

소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향

김병곤
부산발전연구원 연구위원
(btkim@bdi.re.kr)
송재호
영학회계법인 공인회계사
(jhsong@youngwha.co.kr)

본 연구에서는 우리나라 228개 상장기업을 대상으로 2SLS방법을 이용하여 기업의 소유구조와 자본구조의 상호관계를 규명하고 이들이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다. 먼저 소유구조와 자본구조의 상호관계 분석에서, 전체기간을 대상으로 분석한 결과에서는 우리나라 기업의 소유구조와 자본구조는 상호영향관계가 존재하는 것으로 나타났다. 외환위기기(1997년~1998년)와 회복기(1999년~2000년)로 나누어 분석한 결과에서는 외환위기기에는 소유구조와 자본구조의 상호영향관계를 확인할 수 있었지만 회복기에는 발견할 수 없었다. 소유구조와 자본구조의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석에서는 내부지분율이 기업가치에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 소유지분이 분산되어 있을수록 경영자의 자의적인 경영이 억제되어 기업가치가 상승한다는 것을 의미한다.

1. 서론

1997년 12월 초 우리나라는 극심한 외환유동성 부족으로 인하여 외환위기를 겪었고 이러한 위기상황은 일단 극복되었으나 세계경제의 글로벌화·디지털화의 진전과 경제의 개방화 등의 영향으로 국내외적으로 경영환경이 급격하게 변화하고 있다. 기업간 경쟁이 심화되고 이에 따라 전문적인 기업경영의 중요성이 부각되고 있으며 소수의 내부자에 의한 경영통제나 지배는 점점 그 입지를 잃어 가고 있는 실정이다.

이러한 환경변화에 대응하여 정부는 기업경영에 있어 글로벌 스탠더드를 강조하고, 소유구조와 지배구조, 자본구조의 개선을 위해 증권거래법 제200

조 1항의 폐지, 사외이사제도의 도입, 출자총액 제한제도의 실시, 부채비율 200% 제한, 상호지급보증 해소 등 여러 가지 정책을 추진하고 있다. 기업들도 적극적인 구조조정을 통해 기업의 투명성·건전성을 확보하고 경쟁력을 강화하기 위해 노력을 기울이고 있다. 그럼에도 불구하고 국내 기업들은 아직까지 일부 내부자에 의하여 기업경영이 좌우되는 전근대적인 소유구조와 지배구조에서 크게 벗어나지는 못하고 있으며, 자본구조 측면에서도 건전성 확보가 미흡한 상황이다.

피셔의 분리이론(Fisher's separation theorem)에 의해 기업의 소유구조 문제에 대한 이론적 토대가 마련된 후, Berle·Means(1932)에 의해 미국기업의 소유와 지배의 분리현상에 대한 실증적 연구결과가 제시되었고, 이후 중요한 논점으로

부각되어 여러 학자들에 의해 연구되었다. Jensen · Meckling(1976)은 대리인이론(agency theory)을 발표하여 소유구조와 기업가치와의 관계를 이론적으로 설명하였으며, Demsetz · Lehn(1985)는 기업의 소유구조를 내생변수로 하는 소유구조 결정요인에 대한 실증연구를 행하였다.

특히 대리인이론에서는 소유구조문제와 더불어 자본구조문제까지 포함하는 기업지배구조문제를 다루고 있다. 대리인이론에 의하면 경영자는 부채의 대리인비용과 외부주주의 대리인비용이 일치하는 점에서 자본구조를 선택한다. 이 경우 기업의 소유구조결정과 자본구조결정은 서로 독립적인 것이 아니라 상호작용에 의해 동시에 결정된다. 이러한 소유구조와 자본구조의 결정은 기업가치에도 영향을 미치게 된다.

그러나 기존 연구들을 살펴보면 소유구조와 기업가치와의 관계, 자본구조와 기업가치와의 관계, 그리고 소유구조와 자본구조와의 관계에 대하여 독립적으로 연구하는 경우는 많으나 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구는 부족한 실정이다.

Jensen · Meckling(1976), Morck · Shleifer · Vishny(1988), Stulz(1988), 김주현(1992), 김우택 · 장대홍 · 김경수(1993), 지청 · 장하성(2001) 등은 소유구조와 기업가치의 관계를, Modigliani · Miller(1958, 1963), Ross · Westerfield · Jaffe(1990) 등은 자본구조와 기업가치의 관계를 분석하였다. Chandler(1980), Leland · Pyle(1977) 등은 소유구조와 자본구조의 관계를, Bathala · Moon ·

Rao(1994), 김건우(1997) 등은 2단계 최소자승법(two-stage least squares method: 2SLS)을 이용하여 소유구조와 자본구조간의 동시적 연관성을 파악하였다. 박경서 · 백재승(2001)은 2SLS방법을 이용하여 소유구조, 자본구조, 기업가치간의 상호 내생성을 분석하였다. 소유구조는 기업가치 또는 자본구조 등에 의해 내생적으로 결정될 가능성이 높으며, 자본구조도 내부자지분과 기업가치 등에 의해 부(-)의 영향을 받을 수 있다고 하였다. 또한 소유구조와 자본구조는 상호 내생성을 가질 뿐만 아니라 기업가치를 신호하거나 경영권을 방어하기 위한 수단으로 활용되고 있음을 시사하였다. 그러나 이러한 많은 연구결과들에도 불구하고 이들 세 변수의 관계에 대해서는 아직까지 일치된 결론을 내리지 못하고 있다.

따라서 본 연구에서는 우리나라 상장기업의 소유구조와 자본구조의 관계를 파악하여 이들의 관계가 기업가치에 미치는 영향을 파악해 보고자 한다.¹⁾ 이를 위해 본 연구에서는 2SLS방법을 응용하여 분석을 실시하고 OLS분석결과와의 차이점을 비교하여 제시한다.

분석기간은 1997년부터 2000년까지의 4개년도이며 연구대상은 1990년 1월 1일 이후 한국증권거래소에 계속 상장되어 있는 228개 비금융업종 기업이다. 또한 전체표본기간에 대한 분석뿐만 아니라 우리나라의 외환위기(IMF 관리체제)시기를 기준으로 외환위기기(1997년~1998년)와 회복기(1999년~2000년)로 나누어 분석한다.

1) 본 연구는 김건우(1997), 박경서 · 백재승(2001), 김병곤 · 박상현(2001)의 연구와 유사한 면이 있지만 연구의 목적과 표본기간 등에서 차이가 있다. 본 연구는 소유구조와 자본구조의 상호 내생성을 밝히고 이들 변수의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 것으로써 IMF 외환위기가 발생한 1997년부터 2000년까지의 자료를 이용하고 있다. 김건우(1997)의 연구는 소유구조와 자본구조의 상호관계만을 분석하였고, 박경서 · 백재승(2001)의 연구는 소유구조, 자본구조, 기업가치간의 상호 내생성을 분석하였는데, 표본기간은 1993년부터 1998년까지의 6년동안을 대상으로 하였다. 김병곤 · 박상현(2001)의 연구는 소유구조와 자본구조의 상호작용이 기업다각화에 미치는 영향을 분석한 것으로 1996년부터 1999년까지의 자료를 이용하였다.

II. 이론적 배경

소유구조와 자본구조는 상호영향관계가 존재한다. Leland·Pyle(1977)은 신호이론(signaling theory)에서 내부자는 수익성 있는 사업이나 높은 가치를 전달하는 신호도구로 자신의 소유지분을 이용하며 또한 높은 부채비율 역시 기업이 재무위험을 충분히 극복 할 수 있는 능력을 가지고 있다는 신호가 되므로 소유구조와 자본구조는 정(+)의 영향관계를 갖는다고 하였다. 기업의 소유구조와 자본구조의 상호영향관계를 분석한 Bathala·Moon·Rao(1994)는 경영자소유지분율과 부채비율은 동시에 결합적으로 결정된다고 하였다.

우리나라 기업을 대상으로 소유구조와 자본구조의 관계를 분석한 윤계섭(1990)에 의하면 대주주 지분율이 증가하면 콜옵션으로서 주식의 가치를 증가시키고자 부채비율을 높인다고 하였다. 강철규(1995)는 재벌기업들이 은행차입을 많이 할수록 대주주는 金利差 地代를 향유하기 위해 소유지분율을 높인다고 하였다. 김건우(1997)는 소유구조와 자본구조간에 정(+)의 영향관계가 존재하지만 소유구조와 자본구조가 상호의존적으로 결정되지는 않는다고 하였다. 김병곤·박상현(2001)은 IMF 외환위기 이전기간에는 소유구조와 자본구조정책이 서로 연계되어 결정되는 것을 확인할 수 있었지만, IMF외환위기 이후기간에는 상호의존적인 영향관계를 발견할 수 없었다고 하였다.

한편 소유구조와 자본구조는 기업가치에 정(+)의 영향과 부(-)의 영향을 미치는 양면적인 측면이 있다. Jensen·Meckling(1976)은 대리인문제(agency problem)의 관점에서, 소유경영자는 자신의 지분율이 낮을수록 특권적 소비(perquisite

consumption)를 하고자 하는 유인이 증가하게 되며, 이로 인해 외부지분의 대리인비용이 발생하여 기업가치는 감소한다고 하였다. 그렇지만 경영자의 지분이 증가하면 소유경영자와 외부주주의 이해가 일치(convergence-of-interests effect)하게 되어 외부지분의 대리인비용이 축소되고 이로 인하여 기업가치는 증가한다고 하였다. Morck·Shleifer·Vishny(1988)는 경영자가 주주총회나 이사회 의 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 정도로 소유지분을 갖게 되면 경영자는 사적소비동기를 충족시킬 가능성이 많아 기업가치는 감소한다고 하였다. Stulz(1988)는 내부지분율의 수준에 따라 이러한 유인의 정도는 다르기 때문에 내부지분율수준에 따라 기업가치에 미치는 영향은 비선형관계를 갖는다고 하였다.

Modigliani·Miller(1963)는 부채 사용에 따른 세금절감효과(tax shield effect)로 부채사용이 기업가치의 증가를 가져온다고 하였다. Ross·Westerfield·Jaffe(1990)는 파산비용이론 관점에서 부채 사용을 증가시키면 이자비용에 대한 세금절감효과로 기업가치의 증가가 나타나지만 파산가능성도 증가하여 파산비용이 발생하게 되는데, 만일 파산비용이 무시할 수 없을 정도로 커지게 되면 기업가치는 감소한다고 하였다.

III. 실증분석의 설계 및 분석대상변수의 측정

3.1 표본기업의 선정 및 분석대상 기간

본 연구에서 표본기업은 2000년 12월 31일 현

재 한국증권거래소에 상장된 704개 기업 중에서 다음과 같은 기준에 의해 228개의 기업을 선정하였다.

- ① 1990년 1월 1일부터 2000년 12월 31일 현재까지 한국증권거래소에 계속 상장되어 있는 비금융업종 기업²⁾
- ② 1990년 이후 계속하여 결산자료를 공표하여 회계자료를 입수할 수 있는 12월 결산법인으로 표본기간동안 결산기를 변경하지 않은 기업
- ③ 관리대상 종목이 아니며 자기자본이 완전 잠식되지 않은 기업
- ④ 1990년 이후 주권의 액면가액이 5,000원으로 액면분할이나 주식병합을 실시하지 않은 기업

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

않은 기업의 추가흐름과는 차이가 있기 때문이다.

본 연구에서 분석대상 기간은 1997년~2000년까지의 4개년이고, 각 연도의 데이터를 풀링(pooling)하여 912개의 데이터를 사용하였다. 데이터를 풀링하여 분석한 것은 연도별 횡단면 분석결과와 시계열적 흐름을 파악 할 수 있고, 연도별 자료의 불안정성을 줄여, 분석결과에의 신뢰도를 높일 수 있는 장점이 있기 때문이다.³⁾

한편 본 연구의 분석대상 기간에는 1997년 IMF 관리체제라는 외환위기가 포함되어 있다. 1997년과 1998년은 외환위기로 인한 경제의 침체기였으며 1999년과 2000년은 외환위로부터 벗어나기 시작한 회복기라고 할 수 있다. 따라서 이러한 경제상황의 변화는 기업의 경영환경과 소유구조 및 자본구조에도 많은 영향을 미쳤을 것으로 예상되므로 외환위기시기(IMF 관리체제)를 기준으로 외환위기(1997년~1998년)와 회복기(1999년~2000년)로 나누어 분석을 실시하였다.⁴⁾

3.2 가설설정

앞에서 살펴본 본 연구의 이론적 배경에서 소유구조와 자본구조는 상호 영향을 미치고, 이러한 상호영향관계가 기업가치에 영향을 미칠 수 있다고 하였다. 따라서 이와 같은 관계를 검증하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정한다.

- 2) 1990년부터 2000년까지 한국증권거래소에 계속 상장된 기업을 선택한 것은 10년 이상 경영활동을 수행하여 경영상황이나 경영성과가 안정화된 기업을 표본으로 선정하기 위해서이다.
- 3) 4년간 자료를 평균하여 분석하는 방법도 고려해 보았지만, 그 경우에는 자료의 특성이 중첩화되어 결과가 불분명한 경우가 많았다. 연도별로도 분석을 실시해 보았지만 연도별 결과에 일관성이 부족하여 본 연구에서는 4개년을 풀링하여 분석한 결과와 외환위기와 회복기로 나누어 분석한 결과만을 제시하였다. 그러나 자료를 풀링하여 시계열-횡단면 혼합분석(pooled-time series and cross-sectional analysis)을 실시하는 경우에는 오차항에 자기상관성(auto correlation)이 발생할 수 있는 문제점을 안고 있다.
- 4) IMF 외환위기가 발생한 1997년 이후 정부는 기업의 소유구조와 자본구조에 영향을 미칠 수 있는 많은 조치들을 취하였다. 이러한 조치들은 당시의 정책시행의 강도와 경제상황 등과 연계되어 기업의 소유구조와 자본구조정책, 기업가치 등에 미치는 영향이 외환위기(1997년~1998년)와 회복기(1999년~2000년)에 상이하게 나타날 수 있었을 것으로 생각하였다.

가설 1: 우리나라 기업들은 소유구조정책과 자본구조정책을 서로 연계하여 결정한다.

가설 2: 우리나라 기업들의 소유구조와 자본구조는 상호작용하여 기업가치에 영향을 미친다.

가설의 검증결과는 정부가 기업구조조정 방향을 추진하고 있는 소유구조개선정책과 부채비율을 낮추기 위한 자본구조정책에 주요한 정책적 시사점을 제공해 줄 수 있을 뿐만 아니라 기업차원의 소유구조와 자본구조개선전략에도 시사점을 제공해 줄 수 있을 것으로 생각한다.

3.3 가설검증방법

본 연구에서 분석하고자 하는 변수들간에는 상호의존적인 영향관계가 존재하여 어느 한 변수를 독자적으로 내생(종속)변수 혹은 외생(독립)변수로만 볼 수 없는 경우가 있다. 예를 들어, 기업의 소유구조는 자본구조에 영향을 미치고, 자본구조는 소유구조에 영향을 미치므로 이들 변수들의 관계를 일방의 영향관계로 분석하면 偏倚가 발생할 수 있다. 기업의 소유구조와 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 상호의존성(interdependence)을 반영하여 분

석할 수 있는 2단계최소자승법(two-stage least-squares method: 2SLS)을 사용하는 것이 바람직하다.

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 발생하여 不一致推定量을 추정하게 된다.

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.

3.4 가설검증 방정식 및 분석대상변수

소유구조와 자본구조의 상호의존성(interdependent)을 분석하고, 이들 변수들의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위하여 소유구조방정식, 자본구조방정식, 기업가치방정식을 설정하고, 이 방정식을 2SLS방법을 사용하여 분석한다.⁵⁾

5) 박경서·백재승(2001)의 연구에서와 같이 소유구조, 자본구조, 기업가치 변수를 내생적 변수로 인식하여 소유구조, 자본구조, 기업가치가 상호영향을 미치는 연립방정식의 관계로 분석할 수도 있다. 그러나 본 연구에서는 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향관계를 분석하고자 하였기 때문에 본 연구와 같은 연립방정식 체계로 설정하였다. 실증분석과정에서는 소유구조, 자본구조, 기업가치가 상호영향을 미치는 연립방정식 체계로 분석해보았으나 기업가치가 소유구조와 자본구조에 유의미하게 영향을 미치는 결과는 확인할 수 없었다.

3.4.1 가설검증 방정식

3.4.1.1 소유구조방정식

소유구조방정식은 자본구조가 소유구조에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 내부지분율(IOWN)이고 독립변수는 레버리지비율(LEV)이다. 소유구조에 영향을 미치는 다른 영향 요인을 통제하기 위하여 기업규모(SIZE), 위험(RISK), 수익성(ROA), 설립연수(AGE) 등을 통제변수로 사용한다.

$$IOWN = \alpha_1 + \beta_{11}LEV + \gamma_{11}SIZE + \gamma_{12}RISK + \gamma_{13}ROA + \gamma_{14}AGE \quad (1)$$

레버리지비율과 내부지분율간의 관계는 정(+) 또는 부(-)의 관계로 나타날 수 있다. 대리인문제 관점에서 보면 Friend · Hasbrouck(1987)이 주장한 것처럼 부채가 증가하면 기업의 재무위험이 커지게 되므로 내부자는 재무위험의 부담을 줄이기 위하여 지분율을 낮추게 된다. 그러나 Kim · Sorenson(1986)과 Agrawal · Mandelker(1990)가 주장한 것처럼 부채를 지배권보호에 이용한다면 부채가 많을수록 내부지분율은 높게 나타날 수 있다.

기업규모는 내부지분율과 부(-)의 관계를 갖는다. 기업규모가 커짐에 따라 기업의 자금조달규모는 증가하게 되는데 내부자들은 개인 부(wealth)의 한계로 인하여 지분율을 늘리거나 일정한 수준의 지분율을 유지하는데 어려움이 발생하여 내부지분율 수준이 감소하는 경향이 있다.

위험은 내부지분율에 정(+) 또는 부(-)의 영향을 미칠 수 있다. Demsetz · Lehn(1985)가 주장

한 것처럼 기업의 경영위험이 증대될 때 대주주가 경영자를 더 잘 감시하기 위하여 지분율을 높인다면 위험과 내부지분율간에는 정(+)의 관계가 나타나게 된다. 그러나 Bathala · Moon · Rao(1994)가 주장한 것처럼 기업의 위험이 커질수록 내부자가 자신의 부를 자신이 경영하는 회사에 투자하기를 꺼린다면 위험과 내부지분율간에는 부(-)의 관계가 나타날 수 있다.

수익성은 내부지분율과 정(+)의 관계를 가질 것으로 예상할 수 있다. 정보비대칭이론의 관점에서 볼 때 내부자는 기업 내부정보를 가장 많이 가지고 있으므로 기업의 수익성이 높다고 판단되면 자신이 경영하는 회사에 외부투자자보다 더 많이 투자하고자 할 것이다.

기업설립연수와 내부지분율간에는 부(-)의 관계가 예상된다. 기업발전론의 관점에서 보면 자본주의가 가족자본주의에서 금융자본주의, 그리고 경영자자본주의로 발달함에 따라 내부자의 지분율은 감소한다. 즉 자본시장의 발달과 더불어 자본시장을 통한 자본의 조달이 활발해질수록 기업은 개방된 소유구조를 갖게 된다. 특히 우리나라의 경우 자본시장육성법의 제정 등과 같이 기업공개를 유도하는 정책이 시행되었고, 증권거래법 제200조 1항(1997년 4월 폐지)에서 대주주는 상장 당시의 지분율을 초과하여 주식을 보유하지 못하도록 규정하고 있었기 때문에 기업이 설립된 이후 경과연수가 오래될수록 내부자의 지분율은 낮을 것으로 예상된다.

3.4.1.2 자본구조방정식

자본구조방정식은 소유구조가 자본구조에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 레버리지비율(LEV)이고 독립변수는 내부지분율(IOWN)이다. 자본구조에 영향을 미치는 다른 요인을 통제

하기 위하여 기업규모(SIZE), 위험(RISK), 수익성(ROA), 고정자산비율(FIX)을 통제변수로 사용한다.

$$LEV = \alpha_2 + \beta_{21}IOWN + \gamma_{21}SIZE + \gamma_{22}RISK + \gamma_{23}ROA + \gamma_{24}FIX \quad (2)$$

내부지분율과 레버리지비율의 관계에 대해서는 상반된 견해가 있다. Kim · Sorenson(1986)과 Agrawal · Mandiker(1990)는 내부지분율이 높을수록 부채의 대리인비용이 낮아져 부채비율이 높아진다고 하였고, Leland · Pyle(1977)은 내부자의 지분율이 기업외부로 보내지는 투자의 질에 대한 신호로 작용하기 때문에 내부지분율과 부채비율간에 정(+)의 관계가 있다고 하였다. 반면에 Friend · Hasbrouck(1987)과 Friend · Lang(1988)은 내부지분율이 높아지면 내부자는 재무위험을 더욱 크게 인식하고 자신이 그 위험에 대한 부담을 줄이기 위해 부채비율을 감소시킨다고 하였다. Jensen · Meckling(1976)은 내부자가 외부지분의 대리인 비용을 피하기 위하여 외부로부터의 부채조달을 선호하게 된다면 내부지분율 수준이 낮을수록 부채비율은 높아진다고 하였다.

기업규모와 레버리지비율의 관계에서는 기업규모가 클수록 파산의 가능성이 줄어들고, 상대적으로 높은 신용등급을 획득할 수 있어 부채조달비용이 낮아지므로 기업규모가 클수록 레버리지비율이 높을 것으로 예상된다.

위험은 레버리지비율과 부(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 경영위험이 높은 기업은 도산을 염려하여 레버리지비율을 낮추어 기업위험을 축소시키고자 할 것이기 때문이다.

수익성과 레버리지비율간에는 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 레버리지비율의 관계에 대해서는 서로 대립되는 견해가 있다. 정(+)의 관계를 가진다는 견해에 의하면 고정자산이 많으면 담보가치가 증가하기 때문에 더 많은 부채를 조달할 수 있어 레버리지비율이 높아진다는 것이다. 부(-)의 관계를 가진다는 견해는 고정자산이 많을수록 감가상각비 및 투자세액공제 등 소위 비부채 세금혜택이 커져서 부채를 덜 사용하게 된다는 것이다.

3.4.1.3 기업가치방정식

기업가치방정식은 소유구조와 자본구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 기업가치비율(M/B)이고 독립변수는 내부지분율(IOWN), 레버리지비율(LEV)이다. 기업가치에 영향을 미치는 다른 요인을 통제하기 위하여 수익성(ROA)과 기관투자자지분율(INST)을 통제변수로 사용한다.

$$M/B = \alpha_3 + \beta_{31}IOWN + \beta_{32}LEV + \gamma_{31}ROA + \gamma_{32}INST \quad (3)$$

내부지분율과 기업가치비율은 정(+) 또는 부(-)의 관계로 나타날 수 있다. 대리인이론과 신호이론에 의하면 내부지분율이 높을수록 외부지분의 대리인비용이 감소하고 기업이 양호하다는 신호로 받아들여 기업의 가치가 상승한다고 하였다. 그러나 경

영자안주가설에 따르면 일정수준 이상의 지분율이 확보되면 경영자가 사적소비동기를 충족시킬 가능성이 증가하여 기업가치가 감소한다고 하였다.

레버리지비율과 기업가치비율은 정(+) 또는 부(-)의 관계가 예상된다. 부채를 사용함에 따라 저렴한 자본비용, 절세효과 등으로 기업가치가 증가하지만 파산위험 등의 재무위험의 상승으로 어느 한도를 넘어서면 부(-)의 관계를 갖게된다.

수익성은 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. Servaes(1996)가 지적한 것처럼 수익성이 낮은 기업은 수익성이 높은 유사기업에 비해 시장에서 할인되어 거래되는 경향이 있기 때문에 수익성과 기업가치간에는 정(+)의 영향관계가 나타날 수 있다.

기관투자가지분율은 기업가치비율과 정(+)의 관계가 예상된다. 내부자를 통제·감시할 수 있는 기관투자자가 존재하는 경우에는 내부자의 대리인비용문제를 축소시킬 수 있기 때문에 기업가치는 증가할 수 있다.

3.4.2 분석대상변수의 측정

3.4.2.1 내부지분율(IOWN)

내부지분율은 대주주1인과 친족 및 특수관계인이 소유한 주식 총수가 발행주식 총수에서 차지하는 비율을 사용한다.⁶⁾ 내부지분율 자료는 한국신용평가(주)에 의해 작성된 「한국기업총람」 및 KIS-FAS

자료와 상장회사협의회에서 발간하는 「상장회사총람」, 각 기업의 사업보고서 등을 이용하였다.

3.4.2.2 레버리지비율(LEV)

자본구조의 대응변수로는 장부가액 기준으로 총자본에서 타인자본(부채)이 차지하는 비중, 즉 레버리지비율(부채/총자본)을 사용한다.

3.4.2.3 기업가치비율(M/B)

기업가치비율의 대응변수로는 시장가치 대 장부가치(market-to-book value: M/B) 비율을 사용하였다.⁷⁾ 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 다음과 같다.

$$\frac{M}{B} = \frac{ME + D}{TA} \quad (4)$$

단, M : 기업의 시장가치

B : 자산의 장부가치

ME : 자기자본의 시장가치
(=발행주식수×주가)

D : 부채의 장부가치

TA : 총자산의 장부가치

6) 대주주1인이란 주주1인과 증권거래법 시행령 제10조의 3에 해당하는 특별관계자가 소유한 주식의 총수가 가장 많은 주주를 말한다. 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.

7) 본 연구에서 사용된 M/B비율의 계산방법은 Lindenberg·Ross(1981)가 제시한 Tobin's Q 계산방법과 유사하다. Chung·Prulltt(1994)는 M/B비율이 Tobin's Q비율을 96.6%설명한다고 하였고, Servaes(1996)는 M/B비율과 Q비율간의 상관계수가 0.97이라고 하였다. 김우택·장대홍·김경수·박상수(1996)는 국내상장기업의 M/B비율과 Q비율간의 상관계수는 0.713이라고 하였다. 이러한 연구결과는 Tobin's Q비율을 대용한 기업가치 척도로 M/B비율이 유용하게 활용될 수 있음을 보여주는 것이다.

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

있는 지분율을 이용하였다.

3.4.2.4 기타통제변수

기업규모(SIZE)는 총자산 규모에 자연로그를 취한 값을 사용하였으며, 위험(RISK)은 총자산영업이익률(영업이익/총자산)의 표준편차를 사용하였다.⁸⁾ 수익성(ROA)의 측정치로는 총자산영업이익률을 이용하였으며, 기업설립연수(AGE)를 측정하는 대용변수로는 당해 기업의 창립이후 분석 연도까지의 경과연수에 대한 자연로그값을 이용하였다. 고정자산비율(FIX)은 총자산에서 고정자산이 차지하는 비율(고정자산/총자산)을 이용하였다. 기관투자지분율(INST)은 외국인 및 법인세법 시행령 제17조에서 규정하고 있는 기관투자가 즉, 금융기관, 증권투자신탁회사, 연·기금, 공제사업영위법인, 재정경제부장관이 정하는 조합 등이 보유하고

N. 실증분석 결과

4.1 각 변수의 기술통계량

본 연구에서 사용된 각 변수의 표본기간별 평균 추이를 요약하면 <표 1>과 같다.

<표 1>에서 표본기업의 내부지분율은 증가하는 추세를 보이고 있다. 우리나라의 외환위기가 발생한 1997년 이후 내부지분율이 증가한 것은 재무구조를 개선하기 위해 발행된 증자물량 중 상당부분을 계열사 및 내부자가 인수하였기 때문이다. 레버리지비율은 외환위기 이후 정부의 부채비율 감소정책과 외국인 투자자들의 재무구조개선 압력 등으로 인하여 1997년 69.06%에서 2000년 55.63%로 감소하였다.

<표 1> 각 변수의 평균추이

| 구분 \ 연도 | 1997년 | 1998년 | 1999년 | 2000년 | 4개년 평균 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 내부지분율(%) | 26.44 | 28.47 | 28.14 | 34.52 | 29.39 |
| 레버리지비율(%) | 69.06 | 61.79 | 55.50 | 55.63 | 60.49 |
| M/B비율 | 0.869 | 0.853 | 0.861 | 0.726 | 0.827 |
| 총자산(억원) | 12,193 | 13,020 | 14,922 | 15,283 | 13,855 |
| 총자산영업이익률(%) | 0.78 | 0.50 | 2.85 | 3.84 | 1.99 |
| 설립연수(년) | 34.39 | 35.39 | 36.39 | 37.39 | 35.89 |
| 고정자산비율(%) | 56.92 | 57.77 | 57.97 | 57.82 | 57.62 |
| 기관투자지분율(%) | 22.42 | 16.17 | 16.36 | 14.97 | 17.48 |

8) 총자산영업이익률의 표준편차는 각 연도로부터 과거 5개년 자료를 이용하여 산출(roll-over방식)하였다.

〈표 2〉 전체표본기간(1997년~2000년)을 이용한 변수간의 상관계수

| 구분 | IOWN | LEV | M/B | SIZE | RISK | ROA | AGE | FIX | INST |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|-------|
| IOWN | 1.000 | | | | | | | | |
| LEV | -0.220* | 1.000 | | | | | | | |
| M/B | -0.154* | 0.334* | 1.000 | | | | | | |
| SIZE | -0.115* | 0.213* | 0.019 | 1.000 | | | | | |
| RISK | -0.039 | 0.072* | 0.112* | -0.139* | 1.000 | | | | |
| ROA | -0.009 | -0.136* | 0.049 | 0.084* | -0.028 | 1.000 | | | |
| AGE | 0.044 | -0.030 | -0.157* | 0.211* | -0.074* | 0.056 | 1.000 | | |
| FIX | 0.059 | 0.029 | -0.017 | 0.184* | -0.078* | 0.017 | 0.109* | 1.000 | |
| INST | -0.117* | 0.040 | 0.116* | 0.570* | -0.137* | 0.130* | 0.082* | 0.120* | 1.000 |

주) *는 5%의 유의수준에서 유의함을 나타냄. 유의성 검정은 Pearson상관관계 검정임.

기업가치의 대용변수인 M/B비율은 외환위기가 인 1997년과 1998년에 각각 0.869와 0.853으로 기업의 시장가치가 장부가치보다 매우 낮아 기업가치의 저하가 심각했음을 알 수 있다. 외환위기를 벗어나기 시작한 1999년에는 0.861로 다소 회복되었으나 2000년에는 0.726으로 하락하였다.

표본기업의 평균 자산규모는 1997년 1조 2,193 억원에서 2000년 1조 5,283억원으로 지속적인 증가추세를 보이고 있다. 이러한 추세는 정부에서 가이드라인으로 제시한 부채비율 200%를 맞추기 위해 이 기간동안 기업들이 자산재평가를 집중적으로 실시한 때문이다.⁹⁾

수익성을 나타내는 총자산영업이익률(ROA)은 외환위기기인 1997년 0.78%, 1998년 0.50%로 감소하다가 회복기인 1999년과 2000년에는 각각 2.85%와 3.84%로 증가하였다. 설립연수는 2000년 말을 기준으로 평균 37.39년이다. 고정자산비율은 1997년 56.92%에서 2000년도 57.82%로

증가추세를 보이고 있다. 이는 자산규모의 증가와 마찬가지로 기업들이 실시한 자산재평가 때문이다. 기관투자자지분율은 1997년 22.42%에서 2000년에 14.97%로 감소 추세를 보이고 있다.

이들 각 변수의 전체표본기간(1997년~2000년)의 자료를 이용하여 계산한 변수들간의 상관관계는 〈표 2〉와 같다.

4.2 가설검증 결과

4.2.1 전체표본기간에 대한 2SLS분석결과

228개 기업의 4년간 자료를 이용하여 2SLS 분석을 실시한 결과는 〈표 3〉과 같다.

먼저, 소유구조방정식과 자본구조방정식에서 소유구조와 자본구조의 상호의존관계를 살펴보면, 두 방정식에서 레버리지비율변수와 내부지분율변수의 회귀계수가 각각 $-0.398(t=-2.588)$, $-0.864(t$

9) 상장기업의 자산재평가 전수는 1995년 33건, 1996년 27건에서 1997년 74건, 1998년 314건, 1999년 148건 등으로 크게 증가하였다.

〈표 3〉 전체표본기간에 대한 2SLS 분석결과

| 소유구조방정식 | | | | | |
|-------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| $IOWN = \alpha_1$ | $+ \beta_{11}LEV$ | $+ \gamma_{11}SIZE$ | $+ \gamma_{12}RISK$ | $+ \gamma_{13}ROA$ | $+ \gamma_{14}AGE$ |
| 회귀계수 | -0.398** | -0.002 | -0.021 | -0.151* | 0.029* |
| t값 | -2.588 | -0.389 | -0.145 | -1.713 | 1.715 |
| $R^2=0.0272$ | | | Adj $R^2=0.0218$ | | |
| 자본구조방정식 | | | | | |
| $LEV = \alpha_2$ | $+ \beta_{21}IOWN$ | $+ \gamma_{21}SIZE$ | $+ \gamma_{22}RISK$ | $+ \gamma_{23}ROA$ | $+ \gamma_{24}FIX$ |
| 회귀계수 | -0.864** | 0.016** | 0.279* | -0.366** | 0.030 |
| t값 | -3.100 | 2.865 | 1.648 | -4.247 | 1.306 |
| $R^2=0.0725$ | | | Adj $R^2=0.0674$ | | |
| 기업가치방정식 | | | | | |
| $M/B = \alpha_3$ | $+ \beta_{31}IOWN$ | $+ \beta_{32}LEV$ | $+ \gamma_{31}ROA$ | $+ \gamma_{32}INST$ | |
| 회귀계수 | -1.666** | -0.359 | 0.042 | 0.050 | |
| t값 | -2.257 | -0.976 | 0.203 | 0.492 | |
| $R^2=0.0165$ | | | Adj $R^2=0.0122$ | | |

주) *는 10%수준에서 유의적이고, **는 5%수준에서 유의함.

=-3.100)로 5% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 나타나고 있다. 이는 우리나라 기업들이 소유구조와 자본구조를 서로 연계하여 결정한다는 [가설 1]을 지지하는 결과로서 김전우(1997)의 연구결과와는 다르고, 김병곤·박상현(2001)의 연구결과와는 일치하는 것이다.

소유구조방정식의 2SLS 분석결과를 보면, 레버리지비율은 회귀계수가 -0.398(t=-2.588)로 레버리지비율이 높아질수록 내부지분율은 낮아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Friend·Hasbrouck(1987)이 주장하는 것처럼 레버리지비율이 높은 기업일수록 기업의 재무위험이 더 커지게 되므로 레버리지비율이 높아지면 우리나라 기업의 내부자

들은 재무위험의 부담을 줄이기 위해서 지분율을 낮추는 것으로 이해할 수 있다.

수익성을 나타내는 총자산영업이익률의 회귀계수는 -0.151(t=-1.713)로 유의수준 10%에서 내부지분율에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 수익성이 높으면 내부지분율이 높을 것으로 예상한 정보비대칭이론적 관점과는 다른 결과이다. IMF 외환위기 이후 정부에서 강도 높게 추진한 부채비율 저감정책과 관련이 있는 것으로 보인다. 기업들은 부채비율 축소를 위해 1998년~1999년 기간에 유상증자를 대규모로 실시하였는데,¹⁰⁾ 수익성 있는 기업의 증자는 상대적으로 원활하게 이루어져 내부지분율이 낮아진 반면 비수익 기업의

10) 유상증자규모가 1995년 5조 6천억원, 1996년 3조 7천억원, 1997년 2조 7천억원에서 1998년에는 13조 5천억원, 1999년 33조 5천억원 등으로 크게 증가하였다.

증자는 대량 실권되어 대부분이 계열사나 기존 대주주에 의해 인수됨으로써 내부지분율이 높아진 때문으로 보인다.

기업설립연수의 회귀계수는 0.029($t=1.715$)로 유의수준 10%에서 내부지분율에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업설립연수가 오래될수록 내부지분율이 낮을 것이라는 예상과 다른 결과이다.

그 밖의 통제변수인 기업규모, 위험변수는 회귀계수가 각각 -0.002($t=-0.389$), -0.021($t=-0.145$)로 내부지분율에 영향을 미치는 의미 있는 변수로 판명되지 않았다.

자본구조방정식의 결과를 보면, 내부지분율변수의 회귀계수는 -0.864($t=-3.100$)로 레버리지비율에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Friend·Hasbrouck(1987)과 Friend·Lang(1988) 등의 연구결과와 일치하는 것으로 내부지분율이 높은 기업일수록 내부자들은 자신이 부담해야 하는 재무위험을 감소시키기 위해 레버리지비율을 낮추는 것으로 이해할 수 있다.

기업규모의 회귀계수는 0.016($t=2.865$)으로 레버리지비율에 유의한 정(+)의 관계를 보여준다. 이 결과는 기업규모가 커질수록 부채에 의한 자금조달이 늘고 상대적으로 보통주 발행에 의한 자본조달이 줄어들게 되어 내부지분율이 하락하는 결과라고 할 수 있다.

위험변수의 회귀계수는 0.279($t=1.648$)로 레버리지비율에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 경영위험이 높은 기업은 도산을 우려하여 레버리지비율을 낮출 것이라는 가설과 다른 결과이다. 우리나라 기업들은 경영위험이 높은 기업일수록 오히려 레버리지비율이 높은 특징이 있음을 알 수 있다.

수익성변수는 회귀계수가 -0.366($t=-4.274$)으로

로 레버리지비율에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 수익성이 높은 기업은 유보를 많이 할 뿐 아니라 유보에 의한 자금조달은 거래비용이 가장 저렴하고 정보비대칭으로 인한 비용이 낮다. 따라서 수익성이 높을수록 상대적으로 부채를 적게 사용하게 되고, 同 분석기간중에 정부에서 강력하게 시행한 부채비율 200%정책 때문에 기업들이 외부자금을 조달하는 경우 주식발행을 선호한 때문으로 보인다.

기업가치방정식의 분석결과를 보면, 내부지분율은 기업가치비율에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 내부지분율변수의 회귀계수는 -1.666($t=-2.257$)로 5%의 유의수준에서 유의하며, 기업의 지분이 분산되어 있을수록 내부자의 자의적인 경영이 억제되어 기업의 가치는 증가하는 것으로 이해할 수 있다. 그 밖의 변수인 레버리지비율, 총자산영업이익률, 기관투자자지분율의 회귀계수는 각각 -0.359($t=-0.976$), 0.042($t=0.203$), 0.050($t=0.492$)으로 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

4.2.2 외환위기와 회복기 2SLS분석결과

분석기간을 외환위기(1997년~1998년)와 회복기(1999년~2000년)로 나누어 2SLS분석을 실시한 결과는 <표 4>와 같다.

먼저, 소유구조방정식과 자본구조방정식에서 소유구조와 자본구조의 상호관계를 보면, 외환위기 간에는 소유구조와 자본구조간에 상호의존적인 관계가 존재하는 것으로 나타났지만, 회복기에는 상호의존적인 관계를 발견할 수 없었다. 1997년~1998년 기간중에 정부에서 집중적으로 시행한 소유구조와 재무구조개선 정책으로 인하여 기업들은

〈표 4〉 외환위기(1997년~1998년) 및 회복기(1999년~2000년) 2SLS분석결과

| 소유구조방정식 | | | | | |
|-------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| $IOWN = \alpha_1$ | $+ \beta_{11}LEV$ | $+ \gamma_{11}SIZE$ | $+ \gamma_{12}RISK$ | $+ \gamma_{13}ROA$ | $+ \gamma_{14}AGE$ |
| IMF 외환위기 | | | | | |
| 회귀계수 | -0.324** | -0.004 | 0.097 | -0.107 | 0.033 |
| t값 | -2.105 | -0.550 | 0.544 | -0.979 | 1.541 |
| $R^2=0.0396$ | | | $Adj R^2=0.0289$ | | |
| 외환위기 회복기 | | | | | |
| 회귀계수 | -0.247 | -0.006 | -0.277 | -0.113 | 0.016 |
| t값 | -1.442 | -0.964 | -1.252 | -0.896 | 0.616 |
| $R^2=0.0288$ | | | $Adj R^2=0.0180$ | | |
| 자본구조방정식 | | | | | |
| $LEV = \alpha_2$ | $+ \beta_{21}IOWN$ | $+ \gamma_{21}SIZE$ | $+ \gamma_{22}RISK$ | $+ \gamma_{23}ROA$ | $+ \gamma_{24}FIX$ |
| IMF 외환위기 | | | | | |
| 회귀계수 | -0.716** | 0.023** | 0.232 | -0.140 | 0.034 |
| t값 | -2.639 | 3.533 | 1.051 | -1.008 | 1.615 |
| $R^2=0.0962$ | | | $Adj R^2=0.0861$ | | |
| 외환위기 회복기 | | | | | |
| 회귀계수 | -0.287 | 0.023** | 0.482* | -0.550** | -0.088 |
| t값 | -0.485 | 2.126 | 1.829 | -5.648 | -1.011 |
| $R^2=0.1545$ | | | $Adj R^2=0.1451$ | | |
| 기업가치방정식 | | | | | |
| $M/B = \alpha_3$ | $+ \beta_{31}IOWN$ | $+ \beta_{32}LEV$ | $+ \gamma_{31}ROA$ | $+ \gamma_{32}INST$ | |
| IMF 외환위기 | | | | | |
| 회귀계수 | -0.213 | -0.137 | 0.660** | -0.047 | |
| t값 | -0.502 | -0.644 | 3.749 | -0.559 | |
| $R^2=0.0333$ | | | $Adj R^2=0.0247$ | | |
| 외환위기 회복기 | | | | | |
| 회귀계수 | -2.819** | -0.428 | -0.226 | 0.156 | |
| t값 | -2.090 | -0.597 | -0.515 | 0.804 | |
| $R^2=0.0316$ | | | $Adj R^2=0.0230$ | | |

주) *는 10%수준에서 유의적이고, **는 5%수준에서 유의함.

소유구조와 자본구조정책을 상호 의존적으로 결정한 것으로 보인다.¹¹⁾ 그러나 회복기에는 정부의 대기업 정책이 다소 완화됨에 따라 기업들은 소유구조와 자본구조정책을 상호 의존적으로 결정할 필요성이 낮았던 것으로 유추해 볼 수 있다.

소유구조방정식의 외환위기와 회복기 분석결과를 보면, 외환위기에서 레버리지비율은 내부지분율에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 회복기에는 회귀계수가 $-0.247(t=-1.442)$ 로 통계적으로 유의미한 결과를 얻을 수 없었다.

자본구조방정식의 분석결과를 보면, 외환위기에서 내부지분율이 레버리지비율에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나서 전체기간 분석결과와 동일하였다. 그러나 회복기의 내부지분을 회귀계수는 $-0.287(t=-0.485)$ 로 통계적으로 유의미한 결과를 얻을 수 없었다. 기업규모가 레버리지비율에 미치는 영향은 전체기간 분석결과와 같이 두 기간 모두에서 유의적으로 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 위험과 수익성은 회복기의 회귀계수가 각각 $0.482(t=1.829)$ 와 $-0.550(t=-5.648)$ 으로 전체기간 분석결과와 동일하게 나타났다.

기업가치방정식의 분석결과를 보면, 회복기의 내부지분율변수의 회귀계수가 $-2.819(t=-2.090)$ 로 전체기간 분석결과와 같이 유의적인 부(-)의 영향 관계를 보였다. 레버리지비율은 두 기간 모두에서 기업가치와 유의적인 영향관계를 발견할 수 없어서 전체기간 분석결과와 동일하였다. 한편 수익성변수는 외환위기에 있어 기업가치변수와 유의적인 정(+)의 영향관계를 갖는 것으로 나타나 유의적인 영향관계를 발견하지 못한 전체기간 분석결과와 차

이가 있었다.

4.2.3 2SLS분석과 OLS분석결과의 비교

본 연구에서는 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향을 2SLS로 분석함으로써 기존의 OLS 중심의 분석보다 신뢰성 있는 결과를 얻고자 하였다. 따라서 동일한 자료를 이용하여 2SLS분석의 결과와 OLS분석의 결과가 어떠한 차이가 있는가를 살펴보았다. <표 5>는 전체기간을 대상으로 OLS에 의해 회귀분석을 실시한 결과이다.

소유구조방정식에서 보면 2SLS 분석결과와 다른 변수는 기업규모와 수익성 변수이다. OLS분석에 의한 레버리지비율의 회귀계수값은 -0.171 로 2SLS의 회귀계수값 -0.398 보다 작아 레버리지비율이 내부지분율에 미치는 영향이 2SLS결과보다 작게 나타나고 있다. 기업규모 변수는 2SLS 결과와는 달리 통계적으로 유의적인 것으로 나타났고, 수익성 변수는 오히려 비유의적인 것으로 나타났다. 따라서 OLS 분석결과는 2SLS를 적용한 결과와는 차이가 존재함을 알 수 있다.

자본구조방정식에서는 각 변수의 영향방향이 OLS와 2SLS분석에 의한 결과가 일치하게 나타나고 있으나, 내부지분율이 레버리지비율에 미치는 영향은 OLS분석에 의한 결과(-0.229)가 2SLS분석에 의한 결과(-0.864)보다 작게 나타나고 있다.

기업가치방정식에서는 레버리지비율, 수익성, 기관투자가지분율 변수가 2SLS 결과와 차이를 보였는데, 2SLS분석에서 기업가치변수와 비유의적인 관계로 나타났던 변수들이 OLS분석에서는 통계적

11) 1997년 4월 증권거래법 제200조 1항이 폐지되었고, 1998년에는 기업구조조정을 위한 5+3원칙에 따라 상호채무보증 완전 해소, 신규 채무보증 완전 금지, 부채비율 200% 달성, 상호출자금지, 출자총액제한제도 폐지(2001년 부활), 사외이사제도 도입 등의 조치들이 취해졌다.

〈표 5〉 OLS에 의한 회귀분석결과(전체표본기간 대상)

| 소유구조방정식 | | | | | |
|-------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| $IOWN = \alpha_1$ | $+ \beta_{11}LEV$ | $+ \gamma_{11}SIZE$ | $+ \gamma_{12}RISK$ | $+ \gamma_{13}ROA$ | $+ \gamma_{14}AGE$ |
| 회귀계수 | -0.171** | -0.008** | -0.122 | -0.067 | 0.027* |
| t값 | -5.997 | -2.479 | -0.999 | -1.015 | 1.673 |
| $R^2=0.0581$ | | | $Adj R^2=0.0529$ | | |
| 자본구조방정식 | | | | | |
| $LEV = \alpha_2$ | $+ \beta_{21}IOWN$ | $+ \gamma_{21}SIZE$ | $+ \gamma_{22}RISK$ | $+ \gamma_{23}ROA$ | $+ \gamma_{24}FLX$ |
| 회귀계수 | -0.229** | 0.024** | 0.401** | -0.366** | 0.006 |
| t값 | -6.126 | 6.592 | 2.865 | -4.873 | 0.339 |
| $R^2=0.1155$ | | | $Adj R^2=0.1106$ | | |
| 기업가치방정식 | | | | | |
| $M/B = \alpha_3$ | $+ \beta_{31}IOWN$ | $+ \beta_{32}LEV$ | $+ \gamma_{31}ROA$ | $+ \gamma_{32}INST$ | |
| 회귀계수 | -0.146** | 0.559** | 0.337** | 0.157** | |
| t값 | -2.254 | 10.180 | 2.609 | 2.654 | |
| $R^2=0.1336$ | | | $Adj R^2=0.1298$ | | |

주) *는 10%수준에서 유의하고, **는 5%수준에서 유의함.

〈표 6〉 분석대상변수간의 영향관계 분석결과 요약

| 구분 | | 내부 지분율 | 레버리지 비율 | 기업 규모 | 위험 | 수익성 | 설립 연수 | 고정자산 비율 | 기관 투자가 지분율 |
|-------------|------|-----------|------------|----------|----|-----|----------|------------|------------------|
| 소유구조 방정식 | 예상 | | ± | - | ± | + | - | | |
| | 2SLS | | -** | - | - | -* | + | | |
| | OLS | | -** | -** | - | - | + | | |
| 자본구조 방정식 | 예상 | ± | | + | - | - | | ± | |
| | 2SLS | -** | | + | + | -** | | + | |
| | OLS | -** | | + | + | -** | | + | |
| 기업가치 방정식 | 예상 | ± | ± | | | + | | | + |
| | 2SLS | -** | - | | | + | | | + |
| | OLS | -** | + | | | + | | | + |

주) 1. +는 정의 영향관계, -는 부의 영향관계, 그리고 ±는 정·부의 영향관계가 존재함을 의미함.

2. **, *는 각각 5%, 10% 유의수준에서 유의적인 변수임을 나타냄.

으로 유의한 정(+)의 관계로 나타났다.

이상에서와 같이 분석결과가 달리 나타나는 것은 연립방정식모형의 모수를 OLS방법으로 추정 한 결과 연립방정식 편의가 발생하였기 때문이다. 따라서 2SLS를 사용하여 이러한 연립방정식 편의를 제거 또는 가능한 최소한으로 감소시켜야 한다는 것을 알 수 있다.

전체기간을 대상으로 한 2SLS분석 및 OLS분석 결과를 요약하면 <표 6>과 같다.

V. 요약 및 결론

본 연구에서는 우리나라 기업들의 소유구조와 자본구조의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 2SLS방법을 이용하여 분석하였다. 표본기업은 228개의 상장기업이고, 분석기간은 1997년부터 2000년까지 4개 연도이며, 분석자료는 4개년도의 데이터를 풀링(pooling)하여 총 912개의 데이터를 이용하였다.

본 연구에서 소유구조방정식, 자본구조방정식, 기업가치방정식을 하나의 연립방정식체제로 구성하였으며, 기업규모, 위험, 수익성, 설립연수, 고정자산비율, 기관투자자지분을 등을 통제변수로 사용하였다.

먼저, 우리나라 기업의 소유구조와 자본구조의 상호관계를 분석한 결과를 요약하면 다음과 같다. 1997년부터 2000년까지의 전체표본기간에서는 소유구조와 자본구조가 상호의존적으로 결정된다는 [가설 1]을 지지하는 것으로 분석되었다. 그러나 외환위기와 회복기로 나누어 분석한 결과에서는 외환위기에는 소유구조와 자본구조가 상호작용을

하는 것으로 나타났지만, 회복기에는 이러한 관계를 발견할 수 없었다.

둘째, 우리나라 기업의 소유구조에 영향을 미치는 요인으로는 레버리지비율과 수익성인 것으로 나타났다. 즉 레버리지비율이 높은 기업의 내부자는 부채사용에 따른 재무위험의 부담을 줄이기 위해 내부지분율을 낮추는 것으로 분석되었다. 또한 수익성이 높을수록 내부지분율이 낮아지는 것으로 나타났다.

셋째, 자본구조에 영향을 미치는 요인으로는 내부지분율, 기업규모, 위험, 수익성 등인 것으로 나타났다. 내부자는 내부지분율이 증가하면 내부자가 부담해야 하는 재무위험을 줄이기 위해 레버리지비율을 낮추는 것으로 나타났다. 기업규모와 위험변수는 레버리지비율에 정(+)의 영향을 미치고, 수익성변수는 부(-)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

넷째, 소유구조와 자본구조의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과에 의하면 내부지분율이 기업가치에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 내부지분율이 낮을수록 기업가치가 증가하는 결과는 지분이 분산되어 있을수록 내부자의 자의적인 경영이 억제되어 기업가치가 상승한다는 것을 의미한다. 따라서 정부는 기업들이 특정 내부자에 의해 지배되는 것을 제한하고 기업경영의 투명화를 위한 정책을 시행해 나가는 것이 바람직하다는 것을 알 수 있었다.

다섯째, 분석기간을 외환위기(1997년~1998년)와 회복기(1999년~2000년)로 나누어 분석한 결과에 의하면, 외환위기에는 소유구조와 자본구조의 상호작용을 확인할 수 있었으나 회복기에는 이러한 관계를 확인할 수 없었다.

본 연구에서는 이러한 분석결과에도 불구하고 다

음과 같은 한계점을 가지고 있다. 첫째, 분석에 사용된 지분율 자료는 상장회사협의회 「상장회사총람」, 금융감독위원회에 제출된 각 기업의 사업보고서 등에 공시된 지분율을 이용하였으므로 실제 드러나지 않은 내부지분율이 존재하여 본 연구에 반영되지 못한 부분이 있을 가능성이 있다. 둘째, 자본구조 결정과 배당 결정은 상호의존적이므로 동시에 파악하여야 하나 소유구조와 자본구조와의 관계를 명확하게 파악하기 위하여 배당 요인을 분석에 포함시키지 않았다. 따라서 배당관련 변수를 함께 고려한 포괄적인 분석이 요구된다. 셋째, 표본기간이 4개년에 한정되어 경영위험의 측정치인 ROA의 표준편차에 측정오차가 발생하였을 수 있으므로 향후에는 표본기간을 더 넓게 확장하여 분석할 필요가 있다. 넷째, 분석기간이 외환위기 이후 4년간으로 한정되어 외환위기 전후의 변화상황에 대하여 명확하게 파악할 수 없었다. 따라서 경제상황을 고려한 동태적인 분석이 필요할 것으로 생각된다. 다섯째, 소유구조와 자본구조, 기업가치간에는 상호내생성을 갖는다는 연구결과들이 있는 것을 감안할 때 본 연구에서 설정한 연립방정식체계는 이러한 부분을 충분히 반영하지 못했을 가능성도 있다.

그러나 이러한 한계점에도 불구하고, 본 연구의 결과는 우리나라 기업의 소유구조정책과 자본구조정책의 상호관계 존재여부와 이들의 관계가 기업가치에 미치는 영향을 조명함으로써, 기업경영의 투명화와 기업구조조정 측면에서 소유구조 및 자본구조 개선정책, 그리고 기업가치 극대화전략을 수립하고자 하는 기업들과 적절한 기업관리정책을 수립하고자 하는 정부에 도움이 될 수 있을 것으로 생각한다.

참고문헌

- 강철규(1995), "재벌의 금리차 지대와 소유구조," 한국의 대기업, 포스코경영연구원, 141-158.
- 구맹희, 김병곤(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.
- 김병곤·박상현(2001), "소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향," **재무관리연구**, 18(2), 57-79.
- 김우택, 장대홍, 김경수(1993), "기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구," **재무연구**, 6, 55-75.
- , 박상수(1996), "토빈 Q와 대체적 성과측정변수와의 관계," **재무관리연구**, 23(1), 185-202.
- 김주현(1992), "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구," **재무연구**, 5, 129-145.
- 박경서, 백재승(2001), "재벌기업의 대주주경영자는 비재벌의 대주주경영자와 얼마나 다른가?: 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구," **재무연구**, 14(2), 89-130.
- 박성태(1990), "자본구조결정요인에 대한 실증적 연구," **재무관리연구**, 7(2), 81-105.
- 선우석호(1990), "한국기업의 재무구조결정요인과 자본비용," **재무연구**, 3, 61-80.
- 윤계섭(1990), "한국기업의 소유와 경영의 분리 및 그 효과에 관한 연구," **서울대학교 경영논집**, 14(1), 45-49.
- 지청, 장하성(2001), "소유구조와 기업가치의 상호관계에 관한 실증적 분석," **2001년 5개 학회 춘계공동학술연구발표회 발표논문집**, 249-279.
- Agrawal, A. and G. N. Mandelker(1990), "Large Share-

- holders and Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June, 143-161.
- 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.
- Berle, A. A. and G. C. Means(1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan.
- Chandler, A. D.(1980), "The United States: Seedbed of Managerial Capitalism," *Managerial Hierarchies*, Alfred Chandler and Herman E.D.(eds.), Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 9-40.
- Chung, K. H., and S. W. Prulitt(1994), "A Simple Approximation of Tobin's q," *Financial Management*, Vol. 23, Autumn, 70-74.
- Demsetz, H., and G. Lehn(1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, Vol. 93, 1155-1177.
- Friend, I., and J. Hasbrouck(1987), "Determinants of Capital Structure," in Andy Chen(ed.), *Research in Finance*, Vol. 7, JAI Press, 1-19.
- 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.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 350-360.
- Kims, W. S. and E. H. Sorenson(1986), "Evidence on the Impact of Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June, 131-144.
- Leland, H. E., and D. H. Pyle(1977), "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol. 32, 371-387.
- Lindenberg, E., and S. Ross(1981), "Tobin's Q ratio and industrial organization," *Journal of Business*, 54, 1-32.
- McConnell, J. J., and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 595-611.
- Miller, M. H.(1977), "Debt and Taxes," *Journal of Finance*, 261-275.
- Modigliani, F., and M. H. Miller(1963), "Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, Vol. 53, 433-443.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny(1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Myers, S. C., and N. C. Majluf(1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 187-221.
- Pinegar, J. M., and R. C. Lease(1986), "The Impact of Preferred-for-Common Exchange Offers on Firm Value," *Journal of Finance*, 795-814.
- Pound, J.(1988), "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight," *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield, and J. F. Jaffe(1990), *Corporate Finance*, 2nd ed. Richard D. Irwin, Inc., Homewood, IL., 417-424.
- 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.
- Short, Helen(1994), "Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms," *Journal of Economic Surveys*, Vol. 8(3), 1994, 203-249.
- Stulz, R. M.(1988), "Management Ownership, Capital Structure, and Takeover," *Journal of Financial Economics*, 20, 1-19.
- _____ (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Stulz, R. M.(1988), "Management Ownership, Capital Struc-

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

Byoung-Gon Kim* · Jae-Ho Song**

Abstract

The purpose of this paper is to investigate the effects of the interrelationship between the ownership and capital structure on the corporate value using 2SLS(2 stage least squares) regression method. The samples of this study are 228 Korean listed companies on the end of the year of 2000 and the period of analysis is 4 years from 1997 to 2000. The used data sets are pooling data during the 4 years.

For the 2SLS analysis, three structural equation models are applied; ownership structure equation, capital structure equation, and corporate value equation. And the control variables are included firm size, risk, firm age, profitability, fixed asset ratio, and institute ownership.

The analyzed results are as follows.

The results of 2SLS method suggest that (i)the ownership structure strategy and capital structure policy are interrelated. (ii)Their interdependence effects on corporate value, especially, the ownership structure has the negative effect on the corporate value. But I can not find the effect of debt ratio on the corporate value.

Key words: ownership structure, capital structure, corporate value, 2SLS, 2 Stage Least Squares regression method.

* Research Fellow, Busan Development Institute.

** C.P.A, Youngwha Accounting Corporation.