

경영자의 내부지분율과 기업의 재무구조 및 성장정책

장휘용* · 박종갑**

〈요 약〉

대주주들이 경영권을 직접 행사하고 있는 우리 나라의 경영환경에서 기업의 의사결정은 대주주의 보유지분 정도에 따라 상당히 달라 질 수 있다. 즉, 소유경영자의 지분이 적으면 적을수록 경영자 자신의 이익과 전체 주주의 이익은 괴리되고 경영자의 경영상의 위험수용성(危險受容性)은 높아지게 된다. 이에 따라 내부지분율이 낮은 기업일수록 보다 높은 성장을 선호하고 위험성이 높은 투자대안을 선택할 가능성이 증대된다.

상기한 연구가설을 검증하기 위하여 94년부터 97년까지 4년간의 상장기업 자료를 이용하여 내부지분율과 부채비율, 그리고 성장률과의 관계를 분석하였다. 특히, 내부지분율을 포함하는 기업의 재무구조 다중회귀모형과 성장률의 다중회귀모형을 구축하여 내부지분율이 기업의 재무구조와 성장률에 대한 유의적인 설명력을 보유하고 있는지 여부를 검증하였다. 실증분석 결과는 내부지분율이 낮은 기업일수록 부채비율과 성장률이 상대적으로 높다는 연구가설을 일관성있게 지지하고 있다.

이러한 연구결과는 정부의 기업정책에 대한 중요한 시사점을 던져주고 있다. 즉, 이제까지 기업들은 경영권에 대한 위협없이 내부지분율을 저하시킬 수 있었고, 이러한 상황에서 기업의 고부채, 고성장 전략은 소유경영자의 시각에서 볼 때는 극히 합리적인 것이었다. 하지만, 정부가 기업의 매수합병시장을 활성화시키면 많은 기업들은 경영권의 보호를 위해 내부지분율을 높이게 될 것이다. 이 경우 기업들은 보다 보수적인 경영을 하게 되어 부채비율은 낮아지고 과도한 성장정책은 지양될 것으로 예상된다. 따라서, 보다 건전한 기업경영을 유도하기 위해서는 내부지분율이 제고되어야 하고, 이를 위해서는 아직도 남아있는 매수합병의 장애 요인들을 조속히 제거하는 것이 필요할 것이다.

I. 문제의 제기

1997년 말 IMF 경제위기가 시작된 이후 경제환경이 초래된 원인이 무엇인가에 대한 많은 논의가 있었다. 경제위기를 직접적으로 촉발시킨 원인과 아울러 생산주체인 기업의

* 인하대학교 경영학부 교수

** 인하대학교 대학원생

문제점이 무엇이며, 어떠한 대책이 필요한 지에 대하여 많은 의견이 제시되었다. 대체적으로, 현재 우리 기업들이 당면한 가장 심각한 경영상의 문제점으로는 과도한 부채비율이 지적되고 있고 기업소유구조 측면의 문제점들도 지적되고 있다. 특히, 대규모기업집단들이 금융을 독점하다시피 하며 성장위주의 확장경영을 지속한 결과 업종전문화가 제대로 이루어지지 않았고 낮은 수익성과 과도한 부채부담이 초래된 점이 부각되었다.

이러한 주장들에 근거하여 정부는 단기간에 부채비율을 대폭 낮출 것을 기업들에게 요구하고 있고, 대규모 기업집단들의 업종전문화를 추진하기 위해 소위 “빅딜”정책을 강행하여 국내외적으로 많은 논란을 불러일으키고 있다. 국가의 운명이 달려있다고 생각되는 경제현안들을 전적으로 재계(財界)의 자율적 판단에 맡길 수 없다는 판단에서 강도 높게 진행되고 있지만, 과연 현행 경제정책들이 현상에 대한 충분한 이해를 바탕으로 입안되고 시행되고 있는 지는 의문의 여지가 있다.

본 논문에서는 현재 우리 나라 경제정책상 가장 큰 이슈가 되고 있는 기업의 과다부채 문제를 소유구조문제와 관련하여 분석하고, 이를 바탕으로 과거 경제정책상의 문제점을 지적하고 향후의 정책 방향을 제시하고자 한다. 이를 위하여 먼저 우리 나라 경영자들의 행태를 대리인 문제(Jensen & Meckling(1976))의 시각에서 고찰하고 경영자의 보유지분에 따라 경영상의 위험수용성(危險受容性)과 경영방식이 어떻게 달라질 것인가를 논의한다.

선진국과는 달리 전문경영인이 아닌 대주주들이 경영권을 직접 행사하고 있는 우리의 경영환경에서는 경영자와 전체 주주간의 이해상충이 문제되는 것이 아니라 경영권을 가진 대주주와 외부주주간의 이해대립이 심각한 문제가 된다. 이러한 환경에서 경영자가 본인의 경제적 이익 극대화를 추구하는 경우 기업의 의사결정은 경영자의 보유지분 정도에 따라 크게 달라질 수 있다. 즉, 소유경영자의 지분이 적으면 적을수록 경영자 자신의 이익과 전체 주주의 이익은 괴리되고 경영자의 위험수용성(危險受容性)은 높아지게 되어, 보다 높은 성장을 선호하고 위험성이 높은 투자대안을 선택할 가능성이 증대될 것이다. 따라서, 내부지분율이 낮은 기업일수록 보다 높은 성장성과 높은 부채비율을 보일 것으로 예상된다.

상기한 가능성을 실증적으로 검증하기 위해서는 신뢰성있는 내부지분율 자료의 확보가 중요하다. 우리 나라의 경우 소유경영자의 실제 지분이 친인척 명의로 분산되어 있어 실질 내부지분율은 대주주 1인의 지분율과 상당히 다르다. 1997년부터 증권거래소에서 취합되는 내부지분율 자료는 개정된 증권거래법에 의하여 보다 확대된 특수관계인 지분이 모두 포함되어 있어 보다 나은 연구가 가능하게 되었다.

II장에서는 관련 선행연구들을 살펴보고 내부지분율이 경영자의 위험수용성에 미치는 영향을 고려하여 연구가설을 도출한다. 즉, 우리의 경영환경에서 나타나는 대리인 문제를 논하고 내부지분율과 부채비율 그리고 성장률과의 관계를 고찰한다. III장에서는 본 연구에서 채택된 연구방법을 기술하고, IV장에서는 실증분석 결과를 보여 준다. 마지막 V장에서는 본 연구의 요약 및 한계 그리고 정책상의 시사점을 기술한다. 특히, 우리 기업들의 구조적 문제점이 상당 부분 정부의 잘못된 기업정책에 기인하고 있었음을 지적한다.

II. 선행 연구 및 연구가설

1. 선행연구

기업의 소유구조가 경영행태 특히 부채비율에 어떠한 영향을 주는가를 살펴 본 선행 연구들은 국내외에 다수 존재한다. Friend and Lang(1988)은 경영자의 지분율과 부채비율은 음의 관계를 보일 것이라고 주장하고 이를 뒷받침하는 실증분석 결과를 제시하였다. 경영자 자신의 지분이 높아지는 경우 경영자는 분산투자를 하는 외부투자자에 비하여 기업경영상의 위험에 대한 회피성향이 높아지기 때문에 보다 낮은 부채수준을 선호한다는 것이다. 같은 맥락에서 Friend and Hasbrouck(1987)은 소유집중도가 높아질수록 소유경영자가 인식하는 재무위험도가 높아져 부채사용을 기피하게 된다고 주장하였다.

이에 반하여 Kim and Sorensen(1986)은 부채의 대리인 비용에 근거하여 내부지분율과 부채비율이 양의 관계를 가질 것임을 주장하였다. 채권자들은 경영자가 주주들의 이익을 우선시하여 채권자들의 이익에 반하는 의사결정을 할 가능성을 고려하여 이를 보상하는 조치들을 취하게 되고 이에 따라 기업은 부채의 대리인 비용을 부담하게 된다. 기업의 내부지분율이 높아져서 경영자의 이익극대화가 기업가치 극대화로 귀결되는 경우 경영자는 대리인 비용을 감소시키기 위하여 채권자들의 이익을 해치는 일을 하지 않을 것이고 채권자가 이를 예상함에 따라 해당기업의 부채의 대리인 비용은 줄어들 것이다. 따라서, 내부지분율이 높은 기업일수록 적정 부채비율은 상승하고, 또한 실제의 부채비율도 증가할 것이라는 이론인데, 그들의 실증분석결과는 내부지분율과 재무레버리지가 유의적인 양의 관계를 보임을 보여주었다.

이상의 외국논문들은 내부지분율과 부채비율의 관계를 서로 다른 시각에서 고찰하고 또 서로 다른 실증분석결과를 보여주고 있는데, 우리의 경영환경이 외국과 다르기 때문에 외국의 이론과 실증결과가 우리 나라의 경우에도 바로 적용될 것으로 기대하기는 어

럽다. 특히 부채의 대리인 비용에 근거하고 있는 Kim and Sorensen(1986)의 연구가설은 자본시장이 성숙하지 못한 우리 나라의 경우 부적당한 측면이 있다. 즉, 채권자가 경영자의 내부지분율을 경영행태에 관한 중요한 신호(signal)로 인식하고 이 결과 내부지분율이 높은 기업의 차입비용이 더 낮아지는 경우에만 연구가설이 성립할 것이기 때문이다.

국내 선행연구 중 신민식(1989)은 대리인비용의 관점에서 내부지분율과 부채비용의 관계가 양(+)일 것으로 예상하고 83년에서 87년까지 5년간의 비금융 상장기업자료를 이용해 분석하였으나 유의적인 결과를 얻지 못하였다. 반면, 김철중(1996)은 1986년에서 1994년까지의 우리 나라 상장기업 자료를 이용하여 기업의 자본조달방식, 배당성향, 그리고 소유구조의 관계를 살펴보았는데, 내부지분율과 부채비용이 양의 관계를 보임을 발견하고 Kim and Sorensen(1986)의 가설을 인용하여 설명하였다. 국찬표, 정근화(1996)의 연구에서도 소유지분과 부채비용이 양의 관계임을 보여 주었는데, 이들은 이러한 관계가 Kim and Sorensen(1986)의 가설과 Leland and Pyle(1977)의 신호가설,¹⁾ 그리고 지분율이 높을수록 로비에 의하여 제도금융을 이용하기가 쉬웠던 우리 나라의 현실을 들어 설명하였다.

상기한 국내논문들은 대체적으로 내부지분율과 부채비용이 양의 관계임을 보이고 있으나 내부지분율 자료의 신뢰성이 문제될 수 있다. 다수의 연구(예 : 신민식(1989), 김철중(1996))에 있어서는 경영자의 내부지분율로서 대주주 1인의 지분율이 사용되어 실제의 내부지분율이 제대로 반영되지 않았다. 뿐만 아니라, 보다 강화된 기준에 의하여 계산된 대주주 지분율 자료는 97년부터 이용가능해졌기 때문에 이제까지 다른 연구에서 쓰인 내부지분율 자료들도 문제의 소지는 있다.

2. 연구가설

대리인 문제(agency problem)는 고용주(principal : employer)와 고용인(agent : employee) 사이에 맺어지는 계약의 이행여부에 대하여 완전한 감시(monitring)가 이루어 질 수 없음으로 인하여 고용인이 고용주의 이익에 부합되지 않는 행동을 하게 되는 경우를 일컫는다.²⁾ Jensen and Meckling(1976)에 의하여 잘 설명되고 있는 선진국 기업경

1) Leland and Pyle(1977)은 기업의 내부지분율이 높은 경우 내부경영자가 기업의 미래에 대하여 낙관하고 있다는 신호를 외부투자자들에게 주게 되어 기업가치를 높인다고 주장한다.

2) 고용인이 고용자를 위해 최선을 다 했느냐 하는 것은 확인하기 어렵기 때문에 고용자는 경영성과를 가지고 판단할 수밖에 없다. 하지만, 경영성과는 고용인의 능력과 노력뿐만 아니라 환경적 영향 즉, 운 또는 시대적 상황에 의해서도 영향을 받기 때문에 결과에 근거한 보상은 항상 대리인 문제를 잉태하고 있다고 할 수 있다.

영상의 대리인 문제는 크게 경영자와 주주간의 문제, 그리고 주주와 채권자간의 문제로 대별된다. 경영자는 불완전한 감시를 악용하여 주주의 이익에 반하는 의사결정과 경영행태(예 : 친지 고용, 과도한 판공비, 호사스런 집무실 등)를 보일 수 있고, 주주들은 경영자를 통하여 채권자의 이익에 반하는 행위(예 : 과다 배당, 과다 부채비율)를 하게 된다는 것이다.

물론 경영자 노동시장이 잘 발달되어 있으면 경영자는 궁극적으로 그의 행위에 걸맞는 보상을 받게 되고, 또 채권시장이 잘 발달되어 있으면 채권가격의 변동을 통하여 관련된 기업의 주주들에게 불이익이 돌아가게 되어 대리인 문제는 해결될 수 있다 (Fama(1980) 참조).³⁾ 하지만, 고용인에 대한 감시체제가 완전하지 않는 한 단기적으로 대리인 문제가 사라질 수는 없을 것이다.

상기한 대리인 문제는 선진국에서뿐만 아니라 대주주가 경영을 책임지고 있는 후진국에서도 존재한다. 이 경우 대리인 문제는 전문경영인의 이익과 주주의 이익이 대립하여 발생하는 문제라기보다는 대주주인 소유경영자의 이익과 외부주주를 포함한 여타 이해관계자들의 이익이 대립해서 발생한다. 특히, 소유경영자는 자신의 지분보유 정도에 따라 전체 주주의 이익에 배치되는 의사결정을 하게 되는 유인이 존재한다. 이것은 소유경영자가 투자에 대한 상방향 가능성(upside potential)을 향유하는 정도와 하방향 위험(downside risk)을 부담하는 정도가 다르기 때문이다(정문종(1997) 참조).

예를 들어, 어떠한 기업이 신규투자를 결정하고 소요자금의 50%를 차입에 의하여 조달하는 경우, 총 주식의 40% 지분을 가지고 있는 대주주는 총 투자자금의 20%를 부담한 셈이 된다. 하지만, 만약 그 투자가 기대이상의 성공을 거둔다면 그 초과성과 중 적어도 40%는 대주주의 몫이 되고 경영권의 여러 이점들을 감안하면 실제 향유하는 몫은 40%를 훨씬 초과할 것이다. 반면, 그 투자가 실패하는 경우 그 부담은 분담되고, 만약 기업도산에 이르는 경우 경영권을 가진 대주주의 실제 분담율은 20%에 미달할 것이다. 대주주가 향유하는 상방향 가능성과 하방향 위험분담의 차이는 대주주의 지분이 적을수록 커지고, 이로 인하여 대주주의 경영상 “위험수용성(risk tolerance)”은 보유지분이 적을수록 높아질 것으로 예상된다.

소유경영자의 보유지분에 따른 위험수용성의 차이는 기업의 투자의사결정에 영향을 미칠 것이다. 대주주의 소유지분이 적을수록 이익을 보다 많이 낼 수 있는 부채에 의한 자금조달을 선호하게 되어 부채비율이 높아지고, 또한 투자기회들 중에서 상대적으로

3) Fama(1980)는 효율적인 경영자 노동시장과 채권시장이 존재하기 때문에 대리인의 계약위반행위는 응분의 보상을 받을 것(ex-post settling-up)이고, 따라서 대리인 문제는 심각하지 않음을 시사하였다.

높은 위험의 투자기회까지 선택하게 되어 기업의 성장률이 상대적으로 높을 것으로 예상된다. 따라서, 다음과 같은 연구가설이 도출된다.

연구가설 1 : 소유경영자는 내부지분율이 낮을수록 고부채, 고성장정책을 선호한다.

소유경영자 개인의 입장에서 볼 때, 자신의 거의 모든 재산이 한 기업에 투자되어 있는 경우에는 위험분산이 어려워 상대적으로 보수적인 경영을 선호하게 되지만 자신의 재산이 여러 기업에 분산되어 있는 경우에는 보다 공격적인 경영을 할 수 있다.(Friend and Lang(1988)). 이러한 측면에서 볼 때, 기업집단의 총수는 비그룹 기업의 소유경영자에 비하여 재산의 위험분산이 잘 이루어져 있고 따라서 위험수용성이 보다 높을 것으로 예상된다. 따라서, 다음과 같은 두 번째 연구가설이 도출된다.

연구가설 2 : 기업집단은 단독기업에 비하여 고부채, 고성장정책을 선호한다.

Ⅲ. 연구방법 및 변수선정

먼저, 기업의 내부지분율이 재무구조(부채비율)에 미치는 영향을 조사하기 위해서는 재무구조에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요인들을 고려하여야 한다. 먼저, 연구 가설의 검정을 위하여 내부지분율과 대기업집단 소속여부를 나타내는 변수가 필요하다. 내부지분율 변수(IHR : Insider Holding Ratio)는 최대주주 본인 명의의 지분은 물론 유가증권 상장규정 제2조 제3항 및 증권거래법 시행령 제10조의 3 제2항에서 특수관계인으로 규정된 친인척, 계열회사 및 임직원들의 지분을 모두 포함하여 계상되었다.⁴⁾ 대규모기업집단의 소속 여부를 나타내는 변수로서는 30대 기업집단의 계열사를 “1”, 비계열사는 “0”으로 규정한 더미변수(GN : Group or Non-group)를 이용하였다.

상기한 2개의 변수 외에도 본 연구에서 고려된 부채비율 설명변수들은 다음과 같다.

1. 수익성

일반적으로 수익성이 좋은 기업은 투자시 내부유보자금을 이용할 수 있기 때문에 부채를 상대적으로 적게 이용하리라 예상된다. 따라서, 부채비율과 음(-)의 상관관계를 가질 것으로 예상된다(선우석호(1990), 박성태(1990), 김철중(1996) 참고). 본 연구에서

4) 특수관계인의 범위는 매우 넓은데, 예를 들어, 웬만한 친인척은 물론 임양자의 생가의 직계존속, 혼인외의 출생자의 생모 등도 포함한다.

는 수익성지표 중에서 가장 설명력이 높게 나타난 총자산대비 당기순이익률(PR : Profit Ratio)을 사용하였다.

2. 기업규모

이제까지 우리 나라에서는 기업의 규모가 클수록 금융기관으로부터의 차입이 쉬웠었는데, 이로 인하여 대기업들이 중소기업보다 더 많이 차입하여 더 높은 부채비율을 보였을 가능성이 있다. 많은 선행연구(예 : 신민식(1989), 선우석호(1990), 박성태(1990), 김철중(1996))들은 기업규모와 부채비율이 양(+의 관계)에 있음을 보여 주고 있다.

3. 배당성향

기업의 수익성이 같다면 배당성향이 높을수록 투자에 이용될 자금은 줄어들고 따라서 차입의 규모가 늘어 날 것으로 예상된다. 따라서, 배당성향과 부채비율은 양(+의 관계)를 보일 것으로 예상되는데 실증연구 결과는 이를 뒷받침하고 있지 않다(김철중(1996) 참조).⁵⁾

4. 유동성

기업의 자금사정은 일반적으로 유동성지표로서 나타나는데, 자금사정이 풍부한 기업의 부채비율이 낮을 것으로 예상된다. 다시 말해서, 기업은 자금사정이 좋아지면 부채 수준을 낮추려고 할 것이다. 따라서, 기업의 유동성 비율은 부채비율과 음(-)의 관계를 보일 것이다. 본 연구에서는 유동성지표 중 가장 설명력이 높게 나타난 당좌비율(LQR : Liquidity Ratio)을 사용하였다.

5. 산업효과

각 산업은 영업형태, 경쟁상태, 업종별 위험, 수익성, 자산구성, 성장성 등의 측면에서 상이하고, 이러한 업종상의 특성은 업종간 부채비율을 상이하게 만든다. 따라서, 각 기업의 부채비율은 이러한 업종별 차이에 의하여 크게 영향을 받을 것으로 예상된다. 본

5) 김철중(1996)은 배당성향이 부채비율에 음(-)의 유의적 영향을 보임을 보여주고 있다.

연구에서는 이러한 산업효과를 나타내는 변수로서 표본기업을 13개 업종으로 나누고 각 업종별 부채비율의 중간값(INDD)을 사용하였다.

상기에서 언급한 총 7개의 설명변수를 이용하고 기업의 부채비율을 종속변수로 하여 다중회귀분석 모형을 구성하였다. 기업의 부채비율로서는 연구의 편의상 총자산대비 부채비율(LR: Liability Ratio)을 사용하였다.⁶⁾ 하지만, 부채비율에 대한 설명력이 없는 것으로 판명된 기업규모와 배당성향변수들을 제거한 후, 다음의 모형을 최종적인 재무구조 설명모형으로 채택하였다.⁷⁾

$$LR_i = a_0 + a_1 \cdot IHR_i + a_2 \cdot PR_i + a_3 \cdot LQR_i + a_4 \cdot INDD_i + a_5 \cdot GN_i + e_i$$

여기서,

LR (부채비율) = 총부채/총자산

IHR (내부지분율) = 최대주주(특수관계인 포함)지분/총발행주식수

PR (수익성) = 당기순이익/총자산

LQR (당좌비율) = 당좌자산/유동부채

INDD (업종부채비율) = 각 업종별 부채비율의 중간값(표본기업을 13개 업종으로 분류)

GN (30개 기업집단 소속여부) = 1(30대그룹 계열사),
0(비계열사)

기업의 내부지분율과 성장률과의 관계를 검증하기 위해서도 위에서 보는 바와 같은 다중회귀분석모형이 필요하다. 하지만, 성장률 결정요인에 대한 이론적 혹은 실증적 선행연구가 거의 없고 또한, 기업의 성장전략은 사실상 경영자의 경영스타일에 크게 의존하기 때문에 높은 설명력을 가진 설명변수를 발견하기는 용이하지 않다. 다만, 상술한 재무구조 설명변수 중 일부는 기업의 성장률도 어느 정도 설명할 수 있을 것으로 예상된다. 특히, 많은 기업들은 영업이 잘 될 때 시설확장을 패한다는 점에서 수익

6) 부채비율로는 자기자본대비 총부채비율과 총자산대비 총부채비율이 널리 이용되고 있는데, 자기자본대비 부채비율은 당기순이익 혹은 순손실의 영향이 매우 크게 나타나고 또 자본잠식이 이루어진 경우 음의 값을 가지는 문제점 등으로 말미암아 연구상 적합하지 않는 측면이 있다. 따라서, 본 연구에서는 보다 안정적인 총자산대비 부채비율(LR)을 이용하였다.

7) 배당성향변수는 본 연구의 표본에서 시중일관 유의성이 없는 것으로 나온 반면, 기업규모 변수는 기업집단 소속여부를 표시하는 변수(GN)의 포함여부에 따라 다른 결과를 보여 주었다. 즉, 기업규모변수가 GN과 동시에 설명변수로 사용되는 경우 GN의 설명력은 유지되나 기업규모의 설명력은 사라지는데, 이는 기업규모 효과가 기업집단 여부에 따른 효과일 가능성을 시사하고 있다.

성이 성장률의 주요한 결정요인이라 예상되고, 업종별로 상당한 성장률 차이가 존재함을 고려할 때 업종별 성장률이 개별기업의 성장률을 상당 부분 설명할 수 있을 것으로 생각된다. 이와 더불어 가설검정을 위하여 내부지분율 변수(IHR)와 기업집단 소속여부 변수(GN)를 설명변수로 채택하고 다음과 같은 회귀분석모형을 구성하였다.

$$GR_i = a0 + a1 \cdot IHR_i + a2 \cdot PR_i + a3 \cdot INDG_i + a4 \cdot GN_i + e_i$$

여기서,

GR(성장률) = (당기말총자산-전기말총자산)/전기말총자산

IHR (내부지분율) = 최대주주(특수관계인 포함)지분/총발행주식수

PR (수익성) = 당기순이익/총자산

INDG (업종별성장율) = 각 업종별 성장률의 중간값(표본기업을 13개 업종으로 분류)

GN (30개 기업집단 소속여부) = 1(30대그룹 계열사)

0(비계열사)

IV. 실증분석

1. 표본선정 및 표본의 기술적 특징

기업의 소유구조에 관련한 연구가설을 검정하기 위하여 본 연구에서는 증권거래소가 제공한 1994년부터 1997년까지 4개년도의 상장회사 내부지분율자료를 이용하였다. 업종의 성격이 판이한 금융업종을 제외한 모든 상장회사를 1차적 표본으로 하였고, 소유경영자의 내부지분율은 본인의 보유지분 뿐만 아니라 특수관계인의 지분들도 모두 포함시켜 계산하였다. 상장회사의 회계정보는 한국신용평가(주)에서 제공한 KIS-FAS 데이터를 이용하였다. 최종적으로 이용된 연도별 표본수와 표본기업의 재무적 특징은 다음의 <표 1>과 같다.

연도별 표본수는 500개 전후로서 총 표본수는 2,055개이고, 이 중에서 공정거래위원회에서 지정한 30대 기업집단의 계열사 표본은 매년 100개 내외로서 총 410개, 비계열사는 총 1645개이다. 97년도의 표본수가 상대적으로 적은 것은 97년말의 경제위기와 관련하여 법정관리 등의 사유로 재무제표 미제출 기업들이 상당수 발생하였기 때문이다.

<표 1> 연도별 표본기업의 기술적 통계치*

	1994	1995	1996	1997	합계
표본수					
30대 기업집단 ¹	88	102	104	116	410
비기업집단	428	422	420	375	1645
계	516	524	524	491	2055
IHR (내부지분율, %) ²					
30대 기업집단	18.41	18.93	17.53	25.67	20.37
비기업집단	22.75	24.34	24.73	29.99	25.31
계	22.01	23.28	23.30	28.97	24.33
LR (부채비율) ³					
30대 기업집단	0.760	0.761	0.771	0.824	0.781
비기업집단	0.684	0.696	0.701	0.726	0.701
계	0.697	0.708	0.715	0.749	0.717
PR (수익성) ⁴					
30대 기업집단	0.0095	0.0069	0.0007	-0.0178	-0.0011
비기업집단	0.0028	0.0080	-0.0065	-0.0327	-0.0063
계	0.0039	0.0078	-0.0051	-0.0292	-0.0053
GR (성장성) ⁵					
30대 기업집단	0.197	0.223	0.249	-0.224	0.097
비기업집단	0.167	0.213	0.244	-0.286	0.09
계	0.172	0.215	0.245	-0.272	0.09
LQR (당좌비율)					
30대 기업집단	0.755	0.731	0.684	0.666	0.706
비기업집단	1.019	1.008	1.009	0.948	0.998
계	0.974	0.954	0.944	0.882	0.939

주) 1. 30대 기업집단은 공정거래위에서 지정한 연도별 30대 그룹 계열사이고, 비기업집단은 30대 그룹에 속하지 않는 상장기업들임.

2. IHR (내부지분율)=최대주주(특수관계인 포함)지분/총발행주식수

3. LR (부채비율) = 총부채/총자산

4. PR (수익성)=당기순이익/총자산

5. GR (성장성)=(당기 총자산-전기 총자산)/전기 총자산

6. LQR (당좌비율)=당좌자산/유동부채

* 총 표본수를 제외한 변수들의 통계치는 평균값임.

총자산대비 부채비율(LR)은 대그룹계열사가 평균 0.78, 비그룹사가 평균 0.70으로서 대그룹계열사가 자기자본의 약 350%에 해당하는 부채를 보유하고 있고 비그룹이 약 230%의 부채를 보유하고 있음을 의미한다. 부채비율은 96년까지 안정적이었으나 97년에 상당수준 증가하였는데, 이는 97년도의 전반적 수익성 악화에 기인한 것으로 보인다. 총자산대비 당기순이익율(PR)은 96년부터 악화되기 시작하였는데, 표본기업의 96년 평

균은 -0.51%이었고, 97년 평균은 -2.92% 수준으로 급락하였다. 성장성 지표인 총자산 성장률(GR)은 -27.2%를 기록한 97년을 제외하면 매년 20% 내외의 높은 수준을 보였다.

한편, 기업의 자금사정을 반영하는 당좌비율은 96년까지 0.95 내외에 머물렀으나 97년에 급락하여 0.882를 기록하였다. 대그룹 계열사의 4년간 당좌비율 평균은 0.706으로 비그룹사 평균 0.998에 비하여 크게 낮은데, 이것은 대그룹 계열사의 경우 자금부족시 다른 계열사의 지원을 받을 수 있기 때문에 긴급자금수요에 대한 대비 필요성이 적은 때문인 것으로 추정된다.

<표 2>는 표본기업들의 평균 내부지분율을 연도별로 보여주고 있다. 최대주주 개인 명의의 지분율은 대그룹계열 소속여부에 관계없이 평균 14~17% 정도이고, 96년까지의 하락세가 97년부터는 반전되는 모습을 보여주고 있다. 하지만 최대주주의 특수관계인 지분은 97년도에 급증하였는데 30대기업집단의 경우 3%에서 10.73%로 비기업집단의 경우 8.57%에서 13.63%로 증가하였다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 97년 증권거래법 개정에 의하여 내부지분율에 대한 개념이 확대되어 특수관계인의 범위가 확장되었기 때문인 것으로 보인다. 4년간의 연구기간동안 30대 그룹 내부지분율(=최대주주 개인지분 + 특수관계인 지분)은 평균은 20% 정도로서 비그룹사의 내부지분율 25%보다 낮다. 이는 기업집단의 경우 계열사간 상호보증 등에 의하여 경영권에 대한 위협이 실질적으로 존재하지 않아서 최대주주가 높은 지분을 보유할 유인이 없었던 것이 중요한 이유라고 추정된다.

<표 2> 내부지분율 내역별 구성(평균값)

(단위 : %)

	1994	1995	1996	1997	합계
30대 기업집단					
최대주주 개인	16.27	15.72	14.53	14.94	15.32
특수관계인	2.14	3.21	3.00	10.73	5.05
계 (내부지분율)	18.41	18.93	17.53	25.67	20.37
비기업집단					
최대주주 개인	17.17	16.81	16.16	16.36	16.63
특수관계인	5.58	7.53	8.57	13.63	8.68
계 (내부지분율)	22.75	24.34	24.73	29.99	25.31
전체표본					
최대주주 개인	17.02	16.59	15.84	16.03	16.37
특수관계인	4.99	6.69	7.46	12.94	7.96
계 (내부지분율)	22.01	23.28	23.30	28.97	24.33

주) 내부지분율은 최대주주 관련 지분(= 본인명의 지분 + 특수관계인 지분)을 총발행주식수로 나눈 것임.

2. 연구가설 검증

설정된 연구가설에 따르면 내부지분율이 높을수록 경영자의 위험수용성이 낮아져서 보다 신중하고 보수적인 경영을 하게 되어 부채비율과 성장성이 낮을 것으로 예상된다. 따라서 내부지분율은 각각의 비율들과 음의 관계를 보일 것으로 예상된다. 이러한 주요 변수들간의 관련성을 확인하기 위하여 먼저 상관계수를 살펴보았다.

<표 3>은 내부지분율(IHR)과 관련 재무비율 즉, 부채비율(LR) 및 성장성(GR)과의 Pearson 상관계수를 보여주고 있다. 전체 표본의 경우 내부지분율과 부채비율 그리고 성장률과의 상관계수는 각각 -0.075와 -0.071로서 예상한 방향의 상관관계를 보이고 1% 수준에서 유의함을 나타내 주고 있다. 이와 비슷한 결과는 비기업집단의 표본에서도 나타난다.

<표 3> 내부지분율(IHR)과 주요 재무변수와의 Pearson 상관관계

표본종류	표본수	부채율(LR)	성장성(GR)
전체 표본	2055	-0.075***	-0.071***
30대 기업집단	410	0.037	-0.074
비기업집단	1645	-0.070***	-0.073***

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 표시함.

각 변수는 다음과 같이 정의되었음.

내부지분율(IHR) = 최대주주(특수관계인 포함)지분/총발행주식수

부채비율(LR) = 총부채/총자산

성장성(GR) = (당기 총자산-전기 총자산)/전기 총자산

반면, 30대 기업집단 표본의 경우는 유의성이 있는 상관관계가 발견되지 않는데, 이는 표본의 성격과 관련하여 설명될 수 있다. 동일한 기업집단 내에서는 모든 계열사의 중요한 의사결정이 실질적으로 기업총수에 의하여 이루어진다. 따라서, 기업의 내부지분율이 경영자의 위험수용성에 영향을 미쳐 경영행태의 차이를 가져온다는 연구가설은 동일 기업집단 계열사 사이에는 적용되지 않을 것이다. 또한, 기업집단 상호간의 경영행태는 기업총수의 경영스타일에 크게 좌우되고 기업집단간 내부지분율의 크기와는 별다른 관련이 없을 것이다. 따라서, 30대 기업집단표본에서는 내부지분율의 부채비율, 성장률 등 경영행태에의 영향은 미미할 것으로 예상된다.

부채비율과 성장률에 영향을 미치는 요인들로서는 본 연구의 관심사항인 내부지분율 이외에도 여러 가지 다른 요인들이 있을 것이고, 따라서 연구가설의 검증은 궁극적으로 다중회귀분석에 의하여 이루어지는 것이 바람직하다. 하지만 어떤 요인들은 하나의 변수로서 제대로 대표되지 않는 경우가 있는데 본 연구의 “산업효과”가 그 예에 속한

다. 다시 말해서, 기업이 어떤 업종에 속하느냐에 따른 “산업효과”는 하나 혹은 몇 개의 변수(예 : 복수의 산업더미변수)로서 그 효과를 제대로 포착하기는 어렵다. 따라서, 검정하고자 하는 관계에 대한 업종별 분석이 바람직하다.

이러한 업종별 분석을 위하여 먼저 비기업집단 표본기업들을 13개업종으로 분류하고 각 업종별로 내부지분율과 부채비율과의 관계를 살펴보았다. 각 업종별 표본을 내부지분율에 따라 하위 50%, 상위 50%의 두 집단으로 나누고 각 집단의 부채비율 평균값을 계산하였다. 97년 말의 IMF위기가 기업경영상 심대한 영향을 미쳤을 가능성을 고려하여 97년 표본을 제외한 분석과 97년을 포함한 분석을 병행하였다.

<표 4>에서 보는 바와 같이, 3개년 표본의 경우 13개 업종 중 2개 업종(목재 및 인쇄, 기타서비스)을 제외한 나머지 11개 업종에서 내부지분율이 낮은 기업들의 평균 부채비율이 내부지분율이 높은 기업들의 부채비율보다 높았음을 보여 주고 있다. 업종 전체로 볼 때 내부지분율 하위 50% 표본의 부채비율은 평균 0.71로써 상위 50% 표본의 0.68보다 높고, 이러한 차이는 모수검정과 비모수검정에서 모두에서 유의적인 것으로 나타났다. 97년을 포함한 4개년 표본을 사용한 분석 결과도 유사하게 나타났다.

<표 4> 비기업집단 표본의 업종별 내부지분율에 따른 부채비율(평균값)

	1994~1996(3년간)			1994~1997년(4년간)		
	표본수	하위 50%	상위 50%	표본수	하위 50%	상위 50%
어업 및 광업	15	0.9566	0.5795	19	0.9558	0.6007
식품	90	0.7706	0.7618	115	0.8009	0.7717
섬유 및 의류	182	0.7133	0.6589	236	0.7607	0.6691
목재 및 인쇄	77	0.6816	0.7793	97	0.7055	0.7373
석유 및 화학	254	0.6612	0.6556	329	0.6660	0.6470
비금속광물	43	0.8504	0.6642	60	0.6279	0.6623
금속 및 기계장비	152	0.6885	0.6284	196	0.7121	0.6052
전자기계	181	0.6765	0.6435	234	0.6227	0.6060
운송장비	76	0.7665	0.6062	99	0.7096	0.7467
건설	81	0.7598	0.6018	107	0.9117	0.8674
도소매	74	0.7807	0.6091	95	0.7886	0.6825
운송서비스	36	0.7862	0.7757	48	0.8243	0.7425
기타서비스	9	0.6257	0.7270	10	0.6461	0.7054
업종 전체	1270	0.7092	0.6776	1645	0.7225	0.6792
t-값*	2.20 (0.028)			3.32 (0.000)		
z-값**	2.94 (0.003)			3.79 (0.000)		

주) 1. 하위 (상위) 50%는 각 업종표본 중 내부지분율 분포의 하위 (상위) 50%에 속하는 표본기업을 말한다.
 2. *는 Two-Sample Mean Test의 t-값을 표시하고, **는 Wilcoxon-Rank Sum Test의 z-값을 표시한다(괄호안은 p-값).

<표 5>는 업종별로 내부지분율과 성장률의 관계를 보여주고 있다. 3개년 표본인 경우 13개 업종 중 4개 업종을 제외한 9개 업종에서 내부지분율 하위 50% 기업들의 성장률이 상위 50%의 성장률보다 높았다. 업종 전체로 볼 때 하위 50% 표본의 성장률 평균은 22.52%로서 상위 50% 표본의 평균 19.02%보다 비모수검정에서 유의적으로 높았다. 이러한 차이는 4개년 표본에서 보다 뚜렷이 나타났다.

<표 5> 비기업집단 표본의 업종별 내부지분율에 따른 성장률(평균값)

	1994~1996(3년간)			1994~1997년(4년간)		
	표본수	하위 50%	상위 50%	표본수	하위 50%	상위 50%
어업 및 광업	15	1.84%	-1.81%	19	-4.52%	-16.70%
식료품	90	19.68	9.17	115	18.73	-21.52
섬유 및 의류	182	21.48	14.76	236	12.98	3.22
목재 및 인쇄	77	23.78	19.49	97	17.97	7.73
석유 및 화학	254	16.14	18.31	329	8.85	3.80
비금속광물	43	17.07	8.68	60	6.12	-2.60
금속 및 기계장비	152	18.05	23.76	196	15.46	7.18
전자기계	181	28.34	27.89	234	15.68	8.34
운송장비	76	20.17	13.50	99	11.82	-1.66
건설	81	23.66	24.89	107	6.77	18.33
도소매	74	53.55	24.17	95	32.86	9.46
운송서비스	36	30.62	17.63	48	18.86	0.27
기타서비스	9	13.53	51.86	10	17.20	30.63
업종 전체	1270	22.52	19.02	1645	13.95	5.10
t-값*	1.19 (0.232)			3.05 (0.002)		
z-값**	2.53 (0.011)			5.79 (0.000)		

- 주) 1. 하위 (상위) 50%는 각 업종표본 중 내부지분율 분포의 하위 (상위) 50%에 속하는 표본기업을 말한다.
 2. *는 Two-Sample Mean Test의 t-값을 표시하고, **는 Wilcoxon-Rank Sum Test의 z-값을 표시한다(괄호안은 p-값).

<표 6>은 30대 기업집단 표본, 비기업집단 표본, 그리고 전체표본을 이용하여 앞(III)에서 설명한 기업부채비율의 다중회귀분석모형 추정결과를 보여주고 있다. 비기업집단 표본의 경우 모형의 수정 R^2 는 0.428로서 독립변수들의 높은 설명력을 나타내고 있고, 추정계수의 부호들은 모두 예상한 방향으로 나타나고 있으며, 계수의 t-값들도 매우 유의적인 숫자를 보여주고 있다. 특히, 수익성(PR)과 유동성변수(LQR)의 t-값은 각각 -24.632와 -15.392로서 기업의 부채비율에 대한 강한 영향력을 시사하고 있다. 또한 내부지분율(IHR) 계수의 t-값은 -3.845로서 1% 수준에서 유의한데, 기업의 내부지분율이 부채비율에 영향을 줄 것이라는 연구가설을 뒷받침하고 있다.

<표 6> 기업의 부채비율에 관한 다중회귀방정식 추정결과(1994~1997)

	예상부호	비기업집단	기업집단	전체 표본
F값		308.22	66.16	310.81
수정 R ²		0.428	0.389	0.430
추정계수				
a0 (t값)	?	0.426 (6.946)***	0.357 (6.635)***	0.406 (8.155)***
a1 (t값)	-	-0.1561 (-3.845)***	-0.0099 (-0.287)	-0.1221 (-3.715)***
a2 (t값)	-	-1.1246 (-24.632)***	-1.5294 (-13.024)***	-1.1453 (-27.678)***
a3 (t값)	-	-0.1225 (-15.392)***	-0.0095 (-0.708)	-0.1147 (-16.246)***
a4 (t값)	+	0.6138 (7.205)***	0.5913 (8.202)***	0.6177 (8.977)***
a5 (t값)	+			0.0297 (2.761)***

주) 이용된 회귀방정식은

$$LR_i = a_0 + a_1 \cdot IHR_i + a_2 \cdot PR_i + a_3 \cdot LQR_i + a_4 \cdot INDD_i + a_5 \cdot GN_i + e_i$$

여기서,

LR (부채비율)=총부채/총자산

IHR (내부지분율)=최대주주(특수관계인 포함)지분/총발행주식수

PR (수익성)=당기순이익/총자산

LQR (당좌비율)=당좌자산/유동부채

INDD (업중부채비율)=각 업종별 부채비율의 중간값 (표본기업을 13개 업종으로 분류)

GN (30개 기업집단 소속여부)=1 (30대그룹 계열사), 0 (비계열사)

*, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 표시함.

30대 기업집단 계열사들의 표본을 사용하는 경우의 추정결과는 상기한 결과와 사뭇 다르다. 특히, a1과 a3 계수의 t-값은 낮고 유의성이 없음을 보여주고 있다. 이는 30대그룹 계열사간의 부채비율 차이는 내부지분율(IHR)이나 유동성(LQR)으로 설명될 수 없음을 시사하고 있다. 이러한 결과는 상관관계 분석에서 설명한 바와 같이 대규모기업집단 표본에서는 내부지분율과 경영행태에 대한 연구가설이 적용되지 않기 때문이다. 전체표본에 대한 분석결과는 비기업집단의 결과와 비슷한데, 그룹소속여부를 표시하는 변수(GN)의 계수는 양의 값을 갖고 1% 수준에서 유의적임을 보여주고 있다. 이는 앞서 논의한 바와 같이 그룹계열사들이 비계열사보다 더 많은 부채부담을 지고 있음을 보여주고 있다.

내부지분율의 기업부채에 대한 영향이 지속적으로 존재하는 지를 조사하기 위하여 상기한 회귀분석을 연도별로 실시하는 것이 필요하다. 특히, 본 연구의 경우 IMF 경제 위기를 맞은 97년이 포함되어 있기 때문에 더욱 그러하다. <표 7>은 연도별 표본을 이용해서 나온 다중회귀분석 결과를 보여주고 있다.

<표 7> 연도별 기업의 부채비율에 관한 다중회귀방정식 추정결과

	예상부호	94년	95년	96년	97년
F값		144.42	57.30	101.53	83.585
수정 R ²		0.5820	0.3499	0.4901	0.4573
추정계수					
a0 (t값)	?	0.2644 (3.099)***	0.5486 (5.258)***	0.3583 (3.631)***	0.3432 (3.275)***
a1 (t값)	-	-0.0978 (-1.812)**	-0.1466 (-1.938)**	-0.1100 (-1.723)**	-0.1184 (-1.802)**
a2 (t값)	-	-1.7532 (-20.938)***	-1.8481 (-10.457)***	-1.7443 (-16.712)***	-0.8393 (-15.179)***
a3 (t값)	-	-0.1021 (-8.503)***	-0.1243 (-8.062)***	-0.0852 (-6.865)***	-0.1075 (-7.185)***
a4 (t값)	+	0.7966 (6.686)***	0.4694 (3.224)***	0.6332 (4.700)***	0.6789 (4.879)***
a5 (t값)	+	0.0367 (2.098)**	0.0065 (0.279)	0.0314 (1.588)*	0.0612 (2.806)***

주) 이용된 회귀방정식은

$$LR_i = a_0 + a_1 \cdot IHR_i + a_2 \cdot PR_i + a_3 \cdot LQR_i + a_4 \cdot INDD_i + a_5 \cdot GN_i + e_i$$

여기서,

LR (부채비율)=총부채/총자산

IHR (내부지분율)=최대주주(특수관계인 포함)지분/총발행주식수

PR (수익성)=당기순이익/총자산

LQR (당좌비율)=당좌자산/유동부채

INDD (업종부채비율)=각 업종별 부채비율의 중간값 (표본기업을 13개 업종으로 분류)

GN (30개 기업집단 소속여부)=1 (30대그룹 계열사), 0 (비계열사)

*, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 표시함.

연도별 분석결과는 줄어든 표본수로 인하여 추정계수의 t-값이 저하하였고 그에 따라 유의수준이 약간 완화된 점은 있으나 연도별로 매우 유사한 결과를 보여 주고 있다. 특히 97년도 표본의 결과도 다른 연도와 대동소이(大同小異)하다. 연도별 모형의 설명력은 전체 표본의 경우보다 오히려 높아졌다고 할 수 있는데 특히, 94년도의 수정 R2

는 0.582로서 매우 높은 설명력을 보여주고 있다.

이상의 회귀분석 결과는 기업재무구조와 관련된 다양한 변수들의 영향을 제거한 후에도 내부지분율의 재무구조에 대한 영향력이 심각하며, 기업집단 소속여부가 부채비율에 영향을 미침을 의미한다.

따라서, 회귀분석 결과는 내부지분율이 높을수록 경영자는 보다 안전한 재무구조를 선호한다는 연구가설에 대한 증거를 제시하고 있다.

<표 8> 기업의 성장률에 관한 다중회귀방정식 추정결과(1994~1997)

	예상부호	비기업집단	30대 기업집단	전체 표본
F값 (p값)		9.257	6.298	8.746
수정 R ²		0.015	0.038	0.015
추정계수				
a0 (t값)	?	0.1225 (2.612)***	0.1142 (1.697)*	0.1228 (3.047)***
a1 (t값)	-	-0.0033 (-2.762)***	-0.0014 (-0.969)	-0.0030 (-3.019)***
a2 (t값)	+	0.4850 (3.772)***	1.9399 (4.069)***	0.5274 (4.427)***
a3 (t값)	+	0.9764 (2.014)**	0.1996 (0.259)	0.8454 (2.001)**
a4 (t값)	+			-0.0225 (-0.731)

주) 이용된 회귀방정식은

$$GR_i = a0 + a1*IHR_i + a2*PR_i + a3*INDG_i + a4*GN_i + e_i$$

여기서,

GR (성장률)=(당기말총자산-전기말총자산)/전기말총자산

IHR (내부지분율)=최대주주(특수관계인 포함)지분/총발행주식수

PR (수익성)=당기순이익/총자산

INDG (업종별성장률)=각 업종별 성장률의 중간값

(표본기업을 13개 업종으로 분류)

GN (30개 기업집단 소속여부)=1 (30대그룹 계열사), 0 (비계열사)

*, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 표시함.

<표 8>은 30대기업집단 표본, 비기업집단 표본, 그리고 전체표본을 이용하여 기업의 성장률과 관련한 다중회귀분석모형의 추정결과를 보여주고 있다. 표본과 관계없이 모

형의 설명력(수정 R^2)은 매우 낮으나 비기업집단표본의 경우 내부지분율(IHR)을 포함한 설명변수 모두 예상된 부호를 나타내고 통계적으로 유의성이 있다. 특히, 내부지분율(IHR)과 수익성변수(PR)는 1% 수준에서 유의하게 나타났다.⁸⁾ 기업집단 표본의 경우는 수익성(PR)만이 유의적으로 나타났는데, 이는 앞서 설명한 바와 같이 표본의 특성으로 인한 당연한 결과라고 할 수 있다. 전체표본을 이용한 분석결과는 비기업집단 표본과 비슷한데 기업집단 더미변수는 재무구조의 경우와 달리 통계적 유의성이 없다. 이러한 결과는 내부지분율이 낮은 기업의 경영자일수록 더 높은 성장을 추구한다는 연구가설을 뒷받침하고 있는 반면, 대기기업집단 소속여부가 성장률에 유의적인 영향을 미치지 않는다는 것을 시사한다.

이제까지 살펴본 실증결과는 내부지분율이 부채비율, 성장률과 유의적인 관련이 있으나 성장률과의 관련이 상대적으로 약함을 보여주고 있다. 이것은 자료의 성격과 관련이 있는 것으로 보이는데, 기업의 위험도가 증가함에 따라 부채비율은 계속 증가하지만 성장률은 급격히 둔화될 수 있기 때문에 나타나는 결과라 생각된다.

3. IMF 경제위기에 따른 영향

본 연구에서는 내부지분율을 경영자의 경영위험 수용성을 나타내는 하나의 척도로 보고, 내부지분율이 낮을수록 해당기업의 부채비율과 성장률이 높을 것임을 예상하였고 이를 뒷받침하는 실증적 증거를 제시하였다. IMF 경제위기에 따른 기업경영환경의 급속한 악화는 위험수용성이 보다 높은 경영자들의 기업들이 보다 큰 경영상의 위기를 경험했을 것으로 예상되고, 따라서 내부지분율이 낮은 기업들이 보다 많이 부실화되었을 가능성이 있다.

이러한 가능성을 살펴보기 위해 본 연구의 표본기업 중 98년 1월에서 99년 3월 사이의 15개월간 법정관리, 파산, 워크아웃(workout) 등을 경험한 기업들을 확인하였다. 이들 부실화 기업들과 계속적으로 정상영업을 하고 있는 기업들간에 내부지분율, 부채비율, 성장률상의 차이가 존재하는지를 분석하였다.

<표 9>는 표본기업들을 IMF이후 부실화된 기업표본과 정상영업을 계속하는 표본으로 나누어 본 연구의 검정기간(94~97) 동안 내부지분율, 부채비율, 그리고 성장률을

8) 본 논문에서 제시된 모형 외에도 여러 가지 추가적 설명변수들을 사용한 모형들을 분석하여 보았으나 논문에서 제시된 변수 이외에는 설명력이 높은 변수를 발견할 수 없었다. 그런데, 내부지분율과 수익성변수는 시험한 다양한 모형들에서 통계적 유의성을 계속 유지하였다.

비교 제시하고 있고 또, 두 표본간의 차이가 유의적인지를 나타내는 모수검정과 비모수검정값을 보여주고 있다. 전체표본의 경우 부실화된 기업들의 내부지분율은 중간값이 19.67%로서 정상영업을 계속하는 기업들의 내부지분율 중간값 24.00%보다 1% 수준에서 유의적인 차이를 보였다. 부채비율도 예상한대로 상당한 차이를 보였지만 성장성은 유의적인 차이를 보이지 않았다. 이는 부실 1~2년 전부터는 부실화되는 기업의 성장성이 저하되는 일반적인 현상(장휘용(1998) 참조)과 관련지어 생각할 수 있다.

<표 9> 부실화표본과 정상영업표본 비교(1994~1997)

	부실화 표본			정상표본			검정값*	
	#	평균	중간값	#	평균	중간값	t-값	z-값
전체표본								
내부지분율(IHR,%)	336	22.12	19.67	1719	24.76	24.00	-3.44(0.00)	-3.77(0.00)
부채비율(LR)	336	0.903	0.810	1719	0.680	0.687	10.23(0.00)	13.15(0.00)
성장률(GR)	336	0.123	0.044	1719	0.090	0.057	0.79(0.43)	-0.24(0.81)
비기업집단표본								
부지분율(IHR,%)	264	22.62	20.00	1381	25.83	25.31	-3.81(0.00)	-3.97(0.00)
부채비율(LR)	264	0.922	0.810	1381	0.659	0.661	9.70(0.00)	12.61(0.00)
성장률(GR)	264	0.147	0.049	1381	0.086	0.048	1.24(0.21)	0.96(0.34)
기업집단표본								
내부지분율(IHR,%)	72	20.30	18.22	338	20.39	18.58	-0.05(0.96)	-0.12(0.90)
부채비율(LR)	72	0.833	0.811	338	0.770	0.783	4.01(0.00)	3.49(0.00)
성장률(GR)	72	0.033	0.027	338	0.111	0.115	-1.46(0.15)	-2.46(0.01)

주) 검정값은 두집단간의 Two-Sample Mean Test with Unequal Variances의 t-값과 Wilcoxon-Rank Sum Test의 z-값을 표시한다(괄호안은 p-값).

전체표본을 기업집단과 비기업집단표본으로 나누어 분석하여도 비슷한 결과가 나타난다. 하지만, 기업집단표본의 경우 부실화된 경우와 정상기업 사이의 내부지분율은 실질적으로 아무런 차이가 없는데, 이는 기업집단의 경우 개별기업의 내부지분율은 기업 경영행태에 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난 전절(IV.2)의 결과들과 같은 맥락에서 해석될 수 있다.

V. 요약 및 정책상의 시사점

기업의 대리인이론 관점에서 볼 때, 소유경영자의 내부지분율이 낮아짐에 따라 경영

상의 위험수용성은 점점 높아질 것이고, 이에 따라 보다 높은 이익을 낼 수 있는 부채에 의한 자금조달을 선호하게 되고 보다 위험한 투자대안까지 선택할 것으로 예상된다. 이러한 연구가설을 검증하기 위하여 94년부터 97년까지 4년간의 상장기업 자료를 이용하여 내부지분율과 부채비율, 그리고 성장률과의 관계를 분석하였다. 분석결과는 내부지분율이 낮은 기업일수록 부채비율과 성장률이 상대적으로 높다는 것을 일관성있게 보여줌으로써 연구가설을 지지하고 있다.

이러한 연구결과는 지금까지 정부의 기업정책의 문제점을 암시하고 있다. 1970년대 이후 정부는 주식의 대중화를 위하여 소유경영자가 경영권에 대한 위협없이 지분을 줄일 수 있는 방안들을 추진하여 왔고, 이 결과 많은 기업들 특히, 상장기업의 대주주들은 기업공개를 통하여 내부지분율을 대폭 감소시켜 왔다. 하지만 이러한 지분 분산 정책은 최근까지 계속된 기업의 매수합병(M&A) 억제정책과 더불어 기존의 최대주주가 보다 적은 지분으로 계속적인 경영권 발휘를 가능하게 함으로서 소유경영자에 의한 도덕적 해이(moral hazard)를 부추기는 결과를 초래하였고, 이러한 경영행태가 IMF 경제 위기에 일조한 것으로 생각된다.⁹⁾

이렇게 볼 때, 기업의 과투자, 고부채, 고성장전략을 시정하기 위해서는 소유경영자의 내부지분율이 증대될 수 있는 정책을 시행하는 것이 요구된다. 인위적인 부채비율 인하정책보다는 대주주의 지분율을 자연스럽게 상승시키는 정책을 시행하여 기업들로 하여금 보다 보수적인 경영을 하게 유도한다면 기업의 부채비율은 자연히 낮아질 것이다. 특히, 대주주의 지분율 상승은 기업의 매수합병시장 활성화를 통하여 비교적 쉽게 달성될 것이라는 점을 생각할 때, 아직 남아있는 매수합병의 장애 요인들을 조속히 제거하는 것이 필요할 것으로 보인다.

본 연구는 표본의 선정에서부터 결과분석에 이르기까지 조심스럽게 수행되었지만 일반적 실증연구가 가지는 한계를 그대로 지니고 있으며, 분석결과에 대한 해석도 관점에 따라 다를 수 있다.

9) 97년의 증권거래법 개정을 통하여 기업의 매수합병을 활성화시킬 수 있는 주식의 대량소유제한제도(10% 이상) 폐지와 공개매수제도 활성화 방안을 도입하였다. 그 이전에는 적대적 M&A 활동은 실제적으로 봉쇄되어 있었다.

참 고 문 헌

- 국찬표, 정근화, “우리 나라 企業의 所有構造 決定要因에 대한 實證的 研究”, 재무연구 12호, 1996. 10, pp.249-285.
- 김석용, “企業所有構造의 決定要因에 關한 實證的 研究”, 경영학연구 제20권 제2호, 1991. 5, pp.215-254.
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”, 재무연구 제5호, 1992.12, pp.129-154.
- 김철중, “所有權構造, 資本調達政策 및 配當政策의 相互關聯性에 대한 研究”, 재무관리연구 제13권 제1호, 1996, pp.51-76.
- 박성태, “資本構造決定要因에 관한 實證的 研究”, 재무관리연구, 1990. 12, pp.81-114.
- 선우석호, “한국기업의 재무구조 결정요인과 자본비용”, 재무연구 제3호, 1990. 12, pp. 61-80.
- 신민식, “우리 나라 上場企業의 資本構造 決定要因에 관한 研究”, 재무관리연구 제6권 제2호, 1989. 12, pp.33-69.
- 장휘용, “비금융 상장기업의 부실예측모형”, 재무관리연구 제15권 제1호, 1998. 6, pp. 299-327.
- 정근화, “우리 나라 財閥企業의 所有構造 決定要因에 관한 實證的 研究”, 재무관리연구 제15권 제2호, 1998, 12, pp.339-368.
- 정문중, “대리인 비용, 사적정보의 문제 및 기타 기업특성과 기업의 차별적 감사수요”, 회계학연구 제22권 제4호, 1997. 12., pp.91-121.
- 홍영복, “産業이 資本構造에 미치는 影響”, 인하대 산업경제연구소 제1집, 1987. 5, pp.191-213.
- Baxter N. D., “Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital,” Journal of Finance 21, September 1967.
- Cho, M. H., “Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value : An Empirical Analysis,” Journal of Financial Economics, Vol.47, 1998, pp.103-121.
- Copeland, T. E. & J. Fred Weston, “Financial Theory and Corporate Policy,” Addison Wesley Publishing, Inc., Massachusetts, 1988.
- Crutchley, Claire E. & Robert S. Hansen, “A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends,” Journal

- of financial Management, Winter 1989, pp.36-46.
- Fama, Eugene F., "Agency Problem and the Theory of the firm," *Journal of Political Economy*, Vol.88, No.2, 1980, pp.288-306.
- Friend, Irwin & Larry H. P. Lang, "An Empirical Test of the Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *Journal of Finance*, June 1988, pp. 271-281.
- Friend, Irwin & J. Hasbrouck, "Determinants of Capital Structure," In *Research in France*, Vol.7, Andy Chen, ed. Greenwich, CT : JAI Press, Inc.(1987).
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg and Thomas S. Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.27, No.2, June 1992, pp.247-262.
- Jensen, Michael C. & William H. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* Vol.3, 1976, pp.305-360.
- Kim, W.S. & Eric H. Sorensen, "Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.21, No.2, June 1986, pp.130-143.
- Leland, H. E. & D. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Fianacial Intermediation," *Journal of Finance*, May 1977, pp.377-388.
- McConnell, John J. & Henri Servaes, "Equity Ownership and Two Faces of Debt," *Journal of Financial Economics*, Vol.39, 1995, pp.131-157.
- Myers, Stewart C. & Nicholas S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol.13, 1984, pp.187-221.
- Myers, Stewart C., "Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, No.3, 1984, pp.575-592.
- Richetts, Martin, "The Economics of Business Enterprise," Harvester Wheatsheaf, New York 1994.
- Ross, S. A., "The Determination of Financial Structure : The Incentive Signalling Approach," *Journal of Economics*, Spring 1977, pp.23-40.