

기업다각화와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향

김병곤

부산발전연구원 부연구위원
(btkim@pdi.re.kr)

박상현

삼일회계법인 공인회계사
(shyunpark@samil.co.kr)

본 연구에서는 우리나라 236개 상장기업을 대상으로 기업의 다각화와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향을 2단계최소자승법(2SLS)을 이용하여 분석하였다.

전체표본을 이용하여 분석한 결과에 의하면 첫째, 우리나라 기업은 다각화전략과 자본구조정책을 상호의존적으로 동시에 결정하기 때문에 정부가 기업의 다각화와 자본구조정책을 수립할 때 기업의 재무구조를 개선하기 위한 다각화 억제정책과 다각화를 억제하기 위한 재무구조정책을 상호 연계하여 실행하는 것이 바람직한 것으로 나타났다. 둘째, 우리나라 기업들은 부채차입을 통해 다각화를 추진하고 있으며, 기업규모가 클수록 다각화수준이 높은 것으로 나타났다. 셋째, 부채비율에 대해 다각화와 기업규모는 정(+)의 영향을 미치고, 기관투자자지분율은 부(-)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 넷째, 기업가치에 대하여 다각화수준은 부(-)의 영향을 미치고, 부채비율은 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

표본 대상기업을 30대 기업집단 소속 기업과 비30대 기업집단 소속 기업으로 구분하여 분석한 결과에서는 30대 기업집단 소속 기업의 경우에는 다각화와 자본구조 의사결정이 독립적으로 결정되는 것으로 나타났고, 비30대 기업집단 소속 기업의 경우에는 다각화와 자본구조 의사결정이 상호의존적으로 이루어지는 것으로 나타났다. 따라서 기업의 다각화와 자본구조에 대한 정부의 정책방향에서 30대 기업집단 소속 기업에 대해서는 다각화와 자본구조에 대한 정책을 독립적으로 수립하여 추진하고, 비30대 기업집단 소속 기업에 대해서는 다각화와 자본구조정책을 연계시켜 수립하는 것이 바람직한 것으로 분석되었다.

1. 서 론

우리나라 기업들은 전근대적인 소유구조(ownership structure)와 지배구조(governance structure)의 형성, 과도한 차입경영, 무분별한 사업확장 등으로 경영의 투명성이 확보되지 못하고 수익성과 유동성이 악화되어 기업가치(corporate value)가 하락하는 등 많은 문제점을 노출시켰다. 최근 기업들이 추진하고 있는 기업구조조정(corporate

rate restructuring)은 이러한 문제를 해결하기 위한 노력의 일환이라고 할 수 있다. 정부에서도 기업의 건전성을 확보하고 경쟁력을 제고시키기 위해 기업의 전문화와 사업집중화(business focusing)를 유도하고, 부채비율 감소정책을 추진하고 있다.

그런데 이러한 기업구조조정 정책의 추진이 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석은 아직까지 충분하지 못한 상황이다. 기업의 목표를 기업가치의 최대화에 둔다면, 기업다각화와 자본구조가 기업가치

에 미치는 영향에 대해 먼저 분석하고, 이러한 분석의 결과에 바탕을 둔 정책을 입안하여 시행할 때 보다 실효성 있는 성과를 얻을 수 있을 것이다. 특히, 기업의 다각화전략과 자본구조정책은 서로 연계성이 높기 때문에 정부가 對기업정책을 수립할 때 다각화와 자본구조의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 정책에 반영시킬 필요가 있다.

따라서 본 연구에서는 기업다각화와 자본구조의 관계를 파악하여 이들의 관계가 기업가치에 미치는 영향을 분석함으로써 기업에 대한 정부의 전문화 및 사업집중화정책과 자본구조정책에 시사점을 제공하고자 한다.

지금까지 기업다각화 및 자본구조와 관련된 대부분의 연구들은 다각화수준과 자본구조간의 상호관계를 고려하지 않고 단일방정식모형을 이용하여 기업다각화가 기업가치에 미치는 영향과 자본구조가 기업가치에 미치는 영향을 독립적으로 분석하는 방법을 사용하여 왔다. 그렇지만 기업의 다각화와 자본구조간에는 상호 연관관계(interrelationship)가 존재하기 때문에 기업다각화와 자본구조가 기업가치에 미치는 영향을 독립적으로 분석하는 경우에는 그 영향관계를 정확히 분석할 수 없게 된다. 따라서 본 연구에서는 Bathala·Moon·Rao(1994), 김건우(1997) 등이 소유구조와 자본구조의 동시적 연관성을 파악하기 위해 사용하였던 2단계최소자승법(2SLS)을 응용하여 기업다각화와 자본구조의 관계를 분석하고 이들의 관계가 기업가치에 미치는 영향을 살펴본다.

분석대상 수준은 개별 기업단위(firm level)로 한다. 미국 등 외국 선진국의 연구에서는 연결재무제표(consolidate financial statement)를 이용하여 기업집단(conglomerate)을 대상으로 분석하는 경우도 있지만, 우리나라의 경우에는 1999년도

부터 결합재무제표가 작성·공시되어 1998년까지는 자료 입수상의 한계가 있고, 우리나라의 많은 기업들이 복수의 사업을 영위하고 있기 때문에 기업집단을 단위로 분석을 실시하면 개별 기업들이 영위하고 있는 많은 사업들을 반영하지 못하는 연구상의 한계점이 발생할 수 있다.

연구대상 기업은 1990년 1월 1일 이후 한국증권거래소에 계속 상장되어 있는 236개 비금융업종 기업이며, 1996년부터 1999년까지의 4개년 평균 자료를 이용한다. 그리고 30대 기업집단에 속하는 기업과 30대 기업집단에 속하지 않는 기업을 구분하여 동일한 분석을 실시함으로써 30대 기업집단과 비30대 기업집단에 대해 정부의 정책방향이 차별적으로 이루어지는 것이 바람직한가에 대해 검토한다.

II. 연구의 이론적 배경

기업다각화(diversification)와 자본구조(capital structure)의 상호관계는 기업가치에 정(+)의 영향과 부(-)의 영향을 미치는 양면적인 측면이 있다. 기업다각화와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향을 요약하면 다음과 같다.

첫째, Lewellen(1971)이 제기한 공동보험효과(coinsurance effect)가설에 의하면, 기업이 다각화를 하는 경우에 이익흐름(earning streams)이 서로 다른 사업포트폴리오가 구성됨으로써 이익변동성(earning variability)이 축소되어 다각화기업은 유사한 규모의 개별사업기업에 비해 부채부담능력(debt capacity)이 증가한다. 따라서 증가된 부채부담능력을 바탕으로 부채조달규모를 늘리게

되면 지급이자에 대한 세금절감효과(tax shield effect)가 커져서 기업가치가 증가하게 된다. 국내 기업을 대상으로 분석한 구맹희·김병곤(1999)의 연구에서도 다각화기업은 부채부담능력이 증가하고, 부채의 세금절감효과에 의해 기업가치가 증가한다고 하였다.

둘째, Weston(1970)과 Stulz(1990)가 주장한 내부자본시장의 효율성(efficiency of internal capital market)가설에 의하면, 다각화기업은 외부자본시장(external capital market)보다 더 효율적으로 자원을 할당(resources allocation)할 수 있는 내부자본시장을 창출함으로써 보다 효율적인 자원의 할당이 가능하다. 또한 다각화기업은 개별사업 기업들 보다 더 큰 내부자본시장을 형성할 수 있기 때문에 개별사업기업에 비해 순현재가치 0보다 큰 투자안에 더 많이 투자할 수 있게 되어 Myers(1977)가 제기한 과소투자(underinvestment)문제가 완화되고 기업가치는 증가하게 된다.

셋째, Stulz(1990)가 주장한 과잉투자(over-investment)가설에 의하면, 다각화된 기업일수록 증가된 차입능력과 잉여현금흐름(free cash flow)으로 순현재가치가 0인 투자안에 과잉투자할 가능성이 높아지기 때문에 기업가치는 감소할 수 있다. 다각화기업은 기업규모의 확대에 인하여 파산 가능성이 줄어들고, 상대적으로 높은 신용등급을 획득할 수 있어 외부자본시장에서 자금조달이 용이하게 된다. 외부에서 조달한 자금과 내부에서 창출되는 잉여현금흐름을 이용하여 기업가치의 저하를 가져올 수 있는 투자안에 임의적으로 자원을 할당(discretionary resources)함으로써 기업가치의 감소를 가져올 수 있다.

넷째, 대리인문제(agency problem)의 관점에서 보면, 경영자는 대규모기업을 경영함으로써 향유할

수 있는 권력(power)과 위신(prestige) 등 자신의 사적이익(private benefits)을 증가시킬 목적으로 다각화를 추진할 수 있다. 이때 다각화를 추진하기 위한 방편으로 부채차입을 이용할 수 있다. 따라서 부채차입을 이용한 기업다각화는 대리인비용을 발생시켜 기업가치는 감소하게 된다. 윤영섭·김성표(1999)의 연구에 의하면 우리나라 기업의 다각화는 대리인비용의 발생으로 기업가치의 감소를 가져온다고 하였다.

마지막으로 Ross(1977)가 제기한 비대칭정보(information asymmetry)가설에 의하면, 경영자는 투자자들보다 더 우월한 정보를 가지게 되므로 경영자와 투자자사이에는 비대칭 정보상황이 발생하게 되는데, 이때 경영자는 투자자에 대한 신호로서 부채비율을 사용하게 된다. 부채비율이 높다는 것은 재무위험(financial risk)을 충분히 극복할 수 있는 능력을 가지고 있다는 신호로 작용하고, 경영자는 이러한 재무위험을 분산시키기 위한 수단으로 다각화를 추진할 수 있다.

III. 실증연구방법론

본 연구에서 분석하고자 하는 변수들간에는 상호 의존적인 영향관계가 존재하여 어느 한 변수를 독자적으로 내생(종속)변수 혹은 외생(독립)변수로만 볼 수 없는 경우가 있다. 예를 들어, 기업다각화는 자본구조에 영향을 미치고, 자본구조는 기업다각화에 영향을 미치므로 이들 변수들의 관계를 일방의 영향관계로 분석하면 偏倚가 발생할 수 있다. 기업다각화와 자본구조변수는 내생변수이자 외생변수의 특성을 지니고 있기 때문이다.

따라서 이러한 변수들의 관계를 분석하기 위해서는 오차항(error term)이 회귀변수(regressor)들과 상관관계가 없다고 가정하는 OLS(ordinary least squares)방법을 사용하는 것보다는 변수간의 상호 의존성(interdependence)을 반영하여 분석할 수 있는 2단계최소자승법(two-stage least-squares method: 2SLS)을 사용하는 것이 바람직하다.

1. 2단계최소자승법(2SLS)의 의의

단일방정식모형에서 최소자승법을 적용할 수 있는 경우는 내생변수(Y)와 외생변수(X)간에 일방적인 인과관계가 존재하는 경우이다. 만약 이 가정이 위배되어 X가 동시에 Y에 의해서도 결정된다면 최소자승법을 적용하기 위해 설정하였던 외생변수(X)와 오차항(u)간에 독립적이라는 $Cov(X, u)=0$ 의 가정은 성립하지 않게 되고, 또 이러한 경우에 최소자승법을 적용하게 되면 偏倚가 발생하게 되어 不一致推定量이 추정된다.

따라서 변수들간에 상호 인과관계가 성립하는 경우에는 상호 인과관계를 갖는 변수들이 내생변수로 표시되는 여러 개의 방정식들로 이루어지는 모형을 이용해야 한다. 이러한 결합적 종속을 나타내는 모형체계를 연립방정식(simultaneous equation)체계라고 하고, 이들의 동시적 연관성을 파악하기 위하여 2단계최소자승법이 사용된다. 즉, 2단계최소자승법은 내생변수와 오차항간의 상관관계를 低下 혹은 제거시켜 일치추정량을 얻는 방법이다.

2. 일치추정량의 추정방법

내생변수 Y가 G개, 외생변수 X가 K개, 그리고 오차항 u가 G개로 구성되어 있는 연립방정식 모형

이 식(1)과 같다고 하자. 또한 특정 방정식에 포함된 내생변수의 수는 G^Δ 개이고, 외생변수의 수는 K^* 라고 하자.

$$BY + \Gamma X = u \tag{1}$$

단, B : 내생변수 계수행렬($G \times G$)

Y : 내생변수벡터($G \times 1$)

Γ : 외생변수 계수행렬($G \times K$)

X : 외생변수벡터($K \times 1$)

u : 오차항벡터($G \times 1$)

이 모형의 첫 번째 식이 다음과 같은 방정식이라고 하자.

$$y_1 = \beta_1 Y_1 + \gamma_1 X_1 + u_1 \tag{2}$$

단, y_1 : ($n \times 1$)인 내생변수 벡터(n 은 관찰치의 수)

β_1 : 내생변수의 계수벡터($(G^\Delta - 1) \times 1$)

Y_1 : 내생변수행렬($n \times (G^\Delta - 1)$)

γ_1 : 외생변수의 계수벡터($K^* \times 1$)

X_1 : 외생변수행렬($n \times K^*$)

u_1 : 오차항벡터($n \times 1$)

식(2)에서 벡터 y_1 은 종속변수로 선정되었으므로 그 계수가 1이고, 행렬 Y_1 은 $(G^\Delta - 1)$ 개의 벡터로 구성된다. 즉 $Y_1 = (y_1 \ y_2 \ \dots \ y_{G^\Delta})$ 으로 표현할 수 있다. 이를 외생변수만으로 구성된 축약형 방정식으로 나타내면 식(3)과 같다.

$$\begin{aligned} y_2 &= \pi_2 X + v_2 \\ y_3 &= \pi_3 X + v_3 \\ &\vdots \quad \quad \quad \vdots \\ y_{G^\Delta} &= \pi_{G^\Delta} X + v_{G^\Delta} \end{aligned} \tag{3}$$

단, X : 연립방정식모형의 모든 외생변수 행렬
($n \times K$)

π : 외생변수의 계수벡터($K \times 1$)
 v : 축약형방정식의 오차항벡터($n \times 1$)

여기서 행렬 X 는 식(2)에 포함된 외생변수 행렬 X_1 과 식(2)에 포함되지 않은 외생변수 행렬 X_2 로 구성된다. 즉 $X = [X_1 \ X_2]$ 이다. 따라서 식(3)을 하나의 방정식으로 표현하면 식(4)와 같다.

$$Y_1 = \Pi_1 X + V_1 \quad (4)$$

단, $\Pi_1 = [\pi_2 \ \pi_3 \ \dots \ \pi_G^A]$, $V_1 = [v_2 \ v_3 \ \dots \ v_G^A]$

여기서 2SLS를 이용한 다음과 같은 단계에 따라 일치추정량을 구할 수 있다.

① 제1단계: 식(4)에 OLS를 적용하여 Π_1 과 \hat{Y}_1 을 추정하면, 식(5) 및 식(6)과 같다.

$$\hat{\Pi}_1 = (X'X)^{-1}X'Y_1 \quad (5)$$

$$\hat{Y}_1 = \hat{\Pi}_1 X = X(X'X)^{-1}X'Y_1 \quad (6)$$

② 제2단계: 제1단계에서 구한 \hat{Y}_1 의 각 값을 식(2)의 Y_1 의 각 관찰치에 대입하면 식(7)로 표현할 수 있다.

$$y_1 = \beta_1 \hat{Y}_1 + \gamma_1 X_1 + (u_1 + \beta_1 V_1) \quad (7)$$

단, $V_1 = [v_2 \ v_3 \ \dots \ v_G^A]$

여기에 OLS를 적용하여 추정하면 식(8)과 같은 정규방정식을 얻을 수 있다.

$$\begin{bmatrix} \hat{Y}_1' \hat{Y}_1 & \hat{Y}_1' \hat{X}_1 \\ X_1' \hat{Y}_1 & X_1' \hat{X}_1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} b \\ c \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \hat{Y}_1' y_1 \\ X_1' y_1 \end{bmatrix} \quad (8)$$

단, $\begin{bmatrix} b \\ c \end{bmatrix}$: $\begin{bmatrix} \beta_1 \\ \gamma_1 \end{bmatrix}$ 의 2단계최소자승추정량

따라서 2단계최소자승추정량은 식(9)와 같다.

$$\begin{bmatrix} b \\ c \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \hat{Y}_1' \hat{Y}_1 & \hat{Y}_1' \hat{X}_1 \\ X_1' \hat{Y}_1 & X_1' \hat{X}_1 \end{bmatrix}^{-1} \begin{bmatrix} \hat{Y}_1' y_1 \\ X_1' y_1 \end{bmatrix} \quad (9)$$

IV. 실증분석의 설계 및 분석대상변수의 측정

1. 표본기업의 선정 및 분석대상 기간

본 연구에서 표본기업은 1999년 12월 31일 현재 한국증권거래소에 상장된 기업 중에서 다음과 같은 기준에 의해 236개 기업을 선정하였다.

- ① 1990년 1월 1일부터 1999년 12월 31일 현재까지 한국증권거래소에 계속 상장되어 있는 기업
- ② 비금융업종 기업
- ③ 1990년 이후 계속하여 결산자료를 공표하여 회계자료를 입수할 수 있는 기업
- ④ 12월 결산법인으로 표본기간동안 결산기를

변경하지 않은 기업

- ⑤ 관리대상 종목이 아닌 기업
- ⑥ 자본잠식이 되지 않은 기업
- ⑦ 1990년 이후 주권의 액면가가 5,000원이고 액면분할이나 주식병합을 실시하지 않은 기업

표본대상 기업에서 금융·보험·증권업종의 기업을 제외시킨 것은 우리나라에 있어 금융·보험·증권산업은 규제산업으로 자본구조와 소유구조, 경영형태 등에서 비금융업종의 기업과 매우 다르기 때문이다. 관리대상기업이나 자본잠식 기업을 제외시킨 것은 이들 기업의 경우 결산자료를 제출하지 않거나, 재무구조가 부실하여 분석대상변수의 측정에 어려움이 있었기 때문이다. 또한 액면분할이나 주식병합을 실시한 기업을 제외시킨 것은 액면분할이나 주식병합으로 인한 주가움직임은 기업가치와 무관하고, 액면분할이나 주식병합을 실시하지 않은 기업의 주가흐름과는 차이가 있기 때문이다.

본 연구의 분석대상 기간은 1996년부터 1999년까지이고, 각 변수의 자료는 동기간의 4개년 평균값을 이용하였다. 4개년 평균값을 이용한 것은 각 기업의 각 연도의 변수값이 하나의 관측치가 되는 시계열-횡단면 혼합분석(pooled-time series and cross-sectional analysis)을 실시하는 경우에는 오차항이 자기상관성(auto correlation)을 가질 수 있기 때문이다.

2. 가설설정 및 가설검증방법

1) 가설설정

앞에서 살펴본 본 연구의 이론적 배경에서 기업 다각화와 자본구조는 상호영향관계가 있고, 이러한

상호영향관계가 기업가치에 정(+) 또는 부(-)의 영향을 미칠 수 있다고 하였다. 따라서 이와 같은 관계를 검증하기 위하여 다음과 같은 두 가지의 연구가설을 설정한다.

[가설1] 우리나라 기업들은 다각화전략과 자본구조정책을 서로 연계하여 결정한다.

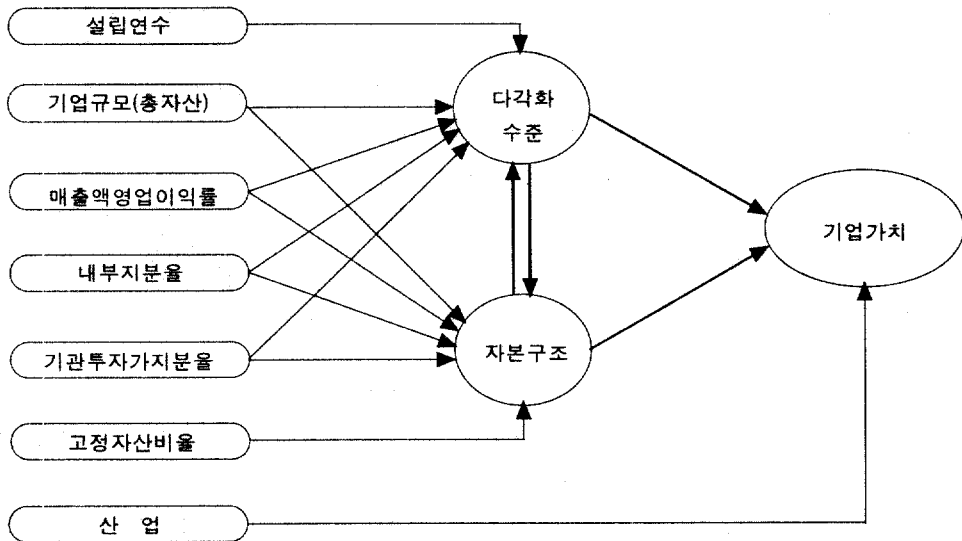
[가설2] 다각화와 자본구조의 상호작용은 기업가치에 정(+) 또는 부(-)의 영향을 미친다.

[가설1]과 [가설2]의 검증결과는 정부가 기업구조 조정의 방향으로 추진하고 있는 사업집중화(business focusing) 유도정책과 부채비를 저감을 위한 자본구조 정책에 주요한 정책적 시사점을 제공해 줄 수 있을 뿐만 아니라 기업 차원의 다각화전략과 자본구조 정책에도 전략적인 시사점을 제공해 줄 수 있을 것으로 생각한다.

2) 가설검증방법

다각화수준과 자본구조의 상호의존성(interdependence)을 분석하고, 이들 변수들의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위하여 다각화수준방정식, 자본구조방정식, 기업가치방정식을 설정하고, 이 방정식들을 2SLS를 이용하여 분석한다. 이때 기업다각화수준과 자본구조, 기업가치에 영향을 미치는 다른 요인들을 통제하기 위하여 내부지분율, 기관투자자지분율, 기업규모, 매출액영업이익률, 설립연수, 고정자산비율 등의 변수를 통제변수로 사용한다.

〈그림 1〉 2SLS 분석을 위한 구조도



3. 가설검증방정식 및 분석대상변수

1) 가설검증방정식

(1) 다각화수준방정식

다각화수준방정식은 자본구조가 기업의 다각화수준에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 다각화수준(DIVER)이고 독립변수는 자본구조(LEVER)이다. 다각화수준에 영향을 미치는 다른 영향 요인을 통제하기 위하여 내부지분율(INOWN), 기관투자가지분율(INSTOWN), 기업규모(SIZE), 수익성(ER), 설립연수(FOUND) 등을 통제변수로 사용한다.

$$DIVER = \alpha_1 + \beta_1 LEVER + \gamma_{11} INOWN + \gamma_{12} INSTOWN + \gamma_{13} SIZE + \gamma_{14} ER + \gamma_{15} FOUND$$

부채비율이 다각화수준에 미치는 영향은 우리나라 기업들이 주로 차입금에 의해 다각화를 추진하였다면 부채비율이 높은 기업은 다각화가 많이 이루어졌을 것으로 예상할 수 있다.

내부지분율이 기업다각화수준에 미치는 영향은 다음과 같이 예상할 수 있다. 먼저, 내부자의 소유지분비율이 높을수록 내부자는 기업가치의 감소분에 대해 더 많은 부담을 갖게 되므로 내부자는 주주부를 감소시키는 정책을 채택하지 않으려고 할 것이다. 따라서 만약 다각화가 주주부를 감소시키거나 최소한 뚜렷하게 가치를 증가시키지 않는다면, 대리인비용가설에 따라 다각화수준과 내부지분율 간에는 부(-)의 관계가 나타날 수 있다. 그러나 우리나라 기업의 경우와 같이 소유경영자들이 사업위험의 분산을 위해 다각화를 추진하는 경우에는 오히려 내부지분율이 높을수록 다각화가 많이 이루어지는 경우도 예상할 수 있다.

기관투자가지분율이 기업다각화에 미치는 영향관

계는 효율적 감시가설과 이해상충의 가설, 전략적 제휴가설에 의해 설명할 수 있다. 효율적 감시가설에 따르면 외부대주주의 존재는 다각화 의사결정과 관련하여 경영자의 대리인문제를 축소시킬 수 있기 때문에 외부대주주의 존재와 다각화수준에는 부(-)의 관계를 나타내게 된다. 그러나 기관투자가가 기업과의 사업관계를 지속적으로 유지하기 위하여 의결권을 위임한 개인투자자의 의견과는 달리 경영자의 의견에 동조하여 의결권을 행사한다는 이해상충의 가설이나, 기관투자가와 경영자는 상호 협력하는 것이 유리하므로 기관투자가와 경영자가 전략적으로 제휴를 하게 된다는 전략적 제휴가설에 따르면 기관투자자들은 경영자의 의사결정에 동조하기 때문에 기업의 다각화수준에 영향을 미치지 못하게 된다.

기업규모가 크다는 것은 내부능력의 축적이 높은 것으로 볼 수 있어 다각화에 정(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

수익성이 높은 기업은 더 많은 유보자금을 확보할 수 있어 다각화의 추진이 보다 용이할 것으로 예상된다. 따라서 수익성과 다각화의 관계는 수익성이 높을수록 다각화수준이 높은 정(+)의 관계가 예상된다.

우리나라 대부분의 기업들이 외형확대 전략을 추구해 왔다는 점에서 설립연수가 오래된 기업일수록 다각화되었을 가능성이 높으므로 설립연수와 다각화수준은 정(+)의 관계가 존재할 수 있다.

(2) 자본구조방정식

자본구조방정식은 자본구조가 기업다각화수준에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 자본구조(LEVER)이고 독립변수는 다각화수준

(DIVER)이다. 자본구조에 영향을 미치는 다른 요인을 통제하기 위하여 내부지분율(INOWN), 기관투자지분율(INSTOWN), 기업규모(SIZE), 수익성(ER), 고정자산비율(FIX)을 통제변수로 사용한다.

$$\text{LEVER} = \alpha_2 + \beta_{21}\text{DIVER} + \gamma_{21}\text{INOWN} + \gamma_{22}\text{INSTOWN} + \gamma_{23}\text{SIZE} + \gamma_{24}\text{ER} + \gamma_{26}\text{FIX}$$

다각화가 자본구조에 미치는 영향은 두 가지 방향으로 나타날 수 있다. 공동보험효과(coinsurance effect)가설의 측면에서 보면 다각화기업은 유사한 규모의 개별사업 기업에 비해 부채부담능력이 증가하기 때문에 다각화가 많이 이루어진 기업들은 더 높은 부채비율을 나타낼 것으로 예상할 수 있다. 반면에, 내부자본시장의 효율성 가설에 따르면 다각화기업은 보다 효율적으로 자원을 할당할 수 있는 내부자본시장을 형성함으로써 더 적은 양의 부채를 조달하게 될 것이다. 따라서 이 가설에 따르면 다각화수준과 부채비율은 부(-)의 관계가 나타날 수 있다.

내부지분율과 부채비율의 관계에 대해서는 상반되는 견해가 있다. 양자의 관계가 정(+)의 관계를 가진다는 견해에 의하면 내부지분율이 높을수록 부채의 대리인비용이 낮아져서 부채비율이 높아진다는 것이다. 반대로 양자가 부(-)의 관계를 가진다는 견해에 의하면 내부지분율이 높아지면 내부경영자는 재무위험을 더욱 크게 인식하고 자신이 그 위험 부담을 줄이기 위해 부채비율을 감소시킨다는 것이다.

기관투자지분율이 자본구조에 미치는 영향관계는 효율적 감시가설과 이해상충의 가설, 전략적 제

휴가설에 의해 설명할 수 있다. 효율적 감시가설에 따르면 외부대주주인 기관투자자의 존재는 자본조달 의사결정과 관련하여 경영자의 대리인문제를 축소시킬 수 있기 때문에 기관투자자의 지분율과 부채비율간에는 부(-)의 관계를 나타내게 된다. 그러나 이해상충의 가설이나, 전략적 제휴가설에 따른다면 기관투자자들은 경영자의 의사결정에 동조하기 때문에 기업의 자본구조에 영향을 미치지 못하게 된다.

기업규모와 부채비율의 관계에서는 기업규모가 클수록 다각화가 진전되어 파산의 가능성이 줄어들고, 상대적으로 높은 신용등급을 획득할 수 있어 부채조달비용이 낮아지므로 기업규모가 클수록 부채비율이 높을 것으로 예상된다.

수익성과 부채비율간에는 부(-)의 관계가 예상된다. 수익성이 높은 기업은 내부유보를 많이 할 수 있고, 유보자금은 거래비용이 저렴할 뿐만 아니라 정보비대칭으로 인한 비용이 낮기 때문에 수익성이 높을수록 부채를 적게 사용할 것으로 예상된다.

고정자산비율과 레버리지의 관계에 대해서는 서로 대립되는 견해가 존재한다. 정(+)의 관계를 가진다는 견해에 의하면 고정자산이 많으면 담보가치가 증가하기 때문에 더 많은 부채를 조달할 수 있어 레버리지가 높아진다는 것이다. 부(-)의 관계를 가진다는 견해는 고정자산이 많을수록 감가상각비

및 투자세액공제 등 소위 비부채 세금혜택이 커져서 부채를 덜 사용한다는 것이다.

(3) 기업가치방정식

기업가치방정식은 기업다각화와 자본구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 기업가치(VALUE)이고 독립변수는 다각화수준(DIVER), 자본구조(LEVER)이며, 기업가치에 미치는 산업효과를 통제하기 위하여 산업더미변수(IND)를 포함한다.

$$VALUE = \alpha_3 + \beta_{31}DIVER + \beta_{32}LEVER + \gamma_{31}IND$$

기업다각화와 자본구조의 상호영향관계를 고려한 상황에서 다각화변수가 기업가치에 미치는 영향관계는 공동보험효과가설과 내부자본시장의 효율성가설에 따르면 정(+)의 관계가 나타날 수 있고, 과잉투자가설, 대리인비용가설, 비대칭정보가설 등에 따르면 부(-)의 관계가 나타날 수 있다. 레버리지를 나타내는 부채비율변수는 부채사용에 따른 세금절감효과를 고려할 때 정(+)의 영향관계가 예상된다.

이상에서 설명한 종속변수와 독립변수 및 통제변수의 영향관계를 2SLS방법을 적용하는 각각의 방정식별로 요약하면 <표 1>과 같다.

<표 1> 연립방정식체계에서의 변수들간의 예상 영향방향 요약

구 분	다각화 수준	부채비율	내부 지분율	기관투자자 지분율	기업규모	수익성	설립연수	고정자산 비율
다각화수준방정식	×	+	±	-	+	+	+	×
자본구조방정식	±	×	±	-	+	-	×	±
기업가치방정식	±	+	×	×	×	×	×	×

주 : 1. + 는 正의 영향관계, - 는 負의 영향관계, 그리고 ± 는 正·負의 영향관계가 존재함을 의미함.

2. × 는 방정식에 포함되지 않는 변수임을 나타냄.

2) 분석대상변수의 측정

(1) 다각화수준(DIVER)

다각화수준의 측정지수로 허핀달지수를 응용한 베리-허핀달지수의 4개년 시계열 평균을 이용한다. 베리-허핀달지수(BHI)는 1에서 허핀달지수를 차감한 것으로, 허핀달지수(HI)는 기업 내 모든 사업의 매출액 비중을 자승하여 합계한 값이다.¹⁾ 따라서 베리-허핀달지수는 식(10)과 같이 나타낼 수 있다.

$$BHI = 1 - \left[\frac{\sum_{i=1}^n S_i^2}{\left(\sum_{i=1}^n S_i\right)^2} \right] \quad (10)$$

단, S_i : i사업부문의 매출액
 n : 영위사업수

식(10)에서 영위사업수는 기업이 영위하고 있는 사업부문을 표준산업분류표 세분류(SIC4) 기준에 따라 분류하였을 때 당해 기업이 영위하고 있는 사업의 수를 의미한다. 기업다각화가 많이 이루어진 기업은 베리-허핀달지수가 1에 근접하고, 집중화가 많이 이루어진 기업은 0에 수렴하게 된다.

(2) 자본구조(LEVER)

자본구조의 대응치로는 부채비율(부채/자기자본)의 4년간의 시계열 평균을 사용한다.

(3) 기업가치(VALUE)

기업가치의 대응변수로는 시장가치 대 장부가치(market-to-book value : M/B) 비율의 4년간 시계열 평균 자료를 사용한다. 이 M/B비율은 기업의 시장가치(market value of firm)를 장부가치(book value of firm)로 나눈 비율로서, 기업의 시장가치는 자기자본의 시장가치와 부채의 장부가치의 합이며, 기업의 장부가치는 총자산의 장부가치로 계산한다. 식으로 표현하면 식(11)과 같다.

$$\frac{M}{B} = \frac{ME + D}{TA} \quad (11)$$

단, M : 기업의 시장가치
 B : 자산의 장부가치
 ME : 자기자본의 시장가치(=발행주식수×주가)
 D : 부채의 장부가치
 TA : 총자산의 장부가치

M/B비율이 1보다 큰 경우는 기업의 시장가치가 장부가치보다 높다는 것을 의미하고, 1보다 작은 경우에는 기업의 시장가치가 장부가치에 미달하여 기업가치가 낮음을 의미한다.

(4) 기타 통제변수

내부지분율(INOWN)은 대주주1인과 친족 및 특수관계인이 소유한 주식 총수를 발행주식 총수로 나눈 것의 4년간 시계열 평균을 사용한다.²⁾ 각 연도의

1) 우리나라 기업의 경우 개별기업의 사업부문별 매출액규모는 공시된 자료를 통해 어느 정도 파악할 수 있지만 사업부문별 자산규모는 파악하기 어려운 상황이다. 따라서 본 연구에서는 매출액기준 허핀달지수를 사용하고 있다. 또한 연구에서는 출자관계회사와 관련된 부분은 제외하고 개별기업의 매출액 구성비중만을 이용하여 계산하였다.
 2) 1997년 3월 개정된 증권거래법 시행령에서 정의하고 있는 대주주1인 지분율에는 최대주주 및 친인척, 계열사 및 임원 등 특수관계인과 의결권행사 등에 뜻을 같이한 공동목적보유자의 지분이 포함된다. 1997년 12월 개정된 증권거래법에서는 '대주주1인'이라는 용어 대신에 '최대주주 등'이라는 용어를 사용하고 있다. 따라서 1997년 말을 기준으로 내부지분율의 측정에 일관성이 없어지는 문제점을 해결하기 위하여 1998년, 1999년의 최대주주 등의 개념을 종전의 대주주1인 개념으로 전환하여 측정하였다. 즉, 4개 연도의 내부지분율은 기존의 대주주1인을 기준으로 측정된 것이다.

내부지분율의 분석에서는 Denis·Denis·Sarin (1997)의 방법과 동일하게 분석연도 前年度 12월 결산시점의 자료를 이용하였다.³⁾ 내부지분율 자료는 한국신용평가(주)에서 발간한 「한국기업총람」과 상장회사협의회에서 발간하는 「상장회사총람」, 각 기업의 사업보고서 등을 이용하였다.

기관투자가지분율(INSTOWN)은 법인세법 시행령 제17조에서 규정하고 있는 기관투자자의 범위 즉, 금융기관, 증권투자신탁회사, 증권회사, 연·기금, 공제사업영위법인, 재정경제부장관이 정하는 조합 등의 지분율로서 4년간 시계열 평균을 사용한다. 각 연도의 기관투자가지분율은 분석연도 前年度 12월 결산시점의 자료를 이용하였다.

기업규모(SIZE)는 총자산규모에 자연로그를 취한 값으로서 4년간 시계열 평균을 사용한다. 한편, 수익성(ER)의 측정치로는 매출액영업이익률(영업이익/매출액)의 4년간 시계열 평균을 사용한다.

설립연수(FOUND)를 측정하는 대용변수로 당해 기업의 창립이후 분석 연도까지의 경과연수에 대한

자연로그값의 4년간 평균값을 이용한다. 그리고 고정자산비율(FIX)은 고정자산/총자산비율로서 4년간 시계열 평균을 사용한다.

산업(IND)효과를 통제하기 위하여 1999년 12월 현재 통계청에서 발표한 표준산업분류 중분류(SIC2)기준에 따라 표본기업을 8개의 산업군으로 분류하고 당해 기업이 속하는 경우 산업더미변수에 1을 부여하였다.

V. 실증분석 결과

1. 각 변수의 기술통계량

본 연구에 사용된 각 변수의 표본기간별 평균 추이를 요약하면 <표 2>와 같다.

<표 2>에서 다각화수준을 나타내는 베리-허핀달 지수(BHI)의 추이는 1996년 0.2077에서 1999

<표 2> 각 변수의 평균추이

구 분	1996년	1997년	1998년	1999년	4년평균
다각화수준(BHI)	0.2077	0.2085	0.2138	0.2139	0.2109
부채비율(%)	268.27	326.32	211.64	180.71	246.73
기업가치(M/B)	1.0010	0.8677	0.8488	0.8689	0.8966
내부지분율(%)	23.35	22.48	26.57	28.48	25.22
기관투자가지분율(%)	27.59	25.43	22.49	16.21	22.93
기업규모(억원)	9,591	12,093	12,881	14,684	12,312
매출액영업이익률(%)	5.80	6.30	7.39	7.24	6.68
설립연수(년)	33.47	34.47	35.47	36.47	34.97
고정자산비율(%)	54.55	56.77	57.92	58.41	56.91

주 : 지분율 자료는 표시된 분석연도 보다 1년씩 앞선 1995년, 1996년, 1997년, 1998년 말 기준임.

3) Denis·Denis·Sarin(1997)은 지분율과 분석자료의 허구적 상관관계(spurious correlation)를 방지하기 위해 분석연도 전년도의 지분율 자료를 이용하여 분석하는 방법을 사용하고 있다.

년 0.2139까지 계속적으로 증가하고 있다. 이러한 다각화 증가 추세는 두 가지 의미로 추론할 수 있다. 첫째, IMF금융위기 기간동안 우리나라 기업들이 기업구조조정을 통해 사업집중화 또는 전문화가 이루어졌을 것이라는 예상과는 달리 실질적으로는 IMF금융위기 이전 기간과 마찬가지로 기업다각화를 계속적으로 추진하였을 수 있다. 둘째, 사업부문의 분리 및 이전과 같은 기업구조조정 작업이 그룹차원에서 실행되어 개별기업의 차원에서는 계열사합병 등으로 인하여 영위사업수가 증가하는 결과를 가져올 수 있었다.

부채비율은 1996년 268.27%에서 1997년 326.32%로 증가하다가 IMF금융위기 기간동안 정부의 부채비율 감소정책과 외국인 투자기관들의 재무구조개선 압력 등으로 인하여 1998년 211.64%, 1999년 180.71%로 감소하였다.

기업가치 대응변수인 M/B비율은 1996년 1.0010에서 IMF금융위기 기간인 1997년과 1998년에는 각각 0.8677과 0.8488로 기업의 시장가치가 장부 가치보다 매우 낮아 기업의 가치 저하가 심각했음을 알 수 있다. 경제위기를 벗어나기 시작하는 1999년에는 M/B비율이 0.8689로 다소 회복되는 모습을 보이고 있다.

표본기업의 내부지분율은 IMF금융위기 이전기간인 1995년과 1996년에는 감소하는 추세를 보이지만 IMF금융위기가 발생한 1997년과 1998년의 경우에는 오히려 증가하는 추세를 보이고 있다. IMF금융위기 기간동안 내부지분율이 증가한 것은 출자총액제한제도의 폐지로 계열사지분이 증가하고, 기업의 재무구조를 개선하기 위하여 발행된 新株중에서 실권된 물량을 소유경영자가 다량 인수한

때문으로 보인다.

기관투자가지분율은 1996년 27.59%에서 1999년 16.21%로 계속하여 감소하는 추세를 보이고 있다. 이러한 추세는 1997년 말 IMF금융위기 이후 기관투자자의 투자 여력이 감소하여 증권시장에서 차지하는 비중이 감소한 것과 연관이 있다.

표본기업의 총자산 규모는 1996년 9,591억원에서 1999년 1조 4,684억원으로 계속 증가하는 추세를 보이고 있다. 이러한 추세는 IMF금융위기 기간에도 우리나라 기업들은 자산매각이나 기업분할 등과 같은 구조조정을 통해 기업 슬림(slim)화를 추진하기보다는 외형확대전략을 지속적으로 추진해 왔다는 것을 의미한다.

한편, 수익성을 나타내는 매출액영업이익률은 1996년 5.80%에서 1998년 7.39%, 1999년 7.24%로 증가하는 추세를 보이고 있다. 이러한 결과는 우리나라 기업들이 IMF금융위기 기간동안에도 환율상승과 원자재가격의 하락, 세계 경기의 호조 등에 힘입어 영업실적이 양호하였다는 것을 보여주는 것이다.

설립연수는 1999년 말을 기준으로 평균 36.47년이다. 고정자산비율은 표본기간동안 계속해서 증가하였는데, 이는 IMF금융위기 기간동안에도 고정자산에 대한 투자가 감소하지 않고 오히려 증가하였다는 것을 나타낸다.

전체 표본을 30대 기업집단⁴⁾과 비30대 기업집단으로 나누어 기초통계량을 분석해 본 결과는 <표 3>과 같다. 30대 기업집단 소속 기업은 비30대 기업집단 소속 기업보다 다각화수준, 부채비율, 기업가치, 기관투자가지분율, 기업규모, 수익성, 설립연수, 고정자산비율이 높고, 내부지분율은 낮은 것으로 나타났다. 전

4) 본 연구에서는 공정거래위원회에서 총자산기준으로 지정하여 매년 4월에 발표하고 있는 30대 대규모 기업집단을 기준으로, 그 계열사를 30대 기업집단 기업으로 분류하였다.

〈표 3〉 30대 기업집단과 비30대 기업집단 소속 기업의 기초통계량(4개년 평균)

구 분	표본수 (개)	다각화수준 (BHI지수)	부채비율 (%)	기업가치 (M/B비율)	내부지분율 (%)	기관투자가 지분율(%)	기업규모 (억원)	수익성 (%)	설립연수 (년)	고정자산 비율(%)
30대 기업집단	71	0.2870	315.88	0.9066	19.84	32.06	25,290	7.77	36.02	67.33
비30대 기업집단	165	0.1782	216.98	0.8923	27.54	19.01	6,728	6.22	34.52	52.43

〈표 4〉 횡단면 자료를 이용한 전체표본의 상관계수

구분	DIVER	LEVER	INOWN	INSTOWN	SIZE	ER	FOUND	FIX
DIVER	1.00000							
LEVER	0.06625	1.00000						
INOWN	-0.12984*	-0.13213*	1.00000					
INSTOWN	0.20825*	0.01001	-0.28699*	1.00000				
SIZE	0.31066*	0.21685*	-0.21725*	0.69336*	1.00000			
ER	-0.02047	0.04046	-0.06694	0.17036*	0.25921*	1.00000		
FOUND	0.13323*	0.05875	-0.01631	0.06103	0.20775*	0.08506	1.00000	
FIX	0.18474	0.05701	0.06071	0.15799*	0.30311*	0.08479	0.16463*	1.00000

주 : *는 5%의 유의수준에서 유의함을 나타냄. 유의성 검정은 Pearson 상관관계 검정임.

체표본의 횡단면 자료를 이용하여 계산한 변수들간의 상관관계는 〈표 4〉와 같다.

2. 2SLS에 의한 가설검증 결과

1) 전체표본에 대한 2SLS분석결과

236개 기업의 4년간 평균 횡단면 자료를 이용하여 2SLS분석을 실시한 결과는 〈표 5〉와 같다.

먼저, 다각화수준방정식과 자본구조방정식에서 다각화수준과 자본구조의 상호의존관계를 살펴보면, 다각화수준 변수와 부채비율 변수가 두 방정식에서 모두 통계적으로 유의하게 나타나고 있다. 이는 다각화수준과 자본구조는 상호의존적으로 결정된다는 연구 [가설1]이 채택되는 결과이다.

이러한 결과는 정부가 기업의 다각화와 자본구조

정책을 수립하는데 시사하는 바가 크다고 할 수 있다. 즉, 정부에서 추진하고 있는 기업의 사업집중화 유도정책과 재무구조 개선정책은 상호의존적으로 동시에 수행되어야 한다는 것을 의미한다. 기업의 재무구조 개선을 위한 다각화 억제정책과 다각화를 억제하기 위한 재무구조정책이 상호 연관되어 실행될 때 실효성을 기대할 수 있음을 보여주는 결과이다.

다각화수준방정식의 2SLS 분석결과를 보면, 부채비율은 회귀계수가 0.0316($t=1.667$)으로 우리나라 기업들은 부채차입을 통해 다각화를 추진하고 있는 것으로 나타나서 구멍희·김병곤(1999)의 연구결과와 동일하다. 다만 회귀계수가 작아 부채비율이 다각화수준에 미치는 영향정도는 크지 않음을 알 수 있다.

기업규모는 회귀계수가 0.3099($t=1.913$)로 다

〈표 5〉 전체표본 자료의 2SLS 분석결과(횡단면 자료, n=236)

다각화수준방정식						
$DIVER = \alpha_1 + \beta_{11}LEVER + \gamma_{11}INOWN + \gamma_{12}INSTOWN + \gamma_{13}SIZE + \gamma_{14}ER + \gamma_{15}FOUND$						
독립변수	LEVER	INOWN	INSTOWN	SIZE	ER	FOUND
회귀계수	0.0316	-0.0704	0.0920	0.3099	-0.3387	0.0543
t값	1.667*	-0.529	0.558	1.913*	-1.590	1.169
		R ² =0.1196		adjusted R ² =0.0965		
자본구조방정식						
$LEVER = \alpha_2 + \beta_{21}DIVER + \gamma_{21}INOWN + \gamma_{22}INSTOWN + \gamma_{23}SIZE + \gamma_{24}ER + \gamma_{25}FIX$						
독립변수	DIVER	INOWN	INSTOWN	SIZE	ER	FIX
회귀계수	4.3783	-1.3654	-3.8539	2.9306	0.9721	-0.5412
t값	2.152**	-1.123	-2.895**	1.922*	0.469	-0.838
		R ² =0.0976		adjusted R ² =0.0740		
기업가치방정식						
$VALUE = \alpha_3 + \beta_{31}DIVER + \beta_{32}LEVER + \gamma_{31}IND$						
독립변수	DIVER	LEVER	IND			
회귀계수	-0.5504	0.0789	포함			
t값	-1.969**	1.992**	-			
		R ² =0.0861		adjusted R ² =0.0497		

주 : *는 10%수준에서 유의적이고, **는 5%수준에서 유의함.

각화수준에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업규모가 클수록 내부능력의 축적이 많이 이루어져 다각화수준이 높은 것으로 이해할 수 있다.

내부지분율은 회귀계수가 -0.0704(t=-0.529)로 다각화수준과 부(-)의 관계를 보여 내부지분율이 낮을수록 다각화가 많이 이루어지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 윤영섭·김성표(1999)의 결과와 동일하지만 통계적으로 비유의적이어서 내부경영자의 대리인비용가설이 우리나라 기업에 적용되는지에 대해 명확히 파악할 수 없었다.

기관투자가지분율은 회귀계수가 0.0920(t=0.558)으로 다각화수준과 정(+)의 관계를 보였지만 통계적으로는 비유의적인 것으로 나타났다. 이러한 결과는 우리나라 기업의 다각화전략을 설명하는데 효율적 감

시가설보다는 이해상충의 가설이나 전략적 제휴가설의 적용 가능성이 높다는 것을 의미한다.

그 밖의 통제변수인 수익성이나 설립연수 변수는 통계적으로 비유의적이어서 수익성이나 설립연수는 기업의 다각화수준에 의미 있게 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

자본구조방정식의 결과를 보면, 부채비율에 유의하게 영향을 미치는 변수들은 다각화수준, 기관투자가지분율, 기업규모 등이다. 부채비율에 다각화수준은 정(+)의 영향을, 기관투자가지분율은 부(-)의 영향을, 그리고 기업규모는 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

다각화변수의 회귀계수는 4.3783(t=2.152)으로 부채비율에 상당히 강한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이는 우리나라 기업에 있어 다각

화와 자본구조의 관계를 Lewellen(1971)이 주장한 공동보험효과설로 설명할 수 있음을 의미한다. 즉, 우리나라 기업들은 다각화를 통해 이익흐름(earning stream)이 다른 사업들을 결합함으로써 이익의 변동성을 축소시키고, 부채부담능력을 증가시켜 부채조달을 용이하게 하고 있음을 알 수 있다.

한편 기관투자자지분율은 회귀계수가 -3.8539 ($t=-2.895$)로 부채비율에 유의하게 부(-)의 영향을 미치고 있다. 이러한 결과는 기관투자자의 지분율이 높을수록 기업의 자본구조 의사결정에 기관투자자의 경영자 감시기능이 강화된다는 것을 의미하는 것으로 Bathala·Moon·Rao(1994), 김건우(1997)의 연구결과와 동일하다.

기업규모도 회귀계수가 2.9306($t=1.922$)으로 10% 유의수준에서 유의하며, 부채비율에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이 결과는 선우석호(1990), 박성태(1990), 김건우(1997) 등 우리나라의 기존연구와 일치하는 것으로 기업규모가 클수록 파산의 가능성이 줄어들고, 대기업일수록 상대적으로 신용등급이 높게 평가되어 타인자본조달비용이 낮아지므로 부채를 더 많이 조달할 수 있다는 것을 의미한다.

이 밖에 내부지분율, 수익성, 설립연수의 변수는 부채비율에 영향을 미치는 의미 있는 변수로 판명되지 않았다.

기업가치방정식의 결과를 보면, 다각화수준 변수의 회귀계수는 -0.5504($t=-1.969$)로 다각화수준이 높을수록 기업가치는 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Berger·Ofek(1995), 윤영섭·김성표(1999) 등의 연구결과와 일치하는 것으로 우리나라 기업의 다각화가 사업부문간 상호지원(cross-subsidization)에 의해 한계사업(failing business segment)의 퇴출을 지연시키고, 잉여현

금흐름에 의해 과잉투자를 유발시키며, 경영진과 사업부문 관리자간의 정보불균형으로 인하여 비대칭정보비용을 발생시키기 때문으로 보인다.

부채비율은 회귀계수가 0.0789($t=-1.992$)로써 5%의 유의수준에서 유의하며, 부채비율이 높을수록 기업가치는 증가하는 것으로 나타났다. 이는 부채사용에 따른 세금절감효과가 기업가치에 긍정적으로 영향을 미치지 않기 때문으로 생각된다.

2) 30대 기업집단과 비30대 기업집단의 2SLS 분석결과

전체표본을 30대 기업집단과 비30대 기업집단으로 구분하여 2SLS분석을 실시한 결과가 <표 6>과 같다.

<표 6>의 분석결과에서 먼저 다각화와 자본구조의 상호관계를 살펴보면, 30대 기업집단에서는 상호관계가 없는 것으로 나타나고, 비30대 기업집단에서는 상호관계가 존재하는 것으로 나타났다. 이는 30대 기업집단 소속 기업의 경우에는 다각화와 자본구조 의사결정이 상호의존적으로 결정되기보다는 독립적으로 결정되고 있다는 것을 의미한다. 반면에 비30대 기업집단 소속 기업의 경우에는 다각화와 자본구조 의사결정이 상호의존적으로 이루어지고 있다는 것을 의미한다.

이러한 분석결과는 기업의 다각화와 자본구조에 대한 정부의 정책이 30대 기업집단에 속하는 기업과 30대 기업집단에 속하지 않는 기업에 대하여 차별적으로 이루어지는 것이 바람직하다는 것을 의미한다. 30대 기업집단 소속 기업에 대해서는 사업집중화유도정책(예: 출자총액제한 등)과 재무구조개선정책(예: 부채비율 200%이내로 축소유도, 상호지급보증해소 등)을 각각의 정책목적에 따라

〈표 6〉 30대 기업집단과 비30대 기업집단의 2SLS결과
(횡단면 자료, n은 각각 71개, 165개)

다각화수준방정식						
$DIVER = \alpha_1 + \beta_{11} LEVER + \gamma_{11} INOWN + \gamma_{12} INSTOWN + \gamma_{13} SIZE + \gamma_{14} ER + \gamma_{15} FOUND$						
독립변수	LEVER	INOWN	INSTOWN	SIZE	ER	FOUND
30대 기업집단						
회귀변수	-0.0161	-0.1136	0.1738	0.3164	-0.0322	0.1644
t값	-0.490	-0.397	0.640	1.148	-0.054	1.819*
		$R^2=0.1413$	adjusted $R^2=0.09608$			
비30대 기업집단						
회귀변수	0.0392	0.0252	0.0575	0.2553	-0.3816	0.0425
t값	1.713*	-0.154	0.281	1.160	-1.665*	0.731
		$R^2=0.0709$	adjusted $R^2=0.0356$			
자본구조방정식						
$LEVER = \alpha_2 + \beta_{21} DIVER + \gamma_{21} INOWN + \gamma_{22} INSTOWN + \gamma_{23} SIZE + \gamma_{24} ER + \gamma_{25} FIX$						
독립변수	DIVER	INOWN	INSTOWN	SIZE	ER	FIX
30대 기업집단						
회귀변수	1.1407	2.0174	-2.4759	1.5980	-4.2416	-0.6415
t값	0.544	0.818	-1.095	0.661	-0.835	-0.853
		$R^2=0.0553$	adjusted $R^2=0.0333$			
비30대 기업집단						
회귀변수	3.1520	-2.5995	-4.2155	3.4013	1.1851	-0.0386
t값	1.778*	-2.008**	-2.873**	1.951*	0.585	-0.037
		$R^2=0.1105$	adjusted $R^2=0.0767$			
기업가치방정식						
$VALUE = \alpha_3 + \beta_{31} DIVER + \beta_{32} LEVER + \gamma_{31} IND$						
독립변수	DIVER	LEVER	IND			
30대 기업집단						
회귀변수	-0.1290	-0.0628	포함			
t값	-0.429	-0.851	-			
	$R^2=0.3191$	adjusted $R^2=0.2186$				
비30대 기업집단						
회귀변수	-1.7246	0.0547	포함			
t값	-2.089**	0.973	-			
	$R^2=0.0532$	adjusted $R^2=0.0018$				

주 : *는 10%수준에서 유의적이고, **는 5%수준에서 유의함.

실행하고, 비30대 기업집단 소속 기업에 대해서는 이들 정책을 상호 연계시켜 실행하는 것이 바람직 함을 의미한다. 둘째, 다각화수준방정식에서 30대 기업집단에 대

한 2SLS분석결과는 설립연수 변수의 회귀계수가 0.1644($t=1.819$)로 10% 유의수준에서 유의적인 변수로 나타났고, 비30대 기업집단의 분석결과에서는 부채비율과 수익성의 회귀계수가 각각 0.0392($t=1.713$)와 -0.3816 ($t=-1.665$)으로 10% 유의수준에서 유의적인 변수로 나타났다.

이러한 결과는 30대 기업집단 소속 기업의 경우에는 설립연수가 오래될수록 다각화가 많이 이루어진다는 것을 알 수 있다. 비30대 기업집단 소속의 기업인 경우에는 부채를 차입하여 다각화를 추진하며, 수익성이 높은 기업은 다각화전략을 추진하기 보다는 오히려 현재의 수익성이 높은 사업부문에 전문화 또는 집중화를 추진하는 것으로 이해할 수 있다.

셋째, 자본구조방정식에서 30대 기업집단에 대한 2SLS분석결과는 어떠한 변수도 유의하게 도출되지 않아 전체표본의 2SLS분석결과와 상당한 차이를 보였다.

비30대 기업집단의 경우에는 부채비율에 유의하게 영향을 미치는 변수로서 다각화수준, 내부지분율, 기관투자가지분율, 기업규모인 것으로 나타났다. 다각화수준과 기업규모는 회귀계수가 각각 3.1520($t=1.778$)과 3.4013($t=1.951$)으로써 다각화가 많이 되고 기업규모가 클수록 부채비율이 높다는 것을 알 수 있다. 내부지분율과 기관투자가지분율의 회귀계수는 각각 -2.5995($t=-2.008$)와 -4.2155($t=-2.873$)로써 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 내부경영자와 기관투자자들은 지분율이 증가하면 부채비율의 상승에 따라 재무위험을 더 많이 부담하여야 하기 때문에 부채조달을 억제하려고 한다는 것을 알 수 있다.

넷째, 기업가치방정식에서 30대 기업집단의 경우 다각화수준과 부채비율 변수 모두 기업가치에 유의

한 영향을 미치지 않는 것으로 나타나 전체표본을 이용한 2SLS분석결과와는 차이를 보였다. 한편, 비30대 기업집단의 경우에는 다각화수준이 기업가치에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 30대 기업집단에 속하지 않는 기업의 경우 다각화는 기업가치의 감소를 가져온다는 것으로 해석할 수 있다. 부채비율은 통계적으로 비유의적이므로 기업가치에 미치는 영향을 명확하게 규정할 수 없었다.

3. 2SLS와 OLS분석의 결과비교

본 연구는 기업다각화와 자본구조와의 관계를 2SLS로 분석함으로써 기존의 OLS 중심의 단일방정식 분석보다 양자의 관계를 신뢰성 있게 분석하고자 하였다. 따라서 여기서는 동일한 자료를 이용하여 2SLS와 기존의 OLS로 분석한 결과가 얼마나 차이가 있는지를 검토해 보고자 한다. <표 7>은 전체표본을 대상으로 한 OLS분석결과이다.

다각화수준방정식에서 보면 2SLS와 차이나는 변수는 부채비율, 기관투자가지분율, 그리고 수익성 변수이다. 즉, 부채비율은 회귀계수의 부호가 2SLS와 반대인 부(-)의 값을 가지면서 비유의적으로 나타났고, 기관투자가지분율도 회귀계수의 부호가 반대로 나타났다. 수익성의 경우 회귀계수가 -0.3575($t=-1.744$)로 10% 유의수준에서 유의적으로 도출되었다. OLS방법으로 추정된 결과를 해석하면 2SLS방법의 결과와는 달리 부채비율은 다각화수준과 명확한 관계를 정의할 수 없고, 오히려 수익성이 다각화수준에 부(-)의 영향을 미치게 된다. 따라서 2SLS방법을 적용한 결과와 상당히 다른 결과가 도출된다.

자본구조방정식에서 2SLS와 차이나는 변수는

〈표 7〉 전체표본의 OLS회귀분석결과(횡단면 자료, n=236)

다각화수준방정식						
$DIVER = \alpha_1 + \beta_{11}LEVER + \beta_{12}INOWN + \beta_{13}INSTOWN + \beta_{14}SIZE + \beta_{15}ER + \beta_{16}FOUND$						
독립변수	LEVER	INOWN	INSTOWN	SIZE	ER	FOUND
회귀변수	-0.0018	-0.1400	-0.0432	0.4712	-0.3575	0.0528
t값	-0.225	-1.134	-0.300	3.511**	-1.744*	1.181
		R ² =0.1196		adjusted R ² =0.0965		
자본구조방정식						
$LEVER = \alpha_2 + \beta_{21}DIVER + \beta_{22}INOWN + \beta_{23}INSTOWN + \beta_{24}SIZE + \beta_{25}ER + \beta_{26}FIX$						
독립변수	DIVER	INOWN	INSTOWN	SIZE	ER	FIX
회귀변수	-0.1223	-2.0898	-4.0472	4.8964	-0.6093	-0.0565
t값	-0.220	-2.016**	-3.456**	4.378**	-0.353	-0.105
		R ² =0.1018		adjusted R ² =0.0783		
기업가치방정식						
$VALUE = \alpha_3 + \beta_{31}DIVER + \beta_{32}LEVER + \beta_{33}IND$						
독립변수	DIVER	LEVER	IND			
회귀변수	-0.0337	0.0144	포함			
t값	-0.551	1.853*	-			
		R ² =0.1173		adjusted R ² =0.0822		

주 : *는 10%수준에서 유의적이고, **는 5%수준에서 유의적임을 나타냄.

다각화수준, 내부지분율, 그리고 기업규모 변수이다. 즉, 다각화수준은 회귀계수의 부호가 2SLS와 반대인 부(-)의 값을 가지면서 비유의적으로 나타났다. 내부지분율은 회귀계수가 유의적으로 도출되었으며, 기업규모는 10%가 아닌 5% 유의수준에서 유의한 것으로 나타났다. OLS방법으로 추정된 결과를 해석하면 2SLS방법의 결과와는 달리 다각화수준은 부채비율과 명확한 관계를 정의할 수 없고, 오히려 내부지분율이 부채비율에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 분석된다. 따라서 다각화수준방정식의 경우에서와 마찬가지로 2SLS방법을 적용한 결과와는 상당히 다른 결과를 도출하게 된다.

기업가치방정식에서 2SLS 결과와의 차이점은 다각화수준이 비유의적으로 도출됨으로써 다각화수준과 기업가치의 관계를 명확히 정의할 수 없게 된

다. 즉 OLS방법에 의하면 부채비율만이 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 분석할 수 있다.

이러한 결과는 연립방정식모형의 모수를 OLS방법에 의하여 추정된 결과 연립방정식 편이가 발생하였기 때문이다. 따라서 2SLS방법을 사용하여 이러한 연립방정식 편이를 가능한 한 최소한도로 줄여야 한다는 것을 알 수 있다.

또한 OLS 방법에 따르면 기업다각화와 자본구조는 상호간에 어떠한 영향을 미치지 않는 상호 독립적인 변수라고 해석할 수 있다. 따라서 OLS결과에 따라 정부가 부채비율 축소와 기업 집중화·전문화정책을 유도할 경우에는 기업다각화와 자본구조가 서로 영향을 미치지 않는다는 전제하에 각각의 정책을 독립적으로 추진하게 되는 결과를 낳게 된다.

VI. 결 론

본 연구에서는 우리나라 기업의 다각화와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향을 2단계 최소자승법(2SLS)을 이용하여 분석하였다. 표본 기업은 1999년 12월 말 현재 한국증권거래소에 상장되어 있는 236개 기업이며, 분석기간은 1996년부터 1999년까지의 4개 연도이고, 횡단면분석에서는 4개 연도의 평균자료를 이용하였다.

본 연구에서는 다각화수준방정식, 자본구조방정식, 기업가치방정식을 하나의 연립방정식체계로 구성하였으며, 내부지분율, 기관투자가지분율, 기업규모, 수익성, 설립연수, 고정자산비율, 산업터미변수 등을 통제변수로 사용하였다.

전체 표본을 이용하여 우리나라 기업의 다각화와 자본구조정책을 분석한 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 다각화수준과 자본구조는 상호의존적으로 결정된다는 [가설1]이 채택되는 것으로 분석되어, 우리나라 기업은 다각화전략과 자본구조정책을 상호의존적으로 동시에 결정한다는 것을 알 수 있었다. 이러한 결과는 정부가 기업의 다각화와 자본구조정책을 수립할 때 기업의 재무구조를 개선하기 위한 다각화 억제정책과 다각화를 억제하기 위한 재무구조정책을 상호 연계하여 실행할 때 실효성을 거둘 수 있다는 것을 의미한다.

둘째, 우리나라 기업의 다각화를 결정하는 요인은 부채비율과 기업규모인 것으로 분석되었다. 이러한 결과는 우리나라 기업들이 부채차입을 통해 다각화를 추진하고 있으며, 기업규모가 클수록 내부능력의 축적이 많이 이루어져 다각화수준이 높은 것으로 이해할 수 있었다.

셋째, 우리나라 기업의 자본구조를 결정하는 요

인은 다각화수준과 기업규모, 기관투자자의 지분율인 것으로 나타났다. 다각화와 기업규모는 정(+)의 영향을 미치고, 기관투자가지분율은 부(-)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 이러한 결과는 우리나라 기업에 있어 다각화와 자본구조의 관계를 공동보합효과가설로 설명할 수 있음을 의미하는 것으로, 우리나라 기업들은 다각화를 통해 이익흐름(earning stream)이 다른 사업들을 결합함으로써 이익의 변동성을 축소시키고, 기업규모의 확대를 통해 부채부담능력을 증가시켜 부채조달을 용이하게 하고 있음을 알 수 있었다. 그리고 기관투자자의 지분율이 높을수록 부채비율이 낮게 나타나는 것은 기업의 자본구조 의사결정에 기관투자자의 경영자 감시기능이 효율적으로 이루어지고 있다는 것을 의미하는 것으로 효율적 감시가설이 적용될 수 있음을 알 수 있었다.

넷째, 자본구조와 다각화수준의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과에 의하면, 다각화수준은 부(-)의 영향을 미치고, 부채비율은 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다각화수준이 높을수록 기업가치가 감소하는 결과는 기업가치의 증가를 위해서는 기업의 무분별한 다각화를 억제하는 것이 바람직하다는 것을 의미한다. 따라서 기업경영자는 핵심역량과 직접적으로 관련되지 않는 다각화는 최소화시키고, 정부는 기업들이 무분별하게 다각화를 추진하지 않도록 사업집중화정책을 지속적으로 시행해 나가는 것이 바람직하다는 것을 알 수 있었다.

한편 부채비율이 높을수록 기업가치가 증가하는 것으로 분석된 것은 부채사용에 따른 세금절감효과(tax shield effect)가 기업가치에 긍정적으로 영향을 미치기 때문으로 이해된다. 이러한 결과는 기업들에게 부채비율을 과도하게 낮추도록 유도하는

것은 기업가치적 측면에서 부정적인 결과를 가져올 수 있음을 의미하는 것으로 정부는 기업들이 재무 건전성을 유지하고, 차입자금에 의해 다각화를 추진하는 것을 방지할 수 있는 적정수준의 부채비율을 유지토록 유도하는 것이 바람직하다는 것을 알 수 있었다.

전체 표본을 30대 기업집단 소속 기업과 비30대 기업집단 소속 기업으로 구분하여 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 30대 기업집단 소속 기업의 경우에는 다각화와 자본구조 의사결정이 상호의존적으로 결정되 기보다는 독립적으로 결정되는 것으로 나타났고, 비 30대 기업집단 소속 기업의 경우에는 다각화와 자본구조 의사결정이 상호의존적으로 이루어지는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 기업의 다각화와 자본구조에 대한 정부의 정책이 30대 기업집단에 속하는 기업과 30대 기업집단에 속하지 않는 기업에 대해 차별적으로 이루어지는 것이 바람직하다는 것을 의미한다. 즉, 30대 기업집단 소속 기업에 대해서는 다각화와 자본구조에 대한 정책을 독립적으로 수립하여 추진하고, 비30대 기업집단 소속 기업에 대해서는 다각화와 자본구조정책을 연계시켜 수립하는 것이 바람직하다는 것을 알 수 있다.

둘째, 다각화수준방정식에서 30대 기업집단에서는 설립연수가 유의한 정(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났고, 비30대 기업집단에서는 부채비율이 정(+)의 관계를, 그리고 수익성이 부(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 30대 기업집단 소속 기업의 경우에는 설립연수가 오래될수록 다각화가 많이 이루어진다는 것을 알 수 있었다. 비30대 기업집단 소속의 기업인 경우에는 부채를 차입하여 다각화를 추진하며, 수익성이 높은 기업은 다각화전략을 추진하기보다는 오히려 현재

의 수익성이 높은 사업부문에 전문화 또는 집중화를 추진하는 것으로 나타났다.

셋째, 자본구조방정식에서 30대 기업집단에 대한 2SLS분석결과에는 어떠한 변수도 유의하게 도출되지 않아 전체표본의 2SLS분석결과와 상당한 차이를 보였다. 비30대 기업집단의 경우에는 부채비율에 유의하게 영향을 미치는 변수로서 다각화수준, 내부지분율, 기관투자가지분율, 기업규모인 것으로 나타났다. 다각화수준과 기업규모는 정(+)의 관계를, 내부지분율과 기관투자가지분율은 부(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 다각화가 많이 되고 기업규모가 클수록 부채비율이 높다는 것을 의미하고, 내부경영자나 기관투자자들의 지분율이 증가하면 부채비율의 상승에 따라 재무위험을 더 많이 부담하여야 하기 때문에 부채조달을 억제하려고 한다는 것을 알 수 있다.

넷째, 기업가치방정식에서 30대 기업집단의 경우 다각화수준과 부채비율 변수 모두 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타나 전체표본을 이용한 2SLS 분석결과와는 차이를 보였다. 한편, 비30대 기업집단의 경우에는 다각화수준이 기업가치에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 다각화가 기업가치의 감소를 가져온다는 것을 알 수 있었다.

본 연구에서는 이러한 분석결과에도 불구하고 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 첫째, 각 기업의 영위사업 수 및 베리-허핀달지수 등을 계산하는데 있어 공시된 매출액 구성을 기준으로 표준산업분류 표에 따라 연구자가 분류하는 과정에서 주관적 판단이나 오류가 포함되어 있을 가능성이 있다. 그러나 우리나라 기업의 경우 영위사업 수나 사업부문별 매출액·자산규모 등의 자료를 공시하고 있지 않아 현재 시점에서는 연구자료의 한계로 볼 수 있

다. 둘째, 분석에 사용된 지분율 자료는 한국신용평가(주)에서 발간한 「한국기업총람」, 상장회사협의회 「상장회사총람」, 금융감독위원회에 제출된 각 기업의 사업보고서 등의 자료를 바탕으로 공시된 지분율을 이용하여 파악하였지만, 실제 드러나지 않은 내부지분율이 존재하여 본 연구에 반영되지 못한 부분이 있을 가능성이 있다.

그러나 이러한 한계점에도 불구하고, 본 연구의 결과는 우리나라 기업의 다각화전략과 자본구조정책의 상호관계 존재 여부와 이들의 관계가 기업가치에 미치는 영향을 밝힘으로써, 기업구조조정 측면에서 사업전략이나 자본구조정책을 수립하고자 하는 기업들과 對기업정책을 수립하고자 하는 정부에 도움이 될 수 있을 것으로 생각한다.

참고 문헌

- 구맹희, 김병곤 (1999), "한국기업의 다각화와 기업가치에 관한 실증연구-LISREL모형을 응용하여-", **재무관리연구**, 26(1), 1-32.
- (1999), "대리권문제와 기업다각화가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구," **재무관리연구**, 26(2), 1-26.
- 국찬표, 정관화 (1996), "우리나라 기업의 소유구조 결정요인에 대한 실증적 연구-선형구조모형을 응용하여-", **재무연구**, 12, 249-285.
- 김건우 (1997). **소유구조와 자본구조의 관계**, 조사보고서, 한국조세연구원.
- 김우택, 장대홍, 김경수 (1993), "기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구," **재무연구**, 6, 55-75.
- 박성태(1990), "자본구조결정요인에 대한 실증적 연구," **재무관리연구**, 7(2), 81-105.
- 선우석호 (1990), "한국기업의 재무구조결정요인과 자본비용", **재무연구**, 3, 61-80.
- 윤영섭, 김성표(1999), "사업다각화와 대리인문제가 기업가치에 미치는 영향," **재무연구**, 12(1), 1-37.
- Amihud, Yakov, and Baruch Lev (1981), "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers," *Bell Journal of Economics*, 12, 605-617.
- Bathala, C. T., K. P. Moon, and R. P. Rao (1994), "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings : An Agency Perspective," *Financial Management*, Vol. 23, 38-50.
- Berger, Philip G., and Eli Ofek (1995), "Diversification's effect on firm value," *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.
- Chaganti, R., and F. Damanpour (1991), "Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Ownership," *Strategic Management Journal*, Vol. 12, 479-491.
- Comment, Robert, and Gregg A. Jarrell (1995), "Corporate focus and stock returns," *Journal of Financial Economics*, 37, 67-87.
- Crutchley, C. E., and R. S. Hansen (1989), "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend," *Financial Management*, Winter, 36-46.
- Denis, David J., Diane K. Denis, and Atulya Sarin (1997), "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification," *Journal of Finance*, 52, 135-160.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French (1998), "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value," *Journal of Finance* Vol. 53(3), June.
- Friend, I., and L. Lang (1988), "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *Journal of Finance*, Vol. 43, 271-281.
- Harris, M., and A. Raviv (1991), "The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance*, Vol. 46, 297-355.

- Jensen, G. R., D. P. Solberg, and T. S. Zorn (1992), "Simultaneous Determination on Inside Ownership, Debt and Dividend Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June, 247-263.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers," *American Economic Review*, 76, 323-329.
- , and William H. Meckling (1976), "Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs, and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 20, 305-360.
- Kim, W. S., and E. H. Sorenson (1986), "Evidence on the Impact of Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June, 131-144.
- Lang, Larry H. P., and Rene M. Stulz (1994), "Tobin's q, corporate diversification and firm performance," *Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280.
- Leland, H. E., and D. H. Pyle (1977), "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance* Vol. 32(2), 371-387.
- Lewellen, Wilbur G. (1971), "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger," *Journal of Finance*, 26, 521-537.
- Montgomery, Cynthia A. (1994), "Corporate Diversification," *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 8, 163-178.
- Myers S. C. (1977), "The Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Ross, S. A. (1977), "The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach," *Bell Journal of Economics*, 23-40.
- Servaes, Henri (1996), "The value of diversification during the conglomerate merger wave," *Journal of Finance*, 51, 1201-1225.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny (1989), "Managerial entrenchment : The case of manager-specific investments," *Journal of Financial Economics*, 25, 123-139.
- (1992), "Liquidity Value and Debt Capacity : A market Equilibrium Approach," *Journal of Finance*, 47, 1344-1366.
- Short, Helen (1994), "Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms," *Journal of Economic Surveys*, Vol. 8(3), 1994, 203-249.
- Stulz, Rene M. (1990), "Managerial discretion and optimal financing policies," *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.

Effects of the Interrelationship between Diversification and Capital Structure on Corporate Value

Byoung-gon Kim* · Sang-hyun Park**

Abstract

The purpose of this study is to investigate the effects of the interrelationship between the diversification and capital structure on the corporate value of 236 Korean listed companies using data sets from 1996 to 1999. 2SLS(2 Stage Least Squares) regression method was used to test the interrelationship between the diversification and capital structure. Additionally, the structural equation model applied to the test includes three equations: diversification equation, capital structure equation, and corporate value equation.

The analyzed results using all samples are as follows. Firstly, the diversification strategy and capital structure policy are decided simultaneously and dependently. It is desirable that the Korean government will jointly execute a limited diversification strategy and sound capital structure policy to improve financial situation of Korean companies. Secondly, in considering the diversification equation, the variables of corporate size measures as the total assets and debt ratio have positive effects on the level of diversification. Thirdly, the level of diversification and size have positive effects on debt ratio, however, institute shareholder' ratio is negative on debt ratio in capital structure equation. Lastly, with respect to the value equation, the level of diversification has negative effects but debt ratio is positive. Therefore, the overinvestment theory can be applied to the corporate value.

Overall, these findings suggest that diversification strategy and capital structure policy are interrelated, and furthermore, their interdependence influences the effects on corporate value.

Key Words: interrelationship between diversification and capital structure, corporate value, 2SLS, 2 Stage Least Squares regression method

* Research Fellow, Pusan Development Institute

** C.P.A. ABAS, Samil Accounting Corporation