

소유구조가 기업성과에 미치는 영향 -건설업과 제조업 비교를 중심으로-

김대룡*, 임기수**

*동국대학교 경영대학 경영학과 교수

**동국대학교 경영대학 경영학과 박사 수료

e-mail:kisslimforever@hanmail.net

The Effect of Ownership Structure on Corporate Performance

-Centering around comparison between construction firms and
manufacturing companies-

Dae Lyong Kim*, Kee Soo Lim**

*Dept of Business, Dongguk University

**Planning Team, Construction&Economy Research Institute of Korea

요 약

기업의 소유구조와 기업가치에 미치는 영향에 관하여는 기존의 많은 선행 연구에서 분석되고 논의되어 왔으나, 일반 제조업과는 상이한 업종상·회계상 특성을 가진 건설기업의 경영성과를 소유구조에 따라 구분하고, 그 성과를 일반 제조기업과 비교한 연구는 미진하였다. 이에 본 연구에서는 한국기업의 주요 지분율의 증감과 경영성과와의 동질성여부, 소유구조에 따른 제조기업과 건설기업과의 성과 차이, 건설기업중 소유경영자와 전문경영자간 성과 관계에 대하여 검증하고자 하였다. 본 연구의 연구결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 외국인 지분율의 증가는 기업의 미래 성장성(MTB)에 긍정적 영향을 미치는 반면 내부 및 외국인의 지분율의 증가는 기업의 효율적 운영과 동질적 상호 작용을 하는 것으로 나타났다. 또한 건설 및 제조기업에 있어서 주요 지분율의 증감은(내부 지분율, 외국인 지분율, 기관투자자 지분율) 기업 경영성과 측정 지표인 MTB, ROA에 대하여 업종간 차이를 보여주지 못하는 것으로 나타났다. 마지막으로 건설기업에 있어서, 기업의 미래 성장 가능성은 전문경영자가 경영하였을 경우가 소유경영자가 경영하였을 때보다 높은 반면 얼마나 기업을 효율적으로 운영하였는가를 측정하는 ROA지표는 상이한 결과를 산출하지 못하였다.

1. 서론

Jensen-Meckling(1976)의 이익수렴가설(Convergence of interest Hypothesis)과 McConnell(1990), Pound(1988)의 “적극적 감시가설”을 통하여도 잘 설명되었듯 기업의 소유 구조가 기업 가치에 미치는 영향에 관하여는 기존의 많은 국·내외 선행 연구에서 분석되고 논의되어 왔으나, 외환위기 이후 한국 기업의 소유구조 구분에 따른 성과연구 및 일반 제조업과는 확연히 상이한 업종상·회계상 특성을 가진 건설기업의 경영성과를 소유구조 구분에 따라 연구하고, 그 성과를 비교한 연구는 미진하였다. 이에 본 연구에서는 우리나라 경제의 특징을 감안하여 IMF 외환위기 이후인 1998년부터2007년까지 10개년 동안 KOSPI에 연속 상장된 12월 결산 기업중 완전 자본 잠식이 한차례도 없었던, 제조기업 307개사와 건설기업 24개사로 표본을 구성하여, 주요 지분율과 경영성과와의 관계, 소유구

조에 따른 건설업과 제조업간의 관계 그리고 마지막으로 건설기업 중 소유경영자와 전문경영자가 경영하는 기업간의 경영성과 차이를 검증하고자 하였다. 본 연구의 연구과제는 첫째, 기업의 주요주주 지분율(내부지분율, 외국인지분율, 기관투자자지분율)의 변동은 기업의 경영성과(MTB, ROA)의 동조화와 차이가 있느냐는 것이다. 기업의 장기적 경영성과보다 단기적 경영성과에 얽매일 수밖에 없는 기관투자자의 지분율 증감은 MTB와 ROA에 영향을 미칠 수 있으며 이는 내부 및 외국인의 지분율 증감과 서로 다른 경향을 보일 것이기 때문이다. 본 연구의 두 번째 과제는 소유 구조에 따라 제조기업과 건설기업의 경영성과는 다를 것이냐 하는 것이다. 건설산업은 일반 제조업과 수주, 생산, 유통 등 모든 단계에서 구별된다. 대표적 수주산업으로 특정한 발주자에 의해 수요가 창출되며, 회계의 특수성으로 몇 개년의 사업연도를 통하여 장기간 공사가 진행되며

수익의 인식(공사완성기준과 공사진행기준) 또한 일반 제조업과 다른 기준을 적용을 받기 때문에 제조기업과는 다른 경영 성과를 보일 것이기 때문이다. 마지막 연구과제는 “건설기업에 있어서 소유경영자와 전문경영자는 서로 다른 경영적 성과를 보일 것이다” 라는 것이다. 대리인 이론을 언급한 많은 선행연구에서 논의 되었듯 문제점중 하나는 전문 경영인은 단기적 경영성과에 치우쳐서 기업을 경영한다면 것이다. 이는 건설기업에 있어서도 제조기업과 같은 기업 경영 성향을 가질 것이며, 곧 소유 경영자와는 상반되는 기업경영의 태도를 보인다는 것을 의미하기 때문이다.

1.1. 국내건설산업의 경영구조상의 특징

1.1.1 업종상의 특징

건설 산업은 수주, 생산, 유통 등 거의 모든 단계에서 제조업과는 구별되는 특성을 갖고 있다. 특히 건설업은 대표적 수주산업으로 특정한 발주자에 의해 수요가 창출되며 수요의 불안정성 또한 매우 높으며 건설제품은 규모가 크기 때문에 대규모의 자금이 소요되는 반면 생산 활동의 단절성으로 인해 제품의 표준화 및 대량 생산이 불가능할 뿐 아니라 생산과정은 프로젝트별, 공종별, 규모별로 다양한 유형의 전문화된 작업이 복합적으로 투입되는 특성을 나타낸다. 건설 산업의 경영지표를 제조업과 특성을 비교해보면, 건설 산업은 경기의 변동에 매우 민감한 속성으로 인해 수익성의 변동이 심하고 노동집약적인 산업의 경영 특성을 지니고 있다. 또한 노동과 자본의 대체율이 매우 낮은 산업적 특성과,¹⁾ 발주자의 도급을 통해서만 계약이 체결되고 그 계약에 따라 단기 또는 다년에 걸친 공사가 진행되는 특징을 가지며 도급형태(정액도급계약, 단가도급계약, 실비보수가산식)에 따라 도급금액(수익)이 결정된다는 것이다. 또한 회계론적 특징들로 인하여 장기 공사 시 수익이 인식이 진행도에 따라 인식하는 방법과 공사 진행 기준에 따라 인식하는 방법등이 있다.

1.1.2 상장건설기업의 경영자 구분

1) 최생길·김강수, “건설업자산과 자본의 회전율을 이용한 건설업의 동향 분석”, 2001, 산업과학기술연구소 연구집 제9권 pp 212-213

[표 1] 건설기업에 대한 경영자 구분

구분	업체명	비고
1세대경영자 ²⁾	동양건설산업, 성원건설, 계룡건설, 신일건설, 범양건설	5개업체 (20.8%)
2세대경영자	풍림산업, 한일건설 ³⁾ , 벽산건설, 삼환기업, 삼부토건, 신성건설, 삼환캐뮤, 중앙건설, 성지건설	9개업체 (37.5%)
전문경영인	삼호, 고려개발, 경남기업, 금호산업, 코오롱건설, 진흥기업, 동부건설, GS건설, 태영건설, 한라건설	10개업체 (41.7%)
계		24개업체 (100%)

2. 연구대상 및 방법

2.1 연구대상

2007년 말 거래소에 상장된 금융업을 제외한 601개 기업 중 1998년부터 2007년까지 10년 동안 계속 상장, 존속하며, 표본 기간 중 완전 자본 잠식이 없고, 분석에 필요한 정확한 데이터를 얻을 수 있는 331개의 기업을 대상으로 선정하였다. 자료는 FN Guide의 Data Base를 활용하였다.

2.2 연구에 사용한 변수

기업가치의 대용치로 MTB(Market Value to book value)와 ROA(Return to Asset)을 사용하였으며, 기업소유구조의 대용변수로는 내부지분율, 외국인 지분율, 기관투자가지분율을 사용하였다. 또한 통제변수로 연구개발강도, 광고강도, 영업성과, 기업규모를 이용하였으며, 건설업체 여부 및 재벌 소속 여부 등을 더미(Dummy)변수를 모형에 추가하였다.

3. 연구결과

3.1 회기분석결과

[가설1]

$$CP = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + a_3x_3 + a_4x_4 + a_5x_5 + e$$

$$CP = ROA \text{ or } MTB \quad 4)$$

$$x_1 = \text{Int or For or Com, each cure} / x_2 = \text{size(기업규모변화율)}$$

$$x_3 = \text{Osr(영업성과변화율)} / x_4 = \text{R\&D(연구개발강도변화율)}$$

$$x_5 = \text{Adv(광고강도변화율)} / e = \text{독립적인 측정 오차}$$

2) 해당되는 24개 건설기업 실무자(기획팀 혹은 비서실)와 전회계문원. 1세대 경영자라 함은 창업주 및 창업주와 동세대 경영자를 의미하고, 2세대 경영자는 창업주의 비속(卑屬)을 뜻함.
 3) 한일건설과 벽산건설은 명목상 CEO를 두고 있으나, 창업2세대 회장이 기업 운영에 깊이 관여, 2세대 경영자 그룹으로 분류함
 4) CP:기업성과(Corporate Performance) / ROA(자산수익율)=당기순손익÷총자산 / MTB(시장가치 대 장부가치 비율)=연말종가×발행주식수÷부채총계

· Int(내부지분율), For(외국인지분율), Com(기관투자자지분율)

Pound(1988), Abrahamson · Park(1994), Pound(1992) 등이 주장한 적극적 감시 가설의 견지에 주요주주 지분율과 MTB, ROA간의 관련성을 검증하기 위하여 실증분석을 수행한 결과 외국인지분율 및 기관투자자 지분율은 MTB에 정(+)의 영향을 미치며 외국인투자자 및 기관 투자자 지분율이 증가하는 기업의 장기적 경영성과(MTB)에 긍정적 영향을 준다는 선행 연구의 결과를 지지 하였다. 그러나, 내부지분율은 MTB에 부(-)의 영향을 미친 것으로 나타났다. 또한 내부지분율, 외국인지분율은 ROA에 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 미치나, 기관투자자지분율도 ROA에 정(+)의 영향을 미치나 통계적으로는 유의하지 못한것으로 나타났다. 이는 기업의 내부지분율과 외국인 지분율이 증가하면 기업의 ROA는 향상된다는 것을 의미한다.

$$[가설2] CP = a_0 + \sum_{i=1}^7 a_i x_i + \sum_{i=1}^5 b_i x_{7+i}$$

“지분구조에 따른 건설기업과 제조기업간의 경영성과 차이에 대한 검증” 결과는 다음과 같다. 내부지분율×건설업유무, 외국인지분율×건설업유무, 기관투자자지분율×건설업유무 모두 MTB 와 ROA에 통계적으로 유의한 영향을 주지는 못하는 것으로 나타나 발주, 생산 및 회계상 수익의 인식등 다른 산업 특성이 다르다해도 지분구조에 따른 성과 차이는 발견하지 못하였다. “내부지분율에 따라 건설업과 제조업간의 MTB 차이를 살펴보면 다음과 같다. 내부지분율은 MTB에 유의적인 부(-)의 영향을 미치고, 더미변수를 고려한 내부지분율×건설업은 비유의적인 정(+)의 값을 가지는 것으로 나타나, 내부지분율에 따른 건설기업과 제조기업의 MTB는 그 차이가 없음을 알 수 있다. 또한 연구개발강도, 광고강도, 기업규모, 영업성과도 제조기업과 건설기업에서 MTB의 차이를 보이지 않았다.

3.2 집단간 차이 검증

본 연구의 세 번째 가설인 “건설기업에 있어서 소유경영자와 전문경영자간의 경영성과의 비동질성”을 보여주기 “건설기업의 소유경영자와 전문경영자간에는 MTB의 차이를 보일것이다”라는 가설과 “건설기업의 소유경영자와 전문경영자간에는 ROA의 차이를 보일것이다”라는 2가지의 세부 가설을 설정하였다. 독립표본 T-검정을 수행하여 실증분석을 한 결

과 첫 번째 세부 가설에서 소유경영자의 평균 MTB는 .8022(SD=.13683)이며 전문경영자의 평균 MTB는 .9082(SD=.21118)로 나타나, 기업의 미래성장성에 대한 경영성과는 전문 경영자가 기업을 경영하였을 경우가 소유경영자가 경영하였을 때보다 높은 것을 알수 있었다.

MCF와 OCF간의 MTB차이 검증

경영인	N	Mean	Std. Deviation	t
소유경영자	140	.8022	.13683	4.714***
전문경영자	100	.9082	.21118	

* p<0.10 ** p<0.05 *** p<0.01

“건설기업의 소유경영자와 전문경영자간에는 ROA의 차이를 보일것이다”라는 두 번째 세부 가설의 검증결과, 소유경영자의 평균 ROA는 .0300(SD=.04563), 전문경영자는 평균은 .0256(SD=.05450)로 나타나, 소유경영자가 전문경영자 보다 높은 경영의 효율성을 보여주었지만 통계적으로 유의미한 t값을 갖지 못하여 두 번째 세부 가설은 기각 되었다.

MCF와 OCF간의 ROA차이 검증

경영인	N	Mean	Std. Deviation	t
소유경영자	140	.0300	.04563	-.679
전문경영자	100	.0256	.05450	

* p<0.10 ** p<0.05 *** p<0.01

3.3 결론 및 논의

본 연구에서는 우리나라 경제의 특징을 감안하여 IMF 외환위기 이후인 1998년부터 2007년까지 10개년 동안 KOSPI에 연속 상장된 12월 결산 기업중 완전 자본 잠식이 한차례도 없었던, 제조기업 307개사와 건설기업 24개사로 표본을 구성하여, 주요 지분율과 경영성과와의 관계, 소유구조에 따른 건설업과 제조업간의 관계 그리고 마지막으로 건설기업중 소유경영자와 전문경영자가 경영하는 기업간의 경영성에 대하여 실증 분석하여 보았다.

첫 번째 가설의 실증분석 결과 외국인지분율과 기관투자자지분율은 MTB에 정(+)의 영향을 미치는 반면에, 내부지분율은 MTB에 부(-)의 영향을 미친 것으로 나타났다. 이러한 연구결과가 의미하는 것은 기업의 외국인 지분율과 기관투자자지분율이 증가하면 기업의 MTB는 향상되는 것을 의미하나, 내부지분이 증가하면 기업의 MTB는 감소한다는 것을 의

미한다. 또한 내부지분율, 외국인지분율 및 기관투자자지분율 모두 ROA에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 기업의 주요주주의 지분증가는 기업의 ROA에 긍정적 영향을 미침을 알수 있었다.

두 번째 가설인, 기업이 “지분구조에 따라 건설업과 제조업간의 경영성과가 차이를 보이는지를 검증하기 위하여 실증 분석한 결과 내부지분율×건설업유무, 외국인지분율×건설업유무, 기관투자자지분율×건설업유무 모두 MTB 와 ROA에 통계적으로 유의미한 결과를 산출하지 못하였다.

마지막으로 “건설기업의 소유경영자와 전문경영자간의 경영성과”를 비교하기 위하여 실증분석을 한 결과, MTB는 전문경영자가 소유경영자보다 높은 것으로 나타난 반면, ROA는 전문경영자와 소유경영자간에 통계적으로 유의한 차이가 있음을 보여주지 못하였다.

위의 가설 검증에서 유추할수 있는 몇가지 사실은 다음과 같다

첫째, 외국인 지분율의 증가는 기업의 미래 성장성(MTB)에 긍정적인 영향을 미치고, 또한 내부 및 외국인 지분율의 증가는 기업의 효율적 운영에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 이들의 기업 주식 취득은 기업의 성과 증대에 긍정적으로 영향을 미치는 것으로 보인다. 반면, 기관 투자자의 지분율 증가는 효율적 기업 운영에 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

둘째, 관계 지분율의 증감(내부 지분율, 외국인 지분율, 기관 투자자 지분율)에 따른 기업의 미래 성장성과 효율적 운영에 대한 관련성은 건설업과 제조업의 차이가 없는 것으로 나타났다.

셋째, 건설기업에 있어서 기업의 미래 성장 가능성은 전문 경영자가 기업을 경영하였을 경우가 소유 경영자가 경영하였을 때보다 높은 반면 얼마나 기업을 효율적으로 운영하는가에 대하여는 소유 경영자가 운영하였을 때와 다른 결과를 산출하지 못하였다. 이것은, 건설기업의 전문 경영자는 소유 경영자보다 기업의 미래 성장 가능성을 보고 기업을 운영하는 반면 현재 얼마나 기업을 효율적으로 운영하는가에 대하여는 소유 경영자와 차이를 보이지 못함을 의미한다. 이는 전문 경영자는 단기적 성과에 집착하여 장기적 성과, 즉 미래 지향적 경영에 대하여 소유 경영자보다 취약할 것이라는 기존 대리인 이론 (agency problem)의 견해와는 다소 차이를 보였다.

참고문헌

[1] 고승의, "기업의 소유구조와 경영성과에 관한 연구", 숙명여대 『경제경영논집』, 제30차, 제1호, 1998, p. 3, pp. 81-88

[2] 구맹희 · 김병근, "한국기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구", 대한경영학회지, 제30권, 제22호, 1999, p. 432

[3] 권정택 · 홍규태, "기업소유구조와 기업가치", 영남대학교 산업연구. 제5호, 2004, pp. 2-5

[4] 김석용, "기업소유구조의 결정요인에 관한 실증적 연구", 경영학연구, 1991 pp 21-257

[5] 김주현, "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구", 재무연구, 제5호, 1992, pp. 161-182.

[6] 김정호 · 허진 "한글 SPSSWIN 10.0 통계분석 및 해설", 2006, 삼영사, p. 385

[7] 박석열, "기업의 소유구조가 경영성과에 미치는 영향에 대한 실증연구", 연세대 대학원 석사학위 논문, 2000, pp 45-49

[8] 오현탁 · 허영길 · 김종만, "기업가치와 기업소유구조의 관계 분석", 2005, 전북대, 산업경제연구 제18권 제4호 pp 1570-1571

[9] 임웅기, "기업지배구조, 올바르게 가고 있는가?" 연세대학교 동서문제연구원 제2차 동서정책포럼 발제집, 2000 p 28

[10] 최생길 · 김강수, "건설업자산과 자본의 회전을 이용한 건설업의 동향 분석", 2001, 산업과학기술연구소 논문집 제9권 pp. 212-213

[11] 황동섭, "TPO기업의 소유구조와 기업가치", 탐라대

[12] 대한건설협회, "2007년 9월 일반업체 등록분포 현황"

[13] 전문건설협회, "2007년 9월 면허 분포 현황"

[14] Berle, A. A and Means, G. C., "The Modern Corporation and Private Property" New York : Cambridge University Press. 1932

[15] Bradford, W., "The Issue Decision of Manager-Owner under Information Symmetry", Journal of Finance, 1987, pp. 1245-1260

[16] Demsetz, H., "The Structure of Wondership and Theory of the Firm", The Journal of Law and Economics, 1983, p. 382

[17] Herman, E. S., "Corporate Control, Corporate Power", Cambridge University Press, Cambridge, London, 1981.

[18] Herman, E., "Corporate Control, Corporate Power", Cambridge University Press, Cambridge, London, 1981, pp. 58-59

[19] Holderness, C. G and Sheehan, D. P., "The Roll of Majority shareholders in Publicly held Corporations : An Exploratory Analysis", Journal of Finacial Economics, 1988, pp. 317-346

[20] Kamerschen, D., "The Influence of Ownersrhip and Control on Profit Rates", American Economics Review, vol. 58. no. 3, 1968, pp. 432-447

[21] Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R., "Management Ownership and Market Valuation An Empirical Analysis", Journal of Financial Economic, 1988, pp. 293-294