

기업소유구조와 이익의 정보효과

정구열

한국과학기술원 테크노경영대학원
(kyjung@kgsm.kaist.ac.kr)

권수영

고려대학교 경영대학
(sykwon@korea.ac.kr)

백원선

성균관대학교 경영학부
(wpaek@yurim.skku.ac.kr)

소유경영이 이익정보의 유용성에 미치는 영향에 대한 설명에는 서로 상충되는 두 가지 견해가 있다. 첫 번째 견해는 소유경영자의 지분이 증가할수록 지배주주의 부를 극대화하려 하기 때문에 회계상의 제약조건이 부여되고 이를 경영자는 회피하려는 과정에서 이익의 질이 저하될 것으로 예측한다. 두 번째 견해는 소유경영자와 외부자간의 이해관계가 일치되어 오히려 이익정보의 유용성이 증대될 것으로 예측한다. 실증결과는 후자를 지지하고 있다.

지배주주를 감시하는 기관투자자와 비지배대주주의 지분이 증가할수록 이익정보의 유용성은 제고되는 것으로 나타났다. 한편 기업이 재벌그룹의 계열회사인 경우에 지배주주 지분이 증가할 때 이익의 질이 추가적인 정보효과를 지니지 않은 것으로 나타났다. 특히 재벌그룹의 특성이 현저한 5대 재벌그룹과 계열회사수가 많은 재벌기업의 경우 지배주주의 지분이 증가하여도 이익의 정보효과가 증가하지 않는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 소유경영자가 소액주주의 부를 희생하더라도 자신 또는 재벌그룹 전체의 부를 극대화하려 하고 이 과정에서 계열회사간의 복잡한 내부거래가 회계정보의 유용성을 줄이기 때문인 것으로 해석된다.

1. 서론

본 연구의 목적은 기업의 소유구조와 이익의 정보효과(earnings informativeness)의 관계를 분석하는 것이다. 한국기업의 소유구조상 가장 큰 특징은 소유주 1인(이하 지배주주)의 지배체제라고 할 수 있다. 기업설립자 또는 그 직계가족으로 대표되는 지배주주는 전체 발행주식수에 비해서는 미미하지만 최대지분을 보유하고 직·간접적으로 경영에 참여하여 기업경영에 대해 전적인 통제권을

행사한다.¹⁾ 일반적으로 이러한 경영방식은 투명성과 신뢰성을 감소시키는 결과를 유발하며, 경제적 비효율성을 야기하는 것으로 알려지고 있다.

본 연구에서는 소유경영자의 역할과 경제적 유인에 관련된 세 가지 주제를 살펴본다. 첫째, 한국의 독특한 소유경영 구조에서 이익정보의 유용성을 분석한다. 친족중심의 소유경영 환경 하에서는 두 가지의 시나리오를 생각할 수 있다. 첫 번째 시나리오는 Morck et al.(1988)이 주장했듯이 소유주와 외부투자자간 정보불균형 및 도덕적 해이 등의 문제로 말미암아 경영권 방호(management

논문 접수일 : 2001. 9 게재확정일 : 2002. 7

1) 이러한 통제메커니즘은 친족이 보유한 지분까지 합하여, 소위 재벌이라는 기업집단을 이루게 되며, 소속 계열기업에 대한 통제권 확대로 이어진다. 이에 관한 논의는 2절에서 자세히 언급하기로 한다.

entrenchment) 현상이 생긴다는 설명이다. 기업의 외부투자자의 부를 극대화하기보다는 지배주주의 부를 극대화하는 방향으로 투자사결정이 내려지게 된다. 외부투자자들은 이러한 행위를 적절히 감시하지 못하고 결국 경영의 투명성과 신뢰성이 떨어지는 결과를 낳는다. 이 경우 채권자나 투자자는 기업과의 계약에 각종 회계상 제약조건을 부과함으로써 자신들의 이익을 보호하려고 할 것이다. 반면에 지배주주는 외부자에 의하여 부과된 회계상 제약조건을 피하기 위하여 이익조정이라는 수단을 동원할 것이다. 그 결과 회계정보의 신뢰도, 이익의 질 및 정보효과 등이 감소하게 된다.

두 번째 시나리오로서 Jensen and Meckling (1976)에 의하면 소유주 지분이 증가할수록 대리인 비용이 감소하기 때문에 소유경영자와 외부자간 이해관계 일치 정도(convergence of interest)가 높아지게 된다는 설명이다. 이 경우 외부투자자는 지배주주가 기업가치의 극대화를 위해 노력하는 것으로 인식하여 계약상 제약조건을 덜 부과할 것이다. 그 결과 지배주주는 이익조정의 유인이 적어지고, 이러한 기업의 이익의 질 및 정보효과는 증가할 것이다.²⁾ 본 연구는 위에서 기술한 바와 같이 소유구조와 이익의 정보효과간의 관계에 대해 서로 상충되게 예측하는 두 가지 시나리오를 실증적으로 분석한다.

둘째, 기관투자자 및 지배주주의외의 대주주(이하 비지배대주주)의 역할을 분석한다. 이론적으로 기관투자자는 적극적으로 기업경영을 감시할 유인을 갖는 것으로 알려져 있다(Schleifer and Vishny

1986; Pound 1988). 그러나 기관투자자의 기업 경영에 대한 전문성 부족, 기관투자자간 무임승차 문제, 지배주주와의 전략적 제휴 등으로 인하여 기관투자자의 기업경영 감시가 비효과적이라는 주장도 제기되고 있다(Admati et al. 1994, Pound 1988). 이러한 논리는 비지배대주주(large blockholders)에게도 유사하게 적용될 수 있다. 이러한 관점에서 본 연구는 기관투자자의 경영감시 역할과 지배주주와의 상호작용 등이 이익의 정보효과에 어떤 영향을 미치는가를 분석한다.

셋째, 이익의 정보효과가 재벌기업과 비재벌기업간에 어떠한 차이가 있는지를 살펴본다. 재벌기업은 대주주인 소유경영자의 지분이 증가함에 따라 소유와 경영의 분리로 인한 대리인비용은 줄어들지만 계열회사의 소액주주의 부를 소유경영자 또는 재벌그룹의 다른 계열회사에게 이전함으로써 발생할 수 있는 다른 형태의 대리인문제를 야기시킬 수 있다.³⁾ 즉, 재벌그룹의 소유경영자는 한 특정 계열회사의 주주의 이익이 아니라 재벌그룹 전체 또는 소유경영자 자신의 부를 위해 그 계열회사의 자원을 유용하기도 한다.

이러한 부의 이전은 재벌그룹의 계열회사간의 부당하고 복잡한 내부거래와 얽히고 설킨 지급보증을 통해서 이루어진다. 때로는 한 건설한 계열회사가 그 회사의 소액주주의 부를 다소 희생시키더라도 동일 재벌그룹의 부실 계열회사를 희생시키기 위해 지원을 해주는 경우도 빈번하게 일어난다. 이러한 거래는 대체로 완전하고 투명하게 공시가 이루어지지 않으며, 이로 인해 재벌그룹에 속한 재벌기업들

2) 최근 아시아 국가의 기업소유구조에 관한 경제적 효율성 문제가 연구대상이 되고 있다. 예를 들어 Fan and Wong(2000)은 소액주주로부터 지배주주로의 부의 이전(expropriation)이 이익의 정보효과에 미치는 영향을 분석하였다. Claessens의 다수(1999)는 9개 동아시아 국가의 다각화기업의 투자효율성을 분석하였다. 또한 Claessens의 다수(2000)는 동아시아 국가에서의 소액주주로부터의 부의 이전이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다.

3) Johnson의 다수(2000)는 기업자원의 지배주주로의 이전을 논의할 때 터널링(tunneling)이라는 용어를 사용하고 있다.

의 이익의 질과 정보효과는 비재벌기업에 비해 상대적으로 떨어질 것으로 추정된다.

실증분석 결과를 살펴보면, 지배주주 지분이 증가함에 따라 이익의 정보효과도 높아지는 것으로 관찰되어 이해관계의 일치가 증가한다는 시나리오가 지지되고 있다. 이러한 결과는 시장이 소유경영자의 지분이 증가함에 따라 경영권 방호로 인한 부정적인 면보다는 이해관계의 일치로 인한 긍정적인 면에 더 무게를 둔 것으로 보여진다. 또한 기관투자자의 지분이 증가함에 따라 이익의 정보효과가 증가하는 것으로 나타나 기업경영에 대한 이들의 감시역할의 유의성을 보여주고 있다.

한편 표본을 재벌기업과 비재벌기업으로 구분하여 살펴보았을 때, 이익의 정보효과와 소유경영자의 지분간에 관계는 비재벌기업의 경우는 통계적으로 유의하였지만 재벌기업의 경우는 유의하지 않아 대주주지분의 증가에 따른 이익정보의 유용성이 떨어진 것으로 나타났다. 재벌기업의 경우 이러한 결과는 소유경영자의 지분의 증가로 이해관계의 일치로 인한 효익보다는 경영권 방호와 소액주주 부의 이전으로 인한 비용이 훨씬 크다는 것을 시사한다. 즉, 재벌기업이 재벌총수 및 그 직계가족 또는 재벌 전체 차원에서의 부를 극대화하려는 과정이 그 재벌기업의 이익정보에 반영된 것으로 보여진다. 이러한 현상은 특히 5대 재벌그룹의 경우와 계열회사수가 많을수록 현저하게 관찰되고 있다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. II절에서는 한국기업의 소유구조를 검토하고, III절에서는 소유구조와 이익 정보효과간 관계를 논의한다. IV절

에서 표본선정과정은 언급하고 V절에서는 실증분석결과를 논의한다. 마지막으로 VI절에서 결론을 맺는다.

II. 한국기업의 소유구조

2.1 지배주주

한국기업은 지배주주에 의한 소유경영이라는 특징을 지닌다. 지배주주는 수치상으로는 크지 않지만 경영에 대한 전반적인 통제권을 행사하기에 충분한 지분을 소유하고 있다. 지배주주의 지분이 10%에도 못 미치더라도 친족 보유지분을 합산하면 경영권을 행사하기에 충분하다. 이 지배주주는 직·간접적으로 기업경영에 참여한다. 이러한 의미에서 한국기업의 지배주주는 Jensen and Meckling (1976)에서 언급하고 있는 소유경영자라고 볼 수 있다.

한국의 재벌기업은 소유주 및 그 친족에 의하여 소유되고 경영되는 관계회사로 구성된 기업집단이다(Yoo and Lee 1987).⁴⁾ 기업집단에 속한 이들 기업은 다양한 업종에 퍼져있을 뿐아니라 한 두 가족에 의하여 소유통제된다. 1997년 기준으로 30대 재벌에 속한 기업의 수는 증권거래소 상장기업의 24.2%에 불과하지만 전체 시가총액의 45.8%에 달하는 거대집단이다. 한국의 재벌은 계열기업 상호간 밀접한 제휴, 상호지분보유 등에 있어서 일본

4) 독점규제및공정거래에관한법률에 의하면 "기업집단"이라 함은 동일인이 다음 각목의 구분에 따라 대통령령이 정하는 기준(발행주식총수의 30% 이상 소유)에 의하여 사실상 그 사업내용을 지배하는 회사의 집단을 말한다.
가. 동일인이 회사인 경우 그 동일인과 그 동일인이 지배하는 하나이상의 회사의 집단
나. 동일인이 회사가 아닌 경우 그 동일인이 지배하는 2이상의 회사의 집단

의 기업계열과 유사하다. 그러나 일본의 기업계열이 전문경영인에 의하여 지배되는 반면에 한국의 재벌은 친족중심의 지배구조라는 차이가 있다.

2.2 기관투자자와 비지배대주주

한국의 금융기관은 일정한도까지 타기업의 주식을 보유할 수 있도록 허용되어 있다. 은행은 순자본의 100%에 해당하는 금액을 한도로 주식 및 채권에 투자할 수 있다. 그러나 금융기관의 주식투자는 피투자회사 발행주식총수의 10%를 넘을 수 없다. 또한 은행의 경우 타 은행 주식 취득은 금지되어 있다. 보험회사는 자기자본의 40%를 한도로 투자할 수 있으며, 피투자회사 발행주식총수의 5% 이상 소유할 수 없도록 되어 있다.

주식투자로서 인한 지분보유 외에도 은행은 채권자로서 기업경영에 중대한 영향력을 행사한다. 특히 전통적으로 한국기업은 은행차입에 의존하는 자본조달방식을 선호해왔기 때문에 구조적으로 은행의 채무회사에 대한 경영간섭이 심한 경향이 있어 왔다.^{5), 6)}

지배주주의 대주주, 즉 비지배대주주는 지분의 5% 이상을 보유하고 있는 주주를 말한다. 이들은 일단 대주주가 되면 지분변동이 1%를 넘는 거래를 관계기관에 신고하도록 되어 있다. 우리나라에서는 지배주주가 아닌 주주의 권리가 잘 보호되고 있지 않기 때문에 비지배대주주의 역할은 다른 선진국에 비하여 미약한 편이다. 예를 들면, 소액주주의 집단소송제가 허용되지 않고 있다.

III. 소유구조와 이익간의 관계

3.1 지배주주 지분과 이익의 정보유용성

재무학연구에 따르면 소유구조와 이익의 정보효과간의 관계에 대한 가설로 두 가지 견해가 있는데 서로 상충되는 설명을 제시하고 있다. 하나는 이해관계 일치(convergence of interest) 가설이고, 다른 하나는 경영권 방호(management entrenchment) 가설이다. 이해관계 일치 가설은 Jensen and Meckling(1976)에 의해 제시되었는데, 소유주의 지분이 증가할수록 대리인 비용이 감소한다는 것이다. 즉 외부투자자는 소유주의 지분이 클수록 소유주가 기업가치 극대화를 위해 행동한다고 보며, 그 결과 외부투자자와 소유주간 이해관계가 일치하게 된다. 따라서 외부투자자는 기업과의 계약상 제약조건을 덜 부과하게 되며, 소유주의 입장에서는 이익조정 의 유인이 크지 않게 된다. 이러한 기업의 이익의 질은 높ی 평가받을 것이다.

이러한 가설은 Leland and Pyle(1977)의 신호효과에 의해서도 도출할 수 있다. 신호효과에 따르면, 소유주의 지분이 증가함에 따라 이익수치의 신호효과가 커지게 된다. 따라서 이해관계 일치도 및 신호효과에 따르면 이익의 정보효과와 소유지분간에는 양(+)의 관계가 성립한다. Warfield et al.(1995)은 이익의 정보효과가 내부자 지분과 양(+)의 관계가 있음을 보고하고 있어 이해관계 일치 가설을 지지하는 증거를 제시하고 있

5) 최근 한국기업의 차입의존도가 감소하고 있다. 이는 1997년 외환위기 이후 부채비용을 낮추려는 정부의 노력과 재무상 어려움을 경험한 기업의 구조조정의 결과이다. 차입의존도 감소의 간접적인 요인으로는 자본시장의 급격한 성장을 들 수 있다. 예를 들어 코스닥 시장을 통한 자본조달규모는 1998년의 15억달러에서 1999년에는 150억달러에 이르는 등 급성장하였다.

6) 일본 주요은행에 의한 경영권 간섭에 관한 연구결과에 의하면, 동 은행이 문제기업의 사외이사를 선임하며(Kaplan 1994; Kaplan and Minton 1994), 주요은행의 지분율과 기업성과간에 유의한 관계가 있다(Morck et al. 2000)고 알려져 있다.

다.⁷⁾

한편, 내부자 지분이 증가함에 따라 내부자와 외부자간 정보불균형 및 도덕적 해이 현상이 생기게 되어 경영권 방호현상이 나타난다(Morck et al. 1988). 따라서 대부분의 경영의사결정은 내부자의 개인적 부를 증대하는 데에 초점을 맞추게 되며, 내부자의 다른 이해관계자로부터 부의 이전이 일어날 수도 있다.⁸⁾

제도적으로 지배주주에 대한 견제수단이 약할 경우 지배주주의 지분이 증가할수록 외부자에 의한 경영감시는 더욱 어려워진다. 결국 외부투자자는 계약상 강력한 제약조건을 부과하여 해결하고자 할 것이며, 지배주주는 자신의 재량권을 행사하여 이익조정을 피함으로써 제약조건을 피하려 들 것이다. 결과적으로 이러한 기업의 이익의 질은 낮게 평가될 것이다. 경영자 방호 가설에 의하면 지배주주의 지분과 이익의 정보효과간에는 음(-)의 관계가 성립하게 된다.

선행연구에 따르면 내부자 지분과 대리인 비용 및 기업가치간의 관계는 비단조적(non-monotonic)인 것으로 알려져 있다. Morck et al.(1988)과 McConnell et al.(1990) 등은 내부자 지분이 낮은 수준인 경우에는 이해관계의 일치 가설이 성립하는 반면에, 내부자 지분이 높은 수준의 경우에는 경영권 방호 가설이 지지되는 것으로 보고하고 있다. 하지만 어느 수준의 내부자 지분율을 경계로 이러한 상반된 결과가 나타나는지는 선형적으로 명확하지 않기 때문에 이에 대한 이슈는 여전히 실증적으로 검토해 볼 문제라고 여겨진다.

지배주주 지분과 이익의 정보효과간의 관계를 분석하기 위하여 다음의 회귀식을 추정하고자 한다.

$$R_t = a_0 + a_1 E_t/P_{t-1} + a_2 OWN_t \times E_t/P_{t-1} + e_t \quad (1)$$

단, R_t = t년도 연간 주식수익률, 즉

$$(P_t - P_{t-1} + D_t) / P_{t-1},$$

P_t = t년말 주가,

D_t = t년도 배당금,

E_t = t년도 경상이익,

OWN_t = 지배주주 지분이 연도별 증위수보다 크면 1, 그렇지 않으면 0,

e_t = 잔차.

지배주주 지분에 따른 이익의 정보효과는 지배주주 지분과 이익이 상호작용된 항($OWN_t \times E_t/P_{t-1}$)에 대한 반응계수의 크기로 정의된다. 즉, 지배주주 지분이 클수록 이익의 정보효과가 증가한다면 식 (1)에서 a_2 가 양(+)일 것으로 예상된다.

3.2 기관투자자, 비지배대주주 지분과 이익의 정보효과

기관투자자의 역할에 관해서도 두 가지의 가설이 있다. 하나는 적극적 감시(active monitoring) 가설이고 다른 하나는 전략적 제휴(strategic alliance) 가설이다. 적극적 감시 가설에 의하면 기관투자자들은 경영자에 대한 감시를 적극적으로 수행할 동기를 지닌 장기투자자이다. 그러나 동 가설을 지지하는 실증증거는 별로 없는 편이다. 몇몇 사전연구

7) Warfield et al.(1995)은 지분이 널리 분산된 경우에 대한 결과이므로 한국기업과 같이 지분이 소수에게 집중보유된 경우에는 달라질 수 있다.

8) Schleifer and Vishny(1997)는 소유주 지분이 효과적인 경영권을 행사할 수 있는 수준까지 집중될 경우 대리인 문제는 경영자 대 주주간 대립관계에서 지배주주 대 소액주주간 대립관계로 바뀌게 된다고 주장하고 있다.

의 결과를 보면, 기관투자자들에 의하여 제기된 경영권 다툼을 전후하여 발생하는 초과주식수익률이 유의한 수준이 아닌 것으로 보고되고 있다. 여하튼 적극적 감시 가설에 따르면 기관투자자 지분과 이익의 정보효과간에는 양(+)의 관계가 있을 것으로 예상된다.⁹⁾

한편 전략적 제휴 가설은 기관투자자가 지배주주와 협력하는 것이 상호간 유리하다는 것이다. 이러한 협력관계는 기업가치를 증대시키는 데 도움이 되는 경영에 대한 감시를 줄이는 결과를 야기한다. 이로 인하여 외부투자자들은 해당 기업의 이익의 질이 저하되는 것으로 인식하게 되고, 그에 따라 기관투자자 지분과 이익의 정보효과간에는 음(-)의 관계가 있을 것으로 예상된다.

유사한 논리를 비지배대주주에게도 적용할 수 있다. Schleifer and Vishny(1986)는 비지배대주주는 효과적인 경영감시수단으로서의 역할을 한다고 주장한다. 따라서 비지배대주주의 존재는 기업 가치와 이익의 질에 긍정적인 효과를 미치게 된다. 반면에 이를 전략적 제휴 가설의 관점에서 서술하면, 비지배대주주의 지분과 이익의 정보효과간에는 음(-)의 관계가 예상된다.

한국에서는 지배주주가 경영에 대한 최종 통제권을 갖고 있는 반면에 자본시장, 노동시장 등을 통한 지배주주에 대한 외적 견제장치가 잘 발달되어 있지 않기 때문에 기관투자자·비지배대주주의 역

할은 특히 중요하다.¹⁰⁾ 기관투자자 또는 비지배대주주의 지분이 이익의 정보효과에 미치는 영향은 다음의 회귀식을 추정하여 분석하고자 한다.

$$R_t = a_0 + a_1 E_t / P_{t-1} + a_2 OWN_t \times E_t / P_{t-1} + a_3 INST_t \times E_t / P_{t-1} + a_4 BLOCK_t \times E_t / P_{t-1} + e_t \quad (2)$$

단, $INST_t$ = 기관투자자 지분이 연도별 중위수보다 크면 1, 그렇지 않으면 0,

$BLOCK_t$ = 비지배대주주 지분이 5%다 크면 1, 그렇지 않으면 0,¹¹⁾

e_t = 잔차.

기관투자자 또는 비지배대주주 지분에 따른 이익의 정보효과는 해당 지분과 이익이 상호작용된 항 ($INST_t \times E_t / P_{t-1}$ 또는 $BLOCK_t \times E_t / P_{t-1}$)에 대한 반응계수의 크기로 정의된다. 즉, 식 (2)에서 a_3 또는 a_4 가 양(+)이라면 적극적 감시 가설이 지지되는 것으로 간주한다.

3.3 재벌기업과 비재벌기업의 이익정보효과

재벌그룹은 일반적으로 다각화되어 있으나 소유 지분에 있어서는 집중되어 있는 경향이 있다. 따라서 기업의 경영과 소유가 한 개인에게 확정되어 있

9) 기관투자자의 역할에 대해 또 다른 가설로 일시적 투자자 가설(transient investor hypothesis)이 있다. 기관투자자는 일시적 투자자이기 때문에 기업경영을 감시할 지대한 유인이 별로 없다는 것이다. 이 가설에 의하면 기관투자자는 경영자가 기업가치의 증대를 가져오는지를 감시하기보다는 당기의 이익이 없을 때 기업의 주식을 팔아치울 것이라고 본다. Graves(1988)는 펀드관리자가 분기 또는 길어야 1년 단위로 평가를 받기 때문에 장기적인 안목에서 투자결정을 할 여유가 없다고 주장하였다. Graves는 기관투자자의 소유지분이 증가함에 따라 기업의 연구개발에 대한 투자가 감소하였음을 보여주고 있다. 반면에, Bushee(1998)는 기관투자자가 연구개발비를 억제하도록 하는 어떠한 증거도 발견하지 못하고 있다.

10) 예를 들어서 한국에서는 1990년대 초부터 적대적 매수가 허용되어 왔으나, 실제 성공한 적대적 매수의 예는 매우 드물다.

11) 비지배대주주의 경우에는 기관투자자의 경우와 달리 중위수 대신에 5% 기준을 적용하였다. 이는 비지배대주주의 정의가 보유지분이 5%를 넘느냐를 기준으로 되어 있기 때문이다. 그러나 중위수를 기준으로 분석한 경우에도 결과는 달라지지 않는다.

어 Jensen과 Meckling(1976)이 지적하는 소유와 경영의 분리로 인해 발생하는 대리인문제를 최소화한다고 볼 수 있다. 그러나 재벌그룹은 다른 형태의 대리인문제를 유발시킨다. 재벌그룹의 소유경영자(총수와 직계가족)는 중요한 경영관련 결정에 지대한 재량권을 가지기 때문에 필요하다면 특정 계열회사 외부주주의 부를 희생하여 소유경영자 자신이나 재벌그룹 전체의 부를 극대화하도록 그 계열회사의 자원을 분배할 수도 있다.

La Porta et al.(1999)은 오늘날 전세계적으로 대기업의 가장 핵심적인 대리인문제는 지배권을 갖고 있는 주주(지배주주)가 소액주주의 부를 이전시키는 것이라고 결론을 내리고 있다. 지배주주와 소액주주 간의 대리인문제는 대주주의 재량권을 제한하고 소액주주를 보호할 수 있는 통제장치가 별로 없을 경우에 더욱 심각하다. Johnson et al.(2000)은 지배주주는 그들의 부를 증대시키기 위해 기업의 자원을 유용하려는 강한 경제적 유인을 가지고 있다고 단언하고 있다.¹²⁾

경영권 방호 형태는 여러 가지 방법으로 일어날 수 있다. 한 가지 방법은 재벌그룹의 계열회사간에 부당한 내부거래를 통하는 것이다. 예를 들어, 소유경영자가 소유하고 있는 한 계열회사의 비상장주식을 다른 계열회사가 공정가액보다 터무니없이 높은 가격으로 사들이는 것이다. 이 경우 그 비상장주식을 사들이는 기업의 외부주주들의 부가 소유경영자로 이전되었음은 물론이다. 또한 연결재무제표에 반영되지 않는 계열회사간의 복잡한 내부거래는 찾아내기도 어려우며, 이에 따라 재벌그룹 전체의 전

반적인 재무상태를 파악하기도 쉽지 않다. 경우에 따라서는 회계감사인과의 의견차이가 발생할 때 회계감사인으로 하여금 기업자신의 이해관계에 맞는 의견을 표명하도록 영향력을 행사하기도 한다.¹³⁾ 이에 따라 재벌그룹의 계열회사의 회계정보가 덜 투명하고 덜 신뢰성이 있게 된다. 따라서 소유경영자의 지분의 증가로 인해 이익의 정보효과에 미치는 긍정적 효과는 상당히 반감될 것으로 예상된다. 식 (2)에서 재벌그룹의 경우 a_2 는 음(-)의 부호 또는 적어도 양(+)은 아닐 것으로 예상된다.

3.4 통제변수

선행연구에 확인된 바와 같이 주식수익률-이익의 관계에 영향을 미치는 요인에는 여러 가지가 있다. 위의 회귀식에서 이러한 요인들에 대한 통제가 이루어져야 한다. 통제변수로서 특히 두 종류의 변수--대리인 비용과 이익의 질--에 초점을 맞추고자 한다. 선행연구에 의하면 대리인 비용의 대응치로서 기업규모, 위험 및 부채비율 등이 사용되고 있다(Watts and Zimmerman 1990). 기업규모 변수는 정치적 비용 가설을 검증할 때 많이 사용되어 왔다. 대기업의 경영자는 정치적으로 민감하여 정치적 비용을 최소화하는 방향으로 자신의 재량권을 행사하는 경향이 있다는 것이다(Watts and Zimmerman 1978 & 1990). 위험 변수는 고위험 기업일수록 이익증가를 위한 재량권 행사가능성이 높다는 의미에서 사용되고 있다(Zmijewski and Hagerman 1981). 또한 부채비율이 높은

12) 이를 터넬링(tunnelling)이라고 부르는데 구체적인 예로는 회사공금의 사적 유용, 소액주주를 차별하는 증권 회석화, 의도적인 기업 자원의 이전을 야기하는 기업결합 등이 있다.

13) 한국의 주요회계법인 중의 하나인 산동회계법인은 대우그룹의 감사하면서 자산 과대계상 또는 해외부채 누락 등에 적극적으로 개입한 혐의로 결국 2001년 초 문을 닫는 사태가 벌어졌다.

기업일수록 이익을 증가시키는 방향으로의 재량권이 행사되는 경향이 있다. 부채비율은 체계적 위험을 나타내는 베타에 반영되지 않은 채무불이행 위험을 표시하는 것으로 알려져 있다(Billings 1998).

이익의 질에 관한 대응치로서는 선행연구에서 이익의 정보효과와 유의한 관계를 갖는 것으로 알려진 성장률, 이익지속성 등을 포함시킨다(Kormendi and Lipe 1987, Collins and Kothari 1989, Easton and Zmijewski 1989). 식 (3)에 이상의 통제변수를 포함시켜 다시 쓰면 다음과 같다.¹⁴⁾

$$R_t = a_0 + a_1 E_t/P_{t-1} + a_2 OWN_t \times E_t/P_{t-1} + a_3 INST_t$$

$$\begin{aligned} & \times E_t/P_{t-1} + a_4 BLOCK_t \times E_t/P_{t-1} + a_5 SIZE_t \\ & + a_6 DEBT_t + a_7 RISK_t + a_8 GROWTH_t \\ & + a_9 PERS_t + e_t \end{aligned} \quad (3)$$

단, $SIZE_t$ = t년말 총자산의 자연대수,
 $DEBT_t$ = t년말 부채비율(총부채 대 총자산),
 $RISK_t$ = 시장모형에 의하여 추정된 베타,
 $GROWTH_t$ = t년말 성장률
 (순자산의 시장가치 대 장부가치),
 $PERS_t$ = 이익지속성
 (이익의 1차 자기상관계수).

<표 1> 표본선정기준

패널 A: 표본선정기준에 의한 기업-연 수

표 본 선 정 기 준	기업-연 수
증권거래소에 상장된 기업	4258
1996~1998년 기간에 소유지분 자료가 없는 기업	(375)
소유지분 자료가 있는 상장기업	3883
재무자료가 없는 기업	(648)
추가자료가 없는 기업	(415)
최종적으로 표본에 포함된 기업	2820

패널 B: 연도별 표본기업 수

연 도	표본기업 수
1993	373
1994	463
1995	492
1996	504
1997	514
1998	465
총 계	2,820

14) Warfield et al.(1995)은 통제변수의 경우에도 이익과 상호작용된 항을 추가하였다. 즉, 기업규모의 경우 $SIZE \times E/P$ 를 포함하였다. 이 경우 $SIZE$ 의 회귀계수는 주식수익률에 대한 기업규모의 직접적인 효과를 나타내지만 $SIZE \times E/P$ 의 회귀계수는 기업규모의 이익반응계수에 대한 효과를 반영하게 된다. 본 연구에서는 기업규모를 단지 가산적 통제변수로서만 포함시켰다.

IV. 표본선정

본 연구에서 사용되는 표본은 1993년부터 1998년까지 증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 하였다. 이로 인해 처음에 선정된 표본수는 4,258 기업-년(760개 기업)이었다. 이 중에서 금융업에 속하지 않는 기업을 제외하고, 실증분석에 필요한 재무자료와 소유지분 자료 및 추가수익률자료가 미비한 기업을 제외하면 2,820 기업-년이 최종표본으로 남았다. 표본기간 중 연도별 기업 수는 373개에서 504개 정도이다. 이상의 표본선정 과정을 <표 1>에 보고하였다.

V. 실증분석 결과

5.1 기술통계

주요변수에 대한 기술통계가 <표 2> 및 <표 3>에 보고되어 있다. <표 2>에는 소유지분에 관한 기술통계가 제시되어 있다. 패널 A에 의하면 지배주주 지분율(OWN)의 평균(중위수)은 28.3%(27.3%)인데 1994년에는 25.9%(25.1%)이던 것이 1998년에는 33.1%(31.5%)로 증가되고 있다. 특히 경제위기가 있었던 1997년과 1998년에 지배주주 지분율이 다른 기간에 비하여 높은 것으로 나타나고 있다. 한편 은행, 보험회사, 증권회사 등 기관투자자의 지분율 평균은 15.8%이며, 비지배대주주의 평균 지분율은 14.6%이다. 하지만 이들의 지분율은 계속 감소하는 추세에 있어서 지배주주 지분율의 증가추세와 좋은 대조를 이루고 있다.

이는 주식시장이 불황인 시기에 기관투자자는 주식을 매도하여 자신의 포트폴리오에서 제거한 반면에 지배주주는 추가하락을 막기 위하여 매수한 것으로 해석된다.

패널 B에는 지배주주의 유형별 지분율의 기술통계를 보고하였다. 전체 2,820 기업-년 중 개인주주가 지배주주인 경우는 2,075 기업-년(73.6%)에 달해 가장 많았으며, 법인주주와 외국인주주는 각각 609 기업-년(21.6%)과 49 기업-년(1.7%)을 차지하였다. 한편 지배주주의 유형별 평균 지분율은 지배주주가 개인, 기업 또는 외국인이든 관계없이 28% 전후로 비슷한 수준을 보이고 있다.

패널 C는 지배주주의 유형별로 지분율 분포를 보여주고 있다. 개인주주와 법인주주의 경우 20-30% 수준이 가장 많았으며, 외국인주주는 30-40% 수준의 지분율이 가장 많은 것으로 나타났다. χ^2 검정에 의하면 지배주주의 유형별 분포의 동일성은 1% 미만의 수준에서 기각되고 있다. 외국인 지배주주의 경우 지분율이 일반적으로 개인이나 기업인 경우의 지분율보다 높은 것으로 보인다.

<표 3>의 패널 A에는 지배주주 지분의 크기에 따른 집단별 주요 재무변수의 기술통계가 보고되어 있다. 순이익(E/P) 평균은 -0.0167이며 두 집단 간 차이는 유의하지 않다. 반면에 두 집단 간 기업 규모(SIZE), 부채비율(DEBT) 및 위험(RISK) 등은 1% 미만의 수준에서 유의한 차이를 보이고 있다. 즉 지배주주 지분이 낮은 기업에 비하여 지배주주 지분이 높은 기업이 그 규모가 작으며, 부채비율이 낮으며, 또한 위험도가 높게 나타나고 있다. 이익의 질과 관련된 성장률(GROWTH), 이익 지속성(PERS) 변수는 지분의 크기에 따른 집단 간에 별 차이가 없다.

〈표 2〉 지배주주, 기관투자자 및 비지배대주주의 지분율

패널 A: 지배주주, 기관투자자 및 비지배대주주의 연도별 지분율

변 수	93	94	95	96	97	98	전 체
지배주주 지분율	26.36 ¹	25.89	26.11	26.25	31.77	33.14	28.33
	25.07	25.05	24.73	25.44	30.26	31.48	27.30
	373	463	492	504	514	465	2820
기관투자자 지분율	22.23	18.63	17.08	16.02	13.72	8.70	15.83
	22.39	17.48	15.06	14.05	11.42	7.09	13.59
	374	464	493	506	514	465	2820
비지배대주주 지분율 ²	17.31	15.69	14.81	14.28	12.96	12.71	14.64
	15.48	13.28	12.24	11.55	10.28	8.91	11.81
	205	273	288	294	251	188	2820

¹평균값, 중앙값 및 기업 수

²전체기업의 47%는 비지배대주주가 없음

패널 B: 지배주주의 유형별 지분율

유 형	개 인	법 인	외국투자자	기 타 ¹	전 체
평 균	28.52	28.64	27.92	21.19	28.33
중앙값	28.01	25.58	33.40	16.28	27.30
표준오차	0.29	0.64	2.01	2.20	0.45
최소값	0.00	0.00	8.01	1.80	0.00
최대값	89.95	99.00	57.77	77.57	99.00
관찰수	2075	609	49	87	2820

¹기타에는 지배주주가 은행, 정부 및 비영리법인인 경우를 포함한다.

패널 C: 지배주주의 유형별 지분율 분포

지배주주의 유형	소유지분율의 분포(α^1)						전 체
	$\alpha \leq 10.0$	$10.0 < \alpha \leq 20.0$	$20.0 < \alpha \leq 30.0$	$30.0 < \alpha \leq 40.0$	$40.0 < \alpha \leq 50.0$	$\alpha > 50.0$	
개 인	154 7.42	439 21.16	579 27.90	488 23.52	304 14.65	111 5.35	2075 100.00
기 업	63 10.34	111 18.23	201 33.00	102 16.75	77 12.64	55 9.03	609 100.00
외국투자자	6 12.24	12 24.49	5 10.20	18 36.73	7 14.29	1 2.04	49 100.00
기 타 ²	37 42.53	16 18.39	16 18.39	8 9.20	0 0.00	10 11.49	87 100.00
전 체	260 9.22	578 24.49	801 28.40	616 21.84	388 13.76	177 6.28	2820 100.00
검정통계량	χ^2 통계량 = 179.69 (p-값 = 0.0001)						

¹ α 는 지분율을 나타낸다.

²기타에는 지배주주가 은행, 정부 및 비영리법인인 경우를 포함한다.

〈표 3〉 지분율 및 설명변수의 기술통계

패널 A: 지배주주 지분율에 따른 단일변량분석

변수	평균	중앙값	표준오차	t-통계량 (p-값)
E_t/P_{t-1}^1				
OWN ² = 0	-0.0310	0.0274	0.0140	-1.50
OWN = 1	-0.0027	0.0272	0.0126	(0.1338)
전체	-0.0167	0.0273	0.0094	
SIZE _t ³				
OWN = 0	24.37	24.39	0.03	3.36***
OWN = 1	24.22	24.25	0.03	(0.0008)
전체	24.30	24.32	0.02	
DEBT _t ⁴				
OWN = 0	0.74	0.71	0.01	5.98***
OWN = 1	0.66	0.66	0.01	(0.0008)
전체	0.70	0.68	0.01	
RISK _t ⁵				
OWN = 0	0.98	1.00	0.01	-4.56***
OWN = 1	1.02	1.03	0.01	(0.0001)
전체	1.00	1.02	0.01	
GROWTH _t ⁶				
OWN = 0	1.16	0.84	0.08	-0.29
OWN = 1	1.19	0.81	0.11	(0.7731)
전체	1.18	0.82	0.07	
PERS _t ⁷				
OWN = 0	0.31	0.13	0.02	0.44
OWN = 1	0.30	0.07	0.02	(0.6636)
전체	0.31	0.10	0.02	

*/**/****/는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 양측검정에 대해 통계적으로 유의함을 표시한다. p-값은 괄호 안에 표시되어 있다.

¹ E_t/P_{t-1} = t년도 경상이익을 기초시점의 주가로 표준화시킨 비율.

²OWN_t = t년말 지배주주 지분이 연도별 중위수보다 크면 1, 그렇지 않으면 0.

³SIZE_t = t년말 총자산의 자연대수.

⁴DEBT_t = t년말 부채비율(총부채 대 총자산).

⁵RISK_t = 시장모형에 의하여 추정된 베타.

⁶GROWTH_t = t년말 성장률(순자산의 시장가치 대 장부가치).

⁷PERS_t = 이익지속성(이익의 1차 자기상관계수).

패널 B: 주식수익률, 지배주주 지분을 및 설명변수 간의 상관분석

변수 ¹	R	E/P	OWN	INST	BLOCK	SIZE	RISK	GROWTH
E/P	.1819 ² (.0001)							
OWN	.0418 (.0001)	.0284 (.1335)						
INST	.0574 (.0024)	.1105 (.0001)	-.2022 (.0001)					
BLOCK	.0556 (.0034)	.0866 (.0001)	-.1657 (.0001)	.1632 (.0001)				
SIZE	-.0541 (.0043)	.0354 (.0610)	-.1479 (.0001)	.3240 (.0001)	.0742 (.0001)			
RISK	-.0126 (.5489)	-.0651 (.0018)	.0947 (.0001)	-.2322 (.0001)	-.1910 (.0001)	-.5073 (.0001)		
GROWTH	.0757 (.0001)	-.0001 (.9953)	.0054 (.7737)	-.0335 (.0763)	.0266 (.1601)	-.1325 (.0001)	.0364 (.0817)	
PERS	-.0258 (.1736)	-.0958 (.0001)	-.0082 (.6633)	.0445 (.0181)	-.0070 (.7010)	.0545 (.0038)	-.0327 (.1163)	-.0257 (.1743)

¹INST_t = 기관투자자의 지분이 표본기업의 중위수보다 크면 1, 그렇지 않으면 0. 기관투자자는 은행, 증권 및 보험 회사를 포함한다.

BLOCK_t = 비지배대주주의 지분이 5%보다 크면 1, 그렇지 않으면 0.

기타 변수는 <표 3> 참조.

²상관계수(p-값)

<표 3>의 패널 B에는 주요 재무변수간 Pearson 상관계수를 보고하였다. 선행연구에서 잘 알려진 바와 같이 주식수익률(RET)은 E/P 및 GROWTH 와 1% 미만의 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있을 뿐 아니라, OWN, INST 및 BLOCK 등 소유지분변수와도 1% 미만의 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 한편 OWN은 SIZE, INST 및 BLOCK과 유의한 음(-)의 상관관계를 보여, 지배주주 지분이 클수록 기업규모가 작으며 기관투자자 및 비지배대주주 지분은 낮은 것으로 나타나고 있다.

5.2 회귀분석 결과

5.2.1 소유지분에 관한 회귀분석 결과

<표 4>에 주식수익률과 이익 및 지배주주 지분간 회귀분석 결과를 보고하였다. <표 4>를 보고함에 있어 손실을 보고한 기업의 경우에는 주식수익률과 이익의 관계가 질적으로 다르다는 선행연구 결과에 따라 이익이 양(+)인 집단과 음(-)인 집단을 구분하여 추가로 회귀분석을 수행하였다(Hayn 1995; Collins et. al. 1999).

〈표 4〉 주가수익률에 대한 이익의 횡단면분석

$$R_t = a_0 + a_1 E_t/P_{t-1} + a_2 OWN_t \times E_t/P_{t-1} + a_3 INST_t \times E_t/P_{t-1} + a_4 BLOCK_t \times E_t/P_{t-1} + e_t \quad (2)$$

설명변수 ¹	모형 1a E _{it} > 0	모형 1b E _{it} ≤ 0	모형 1c 전체표본	모형 2a E _{it} > 0	모형 2b E _{it} ≤ 0	모형 2c 전체표본
E _t /P _{t-1}	2.5408*** (.0001)	-0.1172 (.1590)	0.4452*** (.0001)	0.4022 (.1192)	-0.0874 (.3376)	0.0227 (.7891)
OWN _t × E _t /P _{t-1}	0.7131*** (.0030)	-0.2151* (.0990)	0.1019* (.0835)	1.7914*** (.0001)	-0.2536* (.0594)	0.3551*** (.0008)
INST _t × E _t /P _{t-1}				4.0231*** (.0001)	-0.3835* (.0551)	0.9536*** (.0001)
BLOCK _t × E _t /P _{t-1}				1.3236*** (.0001)	0.2111 (.2692)	0.4982*** (.0001)
N	2294	489	2783	1962	489	2783
수정 R ²	20.5%	2.9%	3.3%	29.6%	4.1%	8.7%

*/**/**/는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 양측검정에 대해 통계적으로 유의함을 표시한다. p-값은 괄호 안에 표시되어 있다.

¹변수의 정의: 〈표 3〉 참조.

이익이 양(+)¹⁵의 집단인 경우 추정모형 1a에서 보듯이 E/P와 OWN×E/P에 대한 회귀계수(a₁과 a₂)는 각각 2.5408(p값=0.0001)과 0.7131(p값=0.0030)로서 유의한 양(+)¹⁵의 수치로 나타나고 있으며, 수정 R²도 20.5%로 추정모형이 상당한 설명력을 보이고 있다. 특히 a₂가 양의 값을 보이는 것은 지배주주 지분이 클수록 이익의 정보효과가 증가함을 의미한다.¹⁵⁾ 이는 이해관계 일치 가설

을 지지하는 반면에 경영권 방호 가설과는 일치되지 않는 결과이다.

추정모형 2a의 경우 INST×E/P와 BLOCK×E/P에 대한 회귀계수는 각각 4.0231과 1.3236으로 모두 1% 미만의 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 즉, 전략적 제휴 가설보다는 적극적 감시 가설의 예측대로 기관투자자 또는 비지배대주주 지분이 증가함에 따라 이익의 정보효과가 증가하고 있다.¹⁶⁾

- 15) 지배주주 지분율은 증위수를 기준으로 구분한 집단에 대한 분석외에도 전체표본을 삼등분한 후 중간집단을 제외한 상하 두 집단으로 구분한 분석과 20%를 기준으로 구분한 집단에 대한 분석을 추가적으로 검토하였다. 하지만 결과에는 차이가 없었다.
- 16) 주된 지배주주가 있는 경우에는 기관투자자나 비지배대주주의 역할이 그들의 지분율에 의해서만 결정된다고 보기는 어렵다. 지배주주의 지분율이 매우 높아서 경영에 관한 기타주주의 영향력을 허용하지 않는다면 기관투자자나 비지배대주주에 의한 감시역할은 지극히 제한적일 수밖에 없을 것이다. 반면에 지배주주의 지분율이 매우 낮은 경우에는 반대의 현상이 발생할 가능성이 높아질 것이다. 이러한 지배주주 지분율, 기관투자자 지분율이나 비지배대주주 지분율간의 상호작용가능성을 살펴보기 위하여 다음과 같은 회귀식을 추정하였다.

$$R_t = a_0 + a_1 E_t/P_{t-1} + a_2 OWN_t \times E_t/P_{t-1} + a_3 INST_t \times E_t/P_{t-1} + a_4 BLOCK_t \times E_t/P_{t-1} + a_5 OWN_t \times INST_t \times E_t/P_{t-1} + a_6 OWN_t \times BLOCK_t \times E_t/P_{t-1} + e_t$$

추정결과 a₅와 a₆은 모두 유의한 양(+)¹⁵으로 나왔는데 이는 기관투자자 및 비지배대주주의 적극적 감시역할이 지배주주 지분율과 기관투자자 지분율, 비지배대주주 지분율이 높은 경우에 두드러진다는 의미로 해석된다.

전체표본에 대한 결과는 통계적 유의성과 설명력이 다소 감소하는 것을 제외하고는 위의 결과와 거의 비슷하게 나오고 있다. 이익이 음(-)의 집단인 경우에는 추정결과가 별로 일관성 있게 나타나지 않고 있다. 특히 이익변수에 대한 계수추정치가 음의 값을 갖는 것은 기존의 연구(Collins 등, 1998) 결과와 크게 다른 것이 아니다.

5.2.2 통제변수를 포함한 회귀분석 결과

〈표 5〉에는 〈표 4〉에 보고된 설명변수에 이익의 질을 나타내는 통제변수를 포함한 회귀식 추정결과를 보고하였다. 〈표 5〉의 결과에 의하면 이익이 양(+)인 집단에서는 통제변수를 회귀식에 포함하고 도 〈표 4〉에 보고된 결과와 질적으로 동일한 결과

〈표 5〉 이익반응계수의 결정요인을 포함한 주가수익률에 대한 이익의 횡단면분석

$$R_{it} = a_0 + a_1 E_{it}/P_{t-1} + a_2 OWN_{it} \times E_{it}/P_{t-1} + a_3 INST_{it} \times E_{it}/P_{t-1} + a_4 BLOCK_{it} \times E_{it}/P_{t-1} + a_5 SIZE_{it} + a_6 DEBT_{it} + a_7 RISK_{it} + a_8 GROWTH_{it} + a_9 PERS_{it} + e_{it} \quad (3)$$

설명변수 ¹	모형 3a (E _{it} > 0)	모형 3b (E _{it} ≤ 0)
E _{it} /P _{t-1}	0.4134*** (0.1077)	-0.1891* (0.0577)
OWN _{it} × E _{it} /P _{t-1}	1.7875*** (0.0001)	-0.2295* (0.0877)
INST _{it} × E _{it} /P _{t-1}	4.1010*** (0.0001)	-0.3641* (0.0731)
BLOCK _{it} × E _{it} /P _{t-1}	1.2539*** (0.0001)	0.0911 (0.6408)
SIZE _{it}	-0.0987*** (0.0001)	-0.0166 (0.7094)
DEBT _{it}	-0.0899 (0.6257)	-0.8213** (0.0186)
RISK _{it}	-0.3850** (0.0169)	0.0683 (0.8312)
GROWTH _{it}	0.0358*** (0.0001)	0.0188 (0.2952)
PERS _{it}	-0.0134 (0.6470)	-0.0850 (0.1715)
N	2245	467
수정 R ²	31.1%	5.8%

*/**/**/는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 양측검정에 대해 통계적으로 유의함을 표시한다. p-값은 괄호 안에 표시되어 있다.

¹변수 정의: 〈표 3〉 참조.

가 관찰되고 있다. 즉, 지배주주 지분이 클수록, 기관투자자 지분이 클수록, 비지배대주주 지분이 클수록 이익의 정보효과가 커지고 있다. 통제변수의 경우 기업규모가 작을수록, 체계적 위험인 베타가 낮을수록, 성장성이 높을수록 이익의 정보효과가 큰 것으로 나타나고 있다.¹⁷⁾

한편 이익이 음(-)인 집단에서는 <표 4>에서와 같이 지배주주의 소유지분 변수와 기관투자자 변수의 계수가 모두 음(-)의 값을 갖고 있어 양(+)의 집단과는 질적으로 매우 다른 결과가 관찰되고 있다. 통제변수 중에서 부채비율에 대한 회귀계수만이 유의한 반응을 나타냈을 뿐 나머지는 통상적인 수준에서 유의하지 않은 것으로 나타났다.

5.2.3 재벌기업 대 비재벌기업간 회귀분석 결과

지배주주의 지분증가에 따라 이해관계의 일치가 증가한다는 결과는 지배주주의 소액주주에 대한 부를 저해하는 현상이 빈번하게 일어나는 상황에 비추어 볼 때 다소 의외의 결과로 보인다. 따라서 소유경영자의 절대적 권한으로 소액주주의 부를 극대화하지 않는 결정을 내릴 수 있는 경우를 파악하여 보다 심층적인 분석이 필요하다.

한국의 재벌은 상이한 업종에 속하는 여러 기업으로 구성되는 기업집단이다. 지난 1997년 말 발생한 경제위기는 재벌기업의 비효율성이 빚어낸 결과라고까지 비난할 정도이다. 그후 어느 재벌은 해체되기도 하였고 또 다른 재벌은 구조조정을 통하여 분할하기도 하였다. 경제적인 관점에서 보면 재

벌기업과 비재벌기업은 경영활동에 있어서 상당히 다른 행태를 보이고 있다. 따라서 표본기업을 재벌기업과 비재벌기업으로 구분하여 볼 필요가 있다.

공정거래위원회는 총자산 규모에 기초하여 매년 30대 기업집단과 계열회사를 발표한다. 이 자료에 기초하여 <표 6>에서는 재벌기업군과 비재벌기업군을 구분하여 수행한 회귀분석 결과를 제시하였다. 비재벌기업군에서는 $OWN \times E/P$ 와 $INST \times E/P$, $BLOCK \times E/P$ 에 대한 회귀계수가 각각 0.494, 3.433, 2.023으로서 1% 미만의 수준에서 유의하게 나타났다. 한편 재벌기업군의 경우에는 소유지분 변수 중에서 $INST \times E/P$ 에 대한 회귀계수만이 유의한 양(+)의 수치로 나타났을 뿐 $OWN \times E/P$ 와 $INST \times E/P$ 등은 유의하지 않았다.

이러한 차이는 재벌기업의 경우 지배주주가 개인적인 또는 재벌그룹 차원에서의 부를 증대시키려고 불공정 내부거래와 부실기업에 대한 부적절한 지원 등으로 그 재벌기업 자체의 주주로부터 부가 동일 재벌그룹의 다른 재벌기업으로 이전되었기 때문으로 보인다. 이에 따라 재벌기업이 보고한 이익의 질이 떨어져 회계정보의 유용성이 하락하였으며, 이에 따라 지배주주 지분 변수가 그 유의성을 잃게 된 것으로 해석된다.¹⁸⁾

<표 6>에서의 결과는 또한 계열회사간의 복잡한 내부거래가 재벌그룹 전체에 대한 윤곽을 잡기 어렵게 한다는 견해와도 일치한다. 재벌기업들은 일반적으로 한 회계법인으로 외부감사를 받으므로 협상력이 재벌기업에게 있기 때문에 감사인과 회계상의 이견차이가 있는 경우에 협상을 통해 자신들에

17) 선행연구와는 달리 PERS가 유의적이지 않은 것으로 나타났다. 이는 시계열 자료의 부족으로 PERS 추정시 사용된 관측치가 6개밖에 되지 않은 탓일 수도 있다.

18) Bae et al.(2001)은 재벌에 속한 기업의 경우 매수거래시 주가가 하락하지만 재벌에 속한 타기업의 가치상승으로 인하여 지배주주의 부는 평균적으로 증가한다는 결과를 보고하였다. 이러한 결과는 tunnelling 가설과 일치하는 것이다.

〈표 6〉 기업의 재벌소속 여부에 따른 주가수익률에 대한 이익의 횡단면분석

$$R_t = a_0 + a_1 E_t/P_{t-1} + a_2 OWN_t \times E_t/P_{t-1} + a_3 INST_t \times E_t/P_{t-1} + a_4 BLOCK_t \times E_t/P_{t-1} + a_5 SIZE_t + a_6 DEBT_t + a_7 RISK_t + a_8 GROWTH_t + a_9 PERS_t + e_t \quad (3)$$

설명변수 ¹	모형 3e 재벌기업이 아닌 경우	모형 3f 재벌기업인 경우
E_t/P_{t-1}	1.8215* (0.0001)	0.5702 (0.3199)
$OWN_t \times E_t/P_{t-1}$	0.4941* (0.0546)	0.6425 (0.2347)
$INST_t \times E_t/P_{t-1}$	3.4329*** (0.0001)	3.5508*** (0.0001)
$BLOCK_t \times E_t/P_{t-1}$	2.0230*** (0.0001)	0.3603 (0.5214)
$SIZE_t$	-0.1490*** (0.0001)	0.0443 (0.3596)
$DEBT_t$	0.1321 (0.5162)	-0.9744** (0.0314)
$RISK_t$	-0.5335*** (0.0035)	0.2330 (0.4623)
$GROWTH_t$	0.0306*** (0.0003)	0.2277*** (0.0002)
$PERS_t$	-0.0118 (0.7742)	-0.0262 (0.5199)
N	1663	582
수정 R ²	34.4%	27.2%

*/**/**/는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 양측검정에 대해 통계적으로 유의함을 표시한다. p-값은 괄호 안에 표시되어 있다.

¹변수 정의: 〈표 3〉 참조.

게 유리한 쪽으로 영향력을 행사하기도 한다. 이러한 모든 것들이 재벌그룹의 계열회사들이 작성한 재무제표상의 회계정보를 덜 투명하게 하고 덜 신

뢰가 가게 하는 요인이 된다. 이에 따라 재벌 계열회사들의 이익정보의 질은 떨어질 것이고 이익의 정보효과 또한 감소할 것이다.^{19), 20)}

19) Fan and Wong(2000)은 7개 아시아 국가에 대한 분석에서 지배주주 지분율이 증가함에 따라 이익의 정보효과가 감소한다고 보고하였는데 한국 기업표본에 대한 결과는 유의하지 않았다. 하지만 본 연구의 결과는 전체 표본의 경우에는 이해관계 일치 가설이 지지되고 있지만, 재벌기업군의 경우에는 소액주주 부의 지배주주로의 이전 현상이 발견되고 있음을 보여주고 있다.

20) 그외에도 30대 재벌기업군을 상위 5대 기업과 기타 기업군, 그리고 계열회사 수에 따라 두 그룹으로 나누어 분석하였다. 결과는 재벌의 특성이 강한 5대기업군과 계열회사수가 많은 기업군의 이익의 정보 효과가 더욱 감소하는 것으로 나타났다. 이는 위의 재벌에 관한 결과를 더욱 확증하는 결과이다.

VI. 결 론

본 논문에서는 기업의 소유구조가 이익의 정보유용성에 미치는 효과를 살펴보았다. 한국의 소유구조는 소유주 1인(지배주주)의 지배적인 역할로 특징지어질 수 있다. 소유경영자는 일반적으로 설립자이거나 직계친족의 일원으로 경영에 직·간접적으로 참여하며, 대부분의 경영결정에 영향을 미친다.

이러한 소유구조 하에서 이익정보의 유용성에 대해 두 가지 가설이 서로 상충되는 예측을 제시하고 있다. 이해관계 일치 가설은 소유경영자의 지분이 증가함에 따라 대리인비용이 줄어들고, 이에 따라 시장은 소유경영자의 의사결정을 가치를 증대시키는 것으로 인식한다고 본다. 한편 경영권 방호 가설은 지배주주가 지배주주의 부를 극대화하는 방향으로 의사결정을 내리고, 이를 감지한 시장이 각종 회계상 제약조건을 부과하고, 이를 회피하기 위해 이익조정을 자행할 것으로 본다. 전자의 경우는 지배주주의 지분이 증가할수록 이익의 유용성이 증가할 것으로 예측하는 반면, 후자의 경우는 이익의 유용성이 감소할 것으로 예측한다. 실증분석의 결과는 이해관계 일치 가설을 지지하고 있다.

또한 본 연구는 적극적 감시 가설과 전략적 제휴 가설 관점에서 기관투자자와 비지배대주주의 역할을 살펴보았다. 적극적 감시가설에서는 기관투자자 및 비지배대주주의 지분이 클수록 경영자에 대한 감시를 적극적으로 하는 관계로 이익의 정보유용성을 높여줄 것으로 예측하고 있다. 반면에 전략적 제휴 가설에서는 기관투자자 및 비지배대주주가 지배주주와 협력함으로써 경영에 대한 감시기능을 다하지 못하는 관계로 이익의 정보유용성이 낮아질

것으로 예측하고 있다. 결과는 적극적 감시가설과 일치되고 있다. 더욱이 그러한 기관투자자와 비지배대주주의 통제기능은 지배주주의 지분이 높을수록 더욱 현저하게 나타나고 있다.

한편 재벌기업의 경우에는 지배주주의 지분에 따른 이익의 정보효과가 관찰되지 않으나 비재벌기업의 경우에는 관찰되고 있다. 특히 재벌기업의 특성이 강한 5대 재벌그룹의 경우 또는 계열회사수가 많은 경우에는 지배주주의 지분이 증가함에 따라 이익의 정보효과가 증가하지 않는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 재벌기업의 경우 지배주주가 자신의 부 또는 재벌그룹 전체의 부를 극대화하는 과정에서 특정 계열회사의 이익에 반하는 의사결정을 내릴 가능성에 기인하는 것으로 보인다. 즉, 계열회사간의 복잡하고 부당한 내부거래 등이 은밀하게 이루어지고 이러한 내용들이 충분히 재무제표 등에 반영되지 않는 관계로 회계정보의 신뢰성이 크게 떨어지고 이로 인하여 이익정보의 유용성이 하락한 것으로 해석된다.

본 논문은 한국기업의 독특한 소유구조의 특성을 회계정보의 유용성과 연계하여 분석하였다는 점에서 그 의의가 있다고 할 수 있다. 본 연구에서 제시된 서로 상충되는 두 가지 가설은 다른 상황에서도 적용이 가능한 논리를 제시한다. 예를 들어, 지배주주의 지분이 늘어날수록 이해관계 일치 가설은 이익조정이 덜 할 것으로 예측하며, 경영권 방호 가설은 이익조정이 심해질 것으로 예측하여 검증해 볼만한 실증적 문제를 던져주고 있다. 더 나아가서 기관투자자와 비지배대주 등의 역할을 소유구조와 회계정보 유용성의 상관관계에서 살펴보는 것은 이익의 질 및 이익조정의 유인을 이해하는데 시사점을 제시하는 것으로 보여진다.

참고 문헌

- Admati, A. R., P. Pfleiderer, and J. Zechner, 1994, Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium, *Journal of Political Economy*, 1097-1130.
- Bae, K.-H., Kang, J.-K., & Kim, J.-M.(2001). Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *Journal of Finance* (forthcoming).
- Billings, B., 1999, Revisiting the relation between the default risk of debt and the earnings response coefficients, *The Accounting Review*, 509-522.
- Bushee, B. 1998, Institutional investors, long-term investment, and earnings management, *The Accounting Review*, 305-333.
- Chaney, P. K. and D. C. Jeter, 1992, The effect of size on the magnitude of long-window earnings response coefficients, *Contemporary Accounting Research* 8, 540-560.
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, S. L., & Fan, J.(1999). *Diversification and efficiency of investment of East Asian corporations*. Working paper.
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, S. L., & Fan, J.(2000). *On expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia*. Working paper.
- Collins, D., and S.P. Kothari, 1989, An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients, *Journal of Accounting and Economics*(July), 139-157.
- Collins, D., M. Pincus, and H. Xie. 1999. Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity. *The Accounting Review* 74(January): 29-61.
- Easton, P. D., and M. E. Zmijewski, 1989, Cross-sectional variation in stock market response to accounting earnings announcements, *Journal of Accounting and Economics*(July), 117-141.
- Fan, J., & Wong, T. J.(2000). *Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia*. Working paper, The Hong Kong University of Science and Technology.
- Graves, S. B., 1988, Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry, *Academy of Management Journal*, 417-428.
- Hayn, C., 1995, The Information Content of Losses, *Journal of Accounting and Economics*, 125-153.
- Jensen, M C., & Meckling, W. H.(1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 2000, Tunneling, *American Economic Review Papers and Proceedings* 90, 22-27.
- Kim, J., I. Krinsky, and J. Lee, 1997, Institutional holdings and trading volume reactions to quarterly earnings announcement, *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 1-14.
- Kormendi, R. and R. Lipe, 1987, Earnings innovation, earnings persistence and stock returns, *Journal of Business*, 323-346.
- La Porta, Rafael La Porta, F. L de Silanes, and A. Shleifer, 1999, Corporate Governance in the Asian Financial Crisis, *Journal of Finance*, 54, 471-518.
- Lipe, R., 1990, The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information, *The Accounting Review* 65, 49-71.
- McConell, J. and H. Servaes, 1990, Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny, 1988, Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial*

- Economics*, 293-315.
- Pound, J., 1988, Proxy contest and the efficiency of shareholder oversight, *Journal of Financial Economics* 20, 237-265.
- Rajgopal, S., and Venkatachalam, 1998, The role of institutional investors in corporate governance: An empirical investigation, Working paper, University of Washington.
- Rajgopal, S., and Venkatachalam, and J. Jiambalvo, 1999, Is institutional ownership associated earnings management and the extent to which prices reflect future earnings? Working paper, University of Washington and Stanford University.
- Schleifer, A., and R. Vishney, 1986, Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Schleifer, A., and R. Vishney, 1997, A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Warfield, T., J. J. Wild and K. Wild, 1995, Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 61-91.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman, 1990, Positive accounting theory: A ten year perspective, *The Accounting Review* 65, 131-156.
- Yoo, S. and S. Lee. 1987. Management style and practice of Korean Chaebols. *California Management Review*(Summer).
- Zmijewski, M. and R. Hagerman, 1981, An income strategy approach to the positive theory of accounting standards setting/choice, *Journal of Accounting and Economics* 3, 129-149.

Ownership Structure and Earnings Informativeness: Evidence from Korea

Kooyul Jung* · Soo Young Kwon** · Wonsun Paek***

Abstract

This paper examines the relationship between corporate ownership structure in Korea and the informativeness of earnings. Korean ownership structure is characterized by the dominance of one primary owner who also participates in firm management. Existing literature offers two alternative perspectives on the behavior of such owner-manager, convergence of interests and management entrenchment hypotheses. We tested how the alternative views are reflected in earnings informativeness. The results show that earnings are more informative as holdings of the owner increase, supporting the convergence of interest explanation for the owner-manager.

Second, we examine the role of institutional investors and blockholders. On the one hand, institutions/blockholders have incentives to actively monitor management. However, on the other hand, institutions/blockholders may not render effective monitoring because they lack expertise, suffer from free-rider problems, or strategically ally with the management. These opposing views predict conflicting signs on the relation between the earnings informativeness and holdings of institutions/blockholders. We find that earnings informativeness increases with the holdings of institutions and blockholders. This supports the active monitoring role of institutions/blockholders.

Finally, we test the relationship between earnings informativeness for chaebol (Korean business group) affiliated companies versus that for non-chaebol affiliated companies, and

* Korea Advanced Institute of Science and Technology

** Korea University

*** Sungkeunkwan University

find no significant relationship between the owner-largest shareholders holdings and earnings informativeness. This provides evidence that for chaebol companies, the negative effect of management entrenchment/expropriation of minority shareholders offsets the positive effects arising from convergence of interest. This phenomenon is more apparent for a group of firms with more distinctive characteristics of chaebol.

Key Words: Ownership structure, Quality of earnings, Earnings informativeness, Largest shareholder.