

대리권문제와 기업다각화가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구

구맹희* · 김병곤**

〈요 약〉

본 연구에서는 우리 나라 266개 상장기업을 대상으로 기업다각화의 동기를 밝히고, 대리권문제와 기업다각화가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다.

기업다각화수준의 결정에 있어 대리권문제의 영향을 분석한 실증결과에 의하면, 첫째, 내부지분율이 낮을수록 다각화가 많이 이루어지고, 내부지분율이 높을수록 다각화수준이 낮아지는 것으로 나타나, 우리 나라 기업의 다각화 동기를 대리권문제 관점에서 찾을 수 있음을 알 수 있었다. 둘째, 외부대주주지분율과 다각화수준간에는 유의적인 관계를 발견하지 못하여, 외부대주주들이 경영자를 감시·통제함으로써 대리권문제를 축소시키고, 기업의 다각화를 억제할 것이라는 가설은 기각되는 것으로 나타났다.

다각화가 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석결과에서는, 첫째, 다각화가 기업가치의 감소를 유발시켜 다각화수준이 높을수록 기업가치가 낮을 것이라는 가설은 기각되는 것으로 나타났다. 오히려 우리 나라 기업에 있어 다각화는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 둘째, 관련다각화 기업과 비관련다각화 기업의 가치를 비교해본 결과 비관련다각화 기업의 가치가 관련다각화 기업의 가치보다 높은 것으로 나타났다.

I. 서 론

우리 나라 기업은 소유의 집중과 다각화에 의한 기업확장이라는 경영상의 특징을 보이고 있다. 전문경영자에 의한 책임 경영체제가 구축되지 못하고, 소유경영자에 의해 기업경영이 좌우됨에 따라 경영 의사결정의 집중화와 경영자에 의한 私的利益 추구 현상이 나타나고 있다. 또한 관련·비관련 다각화에 의해 기업확장을 추구함으로써 경제력 집중 문제를 유발시키고, 전문성을 상실하여 기업경쟁력을 약화시킨다는 많은 비판

* 부산대학교 경영학부 교수

** 부산대학교 경영학부 강사

*** 본 연구는 1999년도 부산대학교 학술연구조성비를 지원받아 수행된 연구임.

**** 본 논문에 대하여 유익한 논평을 해주신 익명의 심사위원께 감사드립니다.

을 받고 있다.

이러한 비판에도 불구하고 기업이 다각화를 추진하는 이유는 무엇인가? 그 이유는 다음의 두 가지 측면에서 설명할 수 있다. 첫째, 경영자와 주주간의 대리권문제(agency problem)로 인하여 다각화가 추진된다는 것이다. 경영자가 자신의 人的資本(human capital)의 가치를 방어하고, 경영자 자신의 포트폴리오 위험을 최소화하기 위해서 다각화를 추진하거나(Amihud · Lev(1981)), 대규모기업을 경영함으로써 향유할 수 있는 권력(power)과 위신(prestige) 등 경영자의 私的利益(private benefits)을 증가시킬 목적으로(Jensen(1986), Stulz(1990)), 혹은 경영자가 자신이 더 잘 경영할 수 있는 사업부문으로 다각화함으로써 경영자 자신을 기업 내에서 없어서는 안될 존재로 만들기 위해(Shleifer · Vishny(1989)) 다각화를 추진할 수 있다. 또한 기업규모에 따른 경영자의 보상(manageial compensation) 때문에 다각화를 추진할 수도 있다(Jensen · Murphy(1990)).

둘째, 株主富를 증가시키기 위해 다각화를 추진할 수 있다. 기업다각화는 이익변동성(earning variability)을 줄일 수 있게 해주기 때문에 더 높은 수준의 부채를 유지할 수 있게 해주고(Lewellen(1971)), 다각화기업의 경우 유동성이 낮은 사업부문의 자산을 유동성이 높은 사업부문에 매각할 수 있기 때문에 더 많은 부채부담능력을 가질 수 있고, 부채의 세금절감(tax shield)효과에 의해 기업가치를 증가시킬 수 있다(Shleifer · Vishny(1992)).

이상에서 살펴본 바와 같이 기업의 다각화가 대리권문제와 연관되어 발생하고, 이러한 다각화가 기업가치에 영향을 미친다면, 우리 나라 기업에 있어서도 대리권문제와 기업다각화의 주요 동기인가를 밝히고, 우리 나라 기업의 다각화가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는 가를 분석하는 것은 의미 있다고 할 수 있다.

따라서 본 연구에서는 소유구조와 연관시켜 대리권문제 관점에서 우리 나라 기업의 다각화 동기를 분석하고, 또한 다각화가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 이를 위해 우리 나라 266개 상장기업을 대상으로 회귀분석, 분산분석 등을 이용하여 대리권문제와 기업다각화수준, 기업다각화와 기업가치간의 관계를 분석한다.

II. 선행연구

최근 기업다각화와 관련된 연구는 두 가지 방향으로 이루어지고 있다. 첫째, 대리권문제 관점에서 다각화의 동기를 밝히려는 시도와 둘째, 다각화가 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 것이다.

대리권문제 관점에서 다각화의 동기를 밝히려는 연구로는 Amihud · Lev(1981),

Lewellen · Loderer · Rosenfeld(1989), May(1995), Denis · Denis · Sarin(1997) 등이 있다. Amihud · Lev(1981)는 경영자 자신의 위험축소와 관련된 私的利益의 추구를 기업다각화의 동기로 분석하였고, Lewellen · Loderer · Rosenfeld(1989)는 경영자의 지분율이 증가하더라도 위험을 축소시키려는 유인이 증가한다는 증거는 발견되지 않았다고 하였다. May(1995)는 기업에 투자된 경영자의 富(wealth)와 人的資本(human capital)이 많을수록 경영자는 자신의 위험을 축소하기 위해 다각화를 추진하며, 다각화는 기업위험의 감소를 가져온다고 하였다. Denis · Denis · Sarin(1997)은 경영자의 지분율과 다각화수준간에는 강한 負의 관계가 존재하여 대리권문제가 기업다각화의 주요한 동기임을 밝히고 있다.

다각화가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 연구로는 Berger · Ofek(1995), Stulz(1990), Lewellen(1971), Jensen(1986) 등이 있다.

먼저, 다각화가 기업가치의 증대를 가져온다는 가치증대가설과 관련된 연구로서, Berger · Ofek(1995)는 다각화기업은 전문화된 사업부문의 통합과 조화를 통해 운용의 효율성을 향상시킬 수 있기 때문에 사업부문들이 독자적으로 운영되는 것보다 더 효율적이고, 수익성이 높다고 하였다. Stulz(1990)는 다각화기업의 경우 외부자본시장(external capital market)보다 더 효율적으로 자원을 할당할 수 있는 내부자본시장(internal capital market)을 창출함으로써 보다 효율적으로 자원의 할당이 가능하고, 과소투자(underinvestment)문제를 해결함으로써 개별기업에 비해 순현가가 0보다 큰 투자안에 더 많이 투자할 수 있다고 하였다. Lewellen(1971)은 이익흐름(earning streams)이 다른 사업들을 결합함으로써 이익변동성(earning variability)이 축소되어 유사한 규모의 개별사업기업에 비해 다각화기업은 부채부담능력이 증가하고, 증가된 부채부담능력은 부채사용에 따른 세금절감효과(tax shield effect)를 발생시키는 공동보험효과(coinsurance effect)가 있다고 하였다.

다음으로 기업의 다각화가 기업가치의 감소를 가져온다는 가치감소가설을 보면, Jensen(1986)은 다각화기업은 기업가치를 저하시킬 수 있는 투자안을 수행하기 위해 임의적으로 자원을 할당(discretionary resources)함으로써 기업가치의 감소를 가져올 수 있다고 하였다. 즉 다각화된 기업일수록 증가된 차입능력과 잉여현금흐름(free cash flow)으로 순현재가치가 負인 투자안에 과잉투자(overinvestment)할 가능성이 높다고 하였다. Berger · Ofek(1995)는 사업성이 불량한 사업부문을 지원하기 위해 사업부문간에 자원을 이전하는 경우, 사업부문간 상호보조로 인하여 한계사업(failing business segment)의 퇴출이 지연되고, 기업가치가 감소하게 된다는 상호보조효과(cross-subsidization effect)

를 지적하였다. 한계사업이 독립적으로 운영된다면 0이하의 가치를 가질 수 없지만, 상호보조가 가능한 다각화기업의 일부인 경우에는 한계사업의 퇴출이 지연됨에 따라 負의 가치를 가진 사업이 나타날 수 있다고 하였다. 또한 경영진(central management)과 사업부문 관리자(divisional managers)간에 정보불균형 등 조화로운 경영이 이루어지지 않는 경우에 비용이 발생할 수 있다고 하였다. 정보는 집중화된 기업 보다 다각화된 기업내에서 보다 분산되기 때문에 정보비대칭비용(information asymmetry costs)은 다각화기업의 경우가 더 크게 나타난다고 하였다.

한편, Nayyar(1993)는 관련다각화(related diversification)와 비관련다각화(unrelated diversification)를 비교하는 경우 관련다각화는 비관련다각화보다 기업가치에 더 긍정적인 영향을 미친다고 하였다. 관련다각화는 비관련다각화보다 기술과 자원을 관련시장(related market)에서 공유할 수 있으므로 시너지효과를 가져올 수 있고, 명성효과(effects of reputation)와 범위의 경제(economies of scope)가 비관련다각화보다는 관련다각화에서 더 잘 나타나기 때문이라고 하였다.

Ⅲ. 가설설정 및 실증분석방법

1. 가설의 설정

1) 대리권문제와 기업다각화수준에 관한 가설

경영자의 소유지분비율이 높을수록 경영자는 기업가치의 감소분에 대해 더 많은 부담을 갖게되므로 경영자는 株主富를 감소시키는 정책을 채택하지 않으려고 한다. 그래서 만약 다각화가 대리권비용을 발생시켜 株主富를 감소시키거나, 최소한 뚜렷하게 가치를 증가시키지 않는다면, 대리권비용가설에 따라 다각화수준과 내부지분율간에는 負의 관계가 나타난다.

따라서 소유구조에 따른 대리권문제가 기업의 다각화수준에 영향을 미치는 가를 분석하기 위하여 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

[가설1] : 내부지분율이 낮을수록 기업의 다각화수준은 높다.

외부대주주(outside blockholders)가 존재하여 경영자의 활동을 효율적으로 감시·통제할 수 있다면 다각화 의사결정과 관련한 경영자의 대리권문제를 축소시킬 수 있다. 따라서 외부대주주의 존재와 다각화수준간에는 負의 관계가 나타나게 된다.

외부대주주의 존재여부가 기업다각화수준에 미치는 영향을 분석하기 위하여 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

[가설2] : 외부대주주의 지분율이 높을수록 기업의 다각화수준은 낮다.

2) 기업다각화와 기업가치간의 관계에 관한 가설

기업의 다각화는 주주에게 이익(benefit)과 비용(cost)을 유발시키는 양면적 성격이 있다. 영업효율성의 향상, 부채부담능력의 증가, 낮은 세금부담, 수익성 있는 투자안의 포기유인 감소 등은 이익요인이고, 기업가치를 저하시킬 수 있는 투자안을 수행하기 위한 임의적인 자원할당(discretionary resources), 사업성이 불량한 사업부문의 지원(cross-subsidies), 중앙과 사업부문 관리자간에 조화로운 경영이 이루어지지 않는 경우 등에 있어서는 비용을 유발시키게 된다. Berger · Ofek(1995), Comment · Jarrell(1995)의 연구결과에 의하면 기업의 다각화는 다각화 비용이 다각화 이익을 초과하여 기업가치를 감소시킨다고 하였다.

우리 나라 기업에 있어서도 다각화가 기업가치의 감소를 가져오는 가를 분석하기 위하여 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

[가설3] : 다각화수준이 높을수록 기업가치는 낮다.

관련다각화(related diversification)와 비관련다각화(unrelated diversification)를 비교하는 경우 관련다각화가 비관련다각화보다 더 좋은 성과를 가져올 수 있다고 하였다. 우리나라 기업에 있어서도 관련다각화가 비관련다각화보다 기업가치에 더 긍정적인 영향을 미치는 가를 분석하기 위하여 다음과 같은 연구가설을 설정하여 관련다각화와 비관련다각화가 기업가치에 미치는 영향을 검증한다.

[가설4] : 관련다각화가 비관련다각화 보다 기업가치에 더 큰 正의 영향을 미친다.

2. 분석대상기업의 선정

본 연구의 분석대상 기업은 1997년 12월 31일 현재 한국증권거래소에 상장되어 있는 766개 기업 중에서 다음과 같은 기준에 의해 분석 매년도 266개씩 총 1,064개 기업을 선정하였다.

- ① 1988년 12월 31일부터 1997년 12월 31일 현재까지 한국증권거래소에 계속 상장되어 있는 기업
- ② 비금융업종 기업
- ③ 1988년 이후 계속하여 결산자료를 공표하여 회계자료를 입수할 수 있는 기업
- ④ 12월 결산법인으로 표본기간동안 결산기를 변경하지 않은 기업
- ⑤ 관리대상 종목이 아닌 기업

본 연구에서 분석기간은 1989년, 1993년, 1996년, 1997년을 대상 연도로 선정하였다. 1989년은 우리 나라 경제나 주식시장이 활황기에서 침체기로 전환되는 시점이었고, 1991년부터 정부의 업종전문화정책이 본격적으로 추진되었으며, 1993년부터 우리나라 경제가 침체기에서 회복기로 전환된 후, 1997년 12월부터 IMF체제로 들어가 다시 경제가 침체하기 시작하였다. 이러한 경제적 상황은 기업의 경영환경에도 큰 영향을 미쳐, 기업의 다각화전략에도 많은 영향을 미쳤을 것으로 예상된다.¹⁾

3. 실증분석방법

1) 검증방법 및 검증모형

(1) [가설1]의 검증

[가설1]을 검증하기 위하여 먼저, 내부지분율 수준에 따라 다각화수준에 차이가 있는 가를 분석한다. 내부지분율 수준별로 다각화지표인 복수사업 기업비율, 허핀달지수, 영위사업 수 등을 파악하고, 분산분석을 이용해 평균차이를 검증한다.

또한 회귀분석을 통해 기업규모, 기업설립연수, 레버리지, 외부대주주지분, 계열기업, 산업 등의 효과를 통제하였을 때 다각화수준과 내부지분율간의 관계를 분석한다. <모형1>에서는 내부지분율 뿐만 아니라 다각화수준에 영향을 미칠 수 있는 기업규모, 기업설립연수, 레버리지, 계열기업 등의 효과를 통제하고, <모형2>에서는 <모형1>에 부

1) ① 분석기간은 우리나라 경제상황을 고려하여 선정하였으나 연도별로 일정한 간격이 유지되지 못하여 분석대상 연도선정에 의한 분석결과 편향(bias)이 발생할 가능성이 있다. 분석연도를 일정한 간격으로 유지하기 위하여 분석연도를 1989년, 1993년, 1997년으로 선정할 수도 있으나, 분석자료를 입수할 수 있는 가장 최근 연도인 1997년에는 IMF체제로의 이행이라는 급격한 경제적인 환경변화가 발생하였기 때문에 분석결과와의 일관성을 검증하기 위하여 1996년 자료를 추가하여 분석하였다.
 ② 분석연도를 2~3년의 간격을 두고 분석을 실시한 것은 기업의 다각화수준이 매년 급격히 달라지기보다는 장기적인 변화추세를 보이고, 다각화의 효과도 단기적으로보다는 장기적으로 기업가치에 영향을 미치는 특성이 있기 때문이다.

가적으로 외부대주주의 지분율을 추가하여 통제한다. <모형3>에서는 <모형2>에 내부지분율의 2차항을 추가하여 내부지분율과 다각화수준간의 비선형관계를 분석한다. <모형4>에서는 <모형3>에 산업효과를 추가하여 통제한다. 회귀모형식은 다음과 같다.

$$\text{<모형1> } HI_j = \alpha + \beta_1 OWN_j + \beta_2 \ln ASSET_j + \beta_3 \ln AGE_j + \beta_4 LEVER_j + \beta_5 CDUM_j + \varepsilon_j \quad (1)$$

$$\text{<모형2> } HI_j = \alpha + \beta_1 OWN_j + \beta_2 \ln ASSET_j + \beta_3 \ln AGE_j + \beta_4 LEVER_j + \beta_5 BLOWN_j + \beta_6 CDUM_j + \varepsilon_j \quad (2)$$

$$\text{<모형3> } HI_j = \alpha + \beta_1 OWN_j + \beta_2 OWN_j^2 + \beta_3 \ln ASSET_j + \beta_4 \ln AGE_j + \beta_5 LEVER_j + \beta_6 BLOWN_j + \beta_7 CDUM_j + \varepsilon_j \quad (3)$$

$$\text{<모형4> } HI_j = \alpha + \beta_1 OWN_j + \beta_2 OWN_j^2 + \beta_3 \ln ASSET_j + \beta_4 \ln AGE_j + \beta_5 LEVER_j + \beta_6 BLOWN_j + \beta_7 CDUM_j + \sum_{i=8}^k \beta_i IDUM_{ji-7} + \varepsilon_j \quad (4)$$

- HI_j : j기업의 허핀달지수
- OWN_j : j기업의 내부지분율
- ASSET_j : j기업의 총자산
- AGE_j : j기업의 설립연수
- LEVER_j : j기업의 레버리지비율(총부채/총자산)
- BLOWN_j : j기업의 외부대주주지분율
- CDUM_j : j기업의 계열기업더미
- IDUM_j : j기업의 i산업 더미
- ε_j : j기업의 오차항

(2) [가설2]의 검증

[가설2]를 검증하기 위해서는 외부대주주 존재기업²⁾과 외부대주주 비존재기업으로 집단을 나누어 다각화수준이 유의적으로 차이가 있는 가를 분산분석을 통해 집단간 평균차이분석을 실시한다. 또한 [가설1]을 검증하는 회귀식 <모형2>, <모형3>, <모형4>를 통해 외부대주주지분율이 기업의 다각화수준에 미치는 영향관계를 분석한다.

(3) [가설3]의 검증

[가설3]을 검증하기 위해서는 분산분석을 이용하여 다각화수준에 따른 기업가치의 차이를 분석함으로써, 다각화수준이 높을수록 기업가치가 유의적으로 낮은 가를 평가한다.

또한 분석대상 기업을 단일사업기업과 복수사업기업으로 분류하여³⁾, 단일사업기업과

2) 내부 경영자와 무관한 기관투자자와 외국인투자자, 5%이상 지분을 보유하고 있는 외부 개인투자자 등의 지분율 합이 5%이상인 경우 외부대주주 존재기업으로 분류하였다.

3) 단일사업기업과 복수사업기업은 표준산업분류 세분류기준(SIC4)과 출자회사가 있는 경우 기업자체의 영

복수사업기업간에 기업가치가 유의적으로 차이가 있는 가를 분산분석을 이용하여 분석하고, 기업규모, 수익성, 레버리지, 외부대주주, 계열기업 등의 효과를 통제한 경우에 있어, 다각화수준과 기업가치간의 관계를 분석하기 위하여 다음과 같은 회귀모형을 설정하여 분석한다.

$$EV_j = \alpha + \beta_1 HI_j + \beta_2 \ln ASSET_j + \beta_3 SER_j + \beta_4 LEVER_j + \beta_5 BLOWN_j + \beta_6 CDUM_j + \varepsilon_j \quad (5)$$

EV _j	: j기업의 초과가치
HI _j	: j기업의 허핀달지수
ASSET _j	: j기업의 총자산
SER _j	: j기업의 매출액영업이익률(영업이익/매출액)
LEVER _j	: j기업의 레버리지비율(총부채/총자산)
BLOWN _j	: j기업의 외부대주주지분율
CDUM _j	: j기업의 계열기업더미
ε _j	: j기업의 오차항

(4) [가설4]의 검증

[가설4]를 검증하기 위해서는 먼저, 분산분석을 이용하여 관련다각화 집단과 비관련다각화 집단⁴⁾으로 나누어 두 집단간 기업가치의 차이를 평가한다.

또한 Berger·Ofek(1995)의 연구에서 사용한 관련다각화 변수(related-segment variable)를 이용하여, 기업규모, 수익성, 레버리지, 계열기업 등의 효과를 통제한 경우에 있어 다각화(Nseg) 및 관련다각화(Rseg)가 다각화의 초과가치에 미치는 영향을 분석한다. 여기서 다각화의 정도는 표준산업분류 세분류(SIC4) 기준으로 한 영위사업 수를 사용하고, 관련다각화 정도를 나타내는 관련다각화 변수는 SIC4기준 영위사업 수와 표준산업분류 중분류(SIC2) 기준 영위사업 수의 차이로 계산한다. SIC2 기준으로 모든 사업이 비관련 사업인 경우에는 관련다각화 변수의 값(SIC4기준 영위사업 수 - SIC2기준 영위사업 수)은 0이 되고, 모든 사업이 관련사업인 경우에는 SIC4기준 사업 수에서 1을 차감한 값이 된다. [가설4]를 검증하기 위한 회귀식은 (6)식과 같다.

$$EV_j = \alpha + \beta_1 Nseg_j + \beta_2 Rseg_j + \beta_3 \ln ASSET_j + \beta_4 SER_j + \beta_5 LEVER_j + \beta_6 CDUM_j + \sum_{i=1}^{13} \beta_i IDUM_{ji-6} + \varepsilon_j \quad (6)$$

위사업 수에 출자회사의 주사업을 당해 기업의 영위사업 수에 포함시킨 총영위사업 수(SIC4*)를 기준으로 분류하였다.

- 4) 관련다각화와 비관련다각화의 구분은 표준산업분류 중분류(SIC2)기준에 따라 분류하였다. 표준산업분류 세분류(SIC4)기준으로 복수의 사업을 영위하고 있는 기업중에서 SIC2기준으로 1개 사업을 영위하고 있는 기업은 관련다각화 기업으로 분류하고, 2개 이상의 사업을 영위하고 있는 기업은 비관련다각화 기업으로 분류하였다.

EV _j	: j기업의 초과가치
N _{segi}	: j기업의 SIC4 기준 영위사업 수
R _{segi}	: j기업의 관련다각화 변수
ASSET _j	: j기업의 총자산
SER _j	: j기업의 매출액영업이익률(영업이익/매출액)
LEVER _j	: j기업의 레버리지비율(총부채/총자산)
CDUM _j	: j기업의 계열기업더미
IDUM _j	: j기업의 i산업 더미
ε _j	: j기업의 오차항

2) 변수의 선정

(1) 기업의 다각화수준

기업의 다각화수준을 파악하기 위해서는 허핀달지수(Herfindahl Index)⁵⁾와 표준산업분류에 의한 세분류(SIC4)와 중분류(SIC2) 기준 영위사업 수를 대용치로 사용하였다. 또한 표준산업분류기준의 영위사업 수를 파악할 때, 개별기업이 출자회사 형태로 다른 사업을 영위하고 있는 경우에는 출자회사의 주사업을 영위사업 수에 포함시킨 영위사업 수(SIC4*, SIC2*)도 대용치에 포함하였다.⁶⁾

개별 기업이 영위하고 있는 사업에 대한 자료는 사업보고서 상의 사업구성과 매출구성을 참조하였는데, 한국신용평가(주)의 「한국기업총람」, 상장회사협의회의 「상장회사총람」 자료를 이용하였다. 사업구성이나 매출구성 자료가 표준산업분류에 따라 구분되어 있지 않은 경우에는 표준산업분류표를 참조하여 재분류하였다. 분류시 자료가 불충분한 것은 대신증권의 「상장회사 투자가이드」, 굿모닝증권의 「상장회사 투자분석」 등

5) 허핀달지수(Herfindahl Index)는 기업내 각 사업부문 매출액 혹은 자산의 구성비율을 자승하여 합계한 것으로, 기업의 다각화수준을 나타내는 주요 지표이다. 모든 사업부문의 규모가 동일한 경우 허핀달지수(HI)는 1/N(N: 사업부문의 수)이 되며, 단일사업 기업인 경우에는 1이 된다. 본 연구에서는 허핀달지수를 사업부문의 매출액비중을 기준으로 산출하였다.

$$HI = \frac{\sum_{i=1}^n S_i^2}{(\sum_{i=1}^n S_i)^2}$$

HI : 허핀달지수
S_i : i사업부문의 매출액
n : 영위 사업수

6) 商法에서는 출자지분이 40%이상인 경우를 母會社와 子會社의 관계로 분류하고 있고, 「주식회사의 외부감사에 관한 법률」(외감법) 시행령에서는 50%를 초과하여 출자하거나, 30%를 초과하여 출자하고 출자회사가 최대주주인 경우에 支配會社와 從屬會社로 분류하고 있다. 또한 기업회계기준에서는 외감법 규정에 의해 지배·종속관계에 있는 경우 지배회사가 연결재무제표를 작성하도록 하고 있다. 따라서 본 연구에서는 출자지분이 30%를 초과하는 기업을 출자관계회사로 간주하여 당해 기업의 주사업을 영위사업 수에 포함시켜 출자회사를 포함한 경우의 영위사업 수로 파악하였다.

을 참조하여 가급적 연구자의 주관적 판단이 개입되지 않도록 노력하였다.

(2) 기업가치

본 연구에서는 기업가치의 대용치로 Berger · Ofek(1995)의 연구에서 사용한 다각화의 초과가치(excess value of diversification : EV)를 사용한다.⁷⁾

다각화의 초과가치는 사업부문의 귀속가치의 합(sum of imputed values of segments)에 대한 기업의 총가치(firm's total value)의 비율에 자연로그를 취하여 계산한다. 기업의 총가치는 보통주의 시장가치(market value of equity)와 부채의 장부가치의 합으로 계산한다. 보통주의 시장가치는 총발행주식수에 분석 당해연도 연말주가를 곱하여 계산하고, 부채의 장부가치는 결산기말 장부상의 부채규모로 하였다. 사업부문 귀속가치의 합은 산업승수접근법(industry multiplier approach)을 적용하여, 개별 사업부문의 매출액에 산업평균 매출액 대비 산업가치비율(capital-to-sales)을 곱하여 계산하였다.⁸⁾ 초과가치가 正의 값을 나타내면, 사업들이 별도의 기업으로 분리되어 수행되는 것보다는 하나의 기업내에서 다각화방식으로 이루어지는 것이 가치를 더 증가시킨다는 것을 의미하고, 負의 값은 다각화방식에 의한 사업수행이 기업가치를 감소시킨다는 것을 의미한다. 식으로 표현하면 (7)식과 같다.

$$EV = \ln \frac{TV}{DV} \quad (7)$$

EV : 다각화의 초과가치
 TV : 기업의 총가치
 = 보통주의 시장가치 + 부채의 장부가치

7) Berger · Ofek(1995, p.47)는 기업의 다각화와 관련된 연구에서는 Tobin의 q비율(q ratio)보다 다각화의 초과가치를 사용하는 것이 더 바람직하다고 하였다.

첫째, q비율을 계산하기 위해서는 감가상각률과 인플레이션율에 대한 가정을 세우고 기업의 대체가치(replacement value)를 예측하여야 하기 때문에 q비율 계산이 어렵다. 둘째, 산업에 따라 q비율이 다르기 때문에 산업별로 q비율을 조정(industry-adjust q)하여야 하지만, 가용한 데이터로부터 사업부문의 시장가치나 대체가치를 직접 계산하기가 어렵다. 셋째, q비율은 다각화에 의해 유발되는 이익이나 손실의 일부만 관찰할 수 있는 기회를 제공해준다. 만약 다각화가 사업부문의 가치에 영향을 미친다면, 다각화기업의 q비율은 각 사업부문의 q비율을 합하여 구한 것보다 크거나 작을 수 있다(Lang · Stulz(1994)).

8) Berger · Ofek(1995)는 개별 사업부문의 가치를 계산할 때, i사업이 속한 산업내에서 당해 사업부문과 동일한 사업을 영위하는 기업의 중간기업(median single-segment firm)의 매출액 대비 기업가치의 비율(IDi(V/AI))을 산업승수로 사용하였지만, 본 연구에서는 특정 산업내에서 특정 사업만을 영위하는 기업을 분류하여 중앙기업을 찾아내는 것은 자료상에 한계가 있었기 때문에 산업평균을 이용하여 계산하는 방법을 택하였다. 즉, 본 연구에서는 산업승수로 당해사업이 속한 산업의 평균매출액 대비 평균산업가치비율(IDi(MTV/MSALE))을 사용하였다. 이때 평균산업가치(MTV)는 당해산업의 평균 자본금과 주가, 부채를 이용하여 보통주의 시장가치와 부채의 장부가치의 합으로 계산하였다.

$$\begin{aligned}
 DV & : \text{사업부문의 귀속가치의 합} \\
 & = \sum_{i=1}^N DSALE_i \times ID_i(MTV/MSALE)
 \end{aligned}$$

DSALE_i : i사업의 매출액

ID_i(MTV/MSALE) : i산업의 평균매출액 대비 평균산업가치 비율

(3) 소유구조

소유구조를 파악하기 위해서는 내부지분율과 외부대주주지분율 자료를 이용하였다. 내부지분율은 대주주인 지분율에 계열사 및 공동목적보유자 등의 지분율을 합한 지분율을 사용하였다. 외부대주주지분율은 경영자와 무관한 금융기관 등의 기관투자자와 외국인 투자자, 5%이상의 지분을 보유하고 있는 대규모 외부개인투자자 등의 지분율을 사용하였다.

소유구조를 나타내는 내부지분율과 외부대주주지분율이 분석자료와 허구적 상관관계(spurious correlation)를 갖는 것을 방지하기 위해 Denis·Denis·Sarin(1997)이 사용한 방법과 같이 분석연도 前年度 12월 결산시점의 자료를 이용하였다.

소유지분율 자료는 한국신용평가(주)에서 발간한 「한국기업총람」과 상장회사협의회에서 발간하는 「상장회사총람」, 대신증권의 「상장회사 투자가이드」, 굿모닝증권의 「상장회사 투자분석」 등의 자료를 이용하였다.

(4) 통제변수

기업가치에 영향을 미치는 변수로는 소유구조와 다각화 변수뿐만 아니라 다른 여러 변수들이 존재할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 기업규모, 기업설립연수, 레버리지, 수익성, 계열기업 여부, 산업 등을 통제변수로 사용하였다.

기업규모를 측정하기 위해서는 자산규모에 자연로그를 취한 값을 사용하였다. 기업설립연수를 측정하는 대용변수로는 당해 기업의 창립이후 분석 연도까지의 경과연수에 대한 자연로그값을 사용하였다. 레버리지비율은 총자산에서 부채가 차지하는 비중(부채/총자산)으로 측정하였다. 수익성은 매출액영업이익률(영업이익/매출액)로 측정하였다. 계열기업효과를 통제하기 위해서는 분석 당해 연도 4월에 공정거래위원회에서 총자산기준으로 지정하여 발표하고 있는 30대 대규모 기업집단에 속하는 기업집단의 계열회사인 경우 더미변수에 1을 부여하였다. 산업은 SIC2 기준으로 8개의 산업으로 분류하고 관련산업의 더미변수에 1을 부여하였다.

<표 1> 통제변수의 측정방법 요약

통제대상	대용변수
기업규모	총자산의 자연로그값
기업설립연수	설립연수의 자연로그값
레버리지	총부채/총자산
수익성	매출액영업이익률(영업이익/매출액)
계열기업	30대 대규모 기업집단 소속 여부에 의한 더미변수 (계열기업에 1부여)
산업	SIC2 기준에 의한 더미변수(관련산업에 1부여)

IV. 실증분석 결과

1. [가설1] (내부지분율과 다각화수준간의 관계)에 대한 검증결과

<표 2>는 내부지분율과 기업다각화수준간의 관계를 분석한 결과이다. <표2>의 결과를 보면, 내부지분율에 따라 기업다각화 정도가 유의적으로 차이가 있고, 내부지분율과 기업다각화 수준간에 강한 負의 관계가 존재함을 알 수 있다. 즉 내부지분율이 낮을수록 다각화가 많이 이루어지고, 내부지분율이 높을수록 다각화수준이 낮다는 것을 알 수 있다.⁹⁾

숏기간을 분석한 결과를 보면,¹⁰⁾ 복수사업 영위기업의 비율은 내부지분율이 10%이

9) 내부지분율수준의 구간은 분석대상기간동안 우리 나라 기업의 경영에 영향을 미칠 수 있는 법적 제도와 규정에 근거하여 구분하였다. 내부지분율 10%는舊증권거래법 제200조 주식의 대량소유제한 규정(당해 유가증권이 신규로 상장될 당시에 총발행주식수의 10%이상을 소유하고 있던 주주는 그 소유비율까지 소유할 수 있고, 10%미만을 소유하고 있던 주주는 총발행주식수의 10%이내에서 정관이 정하는 비율까지 소유할 수 있음)에 근거하였고, 내부지분율 20%는 공정거래법 제12조 기업결합의 신고 규정(대규모 기업집단에 소속되어 있는 회사가 계열회사 또는 특수관계인과 합하여 타 회사주식 20%이상을 소유하게 될 경우와 계열회사 또는 특수관계인과 합하여 새로 설립되는 회사주식의 20%이상을 인수하고자 하는 경우에는 공정거래위원회에 신고하여야 함)에 근거하였다. 내부지분율 33.4%는 주주총회에서 특별결의를 하기 위해서는 발행주식총수의 2/3이상의 결의가 필요(상법 제434조)하므로 경영권을 확실히 방어할 수 있는 최소한의 지분율수준이라고 할 수 있다. 내부지분율 50%는 내부자가 외부자의 도움을 전혀 받지 않고 주주총회를 소집하여 결의가 가능한 수준이다(舊상법 제368조 제1항, 상법 제434조).

10) 숏기간은 1989년, 1993년, 1996년, 1997년 데이터를 풀링(pooling)하여 분석하였음을 의미한다. 숏기간의 분석결과는 각 연도의 분석결과와 일관된 결과를 나타내지 않을 수도 있다. 각 연도에 영향을 미치는 경제환경적 요인들이 데이터를 통합하여 분석하는 과정에서 자료의 특성이 중립화되어 뚜렷한 특징이 나타나지 않을 수 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 본 연구에서 4개년의 데이터를 풀링하여 숏기간 분석을 추가한 것은 연도별 자료의 불안정성을 감소시켜 분석결과와 신뢰도를 높일 수 있기 때문에 연도별 분석결과와 보완적으로 해석할 수 있다는 장점이 있기 때문이다.

하일 때 76.2%에서 50%이상일 때 39.7%로 감소하고, 허핀달지수는 0.70에서 0.84로 증가한다. SIC4기준 영위사업 수는 2.25개에서 1.67개로, SIC2기준 영위사업 수는 1.83개에서 1.42개로 감소하여 내부지분율이 낮을수록 다각화가 많이 이루어지고 있음을 알 수 있다. 분산분석 결과에서도 지분율수준에 따라 다각화의 정도가 유의적으로 차이가 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 연도별 분석결과에서도 유사한 특징을 보이고 있다.

<표 2> 내부지분율과 기업다각화 수준

(단위 : 개, %)

구분	내부지분율(%)	기업수	복수사업		허핀달지수	SIC4	SIC4'	SIC2	SIC2'
			기업수	비율					
전 기 간	OWN≤10	63	48	76.2	0.70	2.25	3.46	1.83	2.89
	10<OWN≤20	171	110	64.3	0.76	2.03	2.80	1.52	2.20
	20<OWN≤33.4	400	229	57.3	0.77	1.97	2.64	1.59	2.17
	33.4<OWN≤50	279	135	48.4	0.83	1.68	2.22	1.39	1.85
	50<OWN	151	60	39.7	0.84	1.67	2.08	1.42	1.78
	F값	-	-	-	7.99**	9.22***	17.39***	6.23**	14.37***
1989	OWN≤10	6	5	83.3	0.62	2.33	3.67	2.00	2.67
	10<OWN≤20	19	10	52.6	0.84	1.63	2.21	1.37	1.74
	20<OWN≤33.4	69	40	58.0	0.80	1.88	2.29	1.51	1.88
	33.4<OWN≤50	68	33	48.5	0.80	1.72	2.16	1.43	1.75
	50<OWN	104	43	41.3	0.83	1.72	2.17	1.43	1.85
	F값	-	-	-	1.41	0.98	2.36*	0.98	1.28
1993	OWN≤10	18	11	61.1	0.76	2.17	3.33	1.72	2.83
	10<OWN≤20	57	35	61.4	0.79	1.89	2.77	1.37	2.21
	20<OWN≤33.4	114	61	53.5	0.79	1.86	2.66	1.54	2.18
	33.4<OWN≤50	59	29	41.2	0.83	1.71	2.27	1.39	1.83
	50<OWN	18	6	-	0.89	1.50	1.89	1.33	1.72
	F값	-	-	-	1.21	1.52	3.50**	1.43	3.11**
1996	OWN≤10	18	14	77.8	0.68	2.28	3.17	1.83	2.61
	10<OWN≤20	46	32	69.6	0.72	2.26	2.83	1.74	2.26
	20<OWN≤33.4	109	66	60.6	0.75	2.09	2.72	1.66	2.23
	33.4<OWN≤50	79	34	43.0	0.86	1.57	2.00	1.32	1.70
	50<OWN	14	6	42.9	0.81	1.71	1.86	1.43	1.50
	F값	-	-	-	4.37**	5.42**	6.40**	3.59**	5.08**
1997	OWN≤10	21	18	85.7	0.68	2.29	3.76	1.86	3.24
	10<OWN≤20	49	33	67.3	0.75	2.12	3.02	1.55	2.33
	20<OWN≤33.4	108	62	57.4	0.77	2.03	2.78	1.62	2.27
	33.4<OWN≤50	74	40	54.1	0.84	1.76	2.49	1.46	2.14
	50<OWN	14	4	28.6	0.90	1.36	1.79	1.14	1.57
	F값	-	-	-	3.36**	3.23**	4.67**	2.39*	4.52**

주) 1) 복수사업기업 수는 표준산업분류 세분류(SIC4)를 기준으로 2개 이상의 사업을 영위하고 있는 기업 수를 나타냄.

2) SIC4', SIC2'는 기업자체의 영위사업 수에 출자회사의 주사업을 영위사업 수에 포함한 경우를 나타냄.

3) *, **는 각각 유의수준 10%, 5%에서 유의적임을 나타냄.

이상의 결과는 Denis · Denis · Sarin(1997)의 연구결과와 동일하며, 다각화에 대한 대리권비용 관점과 일관성을 가지는 결과이다. 즉, 우리 나라 내부 경영자들은 소유지분 비율이 높을수록 기업가치 감소분에 대해 더 많은 부담을 갖게 되므로 株主富의 감소를 가져오거나 뚜렷하게 가치를 증가시키지 않는다면 다각화전략을 채택하지 않으려는 경향을 보이는 반면, 소유지분비율이 낮은 내부 경영자들은 다각화에 의해 기업규모를 확대하고, 대규모기업을 경영함으로써 향유할 수 있는 권력(power)과 위신(prestige) 등 경영자 자신의 私的利益을 증가시키려는 경향이 있다는 것을 알 수 있다.

그러나 이러한 결과는 기업규모나 사업기회 등의 측면에서도 해석이 가능할 수 있다. 내부 소유지분비율이 높은 기업은 상대적으로 기업규모가 작고(smaller firm), 수익성 있는 사업으로 확장할 기회가 적은 산업에 속해 있거나, 기업설립연수가 상대적으로 짧아 다각화가 덜 이루어졌을 가능성도 있다. 따라서 본 분석의 결과를 보다 의미있게 해석하기 위해서는 기업다각화수준에 영향을 미칠 수 있는 기업규모, 설립연수, 레버리지, 외부대주주지분, 계열기업, 산업 등의 효과를 통제하고 분석할 필요가 있다.

<표 3>은 기업규모, 설립연수, 레버리지, 외부대주주지분, 계열기업, 산업 등의 효과를 통제한 경우 내부지분율과 다각화지수(허핀달지수)간의 회귀분석 결과이다.

<표 3>에서 <모형 1>의 분석결과를 보면, 내부지분율은 허핀달지수와 쏘기간, 1989년, 1993년에는 β 계수가 각각 0.044($t=1.15$), -0.013($t=-0.23$), 0.056($t=0.61$)로 유의적인 관계를 보이고 있지 않지만, 90년대 중반 이후인 1996년, 1997년에 β 계수가 각각 0.259($t=2.41$), 0.279($t=2.64$)로 유의적인 正의 관계를 나타내고 있다. 이는 내부지분율이 높은 기업일수록 다각화수준이 낮고, 내부지분율이 낮을수록 다각화수준이 높다는 것을 의미하는 것으로, 기업규모, 설립연수, 레버리지, 계열기업 효과를 통제한 경우에도 내부지분율과 기업의 다각화수준간에는 負의 관계가 존재한다는 것을 알 수 있다.

허핀달지수는 기업규모, 레버리지비율과는 전체 분석대상 기간에 걸쳐 負의 관계를 보이고 있다. 이는 기업규모가 크고, 레버리지비율이 높은 기업일수록 다각화가 많이 이루어진다는 것을 의미한다. 규모가 큰 기업이 다각화수준이 높은 것은 기업규모가 큰 기업은 다각화를 추진하는데 필요한 내부능력을 많이 축적하고 있고, 우리 나라 기업의 경우 기업 확대전략의 일환으로 다각화를 추진해 왔던 것과 연관이 있다.

레버리지비율이 높은 기업의 다각화수준이 높게 나타난 것은 외부자금을 원활히 조달할 수 있는 기업이 다각화를 용이하게 추진할 수 있고, 우리 나라 기업들이 차입자금에 의해 기업 확대전략을 추진해온 결과로 해석할 수 있다. 한편 기업설립연수나 대규모

<표 3> 내부지분율과 허핀달지수간의 회귀분석 결과

구분	독립변수	모형1	모형2	모형3	모형4
전기간	상수항	1.159 (15.68 ^{***})	1.160 (15.70 ^{***})	1.097 (14.17 ^{***})	1.155 (14.11 ^{***})
	OWN	0.044 (1.15)	0.058 (1.49)	0.363 (2.97 [*])	0.231 (1.89 [*])
	OWN ²	불포함	불포함	-0.338 (-2.63 ^{**})	-0.206 (-1.61)
	ln ASSET	-0.050(-8.40 ^{***})	-0.054 (-8.27 ^{***})	-0.053 (-8.06 ^{***})	-0.051 (-7.87 ^{***})
	ln AGE	0.025 (1.26)	0.027 (1.33)	0.025 (1.23)	0.024 (1.21)
	LEVER	-0.122(-3.89 ^{**})	-0.117 (-3.70 ^{**})	-0.108 (-3.42 [*])	-0.087 (-2.80 [*])
	BLOWN	불포함	0.077 (1.52)	0.077 (1.52)	0.073 (1.48)
	CDUM	-0.001(-0.03)	0.000 (0.00)	0.003 (0.15)	0.008(0.44)
	IDUM	불포함	불포함	불포함	포함
	F값	34.06	28.81 ^{***}	25.81 ^{***}	19.68 [*]
R ²	0.1386	0.1405	0.1461	0.2080	
1989	상수항	1.203 (9.40 ^{***})	1.194 (9.30 ^{***})	1.071 (7.48 ^{***})	1.109 (7.18 ^{***})
	OWN	-0.013 (-0.23)	-0.009 (-0.15)	0.453 (1.82 [*])	0.274 (1.08)
	OWN ²	불포함	불포함	-0.433 (-1.90 [*])	-0.264 (-1.14)
	ln ASSET	-0.062 (-4.62 ^{***})	-0.063 (-4.69 ^{***})	-0.061 (-4.57 ^{***})	-0.058 (-4.35 ^{***})
	ln AGE	0.038 (1.06)	0.039 (1.10)	0.040 (1.38)	0.049 (1.38)
	LEVER	-0.150 (-3.69 ^{**})	-0.147 (-3.61 ^{**})	-0.128 (-3.07 [*])	-0.136 (-3.26 ^{**})
	BLOWN	불포함	0.091 (0.11)	0.078 (0.74)	0.055 (0.52)
	CDUM	0.046 (1.24)	0.043 (1.15)	0.042 (1.13)	0.063(1.65)
	IDUM	불포함	불포함	불포함	포함
	F값	8.55 ^{**}	7.24 [*]	6.78 [*]	4.69 ^{**}
R ²	0.1412	0.1436	0.1554	0.2075	
1993	상수항	1.306 (8.49 ^{***})	1.344 (8.60 ^{***})	1.340 (8.22 ^{***})	1.352 (7.61 ^{***})
	OWN	0.056 (0.61)	0.025 (0.26)	0.047 (0.18)	-0.005 (-0.02)
	OWN ²	불포함	불포함	-0.029 (-0.09)	-0.006 (-0.02)
	ln ASSET	-0.053 (-4.05 ^{**})	-0.047 (-3.48 [*])	-0.047 (-3.45 [*])	-0.047 (-3.35 [*])
	ln AGE	0.002 (0.04)	-0.006 (-0.15)	-0.006 (-0.15)	-0.004 (-0.10)
	LEVER	-0.204 (-2.58 [*])	-0.215 (-2.72 [*])	-0.215 (-2.71 [*])	-0.176 (-2.14 ^{**})
	BLOWN	불포함	-0.145 (-1.33)	-0.146 (-1.33)	-0.152 (-1.38)
	CDUM	0.025 (0.67)	0.027 (0.72)	0.028 (0.72)	0.041(1.04)
	IDUM	불포함	불포함	불포함	포함
	F값	8.78 ^{**}	7.63 [*]	6.52 ^{**}	4.29 ^{**}
R ²	0.1444	0.1503	0.1503	0.1930	
1996	상수항	1.135 (6.44 ^{***})	1.131 (6.46 ^{***})	1.203 (6.57 ^{***})	1.291 (6.77 ^{***})
	OWN	0.259 (2.41 ^{**})	0.280 (2.60 [*])	-0.231 (-0.58)	-0.312 (-0.80)
	OWN ²	불포함	불포함	0.809 (1.34)	0.814 (1.39)
	ln ASSET	-0.053 (-4.36 ^{**})	-0.065 (-4.71 ^{***})	-0.068 (-4.86 ^{***})	-0.067 (-4.93 ^{***})
	ln AGE	0.002 (0.05)	0.007 (0.16)	0.011 (0.25)	0.007 (0.16)
	LEVER	-0.020 (-0.21)	0.024 (0.25)	0.026 (0.27)	0.100 (1.04)
	BLOWN	불포함	0.197 (1.83 [*])	0.207 (1.92 [*])	0.216 (2.07 [*])
	CDUM	-0.022 (-0.58)	-0.029 (-0.77)	-0.035 (-0.92)	-0.039(-1.06)
	IDUM	불포함	불포함	불포함	포함
	F값	10.87	9.70 ^{**}	8.60 ^{**}	7.15 ^{**}
R ²	0.1729	0.1835	0.1891	0.2850	
1997	상수항	1.061 (5.82 ^{***})	1.067 (5.86 ^{***})	1.152 (6.02 ^{***})	1.213 (6.08 ^{***})
	OWN	0.279 (2.64 ^{**})	0.309 (2.86 ^{**})	-0.152 (-0.44)	-0.259 (-0.77)
	OWN ²	불포함	불포함	0.699 (1.41)	0.795 (1.65)
	ln ASSET	-0.047 (-3.94 ^{**})	-0.056 (-4.05 ^{**})	-0.058 (-4.18 ^{**})	-0.060 (-4.44 ^{***})
	ln AGE	0.010 (0.21)	0.013 (0.28)	0.011 (0.24)	0.010 (0.20)
	LEVER	-0.006 (-0.06)	0.012 (0.13)	0.017 (0.18)	0.095 (0.99)
	BLOWN	불포함	0.139 (1.30)	0.130 (1.21)	0.169 (1.63)
	CDUM	-0.017 (-0.47)	-0.016 (-0.44)	-0.019(-0.50)	-0.031(-0.88)
	IDUM	불포함	불포함	불포함	포함
	F값	9.73 [*]	8.41 ^{**}	7.52 ^{**}	6.48 ^{**}
R ²	0.1577	0.1631	0.1695	0.2654	

주) 1) ()안의 숫자는 t값임.

2) *, ** 는 각각 유의수준 5%, 10%에서 유의적임을 나타냄.

모 기업집단 소속여부는 유의적인 관계를 발견하지 못하여 다각화수준과 연관성이 낮은 것으로 나타났다.

<모형 2>는 부가적인 통제변수로 외부대주주의 지분율을 추가한 경우에 있어 내부지분율과 다각화수준간의 관계를 보여주고 있다. 내부지분율과 다각화수준간의 負의 관계는 외부대주주의 지분율이라는 변수가 추가되어도 계속 유지되고 있다.

<모형 3>은 부가적인 통제변수로 내부소유지분의 2차항을 추가하여 내부지분과 다각화간의 곡선관계를 고려하여 분석한 결과이다. 2차항의 계수는 쏠기간과 1989년, 1993년에 負의 값을, 1996년, 1997년에는 正의 값을 보이고 있으나, 쏠기간과 1989년을 제외하면 통계적으로 유의성이 낮아 내부지분율과 다각화수준간의 분석결과에는 큰 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

<모형 4>는 <모형 3>에 산업효과를 추가적으로 통제한 결과인데, <모형 3>의 결과에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

2. [가설2] (외부대주주와 다각화수준의 관계)에 대한 검증결과

<표 3>의 <모형 2>에 의한 분석 결과를 보면, 외부대주주지분율변수는 1996년에만 β 계수가 0.207($t=1.92$)로 유의수준 10%에서 통계적으로 유의한 계수값을 보이고 있다. 그러나, 다른 연도의 분석결과에서는 외부대주주지분과 다각화수준간에 유의적인 관계를 보이고 있지 않아 다각화와 외부대주주의 관계를 효율적 감시가설에 의해 설명하는 데는 한계가 있는 것으로 나타났다.

<표 4>의 결과를 보면, 외부대주주가 존재하는 기업의 다각화수준이 외부대주주가 존재하지 않는 기업의 다각화수준보다 더 높게 나타나고 있다. 통계적으로 유의성이 있는 쏠기간과 1996년뿐만 아니라 다른 연도의 분석에서도 일관성 있는 결과를 보여주고 있다. 이러한 결과는 대형 우량기업을 선호하는 우리 나라 기관투자자와 외국인의 투자성향과 연관성이 있는 것으로 보인다. 기업규모가 클수록 다각화 정도가 높기 때문에 기관투자자와 외국인이 대형 우량기업에 대해 투자를 확대함으로써 외부대주주지분율과 다각화수준간에 正의 관계로 나타날 수 있다. 따라서 우리 나라 기업의 경우는 외부대주주가 기업경영을 효율적으로 감시함으로써 다각화와 관련된 대리권문제를 축소시켜 외부대주주가 존재하는 경우 다각화수준이 낮아질 것이라는 [가설2]는 기각되는 것으로 이해할 수 있다.

<표 4> 외부대주주와 다각화수준간의 분산분석 결과

구 분	기업수	복수사업 기업수		허핀달지수	SIC4	SIC4*	SIC2	SIC2*	
		기업수	비율						
전기간	외부대주주존재	902	513	56.9	0.78	1.92	2.60	1.53	2.13
	외부대주주비존재	162	69	42.6	0.84	1.62	2.09	1.41	1.80
	F값	-	-	-	8.04**	13.32**	19.07**	3.90**	10.60**
1989	외부대주주존재	165	86	52.1	0.80	1.84	2.35	1.52	1.93
	외부대주주비존재	101	45	44.6	0.82	1.65	2.05	1.38	1.70
	F값	-	-	-	0.28	2.45	4.03**	2.43	3.25*
1993	외부대주주존재	251	137	54.6	0.80	1.85	2.63	1.47	2.14
	외부대주주비존재	15	5	33.3	0.87	1.47	2.00	1.40	1.87
	F값	-	-	-	1.32	2.47	2.76*	0.13	0.69
1996	외부대주주존재	241	144	59.8	0.76	2.00	2.56	1.59	2.09
	외부대주주비존재	25	8	32.0	0.89	1.52	2.04	1.40	1.80
	F값	-	-	-	6.89**	5.28**	3.31*	1.27	1.46
1997	외부대주주존재	245	146	59.6	0.78	1.98	2.80	1.56	2.29
	외부대주주비존재	21	11	52.4	0.86	1.71	2.38	1.57	2.24
	F값	-	-	-	2.37	5.28**	3.31*	1.27	1.46

주) 1) SIC4*, SIC2*는 기업자체의 영위사업 수에 출자회사의 주사업에 영위사업 수에 포함한 경우를 나타냄.

2) *, **는 각각 유의수준 10%, 5%에서 평균값이 유의적으로 차이가 있음을 나타냄.

3. [가설3] (다각화수준과 기업가치간의 관계)에 대한 검증결과

<표 5>는 다각화수준에 따른 다각화의 초과가치(EV)를 나타낸 것이다. 다각화의 초과가치는 쏠기간과 1989년에 다각화수준에 따라 유의적으로 차이가 있는 것으로 나타났다. 그러나, 1993년, 1996년, 1997년에는 유의적인 차이를 발견할 수 없었다. 그런데 다각화수준에 따라 다각화의 초과가치가 유의적으로 차이가 있는 것으로 나타난 쏠기간과 1989년에 있어서도 다각화수준이 높을수록 다각화의 초과가치가 낮아지는 일관된 결과는 나타나지 않고 있다. 따라서 다각화수준이 높을수록 기업가치가 낮아진다는 [가설3]을 채택할 만한 증거를 발견할 수 없었다.

<표 6>은 단일사업기업과 복수사업기업의 초과가치 차이를 분석한 분산분석 결과이다. 복수사업기업과 단일사업기업의 초과가치를 비교해보면, 1993년을 제외하면 복수사업기업의 초과가치가 단일사업기업의 초과가치보다 높아 다각화가 기업가치에 正의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 [가설3]과 반대되는 결과로 [가설3]을 기각하는 결과로 이해할 수 있다.

<표 5> 다각화수준과 다각화의 초과가치의 관계

구분		전기간	1989	1993	1996	1997
SIC4 기준 영위 사업수	1	-0.07	-0.07	-0.07	-0.08	-0.07
	2	0.05	0.46	-0.21	0.02	-0.06
	3	0.09	0.40	-0.08	0.07	0.02
	≥4	0.00	0.48	-0.42	-0.04	0.03
	F값	3.79**	10.93**	1.44	0.99	0.62
SIC4* 기준 영위 사업수	1	-0.08	-0.04	-0.08	-0.11	-0.10
	2	0.07	0.22	-0.05	0.10	-0.04
	3	0.01	0.35	-0.21	-0.05	-0.04
	≥4	0.01	0.36	-0.21	0.02	0.00
	F값	2.99**	5.64**	0.75	1.93	0.61
SIC2 기준 영위 사업수	1	-0.06	0.00	-0.11	-0.05	-0.07
	2	0.11	0.56	-0.12	0.04	-0.05
	3	0.07	0.46	-0.27	0.04	0.11
	≥4	-0.06	0.25	-0.43	-0.03	-0.10
	F값	4.89**	14.15**	0.48	0.54	1.21
SIC2* 기준 영위 사업수	1	-0.08	0.02	-0.15	-0.08	-0.11
	2	0.10	0.27	-0.01	0.08	0.05
	3	0.02	0.46	-0.16	-0.06	-0.07
	≥4	-0.04	0.27	-0.28	0.03	-0.02
	F값	5.08**	5.13**	1.12	1.44	1.55
허편달 지수	HI =1.0	-0.07	-0.07	-0.07	-0.08	-0.07
	0.8 ≤ HI < 1.0	-0.01	0.08	0.07	-0.07	-0.09
	0.6 ≤ HI < 0.8	0.00	0.24	-0.32	0.10	0.03
	0.4 ≤ HI < 0.6	0.15	0.72	-0.14	0.01	-0.03
	0.0 ≤ HI < 0.4	-0.01	0.38	-0.47	0.07	0.01
	F값	4.76**	18.01**	2.13*	1.21	0.54

주) 1) SIC4*, SIC2*는 기업자체의 영위사업 수에 출자회사의 주사업을 영위사업 수에 포함한 경우를 나타냄.
 2) *, **는 각각 유의수준 10%, 5%에서 유의적임을 나타냄.

<표 6> 단일사업기업과 복수사업기업의 초과가치 차이분석 결과

구분		전기간	1989	1993	1996	1997
SIC4	단일사업기업	-0.07	-0.07	-0.07	-0.08	-0.07
	복수사업기업	0.05	0.44	-0.19	0.03	-0.02
	F값	10.25**	43.47**	1.71	2.37	0.78
SIC4*	단일사업기업	-0.08	-0.04	-0.08	-0.11	-0.10
	복수사업기업	0.03	0.29	-0.15	0.02	-0.02
	F값	7.22*	15.24**	0.47	3.38*	1.50

주) 1) SIC4*는 기업자체의 영위사업 수에 출자회사의 주사업을 영위사업 수에 포함한 경우를 나타냄.
 2) **, * 는 각각 유의수준 5%, 10%에서 유의적임을 나타냄.

<표 7>은 다각화의 초과가치에 영향을 미칠 수 있는 기업규모, 수익성, 레버리지, 외부대주주, 계열기업 등의 효과를 통제한 상황에서 다각화수준(허핀달지수)과 다각화의 초과가치간에 횡단면 회귀분석을 실시한 결과이다.

<표 7>에서 숏기간과 1989년의 결과를 보면, 허핀달지수의 β 계수는 각각 -0.34 ($t=-3.72$), -1.28($t=-7.34$)로 허핀달지수와 다각화의 초과가치간에는 負의 관계가 존재하여, 다각화가 많이 이루어질수록 다각화의 초과가치가 증가하는 것으로 나타나고 있다. 1996년과 1997년에도 비유적이지만 이러한 관계가 유지되는 것으로 나타나고 있다.

이러한 결과는 앞의 분석결과와 일치하는 것으로, 우리 나라 기업에 있어 다각화는 기업가치의 증가를 가져오는 요인으로 작용하고 있음을 알 수 있다.

<표 7> 기업다각화와 초과가치간의 회귀분석 결과

독립변수	전기간	1989	1993	1996	1997
상수항	0.23 (1.38)	1.06 (3.17*)	-0.31 (-0.66)	0.02 (0.06)	-0.65(-2.39*)
HI	-0.34 (-3.72*)	-1.28(-7.34*)	0.36 (1.57)	-0.23(-1.50)	-0.03(-0.24)
ln ASSET	0.002 (0.12)	-0.003(-0.08)	-0.01 (-0.30)	0.06 (1.76)	0.07(2.29*)
SER	-0.04 (-0.20)	0.57 (1.97)	-0.46 (-0.75)	0.19 (0.30)	-1.52(-4.84*)
LEVER	0.20 (2.13*)	0.22 (1.94)	0.14 (0.47)	-0.28(-1.17)	0.41 (1.95)
BLOWN	-0.47 (-3.27*)	0.28 (0.92)	-0.26 (-0.67)	-0.55(-2.03*)	-0.39(-1.76)
CDUM	-0.05 (-0.99)	-0.14(-1.33)	-0.01 (-0.07)	-0.12(-1.24)	-0.10(-1.22)
F값	5.83*	12.24*	0.93	1.76	6.46*
R ²	0.0321	0.2209	0.0212	0.0391	0.1302

주) * 는 유의수준 5%에서 유의적임을 나타냄.

4. [가설4] (관련·비관련다각화와 기업가치의 관계)에 대한 검증결과

<표 8>은 관련다각화 기업과 비관련다각화 기업간의 기업가치를 비교한 것이다. <표 8>에서 다각화의 초과가치를 보면, 비관련다각화 기업의 경우가 관련다각화 기업의 경우보다 높게 나타나고 있다. 이러한 결과는 관련다각화 기업의 가치손실이 비관련다각화 기업의 가치손실 보다 상대적으로 작아 관련다각화 기업의 가치가 비관련다각화 기업의 가치보다 클 것이라는 Berger·Ofek(1995)의 연구결과와는 다르지만, 국내기업을 대상으로 분석한 홍재범·황규승(1997)의 연구결과와는 일치한다.

이러한 결과는 우리나라 기업의 경우 비관련다각화의 경우가 관련다각화의 경우보다

사업포트폴리오 측면에서 사업위험을 보다 축소시키고, 내부자본시장을 보다 효율적으로 형성케함으로써 Myers(1977)가 주장한 과소투자 문제를 축소시키고, 순현재가치가 0보다 큰 사업기회를 원활하게 포착하는 효과를 가져 왔기 때문으로 분석된다. 또한 비관련다각화가 이루어진 경우에는 사업부문간에 이익·손실흐름이 달리 나타남으로써 기대할 수 있는 비대칭적 세금처리효과(tax code's asymmetric treatment effect)에 의해 세금절감효과를 가져올 수 있는 것도 비관련다각화가 관련다각화보다 기업가치를 높이는 요인으로 작용한 것으로 볼 수 있다.

<표 8> 관련다각화 기업과 비관련다각화 기업의 다각화 초과가치 차이분석 결과

구분	관련다각화	비관련다각화	F값
전기간	-0.02	0.09	3.77*
1989	0.24	0.52	4.29**
1993	-0.23	-0.17	0.18
1996	0.01	0.04	0.09
1997	-0.06	0.00	0.59

주) F값은 평균에 대한 차이를 검정한 값으로, **, *표시는 각각 유의수준 5%, 10%에서 유의적으로 평균차이가 있음을 나타냄.

<표 9>는 Berger·Ofek(1995)의 연구에서 사용한 관련다각화 변수(related-segment variable)를 이용하여, 기업규모, 수익성, 레버리지, 계열기업 등의 효과를 통제한 경우에 있어 다각화(Nseg) 및 관련다각화(Rseg)가 다각화의 초과가치에 미치는 영향은

<표 9> 다각화와 관련다각화가 기업가치에 미치는 영향에 대한 회귀분석결과

구분	관측치수	상수항	Nseg	Rseg	lnASSET	SER	LEVER	CDUM	IDUM
전기간	582	0.142 (0.61)	-0.027 (-0.68)	0.014 (0.28)	-0.049 (-2.09**)	0.471 (1.58)	0.368 (3.27**)	0.038 (0.56)	포함
1989	131	-0.238 (-0.44)	-0.048 (-0.54)	-0.169 (-1.37)	0.042 (0.66)	1.446 (3.31**)	0.347 (2.41**)	-0.203 (-1.26)	포함
1993	142	-0.410 (-0.62)	-0.160 (-1.52)	0.113 (0.91)	0.063 (0.92)	-1.884 (-2.38**)	0.358 (0.74)	-0.135 (-0.74)	포함
1996	152	0.213 (0.60)	-0.043 (-0.82)	0.085 (1.22)	-0.021 (-0.59)	-0.917 (-0.95)	0.416 (1.39)	-0.046 (-0.50)	포함
1997	157	-1.061 (-3.41**)	0.015 (0.31)	0.027 (0.44)	0.033 (1.13)	-1.140 (-2.09**)	0.830 (3.02**)	-0.063 (-0.76)	포함

주) *, **는 각각 10%, 5%의 유의수준에서 유의적임을 나타냄.

분석한 회귀분석 결과이다.¹¹⁾

<표 9>의 분석결과에 의하면 다각화변수(Nseg)의 β 계수가 1997년을 제외하고 음(-)의 값을 가져 다각화수준이 높을수록 다각화의 초과가치는 하락하는 것으로 나타났고, 관련다각화변수(Rseg)의 β 계수는 대체로 정(+)의 값을 가져 관련다각화가 다각화의 초과가치에 正의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 영위사업 수나 관련다각화 변수의 계수가 모두 비유의적이고, 연도별로 일관성 있는 방향을 제시하고 있지 못하여 의미있는 결과로 해석하는 데는 한계가 있다.

V. 요약 및 결론

본 연구에서는 우리 나라 기업의 대리권문제와 기업다각화가 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석, 분산분석 등을 이용해 실증적으로 검증하였다. 표본기업은 1997년 12월 말 현재 한국증권거래소에 상장되어 있는 266개 기업을 대상으로 하였으며, 분석기간은 1989년, 1993년, 1996년, 1997년이였다.

대리권문제가 기업다각화수준에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과에 의하면, 첫째, 내부지분율이 낮을수록 다각화가 많이 이루어지고, 내부지분율이 높을수록 다각화수준이 낮아지는 것으로 나타나, 우리 나라 기업의 다각화 동기를 대리권문제 관점에서 찾을 수 있음을 알 수 있었다. 내부 경영자들은 소유지분율이 높을수록 기업가치 감소에 대해 더 많은 부담을 갖게 되므로, 다각화가 株主富의 감소를 가져오거나 뚜렷하게 가치를 증가시키지 않는다면 다각화전략을 채택하지 않으려는 경향을 보이고, 소유지분이 낮으면 다각화에 의해 기업규모를 확대하고, 대규모 기업을 경영함으로써 향유할 수 있는 권력(power)과 위신(prestige) 등 경영자 자신의 私的利益을 증가시키고자 하는 경향이 있음을 알 수 있었다.

둘째, 외부대주주지분율과 다각화수준 간에는 유의적인 관계를 발견하지 못하여, 외부대주주들이 경영자를 감시·통제함으로써 대리권문제를 축소시키고, 기업의 다각화를 억제할 것이라는 가설을 지지하는 결과를 얻지 못하였다. 이러한 결과는 우리 나라 기관투자자들이 기업의 경영활동을 효율적으로 감시·통제하고 있지 못한 현실을 반영한 결과라고 할 수 있다.

다각화가 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석결과를 보면, 첫째, 복수사업기업의 초

11) 회귀분석결과 SIC4기준 영위사업 수(Nseg)의 계수가 陽(+)으로 나타나는 경우에는 다각화가 많이 이루어질수록 다각화에 의해 가치가 증가함을 나타내고, 陰(-)인 경우에는 가치손실이 발생함을 의미한다. 또한 관련다각화 변수의 계수가 陽(+)인 경우에는 다각화에 의한 가치증가의 확대 또는 가치감소의 축소를 의미하고, 계수가 陰(-)인 경우에는 가치증가의 축소 또는 가치감소의 확대를 의미한다.

과가치가 단일사업기업의 초과가치보다 높게 나타나, 다각화가 기업가치의 감소를 유발시켜 다각화수준이 높을수록 기업가치가 낮을 것이라는 가설은 기각되는 것으로 분석되었다. 오히려 우리 나라 기업에 있어 다각화는 기업가치에 긍정적인 효과를 가져 오는 것으로 나타났다.

둘째, 관련다각화 기업과 비관련다각화 기업의 가치를 비교해본 결과 비관련다각화 기업의 가치가 관련다각화 기업의 가치보다 높은 것으로 나타났다. 우리 나라 기업의 경우 비관련다각화가 관련다각화보다 사업위험의 축소효과가 크고, 내부자본시장을 보다 효율적으로 형성케 함으로써 과소투자문제를 축소시키고, 순현재가치가 0보다 큰 사업기회를 원활히 포착할 수 있게 하는 효과를 가져온 때문으로 분석된다. 또한 비관련다각화의 경우 사업부문간에 이익·손실 흐름이 달리 나타나기 때문에 이익창출 사업부문과 손실발생 사업부문간의 손익흐름이 결합되어 세금절감 효과를 가져 올 수 있었던 것도 비관련다각화가 기업가치를 높일 수 있었던 요인으로 분석된다.

이상의 결과는 다음과 같은 시사점을 제시하고 있다. 첫째, 우리 나라 기업의 주요한 다각화 동기중의 하나는 대리권문제가기 때문에 외부대주주 등의 효율적인 감시·통제 메카니즘을 마련하여 대리권문제로 인한 다각화비용을 최소화시킬 수 있는 정책이 마련될 필요가 있다.

둘째, 우리 나라 기업에 있어 다각화는 기업가치에 긍정적으로 영향을 미치는 것으로 나타나고 있기 때문에 기업다각화를 무조건적으로 기업가치의 하락과 기업 경쟁력을 약화시키는 요인으로 간주하는 것은 성급한 결론일 수 있다는 것이다.

셋째, 우리 나라 기업에 있어서는 관련다각화보다는 비관련다각화가 기업가치의 증가에 더 도움이 되는 것으로 나타나고 있기 때문에 과도하게 사업의 집중화(business focusing)를 유도하는 정책은 기업가치의 증가에 도움이 되지 않을 수도 있다.

본 연구에서는 이러한 분석결과에도 불구하고 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 각 기업의 영위사업 수 및 허핀달지수 등을 계산하는데 있어 공시된 매출액 구성을 기준으로 표준산업분류표에 따라 연구자가 분류하는 과정에서 주관적 판단이나 오류가 포함되어 있을 가능성이 있다. 그러나 우리 나라 기업의 경우 영위사업 수나 사업부문 별 매출액·자산규모 등의 자료를 공시하고 있지 않아 현재 시점에서는 연구자료의 한계로 볼 수 있다. 이러한 문제는 결합재무제표와 영위사업 수를 작성·공시하도록 되어 있는 1999년 이후에는 자료상의 한계가 다소 해소될 수 있을 것으로 기대된다.

그러나 이러한 한계점에도 불구하고, 본 연구의 결과는 우리나라 기업의 다각화 동기를 밝히고, 기업의 다각화가 기업가치에 미치는 영향관계를 밝힘으로써 사업전략을 수립하고자 하는 기업이나 對기업정책을 수립하고자 하는 정부에 도움이 될 수 있을 것으로 생각한다.

참 고 문 헌

- 구맹희·김 병곤, “한국기업의 다각화와 기업가치에 관한 연구 - LISREL모형을 응용하여 -”, 재무관리연구 제26권 제1호, 한국재무관리학회, 1999. 6, pp.1-31.
- 굿모닝증권, 「상장회사 투자분석」, 각년도.
- 대신증권, 「상장회사 투자가이드」, 각년도.
- 상장회사협의회, 「상장회사총람」, 각년도.
- 한국신용평가, 「한국기업총람」, 각년도.
- 홍재범, 황규승, “한국기업의 다각화와 경제적 성과에 대한 연구”, 경영학연구 제26권 제3호, 한국경영학회, 1997. pp.493-511.
- Amihud, Yakov, and Baruch Lev, “Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers,” *Bell Journal of Economics* 12, 1981, pp.605-617.
- Berger, Philip G., and Eli Ofek, “Bustup takeovers of value-destroying diversified firms,” *Journal of Finance*, 51, 1996, pp.1175-1200.
- , “Diversification’s effect on firm value,” *Journal of Financial Economics* 37, 1995, pp.39-65.
- Cho, Myeong-Hyeon, “Ownership Structure, Investment and the Corporate Value : an empirical analysis,” *Journal of Financial Economics* 47. No.1, 1998, pp.103-121.
- Chung, K. H., and S. W. Prullt, “A simple Approximation of Tobin’s q,” *Financial Management* Vol.23, Autumn 1994, pp.70-74.
- Comment, Robert, and Gregg A. Jarrell, “Corporate focus and stock returns,” *Journal of Financial Economics* 37, 1995, pp.67-87.
- Demsetz, H., and K. Lehn, “The Structure of Corporate Ownership : Cause and Consequences,” *Journal of Political Economy* Vol.93, No.6, 1985, pp.1155-1177.
- Denis, David J., Diane K. Denis, and Atulya Sarin, “Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification,” *Journal of Finance* 52, 1997, pp.135-160.
- Fama, Eugene F., “Agency problems and the theory of the firm,” *Journal of Political Economy* 88, 1980, pp.288-307.
- Hubbard, R. Glenn, and Darius Palia, “A Re-Examination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s : An Internal Capital Market View,” *Journal of Finance*,

1998.2.

Jensen, Michael C., "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers," *American Economic Review* 76, 1986, pp.323-329.

—————, and Kevin J. Murphy, "Performance pay and top management incentives," *Journal of Political Economy* 98, 1990, pp.225-264.

—————, and William H. Meckling, "Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs, and ownership structure," *Journal of Financial Economics* 20, 1976, pp.305-360.

John, Kose, and Eli Ofek, "Asset sales and increase in focus," *Journal of Financial Economics* 37, 1995, pp.105-126.

Kim, W. S., and E. H. Sorenson, "Evidence on the Impact of Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1986, pp.131-144.

Lang, Larry H. P., and Rene M. Stulz, "Tobin's q, corporate diversification and firm performance," *Journal of Political Economy* 102, 1994, pp.1248-1280.

Leland, H. E., and D. H. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance* Vol.32, No.2, 1977, pp.371-387.

Lewellen, Wilbur G., "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger," *Journal of Finance* Vol.26, 1971, pp.521-537.

—————, Claudio Loderer, and Ahron Rosenfeld, "Mergers, executive risk reduction, and stockholder wealth," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24, 1989, pp.459-472.

Loderer, Claudio, "Executive stock ownership and performance Tracking faint traces," *Journal of Financial Economics* 45, 1997, pp.223-255.

May, Don O., "Do managerial motives influence firm risk-reduction strategies?," *Journal of Finance* 50, 1995, pp.1291-1308.

McConnell, John J., and Henri Servaes, "Addition evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics* 27, 1990, pp.595-612.

—————, "Equity ownership and the two fases of debt," *Journal of Financial Economics* 39, 1995, pp.131-157.

Montgomery, Cynthia A., "Corporate Diversification," *Journal of Economics Per-*

spectives Vol.8, summer 1994, pp.163-178.

Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Management ownership and market valuation: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp.293-315.

Nayyar, P. R., "Stock market reactions to related diversification moves by service firms seeking benefits from information asymmetry and economies of scope," *Strategic Management Journal*, 1993, pp.469-491.

Pound, John, "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight," *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp.237-265.

Rosenstein, Stuart, and Jeffrey G. Wyatt, "Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth," *Journal of Financial Economics* 44, 1997, pp.229-250.

Servaes, Henri, "The value of diversification during the conglomerate merger wave," *Journal of Finance* 51, 1996, pp.1201-1225.

Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, "Managerial entrenchment : The case of manager-specific investments," *Journal of Financial Economics* 25, 1989, pp.123-139.

Stulz, Rene M., "Managerial Control of Voting Rights Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp.25-54.

—————, "Managerial discretion and optimal financing policies," *Journal of Financial Economics* 26, 1990, pp.3-27.