할 수 없다는 위험을 감수해야 할 것이다. 추정결과는 기업의 소유권이 집중될수록 이윤추구를 위해 이러한 위험을 감수하는 행위를 더 선택하고 있음을 보여 준다. 반면에 소유권이 분산될수록 대리인 문제로 인해 수출시장의 진출이 위축됨을 제시한다. 대리인으로 기업을 경영하는 경영자들은 굳이 위험을 감수하면서 수출시장에 진출하는 것을 꺼리기 때문일 것이다.

무역이론과 관련 본 연구의 추정결과는 임금과 자본집약도 및 연구자본스톡이 증가할수록 수출기업일 확률이 높아짐을 보여 준다. 이는 한국 제조업에서 수출기업은 내수기업에 비해 상대적으로 높은 임금을 지불하며, 자본스톡과 R&D 스톡이 높다는 사실을 반영할 것이다. 부존자원이론 측면에서 본 추정결과는 한국의 수출기업이 내수기업에 비해 상대적으로 자본집약도가 높은 기업임을 시사한다. 추정결과는 수출기업이 내수기업에 비해 상대적으로 연구자본스톡이 더 집약적인 기술우위 상품을 생산, 수출하고 있음을 알려준다. 또한 노동생산성과 매출액이 높은 기업일수록 수출기업일 가능성이 높아졌다. 이는 수출기업에서 기술이전이 더 활발히 이루어지며, 수출시장에서의 경쟁은 더 높은 생산성을 필요로 하기 때문일 것이다. 그리고 수출이 가져오는 학습효과도 생산성을 높이는 결과를 가져올 것이다.

기업연령의 추정치는 기업이 오래될수록 경험과 인적자원을 축적하고 네트워크를 형성해 간다는 일반적인 추론을 뒷받침하고 있다. 즉, 이러한 경험이 기업이 수출시장에 진입할 경우 발생할 수 있는 위험을 감소시킴으로써 수출시장 진출을 용이하게 함을 보여 준다. 그러나 네트워크나 경험의 축적이 증가할수록 이 변수가 기업의 수출시장 진입에 미치는 영향을 점차 감소하고 있음을 의미한다. 따라서 이 변수는 기업의 수출시장 진입에 일정한 최소 기준(threshold)으로 작용할 수도 있음을 시사한다.

위 추정결과는 전체 제조업에 대한 것으로 기업의 수출시장 진출 여부는 산업별로 차이가 있을 것이다. 산업별로 요소집약도가 상당히 다르며 또한 상품의 발전단계도 달라지기 때문이다. 그 결과 수출기업의 특성도 산업별로 다를

〈표 4〉 제조업의 소유지배구조와 수출에 관한 로짓함수 추정(종속변수: 수출기업 여부)

설명변수	산업구분						
	31 (식품)	32 (섬유)	34 (종이)	35 (화학)	36 (비철금속)	37 (1차금속)	38 (조립금속)
대주주 지분	0.005 (0.009)	0.013** (0.006)	0.020** (0.008)	-0.008** (0.003)	-0.012 (0.010)	0.023* (0.005)	0.018* (0.002)
임금	0.033* (0.008)	0.040*** (0.022)	0.014 (0.015)	0.005 (0.003)	0.013 (0.013)	0.012 (0.008)	-0.002 (0.002)
자본 장비율	-0.347** (0.162)	-0.317** (0.127)	0.282* (0.077)	0.218* (0.033)	0.102* (0.039)	-0.031 (0.041)	-0.167* (0.060)
연구자본 스톡	0.0009 (0.0006)	-0.008 (0.013)	0.017** (0.008)	0.001* (0.0003)	0.001 (0.001)	0.0002 (0.0002)	0.0001* (0.0000)
기업연령	0.088* (0.033)	0.262* (0.049)	0.058 (0.074)	-0.011 (0.016)	-0.084 (0.140)	0.052 (0.039)	0.035** (0.016)
기업연령 ²	-0.0006** (0.0003)	-0.002* (0.0005)	-0.001 (0.001)	-0.0002 (0.0002)	0.001 (0.001)	-0.0006 (0.0006)	-0.001* (0.0002)
절편	-4.157* (0.908)	-7.265* (1.064)	-3.285* (1.209)	-0.542*** (0.284)	-0.862 (2.466)	-2.131* (0.624)	-1.001* (0.240)
LLR	-153.64	-202.41	-117.53	-699.52	-112.80	-286.07	-1,051.73
$\chi^2(8)$	27.07*	69.20*	38.25*	137.37*	15.85**	32.43*	105.49*
Obs.	399	412	224	1,281	274	446	1,706

주: () 안은 표준오차이며 *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

것으로 예상된다. 한국 제조업의 수출기업 여부에 관한 산업별 로짓함수 추정 결과가 〈표 4〉에 제시되어 있다. 산업별 추정은 전체 제조업의 모형 (iv)를 기본모형으로 사용한다.

추정결과 대주주 지분율은 32(섬유), 34(종이), 37(1차금속), 38(조립금속) 산업에서 유의한 양의 부호를 가진 것으로 나타났다. 그러나 35(화학) 산업에서는 유의한 음으로 나타났으며, 다른 산업에서는 유의하지 않았다. 위 추정결과는 전반적으로 소유집중도의 증가가 수출시장의 진입을 유의하게 함을 시사한다. 즉, 본 추정결과는 소유권 집중은 기업이 해외시장 진출이라는 위험을 수반하는 행위의 선택을 용이하게 할 수 있음을 시사한다. 이 관계는 산업에 따라 유의하지 않거나 그 반대로 나타나는 산업도 있어 주의를 요한다. 특히, 35(화학) 산업은 대주주 지분이 증가할수록 수출기업이 아닌 것으로 나타나 대주주 지분

이 낮은 기업들이 이 산업의 수출을 주도하고 있음을 암시한다.

임금추정치에 경우 31(식품)과 32(섬유) 산업에서 양으로 유의하였으며, 다른 산업에서는 유의하지 않았다. 자본집약도의 추정치는 31(식품), 32(섬유), 38(조립금속) 산업 등에서 음으로 유의하였으며, 34(종이), 35(화학), 36(비철금속) 산업 등에서 양으로 유의하였다. 연구자본스톡의 경우 34(종이), 35(화학) 및 38(조립금속) 산업에서 양으로 유의하게 추정되었으며, 다른 산업에서는 유의하지 않았다. 기업연령의 경우 단수항은 31(식품), 32(섬유), 38(조립금속) 산업에서 양으로 유의하였으며, 제곱항은 이 세 산업에서 모두 음으로 유의하게 나타났다.

이 추정결과는 산업별로 수출시장 진입기업의 특성이 차이가 있음을 시사한다. 31(식품), 32(섬유) 및 38(조립금속) 산업은 자본집약도가 낮은 경우 수출시장 진입 가능성이 높아 상대적으로 노동집약적인 기업이 해당산업의 수출을 주도하고 있는 것으로 보인다. 반면에 34(종이), 35(화학), 36(비철금속) 산업의 경우 자본집약도가 높을수록 수출기업일 확률이 높아지고 있어 이들 산업에서의 수출이 상대적으로 자본집약도가 높은 기업들에 의해 이루어지고 있음을 알려준다.

31(식품)과 32(섬유) 산업에서는 수출산업이 내수기업에 비해 임금이 더 높게 나타났으나 다른 기업에서는 임금의 격차가 수출기업 여부에 유의한 설명력을 제공하지는 않았다. 이 사실은 수출기업이 내수기업에 비해 더 높은 임금을 지불할 것이라는 가설과는 약간 차이가 있다 하겠다. 이 가설은 전체 기업에서는 사실이나 산업별로는 수출기업과 내수기업 간 임금격차가 없는 경우가 더 일반적임을 알 수 있다. 이는 기업들이 소속 산업의 전반적인 임금수준을 무시할 수 없으며, 내수기업이 수출산업을 기준으로 임금을 책정하고 있기 때문일 것으로 추론된다.

연령변수의 추정치는 31(식품), 32(섬유), 38(조립금속) 등에서는 수출시장 진입에 기업연령에 따라 증가하는 기업의 경험과 인적자원 및 네트워크의 축적이 필요함을 제시한다. 그리고 이 변수들의 영향력은 연령이 증가할수록 점차 감소하는 비선형적인 것임을 보여 준다. 그러나 다른 산업의 경우에는 기업연령은 모두 유의하지 않아 수출시장 진입에 설명력을 가지고 있지 않았다.

한편, 추정모형에서 노동생산성을 임금 대신 투입할 경우 모든 산업에서 노동생산성의 추정치는 임금과 매우 동일하였으며, 다른 계수추정치의 크기와 유의수준도 원래 모형과 매우 유사하였다.

2. 수출성향에 대한 토빗모형 분석

기업자료를 이용한 실증연구들이 일반적으로 표본기업을 수출기업과 내수기업으로 구분해 수출을 0과 1의 이산변수로 다루고 있다. 하지만 많은 수출시장이 존재할 경우 개별 수출시장에의 진출은 시장별로 현지시장에 맞는 상품개발, 광고 홍보비 지출, 유통망 구축 등에 함몰비용의 투자를 필요로 할 것이다. 효율적인 기업일수록 더 많은 수출시장에서 경쟁력을 가질 것이고 그 결과 수출액도 더 증가할 것이다. 반면에 상대적으로 비효율적인 기업은 더 적은 수출시장에 진출하게 될 것이다. 따라서 수출기업 중에서도 수출액의 차이가 존재하며 이는 기업의 수출결정변수들에 의해 결정될 것이다.

한국 제조업의 수출성향, 즉 수출이 매출액에서 차지하는 비율(수출/매출액)을 종속변수로 토빗모형의 추정결과가 <표 5>에 제시되어 있다. 전체 관찰치 중에서 수출이 존재하는 경우는 매우 적다. 이들을 제외한 수출이 존재하지 않는 관찰치에서 수출성향은 0으로 나타나며, 모든 매출액을 수출할 경우 수출성향은 1이 될 것이다. 따라서 종속변수는 $[0, 1]$ 에서 정의된다. 이 모형에 통상최소자승법(OLS)을 적용할 경우 계수추정치는 불편추정량이 아니다. 따라서 종속변수가 일부구간에서만 연속적으로 정의되며, 나머지 구간에서는 검열된 경우에 유용한 토빗모형을 사용한다. 여기서는 좌우에서 동시에 검열된 토빗모형이 유용할 것이다.

추정모형의 설명변수로는 대주주 소유지분과 더불어 임금, 자본집약도, 연구자본 스톡 등의 무역이론에 관한 변수를 기본으로 투입하였다. 이 기본모형 (i)에 추가적인 설명변수를 투입한 3개의 모형을 더해 총 4개 모형이 추정되었다. 앞 절의 로짓모형과 달리 매출액은 종속변수에서 사용되었으므로 설명변수로 사용하지 않으며, 대신 노동자수를 사용한다. 그리고 모든 설명변수는 로그로 전환해 반로그모형을 추정한다. 종속변수는 로그변환할 경우 $[-\infty, 0]$ 에서 정의되어 관찰치의 검열성을 제대로 나타낼 수 없기 때문에 원래 변수를 사용한다.

기본모형인 모형 (v)의 경우 대주주 지분율, 자본집약도 및 연구자본스톡 등의 설명변수의 계수는 양으로 유의하나 임금의 계수는 음으로 유의하게 추정되었다. 추정결과는 대주주의 지분율이 높아질수록 기업의 수출성향이 증가함을 보여 준다. 또한 수출비중이 기업의 자본스톡과 R&D 스톡이 증가할수록 높아지고 있으나 임금이 높을수록 감소되고 있다.

모형 (vi)의 경우 기본모형에 임금 대신에 노동생산성을 대신 투입하였다. 앞

〈표 5〉 제조업의 소유지배구조와 수출에 관한 토빗모형 추정(종속변수: 수출액/매출액)

설명변수	모 형			
	(v)	(vi)	(vii)	(viii)
log(대주주지분)	0.083* (0.018)	0.086* (0.018)	0.076* (0.018)	0.079* (0.018)
log(임금)	-0.078* (0.011)		-0.096* (0.011)	-0.147 (0.097)
log(자본집약도)	0.021*** (0.012)	0.011 (0.013)	0.048* (0.012)	0.005 (0.013)
log(연구자본스톡)	0.009** (0.003)	0.021* (0.003)	0.006*** (0.003)	-0.002 (0.003)
log(노동생산성)		0.071* (0.010)		0.097* (0.012)
기업연령			-0.001 (0.003)	0.0008 (0.003)
기업연령 ²			-0.0001* (0.0000)	-0.0001* (0.0000)
log(노동자수)				-0.022 (0.097)
절편	-1.455* (0.174)	-1.964* (0.200)	-1.620* (0.180)	-2.574* (0.217)
LLR	-2,471.92	-2,473.02	-2,418.36	-2,377.50
$\chi^2(4)$	117.90*	115.72*	225.02*	306.75*
No. of total Obs.(left, right censored)	3,947(2,731, 32)			

주: () 안은 표준오차이며 *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

서 살펴보았듯이 이 두 변수는 매우 높은 상관관계를 가지고 있어 동시에 설명 변수로 투입하지는 않았다.¹⁰⁾ 이 모형의 추정계수는 대주주지분과 임금은 여전히 양으로 유의하였으며, 새로 투입된 노동생산성도 마찬가지였다. 그러나 자본 집약도는 유의하지 않게 되었다.

모형 (vii)은 모형 (i)에 기업연령의 단수항과 제곱항을 추가로 투입하였으며, 모형 (viii)은 여기에 노동생산성과 노동자수를 추가로 투입하였다. 모형(vii)에서

10) 실제 이 두 변수를 동시에 설명변수로 투입할 경우 두 변수의 계수추정치는 모두 유의하지 않아 다중공선성의 문제를 드러냈다.

기존변수의 추정치는 모두 동일하게 추정되었다. 추가 투입한 기업연령은 단수항이 음이지만 유의하지 않았으며, 제곱항은 음으로 유의해 기업연령이 미치는 효과는 연령이 증가할수록 점차 감소함을 의미한다. 모형 (viii)의 추정치는 대주주지분을 제외한 모형 (v)에서 사용한 모든 변수의 유의성이 사라져 다중공선성이 존재함을 보여 준다. 따라서 이 모형의 결과는 무시하기로 한다.

토빗모형 추정결과는 모든 모형에서 대주주 지분이 수출비중의 증가에 유의한 양의 영향력을 미치고 있음을 알려준다. 즉, 소유지분이 대주주에게 집중될수록 더 많은 수출시장에 활발히 진출하고 있는 것으로 나타났다. 반면에 소유지배구조의 집중도가 낮을수록 기업은 더욱더 위험을 회피해 더 적은 수의 해외시장에 진출하고 있으며 그 결과 수출량이 감소하고 있음을 제시한다.

추정결과는 다음과 같은 추론을 뒷받침하고 있다. 기업의 해외시장 진출은 시장별로 고정비용의 투자를 필요로 하며 각 시장은 정보의 비대칭성으로 내수시장에 비해 더 많은 위험을 포함할 것이다. 또한 진출시장수의 증가로 발생하는 이 위험은 상호 상쇄되지 않을 것이며 그 총량은 수출시장의 수가 많아짐에 따라 증가할 것이다.¹¹⁾ 그 결과 기업의 수출액이 증가할수록 진출시장수도 늘어나고 위험도 더욱 커질 것이다. 따라서 기업의 수출량 증가는 위험에 대한 경영자의 태도에 의해 연속적으로 변할 것이다. 위험을 더욱 받아들일수록 수출시장수는 증가하고 수출량도 늘어날 것이다. 반대로 기업의 경영자가 위험을 기피할수록 진출시장수는 줄어들어 수출량도 감소할 것이다. 그리고 경영자의 위험기피 정도는 대리인 문제를 유발시키는 소유지분율과 비례할 것이다.

다른 수출결정변수와 관련 본 연구의 추정결과는 임금이 낮을수록 더 많은 해외시장에서 경쟁력을 갖출 수 있기 때문에 수출비중이 더욱 늘어남을 시사한다. 그리고 자본집약도와 연구자본소득이 증가할수록 수출국의 수는 증가하고 그 결과 수출성향이 커지고 있다.

위 추정결과는 전체 제조업에 대한 것으로 기업의 수출성향의 결정요인은 산업별로 차이가 있을 것이다. 산업별로 수출경쟁력 요인이 다르며 기술발전 단계도 다르기 때문이다. 한국 제조업의 수출성향 결정함수에 대한 산업별 토빗모형의 계수추정치가 <표 6>에 제시되어 있다. 산업별 추정은 전체 제조업의 모형 (vii)을 사용한다.

11) 시장의 다변화는 수출품에 대한 수요의 변화를 상호 상쇄시킴으로써 위험을 감소시킬 수도 있을 것이다. 그러나 국가 간 소득은 대체로 증가율이 다르더라도 같은 방향으로 움직이므로 위험이 상쇄될 것 같지는 않다.

〈표 6〉 제조업의 소유지배구조와 수출에 관한 토빗모형 추정(종속변수: 수출액/매출액)

설명변수	산업구분						
	31 (식품)	32 (섬유)	34 (종이)	35 (화학)	36 (비철금속)	37 (1차금속)	38 (조립금속)
log(대주주 지분)	-0.017 (0.031)	0.253* (0.096)	0.094 (0.059)	-0.086* (0.030)	-0.025 (0.065)	0.330* (0.047)	0.182* (0.032)
log(임금)	-0.006 (0.016)	0.245* (0.078)	-0.302* (0.082)	-0.025 (0.025)	0.157** (0.069)	-0.126* (0.026)	-0.155* (0.019)
log(자본장 비율)	0.018 (0.024)	-0.284* (0.086)	0.152** (0.059)	0.209* (0.023)	0.090*** (0.053)	-0.093* (0.030)	-0.054** (0.028)
log(연구자 분소득)	0.021** (0.009)	-0.022*** (0.013)	-0.002 (0.009)	0.009 (0.008)	0.073** (0.032)	0.007 (0.005)	0.004 (0.008)
기업연령	0.005*** (0.003)	0.111* (0.022)	-0.042 (0.026)	0.0002 (0.006)	-0.071** (0.032)	0.002 (0.010)	0.014** (0.006)
기업연령 ²	-0.00005*** (0.00003)	-0.0009* (0.0002)	0.0004 (0.0003)	-0.0001** (0.0000)	0.0009** (0.0004)	-0.0000 (0.0001)	-0.0004* (0.0001)
절편	-0.842** (0.333)	1.122 (1.197)	-3.429* (0.883)	-2.533* (0.336)	-0.186 (0.756)	-0.994** (0.400)	-1.279* (0.349)
LLR	-80.14	-102.94	-60.31	-608.66	-83.95	-168.37	-961.14
$\chi^2(8)$	18.09*	70.84*	29.11*	157.11*	12.79**	63.77*	187.83*
Obs. (Censored)	364 (307, 0)	228 (166, 0)	166 (124, 0)	1,125 (807, 1)	239 (199, 2)	332 (181, 0)	1,415 (904, 28)

주: () 안은 표준오차이며 *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

추정결과 대주주 지분율은 32(섬유), 37(1차금속), 38(조립금속) 산업에서 유의한 양의 부호를 가진 것으로 나타났다. 그러나 35(화학)산업에서는 유의한 음으로 나타났으며 다른 산업에서는 유의하지 않았다. 이는 추정치의 유의성이 사라진 34(종이산업)를 제외할 경우 앞 절의 로짓함수 추정결과와 동일한 것으로 기업의 소유권 집중이 해외시장 진출이라는 위험을 수반하는 행위의 선택을 용이하게 한다는 전체 기업의 결과가 산업별로도 대체로 사실임을 시사한다. 하지만 이 관계는 산업에 따라 유의하지 않거나 그 반대로 나타나는 산업도 있다. 이는 35(화학) 산업으로 대주주 지분이 증가할수록 수출비중이 낮아지고 있다.

한편, 다른 설명변수의 추정결과를 살펴보면, 임금의 경우 32(섬유), 36(비철

금속) 산업에서는 양으로, 34(종이), 37(1차금속), 38(조립금속) 산업에서는 음으로 유의하며, 다른 두 산업에서는 유의하지 않다. 자본집약도의 추정치는 34(종이), 35(화학), 36(비철금속) 산업에서는 양으로, 32(섬유), 37(1차금속), 38(조립금속) 산업에서는 음으로 유의하였다. 연구자본스톡의 경우 31(식품), 36(비철금속) 산업에서 양으로 유의하며, 32(섬유) 산업에서는 음으로 유의하였다.

추정결과는 수출비중의 결정요인이 산업별로 차이가 있음을 알려준다. 37(1차금속), 38(조립금속) 산업은 자본집약도와 임금이 낮은 경우 수출비중이 더 높아지고 있으며, 36(비철금속) 산업은 이와 반대로 나타났다. 전자의 경우 상대적으로 노동집약적인 기업이, 후자의 경우 자본집약적인 기업이 더 많은 수출시장에 진출하고 있는 것으로 보인다. 32(섬유) 산업은 임금이 높고 자본장비율이 낮은 경우 수출비중이 증가하나, 34(종이) 산업은 정반대이다. 이 결과는 섬유산업이 고급의상이나 디자인 집약적인 고급인력을 사용하는 기업에서 수출비중이 높으나, 34(종이) 산업은 자본집약적인 대량생산 상품이 산업의 수출을 지배하고 있음을 시사한다.

기업연령 추정치는 단수항은 31(식품), 32(섬유), 38(조립금속) 산업에서는 양으로 유의하며, 36(비철금속) 산업에서는 음으로 유의하였다. 그 제곱항은 34(종이), 36(비철금속), 37(1차금속)을 제외한 모든 산업에서 음으로 유의하게 나타났다. 이 결과는 수출액의 증가에 기업연령이 증가에 따른 경험 및 인적자원과 네트워크의 축적이 필요하나 그 영향력은 점차 감소하는 비선형적인 것이라는 사실이 수출액을 대상으로 한 산업별 분석에서도 대체로 들어맞음을 보여준다.

한편, 추정모형에서 임금대신 노동생산성을 투입할 경우 생산성 추정치는 32, 33, 35, 37, 38번 산업에서 유의한 양으로, 34, 36번 산업에서는 유의하지 않았다. 다른 계수추정치는 그 크기와 유의수준이 크게 달라지지 않았으나 연구개발스톡 추정치가 35, 37, 38번 산업에서 양으로 유의하게 나타났다.

V. 결 론

본 연구는 기업이 해외시장에 진출하기 위해서는 초기 투자비용을 지출해야 하며, 수출시장은 국내시장에 비해 더 큰 위험을 지니고 있다고 가정한다. 이 경우 수출 의사결정은 함몰비용과 위험회피 정도에 의존할 것이다. 본 연구는

이러한 모형의 예측력을 한국 제조업의 1994~2005년 패널자료를 통해 실증적으로 검증하였다.

모든 조건이 동일하나 소유구조가 다른 두 기업이 존재한다고 가정할 때 기업의 소유지배구조가 소수에 집중된 기업은 높은 성장기회를 제공하지만 위험이 존재하는 해외시장의 진출을 통해 적극적으로 기업의 가치를 증가시키려 할 것이다. 반면에 소유지배구조의 집중도가 낮은 기업의 경영인은 위험을 회피하고 상대적으로 안정적인 국내시장의 성과에 집중하려 할 것이다. 이들에게는 수출상품 개발, 시장개척 및 유통망의 구축 등 높은 초기투자를 수반하며 그 이익의 회수도 장기에 걸쳐 일어나는 실패위험도 큰 해외시장보다는 재임기간 중 단기에 성과를 낼 수 있는 국내시장에 전념하는 것이 더 이익이 되기 때문이다. 즉, 수출시장 진출에는 대리인 문제가 존재하며 소유구조의 집중력이 강할수록 기업은 국제시장에 더 활발히 진출할 것이다.

본 연구의 추정결과도 소유지분이 집중될수록 위험을 내포하는 행위를 선택함으로써 기업이익을 추구하는 행위가 더욱 활발히 이루어지고 있음을 보여 준다. 기업이 수출시장 진출로 얻을 수 있는 이익을 추구하기 위해서는 시장진입 실패시 초기투자를 회수할 수 없다는 위험을 감수해야 할 것이다. 수출기업 여부에 대한 로짓모형에 대한 추정결과는 기업의 소유권이 집중될수록 이러한 위험을 감수하는 행위를 더 선택하고 있음을 보여 준다. 그리고 소유권이 분산될수록 대리인 문제로 인해 수출시장의 진출이 위축됨을 제시한다.

산업별 추정의 경우 총 7개 산업 중에서 4개 산업에서 소유권 집중과 해외시장 진출 간의 긍정적인 관련성을 확인할 수 있었다. 그러나 화학산업에서는 부정적으로 유의한 관계가 도출되었으며, 다른 두 산업은 유의하지 않았다. 이는 수출형태가 산업에 따라 달라지며 그 위험도 다르기 때문일 것이다.

위 결과는 수출이 매출액에서 차지하는 비율을 종속변수로 투입한 토빗모형에서도 동일하게 나타났다. 즉, 전체 샘플을 대상으로 한 모형에서 소유권 집중과 수출비중 간의 긍정적인 관계를 볼 수 있었다. 그리고 산업별 추정도 한 개 산업에서 그 유의성이 사라졌을 뿐 로짓분석의 결과와 같았다.

본 논문은 개별 기업의 수출에 영향을 미치는 변수들을 통제변수로 투입해 기업의 수출 결정요인을 분석해 보았다. 로짓모형의 추정결과는 제조업 전체적으로는 수출기업이 내수기업에 비해 상대적으로 높은 임금을 지불하며, 자본스톡이 높다는 사실을 시사하였다. 토빗모형의 추정결과는 기업의 수출비중이 임금이 감소할수록 증가하며 자본집약도와 연구개발이 활발할수록 증가하는 것으

로 나타났다. 그러나 이러한 두 모형의 추정결과는 산업별로는 크게 차이를 확인할 수 있었다.

본 연구는 기업이 국내에서 생산한 상품을 내수용으로 판매할 것인가 또는 수출할 것인가 하는 의사결정을 다루고 있다. 하지만 국내는 내수용 해외공장은 수출용을 생산하는 글로벌 기업의 경우 생산관리 측면에서 국내판매와 수출을 대체관계로 설정하는 것은 타당치 않을 수 있다. 해외와 국내공장을 수직계열화한 기업도 마찬가지로이다. 이 경우에는 소유권 집중과 해외투자에 대한 기업의 태도가 관련성이라는 새로운 문제를 분석해야 할 것이다. 본 연구의 실증결과는 소유권이 집중된 기업일수록 국내투자에 비해 더 큰 위험을 내포하는 해외투자를 더 과감히 시도할 수 있을 것임을 추측하게 한다. 하지만 이는 실증분석을 통해 검증되어야 할 새로운 연구과제이다.

참 고 문 헌

- 강 원, 「소유지배 괴리도와 기업성장에 관한 연구」, 삼성경제연구소, Issue Paper, 2004. 4.
- _____, 「소유경영의 역할과 성과」, 삼성경제연구소, Issue Paper, 2005. 3.
- 김경목, 「기업지배구조와 혁신」, 『경영학연구』 32, 1799~1832, 2003.
- 김상호·임현준, 「한국총요소생산성 변동의 동태적 결정요인: 무역변수를 중심으로」, 『대외경제연구』 9, 2005, 3~47.
- 김우택·장대홍·김경수, 「기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구」, 『재무연구』 6, 1993.
- 김현중, 『기업성과구조에 대한 소유지배구조의 영향분석』, 한국경제연구원 연구 06-09, 2006.
- 신현열·박찬준, 「기업의 소유지배구조와 경영성과 간의 관계」, 『조사통계월보』, 2006. 5, 23~60.
- 이동기·조영곤, 「경영자 지분이 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 연구」, 『전략경영연구』 2, 1999, 25~40.
- 이창수·김완희, 『기업의 소유구조와 연구개발투자』, 『회계정보연구』 19, 2003, 67~81.
- 윤성민, 「소유권-지배권 분리가 혁신활동에 미치는 영향」, 『경제학연구』 53,

- 2005, 71~96.
- 윤충한, 「기업의 R&D 지출과 경영자 주식 소유와의 관계」, 『경제학논집』 11, 2002, 141~159.
- 조신·윤충한, 「기업의 소유구조와 연구개발지출 간의 관계에 관한 실증연구」, 경제학공동학술대회 발표논문, 2001.
- 조성표, 『2000 R&D Scoreboard』, 과학기술부, 2001.
- 최우석·이우백, 「오너경영과 기업성과에 관한 실증연구」, 『재무연구』 14, 2005, 89~130.
- 황동섭, 「소유경영 유형이 기업생산성에 미치는 실증적 연구」, 『생산성 논집』 19, 2005, 1~14.
- 홍장표, 「혁신능력과 기업지배구조」, 『사회경제평론』 23, 2004, 319~346.
- Aw, B. and A.R. Hwang, “Productivity and the Export Market: A Firm-Level Analysis,” *Journal of Development Economics*, 47, 1995, 313~332.
- Baek, J.-S., J.-K. Kang, and K. S. Park, “Corporate Governance and Firm Value Evidence from the Korean Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics*, 71, 2004, 265~313.
- Berle, A. and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, NY, 1932.
- Bernard, A. B. and J. B. Jensen, “Exporters, Skill-Upgrading, and the Wage Gap,” *Journal of International Economics*, 42, 1977, 3~31.
- Bernard A. B. and J. Wagner, “Exporters and Success in German Manufacturing,” *Weltwirtschaftliches Archiv*, 133, 1977, 134~157.
- Bethel, J. E. and J. Liebeskind, “The Effect of Ownership Structure on Corporate Restructuring,” *Strategic Management Journal*, 14, 1993, 15~31.
- Bleaney, M. and K. Wakelin, “Sectoral and Firm-Specific Determinants of Export Performance: Evidence from the United Kingdom,” Research Paper 99/12, Center for Research on Globalization and Labour Markets, University of Nottingham, 1999.
- Cho, M-H., “Ownership Structure, Investment and the Corporate Value: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 47, 1998, 103~121.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings,” *Journal of Finance*, 57, 2002,

2741~2771.

- Demsetz, H., "Ownership Control, Insider Trading, and Rate of Return," *American Economic Review*, 86, 1983, 313~316.
- Demsetz, H. and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93(6), 1985, 1155~1177.
- Fama, E. and M. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, 301~325.
- Griliches, Z. and J. Hausman, "Errors in Variables in Panel Data," *Journal of Econometrics*, 31, 1986, 93~118.
- Greenspan, A., *Lessons from Global Crises*, Address to the World Bank Group and International Monetary Fund, September 27, 1999.
- Harvey, C. and A. Roper, "The Asian Bet," in A. Harwood, R. Litan, and M. Pomerleano eds., *The Crisis in Emerging Financial Markets*, Brookings Institution Press, Washington, DC, 1999, 29~115.
- Hermalin, B. and M. Weibach, "The Effects of Board Compensation and Direct Incentives on Firm Performance," *Financial Management*, 20, 1991, 101~112.
- Hill, C.W.L. and S.A. Snell, "External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research-Incentive Industries," *Strategic Management Journal*, 9, 1988, 577~590.
- Himmelberg, C., R. Hubbard, and D. Palia, "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance," *Journal of Financial Economics*, 53, 1999, 353~384.
- Hirsch, S., "The US Electronics Industry in International Trade," *National Institute Economic Review*, 34, 1965, 92~107.
- Hirsch, S. and I. Bijaoui, "R&D Intensity and Export Performance: A Micro View," *Weltwirtschaftliches Archiv*, 121, 1985, 138~251.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, 305~360.
- Joh, S.W., "Corporate Governance and Firm Profitability," *Journal of Financial Economics*, 68, 2003, 287~322.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman, "Corporate Governance in the

- Asian Financial Crisis, 1997-98," *Journal of Financial Economics*, 58, 2000a, 141~186.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review*, 90(2), 2000b, 22~27.
- Kim, S., H. Lim, and D. Park, "Imports, Exports, and Total Factor Productivity in Korea," *Applied Economics*, Forthcoming, 2009.
- Krugman, P., "A Model of Innovation, Technology Transfer and the World Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, 87, 1979, 253~266.
- Kumar, N. and N. S. Siddharthan, "Technology, Firm Size and Export Behavior in Developing Countries: The Case of Indian Enterprise," *Journal of Development Studies*, 32, 1994, 288~309.
- La Porta, R. F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, 106, 1998, 1115~1155.
- La Porta, R. F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, 52, 1997, 1131~1150.
- _____, "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, 58, 2000, 3~27.
- _____, "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Finance*, 57, 2002, 1147~1170.
- Lemmon, M.L. and K. V. Lins, "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance*, 58, 2003, 1445~1468.
- Lin, T. and P. Schmidt, "A Test of the Tobit Specification Against an Alternative Suggested by Cragg," *Review of Economics and Statistics*, 66, 1984, 174~177.
- McConnel, J.J. and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27(2), 1990, 595~612.
- Mitten, T., "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 64, 2002, 215~241.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988,

293~315.

Posner, M., "International Trade and Technical Change," *Oxford Economic Papers*, 13, 1961, 323~341.

Rajan, R. and L. Zingales, "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis," *Journal of Applied Corporate Finance*, 11, 1998, 40~48.

Richardson, J.D. and K. Rindal, "Why Exports Really Matter!" The Institute for International Economics and the Manufacturing Institute, Washington D.C., 1995.

Robert, M.J. and J.R. Tybout, "The Decision to Export in Colombia: An Empirical Model of Entry with Sunk Costs," *American Economic Review*, 87, 1997, 545~564.

Stiglitz, J., *The Role of Financial Institutions in the Current Global Economy*, Address to the Chicago Council on Foreign Relations, February 27, 1998.

Vernon, R., "International Investment and International Trade in the Product Cycle," *Quarterly Journal of Economics*, 80, 1966, 190~207.

Wakelin, K., "Innovation and Export Behavior at the Firm Level," *Research Policy*, 26, 1998, 829~841.

Willmore, L., "Transnationals and Foreign Trade: Evidence from Brazil," *Journal of Development Studies*, 28, 1992, 314~335.

「Abstract」

Ownership Structure and Exports

Sangho Kim*

This study is to investigate the impact of ownership structure on export by using Korean manufacturing firm-level data for the year of 1994~2005. Firms have to invest initial sunk costs to export their products, and foreign markets involve greater risk than the domestic market due to asymmetric information. A manager of a firm with less concentrated ownership tries to avoid taking unnecessary risks of venturing into the export market, while he wants to concentrate on the domestic market to provide instant results during his tenure. As firm's ownership gets more concentrated, however, a controlling shareholder is more willing to take the risk of exporting its products to maximize expected profit. Thus, the firms with less concentrated ownership would not enter export market to avoid the risk more than the firms with more concentrated ownership. To test this hypothesis, this study first analyzed firm's decision about whether or not to export by using logit model. Estimation results confirm that firms with more concentrated ownership enter the export market more often than other firms. This relationship holds in four out of seven two-digit industries in industry-wise regression. Tobit model investigating how much to export also confirms the positive relationship between ownership concentration and exports both in the whole sample and three industries. Besides, this paper provides some results about the impact of firm-specific characteristics on exports.

Keywords: corporate governance, exports, risk attitude, logit analysis, Tobit regression, Korean manufacturing

JEL Classification: G30, D80, F10

* College of Business, Honam University, Tel: +82-62-940-5394, Email: shkim@honam.ac.kr