

# 지배주주 지분율이 의결권 가치에 미치는 영향\*

임병권(주저자)

한국주택금융공사  
(bklim@hf.go.kr)

윤평식(공저자)

충남대학교 경영학부  
(psyoon@cnu.ac.kr)

최향미(교신저자)

충남대학교 경영학부  
(hmchoi@cnu.ac.kr)

의결권 가치는 기업 통제에 따른 사적 이익의 가능성 혹은 경영권 경쟁 가능성을 반영하는 바, 사적 이익 추구하고 경영권 경쟁 가능성에 영향을 줄 수 있는 소유 지분 구조에 따라 의결권 가치는 달라질 수 있다. 본 연구는 2004-2016년 동안 지배주주 지분율이 의결권 가치에 미치는 영향을 분석하고, 지배주주와 5% 이상 대량지분 투자자 간의 상호작용을 검증함으로써 외부 대규모 투자자가 의결권 가치에 미치는 영향을 함께 분석한다.

연구 결과는 다음과 같다. 첫째, 지배주주 지분율과 의결권 가치 사이에 '역 U자형'의 비선형 관계가 나타난다. 지배주주 지분율이 낮은 수준에서 지배주주 지분율은 의결권 가치에 양(+)의 영향을 주지만, 지배주주 지분율이 일정 수준 이상으로 증가하면 음(-)의 영향을 미치고 있다. 둘째, 5% 이상 대규모 기관투자자의 지분율은 지배주주 지분율과 의결권 가치의 관계에 유의한 영향을 미치지 않는다. 이는 우리나라 기관투자자가 경영권에 대한 잠재적 경쟁자나 감시자의 역할을 하기 보다는 기업 집단 내 계열회사인 경우가 많아 기관투자자의 역할이 제한적으로 나타나고 있음을 시사한다.

본 연구는 의결권 가치를 지배주주의 소유구조로 분석하고 의결권 가치에 대한 국내외 대규모 기관투자자의 영향을 조명함으로써, 최근 진행되는 기관투자자의 주주권 참여와 의결권 가치에 대한 논의에 시사점을 제공한다.

주제어: 의결권 가치, 사적이익, 경영권 경쟁, 지배주주 지분율, 기관투자자

## 1. 서론

2016년 말 스투어드십 코드(stewardship code)가 도입된 이후 기관투자자를 중심으로 한 책임투자의 중요성이 부각되고 있다.<sup>1)</sup> 특히, 최근 국민연금의 적극적 의결권 행사 등으로 기업지배구조 측면에서 기관투자자의 주주권 참여와 이에 따른 의결권

가치에 대한 논의가 더욱 활발히 이루어지고 있다.<sup>2)</sup>

의결권의 가치는 의결권을 행사함으로써 얻을 수 있는 금전적 또는 비금전적 가치를 의미하며, 기업의 경영의사결정에 영향을 미칠 수 있는 지배주주 지배력의 영향을 받는다(DeAngelo & DeAngelo, 1985; Zingales, 1994, 1995; Chung & Kim, 1999; Nenova, 2003; 국찬표·정균화, 2000; 최중범·문판수, 2005; 고혁진·박영석·위경우·

최초투고일: 2019. 7. 3      수정일: (1차: 2019. 9. 26)      게재확정일: 2019. 10. 20

\* 본 연구는 충남대학교 학술연구비의 지원에 의하여 수행되었음

1) 스투어드십 코드(수탁자 책임 원칙)는 자산을 수탁하여 운용하는 기관투자자들에게 의결권 행사와 관련한 지침을 제시함으로써 책임 있는 투자를 유도하는 주주권 행사 준칙을 의미한다(김형철, 2016). 스투어드십 코드는 2010년 영국에서 최초로 도입되었고, 우리나라는 2016년 12월 19일 '기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙'인 한국형 스투어드십 코드가 공포되었다. 국민연금은 2018년 7월 스투어드십 코드를 도입하였다.

2) 최근 국민연금은 대한항공 故조양호 회장의 사내이사 연임에 반대하는 의결권을 행사함으로써 경영권 교체에 영향을 준 것으로 평가되고 있다.

이재현, 2008). 즉, 의결권 가치는 첫째, 지배주주가 기업 지배를 통해 영유할 수 있는 사적 이익(private benefit of control)의 가능성과 둘째, 지배주주의 지배 수준에 따른 경영권 경쟁 가능성(probability of control contest)에 따라 다르게 발생할 수 있다(Zingales, 1994, 1995).<sup>3)</sup>

첫째, 사적 이익의 가능성 측면에서, 기업지배구조가 좋은 기업은 지배주주의 사익 추구가 어려우므로 의결권 가치가 낮게 나타난다. 한편, 지배주주 지분이 일정 수준 이상 높아져 지배주주의 기업 통제력이 커지고 참호효과(entrenchment effect)가 나타날 때 사적 이익 추구의 가능성은 높아지며(Zingales, 1994, 1995; 최중범·문관수, 2005; 고혁진 외 3인, 2008), 따라서 의결권의 가치는 높아진다(Doidge, 2004; Nenova, 2003; Silva & Subrahmanyam, 2007; Odegaard, 2007; Muravyev, 2014). 즉, 지배주주 지분율과 의결권의 가치는 양(+ )의 관계를 가질 것이다.

둘째, 경영권 경쟁 가능성 측면에서, 기업의 소유구조 내에 절대적인 지배주주가 존재하면 경영권 경쟁 가능성은 희박할 것이며, 의결권 가치는 감소할 것이다(Zingales, 1994; Chung & Kim, 1999; Nenova, 2003; 김정국·박상수·최도성, 1996; 국찬표·정균화, 2000; 최중범·문관수, 2005).

반면 지배주주의 지분율이 낮고 경영 참여가 가능한 외부 주주가 있을 때 경영권 경쟁 가능성은 높아지며, 이에 따라 의결권 가치는 상승할 것이다. 즉, 경영권 경쟁 측면에서는 지배주주 지분율과 의결권의 가치는 음(-)의 관계를 가질 것이다.

이제까지 소유 구조 측면에서 의결권 가치를 규명하기 위한 연구들이 이루어져 왔으나 해외 시장에서는 지배주주의 지분이 증가할수록 의결권의 가치가 하락한다는 결과가 제시된 반면(Hauser & Lauterbach, 2004; Odegaard, 2007; Caprio & Croci, 2008)<sup>4)</sup>, 국내 주식시장을 대상으로 한 연구에서는 주요주주나 외부주주 지분 수준이 의결권 가치에 미치는 영향을 분석하였고, 혼재된 연구 결과를 제시하고 있다. 특히, 지배주주의 지분율과 의결권 가치의 비선형적 관계에 대한 가능성을 분석한 연구는 거의 전무한 상황이다.<sup>5)</sup> 그러나 기업을 지배할 수 있는 수준의 소유지분을 보유하고 있는지 여부는 사적 이익 추구의 가능성과 경영권 경쟁 가능성 모두에서 중요한 이슈이고 따라서 지배주주의 지분율과 의결권 가치의 비선형적 관계까지 종합적으로 고려함으로써 지배주주 소유지분의 영향력을 보다 엄정하게 분석해 볼 필요가 있다.<sup>6)</sup>

사익추구 가설에 기반한 접근은 의결권 가치와 기업 지배구조가 반비례한다는 기존의 연구결과(Muravyev,

3) 의결권 가치는 경영권을 행사하여 얻을 수 있는 사적 이익에 따라 증가하고(Zingales: 1994), 인수기업의 가치는 기업 지배를 통한 사적 이익과 관련되어 있다는 연구도 있다(Grossman & Hart, 1988; Bergstrom & Rydqvist, 1992; Rydqvist, 1996). 이에 따르면 경영권 경쟁은 기업지배를 통한 잠재적 사적 이익을 추구하므로 두 가지 요인이 반드시 상호 배타적임을 의미하지는 않는다.  
 4) 예외적으로 미국시장을 대상으로 한 연구는 지배주주 지분율이나 경영권 경쟁 측면이 의결권의 가치에 유의미한 영향을 주지 않는다는 상반된 결과를 제시하고 있다(Lease, John, McConnell, & Mikkelson, 1983; Zingales, 1995).  
 5) 김정국 외 2인(1996)과 정성훈(2013)은 대주주 지분율과 의결권의 가치가 음(-)의 관련성을 보인다는 결과를 제시하고 있으며, 유사하게 Chung & Kim(1999)은 소액주주의 영향력이 높을수록 의결권의 가치가 증가함을 보여주고 있다. 반면, 국찬표·정균화(2000)와 최중범·문관수(2005)는 대주주 지분율과 의결권의 가치가 유의적인 관련성이 없다는 결과를 제시하고 있다. 한편, 국찬표·정균화(2000)는 대주주 지분율과 의결권 가치의 비선형성을 고려하였으나 유의적이지 않은 결과를 제시하고 있다.  
 6) Stulz(1988) 역시 기업인수 시장에서 경영자의 소유지분과 경영권 획득에 따른 프리미엄은 증가하다가 감소하는 비선형관계를 제시하고 있다. 경영자의 소유지분이 낮은 경우에 기업인수자는 해당기업의 경영권 획득을 위해 지불하고자 하는 프리미엄이 증가할 수 있으나, 소유지분이 50%이상을 넘어서면 프리미엄은 오히려 낮아질 수 있기 때문이다.

Berezinets, & Ilina, 2014; Nicodano & Sembenelli, 2004; Silva & Subrahmanyam, 2007)에 근거한다. 기존 이론은 기업지배구조가 좋아 사적 이익 추구의 기회가 상대적으로 낮은 경우 의결권 가치는 낮게 나타나고, 기업지배구조가 나쁜 경우 의결권 가치가 높아짐을 실증하고 있다. 즉, 다른 모든 조건이 동일하다면, 지배주주 지분율이 높을 때 지배주주 지분율이 낮을 때보다 상대적으로 사익을 추구할 수 있는 가능성이 높아지므로 의결권 가치에 반영되는 사익추구를 위한 프리미엄이 높아질 수 있다. 한편, Jensen & Ruback(1993)의 이해일치가설은 내부자 지분이 높아질수록 주주와 경영진의 이해관계가 일치하여 기업 성과의 증대로 이어지지만, 이후 다수의 연구는 경영진을 비롯한 내부지분율이 일정 수준에 이르면 참호 효과를 보이게 되며 지배구조가 악화되는 비선형 관계를 가짐을 보여준다(Morck, Shleifer, & Vishny, 1988; McConnell & Servaes, 1990, 1995; Kole, 1995). 따라서 비선형 관계를 고려할 때 사익추구가설에 따른 의결권 가치는 지배주주 지분율과 U자형 관계를 가질 것이다. 그러나 이는 소유와 경영의 분리를 가정했으므로 우리나라 기업집단의 경우 지배주주가 경영진을 겸하거나 경영자에 대한 지배력을 유지하는 경우가 많아 지배주주 지분과 의결권 가치의 관계가 이와 다른 양상으로 나타날 수 있다.

경영권 경쟁 가설에 근거한 접근은 의결권 가치가 경영권 경쟁 가능성에 의해 결정된다는 것이다(Zingales, 1994; Chung & Kim, 1999; Nenova, 2003; 김정국 외 2인; 국찬표·정균화, 2000; 최종범·문판수, 2005). 지배주주의 지분 수준이 낮아 잠재적 경영권 위협이 있는 경우, 지배주주가 경영권을 안정적으로 확보할 때까지는 기업통제를 위한 의결권이 핵심적이며 따라서 의결권의 가치가 증

가할 것이다. 반면, 지배주주 지분 수준이 일정 수준에 이르게 되면 더 이상 경영권 경쟁의 가능성에 직면하지 않으며, 이 수준을 넘어서게 되면 지배주주는 기업 전체를 지배할 수 있는 통제력을 가지게 된다. 지배주주가 기업을 지배할 때, 지배주주의 지분율이 상승할수록 경영권 경쟁 가능성은 낮아지고 한계 의결권의 가치는 감소하는 '역U자형 관계'가 나타날 수 있다.

한편, 기업 지배권 시장에서 대규모 기관투자자와 같은 외부주주의 존재는 지배주주 지분율과 의결권 가치의 관계에 영향을 미칠 수 있다. 동일한 지분을 가졌다고 하더라도 외부의 대규모 기관투자자가 지배주주를 효율적으로 감시한다면 지배주주의 지배력은 달라질 것이다(Shleifer & Vishny, 1986; Majumdar & Nagarajan, 1997). 대규모 기관투자자의 존재에 따라 경영권 경쟁이 심화되고 의결권의 가치가 높아질 수 있는 반면, 외부 투자자가 기업의 지배주주와 전략적 제휴 관계를 유지함으로써 상호 간의 이익극대화를 추구한다면 오히려 경영권 경쟁 위험이 낮아질 가능성도 있다(Pound, 1988). 이때 지배주주는 보다 적은 지분으로 기업 통제가 가능해지므로, 의결권의 가치는 보다 낮아질 가능성도 공존한다.

본 연구는 2004년부터 2016년까지 보통주와 우선주 자료가 존재하는 유가증권시장 기업을 대상으로 지배주주 지분율과 의결권 가치의 관계를 분석함으로써 우리나라 주식시장에서 의결권 가치가 사적 이익 추구하고 경영권 경쟁 중 어떤 가능성을 보다 반영하는지를 분석한다. 특히, 이를 위해 선형 관계 및 비선형 관계를 모두 검증하고 외부의 대량지분투자자가 지배주주 지분율과 의결권 가치의 관계를 어떻게 조절하는지를 추가적으로 분석함으로써, 외부 대규모 투자자의 역할을 함께 고찰하고자 한다.

본 연구의 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 지배주주 지분율과 의결권 가치의 선형성을 고려하는 경우 일부 모형에서 음(-)의 관련성이 나타나나 유의성에서 혼재된 결과를 보여, 선형적인 영향을 미친다고 보기에는 한계가 있다. 반면, 비선형성을 고려하였을 때는 일관된 '역U자형 관계'를 보인다. 이는 지배주주 지분 수준으로 구분한 후 분석하여도 일관된 결과를 보인다. 즉, 지배주주 지분율이 낮은 수준에서 지배주주 지분율은 의결권의 가치와 양(+)의 관계를 보이거나, 지배주주 지분율이 높은 수준에서는 음(-)의 영향을 미친다. 이는 우리나라 주식시장에서 의결권 가치가 사적 이익 추구의 가능성보다는 경영권 경쟁 가능성의 영향 아래 있음을 시사한다.

둘째, 지배주주와 5% 이상 대규모 기관투자자 지분율의 상호작용은 OLS 분석과 패널분석에서 역U자형 관계를 완화하지만 내생성을 고려한 Petersen (2009) 군집표준오차를 사용하였을 때 일관되게 유의한 결과를 보이지 않는다. 이는 외부 대규모 기관투자자가 지배주주에 대한 감시자 및 잠재적 경영권 경쟁자로서 의결권 프리미엄에 영향을 준다고 하기에 한계가 있음을 의미한다. 특히 기업집단의 경우 5% 이상 대규모 기관투자자가 기업집단 내 계열사인 경우가 많아 이들이 경영권 경쟁에 적극적으로 참여하지 않는 것으로 판단된다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 2장에서는 의결권 가치 및 대규모 투자자와 관련된 선행 연구를 살펴보고, 3장은 본 연구의 내용 및 분석 방법을 설명한다. 4장에서는 실증분석 결과를 제시하고 결론에서는 연구결과를 요약하고 시사점을 제시한다.

## II. 기존연구

의결권에 관한 기존 연구는 의결권의 가치를 추정하는 연구와 의결권 가치에 영향을 미치는 결정요인들을 실증하는 연구로 이원화할 수 있다. 선행 연구에서 의결권의 가치는 국가마다 차이가 있음을 보고하고 있으며, 이탈리아나 우리나라처럼 가족경영 기업이 많은 국가에서 특히 의결권의 가치가 크다는 결과를 제시하였다(Nenova, 2003; Doidge, 2004).<sup>7)</sup>

의결권의 가치는 의결권이 있는 주식과 무의결권 주식(또는 상대적으로 열위의 의결권이 있는 주식)의 상대적 가격 차이를 이용하여 측정할 수 있다. 국내의 다수 선행연구는 의결권이 있는 주식은 이를 행사함으로써 얻을 수 있는 무형의 가치를 내포하기 때문에 이러한 경제적 가치로 인해 가격 프리미엄이 발생한다고 주장하였다(Levy, 1983, Lease et al., 1983; Zingales, 1994; 1995; Chung & Kim, 1999; Nenova, 2003; Odegaard, 2007; Caprio & Croci, 2008; 김정국 외 2인, 1996; 국찬표·정균화, 2000; 고희진 외 3인, 2008; 윤진기·김진선, 2016). Zingales(1994; 1995)는 의결권 가치의 발생 원인으로 기업 지배에 따른 혜택을 제시하며 기업 지배에 따른 사적 이익이 크거나 경영권 경쟁 가능성이 클수록 의결권 가치는 증가한다고 주장하였다. 이에 근거하여 기존 연구는 지배주주의 사적 이익을 대리인 문제로 측정하거나, 경영권 경쟁 측면에서 지배주주의 지분 수준이나 소액주주의 상대적 샵플리 가치(Shapley value)로 분석하고 있

7) Nenova(2003)는 국가별 법령체계가 의결권 가치에 미치는 영향을 비교하면서 미국, 영국 등 18개 국가 중 우리나라의 의결권 가치가 약 48%로 가장 높음을 보고하였다. 또한, 미국 시장에서 주식예탁증서(American depositary receipts: ADR)를 발행한 국가를 비교한 경우에도 유사한 결과를 보고하고 있다. Doidge(2004)는 ADR을 발행한 20개 국가 중 우리나라의 의결권 가치가 약 67%로 가장 높다는 연구결과를 제시하였다.

으며, 특히 경영권 경쟁에 직면할 때 의결권의 가치가 상승한다는 결과를 제시하고 있다(Chun & Kim, 1999; Hauser & Lauterbach, 2004; Odegaard, 2007; Caprio & Croci, 2008).<sup>8)</sup>

국내 시장을 대상으로 한 연구는 주로 기업지배권 시장에서 의결권의 가치에 미치는 요인을 분석하고 있다. 초기 연구에서 장익환·김형철(1991)은 보통주와 우선주의 특성을 비교하고 가격 차이에 영향을 미치는 요인을 검증하였는데 사내유보율은 양(+), 자본금과 거래량 차이는 음(-)의 영향을 미친다고 주장하였다. 김정국 외 2인(1996)은 보통주와 우선주의 주가괴리율을 지배구조로 분석하며, 비재벌 기업의 경우 최대주주 지분이 증가할수록 주가괴리율은 감소한다고 주장하였고, 재벌 기업의 경우 더 높은 주가괴리율을 보여 경영권 보유로 인한 사적 혜택이 더 크게 나타날 가능성을 제시하였다.

곽병관·이병관(1999)은 보통주와 우선주 간 주가괴리율에 우선주 발행비중은 양(+), 소액주주 보통주 지분율은 음(-) 그리고 기업규모는 음(-)의 유의적인 영향을 실증함으로써 주가괴리율에 의결권 가치가 반영됨을 제시하였다. 즉, 우선주 발행비중이 높을수록 보통주 주주의 경영권이 보호되므로 의결권 가치는 증가하며, 기업규모가 클수록 적대적 인수 가능성은 낮아지므로 의결권 가치는 하락한다고 주장하였다. 국찬표·정균화(2000)는 기업지배권 시장에서 주요 제도 변화가 의결권 가치에 미치는 영향을 분석하며 대주주 지분율과 의결권 가치는 유의적 관계가 나타나지 않지만, 2대주주 지분율은 유의적인 음(-)의 관계를 갖는다고 주장하였다. 즉, 국내기업의 2대주주는 경영권을 위해 경쟁하기보다

지배주주의 지분을 보완하는 우호적 역할을 행한다고 주장하고 있다. 김재각·최문수(2011)는 지배주주 지분율이 높을수록 부채 발행보다 지배주주 지분율을 희석하지 않는 우선주 발행을 선호하며 지배구조와 우선주 발행은 관련성이 존재함을 제시하였다.

의결권 주식과 무의결권 주식의 가격 차이는 유동성의 영향을 받는다는 연구결과도 있다. 최종범·문판수(2005)는 유동성 관련 변수가 보통주와 우선주 가격 차이에 유의적인 양(+ )의 영향을 미치고 있음을 실증하며 유동성 프리미엄을 주장하였다. 특히, 우선주의 유동성 감소는 거래비용을 증가시키고 추가 수익률을 요구하므로 우선주 가격이 하락함을 주장하였다. 남기석·임재창(2009) 역시 보통주와 우선주 간 주가괴리율과 우선주 발행비중 및 거래회전율 사이의 유의적 관계를 제시하며 주가괴리율을 유동성 요인으로 설명하고 있다. 그러나 유동성 요인을 통제한 후에도 의결권과 무의결권 주식 간 가격 차이가 발생하는 바, 의결권 유무에 따른 가치가 여전히 존재하는 것으로 나타났다(Beiner & Gibson, 1999; Neumann, 2003; Muravycv, 2009; Choi, Yoon, & Lim, 2019).

한편, 본 연구와 관련된 기업지배권 시장에서의 대규모 외부투자자와 의결권 가치에 관한 국내 연구는 제한적으로 진행되었으나 비교적 최근 다양한 연구가 진행되고 있다. 우선 해외시장을 대상으로 한 연구의 경우 외부 대규모 투자자는 감시자 역할을 수행함으로써 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으나, 반대로 경영자와의 전략적 제휴 혹은 이해상충으로 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다는 주장 역시 제시되고 있다(Shleifer & Vishny, 1986;

8) Milnor & Shapley(1978)가 제시한 샤플리 가치는 게임모형 관점에서 소수 주주가 높은 의결권을 보유하고, 다수의 소액주주들이 잔여 의결권을 보유한 투표게임에서 소액주주들의 영향력을 의미한다(고혁진 외 3인, 2008). 한편, Chung & Kim(1999)은 우리나라 시장을 대상으로 샤플리 가치와 의결권 가치는 양(+ )의 관련성이 존재한다는 실증 결과를 제시하고 있다.

Pound, 1988; Choi, 1991; Majumdar & Nagarajan, 1997).

반면, 국내 선행연구는 대체로 외부의 대규모 투자자가 기업에 대한 감시·감독을 수행함을 보고하고 있다. Liu, Chung, Sul, & Wang(2018)은 국내 기관투자자의 경우 기업의 재량적 이익보고를 제한하지만 단기 투자 목적의 외국인투자자는 경영자의 재량적 이익보고를 증대시킨다고 주장하며, 국내 기관투자자가 대상기업을 모니터링함을 제시하고 있다. 이와 유사하게 김문태·이선화(2016)는 국민연금의 지분 비중이 높을수록 과도한 이익조정이 제한되어 회계투명성을 증대시킨다는 결과를 보이고 있다. 박경서·이은정(2006)은 5% 이상 대량지분 외국인 투자자는 지배구조를 개선한다고 주장하였고, 엄윤성(2012)은 대량 지분 투자를 보고한 모든 개인, 법인, 기관투자자에게 양(+)의 초과수익이 나타나 국내 대규모 투자자는 효율적인 감시·감독을 수행한다는 결과를 제시하고 있다. 또한, 이상철·이윤근(2018)은 기관투자자의 투자기간이 길수록 기업가치는 증가하며 5%이상 기관투자자가 존재하는 경우 경영자를 감시·감독함으로써 기업가치에 더욱 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있다. 한편, 손성규·배창현(2018)은 기관투자자의 반대 의사표시가 많을수록 해당 기업의 신용평점에 부정적인 영향을 미친다고 주장하며 기관투자자의 행동주의가 대상기업을 감시하고 견제하는데 한계가 있음을 제시하였다.

이상의 국내외 선행 연구는 의결권 주식과 무의결권 주식의 가격 차이는 의결권의 가치를 반영하며,

의결권 가치는 지배주주가 기업 지배에 따라 얻을 수 있는 사적 이익이나 경영권 경쟁으로 인해 발생할 수 있음을 시사하고 있다. 이러한 관점에서 의결권 가치는 지배주주의 지배력에 따라 달라질 것이며, 지배주주에 대한 감시 기능을 수행하고 경영권 경쟁에 영향을 주는 외부 대규모 투자자의 존재는 의결권 가치에 영향을 줄 것이다.

### III. 연구내용 및 방법

#### 3.1 표본의 구성

본 연구는 2004년부터 2016년까지 유가증권시장 상장기업 중 보통주와 우선주(구형) 자료가 존재하는 비금융 기업을 대상으로 하였다.<sup>9)</sup> 우선주 발행규모가 작거나 단기간의 우선주 거래빈도가 매우 높은 일부 우선주의 경우 보통주보다 주가 수준이 높은 가격 왜곡 현상이 발생한다는 결과가 보고되었다(최종범·문판수, 2006). 따라서 우선주 이상 현상을 통제하기 위해 보통주보다 우선주 가격이 높은 표본은 제외한 총 1,227개의 기업-연간(firm-year) 표본으로 자료를 구성하였다.

분석에 필요한 보통주와 우선주 자료는 Fnguide의 Dataguide Pro에서 제공하는 주가자료를 추출·가공하여 이용하였다. 그리고 지배주주 지분을 및 5% 이상 주주(이하 주요주주) 지분율과 실증분석에 필요한 재무자료는 한국상장회사협의회 데이터베이스

9) 국내 상장 우선주는 구형 및 신형우선주로 구분할 수 있다. 구형우선주는 의결권이 없으나 청구권 면에서 보통주보다 우선적 지위가 보장된다. 1995년 12월 개정된 상법에 기초하여 발행된 신형우선주는 최저배당율을 보장하거나 일정기간 후 보통주로의 전환권이 부여되어 의결권을 획득할 수 있다는 점에서 구형 우선주와 차이가 있다.

스 TS-2000을 이용하였다.<sup>10)</sup> 한편, 지분 5% 이상의 외국인투자자 및 기관투자자 자료는 Fnguide에서 제공하는 소유지분변동(Fownership) 자료를 가공하여 이용하였다. 추가적으로 분석기업의 대규모기업집단 소속 여부는 공정거래위원회의 기업집단 포털(OPNI)을 통해 수집하였다.

## 3.2 연구방법

### 3.2.1 의결권 가치

의결권 가치는 의결권을 행사함으로써 얻을 수 있는 금전적 혜택 뿐 아니라 무형의 가치를 포함한다. 이제까지 의결권의 가치를 측정하려는 다양한 시도가 있었으나(kalay, Karakas, & Pant, 2014), 국내 및 해외의 다수 선행 연구는 의결권의 가치를 의결권 주식과 무의결권 주식의 상대적인 가격 차이로 측정하고 있다(Lease et al., 1983; Megginson, 1990; Zingales, 1994, 1995; Chung & Kim, 1999; Nenova, 2003; Hauser & Lauterbach, 2004; Caprio & Croci, 2008; Bauguess, Slovin, & Sushka, 2012; Bigelli & Croci, 2013; 김정국 외 2인, 1996; 국찬표·정균화, 2000; 최종범·문판수, 2005; 고혁진 외 3인, 2008; 윤진기·김진선, 2016). 이는 동일한 기업이 발행한 주식이 상이한 권리(의결권)를 갖는다면, 해당 주식들의 가격

차이를 의결권의 가치로 간주하는 것이다. 해외시장의 경우 차등의결권(dual-equity class)이 부여된 주식의 가격 차이를 기초로 의결권의 가치를 추정하고 있으며, 국내의 경우 보통주와 우선주의 가격 차이를 이용하고 있다.<sup>11)</sup>

한편, 경영권 인수 사건에 대해 지배주주의 대량매매(block trading) 자료를 이용하여 실제 경영권 인수 가격과 시장 가격의 차이를 기초로 의결권 가치를 분석하거나(Barclay & Holderness, 1989; Dyck & Zingales, 2004), 옵션의 풋-콜 패리티(put-call parity)를 통해 기초자산(현재 주식 가격)을 복제함으로써 현재 시장에서 거래되는 주식 가격과 복제된 주식 가격의 차이를 의결권의 가치로 추정하는 방안도 제시되었다(Kalay et al., 2014; 이상겸·서경원, 2016). 하지만 국내시장의 경우 경영권 인수에 대한 대량매매 자료 확보가 용이하지 않으며, 개별기업이 주식옵션을 발행하는 경우가 극히 제한적이므로 해당 방법을 이용한 의결권의 가치 측정은 소표본에 대해서 분석할 수밖에 없다는 한계가 있다.<sup>12)</sup>

따라서 본 연구는 다수의 선행연구에서 사용된 보통주와 우선주의 가격차이율을 이용하여 의결권의 가치를 추정하였다. 식 (1)에서 *VOTING*은 의결권의 가치이며,  $P_{com}$ 은 보통주의 주가이고,  $P_{pre}$ 는 우선주 주가이다.<sup>13)</sup> 의결권 가치 추정을 위한 보통주와 우선주의 가격차이율은 일별 주가자료를 이용하

10) TS-2000의 대주주 지분율 자료는 대주주 1인과 특수관계인, 대주주 1인 총계로 구분하여 제공한다. 따라서 이하의 분석에서 대주주 1인과 특수관계인의 지분율 뿐 아니라 대주주 1인 총계 지분율도 분석하였으나 같은 결과를 보였다. 한편, 대주주 1인과 특수관계인 그리고 대주주1인 지분율의 상관관계 분석 결과는 0.99 이상으로 나타났다.

11) 의결권주와 무의결권 주의 가격 차이를 기초로 한 의결권 가치 추정 방법은 Zingales(1994)의 이론적 정립 이후 다수의 연구에서 통용되고 있다.

12) 2019년 3월말 기준 개별종목에 대한 주식옵션은 삼성전자 등 31개 기업이 한국거래소에 상장되어 거래되고 있다. 이상겸·서경원(2016)은 LG전자, 삼성전자, 현대자동차, 삼성물산, KB금융지주, SK하이닉스 등 6개 기업에 대한 주식워런트증권(ELW)을 이용하여 의결권의 가치를 분석하였다.

13) 일부 연구는 의결권 가치를 (보통주가-우선주가)/보통주가의 방법을 이용하거나(김정국 외 2인, 1996; 국찬표·정균화, 2000; 남기석·

여 계산한 후 연도별로 평균한 수치를 이용하였다.

$$VOTING = (P_{com} - P_{pre}) / P_{pre} \quad (1)$$

### 3.2.2 분석모형

지배주주 지분율이 의결권 가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음과 같이 식 (2) ~ 식 (5)의 분석모형을 설정하였다. 본 연구표본의 경우 시계열 및 횡단면적 특성을 갖는 패널 자료이므로 최소자승법(Ordinary Least Square: OLS) 뿐만 아니라 패널 회귀분석(Panel regression)을 이용하였다.<sup>14)</sup>

식 (2)에서 종속변수인 *VOTING*은 식 (1)을 이용하여 추정된 *t*년도의 의결권가치이다. 그리고 *LARGEST*는 전년도 말 지배주주 및 특수관계인 지분율이다. *LARGEST*<sup>2</sup>는 지배주주 지분율이 의결권 가치에 미치는 비선형적 영향을 고려하기 위해 *LARGEST* 변수를 제곱한 값이다.

통제변수(*Control Variables*)는 선행연구를 토대로 보통주와 우선주의 가격차이율에 영향을 주는 변수 및 기업특성 변수를 이용하였다. 의결권 주식과 무의결권 주식의 가격차이율은 배당지급 여부나 대규모기업집단 소속 여부(김정국 외 2인, 1996; 국찬표·정균화, 2000; 정성훈·이병주, 2013), 그리고 유동성 요인의 영향을 받는다(Beiner & Gibson, 1999; Neumann, 2003; Muravycv, 2009; 최종범·문판수, 2005; 한봉희, 2010). 따

라서 대규모기업집단(*CHAEBOL*) 및 배당지급 여부(*DIVIDEND*)와 함께 보통주 대비 우선주의 상대적 거래량(*RELAMT*)과 보통주 자본금 대비 우선주 자본금의 비율(*RELCAPITAL*)을 통제변수로 사용하였다. 추가적으로 전년도 말의 시가/장부가 비율(*MB*), 총자산(*ASSET*), 전년도말 부채비율(*LEV*) 그리고 전년도말 경영성과(*ROA*)를 고려하였으며, 연도더미(*Year Dummy*)와 산업더미(*Industry Dummy*)를 포함하여 연도 및 산업효과를 통제하였다. 산업더미는 한국표준산업분류 중분류를 기준으로 포함하였다.

$$VOTING_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LARGEST_{i,t-1} + \beta_2 LARGEST_{i,t-1}^2 + Control\ Variables_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

식 (3)은 지배주주 지분율 수준을 4개 그룹으로 구분한 후, 각 그룹별로 지배주주 지분율이 의결권 가치에 미치는 영향을 분석하는 모형이다. *LARGEST*는 식 (2)와 동일하게 전년도 말 지배주주 및 특수관계인 지분율이고, 통제변수는 식 (2)와 동일하게 이용하였다.

$$VOTING_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LARGEST_{i,t-1} + Control\ Variables_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

한편, 식 (4)는 전년도에 주요주주나 5% 이상 기

임재창, 2009), 우선주가격/보통주가격 비율을 이용하기도 하였다(최종범·문판수, 2005; 정성훈·이병주, 2013; 윤진기·김진선, 2016). 그러나 의결권 가치에 관한 국내외 연구는 주로 우선주 주가로 표준화하는 점을 감안하여 본 연구는 식 (1)과 같이 의결권 가치를 측정하였다.

14) 본 연구의 분석표본은 패널 자료이므로 잔차의 횡단면 및 시계열 상관으로 회귀계수 추정에 편이가 발생할 수 있다. 따라서 연도별 더미변수로 통제하고 Petersen(2009)이 제시한 기업별 군집표준오차(clustered standard error)를 사용하여 회귀계수의 유의성을 검증하였다. 추가적으로 종속변수가 0 이상의 절단된 값을 가지므로 토빗모형(Tobit regression)을 이용하여 분석하였는데 전체적으로 대동소이한 결과를 보였다.

관투자자의 지분율이 존재하는 경우와 그렇지 않은 경우에 지배주주의 지분율이 의결권에 미치는 효과를 검증하는 모형이다. 식 (4)에서 *MAJORdum*은 전년도에 주요주주 지분이 있으면 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수이다. 또한, *FOREdum*과 *DOMEdum*은 각각 전년도에 5% 이상 외국인투자자 및 국내 기관투자자 지분이 있으면 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 통제변수는 식 (2)와 동일하게 이용하였다.

$$\begin{aligned}
 VOTING_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 LARGEST_{i,t-1} \\
 & + \beta_2 LARGEST_{i,t-1}^2 + \beta_3 MAJORdum_{i,t-1} \\
 & + \beta_4 LARGEST \times MAJORdum_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 LARGEST_{i,t-1}^2 \times MAJORdum_{i,t-1} \\
 & + \beta_6 FOREdum_{i,t-1} \\
 & + \beta_7 LARGEST \times FOREdum_{i,t-1} \\
 & + \beta_8 LARGEST_{i,t-1}^2 \times FOREdum_{i,t-1} \\
 & + \beta_9 FOREdum_{i,t-1} \\
 & + \beta_{10} LARGEST \times DOMEdum_{i,t-1} \\
 & + \beta_{11} LARGEST_{i,t-1}^2 \times DOMEdum_{i,t-1} \\
 & + Control Variables_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (4)
 \end{aligned}$$

마지막으로 식 (5)는 전년도 주요주주나 5% 이상 기관투자자 지분율 수준과의 상호작용을 고려할 때 지배주주 지분율이 의결권에 미치는 영향을 검증하는 모형이다. 최대주주 및 특수관계인 지분율과 주요주주 그리고 기관투자자(외국인 및 국내기관) 지분율의 상호작용을 분석하는 경우 개별적인 연속변수와 상호작용 항에 다중공선성(multicollinearity)

이 존재할 수 있다. 따라서 지분율과 관련된 변수들을 평균중심화(mean centering)하여 분석에 이용하였다. 통제변수는 식 (2)와 동일하게 이용하였다.

$$\begin{aligned}
 VOTING_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 LARGEST_{i,t-1} \\
 & + \beta_2 LARGEST_{i,t-1}^2 + \beta_3 MAJOR_{i,t-1} \\
 & + \beta_4 LARGEST \times MAJOR_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 LARGEST_{i,t-1}^2 \times MAJOR_{i,t-1} \\
 & + \beta_6 FOREIGN_{i,t-1} \\
 & + \beta_7 LARGEST \times FOREIGN_{i,t-1} \\
 & + \beta_8 LARGEST_{i,t-1}^2 \times FOREIGN_{i,t-1} \\
 & + \beta_9 DOMESTIC'_{i,t-1} \\
 & + \beta_{10} LARGEST \times DOMESTIC'_{i,t-1} \\
 & + \beta_{11} LARGEST_{i,t-1}^2 \times DOMESTIC'_{i,t-1} \\
 & + Control Variables_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (5)
 \end{aligned}$$

#### IV. 분석결과

〈표 1〉은 본 연구에서 사용한 변수들의 정의이다. *VOTING*은 의결권 가치의 대응변수로서 보통주 주가에서 우선주 주가를 차감하고 우선주 가격으로 나눈 값이다. *LARGEST*는 전년도 말 지배주주 및 특수관계인 지분율이고, *MAJOR*는 전년도 말 주요주주 지분율이다. *FOREIGN*과 *DOMESTIC*은 전년도 말 5% 이상 외국인투자자와 5% 이상 국내 기관투자자 지분율이다. *MAJORdum*은 주요주주의 지분이 존재하면 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 또한, *FOREdum*과 *DOMEdum*은 각각 5% 이상 외국인투자자나 5% 이상 국내 기관투자자의 지분이 있으면 1의 값을, 그렇지 않으면 0의

값을 갖는 더미변수를 의미한다.

통계변수인 *CHAEBOL*은 특정연도에 대규모 기업집단에 속하는 기업은 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. *DIVIDEND*는 전년도에 배당을 지급한 기업은 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. *RELAMT*는 전년도 일별 우선주 거래량을 보통주 거래량으로 나눈 후 연평균으로 계산한 수치이며, *RELCAPITAL*은 전년도 말 우선주 자본금을 보통주 자본금으로 나눈 것이다. *MB*는 전년도 말 보통주의 시장가치를 장부가치로 나눈 값이고,  $\ln(\text{ASSET})$ 은 전년도 말 총자산의 자연로그 값이다. *LEV*는 전년도 말 총부채를 총자본으로 나눈 값이며, *ROA*는 전년도말 순이익을 총자산으로 나눈 비율이다. 이상치가 분석결과에 미치는 영향을 통제

하기 위하여 모든 변수는 상, 하위 각각 5%를 기준으로 조정(winsorization) 하였다.

〈표 2〉는 본 연구에서 사용한 변수들의 기초통계량이다. *VOTING*의 평균은 0.6223으로 나타나 본 연구기간 동안 우선주 가격은 보통주 가격보다 약 20% 할인되어 나타나고 있다. 한편, *VOTING*의 최대값과 최소값은 각각 3.2024와 -0.9964로 나타나 기업별로 보통주와 우선주 가격 차이의 편차가 크게 나타난다. *LARGEST*의 평균은 0.3868로 지배주주의 지분수준은 50%를 하회하며, *MAJOR*와 *FOREIGN* 그리고 *DOMESTIC*의 평균은 각각 0.0771, 0.0602, 0.1072로 나타난다. 따라서 주요주주나 5% 이상 외국인투자자의 지분수준은 평균적으로 10%를 하회한다. 한편, *MAJORDum*의 평

〈표 1〉 변수의 정의

본 연구에서 사용한 변수들의 조작적 정의이다.

변수명	변수 정의
VOTING	(보통주 주가 - 우선주 주가) / 우선주 주가
LARGEST	전년도말 지배주주 및 특수관계인 지분율
MAJOR	전년도말 5% 이상 주주 지분율 (주요주주)
FOREIGN	전년도말 5% 이상 외국인투자자 지분율
DOMESTIC	전년도말 5% 이상 국내 기관투자자 지분율
MAJORDum	전년도에 5% 이상 주요주주 지분이 있으면 1, 아니면 0
FOREdum	전년도에 5% 이상 외국인투자자가 지분이 있으면 1, 아니면 0
DOMEdum	전년도에 5% 이상 국내기관투자자 지분이 있으면 1, 아니면 0
CHAEBOL	대규모기업집단 소속기업은 1, 아니면 0
DIVIDEND	전년도 배당지급 기업은 1, 아니면 0
RELAMT	전년도 연평균 (우선주 거래량 / 보통주 거래량)
RELCAPITAL	전년도말 우선주 자본금 / 보통주 자본금
MB	(전년도말 보통주 주가×보통주 발행주식수) / 전년도말 자기자본
$\ln(\text{ASSET})$	전년도말 총자산의 자연로그값
LEV	전년도말 총부채 / 총자본
ROA	전년도말 순이익 / 총자산

균은 0.5575로 총 1,227개의 기업-연간 표본 중 약 684건에서 주요주주가 존재한다. *FOREdum*과 *DOMEdum*의 평균은 각각 0.6007과 0.7042로 나타나 5% 이상 기관투자자의 경우에 외국인투자자보다 국내 기관투자자가 더 높은 비율을 보인다.

추가적으로 통제변수 중에서 *CHAEBOL* 평균은 0.4246으로 본 연구의 분석 표본 중 42% 정도가 대규모기업집단에 소속되어 있으며, *DIVIDEND* 평균은 0.6993으로 우선주를 발행한 기업 중 약 70% 가량이 배당을 지급하고 있다. 그리고 *RELAMT*의 평균은 0.1225로 보통주 거래량과 비교할 때 우선주의 거래량은 약 12% 수준을 차지하고 있으며, *RELCAPITAL* 평균은 0.0710으로 총 자본금 대

비 우선주 자본금은 10%이하 수준으로 나타난다.

#### 4.1 지배주주, 주요주주 및 5%이상 기관투자자 지분율과 의결권 가치

본 절에서는 지배주주, 주요주주, 5% 이상 외국인 및 국내 기관투자자로 구분하여 지분율에 따라 의결권 가치에 차이가 존재하는지를 분석하였다. <표 3>은 지배주주와 주요주주 그리고 5% 이상 기관투자자의 지분 수준을 각 투자자별로 4개 그룹으로 구분하고 그룹별 의결권 가치를 분석한 결과이다. Group1은 지분율이 가장 낮은 그룹이며, Group4는 지배주주 지분율이 가장 높은 그룹을 의미한다.

<표 2> 기초통계량

아래의 표는 본 연구에서 사용한 변수들의 기초통계량이다. 각 변수의 정의는 <표 1>에 제시된 바와 같다. 본 연구에서 이상치(outlier)가 분석결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모든 변수는 상, 하위 각각 1%를 기준으로 조정(winsorization) 하였다.

	N	Mean	Median	St. dev.	Max	Min
VOTING	1,227	0.6223	0.7098	0.9657	3.2024	-0.9964
LARGEST	1,227	0.3868	0.3604	0.1615	0.8144	0.0915
MAJOR	1,227	0.0771	0.0581	0.0907	0.3647	0.0000
FOREIGN	1,227	0.0602	0.0387	0.0725	0.2963	0.0000
DOMESTIC	1,227	0.1072	0.0800	0.1165	0.5359	0.0000
MAJORdum	1,227	0.5575	1.0000	0.4969	1.0000	0.0000
FOREdum	1,227	0.6007	1.0000	0.4900	1.0000	0.0000
DOMEdum	1,227	0.7042	1.0000	0.4566	1.0000	0.0000
CHAEBOL	1,227	0.4246	0.0000	0.4945	1.0000	0.0000
DIVIDEND	1,227	0.6993	1.0000	0.4588	1.0000	0.0000
RELAMT	1,227	0.1225	0.0374	0.2341	1.4259	0.0001
RELCAPITAL	1,227	0.0710	0.0389	0.0760	0.3128	0.0000
MB	1,227	1.1099	0.7645	0.9967	5.5731	0.1171
ln(ASSET)	1,227	27.8049	27.6696	1.9830	33.1207	22.8711
LEV	1,227	1.8562	1.3638	1.7323	8.1843	0.1817
ROA	1,227	0.0230	0.0232	0.0510	0.1247	-0.1762

지배주주 지분율(LARGEST)의 경우 Group1에서 의결권 가치는 0.5521로 나타나며, Group2에서 의결권 가치가 0.6842로 가장 높게 나타난다. 하지만, Group3과 Group4에서는 의결권의 가치가 감소한다. 따라서 지배주주 지분 수준이 증가할수록 의결권의 가치는 증가하나 일정 수준 이상부터 감소하는 것을 보여준다.

주요주주(MAJOR)나 5% 이상 외국인투자자(FOREIGN) 그리고 5% 이상 국내 기관투자자(DOMESTIC)의 지분 수준별 의결권 가치는 상이한 결과를 보인다. 주요주주나 5% 이상 기관투자자의 지분 수준이 가장 높은 그룹(Group4)의 경우 의결권 가치는 각각 0.7146, 0.9751, 0.7245로 나타난다. 반면, 지분수준이 가장 낮은 그룹(Group1)의 의결권 가치는 각각 0.4182, 0.1658, 0.2730으로 나타나며 지분수준이 가장 높은 그룹(Group4)과 유의적인 차이를 보인다. 즉, 대체적으로 주요주주나 5% 이상 기관투자자의 지분이 증가할수록 의결권 가치는 증가함을 추론할 수 있다.

#### 4.2 지배주주 지분율과 의결권 가치에 대한 회귀분석 결과

〈표 4〉는 회귀분석에 앞서 본 연구에서 사용한 변수들의 상관관계를 분석한 결과로 지배주주 지분율(LARGEST)과 의결권 가치(VOTING)의 상관계수는 유의적이지 않다. 반면, 주요주주(MAJOR)나 5% 이상 외국인투자자(FOREIGN) 그리고 5% 이상 국내 기관투자자(DOMESTIC) 지분율과 의결권 가치(VOTING)의 상관계수는 각각 0.076, 0.292과 0.139로 나타나 유의적인 양(+)의 관련성을 보이고 있다. 본 상관관계 분석결과에서 변수 간 다중공선성(multicollinearity) 문제를 우려할 만큼 높은 상관계수는 나타나지 않았다.

〈표 5〉는 식 (2)의 분석모형을 토대로 지배주주 지분율과 의결권의 가치에 관한 선형 또는 비선형적 관계를 분석한 결과이다. 종속변수인 의결권 가치는 보통주와 우선주의 가격차이율로 식 (1)을 이용하여 추정한 것이다. 그리고 LARGEST는 전년도 말 지배주주 및 특수관계인 지분율을 의미한다.

〈표 3〉 지배주주와 주요주주 및 5% 이상 기관투자자 지분 수준별 의결권 가치 비교

아래의 표는 지배주주 및 주요주주, 5% 이상 외국인투자자, 5% 이상 국내 기관투자자의 지분율을 기준으로 4개 그룹으로 구분한 후 그룹별 의결권 가치를 비교한 것이다. Group1(Group4)는 지분율이 가장 낮은(높은) 그룹을 의미한다. LARGEST는 전년도 말 지배주주 및 특수관계인 지분율이고, MAJOR와 FOREIGN 그리고 DOMESTIC은 각각 전년도 말 주요주주 지분율, 5% 이상 외국인투자자, 5% 이상 국내 기관투자자의 지분율이다. 차이검정은 Group4와 Group1의 평균차이에 대한 t-검정이다. [ ]은 t값이고 \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

	Group1	Group2	Group3	Group4	차이검정 (G4 - G1)	
					평균차이	[t-값]
LARGEST	0.5521	0.6842	0.6447	0.6062	0.0541	[0.69]
MAJOR	0.4182	0.5489	0.8853	0.7146	0.2964	[4.10]***
FOREIGN	0.1658	0.5542	0.8982	0.9751	0.8093	[11.81]***
DOMESTIC	0.2730	0.5556	0.9437	0.7245	0.4515	[6.15]***

〈표 4〉 상관관계 분석

아래 표는 본 연구에서 사용한 변수들의 피어슨 상관관계 분석 결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다.  
 \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

	VOTING	LARGEST	MAJOR	FOREIGN	DOMESTIC	CHAEBOL	DIVIDEND	RELAMT	RELCAPITAL	MB	ln(ASSET)	LEV
LARGEST	0.003											
MAJOR	0.076***	-0.269***										
FOREIGN	0.292***	-0.120***	0.148***									
DOMESTIC	0.139***	-0.179***	0.536***	0.004								
CHAEBOL	0.344***	-0.136***	0.008	0.156***	0.090***							
DIVIDEND	0.438***	0.042	0.060**	0.247***	0.009	0.118***						
RELAMT	0.057**	0.332***	0.003	-0.024	-0.037	-0.221***	0.070**					
RELCAPITAL	0.470***	0.120***	-0.027	0.069**	0.038	0.134***	0.248***	0.261***				
MB	0.027	-0.202***	0.055*	-0.021	0.036	0.129***	-0.120***	-0.150***	-0.097***			
ln(ASSET)	0.512***	-0.097***	0.136***	0.305***	0.149***	0.644***	0.352***	-0.167***	0.198***	-0.037		
LEV	-0.016	-0.001	-0.046	-0.050*	0.022	0.154***	-0.276***	-0.020	-0.052*	0.079***	0.214***	
ROA	0.277***	0.030	0.107***	0.098***	0.068**	0.129***	0.475***	-0.006	0.155***	0.122***	0.233***	-0.342***

지배주주 지분율과 의결권 가치의 관계를 선형적으로 접근한 국내연구는 흔재된 결과를 제시하고 있다. 국찬표·강윤식(2000)과 최종범·문판수(2005)는 대주주 지분율이 의결권 가치에 미치는 영향은 유의적이지 않아 관련성이 없다고 주장하였다. 이는 재벌 기업의 경우 현금흐름권(cash-flow rights)과 기업지배권(control rights)의 괴리가 크며, 지배주주 지분이 증가할수록 기업쟁탈전이 발생할 확률이 낮아져 의결권 가치가 낮아지는 반면, 지배주주의 사적 특혜 유인이 증가하여 의결권 가치가 높아질 가능성이 흔재되어 있기 때문인 것으로 해석하고 있다(최종범·문판수, 2005). 반면 김정국 외 2인(1996)과 정성훈·이병주(2013)는 지배주주 지분율과 의결권 가치가 음(-)의 관계를 가진다고 주장하였다. 경영권 경쟁 관점에서 지배주주 소유지분이 증가할수록 경영권은 안정되기 때문에 의결권 쟁탈전이 발생할 가능성은 낮아지므로(김정국 외 2인, 1996), 지배주주 지분율이 증가할수록 보통주의 의결권 가치가 낮아진다고 주장하였다.

이렇게 흔재된 선행 연구 결과와 논리적 추론은 지배주주 지분율과 의결권 가치 사이에 비선형 관계가 있을 가능성을 시사한다. 하지만 이를 직접적으로 검증한 연구는 거의 전무한 실정이다.<sup>15)</sup> 대주주 지분율과 기업가치 간의 비선형적 관계를 감안하면(Morck et al., 1998; McConnell & Servaes, 1990; Classen, Djankov, Fan, & Lang, 2002; 박경서·백재승, 2001; 변혜영, 2012), 지배주주 지분율과 의결권 가치 역시 비선형적 관계가 있을 개연성이 있다.

분석결과를 보면, 모형 (1) 최소자승법과 모형 (3) 패널 분석을 이용한 결과 모두에서 일관적으로

*LARGEST*의 계수는 음(-)의 값을 갖으나 유의적이지 않다. 따라서 지배주주 지분수준과 의결권 가치가 선형적인 관계를 갖는다고 해석하기에 한계가 있다.

다음으로 모형 (2)와 모형 (4)는 지배주주 지분율과 의결권 가치 사이의 비선형적 관계를 분석한 결과이다. *LARGEST*<sup>2</sup>는 지배주주 지분율(*LARGEST*)을 제곱한 값이다. 분석결과, 모형 (2)와 모형 (4)에서 *LARGEST* 계수는 유의적인 양(+)으로 나타나지만, *LARGEST*<sup>2</sup>의 계수는 유의적인 음(-)으로 나타나, 지배주주 지분율과 의결권 가치 사이에 '역 U자형' 관계를 보인다. 즉, 지배주주 지분율이 높아질수록 의결권의 가치는 점차 증가하지만, 일정 수준 이상에서는 지배주주 지분율이 높아질수록 의결권의 가치가 감소함을 의미한다.

만약, 의결권 가치가 주로 사적이익 추구 측면에서 발생한다면, 지배주주 지분이 증가할수록 의결권 가치는 증가하여야 할 것이다. 반면, 의결권 가치가 경영권 경쟁 가능성으로 발생한다면 지배주주 지분이 증가할수록 의결권의 가치는 낮아질 것이다. 따라서 <표 5>의 결과는 국내시장의 경우 의결권 가치는 사적 이익 추구의 가능성보다 경영권 경쟁 가능성의 영향 아래 있음을 시사한다.

추가적으로 통제변수의 경우 기존 연구와 유사한 결과를 보인다. 모형 (1)과 모형 (2)에서 *CHAEBOL* 계수는 양(+)으로 나타나 대규모기업집단 소속 기업의 경우에 의결권 가치가 더 높게 나타나며, *RELAMT* 계수도 유의적인 양(+)으로 나타난다. 그리고 *RELCAPITAL* 계수는 일관적으로 유의적인 양(+)으로 나타나고 있다. 이는 우선주 발행비중이 높을수록 지배주주의 경영권이 상대적으로 더

15) 예외적으로 국찬표·정규화(2000)는 비선형성을 고려하였으나 유의적이지 않은 결과를 보고하고 있다.

많이 보호될 수 있으므로 의결권의 가치가 보다 크게 나타난 것으로 해석할 수 있다. ROA 계수는 유의적인 양(+)으로 나타나 기업의 경영성과가 좋은 기업일수록 보통주와 우선주의 가격 차이가 심화되

고 있다.

〈표 6〉과 〈표 7〉은 식 (3)의 분석모형을 이용하여 지배주주 지분 수준에 따라 4개 그룹으로 구분하고 각 그룹별 지배주주 지분율이 의결권의 가치에 차별

〈표 5〉 지배주주 지분율과 의결권 가치

아래의 표는 지배주주 지분율과 의결권 가치에 대한 회귀분석 결과이다. 종속변수는 보통주와 우선주의 가격 차이를 이용하여 추정된 의결권 가치이다. 모형 (1)과 모형 (2)는 OLS 그리고 모형 (3)과 모형 (4)는 패널분석의 고정효과 분석결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. [ ]은 t값으로 모형 (3)과 모형 (4)의 t값은 Petersen(2009)의 군집표준오차로 계산된 것이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

	(1) OLS	(2) OLS	(3) Panel	(4) Panel
INTERCEPT	-4.762 [-10.21]***	-5.649 [-11.60]***	-4.894 [-4.17]***	-5.486 [-4.80]***
LARGEST	-0.183 [-1.40]	2.789 [5.09]***	0.006 [0.02]	2.498 [1.86]*
LARGEST <sup>2</sup>		-3.358 [-5.58]***		-2.883 [-1.97]**
CHAEBOL	0.198 [3.77]***	0.157 [2.99]***	0.088 [0.68]	0.061 [0.48]
DIVIDEND	0.443 [8.07]***	0.414 [7.61]***	0.472 [4.08]***	0.437 [3.98]***
RELAMT	0.238 [2.60]***	0.275 [3.03]***	0.151 [1.17]	0.209 [1.62]
RELCAPITAL	3.867 [13.89]***	3.814 [13.87]***	4.275 [4.54]***	4.208 [4.50]***
MB	0.124 [5.78]***	0.136 [6.38]***	0.097 [2.61]***	0.105 [2.81]***
ln(ASSET)	0.161 [9.83]***	0.172 [10.55]***	0.170 [3.68]***	0.177 [3.95]***
LEV	-0.021 [-1.62]	-0.030 [-2.33]**	-0.012 [-0.44]	-0.020 [-0.72]
ROA	-0.39 [-0.85]	-0.427 [-0.94]	0.209 [0.29]	0.084 [0.12]
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes		
No. of obs.	1,227	1,227	1,227	1,227
F-value	41.97***	42.77***	224.65***	191.05***
Adjusted R squared	0.5952	0.6053	0.4590	0.4679

적인 영향을 미치는지를 분석한 결과이다. Group1 (Group4)는 지배주주 지분 수준이 가장 낮은(높은) 그룹에 대한 회귀분석 결과이다. <표 5>와 동일하게 종속변수인 의결권 가치는 식 (1)을 이용하여 분석한 것이고, *LARGEST*는 전년도 말 지배주주 및 특수관계인 지분율을 의미한다.

우선 <표 6>의 최소자승법 분석 결과, 모형 (1)의 지배주주 지분이 가장 낮은 그룹(Group1)과 모형 (2)의 Group2에서 *LARGEST* 계수는 양(+)의 값으로 나타나나 모형 (2)에서만 유의적이다. 또한, 지배주주 지분 수준이 높은 그룹의 경우 지배주주 지분이 낮은 그룹과 유사한 결과를 보인다. 모형 (3)

<표 6> 지배주주 지분 수준별 의결권 가치(OLS)

아래의 표는 지배주주 지분율을 4개 그룹으로 구분하고 각 그룹별로 최소자승법을 이용하여 분석한 결과이다. Group1 (Group4)는 지배주주 지분율이 가장 낮은(높은) 그룹을 의미한다. 종속변수는 보통주와 우선주의 가격 차이를 이용하여 추정된 의결권 가치이다. 각 변수의 정의는 <표 1>에 제시된 바와 같다. [ ]은 t값이고 \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

	Group1 (1)	Group2 (2)	Group3 (3)	Group4 (4)
INTERCEPT	-3.533 [-3.71]***	-5.944 [-5.74]***	-9.465 [-8.04]***	-6.327 [-4.55]***
LARGEST	0.186 [0.19]	3.567 [2.92]***	-0.353 [-0.31]	-2.406 [-5.01]***
CHAEBOL	0.253 [1.69]*	0.483 [4.26]***	-0.33 [-3.42]***	-0.069 [-0.62]
DIVIDEND	0.672 [5.41]***	0.377 [3.72]***	0.045 [0.41]	0.423 [3.75]***
RELAMT	-0.085 [-0.23]	0.518 [2.42]**	0.714 [3.45]***	0.019 [0.15]
RELCAPITAL	3.968 [5.37]***	3.561 [6.54]***	3.974 [7.73]***	2.604 [4.55]***
MB	0.068 [1.57]	0.097 [2.63]***	0.199 [4.08]***	0.186 [3.96]***
ln(ASSET)	0.100 [3.08]***	0.150 [4.51]***	0.343 [9.07]***	0.270 [5.50]***
LEV	-0.013 [-0.45]	0.015 [0.56]	-0.127 [-4.74]***	-0.012 [-0.39]
ROA	-1.771 [-2.25]	0.869 [0.93]	0.363 [0.37]	1.002 [1.06]
Year and Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of obs.	302	309	311	305
F-value	15.48***	22.45***	17.20***	13.36***
Adjusted R-squared	0.6689	0.7309	0.6650	0.6007

Group3에서 *LARGEST* 계수는 유의적이지 않으나, 모형 (4)의 지배주주 지분이 가장 높은 그룹(Group4)에서 *LARGEST* 계수는 유의적인 음(-)의 값으로 나타난다. 즉, 지배주주 지분율이 비교적 낮은 수준(Group2)에서 지배주주 지분율이 증가할수록 의결권의 가치는 유의적으로 높아지며, 지배주

주 지분율이 일정 수준 이상으로 증가하는 경우(Group4) 지배주주 지분율이 증가할수록 의결권의 가치가 유의적으로 감소하고 있다.

한편, <표 7>의 패널 모형을 이용한 분석에서도 <표 6>과 유사한 결과를 보인다. 모형 (2) 지배주주 지분율이 낮은 그룹(Group2)에서는 *LARGEST*

<표 7> 지배주주 지분 수준별 의결권 가치(Panel)

아래의 표는 지배주주 지분율을 4개 그룹으로 구분하고 각각의 그룹별로 패널 회귀분석을 행한 결과이다. Group1 (Group4)는 지배주주 지분율이 가장 낮은(높은) 그룹을 의미한다. 종속변수는 보통주와 우선주의 가격 차이를 이용하여 추정된 의결권 가치이다. 각 변수의 정의는 <표 1>에 제시된 바와 같다. [ ]은 Petersen(2009)의 군집표준오차로 계산한 t값이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

	Group1 (1)	Group2 (2)	Group3 (3)	Group4 (4)
INTERCEPT	-4.058 [-2.10]**	-4.440 [-3.15]***	-8.106 [-4.92]***	-6.073 [-3.47]***
LARGEST	1.086 [0.50]	4.834 [2.04]**	1.564 [1.07]	-1.311 [-1.92]*
CHAEBOL	0.279 [1.20]	0.423 [2.05]**	-0.310 [-1.49]	-0.124 [-0.63]
DIVIDEND	0.599 [2.78]***	0.306 [1.70]*	0.293 [1.71]*	0.442 [2.10]**
RELAMT	-0.148 [-0.39]	0.316 [0.81]	0.326 [1.32]	0.205 [1.78]*
RELCAPITAL	3.293 [1.98]**	5.143 [3.97]***	4.860 [5.17]***	3.923 [4.16]***
MB	0.011 [0.17]	0.047 [0.63]	0.132 [1.85]*	0.188 [3.79]***
ln(ASSET)	0.130 [1.71]*	0.099 [1.89]*	0.273 [4.29]***	0.242 [3.60]***
LEV	0.022 [0.40]	-0.014 [-0.29]	-0.088 [-1.66]*	-0.004 [-0.07]
ROA	-0.980 [-1.03]	1.232 [1.12]	1.328 [0.91]	0.680 [0.50]
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of obs.	302	309	311	305
F-value	125.31***	20.01***	55.78***	50.56***
Adjusted R-squared	0.4923	0.5385	0.4763	0.4943

계수가 양(+)으로 나타나 지배주주 지분율이 증가할수록 의결권의 가치는 증가한다. 반면, 지배주주 지분율이 가장 높은 그룹(Group4)에서는 지배주주 지분율이 의결권 가치에 음(-)의 영향을 미치고 있다. 따라서 의결권 가치는 경영권 경쟁 가능성으로 발생함을 지지한다고 할 수 있다.

전술한 바와 같이, 지배주주 지분율이 낮은 경우 지배주주는 경영권 경쟁에 직면할 수 있다. 따라서 경영권 경쟁의 가능성은 의결권의 가치를 증가시킨다. 반면, 지배주주 지분율이 높아 경영권이 안정되었을 때 의결권 가치는 상대적으로 낮아지고 있다. 전체적으로 <표 5> ~ <표 7>의 분석결과는 지배주주 지분율과 의결권 가치 사이에 비선형 관계가 있음을 일관되게 제시하고 있다.

#### 4.3 지배주주와 대규모 외부투자자의 상호작용 효과

본 절에서는 지배주주 지분율과 의결권 가치의 관계를 분석함에 있어, 주요주주 그리고 5% 이상 외국인투자자 및 국내 기관투자자의 상호작용을 함께 분석하였다. 지배주주 지분율과 의결권 가치의 관계가 경영권 경쟁의 가능성을 시사한다면, 대규모 지분을 보유한 외부 기관투자자의 존재는 경영권 경쟁 가능성을 증대시킬 수 있으므로 의결권 가치에 영향을 미칠 수 있다. 즉 지배주주 지분율과 의결권 가치 사이에 존재하는 '역 U자형'관계는 외부 대규모 기관투자자의 존재에 따라 달라질 것으로 추론 가능하다.

<표 8>은 주요주주 또는 5% 이상 외국인투자자 및 국내 기관투자자의 지분 보유 여부가 지배주주 지분율과 의결권 가치의 관계에 미치는 영향을 분석한 결

과이다. 분석 모형은 식 (4)와 같다.  $MAJOR_{dum}$ 은 전년도에 주요주주 지분이 존재하면 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다.  $FORE_{dum}$ 과  $DOM_{dum}$ 은 각각 전년도에 5% 이상 외국인투자자와 국내 기관투자자의 지분이 있으면 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다.

주요주주를 대상으로 한 분석 결과, 모형 (1) 및 모형 (4)에서  $LARGEST \times MAJOR_{dum}$ 와  $LARGEST^2 \times MAJOR_{dum}$ 의 교차항 계수는 유의적이지 않다. 따라서 주요주주 지분 보유 여부는 지배주주 지분율과 의결권 가치의 관계에 영향을 미치지 않는다. 또한, 모형 (2)와 모형 (5)에서 외국인 투자자의 지분 보유 여부 및 지배주주 지분율과의 상호작용 효과는 의결권 가치에 유의적인 영향을 보이지 않으며, 5% 이상 국내 기관투자자를 대상으로 한 모형 (3)과 모형 (6)의 분석 역시 의결권 가치에 유의적인 영향을 보이지 않는다.

<표 9>는 주요주주 및 5% 이상 기관투자자의 지분이 존재하는 기업을 대상으로 주요주주, 5% 이상 외국인 투자자 및 국내 기관투자자의 보유 지분율이 지배주주 지분율과 의결권 가치의 관계에 미치는 상호작용에 대해 분석한 결과이다. 분석모형은 식 (5)와 같다. <표 9>에서  $MAJOR$ 은 전년도 주요주주 지분율이고,  $FOREIGN$ 과  $DOMESTIC$ 은 각각 전년도의 5% 이상 외국인 투자자 또는 국내 기관투자자 지분율을 의미한다.<sup>16)</sup>

분석 결과, 주요주주를 대상으로 한 모형 (1)과 모형 (4)에서  $LARGEST \times MAJOR$  및  $LARGEST^2 \times MAJOR$ 의 계수가 유의적이지 않았다. 또한, 5% 이상 외국인 투자자 지분 수준과의 상호작용 효과들

16) 전술한 바와 같이 연속변수의 교차항을 이용하는 경우 원 변수들과 높은 상관관계를 가져 다중공선성 문제가 발생할 수 있다. 따라서 대주주지분율 및 주요주주 그리고 5% 이상 기관투자자 지분율에 대해 평균중심화 하여 분석에 이용하였다.

〈표 8〉 주요주주 및 5% 이상 기관투자자 지분보유 여부와 의결권 가치

아래의 표는 5% 이상 주주의 지분 보유 여부에 따른 의결권 가치를 회귀분석한 결과이다. 종속변수는 보통주와 우선주의 가격 차이를 이용하여 추정된 의결권 가치이다. 모형 (1) ~ 모형 (3)은 OLS를 이용한 것이고, 모형 (4) ~ 모형 (6)은 패널분석을 이용한 것이다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. [ ]은 t값이고 모형 (4) ~ 모형 (6)의 t값은 Petersen(2009)의 군집표준오차로 계산된 것이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

	(1) OLS	(2) OLS	(3) OLS	(4) Panel	(5) Panel	(6) Panel
INTERCEPT	-5.465 [-10.91]***	-5.253 [-10.68]***	-5.751 [-11.39]***	-5.446 [-4.69]***	-4.65 [-4.11]***	-5.56 [-4.97]***
LARGEST	2.066 [2.42]**	3.056 [4.00]***	3.248 [3.89]***	3.211 [2.06]**	1.468 [1.11]	3.154 [2.12]**
LARGEST <sup>2</sup>	-2.688 [-3.08]***	-3.967 [-4.90]***	-3.603 [-4.04]***	-3.526 [-2.10]**	-2.101 [-1.33]	-3.163 [-1.94]*
MAJORdum	-0.207 [-0.91]			0.313 [0.69]		
LARGEST×MAJORdum	1.045 [0.97]			-1.008 [-0.47]		
LARGEST <sup>2</sup> ×MAJORdum	-0.857 [-0.71]			1.138 [0.51]		
FOREdum		0.363 [1.69]*			-0.159 [-0.38]	
LARGEST×FOREdum		-1.218 [-1.18]			1.636 [0.78]	
LARGEST <sup>2</sup> ×FOREdum		2.176 [1.88]*			-1.021 [-0.44]	
DOMEdum			0.337 [1.55]			0.443 [1.24]
LARGEST×DOMEdum			-0.801 [-0.76]			-0.899 [-0.50]
LARGEST <sup>2</sup> ×DOMEdum			0.557 [0.48]			0.355 [0.17]
Other Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of obs.	1,227	1,227	1,227	1,227	1,227	1,227
F-value	40.20***	42.85***	40.50***	282.20***	257.64***	3011.98***
Adjusted R-squared	0.6055	0.6210	0.6073	0.4712	0.4914	0.4747

〈표 9〉 주요주주 및 5% 이상 기관투자자 지분 수준에 따른 상호작용 효과

아래의 표는 5% 이상 주주, 5% 이상 외국인투자자, 5% 이상 국내 기관투자자의 지분이 있는 기업을 대상으로 지분수준에 따른 의결권 가치를 회귀분석 한 결과이다. 종속변수는 보통주와 우선주의 가격 차이를 이용하여 추정된 의결권 가치이다. 모형 (1) ~ 모형 (3)은 OLS를 이용한 것이고, 모형 (4) ~ 모형 (6)은 패널분석을 이용한 것이다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. [ ]은 t값이고 모형 (4) ~ 모형 (6)의 t값은 Petersen(2009)의 군집표준오차로 계산된 것이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

	(1) OLS	(2) OLS	(3) OLS	(4) Panel	(5) Panel	(6) Panel
INTERCEPT	-5.198 [-11.37]***	-4.811 [-10.26]***	-5.041 [-11.14]***	-4.951 [-3.97]***	-4.542 [-3.78]***	-4.868 [-4.24]***
LARGEST	2.544 [4.23]***	2.609 [4.70]***	3.069 [5.43]***	2.421 [1.73]*	2.387 [1.85]*	3.040 [2.27]**
LARGEST <sup>2</sup>	-3.040 [-4.31]***	-3.090 [-4.99]***	-3.661 [-5.73]***	-2.606 [-1.69]*	-2.615 [-1.88]*	-3.520 [-2.38]**
MAJOR	-0.017 [-0.07]			0.279 [0.46]		
LARGEST×MAJOR	-0.154 [-0.02]			-14.816 [-1.32]		
LARGEST <sup>2</sup> ×MAJOR	2.272 [0.28]			17.699 [1.28]		
FOREIGN		0.971 [3.33]***			1.576 [2.29]**	
LARGEST×FOREIGN		-1.560 [-0.22]			-0.296 [-0.02]	
LARGEST <sup>2</sup> ×FOREIGN		3.621 [0.45]			3.448 [0.24]	
DOMESTIC			0.480 [2.69]***			0.424 [0.92]
LARGEST×DOMESTIC			-1.276 [-0.28]			-5.348 [-0.60]
LARGEST <sup>2</sup> ×DOMESTIC			-1.495 [-0.27]			1.338 [0.13]
Other Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of obs.	1,227	1,227	1,227	1,227	1,227	1,227
F-value	40.06***	40.63***	40.83***	181.22***	1366.46***	213.32***
Adjusted R-squared	0.6046	0.6081	0.6093	0.4702	0.4802	0.4780

분석한 모형 (2)와 모형 (5)에서도  $LARGEST \times FOREIGN$ 와  $LARGEST^2 \times FOREIGN$ 는 계수는 유의적이지 않는 값을 가지는 것으로 나타났다.

반면, 5% 이상 국내 기관투자자 지분 수준과의 상호작용을 분석한 모형 (3)와 모형 (6)에서는 주요주주나 5% 이상 외국인 투자자를 대상으로 한 경우와 상이한 결과를 보인다. 모형 (3)의 최소자승법을 이용한 경우 유의적이지 않으나  $LARGEST \times DOMESTIC$ 는 음(-)의 계수를,  $LARGEST^2 \times DOMESTIC$ 는 양(+)의 값을 보이며, 모형 (6)의 패널분석에서는 유의적인 결과를 보인다.

이는 외부에 5% 이상의 대규모 투자자 중 지분 수준이 높은 국내 기관투자자가 존재할 때에도 지배주주 지분율은 여전히 의결권 가치와 '역U자형' 관계를 가지지만, 그 기울기는 완화될 가능성을 시사한다. 즉, 지배주주 지분율이 낮을 때, 지배주주 지분율이 높아질수록 의결권 가치는 높아지지만 높은 지분의 외부 대규모투자자가 있을 때 의결권 가치가 상승하는 정도는 완화되고 있다.

이와 같은 결과는 지배주주와 외부 대량지분 투자자의 지분율이 모두 낮은 경우, 지배주주 지분율이 상승함에 따라 경영 지배를 위한 의결권 가치가 커지지만, 지배주주의 지분율이 낮고 외부 대량지분 투자자가 존재하는 경우에는 지배주주 지분율이 상승함에 따라 커지는 경영권 지배의 정도가 외부 대량지분 투자자의 지분율에 따라 제한될 수 있어 의결권 가치 상승이 제한됨을 시사한다. 또한 지배주주 지분율이 일정 수준을 넘어서면, 지배주주 지분율이 높아질수록 경영권 경쟁의 가능성이 약해지고 의결권 가치는 낮아지나, 높은 지분 수준의 외부 대규모 투자자가 있을 때 지배주주의 지분 상승에 따른 의결권 가치 하락의 정도 역시 완화됨을 보여준다.

#### 4.4 추가 실증분석

본 절에서는 지배주주 지분수준과 의결권 가치의 비선형성에 대해 기업지배구조 측면 및 기업특성 그리고 우선주 거래량과 우선주 발행수준 등으로 각각 구분하여 특성별로 상이한 결과가 나타나는지를 추가적으로 검증하였다.

〈표 10〉은 대규모기업집단 소속 여부 및 배당지급 여부로 각각 표본을 구분한 후 지배주주 지분수준이 의결권 가치에 미치는 영향을 분석한 것이다. Panel A는 대규모기업집단 소속 기업(*CHAEBOL*)과 미소속 기업(*Non-CHAEBOL*)에 대한 분석결과를, Panel B는 배당지급 기업(*DIVIDEND*) 및 미지급 기업(*Non-DIVIDEND*)에 대한 분석결과이다.

우선 Panel A에 대한 분석결과를 보면, 대규모기업집단 소속기업이나 소속되지 않은 기업 모두에서 유사한 결과를 보인다. 모형 (1)과 모형 (3) 모두에서  $LARGEST$  계수는 유의적인 양(+)으로 나타나고,  $LARGEST^2$ 의 계수는 유의적인 음(-)의 값을 보여 두 그룹 모두에서 지배주주 지분율과 의결권 가치 간의 '역 U자형' 관계가 나타난다. 이는 패널 분석을 이용한 모형 (2)와 모형 (4)에서도 일관된 결과를 보이고 있다. 즉, 대규모기업집단 소속 여부와 무관하게 지배주주 지분수준과 의결권 가치는 '역U자형' 관계를 가진다.

다음으로 Panel B에 대한 분석결과, 배당을 지급한 기업뿐만 아니라 배당을 지급하지 않은 기업에서도 지배주주 지분율이 의결권에 비선형적인 영향을 미치고 있다. 만약, 의결권의 가치가 지배주주의 사적이익 추구 측면에서 발생한다면 배당을 지급하지 않은 기업의 경우 지배주주 지분증가와 의결권 가치는 양(+)의 관련성을 보여야 할 것이다. 반면, 본 분석에서는 배당지급 여부와 무관하게 일관된 '역U

〈표 10〉 대규모기업집단 소속 여부 및 배당지급 여부로 구분한 분석결과

아래의 표는 대규모기업집단 소속 여부 및 배당지급 여부로 구분한 후 지배주주 지분율과 의결권 가치를 회귀분석 한 결과이다. 종속변수는 보통주와 우선주의 가격 차이를 이용하여 추정한 의결권 가치이다. 모형 (1)과 모형 (3)은 OLS 그리고 모형 (2)와 모형 (4)는 패널분석의 고정효과 분석결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. [ ]은 t값 이고, 모형 (2)와 모형 (4)의 t값은 Petersen(2009)의 군집표준오차로 계산된 것이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

Panel A : 대규모기업집단 소속 여부				
	CHAEBOL		Non-CHAEBOL	
	(1) OLS	(2) Panel	(3) OLS	(4) Panel
LARGEST	2.872 [3.32]***	3.214 [1.33]	2.825 [4.61]***	1.986 [1.93]*
LARGEST <sup>2</sup>	-4.484 [-4.42]***	-5.093 [-1.84]*	-3.199 [-4.91]***	-2.318 [-1.98]**
Other control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of obs.	521	521	706	706
F-value	23.91***	54.20***	39.92***	233.36***
Adjusted R squared	0.6380	0.2178	0.6936	0.6162
Panel B : 배당지급 여부				
	DIVIDEND		Non-DIVIDEND	
	(1) OLS	(2) Panel	(3) OLS	(4) Panel
LARGEST	2.035 [2.53]**	2.993 [1.60]	1.428 [1.92]*	0.299 [0.25]
LARGEST <sup>2</sup>	-2.710 [-3.01]***	-3.392 [-1.64]	-1.684 [-2.08]**	-0.791 [-0.54]
Other control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of obs.	858	858	369	369
F-value	19.38***	33.54***	24.76***	48.23***
Adjusted R squared	0.4797	0.2672	0.7258	0.5622

자형' 관계를 보이고 있다.

〈표 11〉은 전년도의 시가/장부가 비율(*BM*), 기업규모(*ASSET*), 우선주 거래량(*RELAMT*), 우선주 발행비율(*RELCAPITAL*)을 기준으로 중위수 이상인 그룹(High)과 중위수 미만인 그룹(Low)으로 각각 구분한 후 지배주주 지분수준이 의결권 가치에 미치는 영향을 분석한 결과이다.

우선, Panel A의 시가/장부가(*MB*) 비율로 구분한 경우를 보면, 해당 비율이 높은 성장주(*growth stock*)는 일관되게 유의한 결과가 나타나지 않는다. 반면, 시가/장부가 비율이 낮은 가치주(*value stock*)는 모형 (3)과 모형 (4) 모두 유의적으로 *LARGEST* 계수는 양(+) 그리고 *LARGEST*<sup>2</sup> 계수는 음(-)의 결과가 나타난다. 즉, 기업지배권 시장에 있어 기업

〈표 11〉 기업특성으로 구분한 분석결과

아래의 표는 지배주주 지분율과 의결권 가치에 대한 회귀분석 결과이다. 종속변수는 보통주와 우선주의 가격 차이를 이용하여 추정된 의결권 가치이다. 모형 (1)과 모형 (3)은 OLS 그리고 모형 (2)와 모형 (4)는 패널분석의 고정효과 분석결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. [ ]은 t값이고, 모형 (2)와 모형 (4)의 t값은 Petersen(2009)의 군집표준오차로 계산된 것이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

Panel A : 시가/장부가 비율 구분				
	MB(High)		MB(Low)	
	(1) OLS	(2) Panel	(3) OLS	(4) Panel
LARGEST	3.505 [4.30]***	1.486 [0.85]	1.747 [2.22]**	3.134 [2.40]**
LARGEST <sup>2</sup>	-3.799 [-3.93]***	-1.211 [-0.61]	-2.602 [-3.13]***	-3.780 [-2.75]***
Other control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of obs.	616	616	611	611
F-value	25.29***	254.29***	24.91***	123.94***
Adjusted R squared	0.6294	0.4768	0.6221	0.4968
Panel B : 기업규모 구분				
	ASSET(High)		ASSET(Low)	
	(1) OLS	(2) Panel	(3) OLS	(4) Panel
LARGEST	0.695 [0.86]	3.317 [1.54]	1.723 [2.47]**	1.642 [1.32]
LARGEST <sup>2</sup>	-1.859 [-1.94]*	-4.456 [-1.81]*	-1.850 [-2.54]**	-1.825 [-1.30]
Other control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of obs.	616	616	611	611
F-value	20.17***	11.96***	27.09***	478.56***
Adjusted R squared	0.5549	0.1159	0.6311	0.5457
Panel C : 우선주 거래수준 구분				
	RELAMT(High)		RELAMT(Low)	
	(1) OLS	(2) Panel	(3) OLS	(4) Panel
LARGEST	3.234 [4.03]***	2.210 [1.52]	1.665 [1.97]**	1.826 [1.09]
LARGEST <sup>2</sup>	-3.878 [-4.54]***	-2.607 [-1.61]	-2.242 [-2.27]**	-2.335 [-1.27]
Other control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of obs.	616	616	611	611
F-value	16.63***	31.78***	29.49***	56.54***
Adjusted R squared	0.5221	0.3851	0.6727	0.5049
Panel D : 우선주 발행수준 구분				
	RELCAPITAL(High)		RELCAPITAL(Low)	
	(1) OLS	(2) Panel	(3) OLS	(4) Panel
LARGEST	3.881 [4.42]***	3.659 [1.39]	1.518 [2.78]***	0.482 [0.47]
LARGEST <sup>2</sup>	-4.730 [-4.98]***	-4.121 [-1.48]	-1.982 [-3.25]***	-0.678 [-0.53]
Other control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of obs.	616	616	611	611
F-value	13.65***	24.41***	52.35***	308.03***
Adjusted R squared	0.4452	0.1577	0.7835	0.6872

가치가 저평가된 가치주는 경영권 경쟁 가능성의 영향 아래 있음이 확인된다.

다음으로 Panel B의 기업규모(*ASSET*)로 구분한 경우 기업규모가 큰 그룹(High)에서 모형 (1)과 모형 (2)의 *LARGEST*<sup>2</sup>계수가 유의적인 음(-)을 보이나 통계적 유의성은 낮게 나타난다. 한편, 기업규모가 작은 그룹(Low)은 모형 (3)에서만 *LARGEST*<sup>2</sup>계수가 유의적인 음(-)의 값을 보인다. 기업규모가 작은 경우 정보비대칭이 클 수 있으므로 지배주주의 사익추구 가능성이 증대될 수 있으나, 본 분석에서 기업규모 수준에 따른 지배주주 지분율과 의결권 가치의 관계는 강건한 결과가 나타나지 않는다. 따라서 기업 규모로 판단한 사익 추구는 의결권 가치에 일관된 영향을 주지 않음을 알 수 있다.

추가적으로 Panel C의 우선주 거래수준(*RELAMT*)이나 Panel D의 우선주 발행수준(*RELCAPITAL*)으로 구분한 경우 해당 비율이 높은(High) 기업과 낮은(Low) 기업 모두에서 일관되게 지배주주 지분율과 의결권 가치의 비선형성이 확인된다. 일부 연구에서 의결권 주식과 무의결권 주식의 가격 차이는 유동성 측면 및 우선주 발행비중의 영향을 받는다는 결과를 제시하고 있다(최종범 · 문판수, 2005; 남기석 · 임재창, 209). 따라서 의결권 가치의 대응변수인 주가과리율이 주로 우선주 거래 등의 유동성 측면이나 발행 측면에서 발생한다면, 지배주주 지분수준이 미치는 영향이 두 그룹에서 상이하게 나타날 것으로 판단해 볼 수 있다. 반면 본 연구결과는 지배주주 지분율과 의결권 가치 상호 간의 비선형성이 일관되게 나타나고 있다.

## V. 결론

의결권의 가치는 의결권을 행사함으로써 얻을 수 있는 금전적 또는 비금전적 가치를 의미한다. 기업 지배권 시장에 있어 의결권의 가치는 지배주주가 기업을 지배함에 따라 영유할 수 있는 사적 이익 또는 경영권 경쟁 가능성의 영향을 받을 수 있다. 따라서 의결권 가치는 지배주주의 지분 수준에 따른 기업 지배력에 따라 달라질 것이다.

본 연구는 지배주주 지분율과 의결권 가치의 관계를 분석함에 있어 선형 및 비선형 관계까지 종합적으로 고려함으로써 우리나라 주식시장에서 의결권 가치가 사적 이익 추구의 가능성과 경영권 경쟁 가능성 중 어떤 것을 지지하는지 검증하고자 하였다. 또한, 외부의 대규모 기관투자자와 지배주주 지분율과의 상호작용이 의결권의 가치에 어떠한 영향을 미치는지를 함께 분석하였다.

본 연구의 주요 실증 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 지배주주의 지분 수준이 낮을 때 지배주주의 지분율이 증가할수록 의결권의 가치가 증가하나, 지배주주 지분 수준이 높을 때 지배주주의 지분율이 증가할수록 의결권의 가치는 하락하였다. 즉, 지배주주 지분 수준과 의결권의 가치는 '역 U자형'의 관계를 보였다. 본 결과는 지배주주의 지분율이 높아질수록 사적 이익이 증대되어 의결권 가치가 상승할 것이라는 사적 이익 추구 가능성보다, 지배주주 지분율이 높아질수록 의결권 가치 하락이 이루어질 것이라는 경영권 경쟁 가능성을 지지하고 있다.

둘째, 지배주주와 5% 이상 대규모 기관투자자 지분율의 상호작용은 OLS 분석과 패널분석 등 일부 분석에서 역U자형 관계를 완화하는 것으로 나타났지만, 내생성을 고려하여 Petersen(2009) 군집표

준오차를 사용하였을 때 일관되게 유의한 결과가 나타나지 않았다. 따라서 외부 대규모 기관투자자의 의결권 가치에 대한 지배주주의 영향을 조절한다고 주장하기에는 한계가 있다. 이는 우리나라 기업지배권 시장에서 외부 기관투자자가 지배주주에 대한 감시자 및 경영권 경쟁자로 기능하고 이들의 역할이 의결권 프리미엄에 반영된다고 주장하기에 한계가 있음을 의미한다, 특히 대규모 기업집단의 경우 5% 이상 대규모 기관투자자가 동일 기업집단 내 계열사인 경우가 많아 이들이 지배주주와 이해관계를 함께 할 때 경영권 경쟁에 유의미한 영향을 주지 않음을 시사한다.

본 연구는 의결권 가치를 지배주주의 지분 구조 관점에서 분석함으로써, 지배주주의 지분수준이 의결권의 가치에 비선형적 영향을 줄 수 있음을 실증적으로 제시한 점, 그리고 의결권 가치에 대한 기관투자자의 영향력을 조명하였다는 점에서 연구의 의의가 있다. 또한, 기업 지배권 시장에서 국내외 대규모 기관투자자의 역할을 분석함으로써, 최근 활발히 진행되고 있는 기관투자자의 주주권 참여와 이에 따른 의결권 가치에 대한 논의에 시사점을 제공할 수 있으리라 기대한다.

## 참고문헌

- 곽병관·이병관(1999), “한국 증권시장에서의 보통주와 우선주간의 가격피리울에 대한 실증분석,” **산업과경영**, 12(1), pp.183-210.
- 국찬표·정근화(2000), “기업지배권시장의 제도변화와 의결권의 시장가치,” **한국증권학회지**, 27(1), pp. 1-33.
- 고혁진·박영석·위경우·이재현(2008), “의결권획득전략의 존재가능성에 관한 연구,” **재무연구**, 21(2), pp.1-27.
- 김문태·이선화(2016), “국민연금투자가 경영자의 이익조정과 배당정책에 미치는 영향,” **경영학연구**, 45(2), pp.537-556.
- 김재각·최문수(2011), “글로벌 비즈니스 기업의 우선주 발행 특성에 대한 실증연구,” **e-비즈니스연구**, 12(3), pp.351-369.
- 김정국·박상수·최도성(1996), “우선주의 가격차이율에 관한 실증연구,” **재무연구**, 11, pp.31-64.
- 김형철(2016), “연기금의 스튜어드십 코드에 관한 고찰,” **로고스경영연구**, 14(1), pp.115-132.
- 남기석·임재창(2009), “보통주와 우선주간의 가격피리울 결정요인에 관한 실증분석,” **경영과정정보연구**, 28(3), pp.25-44.
- 박경서·백재승(2001), “재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가?: 한국상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구,” **재무연구**, 14(2), pp.89-130.
- 박경서·이은정(2006), “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향,” **금융동향**, 20(2), pp.73-113
- 변혜영(2012), “코스닥 기업의 대주주 지분이 기업가치에 미치는 영향: 비선형적 접근,” **국제회계연구**, 45, pp.51-78.
- 손성규·배창현(2018), “기관투자자의 주주행동주의가 자본시장에 미치는 영향,” **경영학연구**, 47(6), pp. 1515-1540.
- 엄윤성(2012), “기업 지배권 시장에서 대규모 투자자의 역할: 5% 룰을 중심으로,” **대한경영학회지**, 25(9), pp.3533-3551.
- 우상겸·서경원(2016), “ELW 가격을 이용한 주식의 의결권 가치 측정에 관한 연구,” **대한경영학회 학술발표회**.
- 윤진기·김진선(2016), “우선주와 보통주의 가격차이에 영향을 미치는 요인 연구,” **글로벌경영학회지**, 13(1), pp.95-123.

- 이상철 · 이윤근(2018), "기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 영향," *경영학연구*, 47(1), pp.195-217.
- 장익환 · 김형철(1991), "보통주와 우선주의 상대적 가격변동에 관한 연구," *한국증권학회지*, 13(1), pp.261-287.
- 정성훈 · 이병주(2013), "보통주와 신행우선주의 가격차이 비율에 관한 연구," *기업경영연구*, 20(4), pp.97-113.
- 최중범 · 문판수(2005), "보통주와 우선주의 가격 차이에 관한 연구 : 유동성 프리미엄의 영향을 중심으로," *재무연구*, 18(2), pp.263-287.
- 최중범 · 문판수(2006), "우선주 시장의 이상 현상에 관한 연구," *재무관리논총*, 12(1), pp.105-125.
- 한봉희(2010), "우선주 가격과 거래유동성," *대한경영학회지*, 23(1), pp.1-22.
- Barclay, M., and C. Holderness(1989), "Private Benefits of Control of Public Corporations," *Journal of Financial Economics*, 25, pp.371-395.
- Bauguess, S. W., M. B. Slovin, and M. E. Sushka (2012), "Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking, and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights," *Journal of Banking & Finance*, 36(4), pp.1244-1253.
- Beiner, N., and R. Gibson(1999), "A Theoretical Analysis of the Liquidity Risk Premium Embedded in the Price of Voting and Non-voting Stocks," *Journal of Corporate Finance*, 5(3), pp.209-225.
- Bergstrom, C., and K. Rydqvist(1992), "Differentiated Bids for Voting and Restricted Voting Shares in Public Tender Offers," *Journal of Banking & Finance*, 16(1), pp.97-114.
- Bigelli, M., and E. Croci(2013), "Dividend Privileges and the Value of Voting Rights: Evidence from Italy," *Journal of Empirical Finance*, 24, pp.94-107.
- Caprio, L., and E. Croci(2008), "The Determinants of the Voting Premium in Italy: The Evidence from 1974 to 2003," *Journal of Banking & Finance*, 32(11), pp.2433-2443.
- Chung, K. H., and J. K. Kim(1999), "Corporate Ownership and the Value of a Vote in an Emerging Market," *Journal of Corporate Finance*, 5(1), pp.35-54.
- Choi, D.(1991), "Toehold Acquisitions, Shareholder Wealth, and the Market for Corporate Control," *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 26(3), pp.391-407.
- Choi, H., P. S. Yoon, and B. Lim(2019), "Corporate Governance and the Voting Premium in Korea," *한국증권학회 학술발표회*.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance*, 57(6), pp.2379-2408.
- DeAngelo, H., and L. DeAngelo(1985), "Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock," *Journal of Financial Economics*, 14(1), pp.33-69.
- Doidge, C.(2004), "U.S. Cross-listings and the Private Benefits of Control: Evidence from Dual-class Firms," *Journal of Financial Economics*, 72(3), pp.519-553.
- Dyck, A., and L. Zingales(2004), "Private Benefit of Control: An International Comparison," *Journal of Finance*, 59(2), pp.537-600.
- Grossman, S. J., and O. D. Hart(1988), "One Share-one Vote and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, pp.175-202.

- Hauser, S., and B. Lauterbach(2004), "The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual-class Stock Unifications," *Review of Financial Studies*, 17(4), pp. 1167-1184.
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback(1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), pp.5-50.
- Kalay, A., O. Karakas, and H. Pant(2014), "The Market Value of Corporate Votes: Theory and Evidence from Option Prices," *Journal of Finance*, 69(3), pp.1235-1271.
- Kole, S. R.(1995), "Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data," *Journal of Corporate Finance*, 1(3-4), pp.413-435.
- Lease, R. C., John J. J. McConnell, and W. H. Mikkelson(1983), "The Market Value of Control in Publicly-traded Corporations," *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), pp.439-471.
- Levy, H.(1983), "Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock," *Journal of Finance*, 38(1), pp.79-93.
- Liu, C., C. Y. Chung, H. K. Sul, and K. Wang(2018), "Does Hometown Advantage Matter? The Case of Institutional Blockholder Monitoring on Earnings Management in Korea," *Journal of International Business Studies*, 49(2), pp.196-221.
- Majumdar, S. K., and A. Nagarajan(1997), "The Impact of Changing Stock Ownership Patterns in the United States: Theoretical Implications and Some Evidence," *Revue D'economie Industrielle*, 82, pp.39-54.
- McConnell, J., and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Values," *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp.595-612.
- McConnell, J., and H. Servaes(1995), "Equity Ownership and the Two Faces of Debt," *Journal of Financial Economics*, 39(1), pp. 131-157.
- Meggison, W. L.(1990), "Restricted Voting Stock, Acquisition Premiums, and the Market Value of Corporate Control," *Financial Review*, 25(2), pp.175-198.
- Milnor, J. W., and L. S. Shapley(1978), "Value of Large Games II: Oceanic Games," *Mathematics of Operations Research*, 3(4), pp.290-307.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny(1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), pp.293-315.
- Muravyev, A.(2009), "Dual Class Stock in Russia: Explaining a Pricing Anomaly," *Emerging Markets Finance and Trade*, 45(2), pp.21-43.
- Muravyev, A., I. Berezinets, and Y. Ilina(2014), "The Structure of Corporate Boards and Private Benefits of Control: Evidence from the Russian Stock Exchange," *International Review of Financial Analysis*, 34, pp.247-261.
- Nenova, T.(2003), "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis," *Journal of Financial Economics*, 68(3), pp. 325-351.
- Neumann, R.(2003), "Price Differential between Dual-class Stocks: Voting Premium or Liquidity Discount?," *European Financial Management*, 9(3), pp.315-332.
- Nicodano, G., and A. Sembenelli(2004), "Private Benefits, Block Transaction Premiums and

- Ownership Structure, *International Review of Financial Analysis*, 13(2), pp.227-244.
- Odegaard, B. A.(2007), "Price Differences between Equity Classes Corporate Control, Foreign Ownership or Liquidity?," *Journal of Banking & Finance*, 31(12), pp.3621-3645.
- Petersen, M, A.(2009), "Estimating Standard Errors in Panel Data Sets," *Review of Financial Studies*, 22(1), pp.435-480.
- Pound, J.(1988), "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), pp.237-265.
- Rydqvist, K.(1996), "Takeover Bids and the Relative Prices of Shares that Differ in Their Voting Rights," *Journal of Banking & Finance*, 20(8), pp.1407-1425
- Shleifer, A., and R. Vishny(1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94(3), pp.461-488
- Silva, A. C., and, A. Subrahmanyam(2007), "Dual-class Premium, Corporate Governance, and the Mandatory Bid Rule: Evidence from the Brazilian Stock Market," *Journal of Corporate Finance*, 13(1), pp.1-24.
- Stulz, R. M.(1988), "Managerial Control of Voting Right: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), pp.25-54
- Zingales, L.(1994), "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience," *Review of Financial Studies*, 7(1), pp.125-148.
- Zingales, L.(1995), "What Determines the Value of Corporate Votes?," *Quarterly Journal of Economics*, 110(4), pp.1047-1073.

## The Effect of Controlling Shareholders' Ownership on Voting Premium

Byungkwon Lim\* · Pyung Sig Yoon\*\* · Hyangmi Choi\*\*\*

### Abstract

Extant studies have explored the sources of voting premium from the perspectives of either the private benefits of control or the probability of control contests. This study aims to examine which perspective is supported by investigating the relationship between controlling shareholders' ownership and voting premium with longitudinal data in Korea during 2004 to 2016. We further analyze the interaction effect between controlling shareholders' ownership and outside blockholders' ownership on voting premium.

Our findings are as follows. First, controlling shareholders' ownership and voting premium have an inverted U shape relationship, suggesting voting premium increases up to a certain point of controlling shareholders' ownership after which it decreases. Second, outside blockholders do not mitigate the relationship, implying that outside blockholders do not yet participate in control contests vigorously to the extent of affecting the impact of controlling shareholders' ownership on voting premium.

This study suggests that voting premium arises with controlling shareholders' ownership and the probability of control contest over the management.

Key words: Voting Premium, Private Benefit of Control, Control Contests, Controlling Shareholders' Ownership, Institutional Investor

---

\* Korea Housing Finance Corporation, First Author

\*\* Chungnam National University, Co-Author

\*\*\* Chungnam National University, Corresponding Author

- 저자 임병권은 현재 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원으로 재직 중이다. 충남대학교에서 경영학박사(재무관리 전공)를 취득하였으며, 주요 연구분야는 기업재무, 자본시장 효율성, 주택금융 등이다.
- 저자 윤평식은 현재 충남대학교 경상대학 경영학부 교수로 재직 중이다. University of Texas at Austin에서 경영학박사(재무관리 전공)를 취득하였으며, 주요연구분야는 기업재무, 투자 및 위험관리, 차익거래 등이다.
- 저자 최향미는 현재 충남대학교 경상대학 경영학부 부교수로 재직 중이다. 서울대학교에서 경영학박사(국제재무 전공)를 취득하였으며, 박사학위 이후에는 상명대학교에서 교수로 재직하였다. 주요 연구분야는 기업재무, 국제재무 등이다.