

연구 08-07

기업의 소유·지배구조와 기업가치 간의 관계

-IMF 외환위기 이후의 한국의 경험-

조 동 근 · 변 민 식

기업의 소유·지배구조와 기업가치 간의 관계

1판1쇄 인쇄/ 2008년 4월 1일

1판1쇄 발행/ 2008년 4월 7일

발행처/ 한국경제연구원

발행인/ 김종석

편집인/ 김종석

등록번호/ 제318-1982-000003호

(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관

전화 3771-0001(대표), 3771-0057(직통) / 팩스 785-0270~1

<http://www.keri.org>

© 한국경제연구원, 2008

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.
(구입문의) 3771-0057

ISBN 978-89-8031-492-8-93320

5,000원

발간사

IMF 외환위기가 터지면서 재벌의 ‘IMF 외환위기 책임론’이 대두되었다. 1997년 들어 중견재벌들이 연쇄적으로 도산했고 그 여파로 금융권의 부실채권이 누적되었다. 우리 경제에 대한 신뢰가 붕괴되자 외국자본이 급속히 한국을 이탈해 IMF 외환위기가 도래한 것이다. 드러난 현상만을 보면 재벌의 IMF 책임론은 피할 수 없다. 그러나 현상과 본질은 구분되어야 한다. 중견재벌의 도산은 현상으로서 ‘결과’일 뿐이다. 한국경제의 제도, 관행, 의식 등 시스템의 총체적 부실과 취약이 본질로서 ‘원인’인 것이다. 따라서 재벌의 IMF 책임론은 결과적으로 경기(game)에서 패배한 책임을 선수(player)에게 전가한 셈이다. ‘정치적 수사’가 아닐 수 없다.

IMF 외환위기 이전에 재벌기업의 효율성은 상황적으로 낮을 수밖에 없었다. 저효율은 크게 두 가지 요인에서 비롯되었다. 하나는 ‘기업지배구조’의 불비(不備)이며, 다른 하나는 ‘시장규율’의 미(未)작동이었다. 이사회는 순혈주의, 형식적 사외이사제도 등으로 내부통제장치가 작동하지 않았다. 그리고 주식공개매수(mandatory tender offer), 기관투자자의 중립적 투표(shadow voting) 관행, 계열사 간 교차지분보유(interlocking ownership) 등 과도한 경영권 보호 장치로 재벌기업들은 퇴출위협에 노출되지 않았다. 뿐만 아니라 ‘정부의 보험자 역할’로 위험에 대한 합리적 경제 계산 능력을 갖추지 못했다. 비효율적인 투자가 이루어질 개연성이 높은 것이 사실이었다.

‘재벌은 비효율적일 것’이라는 사회적 인식은 일련의 실증분석

연구로써 튼튼한 과학적 외양을 갖추게 된다. 외환위기 ‘이전’과 ‘수습과정’을 분석기간으로 한 이들 연구는 거의 유사한 결론에 이르고 있다. “재벌의 경영성고가 낮은 것은 지배구조의 불비(不備)로 지배주주(총수)의 사적이익추구(tunneling)를 견제하지 못했기 때문”이라는 것이다. 결국 피해자는 소액주주를 포함한 일반투자자라는 것이다.

IMF 외환위기 이전에는 그럴 개연성이 높았다. 이들 논자들의 문제의식이 틀렸다고 볼 수는 없다. 그러나 지금은 상황이 변했다. IMF 외환위기를 계기로 지배주주에게 불리한 역차별 규제가 지적될 만큼 기업을 둘러싼 제도적 환경이 크게 달라졌다. 기업은 환경변화에 민감하게 대응하는 학습조직이고 시장은 진화한다. 따라서 IMF 외환위기 이전의 재벌에 대한 ‘부정적 그림’이 IMF 외환위기 이후에도 타당한가를 성찰할 필요가 있다. 과거의 시각과 잣대로 현재의 기업을 재단하지 말아야 한다는 것이 연구 동기의 일단(一端)을 이루고 있다.

기업의 소유·지배구조에 도덕적 잣대를 들이대서는 안 된다. 소유구조는 신생기업이 아닌 한 누가 설계할 수 있는 문제가 아니다. 지배구조는 ‘경영진 대 주주, 지배주주 대 소액주주’ 간의 문제로서 일반적인 틀인 ‘주인-대리인 관계’하에서 분석되어야 한다. ‘소유와 지배의 괴리문제’도 한국적 상황하에서의 우리만의 고유 현상으로 볼 이유는 없다. 이 같은 관점에서 “지배주주가 소유권 이상의 지배권을 행사하기 때문에 기업성고가 낮아질 수밖에 없다”는 가설이 IMF 외환위기 이후에도 성립될 수 있는지는 의문이다.

이 같은 인식하에 연구자들은 IMF 외환위기 이후(2001~2005년)의 기업데이터를 취합해 기업의 소유·지배구조 등이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 새로운 시각에서 규명하고자 하였다.

본 연구를 통해 IMF 외환위기 이전과 수습기간을 분석대상으로 한 가설과 대립되는 가설을 도출할 수 있었다. 본 연구가설에 의하면 지배주주 지분율과 기업가치(ROA) 간의 관계는 역(逆) U자 형태로 나타나고 있다. 처음에는 같은 방향으로 변하다가 반대방향으로 변한다는 것이다. 실증분석 결과 기업수익률을 극대화시켜주는 지배주주 지분율은 50% 안팎(49~51%)으로 밝혀졌다. 지배주주의 지분 평균값이 22.2%이기 때문에 대부분의 기업이 역 U자의 왼쪽 영역에 놓인 것으로 드러났다. 이처럼 지배주주의 지분과 기업의 성과가 같은 방향으로 변화하기 때문에 IMF 외환위기 이후에는 ‘이해일치가설’이 적용된다고 보아야 한다는 것이 연구자들의 주장이다. 이 같은 추론은 재벌의 ‘소유집중’이 문제를 일으키는 원인이라는 기존 연구가설과 대립되고 있다.

본 연구결과 IMF 외환위기 이후에는 “소유권 이상의 의결권 행사가 기업의 경영성과를 해친다”고 판단할 근거가 발견되지 않았다. 이 역시 IMF 외환위기 이전(1993~1997년)을 분석대상으로 한 기존의 연구가설과 대립되는 부분이다. 이는 외국인의 지분보유 등을 통해 시장규율이 나름대로 작동했기 때문이다. 또한 본 연구결과 ‘지배주주 영향력’은 기업성과에 긍정적으로, ‘사외이사 비율’은 기업성과에 부정적으로 영향을 미친 것으로 드러났다. 따라서 IMF 외환위기 이후 지배구조 개선 차원에서 행해져 온 “지배주주 견제와 사외이사 비율 확대정책”이 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미친 것으로 판단할 수 없다는 것이다. 이는 “경영은 속도가 중요하며 ‘민주적 경영’은 허구임”을 시사하는 대목이다.

본 연구는 연구자들 스스로 인정했듯이 보완되어야 할 점이 많다. 그럼에도 기존의 연구가설과 대립되는 가설을 도출했다는 점에서 나름대로의 의의를 가진 연구로 보인다. 연구자들은 두 차례에 걸친 원내 세미나 발표를 통해 원내 연구진의 조언을 보고서

에 담았음을 밝히고 있다. 이주선 선임연구위원, 이병기 연구위원, 최충규 연구위원, 김현중 연구위원, 신석훈 선임연구원에게 감사의 뜻을 전하고 있다. 그리고 본 연구의 질적 개선을 꾀하는 데 두 분의 익명의 심사자의 논평이 크게 도움이 되었음을 밝히고 있다. 아울러 연구자들은 데이터의 수집과 정리 등을 통해 연구에 도움을 준 명지대의 김현주, 이기욱, 이윤미, 이윤민 씨에게 감사의 뜻을 전하고 있다.

끝으로 본 보고서에 담긴 모든 내용은 연구자들의 견해이며, 본원의 공식견해가 아님을 밝혀둔다.

2008년 4월
한국경제연구원
원장 김종석

차 례

요 약 / 13

제1장 머리말 / 15

제2장 기존 연구 문헌조사 / 21

제3장 기업 소유·지배구조와 기업가치 간의 관계 / 29

I. 주주와 경영자 간의 대리인 비용 / 33

1. 이해일치가설 / 33
2. 경영자안주가설 / 34
3. 절충가설 / 35
4. 신호가설 / 35

II. 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용: 터널링 / 37

III. ‘주인-대리인’ 관계로 본 기업의 소유·지배구조 / 39

1. 완전정보하의 준거모형 / 39
2. 비대칭정보하의 모형 / 43
3. 내부통제모형: 감독비용지출 / 46
4. 유인정합적 보수계약모형 / 49
5. 유인보수계약의 시사점 / 52

제4장 연구모형의 설계 / 55

- I. 본 연구의 데이터 출처 / 57
- II. 변수의 정의 및 측정 / 59
 - 1. 소유구조변수 / 59
 - 2. 지배구조변수 / 63
 - 3. 성과 및 재무변수 / 64
 - 4. 연구개발 집약도 / 66
 - 5. 주요 변수 통계량 / 67

제5장 실증분석 결과 / 73

- I. ROA1 기본 회귀추정식 / 75
- II. ROA2 기본 회귀추정식 / 78
- III. ROA3 기본 회귀추정식 / 87
- IV. 연구개발 집약도와 기업성과 간의 관계 / 91
- V. 절충가설 검증: 본인 제공항의 도입 / 94
- VI. 소유지배피리도와 기업성과 간의 관계: 가공자본에 의한 지대추구행위 / 101

제6장 정책적 시사점 및 결론 / 105

참고문헌 / 110

부 록 / 114

영문초록 / 116

표 차례

- <참고 표 1> 부당내부거래를 통한 부의 이전 / 38
- <표 1> 삼성전자 최대주주 현황(2001년) / 59
- <표 2> 삼성SDI 최대주주 현황(2001년) / 60
- <표 3> 삼성전자 주주별 주식분포(2001년) / 61
- <표 4> 주요 변수명과 내용 / 65
- <표 5> 산업별 연구개발 집약도 / 67
- <표 6> 주요 변수 통계량-단순평균 / 71
- <표 7> 주요 변수 자산가중 평균통계량 / 72
- <표 8> 기본 회귀방정식-ROA1 / 76
- <참고 표 2> 재벌계열사와 독립기업의 수익률 차이 분석 / 80
- <참고 표 3> 기본 회귀방정식 ROA2: OLS와 panel regression의
비교 / 83
- <표 9> 기본 회귀방정식-ROA2 / 84
- <표 10> 기본 회귀방정식-ROA2: 재벌더미변수 / 85
- <표 11> 기본 회귀방정식-ROA2: 전체기업, 기업집단, 독립기업
및 소규모기업집단 / 86
- <표 12> 기본 회귀방정식-ROA3 / 88
- <표 13> outlier 기업 내역 / 89
- <표 14> 기본 회귀방정식-ROA3: outlier 제거 / 90
- <표 15> 연구개발 집약도와 기업성과 간의 관계: 광고선전비
포함 / 93
- <참고 표 4> 지배주주 지분과 총자산경상수익률의 관계 / 96

<참고 표 5> ROA2-25)식의 구간추정 / 97

<표 16> 절충가설 검증-owner square 도입: ROA1, ROA2 / 99

<표 17> 절충가설 검증-owner square 도입: ROA3, outlier 제거
/ 100

<표 18> 관계사 지분, 소유지배피리와 기업수익률 간의 관계:
ROA1, ROA2 / 103

<표 19> 관계사 지분, 소유지배피리와 기업수익률 간의 관계:
ROA3, outlier 제거 / 104

그림 차례

<그림 1> 비대칭정보하의 기업의 비용비효율성 / 44

<그림 2> 내부통제의 효율성과 내부비효율성의 관계 / 48

요 약

본 연구를 통해 IMF 이전(1993~1997년)과 수습기간(1996~2000년)을 각각 분석 대상으로 한 조성욱(2003)과 최정표 외(2003)의 연구결과와 대립되는 결과를 도출하였다.

최정표 외(2003)의 연구에 의하면 지배주주 지분율이 48~51%에 이를 때까지 지배주주 지분율과 기업가치(토빈 Q)는 역(逆)의 관계를 갖다가 그 이후부터 정(正)의 관계를 갖는 것으로 되어 있다. U자처럼 처음에는 감소하다가 최저점을 지난 후 다시 증가한다는 것이다. 분석기간 동안 대주주 지분율 평균이 28%이므로 이는 대부분의 기업이 대주주 지분율과 기업가치가 역의 방향으로 변하는 영역(즉 U자 형태의 왼쪽부분)에 위치한다는 것이다. 따라서 지배주주의 지분율이 커짐에 따라 사적이익추구 경향이 높아지는 '경영자안주가설'이 한국의 현실을 설명할 가능성이 높다는 것이다. 이 같은 경우 대주주 지분율을 낮추면 기업가치가 올라갈 수 있기 때문에 최정표 외(2003)는 대주주 지분율을 낮추는 것을 개혁과제로 제시하고 있다.

그러나 본 연구결과 지배주주 지분율과 기업가치(ROA) 간의 관계는 최정표 외(2003)와 달리 역(逆) U자 형태로 나타나고 있다. 처음에는 같은 방향으로 변하다가 반대방향으로 변하고 있다. 기업 수익률을 극대화시켜주는 지배주주 지분율은 50% 안팎(49~51%)으로 밝혀졌다. 지배주주의 5년간(2001~2005년) 지분 평균값이 22%이므로 대부분의 기업이 역 U자의 왼쪽 영역에 놓여 있다고 봐야 한다. 이처럼 지배주주의 지분율과 기업의 성과가 같은 방향

으로 변화하기 때문에 ‘이해일치가설’이 지지됨을 알 수 있다. 이 같은 가설은 ‘소유집중’이 문제(재벌의 비효율)를 일으키는 원인이라는 최정표 외(2003)의 연구가설과 대립되고 있다.

본 연구결과 ‘지배주주 영향력’은 기업성가에 긍정적으로, ‘사외이사 비율’은 기업성가에 부정적으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 IMF 외환위기 이후 지배구조 개선 차원에서 행해져 온 “지배주주 견제와 사외이사 비율 확대정책”은 기업의 성과에 부정적인 영향을 미친 것으로 판단할 수 있다. 이는 “경영은 속도가 중요하며, ‘민주적 경영’은 허구임”을 시사하는 대목이기도 하다. 또한 어떤 지표(계열사 지분, 소유지배과리도 등)를 이용하더라도 “소유권 이상의 의결권 행사가 기업의 경영성가를 해친다”고 판단할 근거가 발견되지 않았다. 이는 IMF 위기 이전(1993~1997년)을 분석대상으로 한 조성욱(2003)의 연구가설과 대립되는 부분이다. 따라서 IMF 외환위기 이후 지배주주의 사적이익추구행위(tunneling)를 예단해서는 안 된다. 그만큼 시장규율이 작동하고 있기 때문이다. ‘외국인 지분율’도 시장규율이 작동하는 데 일조(一助)하는 것으로 판단된다.

기업의 소유· 지배구조와 기업가치 간의 관계

제1장 머리말



본 연구는 “재벌의 IMF 외환위기 책임론은 타당한가”라는 질문에서 출발한다. 1997년 들어 중견재벌이 연쇄적으로 도산했고, 그 여파로 금융권의 부실채권이 누적되었다. 우리 경제에 대한 신뢰가 무너지자 외국자본이 급속히 한국을 이탈해 IMF 외환위기가 도래한 것이다. 드러난 현상만을 보면 재벌의 IMF 책임론은 피할 수 없다. 그러나 중견재벌의 도산은 현상으로서 ‘결과’일 뿐이다. 한국경제의 제도, 관행, 의식 등 시스템의 총체적 부실과 취약이 그 ‘원인’인 것이다. 따라서 재벌의 IMF 책임론은 결과적으로 경기(game)에서 패배한 책임을 선수(player)에게 전가한 셈이다.¹⁾ 선수에게 돌을 던지는 것은 무책임한 처사이다. 재벌의 IMF 위기 책임론은 ‘정치적 수사’가 아닐 수 없다.

IMF 외환위기가 터지면서 재벌의 비효율에 대한 여론의 질타가 쏟아졌다. IMF 외환위기 이전에 재벌기업의 효율성은 낮을 수밖에 없었다. 저효율은 크게 두 가지 요인에서 비롯되었다. 하나는 ‘기업지배구조’의 불비(不備)이며, 다른 하나는 ‘시장규율’의 미(未)작동이였다. 이사회주의 순혈주의, 형식적 사외이사제도 등으로 내부통제장치가 작동하지 않았다. 그리고 주식공개매수(mandatory tender offer), 기관투자가의 중립적 투표(shadow voting) 관행, 계열사 간 교차지분보유(interlocking ownership) 등 과도한 경영권 보호장치로 재벌기업들은 퇴출위협에 노출되지 않았다. 여기에 더해 재벌은 ‘정부의 보험자 역할’로 위험에 대한 합리적 경제 계산 능력을 갖추지 못했다. 비효율적인 투자가 이루어질 개연성이 높은 것이 사실이었다. 이 같은 상황에서 재벌기업의 효율이 높을 수 없었다.

1) 현상과 본질을 구분할 필요가 있다. 예컨대 사람이 죽으면 모두 심장이 멎는다. 하지만 ‘심장 멎음’은 사인(死因)이 아니고 결과일 뿐이다. 뇌경색으로 사망한 사람도 결국 심장이 멎기 때문이다. 중견재벌의 도산은 현상으로서 ‘결과’일 뿐이다. IMF 외환위기의 ‘본질’은 한국경제 시스템의 총체적 부실이었다.

‘재벌의 IMF 외환위기 책임론’은 ‘반(反)기업’ 정서를 ‘반(反)기업인’ 정서로 비화시켰다.²⁾ 반(反)기업인 정서는 CMS³⁾의 가설에 의해 논리적으로 뒷받침되었다. “쥐꼬리만한 소수지분으로 경영 전권을 휘두르는 것”이 문제의 본질이라는 것이다. 재벌의 IMF 외환위기 책임론하에서 대기업의 지배주주는 소수지분으로 전횡을 일삼는 ‘악(惡)의 화신’으로 그려졌다. 그리고 지배주주의 ‘사익추구행위(tunneling)’는 마치 보편적 현상인 것처럼 묘사되었다.

‘재벌은 비효율적일 것’이라는 사회적 인식은 일련의 실증분석 연구로써 과학적 외양을 갖추게 된다. 조성욱(2003)과 최정표, 함시창, 김희탁(2003)의 실증분석이 대표적 연구라 할 수 있다. 조성욱은 IMF 외환위기 이전(1993~1997년)을, 최정표 외는 IMF 위기 수습과정(1996~2000년)을 분석기간으로⁴⁾ 재벌의 비효율을 실증적으로 적시(揭示)하였다. 이들 연구는 거의 같은 결론에 이르고 있다. 재벌의 경영성과가 낮은 것은 지배구조의 불비(不備)로 지배주주(경영진)의 사적이익추구행위(tunneling)를 견제하지 못했기 때문이라는 것이다. 결국 피해자는 소액주주를 포함한 일반투자자라는 것이다. 이는 물론 암묵적 주장이다.

IMF 외환위기 이전에는 그럴 개연성이 높았다. 그리고 이들 논자들의 문제의식은 틀리지 않았다. 하지만 지금은 상황이 바뀌었다. IMF 외환위기를 계기로 기업을 둘러싼 제도적 환경이 크게

2) 일반 국민들은 누가 경영을 하더라도 지금의 총수만큼 또는 그 이상의 성과를 낼 수 있을 것이라고 믿게 되었다. 이러한 믿음에 민주적 경영의 조건이 더해졌다. “민주적으로 경영하면 누가 하더라도 총수보다 낫다”는 것이다. 민주적 경영은 이렇게 일반인의 가슴속에 자리 잡게 되었다.

3) ‘소수지분의 지배주주(controlling minority structure)’를 의미한다. Bebchuck, Kraakman and Triantis(1999) 참조.

4) 최정표 외(2003)의 분석기간인 1996~2000년을 IMF 수습기간으로 보기에는 다소 무리가 따른다. 하지만 본 연구에서는 1998~2000년에 중점을 두어 그렇게 명명했다.

달라졌다. 지배주주의 경영권을 보호하는 각종 장치는 1998년을 기점으로 사라졌다. 지금은 오히려 지배주주에게 불리한 역차별 규제가 문제로 지적되고 있다. 기업은 제도 및 환경변화에 민감하게 대응하는 학습조직이다. 이 같은 관점에서 “지배주주가 소유권 이상의 지배권을 행사하기 때문에 기업성과가 낮아질 수밖에 없다”는 가설이 IMF 외환위기 이후에도 성립될 수 있는지는 의문이다. 시장규율이 작동되는 상황에서 기업의 성과를 낮출 만큼 지배주주의 터널링(tunneling)이 빈발(頻發)할 것으로 보이지는 않는다. “과거의 시각에서 과거의 잣대로 현재의 대기업을 보아서 안 된다”는 것이 본 연구의 기본입장이다. 과거의 시각은 과거에 국한되어야 한다.

기업의 소유·지배구조에 도덕적 잣대를 들이대서는 안 된다. 소유구조는 신생기업이 아닌 한 누가 설계할 수 있는 문제가 아니다. 지배구조는 ‘경영진 대 주주, 지배주주 대 소액주주’ 간의 문제로서 일반적인 틀인 ‘주인-대리인 관계’하에서 분석되어야 한다. 그리고 소유와 지배의 괴리(disparity of ownership and control rights) 문제도 한국적 상황하에서의 우리만의 고유 현상으로 볼 이유는 없다. 그리고 IMF 외환위기 이전과 이후의 기업을 둘러싼 제도적 환경이 크게 변화했기 때문에 소유·지배구조와 기업성과 간의 관계도 달라졌을 것으로 예측된다. 이 같은 관점에서 IMF 외환위기 이후에도 지배주주의 ‘소유집중’이 여전히 기업의 경영 성과를 낮추는 원인인지를 판별하는 것은 의미 있는 일이다.

본 연구는 기업성과를 결정하는 변수로 소유·지배구조변수 이외의 ‘실물변수’에도 주목한다. 주가(株價)를 매개로 한 ‘토빈 Q’로 표시되든 아니면 기업의 시장수익률로 표시되든 기업의 경쟁력은 ‘실물적인 측면’에서의 경쟁력을 반영하기 때문에 소유·지배구조와 관련된 ‘질적 변수’만으로 기업의 경쟁력을 제대로 설명할 수

없다고 판단되기 때문이다. 기업의 성과를 제대로 설명하기 위해서는 실물적인 측면에서 경쟁력을 나타내는 변수를 모색할 필요가 있다. 본 연구는 기업의 성과를 결정하는 독립변수로 ‘기업의 R&D 지출 집약도’에 주목한다.

본 연구가 R&D 지출에 주목하는 또 다른 이유는 R&D 지출이 기업의 소유·지배구조에 의해 영향을 받을 것으로 판단하기 때문이다.⁵⁾ R&D 지출은 위험자산에의 투자와 같은 속성을 가지므로 의사결정의 시계(視界, time horizon)가 대단히 중요하다. 단기성과 위주의 전문경영 체제하에서 R&D 지출이 활발할 것으로 보이지 않는다. 한편 기업의 R&D 지출이 무형자산의 축적을 통해 기업성과에 영향을 미친다면 기업의 경영성과는 R&D 지출의 ‘잠재능력’을 결정한다고 볼 수 있다. 기업이 이익을 내야 R&D 지출에 대한 여력을 가질 수 있기 때문이다. 따라서 R&D 지출과 기업성과 간에는 일정한 시차를 두고 ‘동태적 관계’를 형성한다고 볼 수 있다.

본 연구의 목적은 이 같은 인식하에 IMF 외환위기 이후의 기업데이터를 취합해 기업의 소유·지배구조와 R&D 지출이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 새롭게 규명하는 것이다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. 문제제기에 이어 제2장에서는 본 연구와 관련된 선행연구를 기술하고, 제3장에서는 기업지배구조와 기업가치 간의 관계를 ‘주인-대리인모형’을 통해 논의한다. 제4장에서는 본 연구모형을 설명하고, 제5장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 제6장에서는 본 연구의 정책적 시사점과 결론을 적기(摘記)한다.

5) “기업성과 = f(소유 및 지배구조, 재무변수, R&D 집약도, 기타변수)” “R&D 집약도 = g(소유 및 지배구조, 재무변수, 기업성과, 기타변수)”와 같은 연립방정식 체계를 생각해 볼 수 있다.

기업의 소유· 지배구조와 기업가치 간의 관계

제2장 기존 연구 문헌조사



제2장에서는 ① IMF 외환위기 이전 또는 위기수습 과정의 기업데이터를 이용해 기업의 소유·지배구조가 기업성파에 미치는 영향을 분석한 기존 연구결과와 ② 경영자 지분의 차이가 기업의 R&D 지출에 미치는 영향을 분석한 기존 연구결과를 요약한다. 그리고 이들 연구와 본 연구의 차이점을 적기(摘記)한다.

본 연구는 기업의 소유·지배구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 대표적인 기존 연구로 조성욱(2003)과 최정표 외(2003)의 연구에 주목하고 있다.⁶⁾ 그리고 경영자 지분의 차이가 기업의 R&D 지출에 미치는 영향을 분석한 대표적인 기존 연구로 윤충한(2003)과 이동기·조영곤(1999)의 연구결과를 요약한다.

조성욱(2003)은 1993년부터 1997년까지 회계감사 후 재무제표를 증권감독위원회에 제출하는 5,829개 기업(공기업 및 금융기업 제외한 외감기업)을 대상으로 기업의 지배구조와 성과 간의 관계를 분석하였다. 조성욱(2003)은 기업성파를 기업수익률(ROA, ROE)로 포착하였다. 비상장기업을 망라한 광범위한 데이터이기 때문에 ‘토빈 Q’를 사용할 수 없었기 때문인 것으로 판단된다.

“소유와 지배의 괴리로 지배주주가 사적이익추구(tunneling)의 유인을 갖게 되어 기업의 성과가 낮아졌다”는 것이 조성욱의 주장이다. 이는 소유권 이상의 의결권을 행사한 지배주주가 기업의 자원을 사용(私用)하였다는 것을 의미한다. 이 같은 실증분석은 Lemmons and Lins(2002)의 분석과도 궤를 같이하는 것이다. 조

6) 이들 이외에도 많은 연구를 인용할 수 있지만 두 논문에 주목하는 이유는 본 연구의 동기를 제공했기 때문이다. 이들 연구는 공히 다음과 같은 결론에 도달하고 있다. ① 소유와 지배의 괴리로 지배주주는 사익추구행위(tunneling)의 유인을 갖게 되어 궁극적으로 기업의 성과가 저하된다. ② 소유권 이상의 의결권을 행사한 지배주주는 결국 기업의 자원을 사용(私用)한 것이다. ③ 경영자의 위치가 공고할수록 터널링(tunneling)의 정도가 커져 기업의 성과는 더욱 낮아지게 된다. ④ 재벌기업의 수익성이 독립기업보다 낮다는 것이다. 이들 연구는 실증분석을 토대로 재벌경영의 비효율을 적시(摘示)하고 있다.

성욱의 연구에서 소유권 이상의 지배권을 행사할 수 있게끔 해 주는 연결고리는 ‘계열사 지분’이다.

조성욱(2003)의 연구는 경영자의 위치가 공고할수록 사익추구행위의 정도가 커져 기업의 성과를 낮춘다는 ‘경영안주가설’을 지지하고 있다. 조성욱(2003)은 “재벌기업의 경영성과가 독립기업보다 낮다”고 주장하고 있다. 그 근거로 사익추구행위와 ‘내부자본시장’의 비효율을 적시(揭示)하고 있다. IMF 외환위기 이전에 이미 재벌식 경영의 이점(利點)이 사라지고 부작용과 단점이 장점을 압도하고 있다는 것이다. 이는 그룹내부시장(intra-group transactions)을 통해 거래비용을 줄일 수 있는 계열조직이 신흥시장에서는 더 효율적일 수 있다는 ‘팔레프가설’을 기각한 것이다.

최정표 외(2003)는 1996년부터 2000년까지 한국증권거래소에 상장된 508개 기업(제조업)을 대상으로 기업 소유구조가 기업가치와 투자 및 부채에 미치는 영향을 분석하였다. 최정표 외(2003)는 기업가치를 ‘토빈 Q’로 나타냈다. 분석대상이 상장기업이기도 하지만 ‘한국할인(Korea discount)’을 정량화하기 위해 ‘토빈 Q’를 기업 성과 지표로 사용한 것으로 판단된다.

“지배주주 지분율이 48~51%에 이를 때까지 지배주주 지분율과 기업가치(토빈 Q)는 부(負)의 관계를 갖다가 그 이후부터(48~51% 이상의 지배주주 지분율) 정(正)의 관계를 갖는다”는 것이 최정표 외(2003)의 주장이다. 지배주주의 지분율과 기업가치의 관계는 U자(宇)처럼 처음에는 감소하다가 최저점을 지난 후 증가한다는 것이다. 최정표 외는 지배주주의 지분이 상승함에 따라 사적이익을 추구하는 경향이 늘어나고 대리인 비용이 증가하는 ‘경영자안주가설’이 한국의 현실을 적절히 설명하고 있다고 주장하고 있다. 분석기간(1996~2000년) 동안의 대주주 지분율 평균값은 28%로 이는 U자(宇) 형태의 왼쪽부분, 즉 대주주 지분율과 기업가치가 부

(負)의 방향으로 변하는 영역에 위치하고 있다는 것이다.

최정표 외(2003)는 한국주식의 저평가를 의미하는 ‘한국할인(Korea discount)’의 기저에 지배주주의 ‘소유집중’이 자리 잡고 있다고 진단하고 있다. 최정표 외(2003)는 지배주주의 지분을 낮추었을 때(예컨대 5%) 주가(株價)가 얼마만큼 상승할 것인가까지 시산(試算)하고 있다. 정책적 시사점은 “대주주 지분율을 낮추어야 기업가치가 올라갈 수 있다”는 것이다. 최정표 외(2003)는 대주주 지분율을 낮추는 것을 개혁과제로 제시하고 있다.

경영자 지분과 기업의 R&D 지출 간의 관계를 분석한 기존 연구로 윤충한(2003)과 이동기·조영곤(1999)의 연구결과를 요약하고자 한다. 윤충한(2003)은 1995년 말 현재 표준산업분류 코드 2900~3500까지의 상장기업 139개를 대상으로 경영자 지분과 R&D 지출 간의 관계를 실증분석하였다. “경영자 지분과 R&D 집중도 간에 U자형의 관계가 성립된다”는 것이 윤충한의 주장이다. 즉 경영자는 자신의 지분비중이 낮은 상태에서는 소유지분비중이 커짐에 따라 R&D 집중도를 낮추는 반면, 지분비중이 높은 상태에서는 소유지분비중이 커짐에 따라 R&D 집중도를 높이려는 경향이 있다는 것이다. U자형의 오른쪽 구간에서는, 즉 경영자의 지분이 높은 구간에서는 경영자와 주주의 이해관계가 일치하게 되어 기업의 성과를 중시하게 됨으로써 R&D 집약도를 높인다는 것이다.

이동기·조영곤(1999)은 미국의 기업자료를 이용해 경영자 지분과 R&D 투자지출 간의 관계를 분석했다. 연구개발투자는 산업별로 기술적 투자기회가 다르기 때문에 특정 연도의 기업데이터를 추출하지 않고, 매출액 대비 연구개발비가 5% 이상이고 연구개발 투자액 보고율이 80% 이상인 376개 기업을 대상으로 경영자 지분과 R&D 집약도를 분석하였다. “경영자 지분과 연구개발 집약

도 간에는 증가 후 감소하는 역(逆) U자 형태의 관계를 갖는다”는 것이 이동기 외(1999)의 주장이다. 따라서 경영자 지분이 작을 때에는 주주와 경영자 간의 이해수렴에 의한 ‘이해일치가설’을, 경영자 지분이 높은 경우에는 경영자와 주주 간의 이해상충을 야기하는 ‘경영자안주가설’을 지지한다는 것이다. 경영자 지분이 R&D 지출에 미치는 영향은 경영자가 갖게 되는 유인과 동기의 차이에 따라 달라지기 때문에 경영자 지분에 따라 이해일치가설과 경영안주가설 간의 대립이 완화될 수 있다는 것이다.

본 연구는 다음과 같은 점에서 기존 연구와 차별화된다. 조성욱(2003), 최정표 외(2003) 연구와의 가장 큰 차이는 분석기간이 다르다는 것이다. 너무나 당연한 이야기지만 그 자체로서도 큰 의미를 갖는다. 기업은 제도적 환경에 최적 적응하는 유기체이다. 따라서 환경이 바뀌면 행태도 바뀌게 되어 있다. IMF 외환위기 이후의 기업 소유·지배구조와 기업성과 간의 관계에 대한 연구가 결여되어 있기 때문에 “과거의 시각과 잣대로 현재를 재단하려는 좌파적 시각의 기업관(企業觀)”이 횡행했던 것이다.⁷⁾

이들 연구들은 기업의 성과를⁸⁾ 기본적으로 소유·지배구조변수로 설명하고자 했다. 따라서 기업의 성과가 좋지 않은 경우 소유·지배구조가 귀책사유로 대두된다. 하지만 어떤 경우에도 소유·지배구조 개선이 기업성과 제고의 ‘충분조건’이 될 수는 없다.⁹⁾¹⁰⁾ 따라서 기업의 성과를 결정하는 ‘실물변수’를 회귀추정식

7) 기존 연구결과로 선택된 연구자들을 ‘좌파 경제학자’로 여길 이유는 전혀 없다. 필자가 반대하고자 하는 것은 이들 연구결과를 금과옥조(金科玉條)로 무분별하게 인용해 현재를 재단하려는 ‘좌파적 기업관’인 것이다.

8) ROA 등 수익률로 표시하던 또는 ‘토빈 Q’로 표시하던 상관은 없다.

9) Demsetz(1983)와 Demsetz & Lehn(1985)은 기업의 소유구조를 내생변수로 보고 있다. 따라서 소유구조는 기업성과를 설명하는 독립변수가 될 수 없다는 주장을 펴고 있다.

10) 충분조건이라면 기업이 할 일은 아무것도 없다. 감독당국이 지시하는 대로 모범

에 반영할 필요가 있다. 본 연구는 실물변수로 R&D 집약도에 주목하고 있으며 또한 소유·지배구조가 R&D 지출에 미치는 영향에도 관심을 갖는다.

본 연구는 윤충한(2003), 이동기 외(1999)의 연구와도 차별된다.¹¹⁾ 경영자 지분이 R&D 지출에 미치는 영향을 규명하는 것만으로는 부족하다. R&D 지출은 궁극적으로 기업의 성과를 높이기 위한 의사결정이기 때문에 소유지배구조가 R&D 집약도에 미치는 영향분석을 통해 기업성과에 대한 효과를 포괄적으로 추적할 필요가 있다. 즉 기업의 소유·지배구조, R&D 지출, 기업성과 간의 관계를 동시에 고려할 필요가 있다. 이 같은 연구 필요에 부응해 본 연구는 경영자 지분(소유·지배구조)이 R&D 지출을 통해 기업성과에 미치는 간접효과까지 추적하고자 하기 때문에 더욱 일반적인 접근이라 할 수 있다.

지배구조를 받아들이면 된다.

- 11) 윤충한(2003)의 연구는 1년간의 데이터를 이용한 횡단면 분석이기 때문에 연구결과의 해석상 제약이 따른다. 또한 1년치 자료도 IMF 외환위기 이전인 1995년이기 때문에 IMF 외환위기 이후의 사정을 제대로 반영한다고 보기 어렵다. 이동기 외(1999)의 연구는 미국 데이터에 의한 실증분석이기 때문에 그 자체로서 의미가 제약되고 있다.

기업의 소유· 지배구조와 기업가치 간의 관계

제3장 기업 소유 · 지배구조와 기업가치 간의 관계



기업의 지배구조는 성과배분에 관한 의사결정권을 누가 행사하는가 하는 ‘잔여통제권’의 소재와 그 위임구조를 의미한다.¹²⁾ 따라서 지배구조는 소유와 경영의 분리에 따른 대리인 문제를 완화하고 경영자로 하여금 기업가치 제고에 매진하도록 하는 경영자 규율장치라 할 수 있다. 지배구조는 경영효율성과 불가분의 관계에 놓이게 된다.

기업의 소유·지배구조는 ‘주인(principal)-대리인(agent)’ 문제로 환원된다. 만약 특정 주주가 기업을 100% 소유하고 동시에 직접 경영에 나선다면 주인-대리인 문제는 원천적으로 발생하지 않을 것이다. 소규모 자영기업이 이에 해당한다. 그러나 다수의 출자자가 주주를 구성하는 대기업의 경우는 다르다. 주주는 잔여청구권자(residual claimant)로 기업의 주인이지만 실제로는 이질적인 출자자 집단이므로 주주가 직접 경영 일선에 나설 수 없다. 결국 지배주주 또는 전문경영인이 경영을 맡을 수밖에 없기 때문에, 그 어느 경우에도 정보의 비대칭성과 위임에 따른 이익 충돌의 문제를 피할 수 없게 된다. 따라서 주인으로서의 주주와 대리인으로서의 경영자 사이에 주인-대리인 문제가 발생하게 된다. 또한 상장대기업의 경우에는 지배주주라 하더라도 지분율이 높을 수 없기 때문에 ‘지배주주’와 소수지분을 가진 흩어진 다수로서의 소액주주 간에 이해의 불일치 문제가 발생한다. 지배주주가 소유권 이상의 지배권을 행사하는 경우 자신의 이익을 위해 소액주주의 이익을 침해할 수 있다. 이처럼 지배주주와 소액주주 간에도 대리인 비용

12) ‘잔여통제권(residual right of control)’은 자산의 운영과 관련하여 계약이나 법에 의해 그 사용권한이 다른 사람에게 위임되거나 국한된 경우를 제외한 일반적인 지배권한을 의미한다. 따라서 잔여통제권은 자산관리자가 행사할 수 있는 일종의 재량권을 의미한다. 잔여통제권(Grossman and Hart, 1986)은 잔여소득청구권과 함께 기업 내 물질 자산에 대한 소유권을 정의하는 데 있어 매우 유용한 개념이라 할 수 있다.

이 발생하게 된다.

제3장에서는 대리인 비용을 ‘주주 대 경영자’ 및 ‘지배주주 대 소액주주’로 구분해 기존 가설을 적기(摘記)한다. 그리고 기업의 소유·지배구조를 더욱 일반화된 ‘주인(principal)-대리인(agent)’의 틀로 재구성해 대리인의 태만을 방지할 수 있는 유인설계(design of incentive scheme) 문제를 논의한다.

I. 주주와 경영자 간의 대리인 비용

경영자 지분과 기업가치 간의 관계에 대한 Berle & Means (1932) 이후 현재까지 이루어진 연구들은 대체로 “이해일치가설, 경영자안주가설, 절충가설, 신호가설”로 구분된다. 이들 가설은 상당부분 정형화되어 있으므로 자세한 논의는 생략하고 핵심 사항만을 적기(摘記)한다.

1. 이해일치가설(Convergence of Interest Conflicts Hypothesis)

‘대리인 이론’에 기초한 Jensen and Meckling(1976)의 가설이다. 소유와 경영이 분리된 상황에서 주주와 경영진은 이해가 일치한다는 보장이 없다. 이 같은 상황에서 정보의 비대칭성은 주주로 하여금 경영자를 적절히 감시하지 못하게 한다. 경영자는 기업자산을 주주의 이익보다는 경영자의 사적이익을 추구하는 데 사용할 수 있다. 주인-대리인의 이해를 일치시키는 방법이 바로 경영자로 하여금 지분을 갖게 하는 것이다. 경영자의 지분이 높을수록 기업가치가 하락할 때 자신들도 피해를 받게 되므로 기업가치 극대화를 위해 노력하게 된다.¹³⁾ 경영자의 지분이 증가할수록 일반 주주와 갈등이 감소해 기업가치가 증가한다. 즉 경영자 지분과 기업가치 간에는 정(正)의 관계가 성립한다.

13) Ang, Cole, and Lins(2000)는 1,700개 이상의 미국 중소기업을 대상으로 1992년 자료를 가지고 소유구조와 대리인 비용의 관계에 대해 연구한 결과 경영자가 주주일 때, 가족이 50% 이상의 지분을 소유하고 있을 때, 그리고 최대주주의 지분이 높을수록 대리인 비용이 감소하는 것으로 보고했다. 또한 Anderson and Reeb(2002, 2003)는 S&P 500대 기업 중 약 3분의 1의 기업 경영에 창업자 가족이 관여하고 있으며, 창업자 가족이 관여하고 있지 않은 기업과 비교해 경영성과가 더 높게 나타났다고 보고하고 있다. 창업자 가족이 지분을 갖고 경영에 관여하는 경우 대리인 비용이 낮아질 수 있다는 것이다.

2. 경영자안주가설(Management Entrenchment Hypothesis)

경영자 지분은 경영자 재량권의 주요한 원천이며 경영자의 지분이 증가할수록 경영자는 주주의 가치를 증대시키기보다는 자신의 사적 이익을 추구함으로써 기업가치가 감소될 수 있다는 것이다. 바꿔 말하면 과도한 경영재량권은 주주의 이익에 반하는 의사결정을 가능하게 해 기업의 가치를 감소시킬 수 있다는 것이다. 기업성과가 부진하더라도 제3자에 의한 인수제안을 거절하거나 ‘반(反)인수정관 개정(anti-takeover amendment)’을 통해 경영권을 방어하게 된다는 것이다. 따라서 기업이 도산하지 않는 한 과도한 경영자 지분이 경영자로 하여금 안주(entrenchment)하게 한다는 것이다. 따라서 경영자 지분과 기업가치 간에는 부(負)의 관계가 성립한다는 것이다.¹⁴⁾

하지만 경영자안주가설과 이해일치가설을 전혀 다른 가설로 볼 필요는 없다. 지분이 갖는 소유권과 지배권 어디에 중점을 두느냐에 따라 경영자안주가설과 이해일치가설로 나뉘기 때문이다. 경영자안주가설은 경영자의 지배권과 관련된 경영자의 사적이익추구에 주안점을 둔 반면 이해일치가설은 경영자의 소유권과 관련된 지분가치에 초점을 둔 것으로 볼 수 있다. 이들 가설들은 절충가설로 포괄되기도 한다.

14) 달걀을 한 바구니에 넣으면 위험회피적이게 된다. 경영자의 지분율이 상당한 정도로 높은 경우 ‘부(富)의 집중’으로 인해 고(高)위험투자에 대한 경영자의 위험회피 유인이 오히려 증가하게 된다. 이는 불완전하게 분산된 부(富)로 인해 투자대안평가에 적용되는 위험 premium이 부(富)를 충분히 분산시킨 외부소액주주 또는 자본시장에 비해 높기 때문에 고(高)위험 투자를 회피하게 된다. 이로써 고위험/고수익 투자의사결정에서 과소(寡少)투자의 문제가 발생할 수 있다. 이러한 과소투자 문제는 공개정도가 낮은 기업(소유 집중이 높은)에서 흔히 관찰될 수 있다. 경영안주가설은 ‘참호가설’로도 불린다.

3. 절충가설

절충가설은 이해일치가설과 경영자안주가설을 포괄하는 가설로, 경영자 지분율과 기업가치는 단순한 선형관계가 아니라 지분율 수준에 따라 정(正)과 부(負)의 관계가 공존할 수 있다는 것이다. 구체적으로 Morck, Shleifer & Vishny(1988)의 연구에 의하면 경영진의 지분율이 5%가 될 때까지는 '토빈 Q'가 증가하다가 지분율이 그보다 높으면 토빈 Q가 감소하고 지분율이 25%를 넘어서면 토빈 Q가 다시 증가하는 것으로 나타나 있다. McConnell and Servaes(1990)는 경영진의 지분이 40~50%가 될 때까지는 기업가치가 상승하다가 이후에 하락하여 기업가치와 경영진의 지분은 위로 볼록한 역(逆) U자의 형태를 가진다고 하였고, Stulz(1988)는 경영자 지분이 50%에 도달하면 기업인수가 성공할 가능성이 영(零)에 가깝게 되어 기업가치가 최저치에 도달한다고 주장했다.¹⁵⁾

4. 신호가설(Signaling hypothesis)

Leland and Pyle(1977)에 의해 제시된 신호가설은 경영진의 지분과 기업가치 간의 관계를 반대 방향으로 해석한다.¹⁶⁾ 오히려

-
- 15) 절충가설이 시사하는 바는 경영자 지분이 기업의사결정에 미치는 영향은 경영자 지분 수준에 따라 경영자가 가지는 유인과 동기가 어떻게 변화하는가에 따라 설명되고 예측되어야 한다는 것이다. 그러나 절충가설은 '구간추정'을 위한 임계치를 정하는 것이 쉽지 않고 또한 임계치 값에 따라 추정결과가 안정적이지 못한 문제점을 안고 있다
 - 16) 신호가설 이외에도 기업의 소유구조와 기업의 성과와는 아무런 관련이 없다는 '무관련가설(the selection of optimal ownership structure)'을 들 수 있다. 무관련가설은 Demsetz(1983)과 Demsetz and Lehn(1985)에 의해 주창되었다. 동(同)가설에 의하면 기업의 소유구조가 상이한 이유는 기업들이 주어진 조건에서 최적의 소유구조를 추구했기 때문이라는 것이다. 즉 경영자는 기업의 성과에 따라

기업성과가 경영자 지분을 결정한다는 것이다. 내부주주(주식을 소유한 경영자)와 외부주주(경영에 참여하지 않는 주주) 간에는 기업에 대해 정보비대칭성이 존재하며, 내부주주가 기업의 미래성과에 대해 더욱 높은 예측능력을 가진다는 것이다. 미래의 전망이 밝으면 내부주주는 자신의 지분을 높일 것이고, 반대의 경우에는 자신의 지분을 낮출 것으로 예측된다. 따라서 내부주주가 자기지분을 높이고 낮추는 것을 보고 시장은 그 기업의 미래 수익에 대한 신호로 받아들인다는 것이다. 신호가설은 이론적으로는 이해일치가설과 다르지만 실증적으로는 같은 외양을 갖추고 있다. 이해일치가설과 같이 내부주주의 소유지분과 기업의 성과는 정(正)의 관계에 놓이게 된다.

자신의 지분을 최적으로 바꾸기 때문에 경영자의 지분은 독립변수가 아닌 '내생 변수'로 봐야 한다는 것이다. 따라서 실증분석을 할 때는 기업성과와 경영자 지분 사이의 관계를 직접 추론해서는 안 되며, 지분을 결정하는 모델과 기업성과를 결정하는 모델을 연립방정식 체계로 분석해야 한다는 것이다. Demsetz and Lehn(1985)은 Fortune 기업 223개를 대상으로 1970~1980년의 자료를 가지고 2단계 최소자승법(2 stage least square)으로 경영진의 지분과 5대 주주의 지분이 토빈 Q에 미치는 영향을 조사한 결과, 지분과 기업가치 간의 유의적인 관계가 관찰되지 않음을 보고하였다.

II. 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용: 터널링

대리인 비용은 지배주주와 소액주주 간에도 발생하게 된다. 이 같은 대리인 비용의 원천은 지배주주가 현금흐름권(cash flow rights)으로 대변되는 소유권(ownership right) 이상의 지배권(control right)을 행사하기 때문이라는 것이다. 터널링(tunneling)은 지배주주의 사적(私的) 이익 추구행위를 은유한 개념으로 소액주주와 채권자의 부(富)가 여러 경로를 통해 지배주주에게로 이전된다는 것이다.¹⁷⁾ 기업집단은 지배주주가 적은 '현금흐름권'으로 여러 계열사를 직간접적으로 지배할 수 있는 조직형태이기 때문에 지배주주가 자기지분이 적은 계열사에서 자기지분이 많은 계열사로 부(富)를 이전시키는 터널링의 가능성은 상존한다 하겠다.¹⁸⁾

IMF 외환위기 이전(1993~1997년)의 한국기업을 대상으로 한 Joh(2003)의 연구결과에 의하면 재벌에 속한 기업이 유의적으로 낮은 자산수익률(ROA)을 기록하였으며 재벌 여부에 상관없이 지배권에서 소유권을 차감한 괴리도가 ROA에 유의적으로 부(負)의 영향을 미치는 것으로 나타나 있다.¹⁹⁾

17) Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 2000.

18) La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer(1999)에 의하면 동아시아 시장은 소액주주의 권익을 보호하는 법적 체계가 취약하고 외부 감시체계가 제대로 작동하지 않으며 동시에 기업집단 내 피라미드식 출자와 상호출자 등을 통해 경영자의 소유권과 지배권의 괴리가 미국에 비해 현저히 높음을 지적하였다. Lins(2003)는 18개 이머징 마켓의 1995년도 자료를 대상으로 경영진의 지배권과 소유권 간의 괴리도가 기업성과에 미친 영향을 분석한바 경영진의 의결권승수가 높을수록 '토빈 Q'에 부정적 영향을 주고 있음을 보고했다.

19) 재벌 여부에 관계없이 소유지배괴리도가 경영성과(ROA)에 부의 효과를 미친다고 주장은 쉽게 납득이 가지 않는다. 재벌이 아닌 경우 어떤 경로를 통해 소유권과 지배권이 괴리되는지를 구체적으로 설명하고 있지 않기 때문이다. 행간(行間)을 짚어보면, 기관투자자의 '중립적 의결권행사(shadow voting)'가 독립기업의 소유-지배괴리도로 추론된다.

터널링에 대한 직관적 이해를 위해 <참고 표 1>을 보자. A, B 두 기업 모두 기업집단의 계열사로 총수의 기업 A의 지분율은 10%, 기업 B의 지분율은 80%라고 가정하자. 만약 기업 A가 시가 100억 원짜리 부동산을 40억 원에 기업 B에 넘겼다면, 60억 원을 기업 A가 기업 B에 무상으로 증여한 것이나 마찬가지이다. 기업 A의 입장에서 볼 때 무상증여 60억 원 중 총수의 지분은 10%뿐이므로 총수의 자산손실은 6억 원에 지나지 않으나 소액주주의 자산손실은 60억 원의 90%인 54억 원이다. 한편 이전받은 기업 B의 입장에서 볼 때 재벌 총수의 지분율은 80%이므로 부당 이전된 60억 원 중 48억 원이 총수의 몫이 되어 총수는 터널링(부당내부거래)을 통해 42억 원을 챙긴 셈이다. 이 과정에서 기업 A 소액주주의 자산감소분 54억 원 중 43억2천만 원이 재벌 총수에게 이전된 것이다. <참고 표 1>에 터널링에 따른 부(富)의 변동내역이 정리되어 있다. 이처럼 재벌 총수는 자신의 두 회사에서의 지분율 차이를 이용한 터널링을 통해 자신의 부를 부당하게 축적할 수 있다.

<참고 표 1> 부당내부거래를 통한 부의 이전

구 분	주주구성	지분율 분포	자산변동분 (억 원)	비 고
기업 A	지배주주(재벌총수)	10%	-6	
	기타주주(소액주주)	90%	-54	
기업 B	지배주주(재벌총수)	80%	+48	$43.2 = 54 \times 0.8$
	기타주주(소액주주)	20%	+12	$4.8 = 6 \times 0.8$

III. 주인-대리인 관계로 본 기업의 소유·지배구조

주인과 대리인 간의 ‘정보의 비대칭성’과 ‘이해의 불일치’는 대리인 비용을 필히 발생시킨다. 그리고 기업의 경영성과에 ‘불확실성’이 존재하는 한 대리인에 대한 감독(monitoring)은 그 의미가 반감(半減)된다. 주인이 대리인을 완벽하게 감독할 수 없으며, 또한 경영성과에 불확실성이 존재하는 현실 세계에서 대리인의 태만을 방지할 수 있는 유일한 길은 대리인이 스스로 주인을 위해 최선을 다하도록 ‘유인계약’을 제시하는 것밖에 없다. 유인계약의 내용은 대리인에게 경영성과를 온전히 누리도록 허용하라는 것이다. 이는 대리인에게 잔여청구권을 인정하는 셈이 된다. 주객(主客)이 전도된 상황이다. 그러나 유인계약 이론은 대리인으로 하여금 잔여청구권을 행사하는 대가로 주주에게 일정한 참입료(參入料)를 지불하게 한다. 이는 결국 주주가 “초기 출자를 하고 잔여청구권을 행사하는 상황”과 정확히 일치한다. 즉 출자한 사람이 경영을 맡는 경우 태만의 유인이 완전히 사라진다는 것이다. 이하에서는 대리인의 태만을 방지하는(내부비효율성을 제거하는) 유인설계를 논증한다. 유인설계 이론은 ‘이해일치가설’의 논거로 원용될 수 있다.

1. 완전정보하의 준거모형(Bench Mark Model)

논의의 출발점으로 주인과 대리인 간에 정보의 비대칭이 존재하지 않는 ‘완전정보모형’을 상정한다. 주인은 자신의 이해관계에 영향을 미치는 모든 변수에 대해 ‘완전한 정보(complete information)’를 갖고 있는 것으로 가정한다. 구체적으로 주인은 대리인이 자신을 위해 기울이는 노력수준(effort level)을 완전하게 관찰

할 수 있으며, 수요함수와 비용함수 등에 대해 완전한 지식을 갖고 있다. 그리고 수요함수와 비용함수에는 어떤 불확실성도 존재하지 않는다. 이제 완전한 정보를 가진 주인의 목적함수를 식(1)과 같이 상정한다.

$$\text{Max}(p, e, I) L = S(p) + p \cdot Z(p) - C(Z, e, I) - \beta \cdot [V(I, e) - V_0] \quad (1)$$

식(1)에서 $S(p)$ 는 소비자 잉여를, $Z(p)$ 는 수요함수를, $C(Z, e, I)$ 는 비용함수를, $V(I, e)$ 는 대리인의 효용함수를, V_0 는 대리인의 기회효용수준(reservation utility level)을, e 는 대리인의 노력 수준을, I 는 대리인의 보수를 각각 의미한다. 식(1)이 의미하는 바는 기업의 주인은 대리인의 기회효용수준을 충족시켜 대리인의 참여를 유도하는 범위 내에서 자신이 지향하는 목적을 극대화하고자 한다는 것이다. 식(1)에서 등호 오른쪽 끝항은 대리인의 ‘참여제약(participation constraint)’을 의미한다. 식(1)과 관련해 한 가지 유의할 것은 주인의 목적함수가 이윤의 극대화가 아닌 소비자 잉여를 포괄한 사회후생의 극대화라는 것이다. 주인은 이타적(利他的)인 목적함수를 갖고 있다. 준거모형은 논의의 출발점이기 때문에 주인의 목적함수를 반드시 이윤 극대화로 등치시킬 필요는 없다. 주인은 사회후생을 극대화하는 재화가격과 대리인의 노력수준 및 보수를 결정한다. 식(1)을 p, e, I 에 대해 각각 미분하여 얻은 1계 조건식은 다음과 같다.

$$\partial S(p)/\partial p + Z(p) + p \cdot (\partial Z(p)/\partial p) - (\partial C/\partial Z) \cdot (\partial Z/\partial p) = 0 \quad (2)$$

$$- C_e - \beta \cdot V_e = 0 \quad (3)$$

$$- C_I - \beta \cdot V_I = 0 \quad (4)$$

소비자 잉여에 대한 “ $\partial S(p)/\partial p = -Z(p)$ ”²⁰⁾의 관계를 이용해 식(2)를 정리하면 식(5)을 얻을 수 있으며, 식(3)과 식(4)로부터 식(6)을 도출할 수 있다.

$$(p - C_Z) \cdot Z_p = 0 \quad (5)$$

$$-V_e / V_I = -C_e / C_I \quad (6)$$

식(5)는 완전경쟁시장에서의 ‘한계비용가격설정(marginal cost pricing rule)’ 조건식으로 ‘배분효율성(allocative efficiency)’이 완전정보하의 준거모형에서 충족됨을 알 수 있다. “시장지배력을 행사하는 독점기업의 행태를 보이더라도”($\partial Z/\partial p < 0$), 이윤 대신 사회후생의 극대화를 꾀한다면 완전경쟁시장에서와 같은 배분효율성을 충족시킬 수 있다는 것이다. 이는 완전경쟁시장이 배분효율성의 유일한 충분조건이 될 수 없음을 시사하는 것이다. 완전한 정보를 가진 주인이 사회후생의 극대화를 꾀하는 경우에도 배분효율성이 충족될 수 있다.

식(6)은 ‘비용효율성(cost efficiency)’을 나타내는 조건식이다. 식(6)의 좌변은 노력수준(e)과 소득(I) 간의 한계대체율($MRS_{e,I}$)을, 우변은 한계변환율($MRT_{e,I}$)을 각각 의미한다. 따라서 식(6)이 의미하는 바는 대리인의 추가적인 노력 경주에 따른 한계고통이 비용감소로 표시된 노력의 한계생산성과 같아질 때 비용효율성이 충족된다는 것이다.²¹⁾ 일반적으로 비용효율성은 비용을 낮추지 못한 기업을 퇴출시키는 시장규율에 의해 충족되는 것으로 알려

20) 직관적인 해석은 다음과 같다. 우선 소비자 잉여는 소비자의 소비량과 연관되어 있다. 해당재화를 소비하지 않으면 소비자 잉여를 누릴 수 없다. 따라서 재화 가격 상승에 따른 소비자 잉여의 감소는 당해 재화 소비량의 감소에 의존하게 된다. 즉 수요의 가격탄력성이 커서 재화 소비량이 크게 감소하면 그만큼 소비자 잉여도 감소한다.

21) “ $MRS_{e,I} < MRT_{e,I}$ ”의 관계가 성립되면 대리인이 비용효율성이 충족될 만큼의 노력을 기울이지 않는다는 것을 의미한다.

져 있지만, 비용효율성은 완전정보하의 준거모형에서도 충족된다. 준거모형에서와 같이 시장규율이 작동하지 않더라도 비용효율성이 충족되므로 비용효율성은 정보의 문제로 환원될 수 있다. 주인이 대리인의 최적의 노력수준(e)에 대해 계약을 체결할 수 있기 때문에 비용효율성이 충족된 것이다.²²⁾

이제 주인의 목적함수를 현실을 더 반영하는 방향으로 바꾼다. 주인은 사회후생이 아닌 이윤의 극대화를 꾀한다. 이기적인 주인인 셈이다. 이러한 주인의 목적함수는 식(7)로 표시될 수 있다.

$$\text{Max}(p, e, I) L = p \cdot Z(p) - C(Z, e, I) - \beta \cdot [V(I, e) - V_0] \quad (7)$$

$$(p - C_Z) / p = 1/\epsilon \quad (8)$$

식(7)의 선택변수 중 가격설정에 관한 1계 조건식은 식(8)과 같다. 식(8)의 좌변은 독점기업의 시장지배력을 나타내 주는 ‘러너 지수’로서 수요의 가격탄력성이 무한대가 되지 않는 한 배분효율성이 충족되지 않음을 알 수 있다. 수요의 가격탄력성이 무한대가 된다는 것은 완전경쟁시장 조건이 충족됨을 의미한다. 따라서 주인이 이윤극대화를 꾀하고 시장지배력을 행사하면 ($\partial Z / \partial p < 0$), 배분효율성은 충족될 수 없다.

한편 식(7)에서 대리인의 노력수준과 보수에 관한 1계 조건식을 구하면 비용효율성을 나타내는 식(6)과 동일한 결과를 얻게 된다. 주인이 완전한 정보를 갖고 있는 경우 추구하는 목적함수와 관계없이²³⁾ 비용효율성을 꾀할 수 있게 된다. 비용효율성을 꾀한다는 것은 절약할 수 있는 것을 실제 절약했다는 것을 의미한다. 주인의 완전정보가 대리인의 태만으로 이윤이 줄어드는 것을 원

22) 주인의 완전정보를 가정했기 때문에 통상적으로 관찰 불가능한 대리인의 노력수준에 대해서도 계약이 체결(contractable effort level)될 수 있다.

23) 이윤극대화이든 사회후생의 극대화이든 관계없다는 것이다.

천적으로 차단한 셈이다. 주인의 완전정보를 가정한 ‘준거모형’에서의 기업행동 및 성과는 <명제 1>과 같이 정리될 수 있다.

<명제 1> 완전한 정보를 가진 주인의 목적함수가 이타적이면²⁴⁾ 독점기업으로서의 시장행동에도 불구하고 배분효율성이 충족된다. 따라서 완전경쟁시장 조건이 배분효율성을 충족시키는 유일한 조건은 아니다. 또한 주인이 완전한 정보를 가지면 주인의 목적함수에 무관하게 비용효율성이 충족된다.

2. 비대칭정보하의 모형

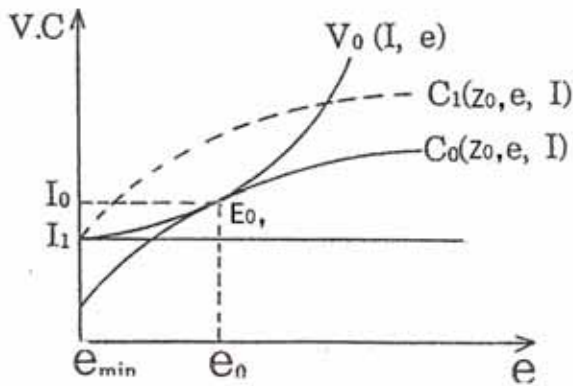
주인의 완전정보 가정을 완화해 보자. 그러면 주인과 대리인 사이에 ‘정보의 비(非)대칭성’이 존재해 대리인을 완벽하게 감독할 수 없게 되고 대리인 비용이 발생하게 된다. 비대칭정보하의 대리인 비용은 대리인의 태만을 방지하기 위한 유인장치(incentive scheme)가 마련되지 않았을 때 수반되는 대리인의 도덕적 해이에 따른 ‘비용비효율성(X-inefficiency)’을 의미한다.

대리인의 보수가 일정하게 주어진 경우 최적화 모형은 식(9)와 식(10)으로 나타낼 수 있다. 식(9)는 대리인의 목적함수식이며, 식(10)은 주인의 목적함수식이다. 대리인은 주인이 자신의 노력수준에 대해 관찰할 수 없음을 전략적으로 이용해 식(9-1)에서와 같이 문제를 일으키지 않을 정도인 최소한의 노력수준(e_{\min})을 선택한다. 대리인이 ‘먼저 행동하는 경기자(first mover)의 위치를 선점했기 때문에 주인은 대리인의 노력수준(e_{\min})을 일단 인정하고 자신이 목적하는 바를 피하게 된다.

24) 사적이익이 아닌 소비자 잉여를 포함한 사회후생의 극대화를 추구한다는 의미이다.

주인은 식(11)에서와 같이 사회후생을 극대화하는 가격을 설정하고, 대리인의 참여제약을 최소한도 충족시키는 범위 내에서 대리인에게 식(12)에서와 같은 보수를 지급하게 된다. 대리인의 노력수준을 관찰할 수 없을 때의 비용비효율성은 <그림 1>로 설명할 수 있다. <그림 1>에서 대리인에게 지급되는 보수는 I_1 이며, 비용비효율성은 ' $C_0 \sim C_1$ '로 표시된다.²⁵⁾

<그림 1> 비대칭정보하의 기업의 비용비효율성



$$\text{Max} (e_{\min} \leq e \leq e_{\max}) V(I, e) \quad (9)$$

$$V_e < 0, \text{ when } e = e_{\min} \quad (9-1)$$

$$\text{Max} (p, I) L = S(p) + p \cdot Z(p) - C(Z, e_{\min}, I) - \beta \cdot [V(I, e_{\min}) - V_0] \quad (10)$$

$$[p - C_Z(e_{\min})] \cdot Z_p = 0 \quad (11)$$

$$- C_I - \beta \cdot V_I = 0 \quad (12)$$

25) <그림 1>에서 ' $C_0 \sim C_1$ '의 대리인 비용은 대리인의 노력수준을 관찰할 수 없는 정보의 비대칭성에 의해 발생한 것이므로, 일종의 정보지대(information rent)라 할 수 있다.

한편 식(11)에서와 같이 한계비용에 의거해 가격을 설정함으로써 형식적으로는 배분효율성이 충족된다고 볼 수 있으나 대리인의 태만행위로 한계비용이 이미 높아진 만큼 진정한 의미에서의 배분효율성이 충족되었다고 볼 수 없다. 하지만 비용함수에 불확실성이 추가되면 그나마 형식적인 배분효율성은 더는 충족되지 않는다. 이제 식(10)에 확률적 교란항(v)이 추가로 삽입된 비용함수를 대입하면 주인의 목적함수는 식(13)으로 바뀌게 된다.

$$\text{Max}(p, I) L = S(p) + p \cdot Z(p) - E[C(Z, e_{\min}, I, v)] - \beta \cdot \quad (13)$$

$$[V(I, e_{\min}) - V_0]$$

$$(p - E[C_Z(Z, e_{\min}, v)]) \cdot Z_p = 0 \quad (14)$$

비용함수에 교란항(v)이 추가되면, 대리인이 동일한 노력수준을 유지한다하더라도 교란항의 값에 따라 비용이 변화해 배분효율성은 더는 유지될 수 없다. 즉 식(14)로 표시되는 배분효율성은 기대치(expected value)를 기준으로 한 사전적 의미에서의 조건식이므로 교란항의 값이 매번 영(零)이 되지 않는 한 가격과 한계비용이 달라지기 때문에 사후적으로는 배분효율성 조건이 충족되지 않는다. 비대칭정보하의 기업의 행동과 성과에 대해 다음의 명제가 성립한다.

<명제 2> 비대칭정보로 인해 주인이 대리인의 노력수준을 관찰할 수 없고 또한 대리인의 태만을 방지하기 위한 장치가 마련되어 있지 않은 경우에는 대리인의 도덕적 해이에 따른 비용비효율성이 나타난다. 또한 비용함수에 불확실성이 존재하면 주인이 이타적인 목적함수를 갖더라도 배분효율성은 사후적으로 충족되지 않는다.

3. 내부통제모형: 감독비용지출

대리인의 태만에 따른 비용비효율성은 대리인에 대해 내부통제(internal control)를 강화하거나 유인설계를 통해 해결할 수 있다. 대리인에 대한 내부통제는 경영감시체제의 도입을 의미하며, 유인설계는 대리인에게 유인정합적(誘引整合的)인 보수계약을 제시함으로써 대리인 스스로 태만행위를 억제토록 하는 것이다.

먼저 주인 또는 주인으로부터 권한을 위임받은 중간 대리인(감사기구)이 감독비용을 지출하는 감독지출모형을 설정한다. 감독지출모형은 다음과 같은 점에서 완전정보모형과 비대칭정보모형의 중간에 위치한다. 주인은 완전정보모형에서와 같이 최적의 대리인 노력 수준을 계약할 수는 없지만 대리인의 태만여부를 감시하는 감독비용의 지출 수준을 결정할 수 있다. 한편 대리인도 주인의 감독을 받기 때문에 비대칭정보하의 모형에서와 같이 최소한의 노력수준을 선택할 수는 없다. 이 같은 점을 반영해 주인의 목적함수를 식(15)와 같이 정식화하였다. 식(15)에서 주인의 선택 변수는 가격, 내부통제의 강도(d), 대리인의 보수이며, $h(d)$ 는 감독비용을 의미한다. 식(15)에서 p 를 차치하고 d 와 I 에 관한 1계 조건식인 식(16)과 식(17)을 결합하면 식(18)을 얻을 수 있다.

$$\text{Max}(p, d, I) L = S(p) + p \cdot Z(p) - C(Z, e(d), I) - h(d) - \beta \cdot [V(I, e(d)) - V_0] \quad (15)$$

$$- C_e \cdot (\partial e / \partial d) - h_d - \beta \cdot V_e \cdot (\partial e / \partial d) = 0 \quad (16)$$

$$- C_I - \beta \cdot V_I = 0 \quad (17)$$

$$- V_e / V_I = - C_e / C_I - h_d / C_I \cdot [1 / (\partial e / \partial d)] \quad (18)$$

식(18)을 완전정보 준거모형에서 비용효율성을 나타내는 식(6)과 비교하면 “ $MRS_{e,I} < MRT_{e,I}$ ”임을 알 수 있다. 즉 대리인을 감독하는 것만으로는 대리인의 태만을 완벽하게 방지할 수 없다. 식(18)에서 ‘ $\partial e/\partial d$ ’는 주인의 대리인에 대한 감독의 효율성을 나타내는 척도로서 ‘내부통제의 효율성계수(q)’를 의미한다. 따라서 내부통제가 효율적일수록 ‘ $\partial e/\partial d$ ’의 값이 크게 되어 $MRS_{e,I}$ 와 $MRT_{e,I}$ 의 차이가 줄어들게 되고 결국 ‘비용효율성’에 접근하게 된다. 식(18)이 의미하는 바는, 내부통제의 효율성 정도에 따라 비용비효율성이 통제된다는 것이다.

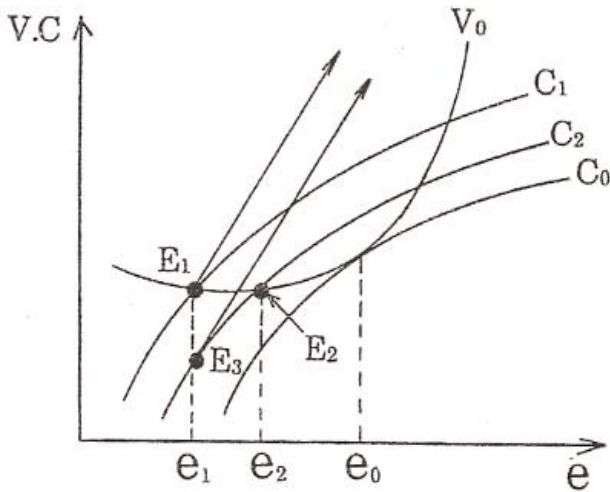
이제 내부통제의 효율성에 있어 차이를 보이는 2개 유형의 기업을 분석하고자 한다. 공기업과 민간기업의 비교가 좋은 사례일 수 있다. 공기업의 내부통제 효율성계수(q_{pb})는 민간기업의 내부통제 효율성계수(q_{pv})보다 작을 것으로 판단된다.²⁶⁾ “ $q_{pb} < q_{pv}$ ”의 관계가 성립하면, 공기업의 경우 $MRS_{e,I}$ 와 $MRT_{e,I}$ 간의 차이가 커지게 되고 그만큼 내부비효율성(X-inefficiency)이 커진다고 볼 수 있다. 공기업과 민간기업 간의 내부비효율성의 차이를 도해(圖解)하면 <그림 2>와 같다.

<그림 2>에서 C_1 와 C_2 는 등비용 곡선으로서 C_1 은 C_2 보다 높은 비용을 나타내고 있다. <그림 2>에서 식(18)에 따른 공기업과 민간기업의 균형점은 각각 E_1 와 E_2 이다. 따라서 내부효율성을 충족시키는 노력수준(e_0)을 기준으로 볼 때 공기업의 노력수준(e_1)은

26) 그 논거는 다음과 같다. 첫째, 공기업의 주인은 민간기업과 달리 ‘잔여청구권’을 갖고 있지 못한 명목적인 주인에 불과해 내부통제에 대한 유인이 존재하지 않는다. 둘째, 공기업은 시장기회를 십분 활용하는 기민성을 보이기보다 정부규제 등을 통해 경영이 보호되기를 바라는 ‘정치지향적 행태(red tape minded bureaucrats)’를 보이게 되므로 내부통제의 효율성이 높을 수 없다. 셋째, 민간기업의 경우에는 내부통제장치가 주식시장 등을 통한 외부 통제장치, 즉 시장규율과 보완관계를 유지함으로써 내부통제의 효율을 높일 수 있으나 공기업의 경우에는 시장규율이 작동치 않아 그만큼 내부통제의 효율성이 낮을 수밖에 없다.

민간기업의 경우(e_2)보다 더욱 과소함을 알 수 있다. 이는 공기업의 내부비효율성의 정도($C_0 \sim C_1$)가 민간기업의 ($C_0 \sim C_2$)보다 크을 의미한다. 끝으로 E_1 에서의 $MRS_{e,I}$ 와 $MRT_{e,I}$ 간의 차이가 E_2 에서 완화되는 이유는 다음과 같이 설명될 수 있다. 등비용곡선의 곡률의 특성상 $MRT_{e,I}$ 를 의미하는 E_1 에서의 기울기와 E_3 에서의 기울기가 같다. 따라서 E_1 을 출발점으로 하여 노력수준이 증가함에 따라 점차 그 기울기가 증가하는 무차별곡선과 점차 그 기울기가 감소하는 등비용곡선의 특성을 감안하면, E_2 에서의 양자의 차이가 완화됨을 알 수 있다. 결론적으로 민간기업의 노력수준이 비용 효율성과 부합되는 노력수준에 더욱 근접해 있다고 볼 수 있다.

<그림 2> 내부통제의 효율성과 내부비효율성의 관계



한편 식(13)에서와 같이 비용함수에 불확실성을 의미하는 교란

항이 추가되고 교란항에 정보의 비대칭성이 존재하면 내부통제의 효율성이 낮아질 것으로 예측된다. 즉 비용함수의 불확실성은 주인의 내부통제를 부분적으로 무력화시키는 효과를 낳는다. 예를 들어 대리인이 주인의 내부통제에 부응하여 생산비용을 낮추기 위해 많은 노력을 기울였지만 여건이 여의치 못해 생산비용의 감소가 처음에 기대한 것보다 낮아졌다고 보고할 수 있는 길이 열리게 되어 대리인은 자신의 태만을 전략적으로 방어할 수 있게 된다. 따라서 다음의 명제가 성립한다.

<명제 3> 비(非)대칭정보하에서 예상되는 대리인 비용, 즉 비용 비효율성은 대리인에 대한 내부통제를 통해 부분적으로 해소될 수 있다. 기업의 경영감시체제를 통해 비효율을 제거할 수 있는 정도는 내부통제의 효율성계수에 의존한다. 한편 비용함수에 불확실성이 존재하면 내부통제의 효율이 낮아져 주인의 대리인에 대한 내부통제를 부분적으로 무력화시킨다.

4. 유인정합적 보수계약모형

비용함수에 영향을 미치는 교란항에 대한 정보가 비대칭적으로 분포되어 있는 경우 감시·감독을 통한 내부통제 방법으로는 대리인의 태만을 효과적으로 방지할 수 없다. 따라서 주인은 대리인이 스스로 태만하지 않도록, 즉 태만하지 않는 것이 대리인 자신의 이익에 부합되는 유인정합적인 보수계약을 제시할 필요가 있다. 일반적으로 유인설계의 핵심은 대리인의 보수를 대리인의 관찰가능한 성과에 연계시키는 것으로서, 유인체계(incentive scheme)의 기본구조는 식(19)와 같다. 구체적으로 대리인의 보수는 정액 보수(f)와 총수입에서 생산비를 제한 차액(D)의 일정률(a)로 표시

되는 성과급으로 구성되어 있다.

$$I = f + a \cdot [p \cdot Z(p) - C(Z, e, v)] = f + a \cdot D(p, e, v) \quad (19)$$

대리인의 보수체계가 식(19)로 주어졌을 때 주인의 목적함수는 식(20)으로 표시될 수 있다. 주인의 제약조건이 의미하는 바는 대리인에게 유인정합적인 보수계약을 제시한 이상 주어진 유인체계 하에서의 대리인의 선택(p, e)은 주인 입장에서 볼 때 그대로 수용해야 하는 일종의 제약이라는 것이다.

$$\begin{aligned} \text{Max}(a, f) L &= (1 - a) \cdot E[D(p, e, v)] - f \\ \text{s.t. } p, e &\in \text{argmax } V(f + a \cdot D(p, e, v), e) \\ E[V(f + a \cdot D(p, e, v), e)] &\geq V_0 \end{aligned} \quad (20)$$

유인정합적 모형의 해(解)를 구하기 위해서는 대리인의 선택을 먼저 분석해야 한다. 대리인은 생산과정에서 불확실성을 나타내는 교란항(v)의 실제 값을 관찰할 수 있으므로 대리인은 ‘기대효용’이 아닌 ‘효용의 극대화’를 도모할 수 있다. 따라서 대리인은 식(22)와 같이 주어진 v 값에서 D 를 극대화시키는 가격을 설정하며, 대리인의 최적 노력수준에 관한 조건식은 식(23)과 같다.²⁷⁾

$$\text{Max}(p, e) L = V(f + a \cdot D(\cdot), e) \quad (21)$$

$$[p - C_z(v)] / p = 1 / \epsilon \quad (22)$$

$$- V_e / V_I = - a \cdot C_e \quad (23)$$

주인의 목적함수는 식(24)로 표시할 수 있다. 식(24)가 식(20)과 다른 점은 대리인의 참여제약의 충족기준이 대리인의 기대효용에서 대리인에게 가장 불리한 v 값, 즉 v_{\min} 으로 주어졌을 때의 효

27) 식(22)와 식(23)을 유도하는 과정은 생략하였다. 자세한 유도과정은 조동근(1997) 참조.

용수준으로 바뀌었다는 점이다. 이는 대리인이 자기방어를 위한 ‘안전장치’로서, 바꾸어 말하면 v 값에 대한 정보의 비대칭성으로 주인이 부담해야 하는 일종의 ‘역 정보지대(information dis-rent)’라 할 수 있다. 따라서 식(24)에는 대리인이 유인계약에 반영하여 주기를 희망하는 값 v_{\min} 이 주인의 제약조건에 명시되어 있다.

대리인의 참여계약이 기회비용수준에서 충족된다고 가정하고 식(24)를 a 와 f 에 대해서 풀면 식(25)와 식(26)을 얻을 수 있으며,²⁸⁾ 이렇게 얻어진 두 식을 결합하면 식(27)을 도출할 수 있다. 식(27)에서 ED 는 대리인에 대한 보수를 제외한 주인의 기대이윤으로서, ‘ $E(v) = 0$ ’의 가정에 의해 ‘ $ED = D$ ’가 성립한다. 따라서 ‘ $ED = D$ ’가 충족되면 식(27)의 우변의 값이 영(零)이 되어 ‘ $a = 1$ ’을 얻을 수 있다. a 가 1의 값을 가지면 식(23)에서 보는 바와 같이²⁹⁾ 노력수준(e)과 소득(I) 간의 한계대체율($MRS_{e,I}$)이 한계변환율($MRT_{e,I}$)과 같아지게 되어 ‘내부효율성’ 조건식을 충족시킬 수 있게 된다. 결국 대리인의 태만에 따른 내부비효율성을 제거하기 위해서는 대리인에게 ‘완벽한 유인’($a = 1$)을 제공하여야 함을 알 수 있다. 대리인에 대한 유인이 완벽하면 ‘감독비용지출’ 모형과 달리 교란항의 존재 자체가 대리인의 태만을 방지하는 데 장애요인으로 작용하지 않는다. 한편 대리인은 완벽한 유인을 갖는 대가로 주인에게 ‘부(負)의 고정 보수’($f < 0$)를 받게 된다. 즉 주인에게 일정한 참입료(參入料)를 지불해야 한다. 따라서 다음의 명제가 성립한다.

28) 식(25)와 식(26)의 자세한 유도과정은 조동근(1997) 참조.

29) 유인정합적인 보수계약에서 대리인의 보수는 고정급과 총수입에서 생산비를 차감한 차액의 일정률로 구성되어 있기 때문에 식(19) 중 비용함수(C)에 대리인의 별도의 보수가 생략되어 있다. 따라서 식(23)의 우변에는 식(6)의 우변과 달리 C_f 가 존재하지 않는다.

$$\begin{aligned} \text{Max}(a, f) L &= (1 - a) \cdot E[D(p, e, v)] - f \\ \text{s.t. } V(f + a \cdot D(p, e, v_{\min}), e) &\geq V_0 \end{aligned} \quad (24)$$

$$(1 - a) \cdot ED_a - ED - \beta \cdot V_I \cdot D = 0 \quad (25)$$

$$(1 - a) \cdot ED_f - 1 - \beta \cdot V_I = 0 \quad (26)$$

$$(1 - a) \cdot (ED_a - ED_f \cdot D) = (ED - D) \quad (27)$$

<명제 4> 대리인의 태만에 따른 비용비효율성은 유인보수계약을 통해 제거될 수 있다. 대리인의 태만을 초래하지 않는 유인보수계약의 내용은 대리인에게 완벽한 유인을 제공하고 그 대가로 일정한 참입료를 주인에게 지불하게 하는 것이다.

5. 유인보수계약의 시사점

유인보수계약모형은 현실의 기업 세계를 적절히 반영하고 있다. 유인보수계약모형의 구조와 시사점은 다음과 같이 요약할 수 있다. ① 대리인이 경영을 일선에서 책임지고 있으며 ② 대리인의 노력수준과 무관한 경영성과에 영향을 미치는 불확실성이 확률적 교란항으로 존재하며 ③ 교란항에 대한 정보의 비대칭성이 존재하고 대리인이 주인에 비해 정보의 우위를 점하고 있는 상황에서 ④ 대리인의 태만을 통제해 비용효율성(X-efficiency)을 꾀할 수 있는 유일한 길은 태만이 스스로의 손해가 되도록 대리인에게 완벽한 유인을 제공하라는 것이다. 완벽한 유인은 대리인으로 하여금 경영성과를 온전히 누리도록 허용하는 것이다. ⑤ 대리인이 이 같은 권리를 누리려면 주인에게 일정한 정(正)의 참입료를 지불하는 것이다.

이 같은 참여유인계약을 뒤집어 해석하면 “주주에게 기업의 주

인으로서 ‘잔여청구권(residual claims)’을 갖게 해야 한다”는 것이다. 잔여청구권은 경영성과에 대한 청구권이며, 경영성과는 불확실성으로 위험이 수반된다. 그러한 위험은 경영을 책임지는 주체가 부담하게 된다. 또한 유인보수계약모형은 대리인으로 하여금 경영성과를 독점적으로 누리는 대가로 주인에게 일정한 참입료를 지불할 것을 요구한다. 그 같은 권리를 돈을 주고 사라는 것이다. 이는 “주주가 잔여청구권이라는 권리행사를 하기 위해서는 회사 설립에 필요한 출자를 해야 한다”는 것과 완벽하게 대칭된다. 이로써 “주주가 100% 출자해 잔여청구권을 갖고 경영 일선에 나서면 주주의 경영자로서의 태만은 저절로 통제된다”는 명제를 얻을 수 있다. 어찌 보면 너무 당연한 이야기일 수 있다. 하지만 한국적 현실에 비춰 볼 때 시사하는 바가 크다. 그것은 “소유경영이 전문경영보다 경영자의 태만을 통제해 기업가치의 하락을 막는 데 더 유효할 수 있다”는 것이다. 부지불식간에 전문경영은 ‘선(善)’ 소유경영은 ‘악(惡)’으로 비춰지는 현실을 일정부분 바로잡을 수 있을 것으로 판단된다.

유인보수계약모형에서 한 가지 유의할 점은 완벽한 유인이 주어지더라도 불확실성이 도입되면 배분효율성이 충족될 수 없다는 것이다. 자원배분의 효율성을 의미하는 배분효율성은 기업의 의사결정의 문제가 아니라 시장규율에 의해 사실상 강제된다는 것이다.³⁰⁾ 자원사용상의 낭비가 없는 배분효율성이라는 사회적 선(善)은 사전적 의도에 의해 이루어지지 않는다. 경쟁의 결과로 뜻하지 않게 이루어지는 것이다.

30) 배분효율성은 ‘ $MC = P$ ’의 조건에 의해 충족된다. 개별기업이 시장지배력을 행사할 수 없는 완전경쟁시장하에서 ‘ $P = MR$ ’가 충족되어 결과적으로 ‘ $MC = P$ ’의 조건이 충족된 것이다.

기업의 소유· 지배구조와 기업가치 간의 관계

제4장 연구모형의 설계



I. 본 연구의 데이터 출처

본 연구의 자료출처는 ‘한국상장사협의회’의 온라인 DB인 ‘기업 정보 TS2000’이다.³¹⁾ 2001년부터 2005년까지 5년 동안 계속해서 한국증권거래소에 상장된 기업 중 금융업과 건설업을 제외한 제조업체로서 관리대상에 포함되지 않은 524개 업체를 분석대상으로 삼았다.³²⁾ 그리고 524개의 기업을 대규모기업집단에 속하는 계열사와 기타기업으로 구분하였다. 대규모기업집단의 기준은 ‘30대 재벌’, ‘상호출자제한을 받는 기업집단’, ‘출자총액제한을 받는 기업집단’처럼 일의적이지 않다.

본 연구에서는 공정거래위원회의 기업집단정보 포털³³⁾에 나와 있는 대규모기업집단 계열사 풀(pool)을 기준으로 분석 대상 기업을 하나씩 대조해 대규모기업집단 소속 여부를 판정하였다.

본 연구에서는 경영성과 지표로 ‘토빈 Q(stock market based measure)’ 대신 ‘회계수익률’을 주(主) 자료로 이용했다. 그 논거는 “저(低)평가된 주식시장 자료를 이용해 기업주식이 저평가되고 있다는 동의반복(同意反復)식의 결론”을 도출하는 기존 연구결과에 동의하지 않기 때문이다. 또 다른 이유는 설명변수로 지배주주 지분율을 선택하는 경우 지배주주 지분 자체가 주식 저(低)평

31) TS2000은 자료추출의 조건을 외부에서 입력할 수 있어 자료의 일관성을 용이하게 유지할 수 있다. 본 연구에서는 관리대상 업체와 자본잠식기업을 제외한 모든 기업을 분석대상으로 삼았다. 그리고 분석기간 중 업종이 비제조업에서 제조업으로 변경된 기업의 경우 “제조업으로 변경된 이후의 기업자료”를 분석대상에 포함시켰다.

32) 본 연구의 자료구조는 524개×5년의 panel data이다. 하지만 기업당 5년치 자료는 시계열 분석을 하기에는 너무 짧아 2,620개의 기업데이터로 의제(擬制)해 횡단면 분석을 시도했다. 패널데이터 관련 분석은 본론을 참고하기 바람.

33) <http://groupopni.ftc.go.kr/index.jsp>

가요인이 되는 것처럼 잘못 인식될 위험이 있기 때문이다.³⁴⁾

34) 회계수익률 자료도 단점을 갖는다. 예컨대 자본잠식 기업의 경우 ROE(return on equity) 자체가 정의되지 않기 때문에 실제 분석에 있어서는 재무적 파산을 당한 기업을 분석대상에서 제외해야만 하는 제약이 따른다. 그러나 '토빈 Q'의 경우 이 같은 기업을 사전적으로 분석에서 제외시킬 이유는 없다.

II. 변수의 정의 및 측정

1. 소유구조변수

본 연구에서의 기업자료는 크게 소유구조 관련 변수와 재무변수로 구성되어 있다. 기업 단위의 소유구조 관련 변수를 추출하기 위해 사업보고서 기업 개요에서 “① 최대주주 현황 ② 주주별 주식분포 ③ 소유자별 주식분포 ④ 자기주식 취득처분 현황 ⑤ 임원의 약력 및 주식소유 현황”을 참조하였다. 이를 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

<표 1> 삼성전자 최대주주 현황(2001년)

구 분	성명	변수명	지분(%)
대주주 1인 총계	이건희 외	owner_total	7.45
본인	이건희	owner	2.01
특수관계인	이 * *		0.66
특수관계인	홍 * *		0.71
특수관계인	삼성물산		3.88
특수관계인	삼성복지재단		0.06
특수관계인	삼성공제회		0.02

<표 1>은 2001년 삼성전자 최대주주 현황을 표시한 것이다. 최대주주 현황에서 지배주주는 본인으로 표시되어 있으며, 2.01%의 지분을 보유하고 있다. 특수관계인에는 본인의 친인척 외에 관계회사가 포함되어 있다. 따라서 <표 1>의 ‘대주주 1인 총계’와 공정거래위원회가 정의하는 지배주주(동일인+친인척)는 그 포괄범위

가 다르다. 공정거래위원회가 정의한 지배주주 일가(一家)의 개념에 충실하려면 ‘대주주 1인 총계’에서 특수관계인 중 관계회사 지분을 차감해야 한다. 하지만 모든 기업에 대해 연도별로 이를 반영하는 것은 불가능하기 때문에 TS2000의 구분을 따랐다.³⁵⁾ 본 연구에서는 ‘본인 지분’을 ‘owner’로, ‘대주주 1인 총계’ 지분을 ‘owner_total’로 표시해 지배주주 소유구조의 대용변수로 삼았다.

<표 2> 삼성SDI 최대주주 현황(2001년)

구 분	성명	변수명	지분(%)
대주주 1인 총계	삼성전자 외	owner_total	23.75
최대주주(본인)	삼성전자	owner	23.69
특수관계인	삼성투신		0.05
특수관계인	삼성증권		0.01

<표 2>는 삼성SDI의 2001년 최대주주 현황을 표시한 것이다. 삼성SDI는 삼성전자의 계열사이기 때문에 최대주주는 ‘자연인’이 아닌 ‘삼성전자’이다. 삼성SDI의 소유구조는 ‘본인(owner)’과 ‘대주주 1인 총계(owner_total)’가 각각 23.69%, 23.75%로 표시되어 있다.³⁶⁾ 이처럼 ‘TS2000’ 자료를 그대로 사용하는 경우 최대주주가 ‘자연인’인 기업과 ‘법인’인 기업이 구별되지 않는 제약이 따른다. 계열사의 최대주주를 ‘자연인’으로 환원시키려면 기업집단 내 계열사 간 ‘출자·피출자 관계’를 나타내는 ‘출자행렬’을 필요로 한

35) 기업단위의 미시분석에서 가장 중요한 것은 자료구축의 일관성이다. 따라서 지배주주의 포괄범위가 공정위의 기준과 다르다 해도 그 자체로서 문제가 되는 것은 아니다.

36) 재벌 비관론자들이 이러한 특수한 상황을 놓칠 리 없다. 삼성그룹의 총수는 삼성SDI 주식을 한 주도 갖지 않고, 삼성SDI를 지배한다는 것이다. 총수 자신은 거의 투자하지 않았기 때문에 ‘지배의 사적이익(private benefit of control)’은 극대화된다. 이 같은 기업의 기업가치가 높을 리 없다는 것이다.

다. 출자행렬을 구하는 것은 쉬운 작업이 아니다. 그리고 노력에 비해 실익(實益)이 기대되는 것도 아니다. 예측되는 추론은 “의결권 승수³⁷⁾가 매우 크며 그로 인해 기업의 성과가 낮을 것”이라는 정도일 것이다. 이 같은 논리대로라면 자회사의 기업성과는 나빠야 한다. 하지만 선형적인 예측으로 기업성과를 예단할 수는 없다. 결국 실증분석을 통해 가려야 할 문제인 것이다.

<표 3> 삼성전자 주주별 주식분포(2001년)

구 분	성명 및 관계명	변수명	주식분포비율(%)
최대주주(소계)			6.44
소액주주(소계)			63.42
- 법인	기관투자가 지분*	relation_share	50.01
- 개인			13.41
기타주주(소계)			30.12
- 법인	관계회사(계열사) 지분	affil_share	23.14
- 개인			6.98

주: *는 국내 및 외국 기관투자자의 지분 합

<표 3>은 삼성전자의 2001년 주주별 주식분포를 나타낸 것이다. TS2000은 주주를 ‘최대주주, 소액주주, 그리고 기타주주’로 구분하고 있다. ‘기타주주’는 ‘최대주주’의 우호세력이며, 소액주주는 기타주주 이외의 주주를 의미한다. 한 가지 유의할 점은 최대주주 지분(6.44%)이 <표 1>의 본인(2.01%)과 대주주 1인 총계(7.45%) 중 어느 것보다 일치하지 않는다는 것이다. 본 연구에서는 지배주주 관련 지분변수로 <표 3>의 최대주주 대신 <표 1>의 본인과 대주주 1인 총계를 선택했다. 본인이 행사할 수 있는 영향력의 크기를

37) 지배주주의 실질소유권을 기준으로 한 소유와 지배의 괴리를 비율로 표시한 것이다.

순차적으로 나타내 주는 본인과 대주주 1인 총계의 조합이 분석 목적에 더욱 적합하다고 생각했기 때문이다.

기타주주와 소액주주는 모두 법인과 개인으로 구분된다. 기타주주 중 법인 부분은 동일 기업집단에 소속된 관계회사의 우호지분을 의미한다. 소액주주의 법인부분은 기관투자자의 지분을, 개인부분은 일반투자자 지분을 의미한다. <표 3>에 의하면 2001년 현재 삼성전자의 그룹 계열사 우호지분은 23.14%이며, 기관투자자와 개인투자자의 지분은 각각 50.01%와 13.41%로 나타나 있다. 이때 기관투자자 지분에는 국내 기관투자자뿐만 아니라 외국 기관투자자의 지분도 포함되어 있다. 개인지분도 마찬가지로 외국인의 지분이 포함되어 있다.

본 연구는 ‘외국인 지분율’에 주목하고 있다. 외국인의 지분보유는 시장감시 기능을 수행하고 있기 때문이다. 하지만 <표 3>은 주주를 최대주주의 우호세력인지 여부에 따라 기타주주와 소액주주로 구분한 것이기 때문에 외국인 지분율을 따로 표시해 주지 않는다. 외국인 지분율(frgn_share)은 TS2000의 ‘소유자별 주식분포’에서 추출하였다. 2001년 현재 삼성전자의 외국인 지분은 59.96%로 전체 주식의 반을 넘는 것으로 나타나 있다. 한편 TS2000은 최대주주 현황에서 ‘5% 이상 보유 주요주주’를 별도로 보고하고 있다. 이들은 상황이 진전되는 바에 따라 적대적 M&A 세력으로 변할 수도 있다. 2001년 삼성전자의 ‘외부주주 지분(out_share)’은 Citibank의 10.73%이다.³⁸⁾

이 밖에 ‘자사주 취득 및 처분 현황’에서 ‘자사주 지분(re_aqui)’을 계산하였다. 자사주는 의결권은 없지만 우호세력에게 양도할 수 있는 만큼 경영권 방어수단이 될 수 있다. 그리고 자사주는 증

38) 삼성생명도 우호세력이기 때문에 보유 지분(6.97%)을 외부주주 지분으로 잡지 않았다.

권시장에서 유통되는 주식 수를 그만큼 줄여주기 때문에 지배주주의 유효 지분율을 높이는 효과가 있다. 삼성전자의 2004년³⁹⁾ ‘기말 자사주’는 13,920,486주(株)로 2004년 말 삼성전자 주식 총수 147,252,591주에 대비시키면 자사주 보유비율은 9.45%이다.

자사주 비중을 이용하여 대주주 본인과 대주주 1인 총계와 관련된 유효 지분(eff_share1 , eff_share2)을 계산할 수 있다. 유효 지분은 자사주를 감안한 실효(實效) 지분의 의미를 갖는다. 한편 소유 지배과리도($dsprt$)는 지배주주가 실질적으로 행사하는 의결권에서 지배주주가 보유한 소유지분을 차감한 것이다. 본 연구에서 사용된 소유지배과리도 계산식은 <표 4>의 주3)에 표시되어 있다.⁴⁰⁾ 여타 변수는 <표 4>에서와 같이 그 의미가 명확하므로 추가 설명은 생략한다.

2. 지배구조변수

지배구조를 나타내는 대응변수를 찾기는 쉽지 않다. 본 연구에서는 ‘총수영향력’을 나타내는 지표를 고안했다. TS2000의 ‘사업보고서 기업 개요’ 중 최대주주 현황에 등재된(특수관계인으로서의) 임원⁴¹⁾과 임원의 약력 및 주식소유 현황에 등재된 임원을 비교해

39) 사업보고서 양식 변경으로 2004년 10월 결산자료부터 ‘자사주 취득 및 처분 현황’ 자료를 구할 수 있다.

40) 본 연구에서 사용된 ‘소유지배과리도’는 엄밀한 의미에서 실제보다 정(正)의 방향으로 편향되어 있다. $dsprt$ 계산식 중 ‘ $owner_total - owner$ ’에는 특수관계인 중 관계사의 지분이 일부 포함되어 있기 때문이다. 상황에 따라서는 관계사 지분이 이중으로 계산될 수도 있다. 그러나 자료가 편향되었더라도 모든 기업에 대해 ‘같은 기준과 방향’으로 편향되었다면, 실제 추정과정에서는 큰 문제가 되지 않을 수 있다.

41) 최대주주 현황에는 지배주주(총수)의 우호세력으로 관계사 이외의 친인척 및 임원이 등재되어 있다. 이들 친인척 및 임원은 지배주주 본인의 직접적인 영향력 하에 놓여 있다고 보아야 한다.

중복되는 임원을 ‘지배주주(총수) 영향력하의 임원’으로 구분하였다. 지배주주 영향력하의 임원을 전체 임원진에 대비시켜 지배주주(총수) 영향력의 대응변수로 삼았다. 본 연구에서는 ‘지배주주 영향력지수’로 명명하고 ‘influ_ratio’로 표기하였다.

‘사외이사 비율(ind_ratio)’은 말 그대로 전체 임원진에 대비시킨 사외이사의 비율을 나타낸 것이다. 사외이사제는 IMF 구조개혁의 일환으로 지배주주(총수)에 대한 이사회에 대한 내부통제를 강화하기 위한 방편으로 도입되었다.⁴²⁾ 사외이사는 ‘임원의 약력 및 주식소유 현황’에 명시되어 있기 때문에 사외이사 비율은 쉽게 구할 수 있었다.

3. 성과 및 재무변수

본 연구에서의 기업수익률 변수는 “기업이 얼마만큼을 팔아 총 자산 대비 어느 정도 이익을 올렸는가”를 표시하는 지표이다. ‘ROE(return on equity)’가 아닌 ‘ROA(return on asset)’ 지표로 수익률을 포착하였다.⁴³⁾ ROA를 기준으로 기업수익률을 포착하되 ROA를 이익의 종류에 따라 3가지로 구분하였다.

42) 재벌의 IMF 외환위기 책임론과 관련해 재벌에 대한 비판은 대체로 다음과 같이 정리될 수 있다. “이사회는 기업조직 내에서 주주의 이익을 대변하고 경영자를 견제하는 기업지배의 핵심적인 조직이다. 그러나 재벌기업에서 이사의 권한은 허구적인 것으로 적절한 책임이 수반되지 않았다. 그럴 수밖에 없는 것이 재벌기업 이사회는 지배주주 이외의 주주나 이해당사자로부터 대표성을 위임받은 이사가 배제된 채 내부승진자만으로 구성되는 것이 상례였다. 이 같은 순혈주의적(純血主義的) 이사회 구성으로 이사회는 지배주주(소유경영자)의 결심을 추진하는 통과외레(rubber stamp)에 지나지 않았다. 또한 이사 1인이 겸직할 수 있는 기업수에 아무런 제한이 없는 것도 소액주주에게서 그들의 권리를 빼앗는 재벌경영의 또 다른 요인이다.”

43) ROE를 기준으로 할 경우 일시라도 기업이 자본잠식 상태에 빠지면 그 값이 계산될 수 없다. 또한 ROA에 비해 분모값이 작기 때문에 ROE 지표는 그만큼 변동성이 크다. 이 같은 이유에서 ROA를 기준으로 기업수익률을 포착하였다.

<표 4> 주요 변수명과 내용

변수	변수명	변수 내용
소유구조 지분변수		
본인	owner	대주주 본인(principal)
대주주 1인 총계	owner_total	본인+특수관계인+관계회사 지분
유효 지분1	eff_share1	자사주를 고려한 본인 유효 지분 ¹⁾
유효 지분2	eff_share2	자사주를 고려한 대주주 1인 총계 ²⁾
계열사 지분	affil_share	기업집단 계열사 지분 합계
소유지배과리	dsprt	소유권 초과 의결권 지분 ³⁾
외부주주 지분	out_share	5% 이상 보유 외부주주 ⁴⁾
기관투자자 지분	relation_share	기관투자자 지분(기관+개인)
외국인 지분	frgn_share	외국인 지분(기관+개인)
자사주 비율	re_aqui	발행주식 대비 자기주식 비율
지배구조 대리변수		
총수영향력 지수	influ_ratio	총임원 대비 총수영향하의 임원 비율
사외이사 비율	ind_ratio	총임원 대비 사외이사 비율
기업성과 및 재무관련 변수		
총자산영업이익률	roa1	영업이익/총자산
총자산경상이익률	roa2	경상이익/총자산
총자산순이익률	roa3	순이익/총자산
총자산회전율	turn_over	매출액/총자산
부채비율	debt_ratio	부채/총자산
기업규모(총자산)	log(asset)	log(총자산)
연구개발 집약도	rd_inten	연구개발비/매출액
광고선전 집약도	ad_inten	광고선전비/매출액

주: 1) $eff_share1 = owner / (1 - re_aqui)$

2) $eff_share2 = owner_total / (1 - re_aqui)$

3) $dsprt = owner_total - owner + affil_share$

4) 외부지분(out_share): 우호지분을 제외한 외부주주 지분합

ROA는 구체적으로 “영업이익, 경상이익, (당기)순이익”을 기초로 각각 계산했다. 영업이익(operating income)은 매출액에서 제품을 만드는데 들어간 원료비, 임금, 판매관리비등의 영업비용을 뺀 것이다. 실제 장사를 해서 얼마만큼의 돈을 남겼는가를 나타낸다. 경상이익(ordinary income)은 영업이익에서 이자비용, 환차손 등 직접 영업과 관련되지 않는 부문에서 발생한 영업외비용을 뺀(영업외수익은 포함) 수치를 말한다. 기업실적과 관련해 가장 중요한 지표로 활용된다. 대부분 기업이 일정부분의 차입금을 가지고 영업활동으로 하기 때문에 경상이익이 진정한 의미의 실적이라고 할 수 있다. (당기)순이익(net income)은 경상이익에서 특별손익을 가감한 뒤 법인세를 차감한 수치다. 정상적인 기업활동과 무관하게 발생한 특별이익과 특별손실을 경상이익에 더하거나 차감해서 나온 것이 당기순이익이다.

영업이익에 기초한 ‘ROA1’은 기업의 실물적 측면에서의 효율을, 경상이익에 기초한 ‘ROA2’는 기업의 실물 및 재무적 측면에서의 효율을 포착한다. 그러나 ‘ROA3’가 기초한 (당기)순이익은 기업활동과 무관한 특별손익을 포괄하고 있기 때문에 기업의 효율을 나타내는 지표로서 다소 적합성이 떨어질 수 있다. 그럼에도 불구하고 ROA3를 성과변수로 채택한 것은 ROA3로써 기업의 구조조정을 추적할 수 있으며 또한 회귀식의 추정에 있어서 분석의 견고성(robustness)을 확보할 수 있기 때문이다.

4. 연구개발 집약도

기업수익률은 소유·지배구조변수 이외의 실물변수에 의해서도 영향을 받을 것으로 예상되므로 기업성과를 설명하는 실물적인 독립변수로 연구개발 집약도를 채택했다. <표 5>는 분석대상 기업의

연구개발 집약도를 산업별로 계산해 정리한 것이다. TS2000에는 기업별 연구개발 지출 자료가 많이 누락되어 자료수집 가능한 기업은 1,796개에 지나지 않는다. 만약 자료의 누락이 없었다면 2,620개(524×5)의 자료를 확보할 수 있었을 것이다.⁴⁴⁾

<표 5> 산업별 연구개발 집약도

구 분	산업분류	연구개발 집약도(%)	t-statistic	case
제조업 전체	전체	1.722	22.85	1796
식품, 음료	11	0.550	9.25	171
섬유, 가죽, 봉제 등	12	0.547	4.74	97
나무, 펄프, 출판	13	0.580	4.65	89
석유, 고무, 기타화학, 의약	14	2.002	14.88	538
유리, 시멘트, 비금속광물	15	0.539	9.87	80
철강, 금속, 공작기계 등	16	0.847	11.67	289
전동기, 전기제어장치 등	17	1.360	8.27	73
컴퓨터, 반도체, 통신기기	18	3.463	13.40	245
의료기기, 측정, 정밀기기, 시계 등	19	5.232	4.88	39
자동차, 선박, 기타 운송장비제조업	20	2.125	5.68	175

5. 주요 변수 통계량

<표 6>은 주요 변수의 단순 평균 통계량을 나타낸 것이다. 지배주주 본인의 지분평균값은 22.22%이며, 대규모기업집단과 독립기업집단의 평균값은 각각 23.19%, 22.04%이다.⁴⁵⁾ <표 6>의 기

44) 산업분류는 한국표준산업분류를 기초로 연구목적에 감안해 연구자가 분류한 것이다. 연구개발 집약도 평균값이 1.7%에 지나지 않고 기술조건상 R&D 지출이 생산효율의 관건이 될 수 없는 산업의 특성을 어떻게 반영할 것인가 하는 점이 난제(難題)로 예상된다.

업집단의 본인의 지분평균(23.2%)은 공정거래위원회가 공시하는 ‘동일인+특수관계인(친인척)’ 평균 지분율보다 훨씬 높다.⁴⁶⁾ 이는 앞서 설명한 바와 같이 자회사의 경우 최대주주가 모기업 또는 다른 관계사일 개연성이 높기 때문이다.⁴⁷⁾ 이 같은 추론은 대규모 기업집단의 본인 지분의 t-값(28.45)이 독립기업의 t-값(69.91)보다 작다는 사실에 의해서도 뒷받침된다.⁴⁸⁾ 계열사 지분(affil_share), 소수지배과리(dspert), 그리고 기관투자가 지분(relation_share)은 대기업집단의 경우가 유의하게 높은 것으로 나타나 사전적 기대와 일치하고 있다. 외국인 지분(frgn_share)은 대기업집단의 경우가 월등히 높은 것으로 나타나 있다.

지배주주 영향력(influ_ratio) 변수와 이사회 독립성을 나타내는 사외이사 비율(ind_ratio) 변수 값도 사전적 기대와 일치한다. 대기업집단의 지배주주의 영향력 정도는 임원 구성 면에서 독립기업의 경우보다 상대적으로 낮은 것으로 나타나고 있다. 동전의 다른 면으로 사외이사 비율은 대기업집단의 경우가 독립기업의 경우보다 높게 나타나고 있다. 이는 IMF 외환위기 이후 재벌의 지

45) 독립기업집단은 대규모기업집단에 속하지 않은 모든 기업을 포괄하고 있다. 따라서 독립기업집단에는 독립기업뿐만 아니라 중소기업집단의 계열사가 포함되어 있다.

46) 공정거래위원회가 공시한 2000년 기준 30대 재벌의 ‘동일인+특수관계인’ 평균 지분율은 4.5%에 지나지 않는다.

47) 앞서 언급한 바와 같이 계열사 최대주주 지분을 모기업 지분이 아닌 재벌 총수의 지분으로 나타내려면 출자행렬이 필요하다. 피라미드식 출자로 설립된 계열사의 경우 그룹 총수의 계열사에 대한 실질소유권(real ownership rights)은 상당정도 영(零)에 가깝다고 보아야 한다. 관계사 지분을 자연인의 지분으로 환원하면 소유구조상 이 같은 기업은 전문경영기업으로 봐야 한다. 이 같은 기업을 전문경영인이 경영하는 기업과 구분하는 방법은 기업집단에 속하지는지를 기준으로 더미(dummy) 처리하는 수밖에 없다. 같은 소유구조 조건하에서 기업집단 계열사 여부가 기업의 성과를 가르는 기준이라는 것은 설득력이 부족하다.

48) 대규모기업집단 계열사의 본인 값의 분산이 독립기업에 비해 크다는 것이다. 대규모기업집단의 기업의 경우 당해기업이 모기업(또는 중핵기업) 또는 계열사인 지에 따라 본인의 지분이 큰 폭으로 변하기 때문이다.

배구조 개혁이 총수의 영향력을 견제하는 방향으로 이루어졌음을 감안할 때 예상되는 결과이기도 하다.

기업의 수익성을 나타내는 변수(ROA1, ROA2, ROA3)를 보면 공히 대기업집단의 수익률이 독립기업군(群)보다 월등히 높은 것으로 나타나 있다. 이는 대기업집단의 경우 지배주주의 사적이익추구로 수익률이 낮을 것이라는 IMF 외환위기 이전의 일반적 인식과 상치되는 부분이다. 한 가지 특기사항은 독립기업군의 경우 총자산경상이익률(ROA2)이 총자산순익률(ROA3)보다 평균적으로 작다는 사실이다. 개별기업에 따라서는 순위가 바뀔 수 있지만, 평균 기준으로 순위가 바뀐다는 것은 대단히 이례적이라 하겠다. 이는 일부 기업의 경우 정상적인 기업 활동과 무관하게 발생한 특별이익과 특별손실이 그만큼 많았다는 사실을 보여주는 것이다. 각도를 달리하면 IMF 외환위기 이후 기업구조조정이 활발하게 전개되었음을 시사하는 대목이기도 하다. 자산 대비 부채비율은 두 그룹 간에 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 대기업집단의 경우 자기자본에 대비시킨 통상적 의미로서의 부채비율은 100%로 IMF 외환위기 이전 상황과는 현격한 차이를 보여준다고 하겠다. 연구개발 집약도와 광고 집약도는 두 그룹 간에 큰 차이를 보이지 않는다.

<표 7>은 주요 변수에 대한 '자산가중평균치(asset weighted average)'를 정리한 것이다. 비교 편의를 위해 자산가중평균치와 단순평균치 값을 병치(並置)시켰다. 자산가중평균 결과 단순평균과 달리 대기업집단의 본인 지분율이 독립기업군(群)보다 작은 것으로 나타났다. 이는 기업규모가 클수록 소유가 분산된다는 일반적인 예측과 일치하는 것이다. 또한 자산가중 평균 결과 독립기업군(群)의 기업수익률의 상대적 크기가 ROA1, ROA2, ROA3 순으로 정상화되었음을 알 수 있다. 따라서 극심한 구조변화를 겪었던 기

업, 즉 ROA2, ROA3 간의 순서가 바뀐 기업은 상대적으로 자산 규모가 작은 기업으로 판명되었다. 연구개발 집약도 역시 자산가중평균 결과 대기업집단이 유의하게 높은 것으로 나타났다.

본 연구는 기업성과를 설명하는 독립변수로 연구개발 집약도를 추가로 채택했다. 기업의 수익률은 소유·지배구조변수 이외의 실물변수에 의해 영향을 받게 된다고 판단했기 때문이다. 실물변수로 규모의 경제를 나타내는 자산규모 변수와 무형의 기술축적 정도를 나타내는 연구개발 집약도를 우선 반영하는 것이 타당하다 하겠다. <표 5>는 본 연구의 분석대상 기업의 연구개발 집약도를 산업별로 계산해 정리한 것이다. TS2000에는 기업별 연구개발 지출 자료가 많이 누락되어 있어 자료수집 가능한 기업은 1,796에 머물고 있다.

한편 연구개발(R&D) 지출은 기업의 소유·지배구조에 의해 영향을 받을 것으로 판단된다. 연구개발 지출은 위험자산에의 투자와 같은 속성을 갖기 때문에 의사결정의 시계(視界, time horizon)가 중요하다. 바꿔 말하면 단기(短期)성과 위주의 전문경영체제하에서 R&D 지출이 활발할 것으로 기대되지 않는다. 회귀분석결과 연구개발 집약도가 기업의 수익률을 결정하는 의미 있는 변수로 판명되면 연구개발 집약도를 설명하는 별도의 회귀식을 추정해 볼만하다. 만약 소유·지배구조변수가 연구개발 집약도를 설명하는 설명변수로서 통계적으로 의미가 있다면 소유·지배구조변수는 2개의 경로를 통해 기업의 수익률에 영향을 미치게 된다. 하나는 수익률에 영향을 바로 미치는 직접경로이며, 다른 하나는 연구개발 집약도를 통해 수익률에 영향을 미치는 간접경로이다. 이 같은 사전적 예측의 타당성 여부는 실증분석을 통해 검증해 볼 수 밖에 없다.

<표 6> 주요 변수 통계량-단순평균

변수명	전체 평균값	표본수	대규모기업집단 평균값	표본수	독립기업 평균값 ¹⁾	표본수
소유·지배구조변수						
owner	0.2222 (75.25) ²⁾	2,302	0.2319 (28.45)	371	0.2204 (69.91)	1,931
owner_total	0.3862 (109.69)	2,303	0.3959 (41.51)	371	0.3843 (101.80)	1,931
eff_share1	0.2344 (61.16)	1,644	0.2442 (23.38)	314	0.2320 (57.39)	1,330
eff_share2	0.4172 (83.80)	1,645	0.4244 (32.20)	315	0.4155 (78.26)	1,330
affil_share	0.1354 (47.34)	2,274	0.1570 (24.14)	366	0.1313 (41.48)	1,908
disparity	0.3017 (72.65)	2,271	0.3241 (32.23)	365	0.2973 (64.99)	1,906
relation_share	0.0532 (30.39)	2,274	0.1292 (19.03)	366	0.0386 (27.55)	1,908
frgn_share	0.0817 (27.49)	2,272	0.1824 (20.14)	365	0.0624 (21.63)	1,907
out_share	0.0587 28.69	2,302	0.0545 (12.76)	372	0.0595 (25.91)	1,930
influ_ratio	0.2638 (58.63)	2,274	0.2092 (20.58)	365	0.2742 (55.28)	1,908
ind_ratio	0.2174 (69.00)	2,276	0.2836 (25.25)	366	0.2047 (68.43)	1,910
기업성과 변수						
roa1	0.0424 (20.13)	2,349	0.0665 (21.30)	381	0.0377 (15.45)	1,968
roa2	0.0199 (5.29)	2,288	0.0523 (11.37)	376	0.0136 (3.08)	1,912
roa3	0.0365 (2.63)	2,349	0.0391 (10.48)	381	0.0360 (2.17)	1,968
debt_ratio	0.4754 (87.90)	2,349	0.5087 (50.37)	381	0.4690 (76.34)	1,968
기업재무 변수						
log(asset)	19.03 (59.7)	2,349	20.9738 (290.13)	381	18.6567 (797.10)	1,968
rd_inten	0.0172 (22.85)	1,796	0.0165 (9.84)	337	0.0173 (20.62)	1,459
ad_inten	0.0098 (22.35)	2,270	0.0097 (8.91)	359	0.0098 (20.49)	1,911

주: 1) 독립기업뿐만 아니라 '대규모기업집단' 이외의 기업집단 계열사도 포함

2) () 안의 숫자는 t-통계량, t-statistic = "sample mean/SE of sample mean"

<표 7> 주요 변수 자산가중 평균통계량¹⁾

변수명	단순평균치		자산 가중평균치					
	전체 기업	표본수	전체기업	표본수	기업집단	표본수	독립기업	표본수
owner	0.2222 (75.25)	2,302	0.1776	2,301	0.1612	371	0.2184	1,930
owner_total	0.3862 (109.69)	2,303	0.3005	2,302	0.2726	372	0.3702	1,930
affil_share	0.1354 (47.34)	2,274	0.1831	2,273	0.1807	366	0.1890	1,907
disparity	0.3017 (72.65)	2,271	0.3058	2,270	0.2917	365	0.3408	1,905
relation_share	0.0532 (30.39)	2,274	0.1902	2,273	0.2331	366	0.0832	1,907
frgn_share	0.0817 (27.49)	2,272	0.2945	2,272	0.3592	365	0.1331	1,907
influ_ratio	0.2638 (58.63)	2,274	0.2326	2,273	0.2301	366	0.2389	1,907
ind_ratio	0.2174 (69.00)	2,276	0.3671	2,275	0.3994	366	0.2865	1,909
roa1	0.0424 (20.13)	2,349	0.0812	2,349	0.0903	381	0.0586	1,968
roa2	<u>0.0199</u> <u>(5.29)</u>	2,288	0.0712	2,288	0.0852	376	<u>0.0372</u>	1,912
roa3	<u>0.0365</u> <u>(2.63)</u>	2,349	0.0576	2,349	0.0676	381	<u>0.0328</u>	1,968
debt_ratio	0.4754 (87.90)	2,349	0.4908	2,349	0.4830	381	0.5101	1,968
rd_inten	0.0172 (22.85)	1,796	0.0246	1,796	0.0284	337	0.0148	1,459
ad_inten	0.0098 (22.35)	2,270	0.0089	2,270	0.0083	359	0.0104	1,911

주: 1) 자산가중평균치의 “t-통계량”은 의미가 없기 때문에 기재하지 않음.

2) () 안의 숫자는 t-통계량, t-statistic="sample mean/SE of sample mean"

기업의 소유· 지배구조와 기업가치 간의 관계

제5장 실증분석 결과



I. ROA1 기본 회귀추정식

<표 8>은 총자산영업이익률(ROA1)에 관한 기본 회귀추정식이다. 총자산영업이익률은 영업이익(operating income)을 총자산에 대비시킨 수익률이다. 영업이익은 매출총이익에서 영업비(판매비 및 일반관리비)를 공제한 것으로 영업활동 자체의 수익성지표이다.⁴⁹⁾ 실제 영업을 통해 얼마만큼의 돈을 남겼는가를 나타낸다. 기업의 현금흐름을 나타내는 중요한 지표로서 기업의 실물적인 측면에서의 효율을 나타낸다 할 수 있다.

<표 8>의 ROA1-2)는 총자산영업이익률에 대한 기본추정식이다. ‘총자산회전율(turn_over)’은 매출액을 총자산에 대비시킨 것으로 당해 기업의 총자산 활용의 효율성을 나타내는 지표이다. 설명변수로는 지배주주 본인의 지분율과 규모의 경제를 나타내는 $\log(\text{asset})$ 변수 그리고 자산운용의 효율을 나타내는 총자산회전율(turn_over)⁵⁰⁾변수를 선택하였다. 각 변수 모두 기대되는 부호를 갖는 것으로 나타났다. ROA1-3)과 ROA1-4)는 지배구조변수를 추가해 회귀분석한 것이다. 지배주주 영향력 지수가 높을수록 기업의 수익률은 올라가고 사외이사 비율이 높을수록 기업의 수익률이 저하되는 것으로 나타났다. IMF 외환위기 이후 “지배주주를 견제하는 방향으로 전개되어 온 지배구조 개혁이 실제로는 기업의 수익률을 낮춘 것”으로 드러났다. “경영은 민주적으로 해야

49) “영업이익=매출총이익-영업비(판매비 및 일반관리비)”이다. 이때 매출총이익은 매출액에서 매출원가를 차감한 것이다.

50) 총자산회전율(turn_over)은 매출액을 총자산에 대비시킨 것으로 매출액이 총자산의 몇 배에 해당하는가를 나타내는 지표이다. 당해 기업의 자산운용의 효율을 나타내는 지표이다.

<표 8> 기본 회귀방정식-ROA1

구분	ROA1-1)	ROA1-2)	ROA1-3)	ROA1-4)	ROA1-5)	ROA1-6)	ROA1-7)	ROA1-8)	ROA1-9)	ROA1-10)
	roa1	roa1	roa1	roa1	roa1	roa1	roa1	roa1	roa1	roa1
종속변수 평균치	0.0411	0.0411	0.0401	0.0401	0.0401	0.0401	0.0401	0.0401	0.0401	0.0401
상수항	-0.3773 (-10.86)***	-0.4369 (-11.97)***	-0.3790 (-13.29)***	-0.3746 (-12.91)***	-0.3957 (-13.63)***	-0.4663 (-13.10)***	-0.4065 (-13.24)***	-0.3997 (-13.86)***	-0.4721 (-13.34)***	-0.3687 (-13.47)***
owner	0.0308 (2.16)**	0.0228 (1.63)*	0.0519 (3.59)***	0.0365 (2.55)**	0.0522 (3.61)***	0.0546 (3.78)***	0.0491 (3.44)***			
owner_total								0.0649 (5.34)***	0.0671 (5.53)***	0.0716 (5.91)***
log(asset)	0.0218 (11.86)***	0.0227 (12.54)***	0.0197 (13.77)***	0.0209 (13.83)***	0.0210 (14.03)***	0.0249 (13.25)***	0.0199 (13.40)***	0.0206 (13.77)***	0.0245 (13.12)***	0.0205 (13.64)***
turn_over	0.0288 (6.11)***	0.0288 (6.11)***	0.0175 (3.72)**	0.0188 (3.98)***	0.0181 (3.86)***	0.0187 (3.99)***	0.0262 (5.58)***	0.0193 (4.14)***	0.0199 (4.29)***	0.0195 (4.16)***
influ_ratio			0.0563 (5.95)***		0.0551 (5.83)***	0.0515 (5.43)***	0.0539 (5.80)***	0.0427 (4.58)***	0.0385 (4.11)***	
ind_ratio				-0.0444 (-3.16)**	-0.0408 (-2.93)**	-0.0408 (-2.94)**	-0.0235 (-1.70)*	-0.0339 (-2.43)**	-0.0336 (-2.42)**	-0.0361 (-2.58)**
affil_dummy	-0.0234 (-3.34)***	-0.0290 (-4.23)***				-0.0238 (-3.41)***			-0.0244 (-3.51)***	
산업분류 dummy	-	포함	-	-	-	-	포함	-	-	-
연도 dummy	-	포함	-	-	-	-	포함	-	-	-
유호표본 수	2,301	2,301	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272	2,273	2,273	2,273
Centered R ²	0.0689	0.1359	0.0936	0.0835	0.0970	0.1017	0.1522	0.1032	0.1080	0.0948
Uncentered R ²	0.2039	0.2612	0.2201	0.2114	0.2230	0.2270	0.2705	0.2284	0.2326	0.2212

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준(significance level)을 표시함.

한다”⁵¹⁾는 주장이 허구임이 밝혀진 셈이다. 효율적 경영, 수익을 내는 경영의 관건은 속도였던 것이다. ROA1-5)는 총수영향력 지수와 사외이사 비율을 동시에 추가해 회귀분석한 것이다. 통상적으로 두 개의 변수를 동시에 반영하면 교란이 일어나 회귀추정식의 성과가 낮아질 수 있음을 감안할 때 ROA1-5)의 설명력은 매우 견고(robustness)하다 하겠다. 한편 계열사 더미의 부호가 유의한 부(負)의 부호를 갖는다는 것은 대기업집단의 계열사의 수익률이 독립 및 소규모기업집단 기업군에 비해 낮다는 것을 의미한다. ROA1-8) ROA1-9)와 ROA1-10)은 본인의 지분(owner) 대신 대주주 1인 총계의 지분을 대신 집어넣고 회귀분석한 것으로 앞의 회귀추정식과 질적인 차이를 보이지 않는다.

51) “경영은 민주적으로 해야 한다”는 논리에 근거한 주장이 아니다. 하지만 일반 대중은 그렇게 믿어왔다. 경영은 민주적으로 해야 하고, 그래야 경영성파를 높일 수 있다고 믿었다. 하지만 경영은 속도가 관건임이 밝혀진 것이다.

II. ROA2 기본 회귀추정식

<표 9>는 총자산경상이익률(ROA2)에 관한 기본 회귀추정식이 다. 총자산경상이익률은 경상이익(ordinary income)을 총자산에 대비 시킨 수익률이다. 경상이익은 영업이익에서 이자비용 환차손 등 직접 영업과 관련되지 않는 부문에서 발생한 영업외비용을 차감(영업외수익은 포함)한 수치를 말한다. 기업실적과 관련해 가장 중요한 지표로 활용된다. 대부분 기업이 일정 부분 차입금을 가지고 영업활동을 하기 때문에 총자산경상이익률은 기업의 “생산 및 영업활동 그리고 재무활동”을 종합평가한 것으로 볼 수 있다.

<표 9>의 회귀추정식이 ROA1에 관한 기본 회귀추정식과 다른 점은, 기업 재무활동의 성과를 반영하기 위해 부채비율(debt_ratio)을 명시적으로 반영한 점이다. 그리고 규모의 경계를 반영하기 위해 총자산과 총매출액을 교대로 선택해 회귀식을 추정하였다. 지배구조와 관련하여 ‘지배주주의 영향력지수’와 사외이사 비율도 설명변수로 채택했다. 모든 설명변수는 사전적으로 기대되는 부호를 보여주고 있다. 본인 지분(owner) 대신 대주주 1인 총계(owner_total)를 설명변수로 선택하더라도 기본 회귀추정식은 질적으로 변화하지 않는다. <표 9>에서 보는 바와 같이 본 연구에서 채택한 회귀방정식은 매우 높은 설명력을 갖는 것으로 판명되었다.

<표 9>의 추정식과 관련해 한 가지 주목해야 할 점이 있다. 대규모기업집단 계열사 더미(affil_dum)가 모두 유의한 ‘부(負)의 부호’를 갖는다는 것이다. 이는 재벌계열사의 경우 다른 조건이 같다면 중견기업집단 또는 독립기업에 비해 재벌더미의 계수값만큼 수익률이 낮아야 한다는 것이다. 이는 대규모기업집단 계열사에

국한된 내부비효율성이 존재하고 있다는 것을 시사한다. 재벌계열사가 아니었으면 피할 수 있는 'ROA2'를 깎아내리는 요인이 있다는 것을 의미하기도 한다.⁵²⁾ 이러한 추정결과는 주요 변수의 기초통계량을 보여주는 <표 6>과 배치된다. 기초통계량에는 계열사의 '총자산경상수익률(ROA2)'이 여타 중견 또는 독립기업들보다 높은 것으로 나타나 있다. 재벌더미변수는 유의한 '정(正)의 부호'를 가질 것으로 예측되지만 추정결과는 정반대로 나타난 것이다. 따라서 양자를 조화시킬 필요가 있다.

<표 10>은 양자를 조화시키기 위한 시도이다. 계열사 더미(affil-dum)를 2중으로 독립변수에 반영하고 회귀식을 추정하였다.⁵³⁾ ROA2-10)식이 새로이 추정된 회귀식이다. ROA2의 절편 값에 변화를 주기 위한 계열사 더미와 log(asset)의 기울기에 변화를 주기 위한 계열사 더미는 각각 유의한 정(正)과 부(負)의 부호를 갖는 것으로 나타났다.

ROA2-10)식과 <표 9>에서 옮겨 놓은 ROA2-3), ROA2-6), ROA2-8)식을 비교하면 재벌계열사와 독립기업 간의 수익률 차이가 어디에서 발생하는지를 규명할 수 있다. <참고 표 2>에 그 결과가 정리되어 있다. 대기업집단의 ROA2 값이 독립기업의 ROA2 값보다 크기 때문에 대규모기업집단의 계열사 더미는 정(正)의 값을 가져야 한다. <참고 표 2>에서 이를 확인할 수 있다. 기업집단 계열사 더미는 유의한(t값=2.94) 정(正)의 값(0.3749)을 갖기 때문에 대규모기업집단 계열사는 그 차이만큼 '높은 절편 값'을 갖고 출발하게 된다. 대규모기업집단의 내부비효율은 log

52) 하지만 그런 미지의 내부비효율이 반드시 대규모기업집단 계열사의 ROA2 값을 독립기업에 비해 낮춘다고 단정할 수 없다. 즉 기업집단 계열사만이 갖고 있는 ROA2 값을 끌어올리는 요인이 있을 수 있기 때문이다. 그렇지 않으면 대규모기업집단 계열사의 ROA2 평균값이 독립기업보다 높을 수 없다.

53) 절편과 기울기의 변화를 추적하기 위해서이다.

(asset)의 추정계수에 내재되어 있다. 비재벌 독립기업군의 ‘log(asset)’의 계수값은 ‘0.0410’이나 재벌 계열사는 이보다 작은 ‘0.0214(=0.0410-0.0196)’에 지나지 않기 때문이다. 이는 대기업집단 계열사의 경우에 규모의 경제가 실현되는 속도가 상대적으로 느리다는 것을 의미한다.⁵⁴⁾

<참고 표 2> 재벌계열사와 독립기업의 수익률 차이 분석

구 분	ROA2의 절편	log(asset)의 추정계수
대규모기업집단 계열사	-0.2615 (= -0.6364 + 0.3749)	0.0214 (= 0.0410 - 0.0196)
독립기업 (소규모기업집단 포함)	-0.6364	0.0410

주: <표 10> ROA2-10)식에서 작성

ROA2-11)은 절편을 배제하고 ‘log(asset)’의 기울기 변화만을 추적한 것이다. 절편 향이 빠진 관계로 ‘log(asset)×affil_dum’의 계수값은 ROA2-10)보다 크게 감소한 ‘-0.0014’를 나타내고 있다. 이로써 재벌계열사의 ROA2 값이 독립기업군보다 높음에도 불구하고 재벌 계열사 더미가 유의한 부(負)의 값을 갖는 이유가 설명되고 있다.⁵⁵⁾ 또한 ROA2-12)와 ROA2-13)은 지배주주 지분(owner) 대신 대주주 1인 총계(owner_total)를 교차 적용해 회귀식을 추정한 것이다. 추정결과 ROA2-10), ROA2-11)과 같은 구조를 갖고 있음을 확인할 수 있다.

54) IMF 외환위기 이후에는 ‘대규모 생산’의 이점이 많이 사라졌음을 의미한다. 소비자의 선호가 다양해지면서 ‘다품종 소량생산’이 주종을 이룬 것도 그 같은 이유의 일단을 제공하고 있다.

55) ‘affil_dum’의 추정계수가 유의한 부(負)의 값을 가질 수밖에 없었던 이유는 자명하다 하겠다. 그것은 ‘log(asset)×affil_dum’ 변수를 독립변수로 추가설정하지 않아 그로 인한 조정부담을 ‘affil_dum’이 져야 했기 때문이다.

<표 11>은 ROA2 기본 회귀방정식을 전체기업, 대규모기업집단, 독립 및 소기업집단으로 구분해 추정한 결과를 정리해 놓은 것이다. 대규모기업집단의 경우 지배주주의 영향력 지수는 별로 유의미하지 않은 것으로 나타났다. 하지만 사외이사 비율은 유의한 부의 영향을 미치는 것으로 나타났다. IMF 외환위기 재벌개혁의 핵심은 총수의 견제라 해도 과언이 아니다. 따라서 대규모기업집단의 경우 계열사 별로 ROA2 값에 상당한 차이가 남에도 불구하고 지배주주의 영향력지수 값에는 큰 차이가 나기 어려워 영향력 지수 값이 ROA2를 설명하는 데 있어 큰 역할을 하지 못한 것으로 추론된다. 대신 지배주주에 대한 견제가 심하지 않은 독립기업군의 경우, 지배주주의 영향력이 십분 발휘된 기업일수록 기업 성과가 높은 것으로 추론된다. 의사결정의 신속성과 효율성을 나타내는 속도경영의 함의를 발견할 수 있다 하겠다.

시계열자료와 횡단면자료가 통합된 패널데이터의 교란요인은 ‘단순최소자승법(ordinary least square; OLS)’에서 표준적으로 가정된 교란항의 속성을 충족시키지 않는다. 패널모형에서의 오차항은 횡단면자료상의 교란요인과 시계열상의 교란요인, 그리고 두 자료의 결합에 따른 교란요인으로 구성된다. 이 같은 상황에서의 추정은 다음과 같이 구분할 수 있다. 첫째는 결합된 자료에 단순히 OLS를 적용하는 방법, 둘째는 공분산분석(ANOCOVA; analysis of covariance)모형을 활용하는 방법, 셋째는 복합오차모형(error components model)을 이용하는 방법, 넷째는 횡단면자료의 이분산과 시계열자료의 계열상관을 제거하는 일반화최소자승법(generalized least square; GLS)을 적용하는 방법으로 대별된다. 그 중 가장 바람직한 추정방법은 GLS이다.

패널데이터를 분석하는 또 다른 방법으로 ‘고정효과모형(fixed effect model)’과 ‘확률효과모형(random effect model)’이 있다. 패

널자료의 일반적 회귀식을 “ $Y_{it} = \alpha_i + \beta \cdot X_{it} + \epsilon_{it}, i = 1, \dots, N$
 $t = 1, \dots, T$ ”와 같이 설정할 때, $\alpha_i (i = 1, \dots, N)$ 를 특정대상의 특성
(entity specific intercepts)을 나타내는 절편 값으로 인식하는 경우
이를 ‘고정효과모형’이라 한다. 이때 관측치가 대상별로는 변화하
나 관측시기와는 무관한 경우의 고정효과를 ‘개별효과(individual
effect)’라 한다. 한편 관측치가 관측시기에 의해서는 영향을 받으
나 관측대상 간에는 차이가 없는 경우 ‘시간효과(time effect)’라 한
다. 확률효과모형은 상수항 ‘ α_i ’을 고정된 상수가 아니라 확률변
수로 고려한다. 이때 α_i 는 상호독립적이며, 오차항 ϵ_{it} 와도 독립
적이라고 가정한다. 따라서 추정할 모수는 N 의 크기와는 상관없
이 고정되어 있으므로 N 이 크고 T 가 작은 패널자료 분석에 적
합하다 하겠다.

<참고 표 3>은 본 연구의 기본 회귀식인 ‘ROA2’를 고정효과모
형 및 확률효과모형으로 추정한 결과를 정리한 것이다. ROA2-
14)식과 ROA-15)식은 추정방식의 차이에 따른 추정결과를 비교
하기 위해 <표 11>에서 인용한 것이다. <참고 표 3>에서 보듯이
OLS와 고정효과모형, 그리고 확률효과모형 간에 추정상의 커다
란 질적인 차이가 관찰되지 않고 있다.⁵⁶⁾ 따라서 이하에서는
OLS에 의한 추정방식을 견지하기로 한다. 끝으로 횡단면상으로
는 이분산이 시계열상으로는 계열상관이 기대되는 패널데이터 분
석을 위한 GLS 추정방식을 본 연구의 <부록>에 정리하였다.⁵⁷⁾

56) <참고 표 3>에서는 시간효과(time effect)를 채택하였다. 그 논거는 분명하다. 본
연구에서 종속변수는 ROA인바 각 기업의 총자산경상수익률은 연도(경기상태)
에 따라 영향을 받을 수밖에 없기 때문이다. 그러나 업종이 서로 다른 기업 간의
ROA는 확률적으로 서로 독립의 관계를 유지할 것으로 판단된다.

57) 만약 본 연구의 시계열 데이터의 기간이 IMF 외환위기 이후의 5년이 아닌 IMF
외환위기 발발 이후 10년이었다면 ‘GLS’를 회귀추정방식으로 채택할 수 있다.
그러나 현실적으로 5년의 시계열 데이터에서 계열상관을 추출하는 것은 어렵다
하겠다.

<참고 표 3> 기본 회귀방정식 ROA2: OLS와 panel regression의 비교

구 분	OLS ROA2-14)	OLS ROA2-15)	panel regression (fixed effect, time effect)	panel regression (random effect, time effect)
	ROA2	ROA2	ROA2	ROA2
종속변수 평균치	0.0201	0.0201	0.2010	0.0201
상수항	-0.4764 (-8.97)***	-0.5609 (-11.45)***	공통상수항 없음	-0.4705 (-11.34)***
owner	0.0895 (4.31)***	0.0784 (3.85)***	0.1002 (4.74)***	0.0939 (4.52)***
log(asset)	0.0346 (12.66)***		0.0320 (14.60)***	0.0321 (14.71)***
log(sale)		0.0395 (15.61)***		
debt_ratio	-0.3034 (-25.63)***	-0.3114 (-26.71)***	-0.3095 (-25.87)***	-0.3062 (-26.12)***
influ_ratio	0.0534 (3.86)***	0.0474 (3.49)***	0.0669 (4.79)***	0.0643 (4.63)***
ind_ratio	-0.0577 (-2.88)***	-0.0711 (-3.62)***	-0.0668 (-3.24)***	-0.0755 (-3.81)***
affil_dummy	-0.0325 (-3.26)***	-0.0424 (-4.44)***		
산업분류 dummy	포함	포함	-	-
유효표본 수	2,232	2,232	2,232	2,232
Centered R ²	0.3312	0.3540	0.2993	0.2963
Uncentered R ²	0.3413	0.3637	0.3099	0.3067

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준(significance level)을 표시함.

<표 9> 기본 회귀방정식-ROA2

구분	ROA2-1)	ROA2-2)	ROA2-3)	ROA2-4)	ROA2-5)	ROA2-6)	ROA2-7)	ROA2-8)	ROA2-9)
	roa2	roa2	roa2	roa2	roa2	roa2	roa2	roa2	roa2
종속변수 평균치	0.0198	0.0198	0.0198	0.0201	0.0201	0.0201	0.0201	0.0201	0.0201
상수항	-0.6399 (-10.82) ^{***}	-0.4049 (-10.04) ^{***}	-0.4261 (-8.13) ^{***}	-0.4709 (-11.31) ^{***}	-0.5214 (-13.49) ^{***}	-0.5496 (-10.72) ^{***}	-0.6198 (-13.36) ^{***}	-0.5442 (-10.62) ^{***}	-0.6234 (-13.39) ^{***}
owner	0.1189 (4.96) ^{***}	0.0751 (3.64) ^{***}	0.0733 (3.59) ^{***}	0.0979 (4.66) ^{***}	0.0872 (4.23) ^{***}	0.1008 (4.80) ^{***}	0.0893 (4.34) ^{***}		
owner_total								0.0604 (4.42) ^{***}	0.0753 (4.22) ^{***}
log(asset)	0.0335 (10.73) ^{***}	0.0294 (14.14) ^{***}	0.0328 (12.45) ^{***}	0.0321 (14.64) ^{***}		0.0364 (13.27) ^{***}		0.0356 (12.99) ^{***}	
log(sale)					0.0356 (17.21) ^{***}		0.0411 (16.27) ^{***}		0.0408 (16.13) ^{***}
debt_ratio		-0.3247 (-29.45) ^{***}	-0.3215 (-29.18) ^{***}	-0.3082 (-25.97) ^{***}	-0.3176 (-27.12) ^{***}	-0.3078 (-25.96) ^{***}	-0.3181 (-27.23) ^{***}	-0.2998 (-24.64) ^{***}	-0.3104 (-25.90) ^{***}
influ_ratio				0.0659 (4.74) ^{***}	0.0610 (4.46) ^{***}	0.0622 (4.45) ^{***}	0.0549 (3.99) ^{***}	0.0440 (3.19) ^{***}	0.0385 (2.84) ^{***}
ind_ratio				-0.0701 (-3.45) ^{**}	-0.0839 (-4.20) ^{**}	-0.0700 (-3.45) ^{**}	-0.0830 (-4.17) ^{**}	-0.0604 (-2.96) ^{**}	-0.0745 (-3.72) ^{**}
affil_dummy	-0.0415 (-3.54) ^{***}		-0.0335 (-3.39) ^{***}			-0.0263 (-2.62) ^{**}	-0.0367 (-3.81) ^{***}	-0.0261 (-2.60) ^{**}	-0.0374 (-3.88) ^{***}
산업분류 dummy	-	-	포함	-	-	-	-	-	-
연도 dummy	-	-	포함	-	-	-	-	-	-
유호표본 수	2,250	2,250	2,250	2,232	2,232	2,232	2,232	2,233	2,233
Centered R ²	0.0630	0.3203	0.3561	0.2990	0.3217	0.3011	0.3260	0.2998	0.3256
Uncentered R ²	0.0761	0.3298	0.3651	0.3095	0.3319	0.3117	0.3362	0.3104	0.3358

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준(significance level)을 표시함.

<표 10> 기본 회귀방정식-ROA2: 재벌더미변수

구분	ROA2-3)	ROA2-6)	ROA2-10)	ROA2-11)	ROA2-8)	ROA2-12)	ROA2-13)
	roa2	roa2	roa2	roa2	roa2	roa2	roa2
종속변수 평균치	0.0198	0.0201	0.0201	0.0201	0.0201	0.0201	0.0201
상수항	-0.4261 (-8.13) ^{***}	-0.5496 (-10.72) ^{***}	-0.6364 (-10.95) ^{***}	-0.5627 (-10.72) ^{***}	-0.5442 (-10.62) ^{***}	-0.6268 (-10.80) ^{***}	-0.5568 (-10.62) ^{***}
owner	0.0733 (3.59) ^{***}	0.1008 (4.80) ^{***}	0.0932 (4.41) ^{***}	0.1005 (4.79) ^{***}			
owner_total					0.0804 (4.42) ^{***}	0.0714 (3.88) ^{***}	0.0800 (4.40) ^{***}
log(asset)	0.0328 (12.45) ^{***}	0.0364 (13.27) ^{***}	0.0410 (13.23) ^{***}	0.0371 (13.20) ^{***}	0.0356 (12.99) ^{***}	0.0401 (12.88) ^{***}	0.0363 (12.92) ^{***}
log(asset)*affil_dum			-0.0196 (-3.15) ^{**}	-0.0014 (-2.86) ^{**}		-0.0189 (-3.02) ^{**}	-0.0014 (-2.83) ^{**}
log(sale)							
debt_ratio	-0.3215 (-29.18) ^{***}	-0.3078 (-25.96) ^{***}	-0.3063 (-25.86) ^{***}	-0.3076 (-29.95) ^{***}	-0.2998 (-24.64) ^{***}	-0.2995 (-24.65) ^{***}	-0.2997 (-24.63) ^{***}
influ_ratio		0.0622 (4.45) ^{***}	0.0620 (4.44) ^{***}	0.0618 (4.42) ^{***}	0.0440 (3.19) ^{**}	0.0454 (3.29) ^{**}	0.0437 (3.17) ^{**}
ind_ratio		-0.0700 (-3.45) ^{**}	-0.0579 (-2.81) ^{**}	-0.0692 (-3.40) ^{**}	-0.0604 (-2.96) ^{**}	-0.0498 (-2.41) [*]	-0.0596 (-2.92) ^{**}
affil_dummy	-0.0335 (-3.39) ^{***}	-0.0263 (-2.62) ^{**}	0.3749 (2.94) ^{**}		-0.0261 (-2.60) ^{**}	0.3608 (2.81) ^{**}	
산업분류 dummy	포함	-	-	-	-	-	-
연도 dummy	포함	-	-	-	-	-	-
유출표본 수	2,250	2,232	2,232	2,232	2,233	2,233	2,233
Centered R ²	0.3561	0.3011	0.3042	0.3015	0.2998	0.3027	0.3002
Uncentered R ²	0.3651	0.3117	0.3147	0.3120	0.3104	0.3132	0.3108

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준(significance level)을 표시함.

<표 11> 기본 회귀방정식-ROA2: 전체기업, 기업집단, 독립기업 및 소규모기업집단

구분	ROA2-14)	ROA2-15)	ROA2-16)	ROA2-17)	ROA2-18)	ROA2-19)
	전체기업	전체기업	기업집단	기업집단	독립기업 및 소기업집단	독립기업 및 소기업집단
종속변수 평균치	0.0201	0.0201	0.0513	0.0513	0.0140	0.0140
상수항	-0.4764 (-8.97)***	-0.5609 (-11.45)***	-0.2081 (-2.90)**	-0.3222 (-5.00)***	-0.6358 (-10.28)**	-0.6975 (-12.53)***
owner	0.0895 (4.31)***	0.0784 (3.85)***	0.0683 (2.50)**	0.0749 (2.87)**	0.0962 (3.86)***	0.0802 (3.27)**
log(asset)	0.0346 (12.66)***		0.0174 (4.99)**		0.0411 (12.45)***	
log(sale)		0.0395 (15.61)***		0.0233 (7.41)***		0.0456 (15.03)***
debt_ratio	-0.3034 (-25.63)***	-0.3114 (-26.71)***	-0.2266 (-11.14)***	-0.2338 (-11.94)***	-0.3147 (-23.54)***	-0.3269 (-24.81)***
influ_ratio	0.0534 (3.86)***	0.0474 (3.49)**	0.0071 (0.34)	0.0075 (0.37)	0.0694 (4.33)***	0.0596 (3.77)***
ind_ratio	-0.0577 (-2.88)**	-0.0711 (-3.62)**	-0.0338 (-1.60)*	-0.0474 (-2.37)**	-0.0675 (-2.57)**	-0.0824 (-3.19)**
affil_dummy	-0.0325 (-3.26)***	-0.0424 (-4.44)***				
산업분류 dummy	포함	포함	-	-	-	-
유호표본 수	2,232	2,232	365	365	1,867	1,867
Centered R ²	0.3312	0.3540	0.2733	0.3259	0.3034	0.3271
Uncentered R ²	0.3413	0.3637	0.4548	0.4942	0.3080	0.3315

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준(significance level)을 표시함.

III. ROA3 기본 회귀추정식

<표 12>는 총자산순이익률(ROA3)에 관한 기본 회귀추정식이다. 총자산순이익률은 (당기)순이익(net income)을 총자산에 대비시킨 것이다. 순이익은 기업이 일정 기간 동안 얻은 모든 수익에서 지출한 모든 비용을 공제하고 순수하게 이익으로 남은 몫을 말한다. 구체적으로 경상이익에서 유가증권매매손익이나 재해 등으로 인한 특별손실과 법인세 등을 차감한 것이다. 순이익은 일정 기간 동안 영업은 물론 비영업활동을 통해 얻은 이익의 총계를 의미한다.

<표 12>에서 보는 바와 같이 총자산순이익률 회귀식은 매우 실망스러운 결과를 보여주고 있다. 총자산경상이익률을 잘 설명하던 변수들이 총자산순이익률은 전혀 설명하지 못하고 있다. <표 6>의 ROA2와 ROA3 값을 관찰한 결과 그 이유가 ‘outlier’에 있음을 직감할 수 있었다.⁵⁸⁾ 즉 경상적 기업활동과 무관한 특별손익이 왜곡을 가져올 수 있다는 판단이 들었다. 본 연구에서는 ‘ROA3-ROA2’가 1.0(100%)보다 큰 기업을 outlier로 규정하고 이를 따로 구별해냈다. <표 13>은 outlier로 식별된 기업의 상세정보를 표시한 것이다. <표 14>는 <표 13>에서 식별된 outlier를 제외하고 추정된 회귀식을 정리한 것이다. ‘ROA2’의 수준의 설명력을 유지하고 있음을 알 수 있다.

58) 특별손익계정은 비영업적 비경상적으로 기업구조가 조정되는 것이므로 기업성과에 반영될 경우 분석상의 큰 왜곡을 초래하게 된다. 특별손익은 자산수증이익, 채무면제이익, 보험차익, 자산매각손익, 재해손실 등을 반영한다. 특별손익은 경상적 기업활동과 무관하지만 당기에 발생한 손익이라는 점에서 당기순이익의 구성요소가 된다.

<표 12> 기본 회귀방정식-ROA3

구 분	ROA3-1)	ROA3-2)	ROA3-3)	ROA3-4)	ROA3-5)
	roa3	roa3	roa3	roa3	roa3
종속변수 평균치	0.0378	0.0378	0.0378	0.0378	0.0378
상수항	0.2850 (1.40)	0.4106 (1.64)	0.4749 (2.25)**	0.4288 (2.24)**	0.6085 (2.65)***
owner	-0.0518 (-0.50)	-0.0566 (-0.55)	-0.0335 (-0.32)	-0.0509 (-0.49)	-0.0553 (-0.54)
log(asset)	-0.0055 (-0.52)	-0.0125 (-0.93)			
log(sale)			-0.0151 (-1.44)	-0.0136 (-1.33)	-0.0238 (-1.90)**
debt_ratio1	-0.2151 (-3.71)***	-0.2158 (-3.72)***	-0.2208 (-3.70)***	-0.2095 (-3.60)***	-0.2087 (-3.59)***
infu_ratio	-0.0464 (-0.68)	-0.0403 (-0.59)	-0.0339 (-0.49)	-0.0448 (-0.66)	-0.0333 (-0.48)
ind_ratio	-0.0759 (-0.77)	-0.0761 (-0.77)	-0.0393 (-0.39)	-0.5201 (-0.52)	-0.0540 (-0.55)
affil_dummy		0.0426 (0.86)			0.0681 (1.40)
산업분류 dummy	-	-	포함	-	-
연도 dummy	-	-	포함	-	-
유효표본 수	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
Centered R ²	0.0067	0.0070	0.0119	0.0073	0.0082
Uncentered R ²	0.0098	0.0101	0.0150	0.0104	0.0113

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준(significance level)을 표시함.

<표 13> outlier 기업 내역

구 분	year	roa2	roa3	경상이익 (10억 원)	순이익 (10억 원)	특별이익 (10억 원)	구조조정내역 (특별이익세목)
OO철관	2001	0.02	1.21	1.38	72.89	71.94	법정관리종결 대손충당금환입액
OO진도	2001	-0.24	1.18	-111.11	545.92	1,107.06	회사정리계획인가 채무면제이익
O인스	2002	-0.02	1.50	-1.02	67.11	96.49	채무면제(68.12) 자산매각(28.37)
OOO 인스트루먼트	2002	-0.84	0.80	-33.53	32.07	65.60	채무면제이익
OOO 데이터시스템스	2003	-0.34	12.38	-19.77	723.31	815.43	채무면제이익
OO원	2002	-0.90	28.53	-3.62	114.57	118.19	흡수합병 채무면제이익
OO주강	2001	-0.31	0.82	-5.70	14.93	46.39	화의종료 채무면제이익
OO페인트 공업	2002	-0.09	1.18	-3.50	43.88	48.75	화의종료 채무면제이익

주: 당해연도에 법정관리의 종결, 화의종료, 최대주주변경 등에 따른 구조조정이 이루어진 기업들임.

<표 14> 기본 회귀방정식-ROA3: outlier 제거

구분	ROA3-6	ROA3-7	ROA3-8	ROA3-9	ROA3-10	ROA3-11	ROA3-12	ROA3-13
	roa3	roa3	roa3	roa3	roa3	roa3	roa3	roa3
종속변수 평균치	0.0160	0.0150	0.0150	0.0160	0.0160	0.0150	0.0160	0.0160
상수항	-0.3434 (-7.08)***	-0.3590 (-7.96)***	-0.4672 (-8.27)***	-0.4105 (-9.06)***	-0.5081 (-9.11)***	-0.3941 (-9.27)***	-0.4360 (-10.26)***	-0.5380 (-10.53)***
owner	0.0928 (4.06)***	0.0897 (3.90)***	0.0945 (4.11)***	0.0998 (4.38)***	0.1034 (4.54)***	0.0827 (3.63)***	0.0907 (4.01)***	0.0929 (4.12)***
log(asset)	0.0267 (11.12)***	0.0267 (11.48)***	0.0326 (10.97)***	0.0286 (12.01)***	0.0340 (11.39)***			
log(sale)						0.0290 (13.05)***	0.0306 (13.49)***	0.0364 (13.08)***
debt_ratio	-0.2754 (-21.07)***	-0.3294 (-26.78)***	-0.3278 (-26.69)***	-0.2731 (-21.19)***	-0.2726 (-21.19)***	-0.3353 (-27.43)***	-0.2809 (-21.90)***	-0.2815 (-22.00)***
intfu_ratio	0.0283 (1.87)*			0.0338 (2.24)**	0.0292 (1.92)*		0.0298 (1.98)**	0.0235 (1.56)
ind_ratio	-0.0858 (-3.85)***			-0.1030 (-4.67)***	-0.1030 (-4.68)***		-0.1118 (-5.11)***	-0.1110 (-5.09)***
affil_dummy			-0.0352 (-3.17)***		-0.0325 (-2.99)***			-0.0377 (-3.57)***
산업분류 dummy 포함	-	-	-	-	-	-	-	-
연도 dummy 포함	-	-	-	-	-	-	-	-
유효표본 수	2,224	2,242	2,242	2,224	2,224	2,242	2,224	2,224
Centered R ²	0.2398	0.2751	0.2783	0.2181	0.2212	0.2867	0.2303	0.2348
Uncentered R ²	0.2467	0.2801	0.2833	0.2252	0.2284	0.2916	0.2374	0.2418

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준(significance level)을 표시함.

IV. 연구개발 집약도와 기업성과 간의 관계

연구개발투자가 기업수익성에 미치는 효과를 분석하고자 한다. <표 15>는 연구개발 집약도 및 광고선전 집약도가 기업수익에 미치는 효과를 정리한 것이다. 사전적으로 연구개발 집약도는 일정한 시차를 갖고 기업의 수익률에 정(正)의 효과를 미칠 것으로 예측된다. 하지만 실제 실증분석에서는 연구개발 집약도가 기업수익률에 유의한 부(負)의 효과를 미치는 것으로 나타나 사전적 예측이 현실에 들어맞지 않는 것으로 나타났다.⁵⁹⁾ 전년도 및 당해연도의 연구개발 집약도 값을 합친 것을 설명변수로 사용해 보았지만 부(負)의 부호를 바꾸지는 못했다. 연구개발 집약도와 기업성과 간에는 2, 3년의 시차가 예상되지만, 개별기업 당 시계열구간이 5년에 지나지 않아 더는 분석을 진행할 수 없었다. 따라서 연구개발투자가 실물적인 측면에서 기업성과에 미치는 효과를 규명하기 위해서는 최소 3~4년 이상의 시차를 소화할 수 있도록 더욱 긴 시계열자료가 필요하다 하겠다. 이는 추후의 연구과제로 돌리고자 한다.

광고선전 집약도는 예상대로 정(正)의 효과를 미치는 것으로 나타났다. 이번에는 연구개발 집약도와 광고선전 집약도 값을 더한 것을 새로운 변수로 정의해 설명변수로 사용하였다. 추정결과 ‘결합변수’의 회귀계수는 부(負)의 부호로 나타났다. 이는 연구개발 집약도가 기업수익률에 미치는 부(負)의 효과가 광고선전 집약도

59) 기업의 R&D 지출에 관한 데이터가 실제 R&D 활동을 반영하지 못하는 것이 아닌가 하는 의구심마저 든다. 일부 글로벌 기업을 제외하고는 R&D 지출 비중이 낮으며, 확증은 없지만 많은 기업들이 손비처리를 위해 R&D와 무관한 지출을 연구개발투자로 회계 처리하는 것은 아닌가 싶기도 하다.

의 정(正)의 효과를 압도하였음을 의미한다. 결국 연구개발 집약도는 단기에서는 기업수익률에 부(負)의 영향을 미침을 알 수 있다.

연구개발 집약도가 실물적인 측면에서 기업의 수익률 제고에 유의한 정(正)의 효과를 주지 못하기 때문에 소유·지배구조가 연구개발 집약도에 미치는 영향을 분석할 이유가 사라졌다. 또한 연구개발 집약도가 기업의 경영성과에 정(正)의 영향을 미치며, 반대방향으로 기업의 경영성과가 연구개발 지출의 여력을 넓힐 수 있다는 사전적 예측에 기초한 동태 분석도 그 기반을 상실하게 되었다.

<표 15> 연구개발 집약도와 기업성과 간의 관계: 광고선전비 포함

구분	ROA1-11)	ROA1-12)	ROA1-13)	ROA1-14)	ROA2-20)	ROA2-21)	ROA2-22)	ROA2-23)	ROA2-24)
	ROA1	ROA1	ROA1	ROA1	ROA2	ROA2	ROA2	ROA2	ROA2
종속변수 평균치	0.0401	0.0401	0.0444	0.0444	0.0195	0.0246	0.0246	0.0329	0.0329
상수항	-0.3957 (-13.63) ^{***}	-0.4041 (-13.51) ^{***}	-0.3459 (-12.65) ^{***}	-0.3630 (-12.96) ^{***}	-0.4771 (-11.06) ^{***}	-0.4345 (-10.53) ^{***}	-0.4494 (-10.74) ^{***}	-0.4125 (-8.44) ^{***}	-0.4695 (-10.15) ^{***}
owner	0.0522 (3.61) ^{***}	0.0576 (3.89) ^{***}	0.0455 (3.34) ^{***}	0.0393 (2.81) ^{**}	0.1007 (4.64) ^{***}	0.1115 (5.30) ^{***}	0.1042 (4.88) ^{***}	0.0715 (2.90) ^{**}	0.0643 (2.65) ^{**}
log(asset)	0.0210 (14.03) ^{***}	0.0212 (13.72) ^{***}	0.0176 (12.63) ^{***}	0.0185 (12.96) ^{***}	0.0323 (14.20) ^{***}	0.0295 (13.62) ^{***}	0.0305 (13.92) ^{***}	0.0292 (11.49) ^{***}	
turn_over	0.0181 (3.86) ^{***}	0.0181 (3.75) ^{***}	0.0318 (6.95) ^{***}	0.0336 (7.16) ^{***}					
debt_ratio					-0.3104 (-25.50) ^{***}	-0.2905 (-22.46) ^{***}	-0.2960 (-22.57) ^{***}	-0.2969 (-17.47) ^{***}	-0.3149 (-18.74) ^{***}
influ_ratio	0.0551 (5.83) ^{***}	0.0499 (5.20) ^{***}	0.0534 (6.07) ^{***}	0.0598 (6.65) ^{***}	0.0606 (4.26) ^{**}	0.0785 (5.70) ^{***}	0.0851 (6.10) ^{***}	0.0694 (4.30) ^{**}	0.0685 (4.32) ^{**}
ind_ratio	-0.408 (-2.93) ^{**}	-0.0408 (-2.86) ^{**}	-0.0258 (-2.04) [*]	0.0290 (-2.24) [*]	-0.0698 (-3.33) ^{**}	-0.0524 (-2.69) ^{**}	-0.0563 (-2.85) ^{**}	-0.0431 (-1.88) [*]	-0.0570 (-2.53) ^{**}
ad_inten		0.5384 (5.55) ^{***}	0.7166 (8.48) ^{***}		0.3782 (2.69) ^{**}	0.5802 (4.48) ^{**}			
rd_inten			-0.3108 (-5.40) ^{***}			-0.6225 (-7.08) ^{***}			
ad_inten + rd_inten				0.0283 (0.60)			-0.2271 (-3.21) ^{**}		
[ad_inten + rd_inten] + [ad_inten + rd_inten]-1								-0.1366 (-2.96) ^{**}	-0.1134 (-2.50) ^{**}
유효표본 수	2,272	2,202	1,736	1,736	2,162	1,711	1,711	1,219	1,219
Centered R ²	0.0970	0.1104	0.1710	0.1262	0.3120	0.3533	0.3326	0.3081	0.3081
Uncentered R ²	0.2230	0.2325	0.3525	0.3174				0.3218	0.3457

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준(significance level)을 표시함.

V. 절충가설 검증: 본인 제공항의 도입

기업지배구조와 기업가치 간의 관계에 관한 지금까지의 회귀분석은 이해일치가설을 지지하는 것으로 이해될 수 있다. 그 이유는 ‘본인(owner)’ 또는 ‘대주주 1인 총계(owner_total)’의 계수가 유의한 정(正)의 부호를 나타내기 때문이다. 경영진의 지분이 높을수록 소액주주와의 ‘이해의 불일치’ 정도가 완화된다는 것이다.

여기서는 본인(owner) 또는 대주주 1인 총계(owner_total)의 제곱(square)항을 설명변수에 추가해 ‘절충가설’이 성립될 수 있는지를 검증하고자 한다. 만약 본인과 본인의 제곱의 변수가 모두 유의한 값을 갖는다면, 지분을 수준에 따라 기업가치(기업수익률)에의 영향은 정(正) 또는 부(負)의 관계를 갖게 된다. 예컨대 본인(owner)과 본인의 제곱(owner×owner)의 계수값이 각각 유의한 정(正)과 부(負)의 부호를 갖는다면, 지배주주의 지분과 기업의 성과(기업가치)는 역(逆) U자의 관계가 나타난다.

<표 16>은 절충가설을 검증하기 위한 회귀추정식이다.⁶⁰⁾ ROA2-26)의 식을 보면 본인(owner)과 본인의 제곱(owner×owner)의 절대값이 거의 같음을 알 수 있다. 따라서 ROA2의 최대치는 본인(owner)의 값이 ‘0.5’ 안팎일 때일 것으로 판단된다. 본 연구의 주안점은 ‘ROA2’ 추정이므로 ROA2-25)식을 기본 회귀식으로 삼는다. ROA2-25)식에서 ‘ROA2’를 ‘y’로 ‘owner’를 ‘x’로 놓으면, 기

60) ROA1, ROA2의 추정식에 보듯이 추정회귀식의 성과는 ROA2의 경우가 훨씬 우수하다. 이 같은 결과가 도출된 이유를 명시적으로 짚어 말할 수는 없다. 그러나 다음과 같은 추론이 가능하다. 우선 ‘ROA1’은 기업의 실물적인 측면에서 포착한 수익률이며, ‘ROA2’는 실물적인 측면 이외에 재무활동에 따른 수익률을 포괄한 개념이다. 한편 기업의 재무의사결정이 소유지배구조(경영자 지분)에 의해 많은 영향을 받을 것으로 판단되기 때문에 ‘ROA2’를 설명하는 데 있어 절충가설이 더욱 잘 적용된다고 할 수 있다.

본 회귀식은 “ $y = -0.2239(x^2 - 0.2338/0.2239 \cdot x) \dots \dots$ ”로 다시 쓸 수 있다. 이를 다시 정리하면 “ $y = -0.2239[(x - 0.5221)^2 \dots]$ ”와 같다. 따라서 ROA2를 극대화시키는 본인(owner)의 지분은 ‘0.5221’임을 알 수 있다. <표 6>에 의하면 본인(owner)의 ‘가중평균하지 않은’ 전체 평균값이 22%정도이므로 대부분의 기업이 “본인(owner)의 값이 커짐에 따라 ROA2의 값이 커지는 영역에 위치”함을 알 수 있다.

본 연구도 Morck, Shleifer & Vishny(1988)와 같은 ‘순차적 구간 추정(piecewise regression)’을 고려했다. 하지만 순차적 구간추정 방식은 경영진의 지분을 ‘임계치’를 어떻게 설정할 것인가 하는 문제에 직면하게 된다. 임계치와 임계구간의 수는 결국 임의로(ad hoc) 정할 수밖에 없다. 그리고 순차적 구간추정을 통해 N자형, 즉 추정계수의 부호가 정(+), 부(-), 정(+) 순으로 교대로 나타난다 하더라도 이를 이론적으로 해석할 방법이 없다. 따라서 본 연구는 지배주주 지분율(owner)의 제공항을 추가로 삽입하는 선에서 절충가설을 검증하였다. N자형 구간추정을 시도하지 않은 또 다른 이유는 본 연구의 주안점이 절충가설 그 자체를 검증하는 것이 아니기 때문이다. 지배주주의 지분율이 50%일 때 ROA2 값이 최고치에 달한다는 역(逆) U자의 절충가설에 만족한다. 지배주주 지분율이 50% 정도에 이를 때까지 이해일치가설이 적용될 수 있다는 것이 본 연구의 기본 입장이다. 본인(owner) 지분이 ‘0.5221’에서 ROA2가 최대 값을 갖는다는 본 연구결과는 McConnell and Servaes(1990)의 연구결과와 유사하다 하겠다.

<참고 표 4>는 순차적 구간추정을 염두에 두고 지배주주 지분율(owner)과 총자산경상이익률(ROA2) 간의 관계를 정리해 놓은 것이다. 참고 표에서 보듯이 “ $50.0 < \text{owner} \leq 60.0$ ” 구간에서 ROA2가 최대 값(5.80%)을 갖는 것으로 나타나 있다. 지배주주 지

분율 구간을 더욱 세분화하면 “ $50.0 < \text{owner} \leq 55.0$ ”에서 ROA2 값이 최대(5.94%)가 됨을 알 수 있다. 중간(30~35%의 지분율)에 약간의 기복은 있지만 본인(owner) 지분율이 50~55%에 이를 때까지 “추세적으로 증가했다가 다시 꺾이는 패턴”을 보이는 것으로 나타났다. 본 연구자는 본인(owner) 지분이 50~55%에 이르는 과정을 굳이 N자형으로 구분할 필요를 느끼지 못했다.

<참고 표 4> 지배주주 지분과 총자산경상이익률의 관계

지배주주 지분율(%)	표본수	ROA2*	지배주주 지분율(%)	표본수	ROA2
$0.0 \leq \text{owner} \leq 10.0$	429	-0.0055	$0.0 \leq \text{owner} \leq 5.0$	163	-0.0248
			$5.0 < \text{owner} \leq 10.0$	266	0.0062
$10.0 < \text{owner} \leq 20.0$	747	0.0142	$10.0 < \text{owner} \leq 15.0$	378	0.0012
			$15.0 < \text{owner} \leq 20.0$	369	0.0276
$20.0 < \text{owner} \leq 30.0$	572	0.0238	$20.0 < \text{owner} \leq 25.0$	319	0.0236
			$25.0 < \text{owner} \leq 30.0$	253	0.0242
$30.0 < \text{owner} \leq 40.0$	288	0.0457	$30.0 < \text{owner} \leq 35.0$	172	0.0474
			$35.0 < \text{owner} \leq 40.0$	116	0.0433
$40.0 < \text{owner} \leq 50.0$	163	0.0322	$40.0 < \text{owner} \leq 45.0$	87	0.0387
			$45.0 < \text{owner} \leq 50.0$	76	0.0247
$50.0 < \text{owner} \leq 60.0$	58	0.0580	$50.0 < \text{owner} \leq 55.0$	37	0.0594
			$55.0 < \text{owner} \leq 60.0$	21	0.0554
$60.0 < \text{owner} \leq 90.0$	44	0.0185	$60.0 < \text{owner} \leq 70.0$	30	0.0443
			$70.0 < \text{owner} \leq 90.0$	14	-0.0367

주: *는 총자산경상이익률: “ordinary income/asset”

본 연구의 기본 회귀식 ROA2-25)식은 owner 값이 ‘0.5221’에서 최대값을 가지므로 이 회귀식을 “ $0.0 < \text{owner} < 0.5221$ ”와 “ $\text{owner} \geq 0.5221$ ”로 나누어 구간추정해 볼 필요가 있다. 이때에는 지배주주 지분을 제곱항(owner square term)은 생략하고 지배주주 지분율(owner)만 삽입해야 한다. 그럴 경우 지배주주 지분율의 추정계수의 부호는 각각의 구간에서 반드시 정(+)과 부(-)가 되어야 한다. <참고 표 5>는 추정결과를 정리한 것으로 owner의 추정계수는 ‘사전적 기대’대로 각기 정(+)과 부(-)의 값을 가짐을 알 수 있다.

<참고 표 5> ROA2-25)식의 구간추정

구 분	0.0<owner<0.5221	owner≥0.5221
	ROA2-a)	ROA2-b)
종속변수 평균치	0.0192	0.0454
상수항	-0.4856 (-11.34)***	0.1431 (0.94)
owner	0.1127 (4.38)***	-0.2128 (-1.87)*
owner**2		
log(asset)	0.0327 (14.57)***	0.0085 (1.16)
debt_ratio	-0.3095 (-25.40)***	-0.2027 (-4.52)***
influ_ratio	0.0657 (4.57)***	0.0533 (1.30)
ind_ratio	-0.0694 (-3.35)***	-0.1684 (-1.77)*
유효표본 수	2,156	76
Centered R ²	0.3002	0.3559
Uncentered R ²	0.3096	0.4864

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준을 표시함.

<표 17>은 outlier를 제외한 ROA3에 대한 절충가설을 검증한 결과를 정리한 것이다. <표 17>에서 보듯이 ‘owner’와 ‘owner×2’ 추정계수 모두 유의한 정(+)과 부(-)의 부호를 가지며, 또한 그 절대값이 매우 유사함을 할 수 있다. 따라서 ROA3의 경우에도 ROA2와 같이 지배주주의 지분율이 50% 정도일 때 자산수익률이 극대화되는 역(逆) U자 형태의 절충가설이 성립함을 알 수 있다. 이로써 절충가설 검증에 대한 견고성(robustness)을 다시 한 번 확인할 수 있다.

<표 16> 질충가설 검증-owner square 도입: ROA1, ROA2

구분	ROA1-15)	ROA1-16)	ROA1-17)	ROA1-18)	ROA2-25)	ROA2-26)	ROA2-27)	ROA2-28)
	roa1	roa1	roa1	roa1	roa2	roa2	roa2	roa2
종속변수 평균치	0.0411	0.0401	0.0401	0.0996	0.0201	0.0201	0.0201	0.0201
상수항	-0.3361 (-11.67)***	-0.4024 (-13.67)***	-0.4717 (-13.16)***	-0.5013 (-13.49)***	-0.4877 (-11.55)***	-0.5378 (-13.71)***	-0.5637 (-10.92)***	-0.4916 (-9.10)***
owner	0.0378 (0.90)	0.1085 (2.53)**	0.1068 (2.49)**	0.1137 (2.71)**	0.2338 (3.76)***	0.2227 (3.64)***	0.2320 (3.73)***	0.2069 (3.36)***
owner*2	-0.0243 (-0.37)	-0.0928 (-1.39)	-0.0861 (-1.29)	-0.1018 (-1.56)	-0.2239 (-2.32)**	-0.2233 (-2.35)**	-0.2165 (-2.24)**	-0.1901 (-1.99)**
log(asset)	0.0184 (12.80)***	0.0211 (14.06)***	0.0249 (13.25)***	0.0247 (13.28)***	0.0321 (14.68)***		0.0364 (13.26)***	0.0345 (12.57)***
log(sale)						0.0356 (17.25)***		
turn_over	0.0201 (4.25)***	0.0180 (3.83)***	0.0186 (3.96)***	0.0268 (5.73)***				
debt_ratio					-0.3067 (-25.83)***	-0.3161 (-26.97)***	-0.3063 (-25.82)***	-0.3031 (-25.36)***
influ_ratio	0.0548 (5.80)***	0.0548 (5.80)***	0.0513 (5.41)**	0.0491 (5.27)**	0.0657 (4.72)**	0.0608 (4.44)**	0.0620 (4.44)**	0.0543 (3.91)**
ind_ratio	-0.0406 (-2.91)**	-0.0406 (-2.91)**	-0.0406 (-2.92)**	-0.0237 (-1.72)	-0.0694 (-3.42)**	-0.0831 (-4.16)**	-0.0693 (-3.42)**	-0.0536 (-2.63)**
affili_dummy		-0.0235 (-3.37)***	-0.0235 (-3.37)***	-0.0287 (-4.18)**			-0.0256 (-2.56)*	-0.0312 (-3.12)**
산업분류 dummy	-	-	-	포함	-	-	-	포함
연도 dummy	-	-	-	포함	-	-	-	포함
유효표본 수	2,301	2,272	2,272	2,272	2,232	2,620	2,232	2,232
Centered R ²	0.0717	0.0978	0.1023	0.1598	0.3112	0.3233	0.3027	0.3328
Uncentered R ²	0.2063	0.2237	0.2276	0.2771	0.3218	0.3335	0.3132	0.3429

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준(significance level)을 표시함.

<표 17> 절충가설 검증-owner square 도입: ROA3, outlier 제거

구 분	ROA3-14)	ROA3-15)	ROA3-16)
	roa3	roa3	roa3
종속변수 평균치	0.0160	0.0160	0.0160
상수항	-0.4276 (-9.30)***	-0.4529 (-10.49)***	-0.5109 (-9.21)***
owner	0.2372 (3.50)***	0.2280 (3.39)***	0.2359 (3.48)***
owner**2	-0.2262 (-2.15)**	-0.2260 (-2.17)**	-0.2168 (-2.07)**
log(asset)	0.0287 (12.05)***		0.0333 (11.32)***
log(sale)		0.0307 (13.52)***	
debt_ratio	-0.2716 (-21.07)***	-0.2795 (-21.78)***	-0.2713 (-21.08)***
influ_ratio	0.0336 (2.23)**	0.0296 (1.97)**	0.0308 (2.04)**
ind_ratio	-0.1021 (-4.63)***	-0.1109 (-5.08)***	-0.1037 (-4.71)***
affil_dummy	-	-	-0.0294 (-2.67)***
산업분류 dummy	-	-	-
연도 dummy	-	-	-
유효표본 수	2,224	2,224	2,224
Centered R ²	0.2197	0.2319	0.2222
Uncentered R ²	0.2269	0.2390	0.2293

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준(significance level)을 표시함.

VI. 소유지배과리도와 기업성과 간의 관계: 가공자본에 의한 지대추구행위

<표 18>은 관계사 지분, 소유지배과리도와 기업수익률 간의 관계를 ROA1과 ROA2에 대해 정리한 것이다. “쥐꼬리만한 지분으로 경영전권을 휘두르기 때문에 기업가치가 높아질 수 없다”는 것이 재벌 비판론자들의 신념이었다. 이를 적용하면, 관계사 지분(affil_share), 소유지배과리도(dspirt) 등은 기업의 수익률에 모두 유의한 부(負)의 효과를 미쳐야 한다. 하지만 <표 18>, <표 19>에서 보듯이 이 같은 가설은 기각되고 있다. ROA2의 경우 관계사 지분과 소유지배과리도는 경영성과에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 반면 ROA1의 경우 ROA1-20)식과 ROA1-21)식에서처럼 관계사 지분과 소유지배과리도가 기업성과에 도리어 정(正)의 영향을 미치는 것을 나타나고 있다. ROA3의 경우에도 관계사 지분이 기업성과에 정(正)의 효과를 미치는 것으로 나타났다. 따라서 본 연구는 관계사 지분, 소유지배과리도 등이 수익률에 부정적인 영향을 미친다는 실증적 증거를 발견하지 못하였다.

끝으로 외국인 지분율(frgn_share)의 시장규율 효과를 분석한다. ROA1-20)과 ROA2-30), ROA2-31)식에서 보는 바와 같이, 외국인 지분율은 ROA1, ROA2에 공히 유의한 정(正)의 영향을 미치는 것으로 나타나 있다. 이는 “외국인 지분율이 높은 기업일수록 상대적으로 경영성과가 우월하다”는 가설을 지지하는 추정결과이다.⁶¹⁾ 하지만 외국인이 경영성과가 높은 기업을 선별해 투자(주식 보유)한다면 인과관계는 도치될 수 있다.

61) 기관투자가 지분(relation_share)과 외부 지분(out_share)은 ROA2를 설명하는데 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 드러나 보고하지 않았다.

한편 ROA2-34)는 자사주(自社株)가 경영성과에 미치는 영향을 간접적으로 포착하고 있다. 자사주 지분율을 이용해 본인 지분(owner)을 유효 지분으로 다시 계산한 것이 유효 지분율(eff_share)이다. 회귀식에서 보는 바와 같이 유효 지분율의 추정계수는 유의한 정(正)의 값을 갖는 것으로 나타났다. ROA2-35)는 유효 지분율과 외국인 지분율을 설명변수에 포함시켜 추정한 회귀식이다. 외국인 지분율은 유의한 정(正)의 값을 갖는 것으로 나타나 '시장규율가설'을 지지하고 있다.⁶²⁾ ROA2-36)은 유효 지분율과 기관투자가 지분율을 같이 설명변수에 포함시켜 추정한 회귀식이다. 기관투자가 지분율의 추정계수도 유의한 정(正)의 값을 갖는 것으로 나타나 일부 '시장규율 효과'를 보강하고 있다. 끝으로 <표 19>는 ROA3에 대한 추정회귀식이다. 소유지배괴리도와 관계사 지분이 ROA3에 부정적 영향을 미친다는 증거를 역시 발견하지 못하였다.

62) 유효 지분율을 이용하면 자사주를 갖고 있지 않은 기업이 표본에서 제외돼 유효 표본수가 급격히 줄게 된다.

〈표 18〉 관계사 지분, 소유지배권리와 기업수익률 간의 관계: ROA1, ROA2

구분	ROA1-19	ROA1-20	ROA1-21	ROA1-22	ROA2-29	ROA2-30	ROA2-31	ROA2-32	ROA2-33	ROA2-34	ROA2-35	ROA2-36
	roa1	roa1	roa1	roa1	roa2	roa2	roa2	roa2	roa2	roa2	roa2	roa2
종속변수 평균치	0.0401	0.0401	0.0401	0.0401	0.0202	0.0204	0.0204	0.0202	0.0202	0.0297	0.0302	0.0298
상수항	-0.3682 (-12.74)***	-0.2853 (-8.84)***	-0.3681 (-12.63)***	-0.4295 (-12.07)***	-0.4361 (-10.49)***	-0.4648 (-8.34)***	-0.4684 (-8.55)***	-0.4351 (-10.38)***	-0.5061 (-9.85)***	-0.4817 (-8.98)***	-0.4331 (-7.48)***	-0.4234 (-7.25)***
efl_share										0.0925 (4.74)**	0.0846 (4.38)**	0.1023 (5.16)**
affil_share			0.0408 (2.87)**					0.0131 (0.59)				
dsprt	0.0399 (3.80)***			0.0374 (3.55)***	0.0095 (0.62)	0.0080 (0.51)			0.0066 (0.42)			0.1042 (2.63)**
relation_ share												
frgn_share		0.1042 (6.36)**				0.0455 (1.86)	0.0445 (1.83)				0.0457 (1.93)	
log(asset)	0.0196 (12.71)**	0.0156 (9.10)**	0.0199 (12.84)**	0.0230 (11.91)**	0.0315 (13.91)**	0.0330 (10.50)**	0.0334 (11.02)**	0.0315 (13.87)**	0.0355 (12.49)**	0.0326 (11.34)**	0.0299 (9.40)**	0.0289 (9.01)**
debt_ratio					-0.3122 (-25.90)***	-0.3081 (-24.85)***	-0.3090 (-25.34)***	-0.3130 (-26.27)***	-0.3122 (-25.93)***	-0.3033 (-22.44)**	-0.2989 (-21.31)**	-0.2974 (-21.64)**
turn_over	0.0208 (4.43)**	0.0168 (3.60)**	0.0199 (4.24)**	0.0213 (4.54)**								
influ_ratio	0.0432 (4.58)**	0.0513 (5.54)**	0.0518 (5.53)**	0.0403 (4.25)**	0.0530 (3.81)**	0.0501 (3.59)**	0.0506 (3.66)**	0.0548 (3.96)**	0.0497 (3.56)**	0.0677 (4.66)**	0.0681 (4.70)**	0.0717 (4.92)**
ind_ratio	-0.0360 (-2.57)**	-0.0439 (-3.15)**	-0.0401 (-2.87)**	-0.0362 (-2.59)**	-0.0689 (-3.35)**	-0.0734 (-3.59)**	-0.0740 (-3.64)**	-0.0695 (-3.40)**	-0.0692 (-3.37)**	-0.0632 (-3.03)**	-0.0673 (-3.26)**	-0.0608 (-2.92)**
affil_dummy				-0.0206 (-2.94)**		-0.0235 (-2.33)**	-0.0236 (-2.35)**		-0.0234 (-2.31)**	-0.0203 (-2.03)**	-0.0193 (-1.95)**	-0.0215 (-2.16)**
유형표본 수	2,266	2,264	2,267	2,266	2,226	2,222	2,266	2,227	2,226	1,620	1,614	1,615
Centered R ²	0.0979	0.1079	0.0950	0.1013	0.3026	0.2987	0.2985	0.3024	0.2995	0.3060	0.3129	0.3087
Uncentered R ²	0.2237	0.2319	0.2214	0.2267	0.3182	0.3097	0.3095	0.3180	0.3043	0.3345	0.3424	0.3373

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준(significance level)을 표시함.

<표 19> 관계사 지분, 소유지배과리와 기업수익률 간의 관계
: ROA3, outlier 제거

구 분	ROA3-17)	ROA3-18)	ROA3-19)	ROA3-20)
	roa3	roa3	roa3	roa3
종속변수 평균치	0.0161	0.0161	0.0161	0.0160
상수항	-0.4629 (-8.28)***	-0.5076 (-9.93)***	-0.4410 (-7.77)***	-0.4425 (-7.81)***
affil_share			0.0465 (1.89)*	0.0428 (1.76)*
dsprt	0.0058 (0.34)	0.0072 (0.44)		
log(asset)	0.0330 (10.68)***		0.0316 (10.09)***	0.0321 (10.31)***
log(sale)		0.0360 (12.62)***		
debt_ratio	-0.2769 (-21.19)***	-0.2852 (-21.95)***	-0.2771 (-21.47)***	-0.2801 (-21.99)***
influ_ratio	0.0160 (1.06)	0.0113 (0.75)	0.0200 (1.32)	
ind_ratio	-0.1028 (-4.62)***	-0.1115 (-5.06)***	-0.1028 (-4.64)***	-0.1048 (-4.74)***
affil_dummy	-0.0296 (-2.70)**	-0.0363 (-3.42)***	0.0267 (-2.42)**	-0.0288 (-2.63)**
유효표본 수	2,218	2,218	2,219	2,221
Centered R ²	0.2135	0.2285	0.2146	0.2151
Uncentered R ²	0.2208	0.2356	0.2218	0.2222

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준(significance level)을 표시함.

기업의 소유· 지배구조와 기업가치 간의 관계

제6장 정책적 시사점 및 결론



본 연구를 통해 IMF 이전(1993~1997년)과 수습기간(1996~2000년)을 각각 분석 대상으로 한 조성욱(2003)과 최정표 외(2003)의 연구결과와 상이한 결과를 도출하였다.

최정표 외(2003)의 연구에 의하면 지배주주 지분율이 약 48~51%에 이를 때까지 지배주주 지분율과 기업가치(토빈 Q)는 역(逆)의 관계를 갖다가 그 이후부터(48~51% 이상의 지배주주 지분율) 정(正)의 관계를 갖는 것으로 되어 있다. 즉 U자처럼 처음에는 감소하다가 최저점을 지난 후 다시 증가한다는 것이다. 분석기간 동안 대주주 지분율 평균이 28%이므로 대주주 지분율과 기업가치지역의 방향으로 변하는 영역(즉 U자 형태의 왼쪽부분)에 위치한다는 것이다. “지배주주의 지분율이 증가함에 따라 사적이익을 추구하는 유인이 커지게 되어 대리인 비용이 증가한다”는 ‘경영자안주가설’이 한국의 현실을 설명할 가능성이 높다는 것이다. 따라서 대주주 지분율을 낮추면 기업가치가 올라갈 수 있다는 것이다. 최정표 외(2003)는 대주주 지분율을 낮추는 것을 개혁과제로 제시하고 있다.

그러나 본 연구가설에 의하면 지배주주 지분율과 기업가치(기업수익률, ROA) 간의 관계는 최정표 외(2003)와 달리 역(逆) U자 형태로 나타나고 있다. 즉 처음에는 같은 방향으로 변하다가 반대방향으로 변하고 있다. 실증분석 결과 기업수익률을 극대화시켜주는 지배주주 지분율은 50% 안팎(49~51%)으로 밝혀졌다. 지배주주의 지분 평균값이 22.2%이기 때문에 대부분의 기업이 ‘역 U자가설’에서 지배주주 지분율과 기업성과가 같이 움직이는 범위(역 U자 왼쪽 영역)에 놓여 있다고 보아야 한다. 이처럼 지배주주의 지분과 기업의 성과가 같은 방향으로 변화하기 때문에 IMF 외환위기 이후에는 ‘이해일치가설’이 적용된다고 보는 것이 타당하다. 그리고 기업집단의 계열사 지분(평균 15.7%)을 감안하더라도 아직

‘소유집중’이 되었다고 판단할 근거가 없다.⁶³⁾ 따라서 재벌의 경우 소유집중이 문제라는 시각은 IMF 외환위기 이후에는 더 유효하지 않다 하겠다. 이 같은 추론은 소유집중이 문제를 일으키는 원인이라는 최정표 외(2003)의 연구가설과 대립되고 있다.

본 연구결과 지배주주 영향력은 기업성과에 긍정적으로, 사외이사 비율은 기업성과에 부정적으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 IMF 외환위기 이후 지배구조 개선 차원에서 행해져 온 “지배주주 견제와 사외이사 비율 확대정책”은 기업의 성과에 부정적인 영향을 미친 것으로 판단할 수 있다. 이는 “경영은 속도가 중요하며, 민주적 경영은 허구임”을 시사한다. 또한 어떤 지표(계열사 지분, 소유지배과리도 등)를 이용하더라도 “소유권 이상의 의결권 행사가 기업의 경영성과를 해친다”고 판단할 근거가 발견되지 않았다. 이는 IMF 외환위기 이전(1993~1997년)을 분석대상으로 한 조성욱(2003)의 연구가설과 상치되는 부분이다. IMF 외환위기 이후 지배주주의 사적이익추구행위(tunneling)를 예단해서는 안 된다. 그만큼 시장규율이 작동하고 있기 때문이다. 외국인 지분율도 시장규율이 작동하는 데 일조(一助)한 것으로 판단된다.

우리나라는 기업하기 좋은 제도적 환경을 갖추지 못하고 있다. 기업정책이 기업에 우호적이지 않기 때문이다. 시장을 신뢰하고 규제보다 시장규율을 우선시 했다면 사정은 달라졌을 것이다. 기업정책은 “정부와 일반국민이 기업을 어떻게 바라보는가”하는 기업관(企業觀)에 따라 그 내용이 달라진다. 이 같은 기업관은 부지불식간에 “학계의 기업에 대한 연구”에 의해 절대적인 영향을 받게 된다.⁶⁴⁾

63) 물론 계열사 지분(15.7%)을 지배주주 지분(22.2%)에 단순히 더할 수는 없다. 그렇다 하더라도 임계치인 50%에는 미치지 못한다.

64) 케인즈(Keynes)는 『일반이론』에서 “경제학자 및 정치철학자의 아이디어의 힘은

IMF 외환위기 이전 또는 수습기간을 분석대상으로 한 실증분석의 경우 재벌에 대한 ‘부정적 그림’이 그려질 수밖에 없었다. 그러나 IMF 외환위기 이후 기업을 둘러싼 제도적 환경은 달라졌다. 그리고 기업은 학습조직이고 시장은 진화한다. IMF 외환위기 이전의 재벌에 대한 부정적 그림이 IMF 외환위기 이후에도 타당한가를 성찰할 필요가 있다. 과거의 시각과 잣대로 현재의 기업을 재단하지 말아야 한다는 것이 연구 동기의 일단(一端)을 이루고 있다.

본 연구는 보완되어야 할 점이 많다. 우선 시계열 기간이 짧아 진정한 패널분석이라고 보기 어렵다. 연구개발 집약도가 수익률에 부(負)의 효과를 미치는 것으로 나타났지만, 시계열 구간이 5년에 지나지 않아 시차 변수에 대한 충분한 분석을 할 수 없었다. 그리고 동일 연도의 소유·지배구조 관련 변수와 경영성과를 회귀분석하는 경우 내생성의 문제가 제기될 수 있다. 따라서 내생성의 문제를 완화할 수 있는 방안에 대한 연구가 필요하다. 소유·지배구조관련 변수와 재무 변수에 시차를 주고 경영성과를 추정하는 것도 내생성을 피할 수 있는 한 방안이 될 것이다.⁶⁵⁾

옳고 그름을 떠나 일반적으로 이해되는 것보다 훨씬 강력한 것이다. 세계는 그 아이디어들이 움직여간다. ... 선용되든 악용되든 궁극적으로 위험한 것은 아이디어이지 사리(私利)가 아니다. ... 공중에서 영감을 받았다고 주장하는 정책가도 따지고 보면 서생(書生)의 신변잡기가 영감의 원천인 것이다”라고 설교했다. 연구결과에 대한 편향적 해석이 어떤 영향을 끼치는가를 쉽게 짐작할 수 있다.

65) 일정기간 동안의 소유·지배구조의 ‘변화’로 같은 기간 동안 경영성과의 ‘변화’를 설명할 수 있는지 실증분석하는 것도 내생성을 판단하는 데 도움이 될 것이다. 강원의(2004) 참조.

참고문헌

- 강 원 · 신현한 · 장진호, 「지배소유괴리도와 기업가치 및 경영성과 간의 관계분석」, 『Corporate Governance Review』, 3/4, 2004.
- 윤충한, 「기업의 R&D 지출과 경영자 주식소유와의 관계」, 『경제학논집』, 제11권 2호, 한국국민경제학회, 2003.
- 이동기 · 조영곤, 「경영자 지분이 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 연구」, 『전략경영연구』, 제2권 2호, 전략경영연구학회, 1999.
- 조동근, 「공기업의 소유구조적 특성에 따른 내부비효율성」, 『경제논총』, 제15집, 명지대학교 경제연구소, 1998, pp.19-36.
- 최정표 · 함시창 · 김희탁, 「우리 기업들의 소유구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구」, 『한국경제연구』, 제11권, 한국경제연구학회, 2003.
- Anderson, Ronald C., Sattar A. Mansi, and David M. Reeb, “Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt,” *Journal of Financial Economics*, Vol.68, 2003.
- Ang, James, Rebel A. Cole and James Wuh Lin, “Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Finance*, Vol.55, 2000.
- Bebchuck, Lucian, Reiner Kraakman, and George Triantis, “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class

- Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights," *NBER Working Paper* 6951, 1999.
- Boarderman, D. & A. Vining, "Ownership and Performance in Competitive Environments," *Journal of Law and Economics*, Vol.32, April 1989.
- Demsetz, Harold, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, 26, 1983.
- Demsetz, Harold and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Cause and Consequence," *Journal of Political Economy*, 93, 1985.
- Dine, Janet, *The Governance of Corporate Groups*, Cambridge University, 2000.
- Ghemawat, Pankaj and Tarun Khanna, "The Nature of Diversified Groups: A Research Design and Two Case Studies," *Journal of Industrial Economics*, 1998, pp.35-61.
- Granovetter Mark, "Business Groups," in Smelser, Neil J. and Richard Swedberg (eds), *The Handbook of Economic Sociology*, Princeton University, 1994.
- Grossman, S. and O. Hart, "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration," *Journal of Political Economy*, 94, 1986.
- Hwang, Inhak and Jung-Hwan Seo, "Corporate Governance and Chaebol Reform in Korea," *Seoul Journal of Economics*, 13, 2000, pp.361-389.
- Jensen, Michael. C., "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finances and Takeovers," *American Economic*

- Review*, 76, 1986, pp.323-329.
- Jensen, Michael. C. and William Meckling, "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp.305-360.
- Joh, Sung Wook, "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol.68, 2003.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review Papers and Proceedings*, 2000.
- Khanna, Tarun and Krishna Palepu, "Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets," *Harvard Business Review*, 1997, pp.41-51.
- Khanna, Tarun, Krishna Palepu and Jan Rivkin, "Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets," *Strategic Management Journal*, 22, 2001, pp.45-74.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, 52, 1997, pp.1131-1150.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 52, 1999.
- Leland, H. E. and D. H. Pyle, "Informational asymmetries, financial Structure and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol.32, 2, 1977.

- Lemmon, Michael L., and Karl V. Lins, "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance*, Vol.58, 2002.
- Lins, Karl V., "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, 2003.
- Montgomery, Cynthia A., "Corporate Diversification," *Journal of Economic Perspectives*, 8, 1994, pp.163-178.
- Morck, Randall. K. David Strangeland and Bernard Yeung, "Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease?," NBER Working Paper 6814, 1998.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer and Robert Vishny, "Management Ownership and Market Valuation," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, pp.293-315.
- McConnell, John and Henri Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990, pp.595-612.
- Stulz, R.M., "On Takeover Resistance, Managerial Discretion, and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, Vol.25, 1988.

부 록

“횡단면상의 이분산과 시계열상의 자기상관(cross sectionally heteroskedastic and time-wise autoregressive)”의 특성을 가진 패널데이터는 GLS를 통해 추정된다. 그러나 GLS를 시행하기까지는 두 단계에 걸쳐 이분산과 계열상관을 해소하는 과정을 거쳐야 한다.

첫째, 결합된 ($N \times T$) 개의 관측치를 이용해 OLS를 실시한다. 이때의 추정량은 불편성과 일관성을 가지나 효율성을 충족하지 못하는 것으로 알려져 있다. 둘째, OLS 추정식에서 얻어진 불편 추정량을 활용하여 회귀잔차항(regression residuals) e_{it} 를 산출한 다음 이를 이용해 오차항 간의 상관계수추정량 $\hat{\rho}_i$ 을 다음과 같이 정의한다. 이때 추정량 $\hat{\rho}_i$ 은 ρ_i 에 대한 일관추정량이 된다.

$$\hat{\rho}_i = \frac{\sum e_{it}e_{i,t-1}}{\sqrt{\sum e_{it}^2} \sqrt{\sum e_{i,t-1}^2}} \quad t = (2, 3 \dots, T) \quad (\text{A-1})$$

셋째, 추정된 $\hat{\rho}_i$ 을 이용해 본래의 추정식을 변수변환시킨다. 이때 $t = 1$ 의 경우와 $t > 1$ 의 경우로 나누어 변수변환시킨다.

$$Y_{it}^* = \alpha^* + \beta^* X_{it}^* + u_{it}^* \quad (\text{A-2})$$

i) $t = 1$ 경우

$$Y_{it}^* = \sqrt{1 - \hat{\rho}_i^2} Y_{it}$$
$$X_{it}^* = \sqrt{1 - \hat{\rho}_i^2} X_{it}$$

ii) $t > 1$ 경우

$$Y_{it}^* = Y_{it} - \hat{\rho}_i Y_{i,t-1}$$

$$X_{it}^* = X_{it} - \hat{\rho}_i X_{i,t-1}$$

$$u_{it}^* = u_{it} - \hat{\rho}_i u_{i,t-1}$$

식(A-2)와 같이 변수변환된 추정식은 '시계열 상관'의 문제는 해소되었지만 횡단면 자료가 갖는 이분산 문제는 여전히 남아 있다. 이분산 문제를 해소하기 위해 식(A-3)에 의거 δ_{it} 의 추정치를 구하였다. 식(A-4)는 횡단면자료의 이분산을 해소하기 위한 2차 변수변환이다. 이렇게 전환된 변수에 대해 OLS 추정방식을 적용하면 이분산 문제까지 해소된 추정방정식을 구할 수 있다.

$$\delta_{it}^2 = \frac{1}{T-2} \Sigma \hat{u}_{it}^2 \quad (A-3)$$

$$Y_{it}^{**} = \alpha^{**} + \beta^{**} X_{it}^{**} + u_{it}^{**} \quad (A-4)$$

$$\text{단, } Y_{it}^{**} = \frac{Y_{it}^*}{\delta_{it}}$$

$$X_{it}^{**} = \frac{X_{it}^*}{\delta_{it}}$$

$$u_{it}^{**} = \frac{u_{it}^*}{\delta_{it}}$$

Abstract

Ownership Structure and Corporate Governance for Firm Profitability

-Evidence from Korea after the IMF Economic Crises-

Dong Keun Cho, Min-Sik Byun

The purpose of the study is to analyze the effects of ownership structure and corporate governance upon the firm value using the firm level data from the post-IMF crises in Korea.

This study uses 524 manufacturing firms listed in KOSPI during the period of 2001-2005. The data set is panel consisting of 2,620 cases. Data source of the study is the 'TS-2000' data base compiled by the 'Korea Listed Companies Association'.

This study measures performance (firm value) through its accounting profitability for the following reasons. First, Korean stock market may not be fully efficient in the sense that stock prices are not likely to reflect all available information. Second, existing study using the stock market based measures such as Tobin-Q tends to fall into the 'trap of tautology'. More specifi-

cally, they leads to the conclusion that the stock market suffers from 'Korea discount' by using under-valued Korean stock prices.

The ownership data provided by KLCA includes the names and shareholdings of the largest individual, family members, affiliated firms and institutional shareholders. The study computes the ownership stake of "owner (denoted by owner), owner including family (owner_total), affiliated firms (affil_share), institution (relation_share), and foreigners(frgn_share)".

A couple of accounting profitability measures are employed to assure robustness of the empirical analysis. They are operating income, ordinary income and net income divided by assets and denoted as ROA1, ROA2 and ROA3 respectively. The proxy variables for the governance structures are designed for the analysis. They are the "influ_ratio and indi_ratio". The 'influ_ratio' refers to the influence of the controlling shareholder in decision making. The 'influ-ratio' is computed as the ratio of directors under the control of controlling shareholders to the total number of directors in the board of directors. The 'indi_ratio' is computed as the ratio of independent directors to the total number of directors.

The Korean economy can be characterized by the prevalence of business group that consist of legally independent firms. Controlling shareholders in business groups can maintain their control with the help of indirect pyramidal ownership and/or interlocking ownership among affiliated firms. Many argue that when controlling shareholder's control rights exceed their owner-

ship rights, they have an incentive to expropriate firm resources. This has been denoted as ‘the private benefits of control’. Firms experiencing greater expropriation of resources are likely expected to show lower performance.

The performances of large business groups were reported to be lower than the independent firms. Lower performances of large business groups contradicted Khanna and Palepu’s argument that firms affiliated with large diversified business groups in emerging markets perform better than independent firms by reducing transaction costs through the intra-group internal markets. Based upon the above rationale, many have argued that Korea’s poor corporate governance system of large business groups helped cause the 1997 crises. It has been named as the “liability of large business groups for the IMF financial crises”

The implicit purpose of the study is to ascertain whether the hypothesis of inefficiency of large business groups derived from the notion of “liability of large business groups for IMF crises” could be still applied after the era of IMF crises.

This study sets up the structural equations for the regression. The results of the study can be summarized as follows. First, the firm’s profitability in terms of various ROA measures such as ROA1, ROA2, ROA3 is higher when the ownership of controlling shareholders is higher controlling for firm and industry specific effects. The relation between the ownership and the profitability could be characterized as the “Inverse U shape”. The value of ownership rights leading to the peak of profitability turns out to be around 50% (49~51%). The aver-

age of the ownership stakes of all firms during the period of 2001~2005 would be about 22%. Therefore, 'the hypothesis of the convergence of interests' could be applied after the period of post-IMF crises. These result contrasts with Choi's study (2003) showing the validity of the 'hypothesis of entrenchment' during the IMF crises, 1996~2000.

Second, this study can not find any obvious empirical evidence that the firms with the disparity of ownership and control rights suffers from the low profitability. This implies that the tunneling of the controlling shareholders is not prevalent after the period of IMF crises by virtue of autonomous regulating inertia of market forces. These result contrasts with Joh's study (2003) showing the negative effects of the discrepancies of ownership and control rights upon the profitability.

Third, this study finds the reliable positive effects of controlling shareholders' influences upon the profitability, and also reliable negative effects of independent directors ratio upon the profitability. It implies that the performance depends upon the speed of decision making and the entrepreneurship of the controlling shareholders. The sentiments for 'democratic management' turns out to be just invented illusion.