

# 企業所有構造와 企業價値와의 關係

## - 패널資料로부터 根據 -

李海永\* · 李在春\*\*

### 〈요 약〉

本 研究는 企業의 所有構造와 企業價値 사이의 關係를 分析하여 橫斷面 要因과 時系列 要因을 結合하는 理論的 模型을 제시하며, 또한 제시된 模型을 韓國證券市場의 資料를 利用하여 實證的으로 分析하여 結論가설이 우리 나라 企業에 적용될 수 있는지를 검토하였다. 本 研究에서 是 企業價値를 나타내는 代用變數로 시장가치 대 장부가치비율을, 獨立變數로는 대주주 1인 지분율을 그리고 統制變數로는 광고비 정도, 企業규모, 재무레버리지, 30대 제벌·비제벌의 假變數를 사용하였다. 실증분석 결과 本 研究에서 제시된 모형이 상당한 의미를 가지나, 模型의 說明力은 비교적 낮아 本 研究에서 제시된 說明變數들이 資本構造의 變動을 8%정도 설명하고 있다. 또한 本 研究에서 제시된 독립변수 대주주 1인의 지분율과 이를 제공한 것은 통계적으로 의미가 있는 변수가 되고 있다. 이는 대주주 1인의 지분율과 企業價値 사이에는 曲線關係가 존재한다는 折衷假說을 지지하는 강력한 증거이다. 그리고 本 研究에서 제시된 統制變數인 광고비 정도, 企業규모, 재무레버리지 그리고 30대 제벌·비제벌 假變數 등은 企業價値를 결정하는 통계적인 의미를 갖는 변수로 밝혀졌으며 回歸係數의 부호도 기대하였던 바와 일치하고 있다.

## I. 서 론

企業의 所有構造(ownership structure)는 企業소유주의 구성내역, 즉 대주주, 經營者, 기관투자자, 종업원, 일반투자자 등의 지분내역을 의미한다. 企業의 소유구조는 企業형태의 발전과 깊은 關係가 있다. 즉, 企業발전초기에는 家族支配企業형태가 企業확장에 따라 외부자금이 필요하게 되면서 金融支配企業의 형태로 발전하게 되고, 또한 직접금융의 창구인 資本市場이 발전하게 되면서 所有分散이 광범위하게 이루어지는 經營者 支配企業의 형태로 전환되어 企業의 소유구조는 복잡하게 되었다.

\* 江南大學校 經營學部 教授

\*\* 極東情報大學 經營學科 助教授

기업의 소유구조는 기업의 투자결정, 자본조달결정, 배당결정 등 기업행동에 영향을 미쳐 궁극적으로는 기업가치를 변화시키게 된다. 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 관하여 Berle와 Means(1967)는 근대기업에 있어서 株式所有의 分散은 所有와 經營을 分離시키는 직접적인 이유가 된다고 주장하였다. 이러한 所有와 經營의 分離는 經營者가 株主의 이익과 상반된 입장에 놓일 수 있다는 가능성을 제기한 이래로 많은 학자들의 연구가 이루어져 왔다. 그 후 所有構造에 대한 연구는 Jensen과 Meckling(1976)의 代理人理論 및 Williamson(1979)의 去來費用理論의 관점에서 이론적인 체계를 갖추게 되었다. 특히 1980년대 企業引受·合併 선풍 이후 이 분야에 대한 더욱 활발한 연구가 전개되고 있다.

企業所有構造와 企業價値 사이의 관련성에 관한 연구는 크게 다음 세 가지 분야로 요약할 수 있다. 첫째는 경영자의 所有持分이 증가하면 경영자와 외부주주 사이의 갈등이 줄어들고 이들 사이의 利害關係가 일치하므로 경영자의 所有持分과 企業價値間에는 正의 관계가 존재한다는 이론이다. Bradley(1980), Jensen과 Ruback(1983), Demsetz와 Lehn(1985)은 경영자의 所有持分이 커질수록 경영자는 株主의 利益極大化를 위하여 최선을 다하게 되므로 기업가치가 증가한다고 주장하였다. 이 주장을 利害一致假說(convergence of interest hypothesis)이라 한다.

둘째는 경영자의 所有持分이 증가하면 이는 경영자들의 지위를 확고히 보장해주고 따라서 경영자들은 기업 내에서 株主들이 희생을 보더라도 자신들의 이익을 추구하기 때문에 經營者持分과 企業價値 사이에는 負의 관계가 존재한다는 이론이다. 이 이론은 Fama(1980)와 Demsetz(1983)에 의하여 주장되었다. 이들은 경영자가 아주 작은 持分을 보유할 때조차도 여전히 市場誘導機能으로 인하여 경영자로 하여금 企業價値 極大化를 추구하도록 할 수 있다는 점을 지적하였다. 이 주장을 經營者安住假說(managerial entrenchment hypothesis)이라 한다.

셋째는 Morck, Shleifer와 Vishny(1988), McConnell과 Servaes(1990)에 의해 주장된 경영자의 지분율에 따라 기업가치가 다를 수 있다는 折衷的인 見解이다. 여기서 折衷的인 見解란 일정한 범위 내에서의 지분율 수준에서는 利害一致假說이 적용되어 經營者持分率이 상승함에 따라 기업가치가 증가하게 되고, 또 다른 일정한 범위 내의 지분율 수준에서는 經營者安住假說이 적용되어 경영자지분율이 증가함에 따라 기업가치는 하락한다는 이론이다. 이 주장을 折衷假說이라 한다.

우리 나라에서 기업소유구조에 관한 연구는 기업의 다른 재무정책 분야에 비해 상대적으로 미미한 실정이다. 그 이유는 우리 나라 기업의 역사가 짧아 創業主가 주로 경영

일선에서 활동하고 있고, 또한 創業主의 2세에 의한 기업의 承繼를 당연시하는 우리나라의 관행이 존재하며, 資本市場 및 企業引受市場이 발달하지 못하여 정부에 의한 부실기업의 특혜인수나 강제인수 이외에는 기업의 소유권이 쉽게 바뀔 수 없었던 우리나라의 기업풍토에서 찾을 수 있다. 그러나 IMF금융지원체제하에서 정부는 대주주중심의 企業支配構造를 개선하고 기업경영의 투명성을 제고하기 위하여 相互出資禁止, 企業支配構造의 改革 등 기업의 구조조정을 강력히 요구하고 있는 실정이다.

한편 우리나라의 자료로 所有構造와 企業價値 사이의 관계를 분석한 논문으로는 김주현(1992) 및 김우택, 장대홍과 김경수(1993)의 연구가 있다. 이들의 연구 결과는 미약하나마 折衷假說을 지지하고 있다. 이들 실증연구에서 기업가치의 代用變數로 Tobin의 Q를 사용하고 있는데, 이는 代替原價의 측정상의 誤謬로 인하여 그릇된 실증결과를 가져올 수 있는 문제점을 내포하고 있다. 따라서 가능한 誤差가 적은 기업가치의 代用變數를 사용하여 기업의 소유구조와 기업가치 사이의 관계를 분석할 필요가 있다. 또한 기업의 소유구조와 기업가치 사이의 관계를 분석하고자 하는 논문들은 대부분 그 研究方法이 橫斷面 分析으로 한정되어 있어 그 時系列 特性을 분석하고 있지 못하다. 따라서 橫斷面 資料나 時系列 資料를 결합한 연구가 제시될 필요가 있다.

그러므로 本 研究의 目的은 기업의 소유구조와 기업가치 사이의 관계를 분석하여 橫斷面 要因과 時系列 要因을 결합하는 理論的 模型을 제시하며, 또한 제시된 모형을 韓國證券市場의 資料를 이용하여 實證的으로 분석하여 우리나라에 적용되는 假說을 검토하는데 있다.

그리고 本 研究는 우리나라 현실을 반영한 所有集中度 즉 대주주 1인 지분율이 기업가치에 미치는 영향을 분석해 봄으로써 기업의 조직 및 統制構造를 이해하고, 바람직한 소유구조에 대한 경제정책의 방향과 학계의 연구방향에 대한 기초를 제공하는데 그 의의를 찾을 수 있다.

本 研究는 文獻的 研究方法과 實證的 研究方法을 병행하여 사용하고 있다. 文獻的 研究方法을 통하여 기업의 소유구조와 기업가치 사이의 관계에 관한 이론적 논의와 기존의 연구들에 있어서의 變數選定, 檢定方法 등을 고찰하고, 이를 토대로 소유구조와 기업가치 사이의 관계를 설명하는 가설을 제시하려고 한다. 또한 實證的 研究方法을 통하여 제시된 모형을 實證的으로 檢定하려고 한다. 특히 本 研究에서는 결정요인이 되는 橫斷面資料와 時系列資料를 결합하여 패널자료를 작성한 후 最尤推定法으로 추정하는 패널資料推定方法을 研究方法으로 사용하고자 한다. 그리고 本 研究의 패널資料推定法에서 패널자료는 연구자가 직접 프로그램을 작성하여 통계적으로 처리하였다.

本 研究의 範圍는 지금까지 제시된 기업의 소유구조와 기업가치 사이의 관계에 대한 理論的, 實證的 研究를 종합하여 實證的 研究가 가능한 모형을 제시하는데 국한되어 있다. 또한 本 研究는 소유구조와 기업가치 사이의 關係性 여부만 규명하려고 하기 때문에, 所有構造의 決定要因에 대한 규명은 本 研究에서 제외되었다.

## II. 文獻研究

누가 얼마만큼의 주식을 점유하고 있는가를 나타내는 株式所有分布狀況을 의미하는 所有構造는 구체적으로 대주주 1인 및 그 가족들에 의한 주식소유(이하 대주주 1인 지분)의 집중이 어느 정도인가에 초점을 맞추고 있다. 일반적으로 대주주 1인 지분율이 높으면 閉鎖型 所有構造, 대주주 1인 지분율이 낮으면 開放型 所有構造로 풀이되어 왔다. 기업의 소유구조는 상황에 따라 상이하며 이에 따른 여러 이론들이 제시되어 있다.

### 1. 利害一致假說

利害一致假說은 Berle와 Means(1967)나 Jensen과 Meckling(1976)의 古典的 代理人 理論에 기초한 것으로 경영자의 지분이 상승하면 경영자와 외부주주 사이에 갈등이 줄어들고 서로 간의 이해가 일치한다는 점에서 출발한다. 즉 경영자 지분이 늘어나면서 기업가치는 代理人費用의 감소로 증가한다는 것이다.

기업이 성장함에 따라 주식의 소유구조는 광범위하게 분산되고 업무의 전문화가 이루어짐으로써 專門經營人이 필요하게 되고, 이에 따라 所有와 經營이 分離되게 된다. Berle와 Means는 이러한 所有와 經營의 分離로 인해 경영자가 주주의 이익과 相反되는 행위를 할 수 있다는 가능성을 제시하였다. 즉 경영자의 株式所有持分이 작고 주식이 여러 株主에게 분산되어 있어 株主가 경영자를 통제할 수 없는 경우, 경영자는 기업의 자산을 주주보다 오히려 자신의 이익을 위해 濫用함으로써 기업의 가치를 하락시킬 수 있다고 하였다.

Jensen과 Meckling(1976)은 Berle와 Means(1967)의 연구에서 나타나는 企業價值極大化의 目標에 위배되는 행위는 경영자의 주식보유가 증가함에 따라 줄어든다고 하였다. 즉 경영자의 지분이 증가하면 기업가치 極大化 目標에 벗어난 행위로 인한 비용을 경영자 자신이 부담하게 되므로 이들은 기업의 자산을 함부로 낭비하지 않을 것이라고 하였다. 따라서 利害一致假說에 의하면 경영자의 지분이 증가함에 따라 경영자와 외부

주주 사이에 갈등이 줄어들고 利害가 일치한다. 즉 경영자 지분이 증가하면서 경영자의 이익추구 행동이 외부주주의 이익추구와 같은 방향으로 일치하고 그 결과 경영자와 외부주주간의 代理人費用이 감소하게 되며 이에 따라 기업가치는 증가하게 된다는 것이다. 즉 利害一致假說에 의하면 경영자지분과 기업가치 사이에는 正의 關係에 있음을 추론할 수 있다.

利害一致假說에 대한 실증적 연구로는 Bradly(1980), Jensen과 Ruback(1983), Demsetz와 Lehn(1985), Holderness와 Sheehan(1988) 등을 들 수 있다. Bradly(1980)는 기업인수에 실패한 株式公開買受 事例를 분석하여 利害一致假說이 타당하다는 증거를 제시하였다. 연구결과 목표기업의 주주들이 기업가치의 극대화를 위해 합리적으로 의사결정을 한다고 하면, 이들은 더 큰 가치를 갖는 대안이 있을 경우에만 株式公開買受를 거부하고, 또한 목표기업의 경영자가 주주이익에 부합하여 행동한다면 오직 株主 富의 極大化와 相反되는 株式公開買受에만 주주들이 반대하게 된다고 주장하였다. 이러한 결과는 경영자의 지분이 증가할수록 기업가치가 증가한다는 사실과 일치한다고 볼 수 있다.

Jensen과 Ruback(1983)은 企業統制權市場 또는 企業引受市場에서의 경영권 확보경쟁을 통하여 주주이익을 증대시키기 위해 보다 적합한 경영자가 궁극적으로 企業支配權을 갖게 된다고 주장하고 이를 실증적으로 분석하였다. 이들은 기업의 인수·합병시 피인수기업과 인수기업에서 함께 正의 초과수익률이 나타나는 것은 단순한 부의 이전이 아닌 것을 발견하였다. 즉 이들은 超過收益率이 인수에 따른 市場支配力의 강화에 따른 것이 아니라, 기업가치 극대화의 목표에서 이탈한 경영자의 비효율성을 제거하고, 規模의 經濟 또는 시너지효과를 통한 기업자원의 효율적 사용에 따른 결과라고 하였다.

Demsetz과 Lehn(1985)은 기업의 소유구조에 따라서 기업가치의 차이가 발생한다는 假說을 설정하고 이를 실증적으로 분석하였다. 분석 결과 기업의 소유구조는 기업가치 극대화와 일치하는 방향으로 변동한다는 것을 밝혔다. 이들은 511개 미국 대기업을 대상으로 1976-1980년의 자료를 이용하여 기업 대주주 所有集中率을 獨立變數로 하고 會計的收益率을 從屬變數로 하여 두 변수 사이의 關係에 대하여 回歸分析을 실시하였다. 특히 獨立變數로는 所有集中과 關係해서 대주주 5인의 지분율과 대주주 20인의 지분율 및 소유집중을 나타내는 허핀달지수를 사용하였다.

Holderness와 Sheehan(1988)은 미국시장에서 활발히 거래되고 있는 대기업 중에서 개인이나 기관에 의하여 50% 이상의 지분이 소유되고 있는 기업을 大株主企業으로 분류하였다. 이 집단을 소유가 집중된 기업과 비교하기 위하여 앞서 선정한 표본과 동일한 산업에 속하며 규모가 비슷한 기업 중에서 20% 이상의 대주주가 없는 기업을 뉴욕

증권거래소와 미국증권거래소에서 선정하여 또 다른 기업표본집단을 구성하였다. 이들은 소유구조에 따른 기업가치의 차이를 알아보기 위해서 기업가치의 代用變數로 會計的收益率과 Tobin의 Q를 사용하여 두 집단을 비교하였다. 분석결과 會計的收益率을 사용한 경우에는 소유구조에 따른 차이는 나타나지 않았으나 Tobin의 Q를 사용한 경우에는 두 집단의 소유구조에 차이가 나타난다고 주장하였다.

## 2. 經營者安住假說

經營者安住假說은 경영자의 소유지분이 증가함에 따라 경영자가 기업가치 극대화보다 자신의 사적이익을 위해 행동하게 되고 그에 따라 기업가치가 하락한다고 주장하고 있다. 즉, 利害一致假說에서는 企業支配權市場을 통한 外部統制機構의 기능이 원활하여 경영자가 주주이익으로부터 이탈할 수 없다고 하는 반면에 經營者安住假說은 경영자들이 特權的 消費와 같은 주주이익을 침해할 수 있는 행위가 나타날 여지를 폭넓게 인정하고 있다. 즉 경영자지분의 증가는 경영자들의 지위를 확고히 보장해 주고 따라서 경영자들은 주주들의 富가 희생되더라도 자신들의 이익을 추구하기 때문에 경영자지분과 기업가치 사이에는 負의 관계가 존재할 수 있다고 주장한다.

Demsetz(1983)와 Fama와 Jensen(1983)은 경영자지분이 증가할수록 기업가치 극대화 목표에서 이탈할 가능성이 커지기 때문에 발생하는 비용으로 경영자 소유지분에 대해 유의적인 相殺費用을 지적하였다. 즉 경영자의 소유비율이 낮을 때, 市場誘導機能, 經營人力市場, 製品市場, 企業支配權市場의 기능은 경영자에 의한 기회주의적 행동을 완화시켜 기업가치 극대화 목표를 추구하나 상당한 소유지분을 가진 경영자는 자신의 이익을 보장할 수 있는 충분한 의결권이나 영향력을 지니게 되어 기업가치 극대화에 위배되는 목적을 추구할 수 있다는 것이다.

經營者安住假說에 대한 실증적 연구로는 Monsen, Chiu와 Cooley(1968), Radice(1971), Bothwell (1980), DeAngelo와 Rice(1983), Jensen(1986) 등의 연구를 들 수 있다. Monsen, Chiu와 Cooley (1968)는 所有와 經營의 分離에서 오는 動機的 要因이 미시경제학적 입장에서 기업자원의 효율적 배분보다 기업가치에 더 큰 영향을 줄 것이라고 주장하고 이를 실증 분석하였다. 즉 이들은 경영지향적 기업에서 경영자의 목표는 자기의 효용을 극대화하는 것에 있으며, 이는 기업가치의 극대화에서 벗어나는 것이라고 해석하였다. 이들은 1963년 매출액을 기준으로 선정된 Fortune誌의 500대 기업들 중에서 제조 기업을 표본으로 선정하여 산업에 따른 기업가치의 차이를 제거한 후, 표본을 所有者支配企業과 經營者支配企業으로 분류하고 支配類型에 따라 기업가치가 어떻게 영향을

받게 되는 지를 분석하였다. 분석결과, 所有者支配企業의 경영성과가 經營者支配企業의 그것 보다 75%가 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경영자의 목적과 소유자의 목적이 따로 있으며, 경영자의 목적과 소유자의 목적을 일치시키는 동기유인체제가 없기 때문에 소유구조에 따른 기업가치 차이가 발생한다는 것을 나타낸다고 주장하였다.

Radice(1971)는 純資産 500만 파운드 이상의 영국의 89개 기업을 대상으로 기업가치의 代用變數인 수익률에 미치는 統制要因을 분석하였다. 수익률을 10년간의 純資産에 대한 平均利益率로 하고, 영향변수로는 통제유형, 산업변수, 10년간의 순자산성장율, 기업규모로 하였다. 분석결과, 전체표본에 대해서는 所有主統制企業이 약간 높은 수익률을 보이지만 각 산업별로는 서로 相反된 결과를 나타내고 있다.

Bothwell(1980)은 기존의 연구가 수익성과 위험에 미치는 영향을 각각 분리하여 분석함으로써 誤謬를 범하고 있다고 지적하고 두 변수를 통합하기 위해 資本資産價格決定模型을 도입하였다. 그는 從屬變數로는 위험조정수익률, 獨立變數는 통제형태와 시장구조의 代用變數로서 산업점유도, 시장점유율을 선정하여 실증 분석을 한 결과, 所有者統制企業이 經營者統制企業 보다 높은 危險調整收益率을 나타내고 있다고 주장하였다.

DeAngelo와 Rice(1983)는 企業引受를 어렵게 하는 定款改定이 株主의 富에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 기업인수를 어렵게 하는 定款改定이 株主의 富에 어떠한 영향을 미칠 것인가에 대해서는 두 가지 해석이 존재하였다. 하나는 이러한 개정이 현 경영자의 지위를 보호하고 의사결정의 특권을 강화시킴으로써 주주이익을 해치고 경영자의 이익을 취하게 한다는 견해이고, 다른 하나는 주주들이 개인적 차원에서 株式公開買受에 응하는 것을 제한함으로써 더 높은 이익을 기대할 수 있게 되어 주주이익 증대에 도움이 된다는 견해이다. 企業引受를 어렵게 하는 定款改定の 제안이 공포되는 시점을 중심으로 미국의 1977-1980년 동안 142件에 대한 事件研究를 한 결과, 平均非正常收益이 準強型 效率의市場을 따르는 것으로 나타났다. 이들의 연구에서는 개정제안의 全期間을 통하여 살펴보면, 유의성은 없지만 주가가 약간 하락하는 것으로 나타나 어느 정도의 經營者安住假說의 타당성을 보여주고 있다.

Jensen(1986)은 遊休現金흐름(free cash flow)에 중점을 두고 경영자가 株主의 富의 極大化로부터 이탈할 수 있다고 주장하였다. 여기서 遊休現金흐름이란 純現價가 영보다 큰 모든 투자안에 필요한 자금을 초과하는 현금흐름이다. 그는 기업에 遊休現金흐름이 존재하면 經營者와 株主의 利害가 상충될 수 있다고 하였다. 결국 그는 경영자가 遊休現金으로 資本費用에 미치지 못하는 투자를 하거나 비효율적인 기업운영으로 낭비하는 것을 막기 위하여 어떻게 주주에게 遊休現金흐름을 되돌려 줄 수 있도록 통제하

느냐가 문제라고 지적하였다. Jesnsen의 견해를 지지하는 증거로서는 기업이 부채의 사용을 늘리면서 이 자금으로 株式再買入, 優先株 償還 등을 하는 경우 보통주 주가가 유의있는 상승경향을 보이며, 부채사용을 줄이면서 보통주나 우선주를 발행하는 경우 보통주 주가가 유의있는 하락경향을 보이는 것을 들 수 있다.

### 3. 折衷假說

앞에서 소개한 기업소유집중율인 지분율과 기업가치와의 관계를 분석한 실증적 연구들에서는 소유지분의 구간에 따라 正의 관계를 보이는 구간도 있고 負의 관계를 보이는 구간도 나타나고 있다. 이들 각각을 利害一致假說과 經營者安住假說로 설명하기는 하지만 이와는 달리 이러한 현상을 경영자의 두 가지 성향, 즉 경영자의 지분율이 증가함에 따라 기업의 자원을 그들 자신의 이익을 위하여 사용하려는 성향과 경영자의 이해를 외부주주들과 일치시키려고 노력하는 성향 중 어떤 힘이 보다 강한가에 따라 달라진다는 주장이 折衷假說이다. 折衷假說은 구간에 따라 利害一致假說과 經營者安住假說을 모두 지지하는 결과를 나타냄으로써 이론적으로 兩假說을 평가할 수 없다는 사실을 명백히 하고 있다. 그리고 折衷假說을 지지하는 입장에서는 각국의 기업제도나 자본시장, 특히 企業支配權市場이 얼마나 효율적인 기능을 발휘하느냐에 따라 상이한 결과에 도달하게 된다고 주장하고 있다.

折衷假說에 대한 실증적 연구로는 Morck, Shleifer와 Vishny(1988), Stulz(1988), Wruck(1989), McConnell과 Servaes(1990) 등의 연구가 있다. Morck, Shleifer와 Vishny(1988)는 경영자의 지분율과 기업의 시장가치에 관한 관계를 조사하기 위하여 橫斷面回歸分析을 시도하였다. 연구결과, 기업소유집중율과 기업가치 代用變數인 Tobin의 Q값 사이에는 단순한 線型關係가 아니라 지분율 수준에 따라 서로 다른 관계를 가지는 것으로 나타났다. 즉, 理事會의 지분율이 0%~5%구간에서는 소유집중율이 1% 상승함에 따라 Q비율이 0.062씩 증가하고, 5~25%에서는 반대로 0.016씩 감소하는 것으로 나타났다. 또한 소유집중율이 25% 이상 구간에서는 다시 0.008씩 증가하고 있었다. 그리고 이런 결과가 나오는 것은 경영자가 두 가지 서로 반대되는 성향을 가지고 있기 때문에, 지분율과 기업가치 간의 관계는 어떤 일정한 지분율 수준에서 이 兩者의 성향 중 어떤 힘이 보다 강한가에 따라 달라진다고 주장하였다.

Stulz(1988)는 企業引受權市場의 중요성에 초점을 맞추어, 경영자에 의해 소유된 의결권의 비율을  $\alpha$ 라고 정의하고 이  $\alpha$ 가 합병가능성과 合併時 제공하는 프리미엄 모두



에 영향을 미친다고 주장하였다. 그의 모형에 의하면, 敵對的 企業引受權者가 인수대상 기업의 통제권을 얻기 위해 제공하는 프리미엄은 경영자에 의해서 소유되는 지분율이 증가함에 따라 증가하게 되나 반면에 기업인수가 성공할 확률은 줄어들었다고 주장하였다. 또한 50%의 경영자 지분율에서는 기업가치와 경영자에 의해 소유되는 지분율 사이에는 曲線關係가 성립하므로 企業引受가 성공할 가능성이 0에 가깝다고 하였다. 이런 曲線關係에서는 경영자의 지분율이 증가할 때 기업가치는 처음에는 증가하고 나중에는 감소하게 되므로, 기업가치는 내부자지분율이 50%에 도달하면 기업인수가 성공할 가능성이 없게 되어 이때 최저치에 도달한다고 하였다.

Wruck(1989)은 주식의 私的販賣과 空賣때문에 발생하는 기업소유집중율의 변화가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 그는 株主權의 分散程度에 따라 所有者支配企業과 經營者支配企業으로 구분한 假變數를 사용하지 않고, 소유집중 자체를 직접 모형에 포함시켜 소유집중의 변화가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석 결과, 소유집중율이 0%~5% 구간에서는 Q비율이 증가하고, 5%~25% 구간에서는 Q비율이 감소하였고, 25% 이상의 구간에서는 다시 증가하여 Morck, Shleifer와 Vishny의 연구결과와 동일한 결론에 도달하였다.

McConnell과 Servaes(1990)는 기업가치는 기업내부자, 소액투자자, 대량주식보유자, 기관투자자 간의 함수관계에 의하여 결정된다고 定義하고 소유구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 기업가치의 代用變數로 사용된 Tobin의 Q를 내부자 지분율과 내부자 지분율의 제곱으로 回歸分析을 한 결과 標本年度에서 모두 강한 곡선관계를 가지는 것으로 나타났다. 즉 내부자 지분율이 증가함에 따라 Q값은 처음에는 증가하고 나중에는 감소하는 형태를 나타냈으며, 지분율이 어떤 일정 수준보다 낮은 부분에서는 내부자 지분율이 기업가치에 미치는 긍정적 효과가 부정적 효과보다 큰 것으로 나타났다. 그러나 어느 일정 수준을 넘으면 지분소유에 따른 부정적 효과가 긍정적 효과를 압도하는 것으로 나타났다. 이러한 曲線關係는 지분율이 50%에 도달하기 전에 기업가치가 최대가 된다는 Stulz의 연구결과와 비슷하였다. 또한 이들은 대량주식보유자 지분율과 기관투자자 지분율이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 기관투자자 지분율은 기업가치와 유의적인 관계를 가지는 것으로 나타났으며, 내부자 지분율이 기업가치에 미치는 효과를 더욱 강화해 주는 것으로 나타났다. 반면에 대량주식보유자 지분율은 기업가치에 독립적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

한편 折衷假說에 대한 국내의 자료를 이용한 실증적 연구로는 김주현(1992)과 김우택, 장대홍과 김경수(1993), 이재춘(1998) 등을 들 수 있다. 김주현(1992)은 1990년말을

기준으로 上場企業 267개 회사에 대하여 1986년부터 1990년까지의 자료를 수집하여, 소유구조와 기업가치 간의 관계를 분석하였다. 기업가치를 측정하는 변수로는 Tobin의 Q를 이용하였다. Tobin의 Q를 구하는데 있어 분자는 기업의 總市場價値로 1990년말 終價基準 보통주의 시장가치와 우선주의 시장가치, 유동부채에서 유동자산을 차감한 차액, 그리고 평균만기 2년으로 하여 추정된 고정부채의 합을 사용하였다. 분모는 유형 고정자산과 재고자산의 장부가격을 이용하였다. 그는 Morck, Shleifer와 Vishny(1988)의 분석방법을 원용한 線型回歸模型을 사용하여 분석하였는데 模型의 說明變數로 機關投資家 持分, 上場經過期間, 企業規模, 負債比率, 成長性, 製造業과 非製造業, 業種假變數를 사용하였다. 實證的 分析 結果, 부채비율과 업종 더미변수를 제외한 변수는 통계적 유의성을 발견할 수 없었다. 그리고 소유구조와 기업가치 간에는 지분율 40%까지는 대주주 지분이 증가하면 Tobin의 Q는 감소하는 관계를 나타냈으나 대주주 지분율이 40%를 넘어선 수준에서는 기업가치가 다시 상승하는 것으로 나타났다. 또한 상승하는 부분은 통계적으로 유의도가 낮은 것으로 나타났다.

김우택, 장대홍과 김경수(1993)는 1988년 현재 상장된 기업 중 141개 기업을 標本選定하고 김주현의 연구가 代替原價 推定을 帳簿價値로 한 한계를 극복하기 위해 투자유가증권, 유형고정자산 및 토지에 대해 代替原價를 推定하여 사용하였다. 또한 專門經營人 없이 대주주가 직접 경영에 참가하는 경우를 經營株主業體(54개)로, 분리된 경우를 支配株主業體(70개)로 구분하여 분석하였다. 經營株主業體의 분석에서 광고선전비, 연구개발비, 부채 및 재벌·비재벌 더미를 說明變數로 하여 검정한 결과, 지분율 20%를 전후로 급속히 Tobin의 Q가 상승하다가 감소하고 다시 25% 구간에서 再上昇하나 이 구간은 유의하지 않았다. 그러나 專門經營體制의 경우 구조적 전환점이 발견되지 않고 지분율 증가에 따라 Tobin의 Q가 감소하는 것으로 나타났다.

이재춘(1998)은 1987년부터 1996년까지 10년간 우리 나라 상장기업 168개 기업을 표본으로 선정하여 소유구조가 기업가치에 미치는 영향을 실증분석하였다. 기업가치를 나타내는 대용변수로 Tobin의 Q 대신에 주가자료와 대차대조표자료만 있으면 객관적으로 쉽게 구할 수 있어 사용이 간편한 시장가치 대 장부가치비율(MBR)을 사용하였다. MBR은 주식의 시장가치와 부채의 장부가치의 합을 기업의 총자산가치로 나눈 값으로 정의하였다. 독립변수로는 대주주 1인 지분율, 기관투자가지분율, 소액투자가지분율 그리고 통제변수로는 연구개발비 정도, 광고비 정도, 기업규모, 재무레버리지, 30대 재벌·비재벌 가변수를 사용하였다. 실증분석 결과 대주주 1인 지분과 기업가치 사이에는 대주주 1인 지분율이 28.7%까지는 대주주 1인 지분이 증가하면 MBR은 감소하다

가 대주주 1인 지분율이 28.7%를 넘어서면 기업가치가 다시 상승하는 U자형 형태의 곡선관계를 나타내었다. 또한 기관투자가 지분과 기업가치간의 관계를 실증분석한 결과 기관투자자의 지분의 계수가 (+)부호를 지녔으며 1% 수준에서 통계적으로 유의성이 매우 높게 나타났다. 그리고 통제변수 중 광고비 정도는 통계적 유의성을 발견할 수 없었다.

위의 연구결과를 요약하여 나타내면 <표 1>과 같다.

<표 1> 持分率과 企業價値와의 關係에 대한 研究結果

① 國外的 研究結果

研究者	研究結果	研究者	研究結果
Monsen, Chiu와 Cooley (1968)	負의 關係	Demsetz와 Lehn(1985)	負(-)의 關係
Radice(1971)	負의 關係	Jensen(1986)	負(-)의 關係
Bothwell(1980)	負의 關係	Holderness와 Sheeham (1988)	負(-)의 關係
Bradly(1980)	正의 關係	Morch, Shleifer와 Vishny (1988)	曲線關係
DeAngelo와 Rice (1983)	負의 關係	Stulz(1988)	曲線關係
Jensen과 Ruback (1983)	正의 關係	McConnell과 Servaes (1990)	曲線關係

② 國內의 研究結果

研究者	研究結果	研究者	研究結果
김주현(1992)	曲線關係	김우택, 장대홍과 김경수(1993)	曲線關係
이재춘(1998)	曲線關係		

### Ⅲ. 實證的 分析

#### 1. 假說과 標本

本 研究는 韓國證券市場資料로 패널자료를 작성하여 기업의 소유구조와 기업가치 사이의 관계를 분석하여 折衷假說로 설명될 수 있는 구조적 전환점과 영역이 존재하는지를 檢定해 보고자 한다. 특히 기업의 소유구조와 기업가치 사이에 曲線關係가 나타나

는지를 살펴봄과 또한 전환점이 존재하는 非線型關係 여부를 檢定해보기로 한다.

따라서 본 연구는 기업가치와 대주주 1인의 지분을 사이에는 曲線關係에 있다는 假說을 設定하였다. 折衷假說은 일정 범위의 所有持分에서는 利害一致 效果나 經營者安住 效果 중 어느 한 효과만 존재하는 것이 아니라 利害一致 效果和 經營者安住 效果가 동시에 존재한다는 가설이다. 즉 兩 效果가 동시에 존재하지만 所有持分의 수준에 따라 한 효과가 다른 효과를 지배하여 특정수준에서는 利害一致假說이 지지되고 또 다른 특정수준에서는 經營者安住假說이 지지된다는 것이다.

Stulz(1988), Morck, Shleifer와 Vishny(1988), McConnell과 Servaes(1990)는 실증분석을 통해서 所有持分과 企業價值間에 曲線關係가 존재한다는 결과를 발견하였다. 이들의 연구는 시점과 표본의 시기와 표본의 크기가 차이를 가지고 있어 曲線의 形態는 서로 다르지만 所有持分과 企業價值間의 非線型關係라는 일반론적 주장과 일치하고 있다. 利害一致 效果和 經營者安住 效果가 동시에 존재한다는 折衷假說의 結果를 뒷받침하고 있다. 한편 김우택, 장대홍과 김경수(1993)는 Morck, Shleifer, Vishny(1988)의 分析方法을 援用하여, 우리 나라 기업에 적용하여 분석한 결과 특정 수준에서는 利害一致假說이 지지되고 또 다른 특정수준에서는 經營者安住假說이 지지된다고 발표하고 있다. 이러한 國內·外 기존 實證研究는 所有構造와 企業價值間에 曲線關係가 존재한다는 결과를 뒷받침하는 것으로 볼 수 있다.

本 研究에서는 위의 기존 實證研究를 토대로 所有構造와 企業價值間에 曲線關係가 존재할 것으로 보아 MB와 대주주 1인 지분을 사이에는 曲線關係에 있다는 假說을 設定하여 檢定할 것이다. 本 研究에서 假說을 檢定하기 위하여 기업의 소유구조를 대주주 지분율의 크기로 선택한 이유는 Demsetz(1968), Stulz(1988) 등의 연구결과에 의하면 이 변수가 代理人費用, 내부자 정보이용 가능성, 피합병 가능성 및 거래비용 등과 밀접한 관계를 가지는 것으로 나타났기 때문이다.

우리 나라의 경우 소유집중을 억제할 목적으로 소수지분을 높일 수 없게 규정하고 있다. 또한 資本市場, 經營人力市場, 企業支配權市場 등의 외부감시 메커니즘이 경영자를 효율적으로 감시하고 징계할 정도로 발달되어 있지 않고, 社外理事制度의 활성화 등 내부 메커니즘도 정착되어 있지 않은 상황이다. 그러나 현재까지 지배대주주의 대부분은 창업경영자로서 그 나름대로 치열한 경쟁을 거친 유능한 기업가이며 專門經營者라고 할 수 있다. 이들은 대주주로서 책임경영을 수행할 수 있었으며, 신규 첨단분야나 투자위험이 큰 전략사업 추진에 있어 과감한 의사결정을 선도하여 왔다고 평가되기도 한다. 또한 대주주가 직접 경영을 책임짐에 따라 주주와 경영자 사이의 이해상충과

이에 따른 代理人問題를 완화할 수 있다고 볼 수 있다.

本 研究에서 實證分析期間은 1987년 1월부터 1996년 12월까지의 10년간으로 한다. 실증분석에 필요한 橫斷面 및 時系列 資料를 충분히 얻기 위해서는 證券市場 開場 이 후부터의 자료를 관찰하는 것이 타당하나 資料의 未備, 企業會計基準의 變更 등으로 인하여 이는 불가능하다. 그리고 1960년 말부터 1970년대 중반에 걸친 證券市場의 정비를 위한 일련의 입법조치에 의하여 1970년대 중반부터는 證券市場의 제도적 기반이 구축되기 시작하여 증권시장이 정상화되었으나, 上場會社의 數가 많지 않아 충분한 표본을 추출하기 어려워 졌다. 따라서 本 研究은 標本의 數를 크게 하기 위하여 비교적 많은 기업이 상장된 1987년 이후로 實證分析期間을 설정하였다.

本 研究에서 사용하는 標本企業은 1996년 말 현재 韓國證券去來所에 상장되어 있는 회사를 대상으로 하였다. 1996년 말 현재 韓國證券去來所에 상장되어 있는 기업은 760 個社이고, 이중 1987년 이전에 상장된 기업은 389개사인데, 本 研究의 目的을 수행하기 위하여 다음 기준에 따라 標本企業을 선정하였다. ① 分析對象期間중 계속 상장되어 있는 기업, ② 分析對象期間중 本 研究에 필요한 會計資料를 얻을 수 있는 기업, ③ 分析對象期間중 자본잠식이 100%이상인 경우가 없는 기업, ④ 分析對象期間중 결산기를 계속 12월로 유지한 기업, ⑤ 分析對象期間중 업종을 변경하지 않아 證券去來所의 소속산업의 분류에 동일한 산업에 계속 속한 기업, ⑥ 비교적 활발하게 거래되는 기업을 대상으로 하기 위하여 6개월 이상 거래가 없는 기업은 제외, ⑦ 금융업에 속한 기업은 제외. 금융업은 업종의 재무적 성격이 다른 업종과 상이할 뿐만 아니라 금융업에 대하여는 업무상의 규제 및 소유구조에 대한 규제내용도 다른 업종과 현저히 달리하므로 제외, ⑧ 분석대상기간 중 管理對象種目에 포함된 기업은 제외, ⑨ 분석대상기간 중 합병, 이전된 기업은 제외하였다.

이상의 기준을 충족시켜 실증분석을 위하여 최종적으로 선정된 標本은 금융업종을 제외한 168개 기업이다. <표 2>는 168개의 標本企業에 대한 각 업종별 분포를 보여주고 있다.

이상과 같은 기준에 의하여 선정된 168개의 標本企業에 대하여 本 研究에 필요한 회계자료는 韓國上場會社協議會에서 발간한 ‘上場會社總鑑’과 東西經濟研究所에서 발간한 ‘上場企業財務分析’에서 발췌하였다. 그리고 기타 本 研究에 필요한 자료는 大韓證券協會의 공시자료인 ‘證券市場紙’와 ‘證券統計年報’, ‘株式’, ‘證券調査月報’ 등의 증권관계기관과 證券會社의 간행물로부터 수집하였다.

&lt;표 2&gt; 각 업종별 표본기업

업종	표본기업수	업종	표본기업수
어업	1	제1차 금속	11
광업	1	조립금속·기계·장비	33
음식료업	13	기타 제조업	4
섬유·의복·가죽	18	건설업	16
종이 및 종이제품	6	도·소매업	8
화학·석유·석탄	31	운수·창고	5
고무·플라스틱	5	오락·문화·서비스업	1
비금속 광물	15		
합계			168

## 2. 變數의 定義

소유구조가 기업가치에 미치는 영향의 실증분석을 위한 기업가치의 尺度로는 Tobin의 Q가 많이 이용되어 왔다. 證券市場이 효율적이라면 기업의 진정한 가치가 株價에 신속하고 정확하게 그리고 偏倚없이 반영된다. 따라서 市場支配力, 營業權, 特許權, 유능한 경영자와 같은 값진 무형자산을 지닐 때 Tobin의 Q가 높고 기업가치에 대한 소유구조의 예측 가능한 효과의 중요성을 생각할 때 Tobin의 Q와 소유구조간의 橫斷面關係를 살펴보는 것이 이론적으로 타당하다.

그러나 우리 나라에는 자산의 代替原價 資料를 구할 수 없기 때문에 Tobin의 Q를 정확히 구할 수 없다. 우리 나라 기업을 대상으로 실증분석을 행한 김주현(1992)과 김우택, 장대홍과 김경수(1993)는 Tobin의 Q를 기업가치 代用變數로 이용하고 있으나, 김주현은 자산의 代替原價 대신에 장부가치를 이용하였고, 김우택, 장대홍과 김경수는 代替原價를 주당순자산의 장부가격에 주당재평가차액을 합산한 금액으로 정의하여 여러 가지 가정을 전제로 한 가운데 복잡하게 계산하였다. 그러나 이들의 연구에서 사용된 Tobin의 Q가 훌륭한 척도라 할지라도 代替原價 測定上的 誤謬로 그릇된 실증결과를 가져올 수도 있는 문제점을 내포하고 있다고 할 수 있다.

기업가치 대용변수로 Tobin의 Q 대신 장부가치 대 시장가치비율을 사용하여 기업의 소유구조와 기업가치 사이의 관계를 실증분석한 이재춘(1998)의 연구와 Tobin의 Q를 사용한 김주현(1992)과 김우택, 장대홍과 김경수(1993)의 연구는 유사한 결과를 나타내었다.

따라서 本 研究에서는 企業가치의 代用變數로 시장가치 대 장부가치 비율(market value to book value ratio: MB)을 企業價値 代用變數로 사용하고자 한다. 企業가치의 代用變數로서 MB을 사용한 國內·외의 연구로는 Lehn, Netter와 Poulsen(1990), Chung과 Pruitt(1994), 김우택, 장대홍, 김경수와 박상수(1996), 이재춘(1998)의 연구를 들 수 있다.

本 研究에서는 MB를 주식의 시장가치와 부채의 장부가치의 합을 企業의 總資產價値로 나눈 값으로 정의하고자 한다. 10년에 걸친 分析期間에서 연도별  $MB_t$ 는 다음 식(1)로 측정하였다.

$$MB_t = \frac{(\text{보통주의 연말종가} \times \text{발행주식수}) + \text{부채의 장부가액}}{\text{총자산의 장부가액}} \quad (1)$$

本 研究에서 從屬變數로 사용할 식(1)의 MB은 대차대조표와 株價 資料만 있으면 객관적으로 쉽게 구할 수 있으며, 이용이 간편하고 최소의 계산 노력으로 그 값을 얻을 수 있어 학자들이나 企業의 재무분석가들이 사용하기 편리한 공식이라고 할 수 있다.

지분율의 형태가 소유구조이며 소유구조에 따라서 代理人費用이 달라진다. 代理人費用이 企業가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 代用變數로써 지분율을 사용하였다. 지분율은 먼저 대주주 1인, 소액주주, 기타주주의 지분율로 구성되며, 소액주주의 지분율은 다시 소액법인, 즉 기관투자자의 지분율과 소액개인, 즉 소액투자자의 지분율로 나누어지며, 기타주주는 기타 법인과 기타 개인으로 나누어진다.

本 研究에서 企業소유구조가 企業가치변수인 MB에 미치는 영향을 분석하는데 있어서 獨立變數로 대주주 1인의 지분율을 사용하였다. 證券去來法 제28조에 의한 대주주 1인이라 함은 그와 國稅基本법시행령 제20조 제1호 내지 제8호와 제10호 내지 제13호에 해당하는 친족 및 특수관계인의 소유한 株式의 總數가 가장 많은 株主를 말한다.

대주주 1인 지분율은 1996년 12월 31일 현재 증권관계기관에 신고되는 대주주 1인 지분 자료와 증권거래소에 비치된 株主名簿 및 韓國上場會社協議會의 데이터베이스를 이용하여 계산하였다. 1996년 12월 31일 현재의 株主名簿가 비치되지 않은 企業은 韓國上場會社協議會의 '上場會社總覽'을 통해 파악하였다. 그리고 同一系列企業群에 해당하는지의 여부는 매일경제신문사에서 발간하는 '會社年鑑'을 참조하였다.

本 研究에서는 각 연도별로 대주주 1인의 지분율은 다음 식(2)의  $LS_t$ 로 측정하였다.

$$LS_t = \text{대주주 1인의 지분율} \quad (2)$$

김주현(1992)과 김우택, 장대홍과 김경수(1993)의 연구에서는 통제변수가 사용되지 않았으나 본 연구에서는 소유구조를 측정하는 지분을 이외의 변수가 기업가치에 미치는 영향을 검토하기 위한 통제변수를 고려하였다. McConnell과 Servaes(1990)의 연구와 이의택(1993)의 연구에서 사용된 통제변수들이 영향을 미치는 지를 검정한 결과 유의하게 나타난 변수들을 통제변수로 포함시켰다. 통제변수로는 광고비 정도, 기업규모, 재무레버리지, 30대 재벌·비재벌 더미변수를 사용한다.

Klein과 Leffer(1981)는 情報不均衡의 상황에서 기업이 특정 제품을 공급함에 있어 고객이 기대하는 제품을 전달하도록 하는 메커니즘을 통해 기업과 고객간의 默示的 契約關係가 존재한다고 주장하였다. 이들은 제품이나 가격에 관한 특정의 정보를 제공하지 않는 광고를 가진 투자는 기업가치를 하락한다고 주장하고 있다. 결국 광고비가 증가할수록 기업가치가 커진다고 기대할 수 있다.

本 研究에서는 각 연도별로 광고비율을 광고비의 합을 총자산으로 나눈 비율인 다음 식(3)의  $AD_t$ 로 측정하였다.

$$AD_t = \frac{\text{광고비}}{\text{총자산}} \quad (3)$$

기업의 규모가 클수록 無形資產의 크기가 커서 기업규모와 無形資產 간에 正의 상관이 존재하여 기업의 규모가 커질수록 기업가치가 더욱 높아질 것으로 기대될 수 있다는 주장도 있다. 그러나 그 반면에 내부주주는 대기업의 지분을 많이 보유하기가 어려우므로 높은 수준의 내부주주 지분율은 소규모 기업규모의 代用變數일 가능성이 있다. 이러한 경우 기업규모와 기업가치 간에는 負의 相關關係가 존재할 수도 있다. 즉, 기업규모가 클수록 기업가치가 더욱 낮을 것으로 기대할 수 있다. 本 研究에서는 기업의 규모는 總資產의 自然對數를 이용하였다. 기업의 크기에 自然對數를 취한 이유는 다른 獨立變數들이 비율자료가 많아 이와 균형을 맞추고 또한 총자산가액 자체가 기업의 크기를 나타내는데 충분하나 크기가 實證研究에 사용하기에는 지나치게 크고 또한 總資產價額과 기업가치 변수와의 관계는 완전한 線型보다는 기업의 크기가 커질수록 완만한 관계를 갖고 있을 것이라는 추정에서 비롯하였다.

本 研究에서는 각 연도별로 기업규모를 다음 식(4)의  $SZ_t$ 로 측정하였다.

$$SZ_t = \ln(\text{총자산}) \quad (4)$$

Modigliani와 Miller(1963)는 他人資本의 法人稅 節減效果를 고려하는 경우 加重平均



資本費用이 레버리지의 증가에 따라 계속 감소하므로 他人資本을 많이 사용할수록 기업가치는 증가한다고 하였다. Ross(1977)는 기업의 기대현금흐름에 관한 정보를 독점적으로 소유할 수 있는 내부경영자들이 적절한 동기가 있는 경우에 장래에 대한 명확한 신호를 확립하고자 한다는 信號表示假說을 재무이론에 최초로 적용시켰다. 그는 경영자들이 기업에 대한 낙관적인 미래를 신호하기 위해 보다 높은 재무레버리지를 이용할 수 있다고 하였다. 따라서 재무레버리지는 기업가치와 正의 관계가 존재할 것으로 예측할 수 있다.

本 研究에서는 각 연도별로 재무레버리지를 總負債를 總資産으로 나눈 비율인 다음 식(5)의  $LV_t$ 로 측정하였다.

$$LV_t = \frac{\text{총부채}}{\text{총자산}} \quad (5)$$

30대 재벌계열 기업군과 소유집중도간의 관계는 대체로 正의 관계를 보일 것으로 기대된다. 기업집단내의 다수의 기업들이 獨寡占的 商品市場에서 시장지배자로서의 위치에 있는 경우 기업집단은 급속한 확장을 시도한다. 또한 집단내 기업간에 株式의 相互 出資에 의한 자본관계가 형성된 경우 초과이익 기회는 존재하고, 이것은 소유경영자로 하여금 지분소유비중을 증가시키게 할 것이다.

本 研究에서는 30대 재벌계열 기업군에 속한 기업과 속하지 않는 기업을 假變數  $CH_t$ 로 만들어 사용하였다.

$$CH_t = 30대\ 재벌 \cdot 비재벌\ 기업\ 의\ 가변수 \quad (6)$$

### 3. 檢定模型의 設定 및 分析方法

本 研究에서는 기업의 대주주 1인 지분율과 기업가치간의 非線型關係를 분석하기 위하여 利害一致假說과 經營者安住假說이 동시에 존재하는 折衷假說로 설명될 수 있는 구조적 전환점과 영역이 존재하는지를 檢定해 보고자 한다. 本 研究의 檢定模型은 피 설명변수인 기업가치를 나타내는 시장가치 대 장부가치 비율과 설명변수인 대주주 1인의 지분율, 그리고 統制變數인 광고비 정도, 재무레버리지, 기업규모, 30대 재벌·비재벌 더미변수로 구성되어 있다. 本 研究에서 기업의 소유구조와 기업가치 사이의 관계를 실증적으로 분석할 檢定模型은 다음과 같다.

$$MB = \beta_0 + \beta_1 LS + \beta_2 LS^2 + \beta_3 AD + \beta_4 SZ + \beta_5 LV + \beta_6 CH + e \quad (7)$$

式(7)에서  $e$ 는 誤差項이다. 그리고 本 研究에서는 橫斷面 資料와 時系列 資料를 결합한 패널자료를 이용하여 式(7)의 모형으로 모형의 適合度를 檢定하고 回歸係數에 대하여 이론에서 제시된 결과가 실증적 결과와 일치하는지 假說 檢定하려고 한다. 또한 本 연구에서 제시하는 式(7)의 모형은 多重回歸模型이라 독립변수들간에 多重共線性 문제가 발생할 수도 있다. 이를 위하여 각 기간별 독립변수들간의 상관정도를 검토한 결과가 이 문제는 심각하지 않는 것으로 밝혀졌다.

패널자료에서 橫斷面資料는 개별자료가  $i = 1, \dots, N$  까지  $N$ 개의 개별기업 자료로 구성되어 있으며, 다시 개별자료  $i$ 는  $t = 1, \dots, T_i$  까지  $T_i$ 개의 時系列 資料를 갖는다. 패널자료의 모든 個別資料가 동일한 개수의 時系列 資料를 갖는 경우 均衡패널資料라 하며 각 개별자료가 상이한 개수의 時系列 資料를 갖는 경우 불균형패널자료라고 한다. 일반적으로 均衡패널資料는 不均衡패널資料의 특수한 형태가 되며, 本 研究의 자료는 168개의 개별기업 자료와 10개의 時系列 資料를 갖는 均衡패널資料가 된다.

패널자료추정방법을 설명하기 위하여 다음과 같은 回歸模型을 생각하여 보자.

$$y_{it} = x_{it} \beta + u_{it} \quad (8)$$

式(8)에서  $y_{it}$ 는 개별기업  $i$ 의  $t$ 期の 從屬變數를 나타내며,  $x_{it}$ 는 개별기업  $i$ 의  $t$ 기의  $k$ 개로 이루어진 獨立變數의 벡터를 나타낸다. 한편 式(8)에서  $u_{it}$ 는 개별기업  $i$ 의  $t$ 期の 誤差項을 나타내는데 다음과 같이 개별기업  $i$ 의 特性을 나타내는  $\alpha_i$ 와  $\varepsilon_{it}$ 의 합으로 式(9)와 같이 표현할 수 있다.

$$u_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

여기서 個別企業別 效果를 나타내는  $\alpha_i$ 에 대해서는 두 가지 假定이 가능한데, 각 가정에 따라 소위 固定效果模型과 確率效果模型의 두 가지 모형으로 설정될 수 있다. 固定效果模型이란  $\alpha_i$ 를 고정되어 있는 미지의 상수항으로 가정한다. 따라서 固定效果模型은 개별기업별로는 서로 다르나 각 개별기업의 特性을 나타내는 알지 못하는 미지의 변수가 從屬變數  $y_{it}$ 에 영향을 미친다는 가정에 그 근거를 두고 있다.

반면에 確率效果模型은  $\alpha_i$ 를 미지의 상수가 아닌 특정한 i.i.d.의 분포로부터 추출되는 確率變數로 취급한다. 특히  $\alpha_i$ 가 平均 0이고 分散이  $\sigma^2(\alpha)$ 인 正規分布에서 추출된다고 가정하면  $\alpha_i \sim N(0, \sigma^2(\alpha))$ 으로서 표현할 수 있다. 本 研究에서는 檢定模型이 固定

效果模型이 아닌 確率效果模型이 된다고 가정하고 있다. 그 근거로서는 確率效果模型에서는 각 기업의 특성을 나타내는  $\alpha_i$ 는 시간에 상관없이 확률적으로 결정된다는 사실을 들 수 있다.

式(9)를 추정하기 위해서는  $\sigma^2(\alpha)$ 과  $\sigma^2(\varepsilon)$ 를 추정하여야 한다. 그러나 일반적으로는  $\sigma^2(\alpha)$ 과  $\sigma^2(\varepsilon)$ 이 알려져 있지 않기 때문에, 推定上の 問題點이 발생한다. 즉  $\sigma^2(\alpha)$ 과  $\sigma^2(\varepsilon)$ 의 값을 직접 측정하기가 불가능하기 때문에 다른 推定方法을 사용하여야 한다. 이때 사용하는 추정방법은 最尤推定法(MLE)으로 한다.

$\alpha$ 와  $\varepsilon$ 은 正規分布를 따른다고 假定하였으므로 이에 근거하여 企業  $i$ 의 尤度函數는 다음과 같이 定義된다.

$$s L_i = (2\pi)^{-\frac{T_i}{2}} |V_i|^{-\frac{1}{2}} \exp\left(-\frac{1}{2} u_i' V_i^{-1} u_i\right) \quad (10)$$

또한 全體標本의 尤度函數는  $L = \prod_{i=1}^N L_i$  가 될 것이다.

가정에 의하여 위 式은 다음과 같이 변형된다.

$$L = \prod_{i=1}^N \ln L_i = \sum_{i=1}^N \ln \frac{1 - \rho_i}{\hat{\sigma}^{T_i}} + k' \quad (11)$$

$$\text{단, } k' = \sum_{i=1}^N T_i / 2 \quad (12)$$

$$\rho_i = 1 - \sqrt{\frac{(1 - \delta) / T_i}{\delta + (1 - \delta) / T_i}} \quad (13)$$

$$\delta = \sigma^2(\alpha) / [\sigma^2(\alpha) + \sigma^2(\varepsilon)] \quad (14)$$

또한  $\sigma^2$ 은 변환된 자료에 OLS를 적용하여 얻은 回歸方程式의 標準誤差를 나타낸다. 그리고  $\rho_i$ 는  $0 \leq \rho_i \leq 1$ 의 범위를 갖는데,  $\rho_i = 0$ 인 경우 最尤推定法은 통상 最小自乘法(OLS)과 同一하게 되며  $\rho_i = 1$ 인 경우 最尤推定法은 固定效果模型의 추정방법과 동일하다.

結論的으로 最尤推定法은 式(11)을 極大化시키는 0과 1사이의  $\delta$ 를 구하는 데 있다. 즉, 特定  $\delta$  값이 정해지면 먼저  $\rho_i$ 는 式(13)에 의해 계산되며,  $\rho_i$  값에 따라 原資料를 변환시킬 수 있을 것이다. 마지막으로 변환된 자료에 OLS를 적용하여 그 回歸方程式의 標準誤差를 계산함으로써 式(11)로부터 尤度  $L$ 을 구할 수 있다.

이와 같은 절차는 각각의  $\delta$  값에 따라 반복적으로 시행되어 제일 큰 尤度を 주는  $\delta$

값을 區間探索을 통하여 계산하면 된다. 本 研究에서는 이와 같은 구간탐색에 의하여  $\delta$  값을 決定한 후 原資料를 변환하여 모형을 추정하려고 한다. 이상과 같은 통계적 절차는 연구자들이 작성한 통계프로그램에 의하여 수행되었다.

#### IV. 實證的 分析結果

假說의 檢定을 위한 실증분석의 결과를 검토하기에 앞서 먼저 從屬變數인 기업가치를 나타내는 MB와 獨立變數인 대주주 1인의 지분을 LS의 標本 特性을 정리하면 각각 <표 3>과 <표 4>와 같다.

<표 3>에서 볼 수 있는 바와 같이 標本企業의 MB의 평균은 1987년 1.06, 1989년 1.19, 1996년 0.97로 나타나 일정한 패턴을 찾기는 힘들다. 그리고 MB가 1보다 작은 기업들을 비교하면 1987년도에는 36.9%를 차지하다가 1996년도에는 70.2%로 한층 많아졌는데, 그 이유는 경기침체와 국제경쟁력 및 이익 발생능력의 약화가 市場價格에 반영되어 나타난 현상으로 해석할 수 있다.

한편 대주주 1인 지분율에 대한 標本統計量을 요약하면 <표 4>와 같다. <표 4>에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 LS의 평균값은 1987년 25.49%, 1992년 22.97%, 1996년 20.84%로 점차 감소하고 있는 경향을 보이고 있다. 이는 우리 나라 上場企業들에서 所有와 經營이 분리되어 점차 대주주 1인 소유지분율이 감소하고 있는 현상을 보이는 것이라고 해석할 수 있다. 또한 기업소유 구조와 관련하여 취해진 최근 일련의 조치는 대주주의 기업지배 형태 및 소유구조에 변화를 가져온 것으로 예상할 수 있다.

<표 3> MB의 표본통계량

연도	평균	표준편차	최대값	최소값
1987	1.06	0.18	1.62	0.69
1988	1.18	0.23	1.98	0.66
1989	1.19	0.25	2.65	0.60
1990	1.04	0.16	2.09	0.51
1991	0.95	0.14	1.72	0.39
1992	1.00	0.13	1.49	0.45
1993	1.08	0.16	1.80	0.56
1994	1.17	0.23	2.54	0.67
1995	1.01	0.16	1.60	0.61
1996	0.97	0.19	2.28	0.58

本 研究에서 사용하는 패널자료는 168개의 個別企業資料와 10개의 時系列資料로 구성된 均衡패널資料이다. 즉  $N = 168$ 이며,  $T_i = 10$ 이다. 패널자료추정방법을 수행하기 위해서는 먼저 앞에서 설명한 바와 같이  $\delta$  값을 區間探索하여야 한다. 먼저 0.1, 0.2, . . . , 0.9와 같이 0.1을 구간으로 하여  $\delta$  값을 式(13)에 대입하여  $\rho_i$ 의 값을 계산한 후, 필요한 자료를 式(11)에 대입하여  $L$ 의 값을 계산하면  $\delta = 0.1$ 일 때  $L = 2820.70$ ,  $\delta = 0.2$ 일 때  $L = 2865.71$ ,  $\delta = 0.3$ 일 때  $L = 2883.21$ ,  $\delta = 0.4$ 일 때  $L = 2887.63$ ,  $\delta = 0.5$ 일 때  $L = 2884.04$ ,  $\delta = 0.6$ 일 때  $L = 2873.94$ ,  $\delta = 0.7$ 일 때  $L = 2856.54$ ,  $\delta = 0.8$ 일 때  $L = 2828.06$ ,  $\delta = 0.9$ 일 때  $L = 2828.06$ 으로 나타나 最尤값을 갖는  $\delta$ 의 範圍가 0.4와 0.5 사이에 존재함을 알 수 있다. 따라서  $\delta$ 의 범위가 0.4와 0.5 사이에서 0.01을 구간으로 하여  $L$ 의 값을 찾으면  $\delta = 0.41$ 일 때  $L = 2887.56$ ,  $\delta = 0.42$ 일 때  $L = 2887.44$ ,  $\delta = 0.43$ 일 때  $L = 2887.26$ ,  $\delta = 0.44$ 일 때  $L = 2887.00$ ,  $\delta = 0.45$ 일 때  $L = 2886.67$ ,  $\delta = 0.46$ 일 때  $L = 2886.30$ ,  $\delta = 0.47$ 일 때  $L = 2885.82$ ,  $\delta = 0.48$ 일 때  $L = 2885.29$ ,  $\delta = 0.49$ 일 때  $L = 2884.70$ 으로 나타나 本 研究에서 찾고자 하는 最尤값인  $\delta$ 의 값은 0.41임을 알 수 있다. 이때  $\rho_i$ 의 값은 0.6566이며 回歸方程式의 標準誤差는 0.1614이다.

<표 4> LS의 표본통계량

(단위: %)

연도	평균	표준편차	최대값	최소값
1987	25.49	12.29	65.22	0.27
1988	23.41	11.01	57.63	2.28
1989	23.21	10.80	61.78	2.22
1990	23.06	10.81	57.50	2.14
1991	22.80	10.65	54.50	2.08
1992	22.97	11.22	57.50	2.00
1993	22.57	11.77	57.50	1.98
1994	21.67	11.18	57.50	2.27
1995	21.41	11.31	57.51	1.80
1996	20.84	11.19	57.51	0.82

本 研究에서는 回歸模型이 確率效果模型이라고 가정하고 있다. 앞에서 說明한 바와 같이 OLS模型은 패널자료추정모형이  $\rho_i = 0$ , 즉  $\delta = 0$ 일 때이며, 固定效果模型은  $\rho_i = 1$ , 즉  $\delta = 1$ 일 때이다. 따라서 本 研究에서 가장 적합한 모형이 어느 모형이 되는지는 각  $\delta$ 의 값에 따른  $L$ 의 값을 계산하여 비교하여 봄으로써 파악할 수 있다. 즉 OLS 模

型에서는  $\delta=0.00$ 이므로  $L=2686.27$ 이고, 確率效果模型에서는  $\delta=0.41$ 이므로  $L=287.44$ 이며, 固定效果模型은  $\delta=0.99$ ( $\delta=1$  일 경우 式(13)을 계산할 수 없으므로  $\delta=0.99$ 를 이용하였음)이므로  $L=2585.04$ 이다. 따라서  $\delta=0.41$ 일 때의  $L$ 의 값이  $\delta=0$ , 또는  $\delta=0.99$ 일 때 보다 크다. 따라서 本 研究에서 回歸分析을 위한 最適모형은 確率效果模型이 됨을 알 수 있다.

式(7)로 주어진, 本 研究에서 제시된 추정모형의 適合度を 檢定하기 위하여  $\delta=0.42$ 일 때의 變換된 자료를 OLS로 回歸分析하여 얻은 分散分析表는 <表 5>와 같다.

<表 5>에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 分散分析에 의하여 回歸模型은 통계적으로 1% 유의수준에서 유의성이 있는 것으로 나타났다. 다만 模型의 說明力이 비교적 낮아 本 研究에서 제시된 說明變수들이 企業가치(MB)의 變動을 8% 정도 說明한다는 것을 나타내고 있다.

<표 5> 分散分析表

分散의 要因	自由度	제곱합	平均제곱	F	F의 有意水準
回歸(regression)	6	3.742	0.624	24.279	0.000
殘差(residual)	1673	42.978	0.026		
$R^2$		0.080			

또한 本 研究에서 제시된 決定要因變數들이 어느 정도 의미가 있고 또한 기대되는 변수의 부호 방향이 앞에서 제시한 이론과 일치하는가를 살펴보기 위하여 回歸係數의 回歸分析結果를 살펴보면 <表 6>과 같다.

<表 6>의 결과를 이용하여 回歸係數에 대하여 이론에서 제시된 결과가 실증적 결과와 일치하는지 假說檢定한 결과를 요약하면 다음과 같다. 本 研究에서는 패널자료를 이용하여 대주주 1인 지분율과 企業가치간의 非線型關係를 분석한 결과 利害一致假說과 經營者安住假說이 동시에 說明되는 折衷假說로 說明될 수 있음을 확인하였다.

<表 6>에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 대주주 1인 지분율과 이를 供給한 것은 企業가치를 說明하여 주는 통계적으로 유의적인 변수가 되고 있다. 또한 대주주 1인 지분율(LS)과 이를 供給한 변수(LS<sup>2</sup>)대한 回歸係數의 符號는 각각 음과 양으로 나타나 대주주 1인 지분율과 企業가치의 관계는 아래로 볼록한 곡선임을 알 수 있고 그 구조적 전환점은 1차 微分結果 0.25로 나타나 대주주 1인 지분율 25%에서 구조적 전환점이 발생함을 알 수 있다. 이 결과는 대주주 1인 지분율과 MB는 非線型 曲線關係를 갖는다는 本

研究의 假說을 지지하고 있다. 이것은 내부자 지분율과 기업성과 변수 사이의 曲線關係를 실증분석을 통해서 밝힌 McConnell과 Servaes(1990)의 연구와 경영자 지분율의 변화에 따라 기업가치의 代用變數인 Tobin의 Q비율이 곡선關係를 갖는다는 Morck, Shleifer와 Vishny(1988)의 연구결과와 유사하다. 또한 이 결과는 Tobin의 Q를 기업가치 代用變數로 사용하여 연구한 김주현(1992), 김경수, 장대홍과 김우택(1993)의 연구와 비교하여 볼 때 유사한 결과를 나타내고 있다. 다만 本 研究에서 제시된 대주주 1인 지분율과 기업가치 사이의 곡선關係는 McConnell과 Servaes의 逆U字形態의 曲線關係와 정반대 형태를 나타내고 있다. 즉, 우리 나라의 경우 경영자 (또는 내부주주)의 지분이 낮을수록 경영자의 책임이 감소하여 경영자는 기업가치 극대화보다는 사적이익에 부합되는 의사결정을 하게 되며 따라서 기업가치는 하락하게 된다. 반면, 경영자의 지분이 증가하게 되면 대리인비용이 감소되어 기업가치가 증가하는 U字形 곡선關係를 나타내었다.

이와 같은 曲線關係는 경영자를 포함한 대주주들이 서로 반대되는 두 가지 성향을 가지고 있는 바 일정한 지분율 하에서 이 兩者의 성향 중 어떤 성향이 더 크게 작용하는가에 따라 달라지게 된다고 해석할 수 있다. 즉 기업의 자원을 자신의 이익을 위해 사용하려는 성향과 경영자의 이해를 외부주주들과 일치시키려는 성향 중 어느 성향이 지분율에 따라 더 강하게 나타나는 가에 달린 것이다.

한편 統制變數에 대한 假說檢定の 結果는 <表 6>에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 本 研究에서 제시한 說明變數 모두가 기업가치를 설명하는 統計的으로 有意인 變數가 되고 있다. 또한 이들 변수들에 대한 回歸係數의 기울기도 기대하는 바와 일치하고 있다.

<표 6> 回歸係數

變數	回歸係數	標準誤差	T	T의 有意水準
상수	$\beta_0 = +1.007$	0.063	16.081	0.000
LS	$\beta_1 = -0.318$	0.186	-1.710	0.072
LS <sup>2</sup>	$\beta_2 = +0.636$	0.347	1.832	0.067
AD	$\beta_3 = +0.0049$	0.003	1.633	0.072
SZ	$\beta_4 = -0.078$	0.007	-11.143	0.000
LV	$\beta_5 = +0.273$	0.050	5.460	0.000
CH	$\beta_6 = +0.043$	0.009	4.778	0.000

먼저 本 研究 結果에 따르면 기업에서 광고비가 차지하는 비중이 커질수록 기업가치

는 점차 커지는 것으로 나타나고 있다. 또한 企業의 規模가 커질수록 기업가치(MB)는 점차 작아지는 것으로 나타나고 있다.

한편 기업의 부채비율이 커질수록 기업가치는 점차 커지는 것으로 나타나고 있다. 이는 타인자본을 많이 사용할수록 기업가치가 커진다는 것과 부채사용이 기업 장래에 대한 신호로 사용된다는 것을 나타낸다. 마지막으로 기업이 30대 재벌에 속하느냐 혹은 그렇지 않느냐 하는 것은 기업가치와 관련이 있는 것으로 나타났다. 즉 계열기업의 경우 비계열기업과는 달리 자신의 지분과 계열회사의 지분을 통하여 企業集團에 속하는 기업의 경영에 실질적인 영향력을 행사하므로 비계열기업보다 지배권 유지를 위하여 더 높은 비율을 소유할 필요성이 시급하지 않으며, 특히 이러한 현상은 財閥企業群에서 두드러지게 나타나고 있음을 알 수 있다.

## V. 要約 및 結論

本 研究은 기업의 소유구조와 기업가치 사이의 관계를 분석하여 橫斷面 要因과 時系列 要因을 결합하는 理論的 模型을 제시하며, 또한 제시된 모형을 韓國證券市場의 資料를 이용하여 實證的으로 分析하여 우리 나라에 적용되는 가설을 검토하는데 있다. 그리고 本 研究의 研究方法은 文獻的 研究方法과 實證的 研究方法을 병용하였으며, 특히 實證的 研究方法에서는 橫斷面 資料와 時系列 資料를 결합하는 패널資料推定法을 적용하였다.

本 研究에서 다루는 실증분석기간은 1987년 1월부터 1996년 12월까지의 10년간이었으며, 추출된 標本企業의 數는 168個社이다. 本 研究에서는 기업가치를 나타내는 代用 變數로 시장가치 대 장부가치비율을, 獨立變數로는 대주주 1인 지분율을 그리고 統制變數로는 광고비 정도, 기업규모, 재무레버리지, 30대 재벌·비재벌의 假變數를 사용하였다.

本 研究의 結論은 실증분석결과로부터 요약하면 다음과 같다.

첫째, 本 研究에서 제시된 모형이 상당한 의미를 가지나, 模型의 說明力은 비교적 낮아 本 研究에서 제시된 說明變數들이 資本構造의 變動을 8% 정도 설명하고 있다.

둘째, 本 研究에서 제시된 獨立變數 대주주 1인의 지분율과 이를 제공한 것은 통계적으로 의미있는 변수가 되고 있다. 이는 대주주 1인의 지분율과 기업가치 사이에는 曲線關係가 존재한다는 강력한 증거로, 대주주 1인 지분이 증가함에 따라 기업가치는 하락하다가 대주주 1인 지분이 25%를 넘어서 증가하면 기업가치가 상승하였다. 이러한



결과는 낮은 수준의 소유지분에서는 經營者安住假說이 존재하며, 높은 수준의 소유지분에서는 利害一致假說이 존재한다는 本 研究의 折衷假說과 일치하고 있다.

셋째, 本 研究에서 제시된 統制變數인 광고비 정도, 기업규모, 재무레버리지 그리고 30대 재벌·비재벌 假變數 등은 기업가치를 결정하는 통계적인 의미를 갖는 변수로 밝혀졌으며 回歸係數의 부호도 기대하였던 바와 일치하고 있다. 따라서 기업에서 광고비가 차지하는 비중이 커질수록 기업가치는 점차 커지며, 企業의 規模가 커질수록 기업가치는 점차 작아지고, 기업의 부채비율이 커질수록 기업가치는 점차 커지는 것으로 나타나고 있다. 그리고 기업이 30대재벌에 속하는가의 여부는 기업가치와 관련이 있는 것으로 나타났다.

이와 같이 本 研究는 우리 나라 현실을 반영한 所有集中度, 즉 대주주 1인 지분율이 기업가치에 미치는 영향을 분석해 봄으로써 기업의 조직 및 統制構造를 이해하고, 바람직한 所有構造에 대한 경제정책의 방향과 학계의 연구방향에 대한 기초를 제공하였다. 또한 本 研究는 기존의 연구에 비해 다음과 같은 점에서 그 특징을 찾을 수 있다.

첫째, 이 분야의 연구에서는 처음으로 橫斷面 資料와 時系列資料를 결합하여 패널자료로 이용하여 기업의 소유구조와 기업가치 사이의 관계를 분석하였다.

둘째, 企業價値의 尺度로 널리 사용되어 왔던 Tobin의 Q대신에 객관적으로 쉽게 계산할 수 있어 사용이 간편한 시장가치 대 장부가치비율을 이용하였다. 이를 통해 資產의 代替原價를 측정하는 誤差를 피할 수 있었다.

셋째, 대주주 1인 지분과 기업가치간의 非線型關係를 구체적으로 제시하였다. 즉 기존의 연구는 이 두 변수간의 線型性에 관심을 가지고 이의 실증분석 결과를 현실에 적용, 현실에 맞지 않는 결과를 도출할 가능성이 많았는데 이런 문제점을 해결하였다.

그리고 본 연구가 지니고 있는 限界點을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 대주주 1인 지분을 계산에 따르는 정확성 문제이다. 本 研究에서는 이용 가능한 모든 자료를 활용하여 客觀性과 正確性을 기하고자 노력하였으나 僞裝分散의 가능성, 자료자체의 신뢰성 부족 등으로 인하여 이 문제를 완전히 해결할 수 없었다.

둘째, 本 研究는 計量化가 어려운 기타 統制變數들과 기업가치 사이의 關係를 밝히지 못하고 있다. 따라서 이들 변수와 기업가치 사이의 관계를 糾明하는 보다 體系的이고 包括的인 연구가 이루어져야 할 것이다.

셋째, 本 研究에서는 時系列 分析資料를 얻기 위하여 標本企業을 일정기간 동안의 上場企業으로 제한함에 따라 조사대상기업의 수가 적어, 기업간의 이질성이 크게 나타나고 있으며, 회계자료를 이용하여 推定한 변수에는 회계자료상의 문제점으로 인하여

測定誤差가 따른다. 특히 현재 많은 기업이 채용하고 있는 會計시스템이 規範적인 것이 아니어서 때로는 高의적인 偏倚를 초래할 수 있으며, 서로 다른 기업이나 産業에 있어 會計節次가 다양하기 때문이다.

이상의 문제점을 개선하여, 기업의 소유구조와 기업가치 사이의 관계를 보다 객관적으로 규명하는 理論的 模型을 개발하여 이를 實證的으로 分析할 수 있는 정교한 연구가 계속되어야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

- 김우택·장대홍·김경수, “企業價値와 所有經營構造에 관한 實證的 研究”, 財務研究, 第6號, 韓國財務學會, 1993, pp.55-75.
- 김우택·장대홍·김경수·박상수, “Tobin Q와 代替的 成果測定 變數와의 關係”, 財務管理研究, 第13卷, 韓國財務管理學會, 1996, pp.185-202.
- 김주현, “企業의 所有構造와 企業價値의 聯關性에 관한 研究”, 財務研究, 第5號, 韓國財務學會, 1992, pp.129-154.
- 박상수·진대홍, “大企業集團의 經營效率性”, 21世紀 韓國企業의 統割體制, 서울大學校 經營大學 證券·金融研究所, 1996, pp.224-230.
- 이의택, 韓國企業의 株式所有構造가 企業價値에 미치는 影響에 관한 實證的 研究, 博士學位論文, 成均館大學校 大學院, 1993. 8.
- 이재춘, 企業所有構造가 企業價値에 미치는 影響, 博士學位論文, 淸州大學校 大學院, 1998. 12.
- Barna, A., R. Haugen and L. Senbet, *Agency Problems and Financial Contracting*, Englewood Cliffs, New Jersey : Prentice-Hall, Inc., 1985.
- Berle, A., and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Revised ed., New York : A Harvest Book, Harcourt, Brace & World Inc., 1967.
- Bothwell, J., “Profitability, Risk, and the Separation of Ownership from Control,” *Journal of Industrial Economics* (1980 March), pp.303-317.
- Bradly, W., “The Issue Decision of Manager-Owners under Information Asymmetry,” *Journal of Finance* 53 (1987 December), pp.1245-1260.
- Chung, K. and S. Pruitt, “A Simple Approximation of Tobin’s Q,” *Financial Management* 23 (Autumn 1994), pp.70-74.
- DeAngelo, H. and M. Rice, “Going Private : Minority Freezeouts and Stockholder Wealth,” *Journal of Law and Economics* 27 (1984 October), pp.367-401.
- Demsetz, H., “The Structure of Ownership and The Theory of the Firm,” *Journal of Law and Economics* 26 (1983 June), pp.375-390.
- Demsetz, H. and K. Lehn, “The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences,” *Journal of Political Economy* 93 (1985), pp.1155-1177.
- Fama, E. and M. Jensen, “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law*

- and Economics* 26 (1983 June), pp.301-325.
- Holderness, C. and D. Sheehan, "Monitoring an Owner : The Case of Turner Broadcasting," *Journal of Financial Economics* 30 (1991 December), pp.325-346.
- Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76 (1986 May), pp.323-329.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3 (1976 October), pp.305-360.
- Jensen, M. and R. Ruback, "The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics* 11 (1983 April), pp.5-50.
- Klein, B. and K. Leffer, "The Role on Market Forces in Assuring Contractual Performance," *Journal of Political Economy* 89 (1981), pp.389-410.
- Leland, H. and D. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation," *Journal of Finance* 32 (1977 May), pp.371-387.
- McConnell, J. and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics* 27 (1990), pp.595-612.
- Monsen, J., J. Chiu and D. Cooley, "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm," *Quarterly Journal of Economics* 82 (1968 August), pp.435-451.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 20 (Jan./March 1988), pp.293-315.
- Radice, H., "Control Type, Profitability and Growth in Large Firms : A Empirical Study," *Economic Journal* 81 (1971 September), pp.547-562.
- Stulz, R., "Managerial Control of Voting Rights : Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics* 20 (Jan./March 1988), pp.25-54.
- Williamson, O., "Transaction-Cost Economics : The Governance of Contactual Relations," *Journal of Law and Economics* 22 (1979 October), pp.231-261.
- Wruck, P., "Equity Ownership Concentration and Firm Value : Evidence from Private Equity Financings," *Journal of Financial Economics* 23 (June 1989), pp.3-28.