

<http://dx.doi.org/10.17703/JCCT.2019.5.2.77>

JCCT 2019-5-10

패널데이터를 이용한 저축은행 소유집중도와 다각화

The Effects of Ownership Concentration on Savings Bank Diversification by using Panel Data

배수현*

Bae Soo Hyun

요약 본 연구는 저축은행의 소유집중도와 사업다각화 간의 관계를 분석하고자 함이 목적이다. 패널데이터를 이용하여 저축은행의 소유집중도와 사업다각화의 관계를 분석한 것은 기존연구와의 차별성이라 할 수 있다. 분석기간은 2014년부터 2018년까지이며, 79개 저축은행을 대상으로 반기 재무자료를 이용하였다. 연구모형은 자기상관 문제를 고려한 확률효과 GLS(Random effects Generalized Linear Square)모형을 이용하여 분석하였다. 분석결과, 저축은행의 지배주주지분율과 사업다각화의 관계는 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 추정되었다. 즉 지배주주지분율이 증가할수록 사업다각화를 대리하는 변수인 비이자수익률이 증가하는 것으로 나타났다. 이는 위험회피가설을 지지하는 결과이며, 지배주주지분율이 높을수록 사업다각화를 통해 자신의 자산위험과 고용위험을 축소시키기 위해 적극적인 다각화 전략을 추진하는 것으로 나타났다.

주요어 : 저축은행, 소유집중도, 다각화, 패널데이터, 확률효과 GLS모형

Abstract The purpose of this study is to analyze the relationship between the controlling shareholding ratio and the business diversification of savings banks. The difference in this study is the analysis of the relationship between the controlling shareholding ratio of the savings bank and the business diversification using panel data. In this study, the semi-annual financial statements for the period 2014-2018 were used on the basis of a sample of 79 saving banks. The research model is analyzed using random effects generalized linear square (GLS) model considering the autocorrelation problem. As a result of the empirical analysis, it is estimated that the relationship between the controlling shareholding ratio of the savings bank and the business diversification is significant (+). This is the result of supporting the hedging hypothesis.

Key words : Savings Banks, Ownership Concentration, Diversification, Panel Data, Random effect GLS model

1. 서론

2011년 16개 저축은행의 영업정지 처분이 내려지면서 저축은행의 부실문제는 사회적으로 큰 이슈가 되었

다. 구조조정이 마무리되면서 저축은행의 수가 크게 줄어들어 현재 79개의 저축은행이 영업 중에 있다. 저축은행이 구조조정 과정을 거치면서 나타난 특징 중 하나는 바로 소유구조의 변화이다. 과거에는 개인소유의 저

*정회원, 대구가톨릭대학교 경영학부 (주저자)
접수일: 2019년 2월 11일, 수정완료일: 2019년 3월 12일
게재확정일: 2019년 4월 9일

Received: February 11, 2019 / Revised: March 12, 2019

Accepted: April 09, 2019

*Corresponding Author: baesh@cu.ac.kr

Business School, Daegu Catholic University, Korea

축은행이 많았으나, 인수·합병 과정에서 기존에 볼 수 없었던 금융지주회사 계열, 대부업계열 저축은행들이 출현하게 되고, 법인형태의 저축은행들이 늘어났다. 변화된 소유구조를 가진 저축은행들은 일반기업에 비해 지배주주지분율의 집중도가 매우 높은 편이다. 기존연구에서 지배주주지분율이 높다는 것은 우수한 지배구조를 의미하는 것인지, 아니면 우수하지 않은 지배구조인지에 대한 정의가 명확하지 않으며, 소유집중도가 기업성과에 미치는 영향에 대한 분석도 혼재된 결과를 제시하고 있다.

최근 저축은행은 법정 최고금리 인하, 가계부채 대책 등 각종 규제가 강화되고, 인터넷전문은행의 출범으로 경쟁이 더욱 치열해지면서 수익다각화를 모색하고 있다. 저축은행은 카드발급을 통한 수수료 수입 확대, 항공금융, 오토론, 방카슈랑스, 골드바 판매 등 사업다각화를 통한 수익다변화 전략에 집중하고 있다.

다각화 동기는 여러 관점에서 설명할 수 있으나 본 연구에서는 다각화의 동기를 대리인이론 관점에서 살펴보면, 경영자 위험회피가설(managerial risk aversion hypothesis)과 부의 이전가설(wealth transfer hypothesis)에 따라 지배주주지분율이 사업다각화에 미치는 영향이 상반될 수 있다. 경영자 위험회피가설에 따르면 지배주주는 사업다각화를 통해 자신의 자산위험과 고용위험을 축소시키기 위해 다각화를 통해 위험을 감소시키고자 하는 유인이 존재한다. 즉 지배주주지분율이 높을수록 다각화를 통해 인적자원의 가치를 방어하고자 한다[1]. 따라서 지배주주지분율과 사업다각화 간의 관계는 양(+)의 관계를 가질 것이다.

부의 이전가설을 옵션가격결정이론 측면에서 본다면 주주의 지분은 콜옵션 성격을 가지고 있으며, 콜옵션의 가치는 위험이 증가할수록 커진다[2]. 즉 기업의 위험이 커질수록 지배주주의 지분가치는 높아지게 되고, 기업의 위험을 낮출 수 있는 사업다각화를 축소할 유인이 존재한다. 따라서 지배주주지분율과 사업다각화 간의 관계는 음(-)의 관계를 가질 것이다.

본 연구는 저축은행의 소유집중도와 사업다각화 간의 관계를 분석하고자 함이 목적이다. 소유집중도를 대리하는 변수로 저축은행 지배주주지분율을 사용한다. 지금까지 소유집중도와 사업다각화의 관계를 실증분석한 연구들은 매우 부족하며, 패널데이터를 이용하여 저축은행의 지배주주지분율과 사업다각화의 관계를 분석

한 것은 기존연구와의 차별성이라 할 수 있다. 특히 저축은행 구조조정 이후 소유구조의 변화를 반영하여 지배주주지분율과 다각화를 통한 성과의 관련성을 분석하는 것은 저축은행 업계의 유용한 정보를 제공한다는 점에서 공헌점이 있을 것이다.

II. 선행연구 및 가설설정

저축은행은 서민과 중·저신용자를 대상으로 금융편의를 도모하고 저축 증대를 목적으로 설립된 서민금융기관이다. 저축은행 수의 지속적인 감소에도 불구하고 인터넷은행, P2P업체 등의 진입으로 산업간 경쟁강도가 매우 높은 수준이다. 저축은행은 대부분 예수부채를 통해 자금을 조달하고 대출로 자산운용이 이루어지고 있어 영업이익의 대부분이 순이자마진이다. 그러나 치열한 경쟁 환경 속에서 저축은행은 수익다변화에 대한 필요성을 인식하고 사업다각화를 통한 비이자수익 확대를 위한 다양한 전략을 모색 중에 있다. 즉 대출채권매각이익, 투자부동산임대수익, 유가증권 평가 및 처분이익, 수수료수입 등을 통한 비이자수익을 증대하고자 한다. 또한 대형 저축은행 중심으로 체크카드발급, 보험상품판매, 오토론 등을 통한 수수료 수익을 창출하고 있으며, 주택금융공사 보급자리론 외에 새로운 정책금융 상품을 취급하면서 고객확보를 통한 사업다각화 전략을 취하고 있다. 저축은행 수익기반 확대를 위해 사업다각화 수준이 소유구조에 따라 다른 성과를 나타낼 것으로 예측된다.

소유구조에 관한 선행연구로는 대주주지분율이 높을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 사실을 실증적으로 밝힌 바 있다[4]. 즉, 대주주의 존재와 대주주지분율이 높을수록 바람직하다고 주장한다[5].

제배주주 지분율과 저축은행 위험추구와의 관계를 분석한 연구에서는 지배주주 지분율이 증가할수록 고위험 추구현상이 나타나고 있음을 발견했다. 특히 소규모 저축은행의 경우 기업공개가 이루어지지 않아 외부감시 기능이 결여되어 대리인 문제가 발생할 가능성이 높다고 주장하고 있다[6].

기업집단의 지배주주지분율과 다각화 간의 관계를 대리인문제의 관점에서 분석한 선행 연구로는 지배주주지분율과 다각화 간의 관계를 분석한 결과 지배주주지분율과 사업다각화 간의 관계는 3차형 비선형(N자형)

관계를 가지는 것으로 분석되었다[7].

저축은행 소유구조 형태를 복합금융그룹 저축은행과 비금융그룹 저축은행으로 구분하고, 저축은행 업무다각화를 통한 비이자수익 창출이 재무성과에 미치는 영향을 분석했다. 또한 복합금융그룹 형태를 통해 다각화했을 경우 재무성과에 미치는 영향의 차별성을 증명하였다. 그 결과 수익다각화를 통한 비이자수익의 증가는 저축은행의 총자산순이익률을 증가시키는 것으로 나타났다. 또한 복합금융그룹 저축은행과 비금융그룹 저축은행의 재무성과에 차이가 있는 것으로 분석되었으며, 복합금융그룹 형태를 통해 수익다각화가 이루어질 경우 총자산순이익률을 증가하고 총자산 대비 영업비용은 감소하는 것으로 나타났다[8].

지배주주지분율과 기업성과와의 정(+)의 상관관계를 밝힌 대표적인 연구자로는 Demsetz & Lehn(1985), Joh(2003) 등이 있다[9]. 이에 반해, Stulz(1988)는 경영자의 지분율과 경영성과 간의 음(-)의 관계를 주장하고 있다[10]. 또한 지분율이 증가할수록 지배주주가 사적이익을 추구하여 소유집중도와 경영성과 간의 유의적인 음(-)의 관계를 제시하고 있다[11]. 이상과 같이 지배주주지분율과 경영성과 간의 관계를 분석한 선행연구는 서로 혼재된 결과를 제시하고 있다. 따라서 본 연구에서는 선행연구를 바탕으로 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설: 지배주주지분율은 사업다각화와 관련성이 있을 것이다.

III. 연구설계

1. 연구모형

본 연구는 시계열 자료와 횡단면자료를 모두 고려한 패널데이터를 이용하여 분석한다. 패널데이터는 개별은행을 반복적으로 관찰하기 때문에 보다 많은 변수와 정보의 변동성을 통해 보다 효율적인 추정량을 얻을 수 있을 뿐만 아니라 저축은행 개체들의 관찰되지 않는 이질성을 통제할 수 있는 장점이 있다.

패널데이터를 이용하여 일치추정량을 얻기 위해서는 적합한 모형을 선택하는 것이 중요하다. 따라서 Breusch-Pagan의 라그랑주 승수(Lagrangian Multiplier) 검정을 실시하여 모형의 적합성을 확인한다. 그러나 본 연구에서는 고정효과모형의 경우 시간에 따

라 변하지 않는 변수가 자동통제 되므로 확률효과모형을 선택한다. 확률효과모형을 일반 OLS로 추정할 경우 오차항의 1계 자기상관(first-order autocorrelation)문제가 발생한다[12]. 따라서 본 연구에서는 자기상관 문제(first-order autocorrelation)를 고려한 확률효과 GLS(Random effects Generalized Linear Square)모형을 이용하여 분석한다. 식(1)은 저축은행 지배주주지분율과 다각화의 관계를 분석하기 위한 연구모형이다.

$$y_{i,t} = \alpha + OWNER_{i,t} \beta_1 + X_{i,t} \beta_2 + \tau D_t + \delta_i + \epsilon_{i,t} \quad \text{식(1)}$$

식 (1)에서 $y_{i,t}$ 는 사업다각화를 대리하는 지표로 저축은행의 i 의 t 기 비이자수익율을 나타내는 종속변수이다. $OWNER_{i,t}$ 는 개별 저축은행 i 의 t 기 사업다각화에 영향을 미치는 주요 관심변수로 저축은행의 소유구조를 나타내며, 대리변수로 지배주주지분율을 사용한다. $X_{i,t}$ 는 저축은행 사업다각화에 영향을 미치는 다양한 통제변수를 설정하였다. τD_t 는 관측치 i 에 영향을 미치는 연도별 고유특성을 통제하기 위한 년도더미 변수다. 오차항 δ_i 는 시간에 따라 변하지 않는 개체의 고유특성을 나타내고, 확률효과(Random effect)모형에서는 오차항 δ_i 를 추정해야 할 모수인 확률변수(random variable)로 간주한다. $\epsilon_{i,t}$ 는 시간과 패널 개체에 따라 변하는 순수한 오차항이다.

2. 표본선정 및 변수의 정의

본 연구의 분석기간은 구조조정이 마무리된 이후 시점인 2014년 6월부터 2018년 6월까지이다. 79개 저축은행을 대상으로 반기 재무자료를 이용하였으며, 표본 수는 693개다. 자본잠식 된 저축은행은 표본에서 제외하였다. 분석을 위한 자료는 금융감독원의 금융통계정보 시스템, 상호저축은행 중앙회의 감사보고서 등을 통하여 수집되었다.

분석에 사용된 변수의 조작적 정의는 표 1과 같다. 저축은행 지배주주 지분율이 사업다각화를 통해 나타난 성과를 분석하기 위해 사용된 종속변수는 비이자수익률(DI)이다. 기업의 다각화나 가치를 측정하기 위해 경제적 성과변수가 주로 사용된다[13]. 비이자수익률은 사업다각화를 통해 창출되는 결과물로서 사업다각화의 대리변수로 사용가능하다. 비이자수익률은 비이자수익

을 총수익으로 나누어 측정한다. 관심변수는 저축은행 대주주지분율(*OWNER*)을 사용한다. 지분율에 따른 더미변수를 이용하여 분석하기도 하나 본 연구에서는 연속변수 형태인 저축은행의 지분율을 이용하여 사업다각화를 통한 성과와의 관계를 고찰하고자 한다.

그 외 통제변수로는 선행연구를 바탕으로 하여 총자산대비 여신비율(*TAL*), 고정이하여신비율(*NPI*), BIS자기자본비율(*BIS*), 비용효율성(*COST*), 예금비율(*DEP*), 자산규모(*LOASSET*), 경제성장률(*GDP*)을 사용한다.

표 1. 변수의 측정지표
Table 1. Variable Measurement

구분	변수명	측정방법
종속변수	사업다각화 (<i>DV</i>)	비이자수익(총수익-이자수익)/총수익(영업수익+영업외수익+기타영업수익)
관심변수	지배주주지분율 (<i>OWNER</i>)	지배주주가 보유한 주식비중
통제변수	총자산대비여신비율 (<i>TAL</i>)	총대출/총자산
	고정이하여신비율(<i>NPI</i>)	고정이하여신/총여신
	자기자본비율(<i>BIS</i>)	자기자본/위험가중자산
	비용효율성 (<i>COST</i>)	판매비와관리비/총자산
	예금비율 (<i>DEP</i>)	예수금/총부채
	자산규모 (<i>LOASSET</i>)	총자산의 자연로그 값
	경제성장률 (<i>GDP</i>)	전년동기 대비 실질GDP 성장률

IV. 실험 및 결과

1. 표본은행의 기술적 통계

2014년 6월부터 2018년 6월까지 주요 변수들의 기초통계량은 표 2와 같다. 저축은행 사업다각화를 나타내는 비이자수익 비중의 평균은 약 10%로 총수익 대비 매우 낮은 값을 보이고 있으며, 개별 저축은행 특성에 따라 비이자수익 비중은 큰 차이를 나타내고 있다. 지배주주 지분율의 평균 값은 약 71%로 소유집중도가 매우 높은 편이다. 총자산대비 여신비율의 평균값은 약

77%로 수익자산 중 대출자산의 비중이 매우 높다는 것을 알 수 있다. 고정이하여신비율과 BIS자기자본비율의 평균값은 각각 약 10.2%, 18.1%로 저축은행간 최대값과 최소값의 큰 차이를 보이고 있다. 비용효율성의 평균값은 약 0.73%이고, 예금비율의 평균값은 96%를 보이고 있다. 부채의 대부분이 예수금이며, 자금조달의 대부분을 예금에 의존하고 있음을 알 수 있다. 자산규모의 평균값은 약 12.8이고, 경제성장률의 평균값은 약 3.01을 나타내고 있다. 독립변수들 간의 다중공선성 문제를 확인하기 위해 VIF 검정을 하였으며, VIF 최대값은 2.56으로 문제가 없는 것으로 판단된다.

표 2. 기초통계분석
Table 2. Technical statistical analysis

변수명	mean	sd	min	max
<i>DV</i>	0.0999	0.1306	-0.7921	0.8352
<i>OWNER</i>	0.7108	0.2906	0.1719	1
<i>TAL</i>	0.7733	0.1591	0.0172	0.9871
<i>NPI</i>	10.2191	8.0528	0	57.94
<i>BIS</i>	18.14	18.11	3.29	245.26
<i>COST</i>	0.0073	0.0049	0.0016	0.0327
<i>DEP</i>	0.9638	0.0203	0.8082	0.9875
<i>LOASSET</i>	12.8348	1.030	9.8805	15.7142
<i>GDP</i>	3.017	0.346	2.5	3.7

2. 실증분석 결과

국내 저축은행의 지배주주 지분율(*OWNER*)과 사업다각화(*DV*)와의 관계를 분석하기 위해 확률효과 GLS(Random effects Generalized Linear Square)모형을 이용하여 분석하였다. 그 결과는 표 3과 같다.

저축은행의 지배주주 지분율(*OWNER*)은 사업다각화와 5% 유의수준에서 양(+)의 값을 가지는 것으로 추정되었다. 즉 지배주주 지분율 증가할수록 사업다각화를 대리하는 변수인 비이자수익비중은 증가하는 것으로 나타났다. 대주주지분율이 높고, 소유지배구조가 1사(인)에게 집중된 형태일수록 다각화를 통해 위험을 감소시키고자 하는 유인이 존재하고, 위험회피가설을 지

지하는 결과라 할 수 있다. 지배주주 지분율이 높을수록 사업다각화를 통해 자신의 자산위험과 고용위험을 축소시키기 위해 적극적인 다각화 전략을 추진하는 것으로 볼 수 있으며, 자산포트폴리오 전략은 기업재무에서 매우 중요하다[14].

표 3. GLS 분석결과
 Table 3. Result of GLS

종속변수 DV	계수	z-값	(z-value)
<i>OWNER</i>	0.0469	2.07**	0.038
<i>TAL</i>	-0.2617	-4.75***	0.000
<i>NPI</i>	0.00174	2.47**	0.013
<i>BIS</i>	0.00513	1.34	0.179
<i>COST</i>	-1.7178	-1.49	0.137
<i>DEP</i>	0.57421	2.18**	0.029
<i>LOASSET</i>	0.02835	3.79***	0.000
<i>GDP</i>	-0.0163	-1.23	0.219
<i>_cons</i>	-0.6132	-2.23**	0.026
τD	Included		
<i>Within R-sq</i>	0.2749		
<i>No. of obs</i>	693		

*는 10%, **는 5%, ***는 1% 수준에서 유의함을 나타냄

그 외 통제변수로 총자산대비 여신비율(*TAL*)은 사업다각화 변수와 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값으로 추정되었다. 총자산대비 여신비율이 높을수록 사업다각화를 통한 비이자수익비중은 낮은 것으로 나타났다. 이는 대부분의 저축은행들이 대출자산을 통한 수익창출에 집중하고 있으며, 여신비율이 높을수록 사업다각화를 통한 수익창출 부문은 감소하는 결과를 보이고 있다. 고정이하여신비율(*NPI*)과 사업다각화의 관계는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 추정되었다. 저축은행의 부실여신비율이 높을수록 사업다각화를 통한 수익창출을 시도하는 전략을 가지는 것으로 해석된다. *BIS* 자기자본비율(*BIS*)과 비용효율성(*COST*)은 사업다각화와 유의한 관계를 나타내지 않았다. 총부채대비 예수금비율(*DEP*)은 사업다각화와 5%

수준에서 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 추정되었다. 저축은행 규모를 나타내는 총자산(*LOASSET*)과 사업다각화 간의 관계는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값으로 추정되었다. 저축은행의 규모가 클수록 사업다각화를 통한 수익원을 다양화하기 위해 노력하고 있으며, 이를 통해 비이자수익 창출에 긍정적인 작용을 한 것으로 해석된다. 경제성장률(*GDP*)과 사업다각화의 관계는 유의미한 관계를 보이지 않았다.

V. 결 론

본 연구는 저축은행의 사업다각화와 지배주주 지분율과의 관계를 실증분석 하고자 하였다. 2011년 저축은행 부실사태 이후 구조조정 과정을 거치면서 소유구조에 많은 변화가 있었다. 변화된 소유구조를 가진 저축은행들은 일반기업에 비해 지배주주지분율이 집중도가 매우 높은 편이다. 따라서 소유집중도가 높은 저축은행이 사업다각화에는 어떤 영향을 미칠지 분석하고자 한다.

분석결과를 요약하면, 저축은행의 지배주주 지분율(*OWNER*)은 사업다각화 간의 관계는 5% 유의수준에서 양(+)의 값을 가지는 것으로 추정되었다. 즉 지배주주 지분율 증가할수록 사업다각화를 대리하는 변수인 비이자수익비중은 증가하는 것으로 나타났다. 즉 위험회피가설을 지지하는 결과이며, 지배주주 지분율이 높을수록 사업다각화를 통해 자신의 자산위험과 고용위험을 축소시키기 위해 적극적인 다각화 전략을 추진하는 것으로 해석된다.

결론적으로 본 연구는 대리인이론 관점에서 저축은행은 지배주주 지분율이 높을수록 사업다각화를 통해 위험을 감소시키고자 하는 유인이 존재한다는 사실을 밝힌 점에서 의의가 있다.

본 연구에서는 사업다각화를 대리하는 변수를 비이자수익률을 사용하고 있으나 향후 다각화 변수를 대리할 만한 다양한 변수에 대한 연구가 필요하며, 저축은행의 소유구조를 특성별로 세분화하여 사업다각화와 관련된성을 분석하는 것은 앞으로 다루어 볼만한 과제로 기대된다.

References

- [1] D. O. May, "Do Managerial Motives Influence Firm Risk-Reduction Strategies?", *Journal of Finance*, Vol. 50, pp.1291-1308, 1995.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04059>.
- [2] F. Black, M. Scholes, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, pp.637-659, 1973.
<https://doi.org/10.1086/260062>
- [3] Byoung Gon Kim, Dong Sup Jung, Dong Wook Kim "The Effects of the Corporate Governance on the Business Diversification in Korea: Evidence from Panel Data", *Financial Engineering Research*, Vol.7, No.1, pp.95-120, 2008.
- [4] H. Demetz. and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol.93, pp.1155-1177, 1985.
<https://doi.org/10.1086/261354>
- [5] M. C. Jensen, and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp.595-612, 1976.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.94043>
- [6] Kyung Suh Park, Chan Shik Jung, "A Study on the Effects of Controlling Shareholders' Ownership on the Risk-Taking Behaviors of Savings Banks in Korea", *Korean Journal of Financial Studies*, Vol.44, No.5, pp.829-854, 2015.
- [7] Byoung Gon Kim, Dong Wook Kim, "Major Shareholder Ownership and Business Diversification: The Consequences of Owner-managed and Agent-led Firm", *Financial Engineering Research*, Vol.9, No.2, pp.103-127, 2010.
- [8] Soo Hyun Bae, "A Study on the Effects of Diversification on Savings Bank Performance: Focusing on the difference of performance of savings bank belonging to financial conglomeration group", *Global business administration review*, Vol.15, No.2, pp.77-96, 2018.
- [9] R. Stulz, "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp.25-54, 1988.
[https://doi.org/10.1016/0304-405x\(88\)90039-6](https://doi.org/10.1016/0304-405x(88)90039-6)
- [10] Joh, Sung Wook, "Corporate governance and firm profitability: evidence from korea before the economic crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp.287-322, 2003.
<https://doi.org/10.18178/ijtef.2016.7.6.529>
- [11] Hyoung Joo Lim, Jong seo Choi, "Ownership Concentration, Endogeneity, and Earnings management: Static and Dynamic Panel Data Analysis", *Korean Accounting Review*, Vol.25, No.8, pp.231-276, 2013.
- [12] Baltagi, B. H., "Econometric Analysis of Panel Data, New York", Rohn Wiley, 2008.
<https://doi.org/10.31274/rtd-180813-13298>
- [13] Moon Jun Kim, "A Study of the Economic and Social Performance of Social Enterprise", *International Journal of Advanced Culture Technology(IJACT)*, Vol.6, No.2, pp.43-50, 2018.
- [14] Chul Choi, "A Study on Financial Portfolios of Korean Households", *The Journal of the Convergence on Culture Technology (JCCT)*, Vol.4, No.1, pp.219-224, 2018.