

우리나라 재벌기업의 소유구조 결정요인

정 균 화*

<요 약>

우리나라 재벌기업은 소유집중에 의한 소유경영과 비관련사업다각화를 경영의 특징으로 하고 있으며 정부는 경제력집중의 완화와 재벌기업의 경쟁력 제고를 위하여 공정거래법 등을 통하여 소유분산과 업종전문화를 지속적으로 추진해 왔다.

본 연구는 이러한 정부의 재벌정책에 방향을 제시코자 재벌기업의 기업지배형태를 고찰하고 30대 재벌기업의 1997년 자료를 이용하여 그룹차원과 개별기업차원으로 나누어 재벌기업의 소유구조 결정요인을 실증적으로 분석하였다. 분석 결과 그룹차원에서 소유구조결정요인은 상장비중을 제외하고는 뚜렷한 요인이 식별되지 않아 그룹차원에서는 대주주가 지분관리를 하지 않는 것으로 나타났다. 개별 기업차원에서는, 먼저 대주주의 총지분은 개별기업의 특성과는 거의 무관하게 결정되는 것으로 나타났으나, 개인의 지분은 상장후 경과년수 및 기업규모와 부의 유의적인 관계를 나타내었으며 법인지분은 기업규모와는 무관하나 상장후 경과년수와는 오히려 정의 유의적인 관계를 보였다. 또한 주력기업에 대하여는 대주주가 개인지분을 높게 유지하려는 경향이 있음도 드러났다. 또한 총지분을 종속변수로 사용한 경우의 모형의 설명력이 개인지분이나 법인지분을 종속변수로 사용한 경우에 비해 현저히 낮게 나타나 향후의 소유구조 결정요인에 대한 연구에 있어서 종속변수로서 총지분을 사용하고자 하려면 면밀한 사전분석이 필요함이 시사되었다.

I. 서론

1960년대 이후 정부주도의 경제성장과정에서 축적된 국내자본이 부족하고 자본시장이 발달하지 못하여 차관도입과 정부의 정책금융자금이 은행을 통해 공급될 때, 우리나라 기업은 정경유착에 의한 은행대출의 집중지원과 정부의 보호아래 기업 다각화

* 고려대학교 경상대학 교수

** 필자는 한국재무학회 1998년 춘계학술발표회에서 유익한 도움말을 주신 홍익대 김 철중 교수와 익명의 심사위원에게 감사를 드리며 이 논문에 남아 있는 모든 나머지 오류는 전적으로 필자의 책임임을 밝힌다.

에 의해 오늘날의 재벌을 형성하였다. 우리나라 경제는 정부와 이러한 재벌이 주도하에 성장을 지속하여 온 것이다. 재벌기업의 국민경제에서 점하는 비중을 살펴보면 광공업부문의 출하액 기준으로 1994년 39.6%(1990년 : 35.0%)¹⁾, 그리고 GNP기준으로는 1996년 14.7%(1990년 : 10.7%)²⁾에 달하며 그 비중은 대체로 증가하는 추세에 있다.

우리나라의 재벌기업은 소유경영과 소유집중을 특징으로 하고 있는데, 오너 1인의 지배체제에 의한 경영의 독단과 적은 소유지분으로 거대한 기업군을 한두 사람이 좌우한다는 형평의 문제와 더불어, 지나친 비대화 및 경제력 집중으로 인하여 국민경제에 미치는 영향이 지대하여 재벌기업의 개별적인 문제가 한보나 기아처럼 국가적인 문제로 비화되는 문제점을 제기하고 있다. 또한 지나친 다각화(선단식 경영)로 인하여 전문성을 상실하고 변화에 대한 탄력성을 결하여 개방경제체제하에서 국제경쟁력을 상실해 가고 있음이 1996년 말부터 시작된 한보, 삼미, 한신, 대농, 진로, 기아, 한라등 재벌기업의 일련의 부도사태로 증명되고 있다.

재벌기업은 문어발식 기업확장에 있어서 개인이 자신의 재력으로 새로운 기업을 만들거나 타 기업을 인수하는 것이 아니라 관계회사를 통한 출자를 통하여 간접적으로 많은 계열회사를 지배하는 형식으로 확장해 왔다. 이러한 재벌기업의 지배구조는 가공자본의 형성으로 기업의 체질을 약화시킬 뿐만 아니라 개인이 적은 투자로 거대한 기업군을 임의로 통제함으로써 외부주주의 대리비용을 크게 하는 문제점을 제기하고 있다. 1997년 초에 발생한 한화중금의 사모전환사채 발행에 의한 경영권방어나 대농이 미도파에 대한 적대적인 기업인수를 막기 위하여 차입에 의한 무리한 지분확보로 인하여 경영이 어려워지거나 부도위기에 처하는 어려움을 겪고 있는 것도 우리나라 기업주들이 기업의 가치극대화라는 목표보다는 경영권확보에 의한 기업의 지속적인 지배에 보다 큰 가치를 두기 때문에 발생하는 대리비용의 하나의 단적인 예가 된다.

이처럼 근년에 이르러 경제력집중의 폐해가 가시화되면서 재벌기업에 대한 비판적인 시각이 증대하여 정부도 1987년부터 공정거래법에서 대규모 기업집단³⁾에 대하여 여러 가지 규제를 행해 오고 있다. 특히 소유집중의 완화를 위하여 정부는 대규모

1) 이 재형, "우리나라 재벌의 현황과 특성," 한국산업조직학회 정책세미나 발표논문, 1996. 9

2) 최 승로, "한국의 기업집단," 자유기업센터 연구보고서, 1997. 10

3) 1987년 경제력집중 억제제도가 공정거래법에 도입되던 당시에는 총자산 4,000억원 이상인 기업 집단으로 정하였으나 1993년부터는 총자산기준 상위 30대 기업집단에 국한하여 지정하고 있다.

모 기업집단에 대해 상호출자를 금지시키고 계열기업을 통한 출자도 엄격하게 규제하기 시작하였으며 제7차 경제사회개발 5개년계획 및 신경제 5개년계획에서 경제력 집중⁴⁾의 완화차원에서 특히 재벌기업에 대하여 비공개기업의 공개촉진, 업종전문화, 전문경영체제 구축 및 소유분산 등의 다각적인 조치를 강구하고 있다.

이중 소유분산 및 기업에 대한 시장의 감시기능의 제고를 위하여 최근 정부는 두 가지 조치를 취하였다. 하나는 證券去來法을 개정하여 일반 투자자에 대한 주식대량 소유의 제한(발행주식의 10% 이내)을 철폐한 것이며⁵⁾, 다른 하나는 公正去來法을 개정하여(1994년 12월 23일) 30대 대규모 기업집단의 타법인 출자한도를 자기자본의 40%에서 25%로 축소, 제한한 것이다. 전자는 최근에 발생한 한화증권이나 미도파에 대한 기업인수 시도에 의하여 가시화 되었듯이 대주주에게 경영권위협이 현실적인 문제라는 것을 노증시켰으며, 후자는 금융실명제의 실시와 더불어 계열사를 통한 지분 확보를 어렵게 만들었다. 이 두 가지 조치는 계열사간의 상호출자에 의하여 기업을 문어발식으로 확장하여 왔고 창업자 친, 인척 위주의 폐쇄된 소유형태를 유지하고 있는 우리나라 기업주들에게, 향후 성장에 따른 소요자금의 외부조달과 맞물려 대주주의 기업지배에 대해 심각한 문제를 제기하고 있는 것이다. 특히 부채위주의 차입경영으로 인하여 최근 재벌기업들이 부도로 도산하는 사례가 속출하면서 차입의 존이 어려워진 상황하에서 이 문제의 심각성은 재벌기업의 경영구도의 근본적인 변화를 요구하고 있다. 즉 외형위주의 경영에서 내실위주의 경영으로, 문어발식확장에서 핵심기업에 대한 튼튼한 지배구조의 구축으로의 전환을 촉구하게 된 것이다.

재벌기업을 대상으로 한 연구 중에서 특히 소유구조 결정요인에 대한 과거의 실증 연구(김 석용 : 1990, 홍 현표 : 1993, 국 찬표·정 균화 : 1996, 김 건우 : 1997)는 재벌 그룹의 개별기업을 대상으로 한 분석에 그치고 그룹 전체적인 차원의 분석은 실시하지 않거나, 또는 종속변수를 대주주총지분을 또는 대주주개인지분을 중 하나에 국한한 단편적인 분석에 그쳤다.

본고에서는 이러한 관점에서 우리나라 재벌기업들이 제기하고 있는 여러 문제 중에서 기업의 소유구조에 주안점을 두어서 재벌기업의 소유 및 지배구조를 살펴보고 소유구조를 결정하는 요인을 그룹차원과 개별기업차원으로 이원화하여 분석하고, 특히 대주주지분을 개인지분과 법인지분(계열사를 통한 지분)으로 구분하여 그 각각

4) 유 승민(1992)은 경제력집중을 개별시장에서의 생산집중, 여러 시장에 걸친 업종 다변화 및 소유 집중의 세 가지로 분류하고 이중 분배정의 차원에서 특히 소유집중을 완화를 강조하였다.

5) 법의 개정은 1994. 1. 7일에 이루어졌으나 경과규정에 의해 그 시행은 1997. 4월부터 하게 되었다

의 결정요인에 어떠한 차이가 있는지를 정밀하게 분석하고자 한다. 이러한 분석을 토대로 재벌기업의 소유구조 결정요인을 파악하여 향후 재벌기업의 소유구조의 전개 방향을 조망해 보고자 한다. 이러한 분석은 정부의 대기업정책 방향의 옳고 그름에 대한 판단자료를 제공할 뿐만 아니라 향후 정부가 그 정책 목표를 달성하기 위하여 어떠한 정책수단을 선택하여야 할 것인가에 대한 시사점도 제공할 수 있을 것이다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 먼저 제 2장에서는 재벌기업의 실태를 소유구조 중심으로 고찰한 다음 제 3장에서는 소유구조 결정요인에 대한 이론 및 기존의 실증 연구결과를 소개하고, 제 4장에서 실증분석을 행하며 제 5장에서 결론을 맺으면서 향후 소유구조의 전개방향을 조망해보고자 한다.

II. 재벌기업의 소유구조 실태 분석

우리나라 재벌기업의 소유구조 추이를 살펴보면, 1987년 공정거래법에서 상호출자 금지 및 타계열사 출자를 규제한 이래 대주주의 지분은 외형적으로는 지정 당시 56.2%에서 1997년에는 43.0%로 감소하여 정부의 소유분산 시책이 효과를 발휘한 것처럼 보인다(<표 1> 참조). 그러나 이것은 규제의 대상변경에서 주로 비롯된 것이며 1993년부터 변경된 대상에 국한시켜 보면 내부지분은 지난 5년간 거의 변화가 없었음을 알 수 있다(1993년 43.4%, 1997년 43.0%). 1997년의 내부지분율이 43.0%로 전년의 44.1%에서 다소 하락한 것처럼 보이지만 이것도 내부지분율이 85.4%에나 달하는 한보가 1997년 대상에서 제외되었기 때문이다. 더구나 계열사를 통한 출자는 1995년 4월부터 자기자본 총액의 40%에서 25%로 한도가 축소 조정되었음에도 불구하고 계열회사를 통한 지분은 감소하는 대신에 약간 증가하는 경향을 보였다. 이러한 현상은 1994년 증권거래법의 개정으로 비오너의 주식대량소유가 가능해 짐에 따라 재벌오너들이 경영권위협을 우려하여 높은 지분을 계속 유지하고자 한데서 비롯된 것으로 보인다.

그룹별로는 롯데가 22.8%로 내부지분율이 가장 낮으며 공개기업 전혀 없는 뉴코아나 21개사 중에서 2개사를 공개한 한보는 80%가 넘는 높은 내부지분율을 보이고 있다. 오너가 없는 유일한 그룹인 기아의 지분율이 30% 내외의 상당히 높은 수준을 보이는 것은 합작사의 지분율이 포함된 때문이며, 뉴코아를 제외하고 공개비율이 가장 낮은 롯데의 내부지분율이 낮은 것은 대주주(오너)가 외국인 자격으로 가진 지분이 포함되지 않았기 때문이다.

<표 1> 재벌기업의 소유구조의 변화

(지분을 단위: %)

연도	재벌수	계열사수	개인(A)	계열회사 (B)	자기주식 (C)	내부지분율 (A+B+C)
1987	29	n.a.	15.8	40.4	-	56.2
1989	n.a.	n.a.	14.9	31.3	-	46.2
1991	78	n.a.	13.9	33.0	-	46.9
1993	30	604	10.2	33.2	-	43.4
1994	30	616	9.7	33.1	-	42.7
1995	30	623	10.6	32.4	0.4	43.3
1996	30	669	10.3	33.3	0.5	44.1
1997	30	821	8.5	33.7	0.8	43.0

자료 : 공정거래위원회

주 1) 1992년까지는 총자산이 4,000억원 이상인 기업집단을 대상으로 하였다가 1993년부터 상위 30대 기업집단으로 대상을 변경함.

2) 각 년도 4월 1일이 기준시점이나 자료는 전년도 말의 자료임.

한편 최근 3년간 30대 재벌기업의 변동 내역을 살펴보면 1996년에는 우성건설과 미원이 탈락하고 삼성그룹에서 분리된 한솔과 뉴코아그룹이 새로 진입하였다. 1997년에는 다시 부도를 낸 한보와 삼미그룹 외에 극동건설과 벽산이 탈락하고 미원이 다시 진입함과 동시에 아남, 거평, 신호그룹이 새로이 30대 그룹에 진입하였다.

30대 그룹이 소유하고 있는 기업의 수는 지속적으로 증가하고 있는데 특히 1997년에는 전년의 669개사에서 152개사가 증가한 821개사에 달했는데 이는 1996년 중에 위장계열사의 추가조사에 의해 77개사가 새로이 편입되었으며 또한 신규로 지정된 그룹의 계열사가 탈락한 그룹의 계열사보다 숫자가 많은데서 기인하였다.

이러한 대규모 기업집단에 대한 규제 내용을 살펴보면, 먼저 공정거래법에서는 상호출자를 금지하고(법 9조), 순자산액의 25%(순자산액의 40%에서 축소 조정 : 1995. 4)를 초과한 타회사의 출자를 원칙적으로 금지하며(법 10조) 계열회사에 대한 채무보증은 자기자본의 100%(자기자본의 200%에서 축소 조정 : 1997. 4) 이내로 제한된다(법 10조의 2). 또한 금융, 보험회사의 경우에는 의결권의 행사가 금지되며(법 11조) 벤처캐피탈 회사는 계열회사 주식 보유가 금지된다(법 9조). 한편 은행법(30조의 2)

<표 2> 재벌그룹별 계열기업수, 내부지분을 및 공개비율

(각년도 4월 1일 기준)

그룹명	1995				1996				1997		비고
	기업수	지분율	공개비율		기업수	지분율	공개비율		기업수	지분율	
			숫자	금액			숫자	금액			
현대	48	60.4	31.3	41.9	46	61.4	34.8	44.3	57	56.2	
삼성	55	49.3	27.3	56.7	55	49.0	25.5	55.2	80	46.7	
엘지	50	39.7	26.0	59.5	48	39.9	22.9	60.2	49	40.1	
대우	22	41.4	40.9	87.1	25	41.7	36.0	86.2	32	38.3	
선경	32	51.2	12.5	53.0	32	48.6	15.6	56.9	46	44.7	
쌍용	22	33.1	45.5	82.1	23	37.0	47.8	83.0	25	42.0	
한진	23	40.3	39.1	89.2	24	41.2	37.5	87.4	24	41.4	
기아	14	21.9	35.7	89.9	16	25.6	31.2	85.5	28	30.6	
한화	29	36.7	31.0	68.8	31	32.8	25.8	74.2	31	33.0	
롯데	29	22.3	17.2	22.4	28	22.2	14.3	12.6	30	22.8	
금호	24	40.3	16.7	51.7	27	41.9	14.8	50.1	26	40.1	
두산	27	51.6	33.3	70.2	26	49.0	34.6	69.9	25	49.7	
대림	17	37.6	29.4	77.1	18	33.9	27.8	81.3	21	34.2	
한보	13	88.3	15.4	23.4	21	85.4	9.5	21.1			
동아건설	14	40.1	28.6	84.4	16	42.4	25.0	78.8	19	54.2	
한라	15	57.8	20.0	43.1	17	55.6	17.6	38.4	18	49.5	
효성	15	43.6	13.3	39.3	16	44.0	12.5	36.4	18	44.9	
동국제강	16	46.6	43.8	80.1	16	50.3	43.7	78.5	17	51.0	
진로	12	47.2	33.3	40.2	14	45.6	28.6	39.3	24	45.8	
코오롱	20	47.6	20.0	59.5	19	49.7	21.0	57.4	24	45.1	
동양	19	46.1	21.1	66.9	22	53.1	18.2	59.7	24	50.1	
한솔					19	54.3	31.6	46.3	23	37.3	
동부	13	40.4	46.2	86.3	24	43.8	33.3	77.0	34	47.8	
고합	10	46.7	20.0	54.8	11	46.0	18.2	52.5	13	39.4	
해태	13	34.0	30.8	70.3	14	30.5	35.7	70.1	15	30.9	
삼미	8	30.9	25.0	81.9	8	28.4	25.0	84.9			
한일	13	43.1	30.8	67.0	8	36.3	25.0	71.4	7	37.4	
극동건설	10	25.0	20.0	90.1	11	26.5	18.2	83.5			
뉴코아					18	99.4	0	0	18	98.7	
벽산	18	41.3	22.2	74.2	16	36.2	25.0	77.8			
미원	14	49.8	28.6	65.4					25	52.5	
아남									21	42.0	
거평									22	59.0	
신호									25	36.9	
합계(평균)	623	43.3	26.6	63.1	669	44.1	25.5	62.1	821	43.0	

<자료> 공정거래위원회

주 1) 1995년에는 우성이 포함되었으며 1997년에는 공개비율 미발표

과 금융기관 감독규정(34조)에서는 동일계열기업군 단위의 여신규제를 행하는데 10대 계열기업군은 금융기관별로 여신한도(basket : 10대 계열기업군에 대한 대출금의 전체 대출금 중에서 점하는 비율)의 적용을 받으며 또한 거액여신에 대하여는 총액 한도(해당 금융기관 자기자본의 5배 이내 : 규정 31조)관리를 동시에 받는다.

III. 선행연구 및 소유구조 결정요인 분석

기업의 소유구조는 거시적으로는 제도에 의해 큰 틀이 형성되며 그 사회에 있어서 거래의 특성, 자산의 특이성, 가치관, 경제적 분쟁의 해결 방식, 금융시스템의 특징에 의해 영향을 받는다(김 석용 : 1993).

기업소유구조에 대한 이론적 연구는 Berle-Means(1932) 이후 Williamson (1975, 1985, 1988), Jensen-Meckling(1976) 등에 의해 이루어져 왔으나 그 결정요인에 대한 실증연구는 극히 최근해야 이루어지기 시작하였다. 이는 소유구조를 내생변수라기보다는 기업의 배당 및 자본구조 등의 재무정책 결정에 영향을 끼치는 외생적요인으로 받아 들여왔기 때문이다. 그러나 Fama-Jensen(1983a)이 공개기업이 광범위하게 분산된 소유구조를 갖게 되는 상황을 대리비용의 관점에서 다섯 가지로 전개하여도 소유구조가 내생변수로서 연구대상이 될 수 있음을 시사한 이후 Demsetz-Lehn(1985)에 의해 최초의 실증연구가 이루어졌다. Demsetz-Lehn 이후의 실증연구는 크게 두 가지 방향으로 전개되어 왔는데 하나는 소유구조를 독자적인 종속변수로 보고 그 결정요인을 찾아보고자 하는 시도이며(임 웅기 : 1989, 김 석용 : 1990, 홍 현표 : 1993, 최 승빈 : 1993) 또 하나는 소유구조를 자본구조 및 배당정책과 유기적인 관련하에 그 결정요인을 동시적으로 찾아보고자 하는 것이다(Jensen-Solberg-Zorn : 1992, Bathala- Moon-Rao : 1994, 김 철중 : 1996, 국 찬표-정 균화 : 1996, 김 건우 : 1997).

1. 선행연구 분석

소유구조 결정요인과 관련한 최초의 실증연구는 Demsetz-Lehn(1985)에 의해 이루어졌다. 그들은 소유구조에 미치는 원인변수를 대리비용의 절감과 관련하여 기업규

-
- 6) 그들은 1)전문경영의 필요성이 클수록, 2)조직특유의 자산이 많을수록, 3)사업위험이 높을수록, 4)기업규모가 클수록, 5)의사결정의 관리와 통제의 분리비용이 낮을수록 기업이 광범위하게 분산된 소유구조를 갖는다고 하였다.

모, 통제가능성(control potential), 소유주의 개인적 선호도(amenity potential) 및 정부 규제의 네 가지로 하고 종속변수를 상위 5대 및 20대 주주지분으로 하여 미국 511개 기업에 대하여 다중회귀분석을 실시하였다. 그 결과 모든 원인변수가 유의적인 영향을 끼치는 것으로 나타났으며 모형의 설명력도 30-36%로 비교적 높았다.

Crutchley-Hansen(1989)은 대리이론에 입각하여 지분의 대리비용(agency cost of equity)을 줄이는 방안으로 경영자의 지분증대와 배당증대 및 부채증대의 세 가지 방법이 있음에 주목하였다. 경영자는 총대리비용을 극소화하기 위하여 경영자지분, 부채비율 및 배당수준의 최적정책배합을 선택하므로 세 정책은 유기적으로 관련을 맺고 있다. 이에 입각하여 그들은 경영자지분, 부채비율 및 배당수익율을 각각 종속변수로 하고 5가지 대리비용변수(분산비용, 발행비용, 기대파산비용, 수의투자기회, 기업규모)를 공통독립변수로 한 세개의 다중회귀모형을 설정하여 603개 표본기업에 적용하였다. 그 결과 경영자지분에는 분산비용, 발행비용, 기대파산비용이 유의적인 정의 관계를 그리고 기업규모는 유의적인 부의 영향을 끼치는 것으로 나타나 이론과 일치하였다. 그러나 모형의 설명력은 8%에 불과하였다.

Jensen-Solberg-Zorn(1992)은 Crutchley-Hansen(1989)의 연구를 발전시켜 기업의 내부자지분, 부채 및 배당정책은 직접적으로, 또 기업 특성과의 관계를 통하여 간접적으로 상호 관련되어 있다는 점에 주목하여 세 정책변수를 독립변수에 포함한 3단계 최소자승법을 이용하여 세 정책변수의 결정요인을 조사하였다. 이들은 내부자지분에 영향을 끼치는 요인으로서 부채비율과 배당성향의 두 가지 내생변수외에 경영위험, 연구개발비, 사업부의 수 및 기업규모의 네 가지 기업특성변수를 사용하였는데 1982년과 1987년의 2개 시점에서 각각 횡단면분석을 실시한 결과 부채비율과 배당성향은 비유의적이었으며 기업특성변수중 기업규모만이 유의적인 부의 관계를 보였다.

한편 우리나라에서 소유구조 결정요인에 대한 최초의 연구는 임 옹기(1989)에 의해 이루어졌다. 그는 소유구조 결정요인을 찾기 위하여 Demsetz-Lehn(1985) 모형의 기초 하에 Chandler(1980)의 기업발전론적 시각과 Fama-Jensen(1983b)의 의사결정의 관리와 통제의 분리 변수를 감안하여 277개 상장기업에 대한 횡단면분석을 실시하였다. 그 결과 영업위험만 대주주지분에 유의적인 정의 영향을 끼치며 기업규모는 모형에 따라 부분적으로 유의적인 부의 영향을 끼치고 그 외 기업의 사업년수나 기업주의 이사직 참여정도는 비유의적임을 발견하였다. 김 석용(1990)은 임 옹기의 연구를 발전시켜 대주주1인지분에 영향을 끼칠 가능성이 있는 광범위한 요인을 독립변수로 사용하여 199개 상장기업을 대상으로 다중회귀분석을 실시하였는데 경영자지분과 계

열기업군여부만 유의적인 것으로 나타났다. 계열기업군여부에 따라 표본을 양분한 추가적인 분석에서 계열기업군에 속하는 82개업체의 경우 기업규모 변수만이 부의 유의한 결과를 낳았으며 비계열기업군 102개업체의 경우에는 경영자지분만이 정의 유의적인 관계를 보였다.

한편 국 찬표-정 균화(1996)는 소유구조를 자본구조 및 배당과 동시에 결정되는 재무 정책적인 변수로 보고 LISREL을 이용하여 그 결정변수를 파악하고자 하였으며, 김 철중(1996)은 패널자료를 이용하여 소유구조, 자본구조 및 배당의 결정요인을 분석하였고, 김 건우(1997)는 2단계 최소자승법을 이용하여 소유구조와 자본구조의 결정요인을 동시에 파악하고자 하였는데 세 연구의 결과가 일관성 있는 결론에 이르지 못하는 못하였다. 즉 김 철중(1996)의 연구결과에서는 배당은 소유구조에 유의적인 영향을 끼치지 못하였으나 자본구조는 정의 유의적인 관계를 보인 반면, 국 찬표-정 균화(1996), 김 건우(1997)의 연구결과에서는 배당뿐만 아니라 자본구조도 소유구조에 유의적인 영향을 끼치지 않는 것으로 드러났다.

다음으로 재벌기업의 소유구조 결정요인에 대한 연구로는 일본재벌기업에 대한 Prowse(1992)의 연구와 한국의 재벌기업에 대한 홍 현표(1993), 최 승빈(1993), 김 건우(1997)의 연구가 있다.

홍 현표(1993)는 재벌기업집단 35개와 상장기업 303개의 소유구조 결정요인을 가중최소자승법에 의해 분석하였는데, 재벌집단의 경우 기업규모와 대주주개인지분과는 부의 관계를 그리고 계열사지분과는 정의 유의적인 관계를 보였으며 양자를 합친 총지분과는 부의 비유의적인 관계를 보였다. 반면에 상장기업의 경우는 기업규모는 대주주 1인지분과 정의 비유의적인 관계를 나타내었다. 재벌집단이나 개별기업 모두 자산수익률의 표준편차로 측정된 환경의 불안정성이 대주주지분에 정의 유의적인 관계를 보인 것은 Demsetz-Lehn(1985)의 감시가설을 지지하는 것으로 이해되었다. 부채비율이 대주주지분에 정의 유의적인 영향을 끼치는 것으로 나타난 것이 특이한데, 이것은 소유자의 지분이 높을수록 부채조달에 크게 의존함으로써 기업지배권을 유지해 온 우리나라의 경험을 반영하는 것으로 해석되었다. 한편 최 승빈(1993)은 30대 기업집단 계열상장사(총 79개사)를 대상으로 기업규모 및 환경의 불확실성 두 개의 독립변수만을 사용하여 1991년말 시점에서 소유구조 결정요인을 분석하였다. 그는 대주주지분율을 개인지분율과 법인(계열사)지분율로 나누어 분석하였는데 실증분석 결과 기업규모는 전체지분과는 부의 유의적인 관계를 나타내었으나 개인지분이나 법인지분과는 비유의적인 관계를 보였으며, 환경의 불안정성은 어느 경우에도 유의하

지 못한 것으로 나타났다. 김 건우(1997)는 위의 두 논문에서 간과한 다양한 변수들을 독립변수에 추가하여 1993년말을 기준으로 재벌계열기업 64개사에 대한 실증분석을 실시하였는데 기관투자자의 지분과 기업규모 만이 대주주지분에 유의적인 부의 영향을 끼치는 것으로 나타났으며 그 외에 부채비율, 위험, 수익성, 성장성, 독특성 등은 비유의적인 것으로 나타났다.

위의 분석에서 홍 현표의 연구는 35대 재벌을 전체적으로 분석함으로써 재벌기업 개별회사에 대한 분석을 누락되었다는 점이 지적됨과 동시에 표본기간이 1989년말을 기준시점으로 하였기 때문에 그 동안의 환경적인 변화를 고려한 추가적인 분석이 요망되고 있으며, 최 승빈의 연구는 사용한 독립변수가 지나치게 제한적이어서 모형의 부적격성(model misspecification)이 우려된다. 김 건우는 개별기업의 대주주지분을 개인지분에 국한하여 분석함으로써 계열사를 통한 법인지분을 무시하였기 때문에 분석이 단편적이었다는 점이 지적된다.

따라서 본고에서는 소유구조에 영향을 끼치는 요인을 Demsetz-Lehn(1985)의 변수 이외에 우리나라의 실정을 감안한 다양한 변수를 포함하여 분석하고 동시에 재벌기업 소유구조 결정요인을 총지분(=대주주지분 + 개인지분 + 법인지분)과 개인지분 및 법인지분 각각을 종속변수로 한 회귀분석을 실시하여 어떠한 개별기업의 특성이 기업의 소유권구조에 영향을 끼치는지를 심층적으로 분석하고자 한다. 또한 재벌기업의 그룹차원의 분석과 개별기업차원의 분석을 동시에 실시하는데 분석의 차원이 다름에 따라 사용하는 변수를 다소 달리하여 분석할 것이다.

2. 소유구조 결정요인

소유구조는 기업 주주의 구성내역을 말하는 것이나 소유구조 결정요인에 대한 실증연구에서는 소유구조를 대주주 또는 경영자의 지분으로 제한하여 조작적으로 정의하고 있다. 미국과 일본은 기업을 지배하는 특정 개인이 대체로 존재하지 않기 때문에 대주주지분으로서 최대 주주 5인의 지분 또는 경영자지분(내부지분)등을 사용하였으나, 우리나라 기업은 소유와 경영이 미분리되어 있기 때문에 소유구조는 오너인 대주주지분⁷⁾으로 정의된다. 대주주지분의 결정에 영향을 끼치는 요인을 열거하면 다음과 같다.

7) 대주주 1인의 지분에는 최대주주 1인뿐만 아니라 최대주주와의 특수관계자도 포함하는데, 특수관계자에는 최대주주의 친 인척과 계열회사도 포함된다(은행법 시행령 제3조의 2).

(1) 기업연혁

Chandler(1980)의 기업발전이론의 관점에서 보면 자본주의가 가족자본주의에서 금융자본주의, 그리고 경영자자본주의로 발달해 옴에 따라 기업주 1인의 지분은 감소한다. 즉 자본시장의 발달과 더불어 자본시장을 통한 자본의 조달(증자)이 활발할수록 기업은 개방된 소유구조를 갖는다는 것이다. 우리나라 경우는 자본시장이 70년대 중반부터 본격적으로 발달하기 시작하였으며 또한 증권거래법에서 대주주가 상장당시의 지분을 초과하여 보유하지 못하도록 규정하고 있었고, 상장후 증자 시에는 우리사주조합에 우선적으로 20%를 배정하도록 규정하고 있으므로 상장후 경과연수와 대주주지분과는 부의 관계를 보일 것으로 예상된다. 한편 그룹차원에서는 비공개기업은 대체로 대주주에 의해 100% 소유되고 있기 때문에 그룹내 상장기업의 비중이 클수록 소유는 광범위하게 분산되어 대주주의 지분이 낮을 것이다.

기업 연혁의 측정변수로는 그룹분석에서는 공개비율⁸⁾을, 그리고 개별기업 분석에서는 상장후 경과연수를 사용한다.

(2) 기업규모

기업규모가 클수록 대주주의 부의 제약(wealth constraint) 및 사실상 지배를 위한 필요지분의 하락(risk-neutral effect)으로 인해 대주주의 지분율이 낮아질 것이며, 또한 규모가 커질수록 대주주의 위험회피성향(risk-aversion effect)으로 인해 대주주지분은 축소될 것이다(Demsetz-Lehn : 1985, McConnel-Servaes : 1990).

그러나 소유집중도가 높아지면 대주주(경영자)의 포트폴리오가 제한되어 비체계적 위험을 증가시키므로 경영자는 투자를 안정적, 소극적으로 하게 된다. 자본시장에서 위험저감의 한계 때문에 위험회피형 경영자는 기업의 이익흐름을 안정시킬 수 있는 투자안의 선택에 의해 고용위험을 내부적으로 분산시키고자 한다는 것이다(Amihud- Lev-Travlos : 1990). 따라서 대기업을 다각화로 인하여 경영위험이 상대적으로 적고 이익의 안정성이 높다면 오히려 대기업을 내부지분이 높아지는 반대

8) 그룹차원의 분석에서 공개비율을 대용변수로 사용하는 것은 기업의 연혁과 다소 거리는 있으나 개별기업 차원에서 상장후 경과연수에 가장 부응할 수 있는 대용변수로 판단되어 동 변수를 사용한다.

관계도 성립할 수 있을 것이다. 윤 계섭(1990)은 다른 시각에서 후자의 입장을 취하고 있는데, 그에 의하면 기업규모의 확대는 경영의 전문화 요구에 따라 소유와 경영의 분리를 가져오는데 우리나라의 경우 대리문제를 통제할 수 있는 경영자노동 시장이나 경영자에 대한 복합계약제도⁹⁾등이 미발달되어 있어 규모증대는 대리비용을 증가시키고 따라서 소유경영자는 이를 통제하기 위하여 지분율을 증가시킨다는 것이다.

기업규모의 측정변수로는 그룹분석에서는 그룹전체의 자기자본의 장부가치¹⁰⁾를, 그리고 개별기업분석에서는 자기자본의 시장가치를 사용한다.

(3) 사업위험

Demsetz-Lehn(1985)에 의하면 경영환경이 복잡하고 제품시장의 불안정성이 클수록 운과 같은 외부요인과 경영자의 노력이나 능력과 같은 경영자요인과의 구분이 어려워지므로 경영자에 대한 감시비용이 증가하며, 보다 효과적인 경영자에 대한 통제를 행사함으로써 오는 이득이 커지기 때문에 대주주는 지분을 증가시킨다. Stulz(1990)는 현금흐름의 불확실성과 기업외부자의 관찰불가능으로 인해 기업내의 현금흐름이 적을 때의 과소투자, 현금흐름이 클 때의 과대투자에 주목하여, 다각화된 기업일수록 현금흐름은 안정되므로 경영자재량에 의한 대리비용은 적게 발생하며 따라서 경영자(우리나라의 경우 대주주)지분이 축소되는 관계를 제시하였다. 또한 환경의 불확실성은 기대파산비용(부채의 대리비용)을 증가시켜 부채비율을 낮추고 경영자의 지분을 증가시키는 측면도 있다(Crutchley-Hansen : 1989).

반면 Fama-Jensen(1983b)은 경영환경의 불확실성은 경영자의 위험회피로 인하여 경영자지분을 감소시킬 것이라고 보고 있으며 Eckbo-Verma(1994)도 기업특유의 위험이 증가하면 일정지분유지를 위한 비용이 증대하므로 대주주가 지분을 낮출 것이라고 보고 있다. 또한 소유경영자는 자신의 인적자산을 기업에 투자하고 있어 최적분산투자를 하지 못하고 있기 때문에 지분을 높일 경우 포트폴리오의 편중으로 비체계적 위험이 커지므로 위험투자를 회피하려 한다.

9) 수익상환사채, 전환사채, 중역주식옵션 등 기업의 소유-경영의 분리에 따른 대리문제를 완화시켜 줄 수 있는 제반 증권을 말한다(Barna, Hogan, Senbet:1985)

10) 자기자본의 시장가치를 사용하는 것이 타당하나 그룹차원에서 시장가치를 사용하지 못하는 것은 비공개기업이 다수 있기 때문이다.

이처럼 기업의 위험도와 대주주(경영자)지분과의 관계에 대하여 Demsetz-Lehn은 정의 관계를, 그리고 Fama-Jensen은 반대로 부의 관계를 가질 것으로 예상하고 있다.

사업위험(환경의 불안정성)의 대응변수로는 그룹분석에서는 영위 업종수로, 그리고 개별기업분석에서는 총자산영업이익률의 표준편차로 측정한다.

(4) 수익성

기업주들은 일반적으로 수익성이 높을 것으로 예상되는 유망기업에 대하여는 기업 공개를 회피하거나 주식분산을 꺼려하며, 반대로 수익전망이 좋지 않은 사업의 경우에 보다 활발히 주식을 공개, 분산하는 경향을 보인다(Herman : 1981). Leland & Pyle(1977)에 의하면 정보불균형하에서 기업주는 양질의 투자안에 대한 자금조달을 위하여, 기업가지분의 증대라는 행동을 통하여 시장에 투자안의 질에 대한 신호를 보낸다고 한다. 또한 수익성이 높은 기업의 경우에는 내부유보자금이 풍부하여 외부자금조달의 필요성이 적어지므로 대주주가 높은 지분을 유지할 수 있다. 따라서 수익성과 대주주지분은 정의 관계를 보일 것이다.

수익성의 대응변수로는 그룹분석 및 개별기업분석 모두 자기자본순이익률을 사용한다.

(5) 정부규제

정부의 엄격한 규제 하에 있는 금융업이나 수도, 전기, 통신 등과 같은 공익사업의 경우에는 정부의 규제가 환경의 불확실성을 줄여주며 또한 정부규제는 경영자에 대한 감시비용을 절감시켜 대주주지분을 상대적으로 낮출 수 있게 해준다. 반면 일본이나 한국처럼 정부의 직접규제보다는 행정지도라는 음성적인 규제가 많은 나라에서는 오히려 규제가 많은 산업에서 효과적인 로비를 위하여 대주주가 더 높은 지분을 가질 수도 있다(Prowse : 1992).

그룹분석에서는 정부규제가 차이를 보이지 않는 것으로 보고 적용하지 않으며 개별기업분석에서는 규제의 대응변수로는 더미변수(규제산업 1, 비규제산업 0)를 사용한다. 규제산업에는 금융업종 및 통신업종을 포함시킨다.

(6) 주력기업여부

정부의 업종전문화 방침¹¹⁾에 의거하여 재벌기업이 주력기업으로 선정한 기업은 그룹의 역사, 그룹내에서의 비중 및 역학관계, 그리고 대주주의 개인적 선호(amenity potential) 등의 측면에서 대주주가 가장 큰 애착을 갖는 기업일 것이므로 비주력기업에 비하여 대주주가 높은 지분을 가질 것으로 예상된다.

그룹분석에서는 이 변수를 사용할 수 없으므로 제외시키고 개별기업분석에서는 더미변수(주력기업 1, 비주력기업 0)를 사용한다.

(7) 부채비율

부채는 내부자지분과 함께 지분의 대리비용을 줄이는 대체적인 기능을 수행한다 (Crutchley-Hansen : 1989)는 점에서, 그리고 높은 부채비율은 재무위험을 증가시키므로 경영자는 비분산지분보유(undiversified holdings)¹²⁾를 축소하고자 하기 때문에 (Friend-Lang(1988)) 부채비율과 대주주지분은 부의 관계를 보일 것이다. 그러나 우리나라처럼 소유경영이 일반적이고 소유경영자인 대주주가 경영권 확보에 치중하는 경우에는 오히려 부채비율이 높을수록 대주주가 일정한 지분을 유지하는데 따르는 부의 제약을 완화시켜 대주주지분율을 높이는 반대방향의 인과관계도 존재할 것으로 추정된다.

우리나라에서는 단기부채도 회전사용에 의하여 준 장기화되는 것이 일반적이므로 그룹분석 및 개별기업분석 모두 자기자본 또는 부채를 총자산으로 나눈 비율을 사용한다.

소유구조 결정요인과 사용변수 및 가설을 정리하면 <표 3>과 같다.

11) 주력기업은 1996년 8월 통상산업부에서 주력업체제도를 폐지함에 따라 금융기관의 여신관리규정에서도 삭제되었으나 정부의 방침과 재벌 총수의 동 기업에 대한 amenity potential은 무관할 것이다.

12) 자신이 직접 경영하고 있는 기업(인적자본을 투자하고 있는 기업)에 대한 지분(물적 자본의 투자)은 경영자의 인적 자산과 높은 상관관계를 가지므로 위험을 분산하고자 하는 동기가 강하게 된다.

<표 3> 소유구조 결정요인(독립변수)과 가설

변수명	기업집단(그룹)분석		개별기업분석	
	사용변수	가설	사용변수	가설
기업연혁	공개비율	-	상장후 경과연수	-
기업규모	자기자본의 장부가치	-	자기자본의 시장가치	-
사업위험	업종수	+, -	총자산영업이익률의 표준편차	+, -
수익성	자기자본순이익률	+	자기자본순이익률	+
정부규제	n.a.		규제기업(금융, 통신)더미	+, -
주력기업여부	n.a.		주력기업더미	+
부채비율	자기자본/총자본	+(-)	부채/총자본	-(+)

IV. 실증분석

실증분석은 두 단계로 이루어진다. 첫 번째는 30대 재벌그룹을 개별회사가 아닌 그룹 전체적인 차원에서 그룹의 어떠한 특성이 그룹 전체적인 소유구조를 결정하느냐를 분석하는 것이며, 두 번째는 개별기업의 차원에서 왜 특정 기업에 대한 지분이 높으며, 또한 특정기업에는 직접적인 지분보다는 계열사를 통한 지분이 높으냐를 분석하는 것이다. 개별기업 차원의 실증분석은 자료입수의 편의상 상장된 기업만 대상으로 하여 실시한다.

1. 그룹차원의 분석

그룹차원의 소유구조 결정요인 분석을 위하여 연혁, 규모, 사업위험, 수익성 및 부채의존도를 독립변수로 하고 대주주지분율을 종속변수로 하는 회귀분석을 실시하였다. 독립변수 중 연혁의 대응변수로서는 공개기업의 비중(자본금 기준, PUB)을, 규모 변수로는 그룹전체의 자기자본(SIZE)규모를, 사업위험의 대응변수로는 영위 업종 수(다각화 정도, RISK)를, 수익성의 대응변수로는 자기자본순이익률(ROE)을, 그리고 부채의존도는 자기자본비율(OE-TA)을 대응변수로 각각 사용하였다. 종속변수로는 총지분율(OWN)¹³⁾과 개인지분율(OWN1)¹⁴⁾ 및 법인지분율(OWN2)¹⁵⁾을 각각 사용하

여 독립변수가 각각의 종속변수에 미치는 영향의 차이를 보고자 하였다(OWN = OWN1 + OWN2).

$$OWN = f(PUB, SIZE, RISK, ROE, OE-TA)$$

실증분석은 1997년 4월 현재 공정거래위원회로부터 대규모 기업집단으로 지정 받은 30개 그룹 중 거평그룹 대신에 미원그룹을 넣어서(자료 입수의 편의상 대체함) 총 30개를 대상으로 실시하고 관련되는 자료는 공정거래위원회와 한국은행 은행감독원으로부터 입수하였다.

변수의 기초통계량과 실증분석 결과는 <표 4> 및 <표 5>와 같다.

<표 4> 기초통계량(그룹전체)

(단위: %, 단 규모는 억원의 자연대수치임)

구 분	평 균	표준편차	최소치	최대치
PUB(공개비율)	60.84	21.86	0	87.44
SIZE(자기자본)	4.30	1.67	1.25	7.23
RISK(업종수)	19.47	7.32	6	38
ROE(수익성)	-14.89	73.15	-391.25	39.43
OE/TA	18.23	6.61	1.10	31.40
OWN(총지분)	44.76	13.62	22.20	99.38
OWN1(개인지분)	11.85	7.12	2.30	35.55
OWN2(법인지분)	32.91	10.81	4.54	63.83

- 13) 상장회사가 협의회에 제출하는 공시자료 중에서 대주주 1인의 지분에 기타대주주의 법인 항목(계열사의 지분)을 더한 수치를 사용하였다.
- 14) 여기서 대주주 1인이란 최대주주와 최대주주의 친 인척을 포함한 개념이나 대주주가 법인인 경우에는 그 법인의 실제 소유주인 개인대주주(와 그 친인척)의 지분은 기타 주주의 개인란에 표기된다. 따라서 대주주 1인이 꼭 개인이라고 할 수는 없으나 대부분 개인으로 구성되어 있으며 주주명부가 공개되지 않는 상황에서 양자의 구분이 어려워 본 연구에서는 대주주 1인은 모두 개인으로 간주하였으며 여기에서 변수의 측정오차가 상당히 발생할 수 있다.
- 15) 상장회사 공시자료 중 주주분포에서 기타 대주주의 법인 항목에 표시된 지분으로 이 중에는 계열사가 가진 지분과 기타 법인이 가진 지분이 혼재되어 있으나 금융실명제 실시 이후 주주명부가 공개되지 않음으로 인해 양자의 구분이 어려워 전부 계열사 지분으로 간주하였다.

<표 5> 그룹차원의 회귀분석 결과

구 분	모 형 1	모 형 2	모 형 3
종속변수	총지분(OWN)	개인지분(OWN1)	법인지분(OWN2)
INTERCEPT	73.355(6.945)**	26.384(4.661)**	46.970(5.594)**
PUB	-0.317(-2.872)**	-0.037(-0.623)	-0.280(-3.192)**
SIZE	-1.335(-0.652)	0.299(0.272)	-1.634(-1.004)
RISK	-0.008(-0.019)	-0.319(-1.315)	0.311(0.863)
ROE	0.031(0.816)	0.013(0.632)	0.018(0.601)
OE-TA	-0.160(-0.381)	-0.394(-1.748)	0.233(0.700)
R ²	0.171	0.129	0.168
F(P-value)	2.197(0.088)	1.856(0.140)	2.173(0.091)

주 1) 괄호 안의 값은 회귀계수의 t값임.

2) **은 1% 유의수준에서 유의함을 나타냄.

3) 사용한 변수는 다음과 같다

-PUB : 자본금기준 상장비율(단위 : %)

-SIZE : 자기자본의 장부가치(단위 : 억원)의 대수치

-RISK : 영위업종수

-ROE : 자기자본순이익률(단위 : %)

-OE-TA : 자기자본비율(자기자본/총자산)(단위 : %)

-OWN, OWN1, OWN2 : 대주주총지분율, 개인지분율, 계열기업지분율(%)

<표 5>의 회귀분석 결과를 보면 대주주지분에 영향을 끼치는 유의적인 변수는 공개비율뿐이며 다른 변수들은 전부 비유의적인 것으로 나타났다. 공개비율이 높을수록 대주주의 지분율은 낮아지는 관계는 공개요건의 충족을 위하여는 대주주의 지분이 낮아져야만 하기 때문에 상식적으로 이해된다. 그러나 대주주지분의 구체적 내역을 살펴보면 법인지분은 공개비율과 유의적인 부의 관계를 보이는 반면에 개인지분은 공개비율과 비유의적인 관계를 보였는데 이는 재벌기업의 대주주(오너)가 지분의 직접확보에 의한 지배보다는 비공개기업에 대하여는 주로 계열사를 통한 출자로 기업을 지배하고 있음을 시사한다. 이는 30대 재벌기업의 전체평균을 볼 때 법인지분은 34.5%로 매우 높은데 재벌계열사 중 상장기업의 법인평균지분은 20.7%에 불과한데 서도 잘 나타나고 있다. 공개비율이 대주주지분율에 미치는 부의 영향을 제외하고 이론적인 변수들이 전부 비유의적으로 나타난 이러한 결과는 재벌기업주들이 그

를 전체적인 시각에서 지분을 수준의 결정을 하지 않는다는 것을 시사한다고 볼 수 있다.¹⁶⁾ 이러한 결과는 기업규모와 위험도가 대주주지분에 유의적인 영향을 끼치는 것으로 나타난 홍 현표(1993)의 연구 결과와 큰 차이를 보이는데 이는 홍 현표의 연구에서는 공개비율을 독립변수로 사용하지 않았고 위험의 대응변수로 본 연구에서는 영위업종수를 사용한 반면 4년간 총자산순이익률의 표준편차를 사용한데서 기인한 것으로 보인다.

2. 개별기업 차원의 분석

(1) 표본의 선정

1996년말 현재 상장되어 있는 기업체 중에서 1996년 4월 공정거래위원회에서 30대 대규모 기업집단으로 지정한 재벌그룹의 계열사 181개를 표본으로 선정하였다. 표본에는 금융업과 관리대상기업도 전부 포함하였다.

(2) 분석 방법 및 사용변수

그룹내 개별기업차원의 소유구조 결정요인 분석을 위하여 상장후 경과연수(YEAR), 기업 규모(SIZE), 사업위험(RISK), 수익성(ROE), 규제기업 여부(REG), 주력기업 여부(MAIN) 및 부채비율(DEBT)을 설명변수로 하고 대주주지분율(OWN)을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다.

$$OWN = f(YEAR, SIZE, RISK, ROE, REG, MAIN, DEBT)$$

대주주지분율은 그룹차원의 분석에서와 마찬가지로 전체지분(OWN)과 개인지분(OWN1) 및 계열사지분(OWN2)을 각각 사용하였다. 독립변수로서 먼저 상장후 경과연수는 1996년에서 상장 년도를 차감하여 산출하고, 기업규모는 1996년말 주가에서

16) 재벌 총수들은 服部民夫(1991) 및 공 병호(1996)에 의하면 우리나라 재벌기업의 주식소유는 총수의 개인적인 취향에 따라 직접소유, 중핵기업을 통한 간접소유 또는 주요계열사를 통한 상호소유의 방식 중에서 하나를 채택하고 있다. 따라서 대주주지분율이 재벌기업이 처한 환경적 요인이나 그룹의 특성과 무관한 본 연구의 결과는 이러한 재벌 총수들의 개인적 취향에서 비롯된 것으로도 보인다.

발행주식수를 곱하여 구한 자기자본의 시장가치를 자연대수로 치환하여 사용하였다. 위험의 대응변수로는 최근 5년간 총자산영업이익률의 표준편차를 사용하고 수익성의 대응변수로는 자기자본순이익률을 사용하였다. 규제기업의 대응변수로는 금융업과 통신업은 공익성이 강하게 요구되는 업종이며 또한 동업종에 대하여는 정부의 여러 가지 소유제한이 가하여 지고 있는 현실을 감안하여 두 업종에 속하는지 여부를 보았고, 주력기업여부는 1996년에 은행감독원에 신고된 기업체로 하였다. 끝으로 부채의 존도는 총자산중 부채의 비중을 사용하여 측정하였다.

사용된 변수의 기초통계량과 변수들간의 상관관계는 <표 6> 및 <표 7>과 같다. 대주주지분율은 평균 38.3%, 개인지분은 평균 17.6%를 보이고 있는데 이는 30대 재벌기업 전체 평균치(총지분 43.0%, 개인지분 8.5%)와 비교해 볼 때 총지분율은 공개기업만을 대상으로 한 상장기업의 평균치가 다소 낮으나 개인지분은 오히려 상장기업이 평균적으로 훨씬 높은 수준을 보이고 있다. 이는 비공개기업은 대체로 최근에 인수하거나 설립된 회사들이 많으며 그러한 회사에의 출자는 대주주의 직접 행하는 것이 아니라 계열사를 통해 간접적으로 이루어지고 있음을 나타낸다.

한편 독립변수간의 상관관계를 보면 기업규모와 주력기업여부간(상관계수 : 0.318), 주력기업여부와 규제기업여부간(-0.360) 및 수익성과 부채비율간(-0.260)에 비교적 높은 상관관계를 보이고 있다.

<표 6> 기초통계량

(단위 : %, 단 YEAR : 년, SIZE : 억원의 자연대수값)

구 분	평 균	표준편차	최소치	최대치
YEAR	15.62	9.24	0	40
SIZE	7.12	1.17	4.64	10.63
RISK	2.40	2.30	0.09	13.75
ROE	-4.07	28.68	-156.28	77.95
REG			145	36
MAIN			119	62
DEBT	77.51	13.30	28.0	141.0
OWN	38.29	15.80	0	80.18
OWN1	17.56	11.55	0	69.99
OWN2	20.73	14.06	0	60.60

주 1) REG와 MAIN의 최대치는 규제기업과 주력기업의 수를, 그리고 최소치는 비규제기업과 비주력기업의 수를 나타냄.

<표 7> 상관계수표

	YEAR	SIZE	RISK	ROE	REG	MAIN	DEBT
YEAR	1						
SIZE	0.052	1					
RISK	-0.200	0.066	1				
ROE	-0.019	0.114	-0.024	1			
REG	-0.035	0.019	0.085	0.062	1		
MAIN	0.175	0.318**	0.013	-0.169	-0.360**	1	
DEBT	0.144	-0.197	-0.167	-0.260**	0.031	-0.023	1

대주주 총지분율(OWN), 대주주개인의 지분율(OWN1) 및 계열사를 통한 지분율(OWN2)을 종속변수로 한 회귀분석 결과는 각각 <표 8>, <표 9>, <표 10>와 같다 (모형 1)은 7개의 독립변수를 전부 사용한 것이고, (모형 2), (모형 3), (모형 4)는 독립변수들간의 높은 상관관계를 고려하여 상관관계가 높은 변수 중 하나 또는 둘을 제외하고 회귀분석한 결과이다.

<표 8> 개별기업의 소유구조 결정요인 분석표(종속변수 : OWN(총지분))

구 분	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
INTERCEPT	47.306(4.071)**	48.148(4.156)**	46.405(4.061)**	47.864(6.332)**
YEAR	0.077(0.576)	0.072(0.535)	0.088(0.667)	0.091(0.696)
SIZE	-1.798(-1.622)	-1.963(-1.794)*	-1.615(-1.565)	-1.646(-1.625)
RISK	0.596(1.114)	0.543(1.019)	0.609(1.142)	0.595(1.132)
ROE	-0.001(-0.016)	-0.000(-0.009)	-0.005(-0.112)	-0.006(-0.162)
REG	-3.132(-0.971)	-	-3.700(-1.245)	-3.664(-1.239)
MAIN	1.353(0.459)	2.453(0.900)	-	-
DEBT	0.017(0.175)	0.011(0.115)	0.016(0.171)	-
R ²	0.031	0.026	0.030	0.030
F(p-value)	0.802(0.587)	0.778(0.588)	0.904(0.493)	1.085(0.370)

<표 9> 개별기업의 소유구조 결정요인 분석표(종속변수 : OWN1(개인지분))

구 분	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
INTERCEPT	39.476 (4.829)**	39.997(4.911)**	37.861(4.694)**	30.314(5.657)**
YEAR	-0.295(-3.131)**	-0.290(-3.173)**	-0.276(-2.971)**	-0.291(-3.151)**
SIZE	-1.621(-2.079)*	-1.724(-2.240)*	-1.294(-1.777)*	-1.134(-1.579)
RISK	0.083(0.219)	0.050(0.133)	0.105(0.280)	0.175(0.470)
ROE	-0.020(-0.654)	-0.020(-0.649)	-0.027(-0.911)	-0.018(-0.612)
REG	-1.934(-0.853)	-	-2.953(-1.408)	-3.137(-1.497)
MAIN	2.427(1.169)	3.106(1.622)	-	-
DEBT	-0.084(-1.240)	-0.087(-1.296)	-0.084(-1.250)	-
R ²	0.103	0.099	0.095	0.088
F(p-value)	2.833(0.008)	3.188(0.005)	3.070(0.007)	3.361(0.006)

<표 10> 개별기업의 소유구조 결정요인 분석표(종속변수 : OWN2(계열기업지분))

구 분	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
INTERCEPT	7.829(0.773)	8.151(0.809)	8.544(0.858)	17.549(2.653)**
YEAR	0.372(3.187)**	0.371(3.180)**	0.364(3.170)**	0.382(3.348)**
SIZE	-0.177(-0.183)	-0.240(-0.252)	-0.321(-0.357)	-0.512(-0.578)
RISK	0.514(1.100)	0.493(1.065)	0.504(1.083)	0.420(0.912)
ROE	0.019(0.510)	0.020(0.514)	0.023(0.609)	0.011(0.311)
REG	-1.197(-0.426)	-	-0.747(-0.288)	-0.526(-0.203)
MAIN	-1.073(-0.417)	-0.653(-0.276)	-	-
DEBT	0.100(1.201)	0.098(1.180)	0.101(1.208)	-
R ²	0.070	0.069	0.069	0.061
F(p-value)	1.865(0.078)	2.155(0.037)	2.157(0.049)	2.290(0.048)

주 1) 괄호 안의 수치는 회귀계수의 t값임

2) **는 1%에서 *는 5%에서 유의함을 의미함.

3) 사용한 변수는 다음과 같다.

-YEAR : 상장후 경과연수(1996 - 상장연도) (단위 : 년)

-SIZE : 자기자본의 시장가치(주가 x 발행주식수)(단위 : 억원)의 대수치

-RISK : 총자산영업이익률(1992-1996년)의 표준편차(단위 : %)

-PROF : 자기자본순이익률(단위 : %)

-REG : 규제기업(금융업 또는 통신업) 1, 비규제기업 0

-MAIN : 주력기업 1, 비주력기업 0

-DEBT : 총부채/총자산(단위 : %)

-OWN, OWN1, OWN2 : 대주주총지분율, 개인지분율, 계열기업지분율(%)

<표 8>에서 보듯이 대주주의 총지분에는 기업규모만이 한계적으로 유의한 부의 관계를 보이고 있을 뿐 모든 기타 독립변수가 유의적인 영향을 끼치지 않는 것으로 나타났으며 모형의 설명력도 극히 미미하였다. 기업규모가 대주주지분에 부의 유의적인 영향을 끼치는 것은 선행연구에서도 대체로 관찰되었는데(김 건우 : 1997, 최 승빈 : 1993, 김 석용 : 1990), 본 연구 결과에서 특이한 것은 규모가 대주주 개인지분과 법인지분에 미치는 영향의 차이이다. <표 9>와 <표 10>에서 보듯이 기업규모는 대주주의 개인지분에는 부의 유의적인 영향을 미치나 법인지분에는 유의적인 영향을 끼치지 않으며 그 영향의 정도(회귀계수의 크기)도 개인지분에 비하여 1/2 - 1/10 수준에 그치는 것으로 나타났다. 이러한 사실은 규모가 커짐에 따라 사실상의 기업지배에 필요한 지분이 낮아지는 위험중립효과보다는 규모에 따른 부의 제약효과가 크게 작용한다는 것을 반영한다. 즉 기업의 규모가 클수록 개인은 일정한 지분을 유지하는데 따른 부의 제약이 커지므로 대주주가 높은 지분을 유지하지 못한다는 것이다.

한편 상장후 경과년수는 대주주 개인지분에 강한 부의 유의적인 영향을 끼치는 것으로 나타났는데 이것은 기업이 상장후 증자를 통하여 자금을 조달할 때 대주주 개인은 부의 제약으로 인하여 실권 등¹⁷⁾에 의하여 지분이 상대적으로 낮아진데서 기인하는 것으로 보인다. 그러나 이와 반대로 계열회사를 통한 법인의 지분은 상장후 경과년수와 정의 유의적인 관계를 보이고 있는데, 이는 대주주가 일정한 지분을 유지하기 위하여 기업성장에 따른 개인지분의 감소를 계열사지분으로 보완하고자 한데서 비롯된 것으로 보인다. 즉, 우리나라의 대주주는 기업의 수익성이나 위험과는 무관하게 지분확보를 통한 경영권 장악을 중시하기 때문에¹⁸⁾(정 균화 : 1994), 상장후 기간이 경과함에 따른 개인지분의 감소를 대주주가 법인지분으로 보완하여 일정한 수준의 지분을 유지하고자 하였기 때문일 것이다.

규제기업여부와 대주주지분과의 부의 관계는 비록 비유의적이지마는 규제기업일수록 외부감시가 많아 외부주주의 대리인비용이 적게 발생한다는 점과 또 규제업종에 대한 소유제한이 심하다는 가설과 대체로 일치하였다. 한편 주력기업여부와 대주주

17) 유상증자시 대주주가 실권을 하지 않더라도 유상증자시 우리나라주조합에 대한 20% 우선 배정으로 인하여 증자와 더불어 대주주의 지분은 낮아진다.

18) 경영권에 대한 대주주의 강한 집착은 해태, 뉴코아, 기아, 진로 등 최근에 심각한 자금난이나 부도위기에 처한 많은 기업들이 기업을 회생시키는 보다 손쉬운 수단인 법정관리 대신에 경영권을 유지할 수 있는 화의신청을 한 것에서도 잘 드러난다.(중앙일보 1997. 11. 6.)

지분과는 흥미로운 결과를 나타내었는데 주력기업에 대하여 대주주개인지분은 높은 반면 계열회사(법인)지분은 오히려 낮게 나타나고 있는데 이는 주력기업에 대한 대주주의 애착(amenity potential)을 반영하는 동시에 주력기업은 대체로 역사가 오래되고 재벌그룹에서 비교적 규모가 큰 기업들이므로(주력기업여부와 규모의 상관계수 : 0.318) 타계열사에 대한 출자는 많지만 타계열사의 주력기업에 대한 출자는 적은데서 연유한 것으로 보인다. 수익성과 사업위험 및 부채의존도는 전반적으로 유의도가 낮으며 모형에 따라 일관성 있는 결과를 나타내지 않았다.

한편 대주주 총지분을 종속변수로 한 <표 8>과 그 세부내역인 개인지분과 계열사지분을 종속변수로 한 <표 9> 및 <표 10>의 회귀분석 결과를 대비해 보면 총지분을 종속변수로 한 경우에는 모형의 설명력이 3% 내외에 불과한 반면, 개별지분을 종속변수로 한 경우에는 모형의 설명력이 6-10%로 2-3배 이상 높게 나타났다. 이것은 <표 9>와 <표 10>에서 보듯이 SIZE(상장후 경과년수)나 MAIN(주력기업여부) 등의 동일한 독립변수가 종속변수에 미치는 영향의 방향이 종속변수가 개인지분이나, 계열사지분이나에 따라 상이하므로 소유구조 결정요인의 분석시 개인지분과 계열사지분을 합한 총지분을 종속변수로 사용하는 경우에 독립변수의 상쇄효과가 발생하여 검증상의 어려움이 따른다는 것을 시사한다.

V. 결론

본 연구에서는 우리나라 재벌기업을 대상으로 그 소유구조 결정요인을 그룹차원과 개별기업차원에서 각각 분석하였다. 1996년말을 기준으로 30대 재벌기업을 전체적으로, 그리고 30대 재벌기업의 상장 계열사 181개사를 대상으로 그 소유구조를 대주주 총지분, 개인지분 및 법인지분으로 세분하여 분석한 결과 발견한 사항과 이를 토대로 한 향후 우리나라 재벌기업의 소유구조 전개방향은 다음과 같다.

1. 연구결과 요약

먼저 그룹차원의 분석에서는 공개비율만이 대주주지분에 유의적인 부의 영향을 끼치는 것으로 드러났는데, 구체적으로는 법인지분에는 유의적인 부의 영향을 끼치나 개인지분에 대하여는 비유의적인 것으로 나타나 재벌기업의 경우 비공개기업에 대하여는 법인의 지분이 높음을 나타내어 주었다. 그룹규모나 수익성, 위험도 등의 그룹

특성변수가 유의한 영향을 끼치지 않는 것으로 나타난 것은 재벌기업들이 그룹차원에서는 그룹의 전체적인 특성에 따라 지분관리를 하지 않는 것으로 이해되었다.

다음으로 개별기업차원의 분석결과를 요약하면 대주주의 총지분은 개별기업의 특성과는 거의 무관하게 결정되는 것으로 나타났다. 그러나 개인의 지분은 상장후 경과년수 및 기업규모와 부의 유의적인 관계를 나타내었으며 법인지분은 기업규모와는 무관하나 상장후 경과년수와는 오히려 정의 유의적인 관계를 보였다. 이는 대주주가 개인 및 법인지분을 합한 전체지분을 일정하게 유지하여 경영권을 확보하고자 하는 대주주의 의지가 반영된 것으로 보인다. 또한 주력기업에 대하여는 대주주가 개인지분을 높게 유지하려는 경향이 있음도 드러났다.

끝으로 총지분(개인지분과 법인지분의 합)을 종속변수로 사용한 경우의 모형의 설명력이 개인지분이나 법인지분을 종속변수로 사용한 경우에 비해 현저히 낮게 나타나 향후의 소유구조 결정요인에 대한 연구에 있어서 종속변수로서 총지분을 사용하고자 하려면 면밀한 사전분석이 필요함이 시사되었다.

2. 향후 재벌기업의 소유구조 전망

본 연구의 결과에 기초하여 향후 우리나라 기업의 대주주지분의 변화추이와 대주주의 경영권 보호를 위한 전략대안을 유추해 보면, 먼저 대주주지분은 환경적요인과 자발적 요인에 의해 지속적으로 감소해 나갈 것이다. 환경적 요인으로는 기업성장에 따른 외부자금의 조달에 있어서 금융실명제 실시로 인하여 과거와 같이 대주주 증자납입분을 기업이 대신하지 못하게 되어 대주주 실권에 의하여 개인지분이 낮아지고, 또한 상호출자한도의 축소규제로 인하여 계열사를 통한 간접지분도 축소되게 될 것이다. 그리고 금리자유화와 정책금융의 축소, 폐지 및 신정부의 재벌기업에 대한 부채비율 감축 압력으로 인하여 대주주가 지대 향유를 위하여 부채사용과 소유집중도를 심화시킬 인센티브는 상실하게 될 것이다.

그러나 정 균화(1994)의 설문조사 결과나 이 언오(1996)의 한국형 기업지배구조에서 보듯이 우리나라 대주주가 주가상승에 의한 경제적 이득보다도 경영권 자체에 강한 집착을 보이므로 대주주가 최소한의 지분은 계속 유지하면서 다각적인 경영권보호수단을 강구할 것으로 보이며, 그 대표적인 수단으로는 종업원지주제의 강화와 기관투자가와의 유대강화가 예상된다.

종업원지주제도(ESOP)에 의한 우리사주조합 보유주식은 경영진이 통제하는 대량

주식으로 일반적으로 운용되며(Stulz : 1988) 이는 우리나라 주주총회가 경영자와 우리사주 조합원의 협조 하에 형식적으로 치러지고 있는 현실에서 증명된다. 또한 자본시장육성법에 의하여 기업이 공개나 증자시 우선적으로 20%의 지분을 우리사주조합에 배정토록 하고 있어서 향후 우리사주조합의 지분율은 지속적으로 상승할 것이다. 따라서 대주주는 자신의 지분을 보완할 첫 번째 수단으로 우리사주조합에 대한 지원을 강화하여 종업원지주제도를 적극 활용할 것으로 예상된다¹⁹⁾.

한편 외부주주 특히 기관투자자들은 최근 들어 종래의 수동적인 태도를 지양하고 관계투자 내지 대주주에 대한 적극적인 감시자의 기능을 수행하고자 하는 움직임을 보이고 있으며,²⁰⁾ 이러한 움직임에 대응하여 대우, 엘지, 삼성그룹 등에 의한 대규모 기업설명회등 활발한 투자자 관계관리활동(IR)이 전개되기 시작하였다. 주로 기관투자자를 대상으로 한 이러한 투자자관계관리는 자기회사의 주가를 적정수준으로 유지하려는 노력이라기보다는 오히려 기관투자자들과 안정주주로서의 원만한 관계를 유지하여 경영권을 안정시키고자 하는데 초점을 맞추고 있는 것으로 보인다.

자사주 취득과 자사주펀드의 가입도 최근 두드러지고 있는데²¹⁾ 자사주매입도 주가관리 차원에서라기보다는 경영권을 안정시키고자 하는데 더욱 비중이 실린 것처럼 보이는데 이는 최근 상장회사협의회가 자사주매입한도를 15%로 확대하고 자사주에 의결권을 부여해 달라고 당국에 요청하고 있는 데서도 잘 드러나고 있다.²²⁾

또 하나의 대안은 지주회사(holding company)제도의 도입이다. 지주회사제도는 최근 일본정부가 독점금지법을 개정하여(1997. 3. 21.) 제한적으로 이를 허용함에 따라 세계에서 정부에 강력히 촉구하고 있는 대안의 하나로서²³⁾, 초법적인 기구인 재벌기업의 기획조정실을 합법적인 기구로 전환시키면서 계열회사의 지분관리를 효율적으

19) 그러나 증권시장의 장기침체로 인하여 우리사주에 대한 종업원의 시각이 미온적이 됨에 따라 최근에는 증자시 실권이 대부분 우리사주조합 소속 주주들에게서 발생해 왔다는 점에서 종업원 지주제 강화를 통한 기업지배권 유지는 향후의 증시상황에 의해 크게 좌우될 것이다.

20) 『기관투자자의 의결권행사에 관한 연구』, 상장협 연구보고서 96-2

21) 증권거래소(1995년 5월 24일 보도자료)에 의하면 1994년 5월 자사주 취득이 허용된 이후 자사주 취득회사는 94년(5-12월) 68개사, 95년(1-5월) 49개사에 이르며 취득주식수는 94년 28.9백만주, 95년 11.2백만주로 기간의 차이를 감안하더라도 취득주식수는 94년이 많으나, 취득주식증 보통주의 비율은 94년이 34.9%에 불과한데 비하여 95년에는 85.1%로 현저히 높았다. 이는 최근의 자사주 취득이 주가관리차원에서 보다는 경영권보호 차원에서 이루어지고 있음을 시사한다.

22) 한국경제신문 1997년 11월 6일자

23) 신정부에서도 재벌기업이 기초실을 폐쇄함에 따라 그룹 전체를 통괄할 합법적인 기구가 필요하다는 인식 하에 1998년 하반기부터 제한적이거나 순수지주회사를 허용할 것으로 알려지고 있다

로 하고자 하는 의도이다²⁴⁾. 대주주의 경영권에 대한 집착이 극히 강한 상태에서, 이러한 모든 방안이 여의치 못하여 기업성장에 필요한 자금을 증자에 의해 조달할 때 실권에 의한 지분하락을 보완할 적절한 대책이 강구될 수 없을 경우에는 대주주가 경영권 확보를 위하여 성장의 이득을 포기하는 극단적인 경우도 예상할 수 있다. 더구나 최근 경기부진으로 인한 재벌기업의 잇따른 부도로 인하여 기업이 과거의 외형 확장위주의 경영에서 내실위주의 경영으로 방향을 전반적으로 전환하고 있는 시점에서 이러한 현상이 두드러질 수도 있을 것이다.

3. 연구의 한계 및 향후 연구방향

본 연구는 30대 재벌기업의 소유구조 결정요인을 그룹차원과 개별기업차원으로 나누어 분석한 것인데 그룹차원의 분석은 내부거래의 제거문제 및 자료입수의 제약으로 인하여 독립변수의 적절한 대응치를 사용하지 못하는 한계를 노출하였다. 또한 금융업을 전부 포함함으로써 자료의 비교가능성에 다소의 문제를 남겼다. 또한 1994년 이후 증권거래법 및 공정거래법의 개정으로 그리고 1997년말에는 외국인에 대한 투자한도의 획기적인 확대(동일종목 55%까지)로 인하여 기업의 지배구조환경이 크게 변한 점을 감안한다면 특정 시점의 분석보다는 법이나 제도의 개정 전과 후의 비교분석이 보다 의미가 있을 것으로도 보인다.

한편 개별기업의 분석에 있어서 가장 큰 한계점은 종속변수인 대주주지분율의 측정오차문제이다. 본 연구에서는 대주주의 총지분율을 상장기업 공시자료상의 대주주 1인의 지분율에 기타대주주의 법인지분을 합하여 산출하였는데, 이러한 방식은 만약 대주주 1인이 법인이라면 대주주의 총지분율은 대주주 1인의 지분에 기타대주주의 개인지분을 합하여야 하므로 큰 측정오차를 발생시킬 수 있다. 또한 우리나라주조합의 지분은 금융실명제 이후 개별기업에 대한 자료입수가 불가능해 독립변수로 사용하지 못하였으나 이것이 대주주의 가장 유력한 보완지분일 수 있으므로 이를 포함한 분석도 요망된다. 또한 대주주에 대한 감시자의 역할을 수행할 수 있는 제 2 대주주의 존재여부와 그것이 대주주의 지분의 크기에 미치는 영향의 분석은 자료입수의 제약으로 인하여 행하지 못하였으나 97년부터는 5% 이상의 지분을 소유한 제 2대주주 현황이 공시되므로 이를 보완한 연구도 요망된다.

24) 지주회사제도의 도입취지 및 각국의 현황에 대하여는 『지주회사제도에 관한 연구』, 상장협 연구보고서 97-2 참조

參 考 文 獻

- 강 철규, “재벌의 금리차 지대와 소유구조”, 『한국의 대기업』, 포스코경영연구원 1995, 141-158
- 공 병호, “한국재벌의 소유구조에 관한 연구,” 경제학연구 42집 3호, 1995, 307-329
- 국 찬표, 정 균화, “우리나라 기업의 소유구조 결정요인에 대한 실증적 연구,” 재무연구 12호, 1996. 10, 249-285
- 김 건우, 『소유구조와 자본구조의 관계』 한국조세연구원 연구보고서 97-02, 1997. 3
- 김 석용, 『기업소유구조의 결정요인과 재무성과에 관한 실증적 연구』 고려대학교 대학원 박사학위 논문 1990. 7
- , “기업의 지배조정구조, 소유구조 및 재무정책에 관한 연구”, 경영연구 27, 1993, 29-30
- 김 철중, “소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호관련성에 대한 연구,” 재무관리연구 13권 1호, 1996. 6, 51-78
- 박 길준, 임 응기, 홍 복기, 『지주회사제도에 관한 연구』, 상장협 연구보고서 97-2, 1997. 9
- 박 상수, 최 도성, 김 정국, 윤 현중, 『기관투자자의 의결권 행사에 관한 연구』, 상장협 연구보고서 96-2, 상장회사협의회, 1996. 12
- 서 동원, “재벌과 공정거래법제도,” 한국산업조직학회 정책세미나 발표논문, 1996. 9
- 서울경제신문 산업부, 『재벌』 한국문원, 1995
- 소 병희, “한국기업의 소유집중과 경제 효율성”, 『한국의 대기업』, 포스코경영연구원 1995, 57-115
- 유 승민, “우리나라 기업집단의 소유구조와 정책대응”, 한국개발연구 14권 1호 1992, 3-36
- 윤 계섭, “한국기업의 소유와 경영의 분리 및 그 효과에 관한 연구” 서울대학교 경영논집 제14권 1호 1990. 3, 45-99
- 이 언오, “정부의 기업집단정책과 지배구조 변화,” 한국산업조직학회 정책세미나 발표논문, 1996. 9
- 이 재형, “우리나라 재벌의 현황과 특성,” 한국산업조직학회 정책세미나 발표논문, 1996. 9
- 임 응기, 『기업소유구조와 자본시장발전』 한국신용평가주식회사 1988

- , “한국기업 소유구조의 결정요인” 재무연구 2 1989, 1-27
- , 고려대학교 기업경영연구원 창립40주년 기념세미나 발표논문
- 장 지상, “한국재벌의 지배구조 : 문제의 소재와 개선방향,” 한국산업조직학회 정책세미나 발표논문, 1996. 9
- 전 인우, 공 병호, 『한국기업의 지배구조』 한국경제연구원, 1995. 9.
- 정 광선, 최 윤열, “기관투자가의 안정주주로서의 관계투자,” 상장 95. 5, 10-23
- 정 균화, “우리나라 상장기업의 소유구조 결정요인에 대한 실증적 연구,” 산업개발연구 3집, 1994, 133-187
- 최 승로, 『한국의 기업집단』 자유기업센터 연구보고서, 1997. 10
- 최 승빈, “기업의 소유구조, 지배 및 경제적 영향에 관한 연구,” 경영연구 27권 2호 89-105
- 홍 현표, “한국재벌의 소유집중”, 경제학연구 41(1), 1993, 239-264
- 황 선웅, 『종업원지주제도와 그 운영개선방안』, 심포지엄자료 92-2, 상장회사협의회 1992
- 服部民夫, “韓國의 企業經營과 財閥”, 화평사 1991(유한성, 국중호 공역)
- Amihud, Y., B. Lev & N. C. Travlos, “Corporate Control and the Choice of Investment Financing”, *Journal of Finance*(JF) 45 1990, 603-616
- Bathala, C.T, K.P. Moon & R.P. Rao, “Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings : An Agency Perspective”, *Financial Management*(FM), Autumn 1994, 38-50
- Berle, A.A. & G.C. Means, *The Modern corporation and Private Property*, New York Macmillan 1932
- Chandler, A.D., *The United States : Seedbed of Managerial Capitalism*, Harvard University Press, Massachusetts 1980
- Chang, S. & D.Myers, “Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth : Evidence from Employee Stock Ownership Plans”, *Journal of Financial Economics*(JFE) 32, 1992, 103-131
- Crutchley, C.E. & R.S.Hansen, “A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend”, FM, Winter 1989, 36-46
- Demsetz, H. & K. Lehn, “The Structure of Corporate Ownership : Causes and

- Consequences" *Journal of Political Economy*(JPE) 93 Dec. 1985, 1155-1177
- Eckbo, B.E. & S. Verma, "Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy", *Journal of Corporate Finance*(JCF) 1, March 1994, 33-62
- Fama, E.F. & M. C. Jensen(a), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*(JLE), June 1983, 327-349
- (b), "Separation of Ownership and Control" *JLE* June 1983 301-325
- Friend, I. & L. Lang, "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure", *JF* 43, 1988, 271-281
- Jensen, G.R., D.P. Solberg & T. S. Zorn, "Simultaneous Determination of Inside Ownership, Debt and Dividend Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*(JFQA) June 1992, 247-263
- Jensen, M.C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers" *AER* 76 1986, 323-329
- & W.H. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *JFE* Oct.1976, 305-360
- Leland, H. E. & D.H. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *JF* 32, 1977, 371-387
- McConnel, J.J. & H. Servaes, "Additional evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *JFE* 27 1990, 595-611
- Morck, R. A. Shleifer & R.W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis", *JFE* 20 1988, 293-316
- Prowse, S.D., "The Structure of Corporate Ownership in Japan" *JF* July 1992, 1121-1140
- Shleifer, A & R.W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *JF*, June 1997 737-783
- Smith Jr., C.W & R.L. Watts, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensating Policies", *JFE* 32, 1992, 263-292
- Stulz, R.M. "Management Ownership, Capital Structure, and Takeover" *JFE* 20 1988 25-54
- , "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *JFE* 26, 1990, 3-27

Williamson, O.E., *Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications*, The Free Press 1975

-----, *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press 1985

-----, "Corporate Finance and Corporate Governance", JF July 1988, 567-591