

소유구조와 기업가치에 관한 연구*

박 정 식**

배 정 현***

I. 연구의 목적

기업의 소유구조란 해당기업과 관련된 주주들의 구성을 나타내거나 이해관계자들에 게 기업의 총 지분이 분산된 정도를 말한다. 그동안 기업의 소유구조에 관한 연구는 다양한 측면에서 진행되어져 왔으며 이 중 기업의 소유구조와 기업가치 간의 관계에 관한 연구가 가장 활발히 진행되어져 왔다. 일반적으로 기업의 소유구조와 기업가치의 관계에 관한 연구는 해당 기업의 주주와 경영자 사이의 이해관계에 따라 기업가치가 어떻게 변화하는지 알아보는 것이다. 초창기 소유구조에 관한 연구의 결과는 경영자의 지분이 증가할수록 주주와 경영자의 이해가 일치되어 기업가치가 증가할 것이라는 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)이 주류를 이루었다. Jensen과 Meckling(1976)는 경영자는 지분이 증가된 상황에서 기업가치가 하락할 경우 그만큼 자신이 부담해야 될 비용이 상승하게 되므로 경영자는 주주의 부를 높히려는 관점에서 의사결정을 할 것이라고 주장하였다. Zajac과 Westphal(1994)는 경영자의 지분율이 높을수록 주주와 경영자사이의 이해가 일치되어 대리인 비용이 줄어들고 기업의 성과가 높아지게 된다고 제시하였다. 그리고 Bilter(2005)는 경영자의 노력과 부에 관한 연관성에 관해 연구를 시행하였는데 연구결과, 경영자의 소유지분은 기업의 가치와 함께 증가하는 것을 발견하였다.

반면, 이해일치가설과는 달리 경영자의 소유지분이 증가함에 따라 경영자가 기업가

* 본 연구는 서울대학교 경영대학 경영연구소의 연구비 지원에 의해 수행되었음.

** 서울대학교 경영대학 교수

*** 우리은행

치 극대화보다 자신의 사적인 이익을 대리인으로서의 경영자가 지분율이 높게 되면 기업가치가 하락한다는 경영자안주가설(managerial entrenchment hypothesis)을 주장한 연구결과도 있다. Demsetz(1983)는 경영자의 지분율이 일정 수준 이상이 되면, 경영자는 권한이 강화되고 적대적 M&A와 같은 다른 지배 메커니즘의 위협으로부터 어느 정도 자유로울 수 있기 때문에 기업의 이익을 추구하기보다는 자신의 사적 이익을 우선시할 가능성이 있다고 주장하였다. 그리고 Fama와 Jensen(1983)의 연구결과에 따르면 경영자는 소유지분을 증가시킴으로써 주주와 이사회 등 지배 메커니즘의 압력으로부터 자유로울 수 있으며, 결국 주주의 부와 기업가치의 극대화를 위해 노력하기보다는 경영자 자신의 사적인 이익을 추구한다는 것이다. Stulz(1988)는 경영자가 보유하고 있는 지분의 증가는 경영자의 권한을 강화시키고 모니터링을 통한 경영자에 대한 감시활동을 약화시킴으로써 개인적 이익을 추구한다고 주장하였다.

한편, 앞의 두 가설과는 달리 일부 연구자들은 경영자의 지분율의 정도에 따라 경영자와 주주의 이해가 일치되어 기업가치를 증대시킬 수도 있으며, 반대로 경영자의 권한이 강화되어 경영자가 개인적인 이해만을 추구할 수도 있다는 절충가설을 주장하고 있다. Morck과 Shleifer 그리고 Vishny(1988)는 경영자의 지분율이 5%에 달할 때까지는 기업가치가 증가하지만 그 수준을 넘어서게 되면 경영자의 사적소비와 권한이 강화되어 기업가치가 하락하게 되며 25%를 초과하게 되면 경영자의 사적소비 동기가 감소하여 기업가치가 다시 증가한다고 제시하였다. 그리고 McConnell과 Servaes(1990)는 기업의 소유구조와 기업의 성과사이에는 비선형적인 관계가 존재한다고 주장하였다. Hermlin과 Weisbach(1991)는 경영자의 지분율이 1% 이하인 경우에는 지분율과 기업가치 사이에 정(+)의 관계가 존재하지만 경영자의 지분율이 1%를 초과하는 경우에는 지분율과 기업가치 사이에 부(-)의 관계가 존재한다고 주장하였다. 윤병섭과 심준섭(2004)은 1995년부터 2000년까지 6년간 표본으로 선정된 기업을 대상으로 대주주 1인 지분율과 기업가치간 관계를 분석할 결과, U자형의 곡선관계 즉, 절충가설이 성립된다는 주장을 하였다.

본 연구에서는 기업의 소유구조와 기업가치 사이에 관한 기존 연구들의 결과가 서로 크게 다르다는 점에 착안하여 국내 기업들의 소유구조와 기업가치 간의 관계가 어떻게 이루어지고 있는지를 심도있게 살펴보고자 하였다. 기존 선행연구가 동일한 주제를 가지고 일관된 결과를 보이지 못하고 서로 상이한 결과를 나타내는 이유를 데이터 수집

및 방법론의 차이와 함께 특정기간만을 선정하여 연구를 시행하였기 때문에 발생했을 것이라는 점을 고려하였다. 본 연구에서는 장기간에 걸쳐 표본대상을 선정하였으며, 자료수집이 가능한 시점인 1993년부터 2006년까지 총 14년간의 자료를 이용하여 4,223개의 기업을 대상으로 연구를 실시하였다.

II. 표본선정 및 주요변수설명

본 연구의 분석대상은 한국증권선물거래소(Korea Exchange, KRX)에 1993년부터 2006년까지 상장된 제조업 중 12월 결산법인으로 하였다. 데이터의 수집기간을 1993년부터 선정한 것은 본 연구의 주요 변수 중의 하나인 지분율에 대한 자료를 1993년 이전에는 자료를 구할 수 없었기 때문이다. 그리고 금융 및 보험 산업 등은 다른 업종과 회계기준이 상이하기 때문에 자료 분석의 일관성을 유지하기위해 본 연구에서 제외하였다. 또한 12월 결산법인으로 한정하는 이유는 결산시점이 동일하여 변수 및 가치산정 시 동일한 기준으로 비교가 가능하기 때문이다.

기업의 내부자 지분율과 주요 재무제표 자료들은 한국상장회사협의회(TS2000) 자료를 이용하였으며 기업가치의 대용치인 토빈Q 계산 시 필요한 보통주와 우선주의 주식수와 가격자료는 FnGuide에서 제공하는 DataGude Pro의 자료를 이용하였다. 그리고 산업더미와 재벌더미의 경우, 각각 통계청에서 제공하는 표준산업분류코드자료와 공정거래위원회에서 제공하는 30대 재벌그룹의 계열사 자료를 이용하였다.

본 연구에서 사용한 기업의 소유구조를 나타내는 변수로서 최대주주 1인의 지분율과 최대주주의 특수관계인이 소유하고 있는 지분율을 합한 것을 말한다. 특수관계인이라는 것은 최대주주와 친인척관계를 의미한다. 본 연구에서는 내부자 지분율에 대한 자료로 한국상장회사협의회(TS2000)에서 제공하는 최대주주현황 중 10코드항목을 사용하였다.

본 연구에서 기업가치의 대용치(proxy)로 토빈Q를 사용하였다. 토빈Q는 일정기간 동안 경영성과를 나타내는 대용치로 기업가치와 관련된 선행연구에서 주로 사용되어 왔다. 토빈Q는 보통주 발행주식수와 우선주 발행주식수에 각각 중가를 곱한 것과 대차대조표 상의 부채총계를 다 합하여 이를 대차대조표 상의 총자산으로 나눈 값이다.

<표 1> 연도별로 선정된 표본기업의 수

연도	표본 기업수	연도	표본 기업수
1993년	235	2000년	308
1994년	247	2001년	317
1995년	265	2002년	327
1996년	277	2003년	340
1997년	274	2004년	346
1998년	265	2005년	362
1999년	287	2006년	373

<표 1>은 표본선정기준에 따라 각 연도별로 선정된 표본 기업의 수를 나타낸 것이다. 표본의 수는 시간이 지나감에 따라 대체적으로 증가하고 있으며 예외적으로 외환위기 직후에는 표본기업의 수가 줄어들었다.

III. 실증분석

1. 주요변수의 통계량 및 상관관계

<표 2>는 1993년부터 2006년까지(14년간) 표본으로 선정된 4,223개 기업에 대한 내부자 지분율, 기업규모, 기업가치, 그리고, 유동성과 변동성에 관한 통계량을 나타내고 있다. 기업규모는 총자산에 로그값을 취한 값이며 기업가치는 토빈Q를 대용치로 사용하였다. 유동성은 현금흐름을 총자산으로 나눈 것이며 변동성은 당기순이익 변화율의 5년간 이동표준편차를 나타낸다. <표 2>를 살펴보면, 토빈Q의 평균이 0.925로 국내 기업들은 대체적으로 자산의 가치보다 시장에서 저평가 받는 것으로 나타났으며, 그리고 유동성과 변동성의 표준편차가 각각 평균에 비해서 상대적으로 크게 나타났다.

<표 3>은 내부자 지분율의 구간별 통계량을 조금 더 구체적으로 살펴보기 위해 내부자 지분율을 5% 간격으로 나누어 나타낸 값들이다. <표 3>을 살펴보면 내부자 지분율이

5~10% 사이에서는 기업의 가치가 증가하였으며 10~30%까지는 감소하였고, 그리고 30% 이후에서는 등락을 거듭하는 것으로 나타났다.

<표 4>는 주요변수들 간의 상관관계를 나타내고 있다. 주요 변수들 간의 상관관계를 살펴보면, 내부자 지분율은 각각 기업가치와 변동성과 1% 유의수준에서 음의 관계로 나타났다지만 유동성과는 양의 관계로 나타났다. 기업규모는 각각 기업가치와 변동성과 음의 관계로 나타났다. 반면, 기업가치는 변동성과 1% 유의수준에서 양의 관계로 나타났다.

<표 2> 주요 변수의 기초통계량

변수	평균	표준편차	중앙값
내부자 지분율(%)	36.06	16.28	34.72
기업규모	29.56	1.367	25.69
기업가치	0.925	0.032	0.877
유동성	0.024	0.224	0.024
변동성	0.085	0.554	0.031

<표 3> 내부자지분율의 구간별 주요변수의 특성

지분율	기업수	기업규모	기업가치	유동성	변동성
0≤I/O<5	38	26.48	1.006	-0.064	0.461
5≤I/O<10	134	26.37	1.130	-0.039	0.362
10≤I/O<15	233	26.00	1.072	0.036	0.172
15≤I/O<20	293	26.14	1.052	0.014	0.076
20≤I/O<25	420	26.18	0.987	0.009	0.080
25≤I/O<30	467	25.74	0.914	0.022	0.048
30≤I/O<35	550	25.81	0.959	0.031	0.050
35≤I/O<40	450	25.97	0.885	0.022	0.064
40≤I/O<45	407	25.88	0.856	0.031	0.060
45≤I/O<50	421	25.87	0.868	0.031	0.063
50≤I/O<55	296	25.68	0.855	0.045	0.072
55≤I/O<60	171	26.04	0.818	0.032	0.082
60≤I/O	343	26.24	0.832	0.038	0.087

<표 4> 주요변수의 상관관계

구분	내부자 지분율	기업규모	기업가치	유동성	변동성
내부자 지분율					
기업규모	-0.018				
기업가치	-0.227***	-0.030**			
유동성	0.047***	0.024	0.008		
변동성	-0.050***	-0.081***	0.046***	-0.101***	

***, **, *: 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준(단측검증)

2. 모형의 설정과 실증분석

기업의 소유구조와 기업가치의 관계를 살펴보기 위해 1993년부터 2006년까지 내부자 지분율과 토빈 Q, 그리고 통제변수인 기업규모와 유동성 그리고 변동성을 이용하였다. 본 연구에서는 기업의 소유구조와 기업가치 간의 관계를 살펴보기 위해 다음과 같은 모형을 설정하여 Fama-MacBeth 횡단면 분석을 실시하였다.

$$\text{Tobin' Q} = \alpha_1 + \beta_1 \text{INS} + \beta_2 \text{INS}^2 + \beta_3 \text{lnasset} + \beta_4 \text{Cashflow} + \beta_5 \text{Volatility} + \beta_6 \text{Industry} + \beta_7 \text{Chaebul} + \mu_i \quad (1)$$

Tobin' Q (보통주 시장가치 + 우선주 시장가치 + 부채)/총자산

INS 내부자 지분율

INS² (내부자 지분율)²

lnasset ln자산

Cashflow 현금흐름/총자산

Volatility 당기순이익변화율의 5년간 이동표준편차

Industry 산업더미

Chaebul 재벌더미

식(1)에서는 지분율과 기업가치 간의 선형유무를 파악하기 위해 INS 외에도 INS^2 변수를 추가하였으며 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 기업규모, 유동성 그리고 변동성을 통제변수로 사용하였다. 또한 산업별 효과를 고려하기 위하여 통계청의 표준산업분류 기준을 이용하여 산업더미를 포함시켰으며, 우리나라의 ‘재벌’과 ‘비재벌’의 특성을 살펴보기 위하여 공정거래위원회에서 제공하는 30대그룹 계열사 정보를 이용하여 재벌더미를 모형에 포함시켰다. <표 5>는 본 회귀분석의 결과를 나타내며 괄호 안은 t값을 나타낸다.

<표 5>를 살펴보면 INS는 유의한 수준에서 기업가치와 음의 관계로 나타났으며 INS^2 는 유의한 수준에서 기업가치와 양의 관계를 나타내었다. 이는 국내 기업들의 소유구조와 기업가치사이가 비선형적 관계라는 것을 알 수 있다. 이러한 점에 착안하여 내부자 지분율과 기업가치 사이의 구간별 특성을 구체적으로 살펴보기 위하여 본 연구에서는 <표 3>을 기초로 하여 10%와 30%를 기준으로 내부자 지분율을 각각 나누어 Fama-

<표 5> 내부자지분율과 기업가치간의 Fama-MacBeth 횡단면 회귀분석

변수	기업가치
INS	-1,029 (-5.03)
INS^2	1.153 (5.35)
기업규모	-0.014 (-1.57)
유동성	0.439 (2.36)
변동성	0.164 (1.96)
산업더미	Yes
재벌더미	Yes
표본의 수	4,223
Adj. R^2	0.209

MacBeth의 횡단면 분석을 실시하였다. 내부자 지분율을 나눈 기준과 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 \text{INS1} &= \text{내부자 지분율} && \text{if 내부자 지분율} < 0.1, \\
 &= 0.1 && \text{if 내부자 지분율} \geq 0.1 \\
 \text{INS2} &= 0 && \text{if 내부자 지분율} < 0.1, \\
 &= \text{내부자 지분율} - 0.1 && \text{if } 0.1 \leq \text{내부자 지분율} < 0.3, \\
 &= 0.26 && \text{if 내부자 지분율} \geq 0.3 \\
 \text{INS3} &= 0 && \text{if 내부자 지분율} < 0.3, \\
 &= \text{내부자 지분율} - 0.3 && \text{if 내부자 지분율} \geq 0.3
 \end{aligned}$$

$$\text{Tobin' Q} = \alpha_i + \beta_1 \text{INS1} + \beta_2 \text{Inasset} + \beta_3 \text{Cashflow} + \beta_4 \text{Volatility} + \beta_5 \text{Industry} + \beta_6 \text{Chaebul} + \mu_i \quad (2)$$

$$\text{Tobin' Q} = \alpha_i + \beta_1 \text{INS2} + \beta_2 \text{Inasset} + \beta_3 \text{Cashflow} + \beta_4 \text{Volatility} + \beta_5 \text{Industry} + \beta_6 \text{Chaebul} + \mu_i \quad (3)$$

$$\text{Tobin' Q} = \alpha_i + \beta_1 \text{INS3} + \beta_2 \text{Inasset} + \beta_3 \text{Cashflow} + \beta_4 \text{Volatility} + \beta_5 \text{Industry} + \beta_6 \text{Chaebul} + \mu_i \quad (4)$$

Tobin' Q	(보통주 시장가치 + 우선주 시장가치 + 부채)/총자산
INS1	내부자 지분율(0~10%)
INS2	내부자 지분율(10~30%)
INS3	내부자 지분율(30% 이상)
Inasset	ln자산
Cashflow	현금흐름/총자산
Volatility	당기순이익변화율의 5년간 이동표준편차
Industry	산업더미
Chaebul	재벌더미

식(2), 식(3), 식(4)에서는 설명변수인 INS1, INS2, INS3 이외에도 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 기업규모, 유동성 그리고 변동성을 통제변수와 산업더미, 그리고 재벌더

미를 사용하였다. <표 6>은 식(2), 식(3), 식(4)의 회귀분석의 결과를 나타내고 있으며 괄호안은 t값을 나타낸다.

<표 6>을 살펴보면 내부자 지분율이 0~10%일 때는 기업가치와 통계적으로 유의한 수준에서 양의 관계를 맺는 것으로 나타났으며 내부자 지분율이 10~30%일 때는 반대로 기업가치와 음의 관계를 맺는 것으로 나타났다. 그리고 30% 이상 일 때는 기업가치와 음의 관계를 맺는 것으로 나타났지만 통계적으로 유의한 수준은 아니었다.

연구결과, 국내 기업들의 소유구조와 기업가치 사이에는 비선형적인 관계를 가지는 것으로 나타났다. 10%를 분기점으로 하여 지분율이 10% 이하일 때는 지분율에 따라 기업가치 상승이, 그리고 지분율이 10% 이상일 때는 기업가치가 하락하는 것으로 나타났다. 그리고 지분율이 30% 이상에서는 뚜렷하게 지분율과 기업가치사이가 직선적인 관계가 나타나지 않고 있다. 결론적으로, 국내 기업들의 소유구조와 기업가치사이에는 경

<표 6> 내부자지분율과 기업가치간의 Fama-MacBeth 횡단면 회귀분석(구간별)

변수	기업가치	기업가치	기업가치
INS1	1.897 (2.45)		
INS2		-0.511 (-4.55)	
INS3			-0.031 (-0.46)
기업규모	-0.010 (-0.95)	-0.014 (-1.44)	-0.009 (-0.91)
유동성	0.405 (2.13)	0.430 (2.26)	0.386 (2.06)
변동성	0.199 (2.26)	0.176 (2.18)	0.193 (2.12)
산업터미	Yes	Yes	Yes
채벌터미	Yes	Yes	Yes
표본의 수	4,223	4,223	4,223
Adj. R^2	0.194	0.184	0.189

영자의 지분율에 따라 기업가치사이가 상승하거나 하락한다는 절충가설을 지지하는 것으로 연구결과 나타났다.

IV. 요약 및 결론

본 연구는 국내 기업들을 대상으로 기업의 소유구조와 기업가치간의 관계가 어떠한 관계가 있는지를 살펴보았다. 기존의 수많은 선행연구 결과에 따르면 기업의 소유구조와 기업가치에 관한 연구에는 이해일치가설, 경영자안주가설, 절충가설 등과 같이 다양한 가설이 존재하였다. 본 연구에서는 이처럼 동일한 주제로 연구를 시행한 결과가 다양하게 나타난 것은 연구시점을 특정연도만을 선정하여 연구를 시행하였기 때문에 발생한 것으로 예상하였다.

본 연구는 이러한 점에 착안하여 표본선정기간을 1994년부터 2006년까지 총 14년간의 자료를 이용하여 국내 기업들의 소유구조와 기업가치 간의 연구를 시행하였다.

선정된 데이터를 가지고 내부자 지분율과 기업가치 사이의 선형유무를 살펴보기 위하여 내부자 지분율뿐만 아니라 내부자 지분율을 자승한 변수를 포함하여 회귀분석을 실시하였다. 회귀분석을 실시한 결과, 국내 기업들의 소유구조와 기업가치 사이에는 비선형적인 관계를 맺고 있는 것으로 나타났으며, 이러한 점에 착안하여 본 연구는 <표 3>의 자료를 이용하여 내부자 지분율과 기업가치 사이에서 변곡점이 발생하는 10%와 30%을 기준으로 구간을 나누어 Fama-MacBeth 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 회귀분석 결과, 국내 기업들은 내부자 지분율이 0~10%일 때는 기업가치사이가 통계적으로 유의한 수준에서 양의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 반면 10~30%일 때는 기업가치와 음의 관계를 맺고 있는 것으로 나타났으며, 30% 이상 일 때도 기업가치의 음의 관계를 맺는 것으로 나타났으나 유의한 수준은 아니었다.

위의 연구들을 종합해보면, 국내 기업들은 내부자 지분율이 10%에 달할 때까지는 경영자와 주주의 이해가 일치되어 기업의 가치가 증가하지만 10%를 초과할 경우에는 경영자의 사적소비와 권한이 강화되어 오히려 기업가치가 감소하는 것으로 연구결과 나타났다. 결론적으로, 국내기업들은 내부자 지분율에 따라 기업가치가 상승과 하락이 동시에 일어나는 절충가설을 지지하는 것으로 나타났다.

참고문헌

- 윤병섭 · 심준섭, 2004, “소유구조가 기업가치에 미치는 영향,” 재무 5개 학회 춘계 공동학술연구발표회논문집(한국재무관리학회 · 한국재무학회 · 한국증권학회 · 한국선물학회 · 한미재무학회), 1-29.
- Bilster, M.P., T.J. Moskowitz, and A. Vissing-Jorgensen 2005, “Testing Agency Theory with Entrepreneur Effort and Wealth”, *Journal of Finance*, 90(2), 539-576.
- Demsetz, H., 1983. “The structure of ownership and the theory of the firm”, *Journal of Law and Economics*, June, pp. 375-393.
- Fama, E. and Jensen, M., 1983. “Seperation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, June, pp. 301-326.
- Herman, E.S., 1981. *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge University Press, Cambridge
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling, 1976. “Theory of the Fimr: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* (October), pp. 305-360.
- McConnell, John and Henri Servaes, 1990. “Additional evidence on equity ownership and corporate value”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., 1988. “Management ownership and market valuation: An empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.
- Cho. Myeong-Hyeon., 1998. “Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis”, *Journal of Financial Economics* 47. pp. 103-121.
- Stulz, R., 1988. “Managerial control of voting rights, financing policies and the market for corporate control”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 25-54.
- Zajac, E.J. and Westphal, J.D., 1994. “The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large U.S. corporations: When is more not better?”, *Strategic Management Journal*, 15, pp. 121-142.

