

우리 기업들의 소유구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구*

최정표** · 함시창*** · 김희탁****

본 연구의 목적은 우리 기업들의 소유구조가 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치고 있으며, 또한 우리 기업들의 높은 부채비율과 과잉투자가 기업의 소유구조와 어떠한 관계가 있는지를 실증적으로 규명하여 우리 기업들의 소유구조와 관련된 문제점들을 파악하려는 것이었다.

우리가 본 연구에서 508개 기업의 5년간 자료에 대한 추정과정을 통해서 얻은 결론은 다음과 같다.

첫째, 지배대주주들의 지분이 높을수록 우리 나라 기업들의 가치가 하락함을 발견할 수 있었으며, 이 결과를 기초로 기업소유구조가 분산될 경우 기업가치는 6~10% 정도 상승하며, 이에 따라 주가도 19% 또는 37%까지 상승할 수 있음을 계산할 수 있었다.

둘째, 지배대주주들의 지분율은 부채비율의 결정에 유의하지 않으나, 투자수준의 결정과는 비선형관계에 있다는 실증적 결과를 얻게 되었다.

이러한 결과로부터 우리 기업들의 경우 소유구조로 인해 기업가치가 극대화되지 않을 가능성이 있음을 실증적으로 이해하게 되어, 일반주주들의 이익을 위해서는 기업소유구조의 선진화가 필요할 수 있음을 깨닫게 되었다.

핵심주제어: 기업소유구조, 지분율, 기업가치, 투자수준, 부채수준
경제학문헌목록 주제분류: L0

* 이 논문은 2000년도 한국학술진흥재단의 지원에 의하여 연구되었음(KRF-2000-042-C00079).

** 최정표(제1저자), 건국대학교 경상학부, 전화: (02) 450-3624, E-mail: jpchoi@kkucc.konkuk.ac.kr

*** 함시창(공동저자), 상명대학교 경제통상학부, 전화: (02) 2287-5055, E-mail: scham@smu.ac.kr

**** 김희탁(공동저자), 상명대학교 경영학부, 전화: (02) 2287-5060, E-mail: htkim@smu.ac.kr

논문투고일: 2003.9.9 수정일: 2003.10.18 게재확정일: 2003.11.27

I. 서 론

IMF 외환위기과정에서 대우, 한보 등 많은 기업집단들의 몰락을 경험하면서 우리는 과거 한국적 경영방식의 일부 정도로 인식되어 왔던 여러 속성들이 사실상 우리 나라 기업들의 성장을 저해하고, 기업들의 존속마저도 위협할 수 있는 잘못된 관행일 수 있음을 깨닫게 되었다. 아무리 기업이나 기업집단의 규모가 크더라도 부채가 많든지, 기업집단 규모의 확대를 위하여 여러 부문에 걸쳐 지나치게 많은 투자를 한다든지, 수익을 도외시하고 성장만을 위한 경영을 할 경우 극복하기 어려운 위기가 언제든지 닥칠 수 있다는 것이 우리가 얻게 된 소중한 경험이었다.

최근 우리 기업들의 평균자기자본수익률(ROE)이 사상 처음으로 채권금리를 웃도는 바람직한 결과를 얻고 있는 것도 상당수 기업들이 구조조정과정에서 부채비율을 축소하고 수익중시경영으로 나서는 등 이러한 값진 교훈을 받아들여 노력한 결과라 생각된다. 그러나 기업들의 주당 순이익을 기준할 때 아직도 국내기업들의 주가는 여전히 주요 선진국의 절반 수준으로 저평가되어 있는 것이 사실이다. 즉, 우리 기업들이 국제적으로 재평가받기 위해서는 앞으로도 갈 길이 요원하다는 이야기이다.

그렇다면 왜 우리 나라 기업들의 주가가 저평가되고 있는가? 내외국의 투자자들은 우리 기업들의 높은 부채수준, 방만한 투자와 같은 부적절한 경영관행 외에도 기업경영에서의 불투명성, 나아가 기업소유구조에서의 문제를 우리 기업들의 가치를 떨어뜨리는 주요 요인들로 지적하고 있으며, 이러한 지적에 대해 많은 사람들이 공감하고 있는 것으로 보인다. 결국 우리 기업들의 제도약과 시장에서의 신뢰회복은 바로 기업경영에서의 이러한 문제점들이 얼마나 빨리 바람직한 수준까지 개선될 수 있느냐에 달려 있다고 하겠다.

최근 우리 기업들 일부에 대해 긍정적인 재평가가 이루어지고 있음은 이 부분들의 개선에 기인된 바 크다고 하겠다. 특히 최근 들어 우리 나라 대표기업들 중 일부는 부채비율과 투자내용면에서 뚜렷한 개선이 보이고 있다고 생각된다. 그러나 기업구조조정의 가장 중요한 핵심이라 할 수 있는 소유구조의 경우 아직까지 대부분의 기업들에서 실질적인 변화가 시작되고 있다고 보기 어렵다. 기업들의 소유구조가 개선되지 않는다면 상당수 기업들이 앞으로도 과거처럼 일반주주들의 이익이 아닌 지배대주주들의 사적 이익을 위해 경영될 가능성이

높고, 이 경우 우리 기업들의 가치가 기업들의 실적에 비하여 저평가되는 악순환이 계속될 수밖에 없다는 것이 우리들이 고민해야 할 부분이다.

우리는 우리 기업들의 소유구조가 본격적으로 개선되기 위해서는 결국 사회적 공감대 형성을 기반으로 한 인식의 전환이 우선되어야 한다고 생각하고, 그러한 과정의 하나로써 과연 소유구조상의 문제로 인해 기업의 가치가 어느 정도 부정적인 영향을 받고 있으며, 또한 우리 기업들의 바람직하지 못한 특징이라 할 수 있는 높은 부채비율과 과잉투자가 기업의 소유구조와 어떠한 관계가 있는지를 실증적으로 규명하여 소유구조 개선의 필요성을 파악해 보고자 본 연구를 시작하였다.

그리고 연구과정에서 다음과 같은 두 가지 내용을 강조하여 기존 국내외 연구들과의 차별화를 시도하였다.

① 우선 가능한 최근 기업관련 자료를 사용함으로써 IMF 금융위기 이후 우리 기업들의 소유구조와 관련된 경영방식이 기업가치에 어떤 영향을 미치고 있는지를 파악하고자 하였다. 최근에 발표된 국내연구들의 대부분이 IMF 이전의 기업형태를 분석하고 있어 좋은 후속 연구가 되리라 생각된다.

② 우리 기업들의 가치수준, 부채수준, 투자수준, 그리고 지분수준 등이 서로 연관된 경영결정이라는 관점에서, 이 네 관계들을 함께 분석하고 추정하여 보았다. 이러한 연립방정식체계의 추정과정에서 중요한 문제인 내생성(endogeneity) 문제를 해결하기 위하여 2SLS와 같은 연립방정식 회귀방식이 주로 사용되었으나, Panel자료를 사용하고 있다는 점에서 이에 적합한 복합오차모형(error component model)을 통한 추정도 시도해 보고 두 추정결과들을 비교·분석하면서 robustness를 점검하기도 하였다.¹⁾

본 연구의 구성은 다음과 같다. 일단 제Ⅱ절에서 본 연구의 추정모형인 기업 가치방정식, 자본구조방정식, 투자방정식, 그리고 소유지분방정식 등 4개의 방정식들과 관련된 변수들의 정의에 대한 설명이 이루어지고 있다. 제Ⅲ절에서는 추정의 기초가 되었던 508개 기업들의 1996년부터 2000년까지 5년간 자료의 내용과 추세가 정리되어 있으며, 제Ⅳ절에서는 추정과정에서 사용된 연립방정식모형과 복합오차모형에 대한 간단한 설명과 함께 그 추정결과가 설명되어 있다. 제Ⅴ절은 결론으로 본 연구의 요약 및 한계, 그리고 우리의 생각 등을 정리

1) Panel자료의 특성과 연립방정식체계의 상호관계를 함께 고려할 수 있는 추정방식을 사용할 수 있다면 더 바람직한 결과를 기대할 수 있었겠으나, 여러 계산상의 문제점으로 인해 새로운 추정방식의 도입은 추후의 연구과제로 미룰 수밖에 없었다.

8 우리 기업들의 소유구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구

하고 있다.

II. 분석모형

본 연구의 목적은 우리 나라 기업들의 소유구조가 우리 기업들의 가치에 과연 어떠한 영향을 미치는지, 그리고 우리 기업들의 높은 부채비율과 과잉투자들이 과연 기업의 소유구조와 어떤 관계에 있는지를 분석하고자 하는 것이다. 이를 위하여 우리들은 현재까지 기존 연구들에서 집중적으로 연구되어 온 소유구조와 기업가치의 관계에 대한 분석 외에도 소유구조와 기업부채와 기업투자의 관계, 그리고 소유구조가 이 변수들에 의해 영향을 받는지의 여부 등도 함께 생각해 보고자 하였다. 사실 위의 네 가지 경영결정들은 서로 밀접하게 관련되어 있다는 점에서 본 연구와 같은 종합적 분석이 현실적으로 더 납득될 수 있는 결과를 보여 줄 수 있으리라 생각된다.

1. 분석모형의 설명

우리가 추정과정에서 사용한 기업가치방정식, 부채방정식, 투자방정식, 그리고 지분율방정식들의 내용과 그의 도출과정은 아래와 같이 정리될 수 있다.

(1) 기업가치방정식

Berle and Means(1932) 이후 현재까지 이루어진 많은 연구들에서 기업가치방정식은 대체로 다음 세 가지 가설 중 하나를 기초로 설정되고 있다.

1) 이해일치가설

Jensen and Meckling(1976)의 대리인이론에 기초한 가설로 높은 지분을 가진 경영자들의 경우 기업가치가 하락된다면 자신들도 상당한 피해를 입게 되므로 기업가치 극대화를 위해 노력할 수밖에 없다는 것이다. 경영자들이 기업가치의 극대화를 위하여 노력함에 따라 일반주주와의 갈등은 줄어들게 되며, 경영자지분과 기업가치 사이에는 양(+의) 관계가 성립된다는 것이 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)의 주장이다.

2) 경영자안주가설

경영자안주가설(managerial entrenchment hypothesis)에 의하면 높은 지분을 가진 경영자 또는 지배대주주들은 충분한 의결권을 소유하고 있으므로 일반주주의 이익에는 위배되거나 자신의 사적 이익을 향상시킬 수 있는 결정을 마음대로 추구할 수 있다는 것이다. 경영자 또는 지배대주주들이 기업가치와 관계없이 자신들의 이익만을 추구할 경우 기업가치가 상승하기 힘들고, 따라서 경영자의 지분과 기업가치 사이에는 음(-)의 관계가 성립되게 된다.

3) 절충가설

Morck, Shleifer, and Vishny(1988), McConnell and Servaes(1990) 등은 그들의 연구들에서 경영자의 지분율과 기업의 시장가치가 단순한 선형관계가 아니라 지분율 수준에 따라 양과 음의 관계가 함께 공존하는 비선형관계임을 실증적으로 밝히고 있다. 즉, 이들에 의하면 위 두 가설이 상호 배타적이 아닐 수 있다는 것인데, 예를 들어 Morck, Shleifer, and Vishny(1988)의 연구는 소유집중률이 0~5%, 5~25%, 그리고 25% 이상이 되는 구간에서 기업의 가치가 각각 증가, 감소, 그리고 다시 증가하고 있음을 보이고 있다.

기업가치에 대한 연구는 재벌체제라는 독특한 기업소유구조를 가지고 있는 우리 나라에서도 상당 수준 이루어져 왔으며, 최근 들어 김영숙·이재춘(2000), 박래수·윤석현(2001), 이해영·이재춘(1999), 박경서·백재승(2001), Black, Jang, and Kim(2002), Joh(2003) 등의 연구들에서 집중적으로 연구되고 있고 있다.

이 연구들 중 박경서·백재승(2001)은 1993~1998년 동안의 상장기업 346개사의 자료를 기초로 기업들의 소유구조, 자본구조 및 기업가치를 단순회귀방식과 연립방정식방식으로 추정하고 있다는 점에서 본 연구와 유사한 연구라 할 수 있다. 이들 역시 연구에서 소유구조, 자본구조 및 기업가치들이 상호 영향을 주고 있음을 보여 주어 OLS의 경우 해석에 오류가 발생할 가능성이 있음을 지적하고 있다.

기업가치와 소유구조의 관계를 직접 분석하는 대신 Baek, Kang, and Park(2001)은 IMF기간 동안 677개 기업들의 추가하락 수준을 조사하여 기업가치와 구조조정 수준이 기업소유구조와 관련되고 있음을 분석하고 있는데, 1997년 경제위기 동안 지배대주주들의 지분이 높은 재벌기업들의 기업가치가 더 많이 하락하였음을 보여 주는 부분은 본 연구와 관련되는 부분이라 하겠다.

10 우리 기업들의 소유구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구

Lee, Ryu, and Yoon(2002) 역시 1984년부터 1997년까지의 자료로서 재벌과 비재벌의 기술적 효율성의 차이를 비교하여 재벌들의 효율성이 점차 하락하고 있음을 지적하여 흥미 있는 결과를 도출하고 있다.

Joh(2003)는 1993~1997년 동안 5,829개 기업들의 자료를 토대로 IMF 이전 기업의 소유구조와 수익률의 관계를 조사하였는데, 특히 다양한 내용의 추정을 시도하고 있다는 점에서 상당히 의미 있는 분석으로 생각된다.

그러나 이미 지적하였듯이 위에 언급된 연구들의 대부분은 변수들 간의 내생성을 고려하지 않거나, 기업의 소유구조와 기업가치의 관계만을 분리하여 다루고 있어 추정결과의 해석에서 한계가 있을 것으로 보인다. 이에 비해 본 연구는 최근 자료를 사용하고 있으며, 기존 연구들에서 사용된 추정방식들보다 정교한 추정방식들을 사용하여 추정결과의 신뢰성을 높이고자 한다는 점에서 차이를 가진다고 하겠다.²⁾

본 연구에서 우리가 고려하고 있는 기업가치방정식은 다음 식 (1)과 같으며, 기존 연구들에서 사용되었던 모형들을 바탕으로 하고 있다.

$$\begin{aligned} \text{기업가치} = & f_v(\text{대주주지분율, 관계회사지분율, 기관투자지분율,} \\ & \text{외국인지분율, 광고비, 연구개발비, 기업규모, 기업이윤,} \\ & \text{기업부채, 기업투자, 매출액증가율, 재벌터미}) \end{aligned} \quad (1)$$

식 (1)에 사용되는 변수들을 설명해 보면 다음과 같다. 기업가치방정식에서 가장 먼저 규정되어야 할 부분은 당연히 종속변수로 사용될 기업가치변수이다. 그러나 기업가치는 주관이 개입되는 개념으로 결국 대용변수를 통해서 고려할 수밖에 없는데, 본 연구에서는 많은 기존 연구들과 마찬가지로 Tobin's Q로서 기업가치를 설명하고자 하였다. 식 (2)는 우리가 기업가치의 대용변수로 사용한 Tobin's Q의 정의이며,³⁾ 여기서 시장가치란 해당 주식의 연말 증가에 발행주식

2) 위의 연구들 중 이해영·이재춘(1999)이 기업가치의 분석에서 Panel 추정방식을 사용하고 있으며, 또 박래수·윤석현(2001)이 연립방정식모형의 추정방법의 일종인 2SLS(two stage least squares)를 고려하고 있기는 하나, 이 연구들의 경우에도 그 사용이 제한적이라는 점에서 본 연구가 차별될 수 있다고 생각된다. 박경서·백재승(2001)의 연구는 추정방법상 본 연구와 유사한 부분이 많다고 하겠으나, 추정기간이 다르고 기업투자를 모형에 포함하지 않고 있는 점에서 차이가 나고 있다.

3) 식 (2)는 외국 연구들에서 일반적으로 사용되는 Tobin's Q의 정의인 기업가치와 자산의 대체원가의 비율이기보다는 오히려 시장가치 대 장부가치비율(market value to book value ratio: MBR)에 가깝다고 할 수 있겠다. 국내의 경우 자산의 대체원가에 대한 평가가 가능하지 않아 이 값들을 추정계산할 수밖에 없으므로 일반적인 Tobin's Q비율을 구하기 어렵다(Tobin's Q의 계산에 관해서는 김우택·장대홍·김경수(1993) 참조). 또한 최근 여러 외

수를 곱한 값을 뜻한다.⁴⁾

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{보통주의 시장가치} + \text{우선주의 시장가치} + \text{부채의 장부가치}}{\text{총자산의 장부가치}} \quad (2)$$

기업가치의 경우에 못지않게 중요한 결정은 기업소유구조를 어떤 변수로 설명할 것인가이다. 자료에 따라 다르게 정의될 수 있겠으나, 우리는 한국상장회사협의회 『기업정보웨어하우스 TS2000』을 기초로 기업별 주식분포에 대한 자료를 대주주, 기타 주주, 그리고 소액주주로 나누어 정리하여 보았다. 여기서 대주주의 지분은 지배대주주 본인과 그의 친족, 그리고 특수관계인들이 가진 지분들의 합을 의미하고 있는데, 특수관계인에 관계회사 지분이 포함되는 경우도 있어 대주주 일가의 지분이란 개념과는 다르다고 하겠다. 기타 주주의 지분은 주로 같은 기업집단에 소속된 관계회사들의 지분으로, 이들을 통하여 지배대주주들이 기업의 경영권을 장악하게 되는 지분을 뜻한다. 다음 소액주주 지분은 소액주주인 법인지분과 개인지분으로 나누어지는데, 법인지분은 기관투자자들의 지분을, 개인지분은 일반투자자들의 지분을 각각 의미한다. 이 법인지분과 개인지분에는 국내투자자들뿐만 아니라 외국인투자자들의 지분도 포함되어 계산된다.

위의 지분관계에 대한 정의는 2000년 12월 당시의 (주)삼성전자의 주주분포 현황을 정리한 <표 1>을 통해서 더 쉽게 이해될 수 있겠다. <표 1>에 의하면 삼성전자의 지배대주주와 그 특수관계인들이 직접 소유하는 지분은 6.45%이며, 삼성 계열사들과 유관기업들이 30.2%의 지분을 가지고 있음을 볼 수 있다. 삼성전자에 대한 기관투자자들의 전체 지분은 소액주주계 법인지분으로 표시된 47.27%로 우리 나라의 대표기업답게 기관투자자들의 비중이 상당함을 알 수 있으나, 일반투자자들은 소액주주계 개인지분인 16.08%만 소유하고 있어 의외로 그 비중이 낮다고 하겠다.

위의 기관투자자들과 일반투자자들의 지분에는 외국인 지분도 포함되어 있는데, 삼성전자의 경우 외국인의 지분비중이 매우 높아 소액주주계의 법인과 개인지분 중에서 외국인들의 지분을 모두 합할 경우 53.65%나 되어 이미 전체

국 연구들에서도(예를 들어, Himmelberg, Hubbard, and Palia(1999) 등) Tobin's Q로 MBR를 사용하고 있기도 하여 본 연구에서도 기업가치 계산을 위하여 식 (2)를 선택하였다.
4) 식 (2)에서 부채의 장부가격 대신 부채의 시장가격을 사용하는 것이 바람직함은 물론이나, 국내 자료로서 부채의 시장가격을 계산할 방법을 찾기는 쉽지 않다. 이에 따라 거의 대부분 국내 연구들이 어쩔 수 없이 부채의 장부가치를 사용하고 있으며, 본 연구 역시 마찬가지이다.

12 우리 기업들의 소유구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구

〈표 1〉 (주)삼성전자의 주주분포현황(2000년 12월)

주 주 별	주 주 수	주주구성비율(%)	주 식 수	주식분포비율(%)
대 주 주	6	0.01	11,367,219	6.45
기타 주주계	9	0	53,246,516	30.2
법 인	8	0	53,200,345	30.17
개 인	1	0	46,171	0.03
소액주주계	158,072	99.99	111,721,291	63.36
법 인	2,634	1.67	83,359,545	47.27
개 인	155,438	98.32	28,361,746	16.08
(외국인)	(1,955)	(1.24)	(94,609,794)	(53.65)
합 계	158,087	100	176,335,026	100

주식의 과반수를 초과하고 있음을 볼 수 있다.

삼성전자의 경우에서 볼 수 있듯이 대주주지분율에는 대주주 가족들의 지분과 함께 주요 관계기업들이 특수관계인으로 포함되고 있어, 대주주 가족들의 지분만을 고려하는 것보다는 기업소유구조의 대응변수로 더 적합할 것으로 판단될 수 있다.⁵⁾ 물론 대주주지분율과 관계회사지분율의 합을 대응변수로 고려해 볼 수도 있겠으나, 이 경우 비계열기업들의 지분도 포함되는 경향이 있어 적절하지 못하다고 판단하였다.

기업소유구조에 영향을 미치는 또 다른 지분율변수들로서 우리는 기관투자지분율과 외국인지분율에 대해서도 관심을 가졌다. 기관투자지분율은 소액주주계 법인지분율을, 그리고 외국인지분율은 소액주주계의 법인과 개인지분 중 외국

5) 〈표 1〉과 같은 「TS2000」의 구분은 증권거래소와 금융감독원의 ‘전자공시시스템’의 분류에 기초하고 있는데, ‘전자공시시스템’에서의 대주주, 소액주주, 기타 주주의 구분이 우리가 관심을 갖는 소유구조의 형태와 정확히 일치하지 않는다는 점을 주의할 필요가 있다. 예를 들어, 공정거래위원회에 따르면 2000년의 경우 30대 재벌의 동일인+특수관계인 평균 지분율은 4.5%에 불과하나, ‘전자공시시스템’에서의 대주주지분율은 평균 25%에 달하고 있기 때문이다. 이는 특수관계인의 정의가 서로 다르기 때문인데, 삼성전자의 경우 ‘전자공시시스템’에서는 동일인지분 3.5% 외에 특수관계인으로 삼성공제회(0.02%), 삼성복지재단(0.06%), 특히 삼성물산(3.88%)이 소유하고 있는 지분도 포함되어져 6.45%로 상대적으로 높게 정리되고 있는 것이 이러한 차이에 의해서다. 특수관계인에 속하는 기업들의 지분을 관계회사지분에 포함시키는 것도 고려해 볼 수 있겠으나, 현재 우리 기업들의 소유구조에 대한 가장 공식적인 자료는 ‘전자공시시스템’임이 분명하고, 관련기업들 모두의 연도별 자료를 다시 계산하는 것이 쉬운 일이 아니므로, 본 연구에서는 지분율 자료로서 ‘전자공시시스템’의 결과를 정리한 「TS2000」의 구분을 그대로 이용하였다. 또한 지배대주주와 특수관계인의 지분을 구별할 실익이 여차피 없으며, 지배대주주들의 지분율이 0인 경우가 상당히 있다는 점도 TS2000의 대주주지분율을 사용하는 또 다른 이유가 되겠다.

인이 소유하고 있는 지분의 합을 각각 의미한다. 최근 주식시장에서 국내의 기관투자가들과 외국인투자자들의 영향이 지속적으로 증가하고 있음을 고려할 때, 기관투자지분율과 외국인지분율 변수들이 추정과정에 포함되는 것은 당연하다고 하겠다.

소유구조 외에도 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 변수들이 물론 상당히 있을 수 있으므로, 소유구조와 기업가치 관계의 이해를 위해서 이런 통제변수들을 추정에 적절히 포함시키는 것이 매우 중요하다. 문제는 과연 어떤 변수들을 포함시킬 것인가인데, 우리는 기존 관련연구들에 사용되었던 변수들 중 타당하다고 생각되는 변수들을 선택하는 방식으로 이 문제를 해결하였다. 우리가 본 연구의 기업가치 결정과정에 포함시켰던 통제변수들로는 광고비, 연구개발비, 기업규모, 부채비율, 재벌더미 등이 있으며, 이들은 다음과 같이 정의된다.

$$\begin{aligned}
 \text{광고비} &= \frac{\text{광고선전비}}{\text{자산}} \\
 \text{연구개발비} &= \frac{\text{경상개발비}}{\text{자산}} \\
 \text{기업규모} &= \log(\text{자산}) \\
 \text{기업이윤} &= \frac{\text{당기순이익}}{\text{자산}} \\
 \text{기업부채} &= \frac{\text{부채}}{\text{자산}} \\
 \text{기업투자} &= \frac{\text{투자}}{\text{자산}} \tag{3}
 \end{aligned}$$

식 (3)에서 정의된 변수들 중 광고비와 연구활동비의 경우 지출규모가 증가할수록 기업가치가 상승하리라 예상된다. 기업의 이윤이 증가할수록 기업가치 역시 증가되리라 생각되나, 기업이윤의 내생성과 그 관계의 비선형 가능성을 고려하여 추정과정에서 $t-1$ 기 기업이윤의 2차 함수를 고려하였다. 부채비율은 Modigliani and Miller(1963) 등의 주장에 기초한다면 기업가치와 양의 관계를 가질 것으로 생각되나, 이 비율이 지나치게 높을 경우 기업의 재무위험이 증가되므로 기업가치가 하락할 가능성도 염두에 두어야 하겠다. 기업자산의 log값으로 계산되는 기업규모는 기업의 역량이 확대됨에 따라 기업가치가 상승될 것으로 예상하는 ‘대마불사’ 관행이 기업가치의 형성에 적합한 가정인지를 보기 위하여 포함되었다.

14 우리 기업들의 소유구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구

재벌집단에 속하는 기업들과 재벌이 아닌 기업들의 실적에는 어떠한 차이가 있으며, 이 차이가 기업가치에 어떻게 영향을 미치는지를 분석하기 위하여 우리는 30대 기업집단을 의미하는 더미변수들도 추정에서 고려하였다.

이해일치가설, 경영자안주가설, 그리고 절충가설 중 어느 가설이 과연 우리나라 기업들의 소유구조와 기업가치의 관계를 설명하는 데 적합한지 알기 위해서는 기업가치방정식의 추정에서 기업소유구조변수가 비선형의 형태를 가지도록 조정할 필요가 있다. 이를 위하여 Morck, Shleifer, and Servaes(1988) 등의 기존 연구들에서는 지분율변수들이 주로 N자형 또는 U자형 형태를 갖도록 설계하고 있으나, 임계치 선정이 어렵고 계산과정이 복잡하여 본 연구에서는 McConnell and Servaes(1990) 등 많은 연구자들이 그 대안으로 제안하고 있는 식 (4)와 같은 2차 방정식을 통하여 비선형문제를 해결하고자 하였다.⁶⁾

$$\text{기업가치} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{지분율} + \beta_2 \cdot \text{지분율}^2 \quad (4)$$

위의 논의를 종합하면 우리의 기업가치방정식은 아래 식 (5)와 같이 정의될 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{기업가치} = & \beta_{v0} + \beta_{v1} \text{대주주지분율} + \beta_{v2} \text{대주주지분율}^2 \\ & + \beta_{v3} \text{관계회사지분율} + \beta_{v4} \text{기관투자지분율} + \beta_{v5} \text{외국인지분율} \\ & + \beta_{v6} \text{광고비} + \beta_{v7} \text{연구개발비} + \beta_{v8} \text{기업규모} + \beta_{v9} \text{기업이윤}_{t-1} \\ & + \beta_{v10} \text{기업이윤}_{t-1}^2 + \beta_{v11} \text{기업부채} + \beta_{v12} \text{기업투자} \\ & + \beta_{v13} \text{매출액증가율} + \beta_{v14} \text{30대 기업집단} \end{aligned} \quad (5)$$

6) N자형으로 불리는 구간추정형태는 Morck, Shleifer, and Servaes(1988)의 연구에 기초하고 있으며 다음 식과 같이 정의된다. 아래 식의 형태에서 짐작할 수 있듯이 이러한 구간추정 모형의 경우 임계치인 k_1 와 k_2 가 어떻게 정해지느냐가 쉽지 않고 이들의 값에 따라 추정 결과에 상당한 차이가 나는 것이 문제이다.

$$\begin{aligned} \text{기업가치} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{지분율}1 + \beta_2 \cdot \text{지분율}2 + \beta_3 \cdot \text{지분율}3 \\ \text{지분율}1 = & \begin{cases} \text{지분율} & (\text{지분율} < k_1 \text{일 때}) \\ k_1 & (\text{지분율} \geq k_1 \text{일 때}) \end{cases} \\ \text{지분율}2 = & \begin{cases} 0 & (\text{지분율} < k_1 \text{일 때}) \\ \text{지분율} - k_1 & (k_1 \leq \text{지분율} < k_2 \text{일 때}) \\ k_2 - k_1 & (\text{지분율} \geq k_2 \text{일 때}) \end{cases} \\ \text{지분율}3 = & \begin{cases} 0 & (\text{지분율} < k_2 \text{일 때}) \\ \text{지분율} - k_2 & (\text{지분율} \geq k_2 \text{일 때}) \end{cases} \end{aligned}$$

여기서 $0 < k_1 < k_2 < 1$ 이다.

(2) 자본구조방정식(부채방정식)

IMF 경제위기의 하나로 지적되고 있는 우리 기업들의 과도한 부채비율이 과연 사회적으로 인식되듯이 기업들의 소유구조와 밀접한 관계에 있는지를 분석해 보는 것은 흥미 있는 연구과제이다.

기업의 소유구조와 자본구조의 관계에 대한 기존 외국연구들을 살펴보면, 지분율이 증가함에 따라 부채비율이 증가하는 경우와 감소하는 경우로 결론이 상반되고 있음을 볼 수 있다. 예를 들어, Friend and Lang(1988)의 경우 지분율과 부채비율 간에 음의 관계가 성립하고 있음을 실증적으로 제시하고 있는데, 소유지분율이 높은 경영자들은 기업이 잘못될 경우 많은 것을 잃을 수 있기 때문에 부채가 증가할 경우 파생되는 기업위험의 증가를 기피하여 낮은 부채수준을 선호한다는 것이다.

이에 비해 Kim and Sorenson(1987)은 오히려 경영자의 지분율과 부채비율 간에 양의 관계가 성립됨을 주장하고 있는데, 지분이 높은 경영자들은 기업가치 극대화를 위하여 노력하므로 부채의 대리인비용이 낮아져 부채를 쉽게 얻을 수 있고, 따라서 실제 부채수준이 높아진다는 것이 그들의 연구결과이다. 이들의 주장은 부채의 대리인비용에 근거한다는 점에서 기업가치 분석에서의 이해일치가설과 유사하다고 하겠다.

우리 기업들처럼 지배대주주들이 상당한 지분을 소유하고 있을 경우 사적 이익을 증가시키는 부채에 의한 자금조달을 선호할 가능성이 높으므로 지분율과 부채비율이 음의 관계를 가지리라 예상되기도 하나, 기존 국내연구의 결과에 따르면 그 관계가 반드시 명확하지는 않는 것으로 보인다. 예를 들어, 국내 개별기업들의 자본구조와 소유구조의 관계를 조사한 박경서·백재승(1999)이나 장휘용·박종갑(1999)의 경우 음의 관계가 파악되고 있으나, 김철중(1996)이나 정균화(1996)처럼 양의 관계를 보고하는 연구들도 찾아볼 수 있다.

지분율과 부채비율의 관계분석을 위하여 우리가 고려하는 부채방정식은 다음 식 (6)과 같이 정리될 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{기업부채} = & \beta_{10} + \beta_{11}\text{대주주지분율} + \beta_{12}\text{대주주지분율}^2 \\ & + \beta_{13}\text{관계회사지분율} + \beta_{14}\text{기관투자지분율} + \beta_{15}\text{외국인지분율} \\ & + \beta_{16}\text{기업가치} + \beta_{17}\text{기업규모} + \beta_{18}\text{기업이윤}_{t-1} \\ & + \beta_{19}\text{기업이윤}_{t-1}^2 + \beta_{110}\text{유동비율} + \beta_{111}\text{기업투자} \end{aligned}$$

16 우리 기업들의 소유구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구

$$+\beta_{i12}\text{매출액증가율}+\beta_{i13}\text{30대 기업집단} \quad (6)$$

식 (6)에는 지분율변수들 외에도 기업부채수준의 결정에 영향을 미치리라고 예상되는 다른 통제변수들도 함께 포함되고 있는데, 이들 중 지분율, 기업가치, 기업규모, 기업투자, 그리고 30대 기업집단 더미 등에 대한 변수정의는 기업가치방정식의 경우와 동일하며,⁷⁾ 유동비율은 다음과 같이 정의된다.

$$\text{유동비율} = \frac{\text{유동자산}}{\text{유동부채}} \quad (7)$$

식 (6)에서 기타 변수들과 부채비율의 관계를 살펴보면 우선 기업가치의 경우 Jensen and Meckling(1976)의 대리비용 개념에 기준한다면 음의 관계를 가질 것으로 예상되나, 기존 국내연구들에서 종종 양의 관계가 발견되고 있음도 염두에 둘 필요가 있다.

기업규모가 클 경우 부채부담능력이 크며, 금융기관들이 대기업을 선호하였던 과거 ‘대마불사’ 관행이 IMF 이후에도 그대로라면 기업규모에 대해서는 양의 관계를 기대할 수 있겠다. 기업투자 역시 상당 부분 부채차입을 통하여 조달되었던 지금까지의 관행으로 볼 때 양의 관계가 일반적일 것으로 생각된다.

재벌집단내의 소속 여부와 자본구조의 관계는 30대 기업집단에 대한 더미변수가 설명할 것으로 기대된다.

(3) 투자방정식

IMF 경제위기 이후 또는 관점에 따라서는 그 이전부터 우리 기업들의 규모극대화의 추구하고 이와 관련된 투자규모의 확대가 시급히 바뀌어야 될 과제로 인식되어 왔다. 우리 기업들이 지나치게 사업을 다각화하거나 충분한 재무분석 없이 과잉투자를 하고 있으며, 이는 기업가치의 향상보다는 기업의 외형적 확대를 통해 사적 이익을 추구하고자 하는 지배대주주들의 경영방식과 무관하지 않다는 것이 일반적으로 우려되고 있다.

과연 이러한 비판이 현실적으로 어느 정도 근거가 있는지를 살펴보기 위해서 우리는 기존 연구들의 설정을 중심으로 기업소유구조와 기업의 자본적 투자지출과의 관계에 대해서도 분석해 보았다. Lang, Ofek, and Stulz(1996)의 연구는 기업의 투자지출이 기업가치, 현금흐름, 기업부채, 그리고 매출액증가율 등의

7) 기업부채방정식에서 기업규모(=log(기업자산))는 장기부채와의 관계를, 그리고 유동비율(유동자산/유동부채)은 단기부채와의 관계를 설명하고 있다고도 하겠다.

변수들뿐만 아니라 기업소유구조의 영향을 받고 있음을 실증적으로 도출하고 있어 투자방정식의 설정에 많은 도움이 되었다.

관련된 국내연구로는 윤봉한·오규택(1999)과 김지수·정기웅(2000)의 연구를 들 수 있는데, 우리 기업들의 대주주 지분과 기업투자가 비선형관계를 가지고 있음을 이론적 전개와 실증적 분석을 통하여 제시하고 있다. 특히 윤봉한·오규택(1999)은 투자결정, 자본조달 및 기업가치들이 상호작용에 의하여 결정되고 있음을 보여 주고 있어 본 연구와 유사한 관점에서 출발하였다고 하겠다. 다만 그들은 이러한 기업들의 경영결정과정에서 중요할 수밖에 없는 소유구조의 영향을 고려하지 않고 있는 부분이 본 연구와 다르다.

기업투자 역시 소유구조와 비선형관계에 있다고 가정할 경우 아래 식 (8)과 같은 투자방정식이 고려될 수 있다.⁸⁾

$$\begin{aligned}
 \text{기업투자} = & \beta_{i0} + \beta_{i1}\text{대주주지분율} + \beta_{i2}\text{대주주지분율}^2 \\
 & + \beta_{i3}\text{관계회사지분율} + \beta_{i4}\text{기관투자지분율} \\
 & + \beta_{i5}\text{외국인지분율} + \beta_{i6}\text{기업가치} + \beta_{i7}\text{기업규모} \\
 & + \beta_{i8}\text{기업이윤}_{t-1} + \beta_{i9}\text{영업현금흐름} + \beta_{i10}\text{기업부채} \\
 & + \beta_{i11}\text{매출액증가율} + \beta_{i12}\text{30대 기업집단} \quad (8)
 \end{aligned}$$

식 (8)에서 종속변수인 기업투자는 당해 연도 고정자산 증가분 중 토지취득분을 제외한 값의 총자산에 대한 비율로 계산된다. 식 (8)의 독립변수들 중 내부지분율, 소유지분율, 기업가치, 부채비율, 그리고 재벌더미 등의 정의는 기업가치방정식의 경우와 동일하며, 영업현금흐름은 다음과 같이 도출된다.⁹⁾

$$\begin{aligned}
 \text{기업투자} = & \frac{\text{고정자산 증가분} - \text{토지취득분}}{\text{자산}} \\
 \text{영업현금흐름} = & \frac{\text{당기순이익} + \text{감가상각비}}{\text{자산}} \\
 & - \frac{\text{유동자산 증가분} - \text{유동부채 증가분}}{\text{자산}} \quad (9)
 \end{aligned}$$

8) 투자방정식의 경우 기업가치방정식, 부채방정식, 대주주지분율 방정식들과는 달리 기업이윤과 종속변수들의 관계를 선형관계로 설정하였다. 이는 투자방정식에서의 이윤과의 관계가 다른 방정식들처럼 비선형이 아니라 선형인 것으로 실제 추정과정에서 파악되고 있을 뿐 아니라(기업이윤²의 유의성이 낮음), 비선형으로 설정할 경우 연합방정식 추정에서 전체 모형의 설명력이 집중적으로 하락하는 문제가 발생되고 있기 때문이다.

9) 김지수·정기웅(2000) 참조.

식 (8)에서 가치가 높거나, 이윤이 많거나, 또는 내부현금비율이 높은 기업들일수록 유리한 투자기회가 많거나 투자집행이 상대적으로 쉬울 것이므로 양의 관계를 기대해 볼 수 있겠다. 반면 기업투자와 기업부채의 관계는 이미 지적하였듯이 부채의 증가가 수익악화에 기인한 것인지, 또는 투자자금 조달을 위한 것인지에 따라 음의 관계나 양의 관계 모두가 성립될 수 있다고 보아야 할 것이다.

(4) 지분율방정식

식 (5), 식 (6), 그리고 식 (8)에서 지분율변수들이 독립변수들로 사용되고 있는데, 이는 통계적으로 지배대주주들이 그들의 소유지분 수준을 기업가치나 부채비율 등과 관계없이 외생적으로 결정하고 있음을 의미한다. 이러한 가정은 대부분의 지배대주주들이 경영권 확보를 위해 일정 이상의 지분을 항상 유지하고 있는 우리의 현실과 크게 어긋나지 않는다고 생각할 수도 있겠으나, 투자, 기업가치, 또는 재무위험수준 등이 소유구조와 무관하다고 보기는 어려우므로 지나치게 경직된 가정이라 하지 않을 수 없다. 따라서 지분율변수들이 기업가치나 부채비율로부터 어떤 영향을 받는지 분석하는 것은 매우 중요하며, 또 실제로 관계가 있을 경우 위 식들을 단순회귀분석으로 추정하는 것은 문제가 있음이 지적되므로 통계적으로도 의미 있다고 하겠다.

이를 위해서 우리는 지분율 중 대주주지분율이 다른 경영변수들의 영향을 받을 수 있음을 가정하고 식 (10)과 같은 방정식을 고려해 보았다. 기관투자가지분율이나 외국인지분율들도 마찬가지로 내생적으로 결정될 수 있으리라 생각되나, 이 경우 그만큼 방정식의 수가 늘어나 계산이 복잡해질 뿐만 아니라 우리의 주요 관심대상도 아니므로 그대로 외생변수들로 가정하였다.

$$\begin{aligned}
 \text{대주주지분율} = & \beta_{g0} + \beta_{g1}\text{관계회사지분율} + \beta_{g2}\text{기관투자지분율} \\
 & + \beta_{g3}\text{외국인지분율} + \beta_{g4}\text{기업가치} + \beta_{g5}\text{기업이윤} \\
 & + \beta_{g6}\text{기업이윤}^2 + \beta_{g7}\text{기업부채} + \beta_{g8}\text{기업투자} \\
 & + \beta_{g9}\text{매출액증가율} + \beta_{g10}\text{시가총액} + \beta_{g11}\text{30대 기업집단} \quad (10) \\
 \text{시가총액} = & \text{LOG}(\text{연도말 주가} \cdot \text{발행주식수})
 \end{aligned}$$

식 (10)은 기업규모변수로서 자산의 로그값 대신 시가총액이 사용된 것을 제외하고는 다른 방정식들에서 사용된 변수들의 대부분을 독립변수로 포함하고 있다. 이들 중 내생변수들의 대주주지분율에 대한 관계는 이미 설명된 바와 유

사할 것으로 예상되며, 기타 기업이윤, 매출액 등에 대해서는 양의 관계를 추측해 볼 수 있겠다. 시가총액이 클수록 대주주지분율이 낮아지는 것이 일반적인 현상이겠으나, 우리 기업들의 경우 경영권 확보를 위하여 일정 수준 이상의 지분율을 대주주들이 보유하는 경향이 높다는 점도 주목할 필요가 있다고 생각된다.

Ⅲ. 자료해석

1. 자료의 출처

기업가치, 기업부채비율, 기업투자비율, 그리고 대주주지분율들의 관계에 대한 연구에서 가장 중요한 관건의 하나는 적절한 자료의 수집 여부에 있다고 하겠다. 우리 나라 기업소유구조에 대한 연구들이 최근에 이르러서야 본격적으로 시도되고 있는 점도 사실상 자료수집이 용이하게 된 점과 무관하지 않으리라 생각된다. 본 연구에서 우리가 사용한 자료는 1996년 초부터 2000년 말까지 5년 동안 계속하여 한국증권거래소에 상장된 기업들 중 제조업에 속하는 기업들의 재무제표와 주식에 관련된 자료들로서 한국상장협회가 발간한 『기업정보웨어하우스 TS2000』을 통하여 수집되었다.¹⁰⁾ 『기업정보웨어하우스 TS2000』에는 우리 나라 상장기업들의 관련 회계자료, 내부지분율자료, 그리고 추가자료 등 거의 모든 정보가 수록되어 있어 본 연구에 많은 도움이 되었다.

본 연구의 대상이 되는 기업들을 부연설명하면

첫째, 금융업과 건설업에 포함되지 않은 제조업체로서,¹¹⁾

둘째, 최근 5년간 자료수집이 가능하고,

셋째, 관리대상에 포함되지 않았던 기업들로 모두 508개의 기업이 자료대상이 되고 있다. 508개 기업 중에는 2000년도 기준으로 10대 재벌에 속하는 기업 66개, 30대 재벌에 속하는 기업 115개가 포함되어 있다.

10) 1996년 이후의 자료로 대상자료를 한정하는 것은 1996년 이전의 자료에서 대주주지분율 관련자료가 누락된 경우가 많아 대상기간을 늘릴 경우 제외되는 기업들이 급속히 늘어나 유효 Panel자료의 수가 줄어들 수 있음을 염려하였기 때문이다. 또한 우리 기업들의 급격한 성장 정도를 고려할 때 대상기간을 늘리는 것이 오히려 자료의 적합성에 부정적일 수 있다는 점도 고려하였다.

11) 금융업과 건설업에 속하는 기업들의 경우 업종의 재무적 성격이 제조업 기업들과 판이하며, 또 관련 규제나 제도 역시 상당히 차이가 나므로 본 연구에서 제외하였다.

2. 전체 자료의 설명

〈표 2〉는 자료에 포함된 508개 기업들의 5년간 자료의 기술통계량을 재벌기업과 비재벌기업들로 구분하여 정리한 것이다. IMF 이후 재벌기업들의 부침이 심해진 관계로 표본기간 중 30대 재벌기업에 포함된 기업들이 연도별로 상당히 차이가 나는데다, 508개 기업의 5년간 자료를 마치 2,540개 기업의 자료인양 간주하여 통계량들을 계산하였기에 우리의 현실을 충분히 요약하고 있다고 주장하기는 어렵겠으나, 그럼에도 불구하고 〈표 2〉의 내용은 우리에게 상당한 의미를 제공하고 있다고 생각된다.

먼저 우리 나라 기업들의 기업소유구조를 살펴보면 30대 기업집단에 포함되는 재벌기업들과 기타로 분류되는 비재벌기업들 가릴 것 없이 모두 대주주지분율 수준이 상당히 높음을 볼 수 있는데, 〈표 2〉와 더불어 대주주지분율의 분포를 표시한 〈그림 1〉에서도 쉽게 드러나고 있다. 지배대주주들과 관련된 지분의 비율이 50% 이상인 일부 기업들의 경우 특수관계인인 관계계열사들의 지분이 대주주지분에 포함되어 그 비율이 과다계산된 경우도 있겠으나, 그렇더라도 대체 왜 기업들을 공개하여 상장하고자 하는지 의문이 들 정도라 하겠다.^{12) 13) 14)}

〈표 2〉의 결과가 재벌기업들과 비재벌기업들의 차이에 대한 일반적인 평가와

- 12) 대주주지분율이 50% 이상인 기업의 수가 상당히 많다(전체의 16% 수준)는 점에 대하여 의아해 할 수 있다. 본 자료에 포함된 기업들 중 가장 지분율이 높은 기업으로는 신동방메디스를 들 수 있는데 지배대주주 1인의 지분율이 1996년의 89.01%에서 2000년의 79.01%까지 큰 변동 없는 지분율을 유지하고 있다. 이에 비하여 지분율 변동이 심한 기업들도 상당히 많은데, 예를 들어 고려산업개발의 경우 1996년에는 대주주지분율이 39.89%이었으나, 1998년에는 그 비율이 85.86%까지 급증하였다가 2000년에 와서 대주주지분이 모두 소각된 관계로 지분율이 0이 되는 등 가장 지분율의 변화가 심했던 기업이라 하겠다. 하이닉스반도체의 경우도 1998년의 대주주지분율은 80.88%까지 이르렀으나, 2000년의 경우 20.82%로 낮아져 있다.
- 13) 일부 계열사지분이 특수관계인으로 정리되어 대주주지분에 포함되는 경우 이들을 모두 계열사지분으로 정리하는 것이 변수들의 정의를 더 명확히 하는 방법일 수도 있다. 그러나 이미 지적하였듯이 삼성전자처럼 삼성물산만 특수관계인에 포함될 경우 특수관계인과 계열기업을 나누는 것이 쉽지 않으므로 이들을 자의적으로 분리하기보다는 가장 공식적인 자료라 할 수 있는 금융감독원의 전자공시시스템 내용을 그대로 사용하는 방안을 택하였다.
- 14) TS2000의 지분율자료, 다시 말해 금융감독원의 전자공시시스템 지분율자료의 또 다른 문제점은 법정관리 등으로 인해 기관투자자들이 대주주가 되는 경우 이들의 지분도 대주주지분에 포함된다는 점이다. 예를 들어, 2000년도 신동방의 대주주는 신동방의 주거래은행이었던 한빛은행으로 전체 대주주지분 18.29% 중 14.30%의 지분을 가지고 있는 것으로 정리되고 있다. 다행히 다른 은행들의 지분 48.76%, 기타 금융기관들의 지분 5.73%는 기관투자자지분으로 정리되고 있으나, 역시 추정결과에 영향을 줄 수 있으므로 본 연구에서는 이처럼 법정관리에 속하는 기업들은 추정대상에서 제외하였다.

〈표 2〉 기술통계량

	30대 기업집단 (574개 기업)		기 타 (1,966개 기업)		전 체 (2,540개 기업)	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
대주주지분율*	0.25	0.17	0.29	0.16	0.28	0.16
관계회사지분율*	0.17	0.15	0.10	0.11	0.12	0.12
기관투자지분율*	0.16	0.14	0.10	0.11	0.12	0.12
외국인지분율*	0.08	0.12	0.04	0.09	0.05	0.10
Tobin's Q*	0.93	0.30	0.97	0.41	0.96	0.38
기업부채비율*	0.73	0.23	0.67	0.66	0.69	0.59
기업투자비율*	0.07	0.19	0.04	0.15	0.05	0.16
기업규모*	13.74	1.43	11.85	1.08	12.28	1.41
기업이윤	-0.01	0.12	-0.02	0.21	-0.02	0.20
유동비율*	1.00	0.61	1.53	1.05	1.41	0.99
영업현금흐름*	-0.00	0.19	-0.03	0.25	-0.02	0.24
매출액증가율*	0.05	0.30	-0.01	0.69	0.00	0.62
광고비	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.02
연구개발비	0.16	0.43	0.19	0.50	0.19	0.49
시가총액*	11.60	1.65	10.14	1.50	10.47	1.65
기업위험*	0.06	0.08	0.08	0.15	0.08	0.13
10대 기업집단	0.57	0.49	-	-	0.13	0.34
30대 기업집단	1.00	0.00	-	-	0.23	0.42

주: *표시는 해당 변수가 30대 재벌기업들과 비재벌기업들 간에 통계적으로 차이가 있음을 의미함.¹⁵⁾

상당히 다르다는 점도 주목할 부분이다. 일반적으로 재벌기업들의 경우 비록 기업소유구조에 있어 문제가 있으나 그래도 기업가치가 상대적으로 높고, 경영실적도 우수한 반면, 비재벌기업들은 소유구조는 양호한 대신 기업규모가 작고 금융지원 등에서 불리하여 실적관련 부문에서 한계가 있으리라 생각되기 쉽다. 그러나 〈표 2〉는 우리 나라 기업들의 소유구조 또는 지배구조가 이러한 이분법이 통할 만큼 그렇게 간단하지 않음을 보여 주고 있다고 하겠다.

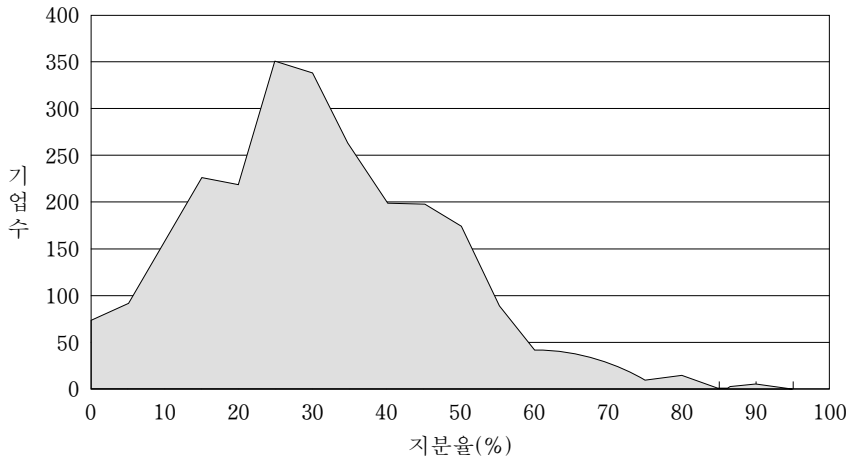
예를 들어, 〈표 2〉에서 예상과는 달리 비재벌기업들의 경영실적이 30대 재벌

15) 〈표 2〉에서의 두 모집단의 평균차에 대한 가설검정은 아래 식을 이용하여 실시되었다.

$$Z = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - \mu_0}{\sqrt{\frac{\hat{\sigma}_1^2}{n_1} + \frac{\hat{\sigma}_2^2}{n_2}}}$$

여기서 X_i , $\hat{\sigma}_i^2$, 그리고 n_i 는 각 집단의 표본평균, 분산, 표본수를 각각 의미하며, $Z \geq 1.96$ 일 경우 95% 신뢰수준으로 $\mu_0 = 0$ 라는 가설이 기각된다.

22 우리 기업들의 소유구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구



〈그림 1〉 대주주지분율의 분포

기업들에 비하여 못하지 않음을 볼 수 있다. 5년간의 평균이 마이너스라는 점에서 큰 의미는 없겠으나 재벌기업들과 비재벌기업들 간에 수익률의 차이가 있다고 생각되지 않으며, Tobin's Q에 기초한 기업가치의 경우 오히려 비재벌기업들의 가치가 재벌기업들보다 통계적으로 높게 계산되고 있어 우리의 생각과 차이가 있다고 볼 수 있다. 재벌기업들이 규모나 시가총액부문에서 비재벌기업들보다 크며, 기업위험, 유동자산과 부채의 비율, 영업현금흐름부문에서 상대적으로 나은 편 정도가 일반적인 예측에 부합되고 있는 부분이라 하겠다. 재벌기업들의 부채비율과 투자비율이 모두 높은 반면 연구개발비의 지출수준에서는 비재벌기업들과 큰 차이가 없다는 점에서 그 동안 재벌기업들이 많은 자금을 빌려서 연구개발보다는 기업집단의 규모확대를 위한 투자에 치중해 왔을 가능성이 추측되기도 한다.

〈표 2〉는 또한 비재벌기업들의 소유자지분이 재벌기업들의 경우보다 더 집중되고 있음을 보여 주고 있어, 재벌기업들에 국한되어 있는 소유구조에 대한 논란이 비재벌기업들에 대해서도 확대될 필요가 있음을 지적하고 있다. 재벌기업들의 대주주지분율은 비재벌기업들에 비하여 2~4% 정도 평균적으로 낮으므로, 앞으로 소유집중의 문제를 다룰 때 30대 재벌로 제한하는 것은 바른 접근 방법이 아닐 수 있다.

소유경영자에 우호적인 지분이 40%에 가까운 반면 기관투자자들과 외국인들의 지분은 의외로 12% 수준에 불과하다는 점도 주목할 부분이다. 최근 외부투자자들, 특히 외국인투자자들에 의한 경영권 침해의 가능성이 논란이 되고 있

〈표 3〉 지분율의 연도별 변화

연 도		1996		1997		1998		1999		2000	
		평균	표준 편차	평균	표준 편차	평균	표준 편차	평균	표준 편차	평균	표준 편차
재 별	대 주 주	0.20	0.14	0.24	0.14	0.27	0.19	0.28	0.17	0.27	0.18
	기관투자	0.21	0.10	0.17	0.11	0.12	0.12	0.14	0.12	0.18	0.17
	외 국 인	0.08	0.07	0.07	0.08	0.07	0.11	0.09	0.14	0.10	0.15
비 재 별	대 주 주	0.28	0.14	0.31	0.14	0.30	0.16	0.30	0.16	0.28	0.19
	기관투자	0.11	0.10	0.11	0.11	0.08	0.10	0.10	0.11	0.12	0.14
	외 국 인	0.04	0.07	0.04	0.08	0.04	0.10	0.05	0.10	0.04	0.10

는데, 〈표 2〉를 기준으로 한다면 당분간 그러한 경우가 발생할 가능성이 높지 않을 것으로 생각된다.¹⁶⁾

3. 지분율 자료의 연도별 추세

〈표 3〉은 〈표 2〉의 변수들 중 지분율관련 변수들을 1996년부터 2000년까지 연도별로 정리한 것인데, 우리 기업들의 소유집중문제를 걱정하게 만드는 또 다른 근거가 되고 있다. 최근 기업의 소유구조에 대해 사회적으로 그 동안 IMF위기도 겪었고, 또 국내외에서 많은 주식투자가 이루어지고 있기도 하여 지배대주주들의 지분율이 낮아지고 소유집중문제가 상당히 완화되었으리라고 보는 경향이 있으며, 실제 민간연구소 등에서는 이러한 주장을 강하게 제기하고 있는 것도 사실이다.

그러나 지분율의 연도별 변화를 정리한 〈표 3〉은 그러한 기대가 우리 기업들에 대해서는 아직은 성급할 수 있음을 보여 주고 있다. 재벌기업들의 경우 대주주지분율이 IMF기간에도 지속적으로 증가하였으며, 비재벌기업들의 경우에도 IMF를 전후하여 대주주지분율이 큰 차이가 있었다고 보기 어렵다고 생각된다.

16) 물론 삼성전자처럼 기업들에 따라 외국인들이나 기관투자자들이 상당 수준의 지분율 보유하고 있는 경우도 있으며, (주)SK에 대한 소비권의 주식취득과 같은 예외가 있는 것은 사실이다.

4. 기업실적의 연도별 추세

지분율의 경우와 마찬가지로 기업가치, 부채비율, 투자비율, 기업이윤 등과 같은 기업실적들이 표본기간 동안 어떻게 변화하였는지를 살펴보는 것도 실증분석 결과의 이해에 도움이 되리라 생각된다. 이를 위하여 우리는 <표 4>에 1996년부터 2000년까지의 기업실적들을 재벌기업들과 비재벌기업들로 나누어 정리해 보았다.

<표 4>에서 먼저 주목되는 부분은 1999년을 제외하면 재벌기업들의 기업가치가 거의 언제나 비재벌기업들보다 낮다는 점이다. 이러한 현상은 그 동안 재벌기업들이 기업가치면에서 우리 나라를 대표한다고 생각해 왔던 사회적 인식과 배치되는 것으로 그 동안 금융지원에서나 인적 지원에서 국가적인 지원을 받아 왔던 재벌기업들의 경영효율성에 대해 걱정되는 증거가 되겠다.¹⁷⁾

기업부채의 경우 지난 3년간 정부가 재벌기업들에 대해 부채비율 200%를 강조한 결과라 보이나, 특히 재벌기업들에 있어 상당한 개선이 이루어졌다. 그러나 개선된 수준이 비재벌기업들의 부채면에서의 건전성 수준과 비슷하다는 점에서 재무구조가 바람직한 수준까지 개선되려면 아직 더 많은 시간을 요할 것으로 생각된다.

이처럼 기업가치부문이나 부채비율부문에서 재벌기업들의 문제점들이 드러나고 있다면, 기업미래의 척도라 할 수 있는 투자부문에서는 그래도 재벌기업들의 활동이 활발하였다고 볼 수 있다. 다만 재벌기업들의 수익률이 투자수준이

<표 4> 기업실적의 연도별 변화

연 도 변 수		1996		1997		1998		1999		2000	
		평균	표준 편차	평균	표준 편차	평균	표준 편차	평균	표준 편차	평균	표준 편차
재 벌	기업가치	1.01	0.27	0.91	0.17	0.94	0.30	0.96	0.40	0.84	0.31
	부채비율	0.75	0.13	0.80	0.12	0.77	0.25	0.65	0.27	0.68	0.27
	투자비율	0.00	0.00	0.15	0.19	0.06	0.18	0.07	0.22	0.00	0.11
	기업이윤	0.00	0.03	-0.01	0.06	-0.05	0.19	-0.00	0.12	-0.01	0.14
비 재 벌	기업가치	1.10	0.34	0.94	0.31	0.98	0.41	0.95	0.43	0.88	0.49
	부채비율	0.65	0.25	0.68	0.26	0.69	0.48	0.65	0.71	0.69	1.14
	투자비율	0.00	0.00	0.06	0.13	0.02	0.11	0.06	0.20	0.01	0.13
	기업이윤	0.01	0.06	-0.01	0.16	-0.07	0.33	-0.00	0.18	-0.03	0.23

17) 비슷한 결론이 Baek, Kang, and Park(2001)과 Joh(2003) 등에서도 지적되고 있다.

높지 않은 비재벌기업들과 큰 차이가 없음에 미루어 아직 투자활동에서 소기의 성과를 이루지는 못하고 있다고 생각된다.

결국 <표 2>~<표 4>를 통하여 우리는 재벌기업들이 소유구조면에서나 경영실적면에서 비재벌기업들에 비하여 일반적으로 예상하는 만큼 뚜렷한 우위에 있지 않음을 발견할 수 있었다. 지분율의 경우 전체적으로는 어느 정도 차이는 있다고 하겠으나 그 차이가 2000년 무렵부터 이미 상당 부분 축소되고 있으며, 기업실적의 경우에도 비재벌기업들이 상대적으로 나은 부문도 있어 두 집단간의 분류결과는 사회적인 인식과 의미 있는 차이를 보이고 있다고 하겠다.

IV. 추정방식과 추정결과 설명

기업가치에 대한 대부분의 국내외 연구들은, 예를 들어 식 (5)를 단순회귀분석을 통하여 추정하는 방식을 사용하고 있다. 그러나 기존 연구들에서 사용되었던 자료들의 특성이나 방정식의 형태를 고려할 때 단순회귀분석을 통한 추정 과정이 적절하다고 보기는 어렵다.

이미 지적하였듯이 본 연구의 추정에서 고려해야 할 중요한 문제 중 하나는 식 (5), 식 (6), 식 (8), 그리고 식 (10)의 독립변수들 일부가 방정식체계 내부에서 결정되는 내생변수(endogenous variable)들로 오차항과 독립적이지 않아 단순회귀분석을 적용할 경우 편의(bias)와 불일치(inconsistency)가 발생할 수 있다는 점이다. 따라서 함수관계의 쌍방 인과관계를 고려하는 연립방정식체계에 기반을 둔 추정방식이 고려되어야 한다.

또한 국내 연구들에서 사용되는 자료들은 여러 기업들의 연간 자료로 구성되어 있어 시계열과 횡단면자료의 결합인 Panel자료라는 점도 염두에 둘 필요가 있다. 이 경우 단순회귀분석 대신 복합오차모형(error component model)과 같은 Panel 추정방식을 사용하는 것이 더 효율적인(efficient) 추정결과를 보장하게 된다.

우리들은 본 연구에서 연립방정식 추정방식과 복합오차모형 추정방식을 각각 사용하여 위에 정리된 추정상의 문제점들을 대처하고자 하였다.¹⁸⁾

18) 연립방정식모형과 복합오차모형의 추정과정에 대한 자세한 설명은 Greene(2000)을 참조할 수 있으며, 추정은 Eview나 RATS와 같은 일반적인 통계프로그램들로도 가능하다.

1. 추정방식의 요약

(1) 연립방정식모형 요약

기업에서의 부채비율, 투자비율에 대한 경영상의 결정, 그리고 이러한 결정에 따른 기업가치와 지분율의 변화 등이 서로 밀접하게 연관되어 있음을 고려한다면, 식 (5), 식 (6), 식 (8), 그리고 식 (10)을 2SLS(two stage least square)나 3SLS(three stage least square)와 같은 연립방정식모형으로 추정하는 것이 바람직함은 이미 지적한 바와 같다. 물론 연립방정식모형으로 추정할 경우 계산과정이 복잡해질 뿐만 아니라 어느 한 방정식의 설정에 오류가 있다면 모형 전체에 그 영향이 과급되며, 또 수단변수(instrumental variables)의 선택에 따라 추정결과가 달라지는 등 추가적인 어려움이 발생됨은 사실이다.¹⁹⁾

본 연구에서 우리는 이러한 추정상의 한계를 가능한 한 극복하고자 노력하면서 식 (5), 식 (6), 식 (8), 그리고 식 (10)의 연립방정식체계를 2SLS와 3SLS방식을 통하여 추정하여 나름대로 의미 있는 결과를 얻을 수 있었는데, 이 중에서 3SLS 추정부분을 정리한 것이 <표 5>이다. 2SLS의 추정결과는 3SLS의 경우와 큰 차이가 없는데다, 2SLS방식은 방정식들을 개별적으로 추정하여서 연립방정식체계에 포함된 정보를 충분히 활용하지 못한다는 문제가 있으므로 전체 방정식 추정방식인 3SLS의 추정결과만 보고하였다.²⁰⁾

(2) 복합오차모형의 설명

본 연구에서 사용되는 자료는 508개 기업들의 5년간 자료이다. 이처럼 시계열요인과 횡단면요인이 결합된 Panel자료의 경우 추정식의 오차항은 다음과 같이 횡단면상의 교란요인과 일반적인 확률오차의 합으로 구성되고 있다고 할 수 있다.

$$y_{jt} = f(x_{jt}) + \varepsilon_{jt} = f(x_{jt}) + \alpha_j + v_{jt} \quad (11)$$

19) 연립방정식모형의 추정에 있어 계수들의 값이 예상과 다르거나 R^2 의 값이 마이너스가 나오는 등 추정결과가 바람직하지 못할 경우가 상당히 있다. 이는 모형설정에 문제가 있거나, 수단변수들이 적절하지 못한 결과라고 생각되나, 설정모형이 이론에서 규정되는 데다, 사용가능한 수단변수들이 제한적이므로 이러한 결과를 개선하기가 쉽지 않은 경우도 많다(박래수·윤석현(2001) 참조).

20) 물론 경우에 따라 한 구조방정식들의 설정상 오류가 다른 방정식들에 영향을 주지 않는 2SLS방식이 유용할 수도 있겠으나, 우리의 경우 2SLS와 3SLS의 추정결과가 크게 다르지 않다는 점에서 이러한 설정상 오류가 발생할 가능성이 높지 않다고 생각한다.

〈표 5〉 연립방정식모형의 추정결과

	기업가치	부 채	투 자	대주주지분율
상 수	1.453*** (0.095)	0.545** (0.215)	-0.250*** (0.061)	0.376*** (0.031)
대주주지분율	-0.761*** (0.205)	-0.535 (0.353)	-0.286*** (0.100)	
대주주지분율 ²	0.990*** (0.285)	0.675 (0.488)	0.425*** (0.137)	
관계회사지분율	-0.043 (0.065)	-0.070 (0.109)	0.026 (0.030)	-0.404*** (0.030)
기관투자지분율	0.152** (0.077)	-0.112 (0.131)	0.034 (0.036)	-0.350*** (0.036)
외국인지분율	0.470*** (0.076)	-0.362*** (0.136)	-0.062 (0.038)	0.191*** (0.038)
광 고 비	1.224*** (0.425)			
연구개발비	0.078*** (0.015)			
기업가치		0.401*** (0.097)	0.040 (0.025)	-0.164*** (0.029)
기업규모	-0.054*** (0.007)	-0.007 (0.013)	0.020*** (0.004)	
기업이윤 _{t-1}	-0.555*** (0.088)	-0.949*** (0.155)	0.219*** (0.054)	0.151*** (0.044)
기업이윤 _{t-1} ²	2.206*** (0.226)	2.741*** (0.428)		0.325** (0.127)
유동비율		-0.060*** (0.013)		
영업현금흐름			0.084*** (0.018)	
기업부채	0.085*** (0.026)		0.011 (0.021)	0.007 (0.014)
기업투자	0.367*** (0.120)	0.448** (0.202)		0.055 (0.057)
매출액증가율	0.007 (0.005)	-0.000 (0.008)	-0.003 (0.002)	-0.003 (0.002)
내부자금률			0.012 (0.059)	
시가총액				0.011*** (0.003)
30대 기업집단	0.039 (0.021)	0.051 (0.036)	-0.005 (0.010)	-0.022*** (0.010)
<i>R</i> ²	0.318	0.294	0.098	0.079

주: 1) () 안은 표준오차임.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 의미함.

여기서 y_{jt} 와 x_{jt} 는 각 방정식의 종속변수와 독립변수의 벡터를 뜻하며, 오차항 ε_{jt} 는 기업효과를 나타내는 α_j 와 모형으로부터의 확률오차를 의미하는 v_{jt} 의 복합오차를 의미한다. 식 (11)과 같은 복합오차모형을 기존 연구들에서처럼 단순회귀분석으로 추정하는 것은 오차항의 이분산이나 시계열 특성을 고려하지 않으므로 효율성(efficiency)의 관점에서 문제가 많을 수밖에 없다.²¹⁾ 복합오차모형의 추정에는 α_j 를 미지의 상수 또는 일정한 분포를 가지는 확률변수로 가정한 후 이들을 일반화최소자승법(generalized least square method: GLS)으로 추정하는 방식이 주로 추천되고 있다. 일반적으로 α_j 를 미지의 상수로 가정하는 모형을 고정효과모형(fixed effects model), 일정한 분포를 가지는 확률변수로 가정하는 모형을 확률효과모형(random effects model)으로 구분한다.

본 연구에서 우리는 Panel자료의 사용에 따른 효율성 향상을 위하여 식 (5), 식 (6), 식 (8), 그리고 식 (10)의 4개 방정식들을 복합오차모형 중 확률효과모형 방식을 통하여 개별적으로 추정하고, 그 결과를 소유구조의 형태에 따라 <표 6>에 정리하였다. 위의 4개 방정식들을 고정효과모형으로도 추정해 보았으나, 그 결과에서 큰 차이를 발견하지 못하였으므로 확률효과모형방식의 결과만으로 충분하리라 생각한다.

이처럼 방정식들을 복합오차모형으로 개별적으로 추정할 경우 앞에서 지적한 설명변수들과 교란항들이 독립적이지 않다는 문제가 여전히 남게 된다. 우리는 일단 내생변수로 판단되는 변수들의 경우 종속변수들보다 1기 앞선 선결변수(predetermined variables)들을 대리변수(instrumental variables)들로 사용함으로써 이 통계상의 어려움을 우회하려 하였다.²²⁾

2. 추정결과의 해석²³⁾

<표 5>의 결과는 기업가치, 부채수준, 투자수준, 그리고 지분율변수들의 방정

- 21) 실제 추정에서는 횡단면요인과 시계열요인들을 함께 고려하기보다는 계산상의 편의를 위하여 횡단면상의 기업효과만을 고려하는 것이 일반적으로, 우리도 식 (16)에서 시계열상의 교란요인을 제외하였다.
- 22) 물론 가장 바람직한 방법은 연립방정식과 복합오차모형을 동시에 추정하는 것이 되겠다. 그러나 두 방식들 모두 추정과정에서 상당한 수준의 계산을 요구하는데다, 이들을 합할 경우 그 계산량이 기하급수적으로 증가될 수도 있어, 비록 만족스럽지는 못하지만 복합오차모형의 추정과정에서 선결변수(predetermined variables)를 사용함으로써 연립방정식의 편의문제를 해결하려 하였다.
- 23) 실제 추정에서는 시계열의 변화를 설명하기 위하여 연도별 가변수(dummy variable)들도 사용되었으나, 일반적인 관례대로 추정결과의 발표에는 포함시키지 않았다.

〈표 6〉 복합오차모형 추정결과

	기업가치	부 채	투 자	대주주지분율
상 수	1.266*** (0.107)	0.692*** (0.196)	-0.210*** (0.041)	0.327*** (0.024)
대주주지분율	-0.458*** (0.138)	-0.316 (0.240)	-0.150** (0.063)	
대주주지분율 ²	0.601*** (0.198)	0.414 (0.343)	0.244*** (0.090)	
관계회사지분율	-0.003 (0.061)	0.007 (0.105)	0.033 (0.029)	-0.334*** (0.024)
기관투자지분율	0.195*** (0.073)	0.004 (0.127)	0.046 (0.035)	-0.203*** (0.029)
외국인지분율	0.391*** (0.077)	-0.376*** (0.135)	-0.062 (0.035)	0.107*** (0.033)
광 고 비	1.096** (0.506)			
연구개발비	0.086*** (0.015)			
기업가치		0.532*** (0.036)	0.018* (0.010)	-0.014 (0.010)
기업규모	-0.046*** (0.009)	-0.031** (0.015)	0.019*** (0.003)	
기업이윤 _{t-1}	-0.438*** (0.073)	-0.569*** (0.130)	0.242*** (0.050)	0.161*** (0.029)
기업이윤 _{t-1} ²	1.216*** (0.182)	1.643*** (0.319)		-0.088 (0.073)
유동비율		-0.058*** (0.013)		
영업현금흐름			0.093*** (0.017)	
기업부채	0.181*** (0.012)		-0.026*** (0.007)	0.001 (0.005)
기업투자	-0.023 (0.042)	-0.092 (0.072)		-0.011 (0.016)
매출액증가율	0.006 (0.006)	-0.005 (0.010)	-0.003 (0.002)	-0.002 (0.003)
내부자금률			-0.092*** (0.033)	
시가총액				0.003 (0.002)
30대 기업집단	0.022 (0.026)	0.096** (0.046)	0.000 (0.010)	-0.010 (0.012)
<i>R</i> ²	0.569	0.534	0.106	0.150

주: 1) () 안은 표준오차임.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 의미함.

식체계에서 각 변수들 간의 인과관계가 상당히 밀접하여 예상대로 연립방정식 추정방식의 사용이 적합했음을 보여 주고 있다. 특히 기업가치변수는 부채수준 결정에 영향을 미치고 있으며, 또한 부채변수는 기업가치, 그리고 지분율변수들은 기업가치와 투자수준 결정과 관계 있음은 주목할 부분이 되겠다.

〈표 6〉에 정리된 복합오차모형의 추정결과를 〈표 5〉의 결과와 비교해 보면 각 계수들의 절대값의 크기 자체는 추정방식의 차이로 인해 어느 정도 차이가 있으나, 계수의 부호나 유의성의 경우 일부 변수들을 제외하고는 상당히 결과가 유사하다고 생각된다. 다만 〈표 5〉의 결과와 차이를 보여 주는 변수들이 대체로 내생변수로 생각되는 변수들인 경우가 많다는 점에서 〈표 6〉의 결과에서 편의가 발생했을 가능성을 염두에 둘 필요는 있겠다.

어차피 복합오차모형로서는 변수들의 내생성을 해결하기 어려우며, 다른 외생변수들의 경우 계수의 부호나 유의성들이 대체로 유사함을 고려한다면, 본 연구의 방정식체계에서는 Panel자료의 특성을 무시했을 때의 효율성의 상실보다는 쌍방 인과관계를 제대로 인식하지 못함에 따른 연립방정식 편의가 더 문제가 되고 있는 것으로 보인다. 따라서 두 표의 추정결과에 차이가 있을 경우 우리는 〈표 5〉를 더 신뢰하고자 하며, 이러한 기준으로 각 방정식의 추정결과를 설명해 보면 다음과 같다.

(1) 기업가치방정식의 설명

기업가치방정식 추정결과 중에서 가장 관심이 있는 부문인 기업가치와 대주주지분율의 관계를 살펴보면 〈표 5〉와 〈표 6〉에서 모두 대주주지분율과 대주주지분율²의 계수들이 유의한 값을 가지고 있음을 볼 수 있어, 두 변수들은 일정 지분율까지 역의 관계를 가지다가 그 후 양의 관계를 가지는 비선형인 관계를 가지는 것으로 해석된다. 그러나 대주주지분율의 수준이 38%에 이를 때까지 기업가치가 지속적으로 감소하고 있으며, 대부분의 대기업들 지분율이 이 수준보다 낮다는 점을 고려한다면 우리 나라 주요 기업들에 있어 지분율과 기업가치가 역의 관계를 가진다고 볼 수 있겠다.²⁴⁾ 이러한 추정결과는 25% 수준에서

24) 대주주지분율과 기업가치의 관계는 〈표 5〉와 〈표 6〉의 경우 각각

$$0.990x^2 - 0.761x = 0.990(x - 0.384)^2 - 0.147$$

$$0.601x^2 - 0.458x = 0.601(x - 0.381)^2 - 0.145$$

로 정리될 수 있는데, 이는 대주주지분율이 38.4% 또는 38.1%에 이를 때까지 지속적으로 감소하다가 그 이후부터 증가하게 됨을 뜻한다. 2/3 이상의 기업들에 있어 대주주지분율이 38% 수준보다 아래임을 고려할 때, 〈표 5〉와 〈표 6〉의 결과는 대주주지분율과

비선형관계를 주장하는 김영숙·이재춘(2000), 김우택·장대홍·김경수(1993) 등 기존 대부분의 연구들과 어느 정도 차이가 있으며, 관점에 따라서는 70%까지 음의 관계를 제시하고 있는 박래수·윤석현(2001)의 결론과 오히려 유사한 부분이 있을 것으로 생각된다.^{25) 26)} 기업가치와 기업소유구조가 지속적인 음의 관계를 가진다는 것은 지배대주주들의 지분이 상승함에 따라 사적 이익을 추구하는 경향이 늘어나고, 따라서 대리인비용이 증가된다는 경영자안주가설이 우리 현실을 설명할 가능성이 높음을 의미한다고 하겠다.

다른 지분율변수들과 기업가치의 관계를 살펴보면 기관투자자들의 지분은 기업가치에 유의한 양의 영향을 미치고 있는데, 선진국들과 비교하여 우리 나라 기관투자자들의 투자금액들이 크지 않고, 게다가 기업경영에 적극적으로 관여하지 않는 현실에 비추어 볼 때 의외의 결과라 하겠다. 외국인지분율의 경우 예상대로 기업가치에 상당 수준의 긍정적인 영향을 미치고 있는데, 외국투자자들의 기업에 대한 감시가 나름대로 효과적이거나 또는 이들이 기업가치가 높은 기업들에 집중적으로 투자하고 있음으로 설명할 수 있다. 관계회사지분율은 대체로 유의하지 않는 것으로 분석되고 있다.

기업가치의 결정에 영향을 미치는 다른 통제변수들과의 관계를 살펴보면 우선 기업의 부채비율이 높아질수록 기업가치가 증가하고 있음을 보게 된다. 부채비율과 기업가치의 양의 관계는 많은 외국연구들에서 공통적으로 발견되고 있으며, 이론적으로도 Modigliani and Miller(1963), Ross(1977), Jensen(1986) 등의 주장으로 설명할 수 있겠으나, 그 동안 기업부채의 지나친 증가를 우려하는 일반적인 생각과는 차이가 있다고 하겠다.²⁷⁾ 국내 연구들 중 박경서·백재승(2001)의 경우 두 변수들 간에 유의한 음의 관계를 보고하고 있으나, 두 연구의

기업가치의 역의 관계를 의미하고 있다고 보더라도 무리가 없겠다.

25) 기업지배의 입장에서는 38% 이상이나 50% 이상이나 큰 차이가 없을 수 있다.

26) 박경서·백재승(2001)은 단순회귀분석의 경우 기업가치와 소유구조 간에 음의 관계를 발견하고 있는 반면 연립방정식 회귀방식에서는 대체로 그 관계가 유의하지 않음을 보고하고 있으며, 윤봉환·오규택(1999) 역시 비슷한 결과를 도출하고 있어, 본 연구결과와 차이가 발견된다. 특히 Joh(2003)는 회계이익률과 소유구조 사이의 비선형관계가 있음을 지적하고 대체로 대주주지분이 증가할수록 기업이익률이 증가하고 있음을 보여 주고 있어 본 연구와 상반되는 결론을 도출하고 있다. 표본의 수집기간이 다르고, 종속변수도 다르므로 직접 비교는 어렵다고 하겠으나 이처럼 다른 결과가 도출되는 이유를 분석하는 것도 흥미있으리라 생각된다.

27) Modigliani and Miller(1963)는 이러한 현상을 타인자본의 법인세 절감효과로 인해 가중평균자본비용이 레버리지의 증가에 따라 계속 감소하기 때문에 기업가치가 증가한다는 것으로 설명하고 있으며, Ross(1977)와 Jensen(1986)는 부채사용이 기업의 장래에 대한 낙관적 신호라는 신호표시가설을 제시하고 있다.

이러한 차이는 본 연구에서 IMF 금융위기 이후 부채비율이 급속히 감소함에 따라 부채의 긍정적 효과가 위기를 극복한 기업들에게 나타나고 있다는 해석으로 설명해 볼 수 있겠다. 이들의 연구에서도 1997년부터는 부채비율과 기업가치의 관계가 양의 관계로 바뀌는 부채의 긍정적 효과가 언급되고 있다. 비슷한 연구인 윤봉한·오규택(1999)에서는 본 연구와 마찬가지로 유의한 양의 관계를 보고하고 있다.

기업규모가 클수록 기업가치가 하락한다는 결과 역시 ‘대마불사’의 관행에 익숙한 우리들이 쉽게 받아들일 수 있는 내용이 아니다. 그러나 대부분의 연구들에서도 같은 결론이 도출되고 있는 만큼 기업규모의 확대에 앞서 신중한 경영분석이 먼저 요구된다는 교훈으로 인정할 필요가 있겠다. 외국의 연구들에서는 이러한 역의 관계를 기업규모가 클수록 지배대주주의 지분율이 낮을 수밖에 없고, 이에 따라 발생하는 대리인비용으로 인해 기업가치가 하락하기 때문으로 설명하고 있으나, 대기업들에 대한 지배대주주들의 지분율도 상당한 수준인 우리 현실에 적합한 해석이라고 하기 어렵다. 오히려 우리 나라 대기업들이 규모가 가지는 여러 이점들에도 불구하고 기업가치의 관점에서 시장으로부터 중소기업들보다 높은 평가를 받지 못하기 때문으로 보는 것이 더 적절한 해석일 수 있겠다.

기업이윤과 기업가치의 관계에서는 비선형관계가 유의하게 성립되고 있음을 볼 수 있는데, 이는 IMF 금융위기 이후 기업경영에 있어 수익증가라는 내실이 매우 높게 평가되는 현실을 나름대로 반영하고 있는 것으로 보인다. 기업이윤과 기업가치의 관계가 비선형일 수 있다는 추정결과는 기업이윤이 증가하는 정도보다 기업가치가 더 빠르게 높아질 수 있음을 의미하는 것으로 앞으로의 기업경영에 참고가 되겠다. 매출액성장률의 유의성이 의외로 낮은 추정결과 역시 1996년도 이후의 가치평가에서 외형확대를 무엇보다도 중요시했던 과거의 관행이 이제 적용되지 않다는 의미로 해석할 수 있겠다.²⁸⁾

연구개발비와 광고비 모두 기업가치의 향상에 상당한 역할을 하고 있는데, 기업들이 연구를 통해서 제품이나 서비스수준을 향상시키고, 이를 적절히 광고하는 것이 기업가치 향상에 도움이 된다는 점에서 예상되는 결과라 하겠다.

우리 현실에서 기업집단내의 포함 여부는 기업가치의 결정에 주요한 영향을 미칠 것으로 생각되었으나 실제로 30대 재벌 가변수들로 추정된 결과 유의성을

28) 물론 IMF 금융위기 동안 상당수 기업들이 기업들의 내재적 가치와 관계없이 매출액을 증가시킬 수 없었던 현상과도 어느 정도 관계 있으리라 생각된다.

발견하지 못하였다.²⁹⁾ 이는 실제로 30대 재벌집단에의 포함 여부가 기업가치에 큰 영향을 미치지 않기 때문이거나, 또는 다른 변수들이 재벌기업으로서의 특징을 이미 설명하여서 이 가변수들의 유의성이 낮아지는 것으로 설명해 볼 수 있겠다.

(2) 자본구조방정식의 설명

자본구조, 즉 부채비율과 소유구조의 관계를 살펴보면 지배대주주지분율, 관계회사지분율, 그리고 기관투자자지분율 모두 기업의 부채비율과 유의하지 않음을 발견하게 된다.³⁰⁾ 이러한 결과는 박경서·백재승(2001)과 윤봉한·오규택(1999)들의 연립방정식 회귀분석 결과들에서도 볼 수 있는데, 아무래도 일반적인 추측과는 달리 우리 나라 기업들은 소유구조에 관계없이 자본구조를 결정하고 있다고 말할 수밖에 없겠다. 물론 IMF위기 이후 부채비율의 200% 축소가 강제되고, 은행 등이 기업대출을 일률적으로 축소시킴에 따라 기업들의 부채비율이 급속하게 하락하게 된 상황도 이러한 결과와 일정 부분 관계가 있다고 볼 수는 있다.

외국인지분율이 기업의 부채수준과 음의 관계를 가지고 있음은 외국인투자자들이 기업에 대한 투자과정에서 그 기업의 부채수준을 고려한다는 당연한 사실을 반영하고 있는 것으로 보여진다.

부채비율이 기업가치의 결정에 양의 영향을 미친다는 기업가치방정식의 결과와 기업가치가 부채비율의 결정에 양의 영향을 미친다는 부채비율방정식의 결과는 이 두 변수들이 서로 밀접한 관계를 통해 결정되고 있어, 외생성을 전제하는 단순회귀분석의 결과는 신뢰성이 낮을 것이라는 우리의 판단을 뒷받침하고 있다. Stulz(1990)는 이처럼 부채비율과 기업가치가 양의 관계를 가지는 것은 성장할 가능성이 많지 않은 기업들이 과다하게 투자할 경우 기업가치가 하락될 가능성이 높는데 부채가 많은 기업들은 자금상환에 쫓겨 새로운 투자를 하기 어려우므로 오히려 기업가치가 올라갈 수 있다고 설명하고 있다.³¹⁾ 우리 기업들이 IMF 이후 부채상환 때문에 과거와 같은 과잉투자를 하지 않았던 점은 사실이므로 이런 식의 해석도 가능하리라 생각된다.

29) 30대 기업집단변수 대신 10대 기업집단변수를 사용한 추정결과도 역시 유의하지 않았다.

30) 자본구조방정식이 대주주지분율에 대하여 선형관계임을 가정하여 추정해 보기도 하였으나, 역시 유의한 관계를 발견할 수 없었다.

31) 전망이 밝은 기업들의 경우 부채가 많아 투자기회가 줄어들면 오히려 기업가치가 하락될 수 있으므로 부채비율과 기업가치는 음의 관계를 가진다고 하겠다.

기업이윤과 부채수준은 기업이윤이 <표 5>과 <표 6> 모두 17.3%가 될 때까지 음의 관계를 가지다가 그 이후 수준부터 양의 관계를 가지는 비선형관계로 파악되는데, <표 2>에서 볼 수 있듯이 실제로 기업이윤이 이 수준까지 되는 경우는 많지 않으므로 역시 음의 관계를 유지한다고 보아도 큰 문제는 없겠다.³²⁾ 이러한 결과는 기업이 이윤을 많이 낼 경우 내부유보자금으로 투자를 할 수 있어 부채에 대한 수요가 줄어들 수 있다는 점에서 예상되는 결과라 하겠다.

<표 5>에서 투자수준이 부채비율과 유의한 양의 관계가 있음을 볼 수 있는데, 윤봉환·오규택(1999)이 지적한 바와 같이 IMF 경제위기 이후에도 과거와 마찬가지로 많은 기업들이 차입을 통해 투자자금을 조달하는 관행이 유지되고 있음을 짐작케 하고 있다.³³⁾

자본구조방정식의 추정결과 중 두 표가 차이를 보이고 있는 부분들은 기업규모변수와 30대 기업집단변수들의 유의성 여부이다. 일반적으로 30대 기업집단에 속하거나, 기업의 규모가 클수록 금융기관으로부터 자금의 차입이 쉬웠던 지금까지의 대출관행을 고려한다면 이 두 변수들이 부채수준과 유의한 양의 관계를 유지하리라 생각되었으나, 두 표는 이러한 추측의 일부만을 입증하는 서로 상반되는 결과를 보이고 있을 뿐이다.

(3) 투자방정식의 설명

<표 5>와 <표 6>에서의 투자방정식에 대한 추정결과는 대주주지분율이 평균 수준보다 낮거나 높은 경우에 투자가 많이 이루어지는 반면, 대주주지분율 평균에 가까운 30~33% 수준일 경우 기업들이 투자에 소극적임을 보여 주고 있다.³⁴⁾ 이처럼 대주주지분율과 기업투자의 관계에서 구조적 전환점을 발견할 수 있음은 지분율이 낮을 경우 경영자들이 위험을 부담하는 정도가 낮으므로 투자지출의 확대를 시도하기 때문이며, 또한 대주주지분율이 높은 기업들은 아무래도 신생기업들일 가능성이 크므로, 기존 기업들에 비해 기업투자비율이 높기

32) <표 5>에서 $2.741x^2 - 0.949x = 2.741(x - 0.173)^2 - 0.030$ 과 <표 6>에서 $1.643x^2 - 0.569x = 1.643(x - 0.173)^2 - 0.030$ 모두 최저점은 0.173으로 계산된다.

33) <표 6>에서는 두 변수들이 관계가 없음을 볼 수 있으나, 추정결과의 편의를 고려한다면 <표 5>의 결과를 신뢰하는 것이 옳다.

34) 지분율과 투자수준의 비선형관계는 <표 5>의 경우

$$0.425x^2 - 0.286x = 0.425(x - 0.336)^2 - 0.113$$

으로, <표 6>의 경우

$$0.244x^2 - 0.150x = 0.244(x - 0.307)^2 - 0.094$$

로 추정되며, 최저점은 각각 0.336과 0.307로 계산된다.

때문으로 설명해 볼 수 있겠다.³⁵⁾

기업투자와 기업가치의 관계는 비유의적인 반면 기업규모와의 관계는 유의적인 추정결과도 주목할 부분인데, 우리 기업들이 기업가치의 향상보다는 기업규모의 극대화를 위하여 투자한다는 일부 주장과 관계되는 추정결과로 생각된다. 다만 윤봉한·오규택(1999)의 연구 등에서 투자수준과 기업가치가 유의한 양의 관계를 유지함이 설명되기도 하여, 투자의 비효율성 입증에는 추가적인 연구가 수행되어야 할 것이다.

기업이윤이 기업투자에 미치는 영향을 살펴보면 두 표 모두에서 유의한 양의 선형관계를 발견할 수 있다. 다른 방정식들에서와는 달리 기업이윤과 기업투자의 관계를 선형으로 설정하고 있는 것은 이미 지적하였듯이 비선형관계가 유의하지 않으며, 비선형관계를 적용할 경우 연합방정식의 추정과정에서 전체 모형의 설명력이 상당 수준 하락하기 때문이었다. 이러한 선형관계는 설정할 높은 이윤을 올리는 기업들의 경우 상대적으로 충분한 내부자금을 이용하여 양호한 투자를 확대할 기회가 높을 수 있다는 점에서 예상되는 결과이기도 하다.³⁶⁾

영업현금흐름이나 내부자금 등이 기업투자와 양의 관계를 가지는 것도 영업현금이나 내부자금이 충분할 경우 투자를 증가시키는 것이 일반적인 경영결정이라는 점에서 비슷하게 해석될 수 있다.³⁷⁾

기업부채와 기업투자의 관계에 대해서는 <표 5>는 서로 관계가 없음을, <표 6>은 두 변수들 사이에 유의한 양의 관계가 존재함을 각각 보여 주고 있다. 이러한 상반된 추정결과 중 현실을 보다 적절히 설명할 수 있는 결과가 어느 것인지 판단하기 쉽지 않겠으나, 기업부채와 기업투자들이 내생변수일 가능성을 고려한다면 <표 5>의 결과가 통계적으로 더 신뢰할 수 있으리라 생각된다. 기업의 수익성이 악화되어 기업부채가 늘어났다면 오히려 투자는 감소할 것이고, 기업의 전망이 밝아 투자자금을 부채로 조달하였다면 이들 사이에 양의 관계가 성립될 것임을 고려한다면, <표 5>는 이 두 경우 모두가 우리 경제에 혼재되어 있음을 보여 주고 있다고 하겠다.

30대 기업집단 가변수가 기업투자와 유의한 관계를 가지고 있지 않으므로 재

35) 기업투자와 지분율의 비선형관계는 김지수·정기웅(2000)에서도 일부 지적되고 있다.

36) 윤봉한·오규택(1999)의 연구에서는 음의 관계를 제시하면서 의외의 결과라고 지적하고 있다.

37) 유사한 연구인 김지수·정기웅(2000)의 경우 매출액증가율과 투자지출의 음의 관계와 같은 해석하기 곤란한 부분들이 발견되고 있는데, 이들이 연립방정식체제를 사용하였다면 기존 예측에 더 부응하는 결과를 얻을 수도 있었으리라 생각해 본다.

별기업이나 비재벌기업이냐는 투자결정에 영향을 주지 않는다고 파악된다. 다만 재벌기업들의 경우 대부분 기업규모가 크므로 기업자산 대비 비율은 큰 차이가 없더라도 투자지출의 규모는 상당히 클 수 있음은 물론이다.

(4) 지분율방정식의 설명

지분율방정식의 추정결과에서 가장 관심 있는 부분인 기업가치와 대주주지분율 관계의 유의성에 대해 <표 5>와 <표 6>은 다른 추정결과를 보이고 있어 인과관계의 파악이 쉽지 않다고 하겠다. 다만 두 변수들 사이의 내생관계를 고려하는 <표 5>의 결과를 통계적으로 더 신뢰할 경우, 미국 기업들의 자료를 토대로 기업의 소유구조가 기업가치에 따라 내생적으로 결정됨을 주장한 Cho(1998)의 주장이 우리 기업현실에도 부합될 가능성이 높다고 판단할 수 있다. 다만 스톡옵션제도를 활용하는 미국의 경영자들과는 달리 우리 기업들의 지배대주주들은 경영권 유지를 위해 일정 수준 이상의 지분을 항상 보유하려 한다는 점에서 소유구조와 기업가치의 관계가 미국처럼 밀접하지는 않을 것으로 생각된다. IMF 이전의 자료를 사용한 박경서·백재승(2001)에서는 두 변수들의 관계가 유의하지 않은 것으로 지적되고 있다.

대주주지분율과 다른 통제변수들과의 관계를 살펴보면, 일단 관계회사들이나 기관투자자들이 많은 지분을 소유할 경우 대주주들의 지분율이 높을 가능성이 크지 않다는 점에서 이 변수들 간의 음의 관계는 쉽게 납득될 수 있는 부분이 되겠다. 다만 이러한 지분율들 간의 대체관계를 고려할 때 외국인지분율과 대주주지분율의 양의 관계는 의외일 수 있겠으나, 외국인투자자들이 지분을 많이 소유한 기업들은 대부분 분야별 대표기업들로 삼성전자와 같은 예외도 있으나 대체로 경영권이 안정된 기업들임을 고려할 때 가능할 수 있는 결과로 생각된다.

부채수준, 투자수준, 매출액수준과 같은 기업경영과 관련된 변수들이 소유구조에 그다지 영향을 미치지 않고 있음은 의외의 결과라고 볼 수도 있겠다. 다만 이러한 비유의적 관계는 우리의 연구에만 국한된 것은 아니고, 예를 들어 박경서·백재승(2001)에서도 비슷한 결론에 도달하고 있음을 볼 때, 지배대주주들이 경영상황에 관계없이 무조건 일정 수준 이상의 지분을 확보하고자 하는 우리 나라의 소유구조 현실을 일정 부분 반영한 결과일 수도 있겠다.

외국 연구문헌들에서 대주주지분율과 시가총액변수들이 주로 음의 관계가 지적되고 있음에 비하여 <표 5>와 <표 6>에서 양의 추정결과를 얻게 되는 것도 주목되는 부분이라 하겠다. 역시 기업들의 소유가 제대로 분산되지 않은 현실

과 관련 있을 것으로 보인다.³⁸⁾

결론적으로 <표 5>와 <표 6>의 추정결과를 비교할 경우, 이미 지적하였듯이 일부 변수들의 경우 유의한 변수들이 유의하지 않게 되거나, 또는 그 반대로 나타나는 경우도 있으나, 전체적으로 본다면 큰 차이가 없다고 하여도 무방하리라 생각된다. 모형설정에서 차이가 나고 추정방법도 달랐다는 점을 고려한다면 이는 우리의 기업방정식체계가 나타내고자 하는 관계가 상당히 안정적임을 의미하고 있다고 납득하여도 좋겠다.

3. 내부지분율이 낮아질 경우의 영향 분석

추정방식에 따라 <표 5>와 <표 6>의 추정결과와 일부에 차이가 있음은 사실이나 두 방식 모두 대주주지분율이 기업가치에 음의 영향을 미치고 있다는 동일한 결론을 내리고 있음은 이미 지적한 바와 같다. 이러한 대주주지분율과 기업가치 간의 유의적인 음의 관계는 결국 현재보다 기업가치를 더 높이기 위해서는 기업소유구조상의 개선이 이루어져야 함을 의미하는 것으로 앞으로의 기업정책 방향에 의미 있는 자료가 되리라 생각된다.

대주주지분율과 기업가치의 관계를 이해하기 위해서는 관계의 방향뿐만 아니라 지배대주주들이 지분을 줄일 경우 기업가치가 어느 정도 상승할 수 있는지에 대한 양적 분석도 마찬가지로 필요하다. 우리는 <표 5>와 <표 6>의 추정결과가 우리 현실을 설명한다는 전제하에 우리 나라 대주주지분율의 평균인 28%가 선진국 수준인 5%로 낮아질 경우 기업가치와 그에 따라 주식가치가 어느 정도 상승할 수 있을지를 분석하고 그 결과를 <표 7>에 정리하여 보았다.

<표 7>은 지배대주주지분율이 5%인 경우에 비하여 그 수준이 28%일 경우 기업가치와 그에 따른 주식가치가 얼마나 낮아지는지를 다음과 같은 방식을 통하여 계산한 것이다.

① <표 5>의 경우 $y=0.990x^2-0.761x$ 에서 $x=0.28$ 를 대입하면 $y=-0.1354$ 로 기업가치의 하락 정도가 계산된다.

② 기업의 자산가치와 부채가치는 지분율과 무관하므로 가치가 변하지 않는다고 가정하면, 기업가치의 변화는 주식가치의 변화만 유발하게 된다. 우리 기업들의 자산평균 9,471억 원과 부채평균 5,937억 원에서 주식이 총자산의 0.373

38) 소유구조방정식의 추정에서 시가총액변수가 포함됨에 따라 기업규모변수는 제외되었다.

〈표 7〉 대주주지분율 수준에 따른 기업가치와 주식가치의 하락 정도

구 분		대주주지분율		차 이
		28%	5%	
연립방정식모형	기업가치	13.6% 감소	3.6% 감소	10.0%
	주식가치	36.3% 감소	9.5% 감소	26.8%
복합오차모형	기업가치	8.1% 감소	2.1% 감소	6.0%
	주식가치	21.7% 감소	5.7% 감소	16.0%

의 비중을 차지함을 알 수 있으므로, 기업가치 13.6%의 하락은 주식가치 36.3%의 하락으로 계산될 수 있다.

〈표 7〉에 의하면 대주주지분율이 평균 28% 수준인 우리 나라 기업들의 경우 지분율이 5% 정도인 외국기업들에 비하여 기업가치가 6.0% 또는 10.0% 정도 낮게 형성될 수 있다고 계산되고 있다. 이러한 기업소유구조로 인한 기업가치의 하락은 바로 주식가치의 하락으로 이어지는데, 주식가치가 자산가치에서 차지하는 비중이 0.373임을 고려한다면 주식가치가 대체로 16.0% 또는 26.8% 정도 더 낮게 평가되고 있다고 추측해 볼 수 있다. 주식가치가 적정수준보다 16% 또는 27% 정도 낮다는 의미는, 다시 말해 현재 주가가 적정수준의 73% 또는 84%에 불과하다는 것으로, 기업소유구조가 선진국 수준으로 개선될 경우 주가가 19% 또는 37%까지 상승할 수 있는 여지가 있음을 뜻한다고 하겠다.³⁹⁾ 최근 국가 간의 주가비교에서 우리 기업들의 주가가 상대적으로 저평가되었다는 분석도 이러한 현상에 대한 다른 각도에서의 설명일 수 있겠다.⁴⁰⁾

물론 위의 분석에 대해 현실을 지나치게 단순화하고 있다는 지적이 가능하겠으나, 왜 우리 기업들의 주가가 선진 기업들에 비하여 지나치게 낮은가에 대한 나름대로의 해석이 될 수 있으리라 생각된다.

39) $16\%/84\%=19\%$, $27\%/73\%=37\%$ 로 각각 계산된다.

40) 예를 들어, 2001년도 말의 기업의 주가수익률(PER)을 국가별로 비교해 보면 우리 나라가 9배에 불과한 반면, 미국은 24배, 일본은 28배, 심지어 동남아 국가들인 홍콩, 말레이시아들도 16배 수준을 유지하고 있다.

V. 결 론

본 연구의 목적은 우리 기업들의 소유구조상 문제로 인해 기업의 가치가 어떠한 영향을 받고 있으며, 또한 우리 기업들의 높은 부채비율과 과잉투자가 기업의 소유구조와 어떠한 관계가 있는지를 실증적으로 규명하여 기업소유구조 개선의 필요성에 대한 증거를 제시해 보는 것이라 하겠다.

이를 위하여 우리는 508개 기업의 1996년 초부터 2000년 말까지 5년 동안의 자료를 사용하여 가능한 현실을 반영하려 하였으며, 우리 기업들의 가치수준, 부채수준, 투자수준, 그리고 지분율의 결정과정 등을 연립방정식모형에 기초한 3SLS방식과 복합오차모형의 일종인 확률오차모형방식으로 추정하여 기존 연구들보다 통계상의 문제를 완화하고자 하였다.

우리의 추정결과를 내부지분율과의 관계를 중심으로 종합하면 다음과 같다.

① 3SLS방식과 확률오차모형방식 모두에서 본 연구의 핵심이라 할 수 있는 대주주지분율과 기업가치의 관계가 대체로 유의적인 음의 선형관계임을 발견할 수 있었다. 이러한 결과는 지배대주주가 통제할 수 있는 지분율이 높을수록 기업가치가 하락함을 의미하는 것으로, 절충가설을 지지하는 많은 연구들과 달리 경영자안주가설이 많은 기업들에서의 기업가치 수준을 설명하는 데 적절한 모형일 수 있음을 보여 주고 있다고 하겠다. 특히 <표 5>와 <표 6> 모두 지분율이 38%에 이를 때까지 기업가치와 음의 관계가 지속된다는 동일한 결론에 이르고 있음은 흥미 있는 부분으로 생각된다.

② 위의 기업소유구조와 기업가치의 음의 관계를 기초로 우리는 우리 기업들의 기업소유구조가 개선될 경우 기업가치가 어느 정도 상승할 수 있을지도 계산해 보았다. 그 결과 지배대주주들의 지분율이 선진 기업들의 수준으로 낮아질 경우 기업가치는 대체로 6%에서 10% 상승되며, 이에 따라 주가 역시 19%에서 높을 경우 37%까지 상승할 수도 있다는 결론을 얻게 되었다. 물론 이러한 분석이 지나치게 단순화한 면이 없지는 않으나, 우리 기업들의 주가가 선진 기업들에 비하여 낮게 평가되고 있는 현상을 나름대로 설명하고 있다고 하겠다.

③ 부채방정식의 경우 대주주지분율이 부채비율과 유의하지 않은 관계가 있음을 보여 주고 있다. 이러한 결과는 IMF위기 이후 대기업들은 부채비율의 200% 축소 등 사회적인 압력을 증자 등의 방식으로 대처한 반면 대주주지분율이 높은 중소기업들의 경우 자금조달이 쉽지 않은 우리의 현실에 비추어 납득

40 우리 기업들의 소유구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구

할 수 있는 결과라 하겠다.

④ 우리의 추정결과에 따르면 대주주지분율이 낮거나 높은 경우 투자가 많이 이루어지나, 대주주지분율이 33~36% 수준일 경우 기업들이 투자에 소극적이라고 판단된다. 이처럼 기업투자의 관계에서 구조적 전환점이 발견되는 것은 지분율이 낮을 경우 투자지출을 확대하는 것이 경영자들에 이익이 될 수 있으며, 대주주지분율이 높은 신생기업들의 경우 투자지출비율이 높은 결과라고 해석할 수 있겠다.

본 연구에서 우리는 우리 나라와 같은 집중형 소유구조의 경우 지배대주주들의 이해관계에 의하여 기업의 가치가 극대화되지 않을 가능성이 있음에 대하여 실증적으로 분석하여 보았다. 물론 그 과정에서 우리의 기대가 모두 충족되었다고 할 수는 없으며, 좀더 적합한 함수관계를 설정해 보고 더 효율적인 추정 방법을 사용할 필요가 앞으로 요구되리라 생각된다. 그러나 본 연구의 결과만으로도 우리 나라 기업들의 가치상승을 위해서는 기업소유구조라는 구조적 문제의 해결이 중요하다는 결론을 얻을 수 있었으며, 이러한 우리의 결론이 추후 연구들에서 검증될 수 있기를 희망해 본다.

참 고 문 헌

- 김건우, 『소유구조와 자본구조의 관계』, 한국조세연구원, 1997.
- 김영숙·이재춘, 「기업가치와 기업소유구조와의 연관성」, 『증권학회지』 제26집, 2000, 173~197.
- 김우택·장대홍·김경수, 「기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구」, 『재무연구』 제6호, 1993, 55~75.
- 김지수·정기웅, 「규모극대화, 경영자지분과 기업의 자본적 투자지출」, 『재무관리연구』 제17권 제2호, 2000, 1~28.
- 김철중, 「소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호관련성에 관한 연구」, 『재무관리연구』 제13권 제1호, 1996, 51~78.
- 박경서, 「국내기업의 타인자본조달과 기업금융시장의 역할에 관한 연구」, 『재무연구』 제12권 제1호, 1999, 39~68.
- 박경서·백재승, 「재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼

- 마나 다른가?: 한국상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구», 『재무연구』 제14권 제2호, 2001, 89~130.
- 박래수 · 윤석현, 「내부주주, 외부주주 및 은행의 기업감시효과에 관한 실증적 연구」, 『금융학회지』 제6권 제1호, 2001, 29~61.
- 윤봉환 · 오규택, 「투자결정과 자본조달결정의 통합적 수행 여부에 관한 실증연구」, 『재무연구』 제12권 제2호, 1999, 95~124.
- 이종화 · 이영수 · 유제국, 「한국 기업집단의 투자의 비효율성 분석」, 『금융학회지』 제6권 제2호, 2001, 21~52.
- 이해영 · 이재춘, 「기업소유구조와 기업가치와의 관계—패널자료로부터 근거」, 『재무관리연구』 제16권 제2호, 1999, 91~118.
- 장휘용 · 박종갑, 「경영자의 내부지분율과 기업의 재무구조와 성장정책」, 『재무관리연구』 제16권 제1호, 1999, 61~82.
- Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and Kyung-Suh Park, “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis,” Working Paper, Michigan State University, 2001.
- Berle, Adolf and Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, NY: MacMillan, 1932.
- Black, Bernard, Hasung Jang, and Woochan Kim, “Does Corporate Governance Affect Firm Value: Evidence from Korea,” Working Paper, Korea University, 2002.
- Cho, Myeong-Hyeon, “Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: an Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, 1998, 103~121.
- Demsetz, Harold and Kenneth Lehn, “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences,” *Journal of Political Economy*, Vol. 93, 1985, 1125~1177.
- Friend, Irwin and Larry Lang, “An Empirical Test of the Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure,” *Journal of Finance*, Vol. 43, 1988, 271~281.
- Himmelberg, Charles, R. Glenn Hubbard, and Darius Palia, “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, 1999, 353~

384.

- Jensen, Gerald, Donald Solberg, and Thomas Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, 1992, 247~263.
- Jensen, Michael, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover," *American Economic Review*, Vol. 76, 1986, 323~329.
- Jensen, Michael and William Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, 305~360.
- Joh, Sung-Wook, "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, 2003, 287~322.
- Kim, S.W. and Eric Sorenson, "Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, 1986, 130~143.
- Lang, Larry, Eli Ofek, and Rene Stulz, "Leverage, Investment, and Firm Growth," *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, 1996, 3~29.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, Vol. 54, 1999, 471~517.
- Lee, Keun, Kuen-Kwan Ryu, and Jung-Mo Yoon, "Long Term Performance of Chaebols and non-Chebol in Korea," Working Paper, Seoul National University, 2002.
- McConnell, John and Henri Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990, 595~612.
- _____, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt," *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, 1995, 131~157.
- Mitton, Todd, "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, 2002, 215~241.
- Modigliani, Franco and Merton Miller, "Corporate Income Tax and the Cost of

- Capital: A Correction,” *American Economic Review*, 1963, 261~297.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, “Management Ownership and Market Valuation,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, 293~315.
- Ross, Stephen, “The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach,” *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, 1977, 23~40.
- Shleifer, Andrei and Robert Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 1986, 461~488.
- Stulz, Rene, “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, 1990, 3~27.
- Zhou, Xianming, “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance: Comment,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, 2001, 559~571.

[Abstract]

A Study on the Relationships among Corporate Value, Debt Level, Investment Level and Corporate Ownership of Korean Firms

Jeong Pyo Choi · Shee Chang Ham · Hee Tak Kim

This paper examines how Korean firms' ownership structure affects their corporate value, debt level, and investment level. Using 508 Korean listed firms during 1996~2000, this paper finds the followings.

1) Firms whose controlling shareholders' ownership are high show low corporate value, controlling for usual firm characteristics. We can conjecture controlling shareholders expropriate firm resources from this finding. We also calculate that Korean firms' value would increase by 6~10%, if their poor corporate governance systems would improve in the near future.

2) Controlling shareholders' ownership also affects firms' debt level, implying that high ownership concentrations are related with high debt level.

3) On the contrary to our belief, controlling shareholders' ownership does not increase firms' investment level.

These results show us that Korean firms' corporate governance system should be improved to solve the so-called "Korea Discount" problem.

Keywords: corporate ownership structure, corporate value, ownership share, investment level, debt level

JEL Classification: L0