

소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향

김병곤* · 박상현**

〈요 약〉

본 연구에서는 우리나라 234개 상장기업을 대상으로 기업의 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향을 2단계최소자승법(2SLS)을 이용하여 분석하였다.

우리나라 기업의 소유구조와 자본구조의 상호관계를 분석한 결과를 요약하면 첫째, 1996년부터 1999년까지의 전기간 분석에서 우리나라 기업은 소유구조와 자본구조 정책을 서로 연계하여 결정하는 것으로 나타났다. 그러나 IMF 경제위기 전후기간으로 구분하여 상호영향관계를 분석한 결과에 의하면 IMF 이전기간에는 소유구조와 자본구조가 상호의존적인 영향관계가 있는 것으로 나타났지만, IMF 이후기간에는 소유구조와 자본구조의 상호영향관계를 발견할 수 없었다. 둘째, 내부자는 부채사용에 따른 재무위험의 부담을 줄이기 위해 레버리지비율이 높으면 내부지분율을 감소시키는 것으로 나타났다. 셋째, 내부지분율이 높으면 내부자는 자신이 부담해야 하는 재무위험을 줄이기 위해 레버리지비율을 낮추는 것으로 분석되었다.

한편, 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향을 분석한 결과에 의하면, 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화 수준에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

I. 서 론

우리나라 기업들은 전근대적인 소유구조(ownership structure)와 지배구조(governance structure)의 형성, 과다한 차입경영, 무분별한 사업확장 등으로 경영의 투명성이 확보되지 못하고 수익성과 유동성이 악화되어 기업가치(corporate value)가 하락하는 등 많은 문제점이 노출되고 있다. 최근 기업들은 이러한 문제점을 해결하기 위하여 기업구조조정(corporate restructuring)을 추진하고 있다. 정부에서도 기업의 경영 투명성과 건전성을 확보하고 경쟁력을 제고시키기 위하여 소유구조와 재무구조 개선정책을

* 부산발전연구원 부연구위원

** 삼일회계법인 공인회계사

*** 유익한 논평을 해주신 익명의 두분의 심사위원께 감사드립니다.

추진하고, 더불어 기업의 전문화(specialization)·집중화(focusing)를 유도하고 있다.

그런데 이러한 기업구조조정 정책들은 아직까지 충분한 분석 없이 추진되는 경향이 있어 많은 시행착오와 부정적인 결과들이 나타나고 있는 실정이다. 따라서 소유구조와 자본구조, 기업다각화 등 기업의 경쟁력에 영향을 미칠 수 있는 여러 요인들에 대해 심도 있는 연구를 실시하고, 그 연구결과를 바탕으로 정책을 입안하여 시행할 때 보다 실효성 있는 성과를 얻을 수 있을 것이다.

이러한 점을 고려하여 본 연구에서는 기업구조조정 대상의 핵심 영역이라고 할 수 있는 소유구조, 자본구조, 기업다각화에 초점을 맞추어 분석을 실시한다. 그런데 소유구조와 자본구조정책은 서로 연계성이 높기 때문에 소유구조와 자본구조의 관계를 파악하고, 이들의 관계가 기업다각화에 미치는 영향을 분석함으로써 기업에 대한 정부의 소유구조 및 자본구조 개선정책과 전문화·집중화정책에 시사점을 제공하고자 한다.

지금까지 소유구조와 자본구조가 기업다각화에 미치는 영향을 분석한 대부분의 연구들은 소유구조와 자본구조간의 상호관계를 고려하지 않고 단일방정식 모형을 사용하여 왔다. 그렇지만 소유구조와 자본구조간에는 상호연관관계(interrelationship)가 존재하기 때문에 소유구조와 자본구조가 기업다각화에 미치는 영향을 독립적으로 분석하는 경우에는 그 영향관계를 정확히 분석할 수 없게 된다. 따라서 본 연구에서는 Bathala·Moon·Rao(1994), 김건우(1997) 등이 소유구조와 자본구조의 동시적 연관성을 파악하기 위해 사용하였던 2단계최소자승법(2SLS)을 이용하여 소유구조와 자본구조의 관계를 분석하고, 이들의 관계가 기업다각화에 미치는 영향을 살펴본다.

분석대상 기업은 1990년 1월 1일 이후 한국증권거래소에 계속 상장되어 있는 234개 비금융업종 기업이며, 1996년부터 1999년까지의 4개년 평균자료를 이용한다. 또한 IMF 경제위기 전후기간의 특징을 분석하기 위하여 1996년과 1997년의 평균자료를 IMF 이전기간으로 하고, 1998년과 1999년의 평균자료를 IMF 이후기간으로 구분하여 분석한다.

Ⅱ. 연구의 이론적 배경

기업의 소유구조(ownership structure)와 자본구조(capital structure)는 상호 영향관계가 존재한다. 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 대주주지분율이 증가하면 콜옵션으로서 주식의 가치를 증가시키고자 부채비율을 높

인다고 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 관계가 존재하지만 소유구조와 자본구조가 상호 의존적으로 결정되지 않는다고 하였다.

이러한 소유구조와 자본구조의 상호관계는 기업의 다각화수준에 영향을 미치게 된다. 대리인문제(agency problem)관점에서 볼 때, 내부자(insider)는 자신의 재무위험(financial risk)부담을 감소시키기 위한 수단으로 다각화를 추진할 수 있다. May(1995)는 경영자가 의사결정을 할 때 개인적인 위험(personal risk)을 고려하여 의사결정을 하며, 기업에 투자된 경영자의 부(wealth)와 인적자본(human capital)이 많을수록 경영자는 기업인수를 통한 다각화로 위험을 축소시키고자 한다고 하였다. Amihud · Lev(1981)는 경영자의 개인적인 위험축소와 관련된 私의利益(private benefits)은 경영자의 지분율수준에 따라 증가하는 경향이 있고, 불완전한 감시(monitoring)와 계약(contracting)하에서 경영자는 주주의 이해보다는 자신의 이해에 최선인 의사결정을 하고자 한다고 하였다. 이러한 행동중의 하나가 기업다각화(firm-level diversification)라고 하였다. Denis · Denis · Sarin(1997)과 윤영섭 · 김성표(1999)는 경영자지분율과 다각화수준간에는 강한 부(-)의 관계가 존재하여 대리인문제가 기업다각화의 주요한 이유라고 하였다.

이러한 관점에서 보면 자본구조와 소유구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향은 다음과 같이 파악할 수 있다. 즉, 기업의 부채조달규모가 증가하여 재무레버리지가 높아지면 기업의 재무위험이 증가하게 되는데, 내부자는 지분율이 높으면 더 많은 재무위험을 부담하여야 하기 때문에 자신의 위험을 분산시키기 위해 다각화를 추진하게 된다. 따라서 레버리지비율이 높고 내부지분율이 높은 기업의 경우 다각화가 많이 이루어지게 된다.

그러나 Jensen(1986)과 Grossman · Hart(1982)가 주장한 것처럼 부채가 기업으로 하여금 정기적인 원리금지급을 의무화시킴으로써 현금흐름을 임의적으로 사용하지 못하게 하고 경영자의 특권사용을 제한하고 도산 가능성을 줄이도록 하는 기능이 작동한다면, 레버리지비율이 높은 기업은 대리인문제로 인하여 다각화를 축소시킬 수도 있다.

Ⅲ. 실증분석의 설계

1. 실증연구방법론

본 연구에서 분석하고자 하는 변수들간에는 상호 의존적인 영향관계가 존재하여 어

는 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 상호 의존성(interdependence)을 반영하여 분석할 수 있는 2단계 최소자승법(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, 2단계 최소자승법은 내생변수와 오차항간의 상관관계를 低下 혹은 제거시켜 일치추정량을 얻는 방법이다.

2. 표본의 선정 및 분석기간

본 연구에서 표본기업은 1999년 12월 31일 현재 한국증권거래소에 상장된 기업 중에서 다음과 같은 기준에 의해 234개 기업을 선정하였다.

- ① 1990년 1월 1일부터 1999년 12월 31일 현재까지 한국증권거래소에 계속 상장되어 있는 기업
- ② 비금융업종 기업
- ③ 1990년 이후 계속하여 결산자료를 공표하여 회계자료를 입수할 수 있는 기업
- ④ 12월 결산법인으로 표본기간동안 결산기를 변경하지 않은 기업
- ⑤ 관리대상 종목이 아닌 기업

⑥ 자본잠식이 되지 않은 기업

표본대상 기업에서 금융업종의 기업을 제외시킨 것은 우리나라에 있어 금융산업은 규제산업으로 소유구조와 자본구조, 경영형태 등에서 비금융업종의 기업과 매우 다르기 때문이다. 관리대상기업이나 자본잠식 기업을 제외시킨 것은 이들 기업의 경우 결산자료를 제출하지 않거나, 재무구조가 부실하여 분석대상변수의 측정에 어려움이 있었기 때문이다.

본 연구의 분석대상 기간은 1996년부터 1999년까지이고, 각 변수의 자료는 동기간의 4개년 평균값을 이용하였다. 4개년 평균값을 이용한 것은 각 기업의 각 연도의 변수값이 하나의 관측치가 되는 시계열-횡단면 혼합분석(pooled-time series and cross-sectional analysis)을 실시하는 경우에는 오차항이 자기상관성(auto serial correlation)을 가질 수 있기 때문이다. 한편, IMF 경제위기 전후기간의 특징을 분석하기 위해서는 1996년과 1997년의 평균자료를 IMF 이전기간으로 하고, 1998년과 1999년의 평균자료를 IMF 이후기간으로 나누어 분석하였다.¹⁾

3. 가설설정 및 가설검증방법

1) 가설설정

앞에서 살펴본 연구의 이론적 배경에서 소유구조와 자본구조는 상호 영향관계가 있고, 이러한 상호 영향관계가 기업다각화에 영향을 미칠 수 있다고 하였다. 따라서 이와 같은 관계를 검증하기 위하여 다음과 같은 두 가지의 연구가설을 설정한다.

[가설 1] 우리나라 기업들은 소유구조와 자본구조 정책을 서로 연계하여 결정한다.

[가설 2] 우리나라 기업의 소유구조와 자본구조의 상호작용은 기업다각화에 정 (+) 또는 부(-)의 영향을 미친다.

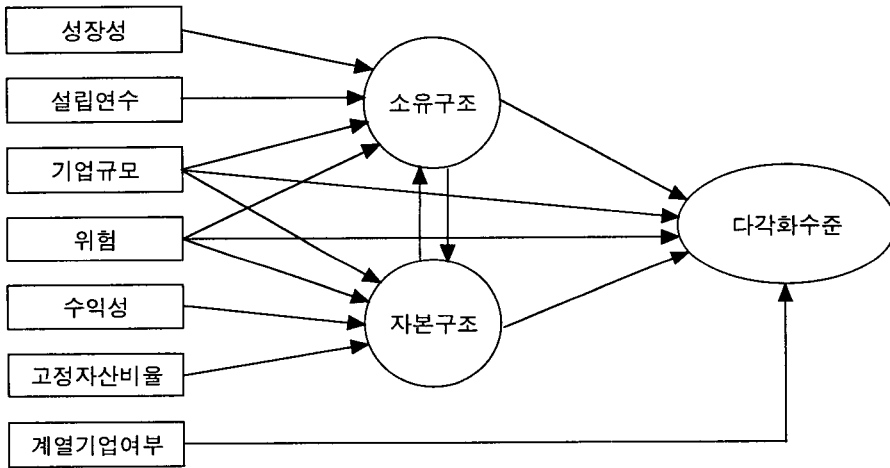
[가설 1]과 [가설 2]의 검증결과는 정부가 기업구조조정의 방향으로 추진하고 있는 소유구조개선정책과 부채비율 저감을 위한 자본구조정책에 주요한 정책적 시사점을 제공해 줄 수 있을 뿐만 아니라 기업 차원의 소유구조, 자본구조, 다각화전략 등에도 전략적인 시사점을 제공해 줄 수 있을 것으로 생각한다.

1) 1996년부터 1999년까지의 4개년 평균을 사용하는 것뿐만 아니라 연도별로도 분석을 실시해 보았으나 연도별 분석결과는 연도별로 일관성이 부족하였다. 따라서 전체 표본기간에 대한 추가적인 분석으로 IMF 경제위기 이전·이후 기간으로 구분하여 분석을 실시하였다.

2) 가설검증방법

소유구조와 자본구조의 상호의존성(interdependence)을 분석하고, 이들 변수들의 상호작용이 기업다각화에 미치는 영향을 분석하기 위하여 소유구조방정식, 자본구조방정식, 기업다각화방정식을 설정하고, 이 방정식들을 2SLS를 이용하여 분석한다.²⁾ 이 때 소유구조와 자본구조, 기업다각화수준에 영향을 미치는 다른 요인들을 통제하기 위하여 기업규모, 위험, 수익성, 성장성, 설립연수, 고정자산비율, 30대 계열기업여부 등의 변수를 통제변수로 사용한다.

[그림 1] 2SLS 분석을 위한 구조도



4. 가설검증방정식 및 분석대상변수

1) 가설검증방정식

(1) 소유구조방정식

소유구조방정식은 자본구조가 소유구조에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 내부지분율(IOWN)이고 독립변수는 레버리지비율(LEV)이다. 소유구조에 영

2) 이론적인 관계에 의하면 다각화가 충분히 진전되어 위험이 낮은 기업에 대해서는 내부자가 자신의 인적 및 물질 투자에 대한 위험이 비다각화기업에 비해 낮기 때문에 자신의 투자지분을 높이는 인과관계도 성립할 수 있다. 즉, 소유구조, 자본구조, 다각화가 상호영향을 미치는 연립방정식의 관계로 분석할 수도 있다. 그러나 본 연구에서는 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향관계를 분석하고자 하였기 때문에 그와 같은 관계에 대한 분석은 차후의 연구과제로 남겨 두었다.

향을 미치는 다른 영향 요인을 통제하기 위하여 기업규모(SIZE), 위험(RISK), 성장성(GROW), 설립연수(AGE) 등을 통제변수로 사용한다.

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

레버리지비율과 내부지분율간의 관계는 정(+) 또는 부(-)의 관계로 나타날 수 있다. 대리인문제 관점에서 보면 Friend · Hasbrouck(1987)이 주장한 것처럼 부채가 증가하면 기업의 재무위험이 더 커지게 되므로 내부자는 재무위험의 부담을 줄이기 위해서 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 내부지분율수준이 감소하는 경향이 있다.

위험은 내부지분율에 정(+) 또는 부(-)의 영향을 미칠 수 있다. Demsetz · Lehn(1985)가 주장한 것처럼 기업의 경영위험이 증대될때 대주주가 경영자를 더욱 감시하기 위하여 지분율을 높인다면 위험과 내부지분율간에는 정(+)의 관계가 나타나게 된다. 그러나 Bathala · Moon · Rao(1994)가 주장한 것처럼 기업의 위험이 커질수록 내부자가 자신의 富를 자신이 경영하는 회사에 투자하기를 꺼린다면 위험과 내부지분율간에는 부(-)의 관계가 나타날 수 있다.

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

기업설립연수와 내부지분율간에는 부(-)의 관계가 예상된다. 기업발전이론의 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 제 200조 1항(1997년 4월 폐지)에서 대주주는 상장 당시의 지분율을 초과하여 보유하지 못하도록 규정하고 있었기 때문에 기업이 설립된 이후 경과연수가 오래될수록 내부자의

지분율은 낮을 것으로 예상된다.

(2) 자본구조방정식

자본구조방정식은 소유구조가 자본구조에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 레버리지비율(LEV)이고 독립변수는 내부지분율(IOWN)이다. 자본구조에 영향을 미치는 다른 요인을 통제하기 위하여 기업규모(SIZE), 위험(RISK), 수익성(ROA), 고정자산비율(FIX) 등을 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 상반되는 견해가 있다. 양자의 관계가 정(+)의 관계를 가진다는 견해에 의하면, Kim · Sorenson(1986)과 Agrawal · Mandelker(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 레버리지비율간에는 정(+)의 관계가 있다고 하였다. 반대로 양자가 부(-)의 관계를 가진다는 견해에 의하면, Friend · Hasbrouck(1987)과 Friend · Lang(1988)은 내부지분율이 높아지면 내부경영자는 재무위험을 더욱 크게 인식하고 자신이 그 위험에 대한 부담을 줄이기 위해 레버리지비율을 감소시킨다고 하였다. Jensen · Meckling(1976)은 경영자가 외부지분의 대리인비용(agency cost of outside equity)을 피하기 위하여 외부로부터의 부채조달을 선호하게 된다면 내부지분율 수준이 낮을수록 레버리지비율은 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) 기업다각화방정식

기업다각화방정식은 소유구조와 자본구조가 기업다각화에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 기업다각화수준(DIVER)이고 독립변수는 내부지분율(IOWN)과 레버리지비율(LEV)이며, 다각화수준에 미치는 다른 영향요인을 통제하기 위하여 기업규모(SIZE)와 위험(RISK), 30대 계열기업여부(CON)를 통제변수로 사용한다.

$$DIVER = \alpha_3 + \beta_{31}IOWN + \beta_{32}LEV + \gamma_{31}SIZE + \gamma_{32}RISK + \gamma_{33}CON \quad (3)$$

내부지분율이 기업다각화수준에 미치는 영향은 정(+)과 부(-)의 영향관계를 예상할 수 있다. 먼저, 내부자의 소유지분비율이 높을수록 내부자는 기업가치의 감소분에 대해 더 많은 부담을 갖게 되므로 내부자는 주주부를 감소시키는 정책을 채택하지 않으려고 할 것이다. 따라서 만약 다각화가 상호보조효과(cross-subsidization effect)나 정보비대칭비용(information asymmetry costs) 때문에 주주부를 감소시킨다면 내부지분율과 다각화수준간에는 부(-)의 관계가 나타날 수 있다. 그러나 다각화기업이 부채의 세금절감효과(tax shield effect)³⁾와 비대칭적 세금처리효과(tax code's asymmetric treatment effect)⁴⁾에 의해 기업가치를 증가시킬 수 있다면 오히려 내부지분율이 높을수록 다각화가 많이 이루어질 수 있다.

레버리지비율과 다각화수준의 관계는 우리나라 기업들이 주로 차입자금을 이용하여 다각화를 추진하여 왔기 때문에 레버리지비율이 높은 기업은 다각화가 많이 이루어졌을 것으로 예상할 수 있다.

기업규모와 다각화수준간의 관계는 정(+)의 관계가 존재하는데, 이는 규모가 큰 기업이 내부능력의 축적이 높은 것으로 볼 수 있어 다각화에 정(+)의 영향을 미칠 것으로

3) 다각화기업은 이익흐름(earning streams)이 다른 사업들을 결합함으로써 이익변동이 축소되어 유사한 규모의 단일 사업기업에 비해 부채부담능력이 증가한다. 부채부담능력이 증가하면 더 많은 부채를 조달할 수 있게 되고, 부채를 많이 조달하게 되면 지급이자에 의한 세금절감효과가 더 크게 나타나게 된다.

4) 기업은 이익이 발생하는 경우 세금을 정부에 납부하여야 하지만 손실이 발생하였다고 하여 정부가 기업에 손실을 보전해 주지는 않는다. 따라서 어떤 연도에 다각화 기업의 하나 혹은 그 이상의 사업부문에 손실이 발생한다면, 각 사업부가 독립적으로 세금을 납부하는 것보다는 하나의 기업이 통합하여 세금을 납부하는 것이 세금을 더 적게 내게 된다. 즉 사업부문간에 이익·손실흐름이 달리 나타나기 때문에 이익창출사업부문과 손실발생사업부문간의 손익흐름이 결합되어 세금절감효과를 가져올 수 있다.

예상되기 때문이다.

한편, 영업위험 또는 경영위험이 기업다각화 수준에 미치는 영향은 이론적으로 정(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 왜냐하면 경영위험이 큰 기업일수록 내부자는 자신의 인적자본(human capital)의 가치를 방어하고, 내부자 자신의 포트폴리오 위험을 최소화하기 위하여 기업다각화를 선택할 수 있기 때문이다. 투자자들의 경우에는 분산투자를 통해 자신의 포트폴리오 위험을 효율적으로 축소시킬 수 있지만, 내부자들은 효율적으로 자신의 고용위험을 분산시킬 수 없다. 따라서 내부자는 자신과 관련된 위험을 축소시키는 방안으로 다각화를 하고자 하는 유인을 갖게 된다.

또한 30대 계열기업변수는 기업다각화수준과 정(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 30대 계열기업에 속하는 기업은 비30대 계열기업에 비해 신용등급을 상대적으로 높게 평가받을 수 있어 외부자본의 조달이 쉽고, 기업집단내에 내부자본시장(internal capital market)을 형성하여 자금을 원활하게 조달할 수 있기 때문에 기업규모의 확대와 다각화가 용이할 수 있다.

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

<표 1> 연립방정식체계에서의 변수들간의 예상 영향방향 요약

구분	내부지분율	레버리지비율	기업규모	위험	성장성	설립연수	수익성	고정자산비율	계열기업여부
소유구조방정식	×	±	-	±	+	-	×	×	×
자본구조방정식	±	×	+	-	×	×	-	±	×
기업다각화방정식	±	+	+	+	×	×	×	×	+

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

② ×는 방정식에 포함되지 않는 변수임을 나타냄.

2) 분석대상변수의 측정

(1) 내부지분율(IOWN)

내부지분율(IOWN)은 대주주1인과 친족 및 특수관계인이 소유한 주식 총수를 발행 주식 총수로 나눈 것의 시계열 평균을 사용한다.⁵⁾ 내부지분율 자료는 한국신용평가(주)

5) 기존의 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 용어대신에 '최대주주 등'이라는 용어를 사용하고 있다. 따라서

에서 발간한 「한국기업총람」과 상장회사협의회에서 발간하는 「상장회사총람」, 각 기업의 사업보고서 등을 이용하였다.

(2) 자본구조(LEV)

자본구조의 대용치로는 레버리지비율(총부채/총자본)의 시계열 평균을 사용한다.

(3) 기업다각화수준(DIVER)

다각화수준의 측정지수로 허핀달지수를 응용한 베리-허핀달지수의 시계열 평균을 이용한다. 베리-허핀달지수(BHI)는 1에서 허핀달지수를 차감한 것으로, 허핀달지수(HI)는 기업 내 모든 사업의 매출액 비중을 자승하여 합계한 값이다.⁶⁾ 따라서 베리-허핀달지수는 식 (4)와 같이 나타낼 수 있다.

$$BHI = 1 - \left[\sum_{i=1}^n S_i^2 / \left(\sum_{i=1}^n S_i \right)^2 \right] \quad (4)$$

단, S_i : i 사업부문의 매출액
 n : 영위사업수

식 (4)에서 영위사업수는 기업이 영위하고 있는 사업부문을 표준산업분류표 세분류(SIC4) 기준에 따라 분류하였을 때 당해 기업이 영위하고 있는 사업의 수를 의미한다. 기업다각화가 많이 이루어진 기업은 베리-허핀달지수가 1에 근접하고, 집중화가 많이 이루어진 기업은 0에 수렴하게 된다.

(4) 기타 통제변수

기업규모(SIZE)는 총자산규모에 자연로그를 취한 값으로서 시계열 평균을 사용한다. 경영위험을 나타내기 위한 위험(RISK)의 측정치로는 총자본영업이익률(영업이익/총자본)의 4년간 표준편차를 사용하고,⁷⁾ 성장성(GROW)은 평균 매출액증가율(당기매출액 증가/전기매출액)을 사용한다. 설립연수(AGE)를 측정하는 대용변수로는 기업의 창립 이후 분석 연도까지의 경과연수에 대한 자연로그값의 평균값을 이용하고, 수익성(ROA)

1997년 말을 기준으로 내부지분율의 측정에 일관성이 없어지는 문제점을 해결하기 위하여 1998년, 1999년의 최대주주 등의 개념을 종전의 대주주1인 개념으로 전환하여 측정하였다.

6) 우리나라 기업의 경우 개별기업의 사업부문별 매출액규모는 공시된 자료를 통해 어느 정도 파악할 수 있지만 사업부문별 자산규모는 파악하기 어려운 상황이다. 따라서 본 연구에서는 매출액기준 허핀달지수를 사용하고 있다.

7) 위험의 측정치로 총자본영업이익률(ROA)의 4개년 표준편차를 이용하였는데 기간이 너무 짧아 측정상의 오차가 클 수 있는 문제가 있다. 그러나 본 연구에서는 타 변수들을 모두 4년간 자료를 이용하고 있기 때문에 자료의 일관성을 유지하기 위해 4년간 자료의 표준편차를 이용하였다.

의 측정치로는 총자본영업이익률의 시계열 평균을 사용한다. 그리고 고정자산비율(FIX)은 고정자산/총자산비율로서 시계열 평균을 사용한다. 전기간분석을 위한 계열기업(CON) 변수는 1999년 4월 공정거래위원회에서 총자산기준으로 지정하여 발표한 30대 대규모 기업집단에 속하는 계열사를 30대 계열기업으로 분류한다. 당해 기업이 30대 대규모 기업집단에 속하는 경우에는 계열기업더미에 1을 부여한다.⁸⁾ 한편, IMF 이전기간의 계열기업더미변수는 1997년을 기준으로, IMF 이후기간의 변수는 1999년을 기준으로 하였다

IV. 실증분석 결과

1. 각 변수의 기술통계량

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

<표 2> 각 변수의 평균추이

구 분	1996년	1997년	1998년	1999년	4년평균
내부지분율(%)	22.56	26.52	28.46	28.10	26.41
레버리지비율(%)	65.34	69.05	61.82	55.84	63.01
다각화수준(BHI)	0.2095	0.2102	0.2150	0.2151	0.2125
기업규모(억원)	9,589	12,118	12,905	14,729	12,335
위험(%)	-	-	-	-	3.80
매출액증가율(%)	10.96	12.05	3.35	11.29	9.41
설립연수(년)	33.42	34.42	35.42	36.42	34.92
총자본영업이익률(%)	5.01	5.49	6.31	6.07	5.72
고정자산비율(%)	54.70	56.91	57.94	58.37	56.98
계열기업 수(개)	70	70	78	70	-

8) 30대 대규모기업집단 소속 여부를 전체기간 분석에서는 1999년을 IMF 전후기간 분석에서는 1997년과 1999년을 기준으로 분류함에 따라 1996년부터 1999년 사이에 대규모기업집단에서 제외되었거나 신규로 편입된 기업들이 존재하여 측정상에 오차가 일부 포함되었다. 표본기업 234개중에서 표본기간동안 한번이라도 변동이 있었던 기업의 수는 모두 20개였다. 그러나 본 연구에서는 평균자료를 이용하여 분석하는 방법을 택하였기 때문에 특정 기준 연도를 선정할 필요가 있었고, 가장 최근 연도가 합당한 것으로 평가 되어 1997년과 1999년 4월 공정거래위원회에서 지정하여 발표한 대규모기업집단을 기준으로 분류하였다.

<표 2>에서 표본기업의 내부지분율은 1999년에 소폭 감소하였지만 전체적으로 증가하는 추세를 보이고 있다. IMF 경제위기 발생이전인 1996년에 비해 IMF 경제위기가 발생한 1997년부터 오히려 내부지분율이 증가한 것은 재무구조를 개선하기 위해 발행된 증자물량 중에서 일반주주의 실권물량을 계열사 및 소유경영자가 대거 인수했기 때문이다.

레버리지비율은 1996년 65.34%에서 1997년 69.05%로 증가하다가 IMF 경제위기 기간동안 정부의 부채비율 감소정책과 외국인 투자자들의 재무구조개선 압력 등으로 인하여 1998년 61.82%, 1999년 55.84%로 감소하였다.

다각화수준을 나타내는 베리-허핀달지수(BHI)는 1996년 0.2095에서 1999년 0.2151로 다소 증가하고 있다. 이러한 다각화 증가 추세는 첫째, IMF 경제위기 기간동안 우리나라 기업들이 기업구조조정을 통해 사업집중화 또는 전문화가 이루어졌을 것이라는 예상과는 달리 실질적으로는 IMF 경제위기 이전 기간과 마찬가지로 기업수준에서는 다각화가 계속 추진되었다는 것을 의미한다. 둘째, 사업부문의 분리 및 이전과 같은 기업구조조정 작업이 그룹차원에서 실행되어 개별기업의 차원에서는 계열사합병 등으로 인하여 영위사업수가 증가하는 결과를 가져올 수 있었다.

표본기업의 총자산 규모는 1996년 9,589억원에서 1999년 1조 4,729억원으로 계속 증가하는 추세를 보이고 있다. 이러한 추세는 IMF 경제위기 기간에도 우리나라 기업들은 자산매각이나 기업분할 등과 같은 구조조정을 통해 기업 슬림(slim)화를 추진하기보다는 외형확대전략을 지속적으로 추진해 왔다는 것을 알 수 있다.

성장성을 나타내는 매출액증가율은 1996년 10.96%에서 1997년 12.05%로 상승하였다가 IMF 경제위기의 영향이 가장 심하게 나타났던 1998년에는 3.35%로 급락하였다. 그러나 IMF 경제위기를 벗어나기 시작한 1999년에는 다시 11.29%의 증가율을 기록하였다.

설립연수는 1999년 말을 기준으로 평균 36.42년이다. 한편, 수익성을 나타내는 총자본영업이익률은 1996년 5.01%에서 1997년 5.49%, 1998년 6.31%로 꾸준히 상승하다가 1999년에는 6.07%를 기록하였는데, 이러한 사실은 IMF 경제위기 기간동안에도 우리나라 기업들의 영업이익은 증가하였다는 것을 의미한다. 한편, 고정자산비율은 표본기간동안 계속해서 증가하였는데, 이는 IMF 경제위기 기간동안에도 고정자산에 대한 투자가 감소하지 않고 오히려 증가하였다는 것을 나타낸다.

이들 각 변수의 횡단면 자료를 이용하여 계산한 변수들간의 상관관계는 <표 3>과 같다.

<표 3> 횡단면 자료를 이용한 전체표본의 상관계수

구분	IOWN	LEV	DIVER	SIZE	RISK	GROW	AGE	ROA	FIX
IOWN	1.000								
LEV	-0.212**	1.000							
DIVER	-0.089	0.158**	1.000						
SIZE	-0.199**	0.334**	0.312**	1.000					
RISK	-0.061	0.050	0.025	-0.000	1.000				
GROW	-0.157**	0.177**	0.012	0.159**	0.039	1.000			
AGE	0.000	0.030	0.139**	0.216**	0.021	-0.128*	1.000		
ROA	-0.046	0.055	-0.023	0.144**	0.594**	0.167**	0.048	1.000	
FIX	0.084	0.106	0.183**	0.306**	0.153**	0.081	0.167**	0.069	1.000

주) *, **는 각각 10%, 5% 유의수준에서 유의함을 나타냄. 유의성 검정은 Pearson 상관관계 검정임.

2. 전체 표본기간에 대한 2SLS 분석결과

234개 기업의 4년간 평균 횡단면 자료를 이용하여 2SLS분석을 실시한 결과는 <표 4>와 같다.

<표 4> 2SLS에 의한 분석결과(전체 표본기간 대상)

소유구조방정식					
$IOWN = \alpha_1 + \beta_{11}LEV + \gamma_{11}SIZE + \gamma_{12}RISK + \gamma_{13}GROW + \gamma_{14}AGE$					
회귀계수	-1.624*	0.030	0.046	0.091	-0.007
t값	-1.89	1.18	0.20	0.58	-0.14
$R^2 = 0.0327$		adjusted $R^2 = 0.0115$			
자본구조방정식					
$LEV = \alpha_2 + \beta_{21}IOWN + \gamma_{21}SIZE + \gamma_{22}RISK + \gamma_{23}ROA + \gamma_{24}FIX$					
회귀계수	-0.732**	0.014	-0.010	-0.012	0.065
t값	-2.43	1.63	-0.06	-0.05	1.26
$R^2 = 0.1146$		adjusted $R^2 = 0.0952$			
기업다각화방정식					
$DIVER = \alpha_3 + \beta_{31}IOWN + \beta_{32}LEV + \gamma_{31}SIZE + \gamma_{32}RISK + \gamma_{33}CON$					
회귀계수	0.596	0.354	0.033	0.134	0.055
t값	0.85	0.29	1.30	0.54	0.92
$R^2 = 0.0943$		adjusted $R^2 = 0.0744$			

주) *, **는 각각 10%, 5%수준에서 유의함.

먼저, 소유구조방정식과 자본구조방정식에서 소유구조와 자본구조의 상호의존관계를 살펴보면, 두 방정식에서 내부지분을 변수와 레버리지 변수의 회귀계수가 각각 $-0.732(t = -2.43)$ 와 $-1.624(t = -1.89)$ 로 각각 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 나타나고 있다. 이는 소유구조와 자본구조는 상호의존적으로 결정된다는 [가설 1]을 채택하는 결과로 김건우(1997)의 연구결과와 다르다.

이러한 결과는 정부가 기업의 소유구조와 자본구조정책을 수립할 때 상호의존적으로 동시에 수립하는 것이 바람직하다는 것을 의미하는 것으로, 기업의 소유구조를 개선하기 위한 재무구조정책과 재무구조를 개선하기 위한 소유구조정책을 상호 연관시켜 정책을 입안할 때 그 실효성이 클 수 있음을 보여주는 결과이다.

소유구조방정식의 2SLS 분석결과를 보면, 레버리지비율은 회귀계수가 $-1.624(t = -1.89)$ 로 레버리지비율이 높은 기업이 내부지분율이 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Friend · Hasbrouck(1987)이 주장한 것처럼 부채비율이 높은 기업일수록 기업의 재무위험이 더 커지게 되므로 우리나라 기업의 내부자들은 재무위험의 부담을 줄이기 위해서 지분율을 낮추는 것으로 이해할 수 있다.

한편, 통제변수로 설정한 기업규모, 위험, 성장성, 기업설립연수 변수는 모두 통계적으로 비유의적이어서 기업의 소유구조에 유의적으로 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

자본구조방정식의 결과를 보면, 레버리지비율에 유의하게 영향을 미치는 변수는 내부지분율인 것으로 나타났다. 내부지분율 변수의 회귀계수는 $-0.732(t = -2.43)$ 로 레버리지비율에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 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.

기업다각화방정식의 분석결과를 보면, 설정된 독립변수와 통제변수 모두 통계적으로 유의하지 않는 것으로 나타났다. 이는 우리나라 기업의 경우 표본기간동안 소유구조와 자본구조의 상호작용이 기업다각화 수준에 정(+) 또는 부(-)의 영향을 미친다는 [가설 2]를 채택할 수 없다는 것을 의미한다. 즉, 우리나라 기업들은 소유구조와 자본구조 정책을 연계하여 결정하지만 이러한 정책들이 기업다각화수준에 어떤 영향을 미친다고 보기는 어렵다는 것을 의미한다.

3. IMF 경제위기 전후기간에 대한 분석결과

IMF 경제위기를 전후기간으로 구분하여 2SLS로 분석한 결과는 <표 5>와 같다.

<표 5> IMF 경제위기 이전·이후기간의 2SLS분석결과

소유구조방정식					
$IOWN = \alpha_1 + \beta_{11}LEV + \gamma_{11}SIZE + \gamma_{12}RISK + \gamma_{13}GROW + \gamma_{14}AGE$					
IMF 경제위기 이전					
회귀계수	-0.794**	0.007	-0.134	0.039	0.010
t값	-2.75	0.74	-0.57	0.55	0.35
		$R^2 = 0.0759$		$\text{adjusted } R^2 = 0.0556$	
IMF 경제위기 이후					
회귀계수	-0.996*	0.008	-0.040	0.054	-0.009
t값	-1.67	0.49	-0.15	1.11	-0.20
		$R^2 = 0.0307$		$\text{adjusted } R^2 = 0.0095$	
자본구조방정식					
$LEV = \alpha_2 + \beta_{21}IOWN + \gamma_{21}SIZE + \gamma_{22}RISK + \gamma_{23}ROA + \gamma_{24}FIX$					
IMF 경제위기 이전					
회귀계수	-1.065**	0.012	-0.245	0.312	0.027
t값	-3.37	1.34	-1.06	1.27	0.85
		$R^2 = 0.1483$		$\text{adjusted } R^2 = 0.1296$	
IMF 경제위기 이후					
회귀계수	-0.474	0.017*	0.233	-0.205	-0.002
t값	-1.20	1.73	0.90	-1.33	-0.03
		$R^2 = 0.0703$		$\text{adjusted } R^2 = 0.0500$	
기업다각화방정식					
$DIVER = \alpha_3 + \beta_{31}IOWN + \beta_{32}LEV + \gamma_{31}SIZE + \gamma_{32}RISK + \gamma_{33}CON$					
IMF 경제위기 이전					
회귀계수	0.507	-0.276	0.052**	-0.478	0.074
t값	0.37	-0.39	3.10	-1.24	0.77
		$R^2 = 0.1022$		$\text{adjusted } R^2 = 0.0825$	
IMF 경제위기 이후					
회귀계수	0.577	0.655	0.026	0.022	0.073
t값	0.73	0.77	1.47	0.06	1.16
		$R^2 = 0.0980$		$\text{adjusted } R^2 = 0.0782$	

주) *, **는 각각 10%, 5%수준에서 유의함.

먼저, 소유구조방정식과 자본구조방정식에서 소유구조와 자본구조의 상호관계를 보면, IMF 경제위기 이전기간에서는 소유구조와 자본구조간에 상호의존적인 관계가 존재

하는 것으로 나타났지만, IMF 경제위기 이후기간에서는 상호의존적인 관계를 발견할 수 없었다.

이러한 결과는 IMF 경제위기가 발생하기 전에는 기업경영자들이 자체적인 의사결정에 의해 소유구조와 자본구조를 상호연계하여 정책적으로 결정할 수 있었지만, IMF 경제위기가 발생한 후에는 정부 주도로 소유구조 및 재무구조 개선정책이 시행되면서 소유구조와 자본구조를 상호연계하여 정책을 수립하기가 어려웠기 때문으로 보인다.

소유구조방정식의 IMF 전후기간 분석결과를 보면, 두 기간 모두에서 레버리지비율이 내부지분율에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나서 전체기간을 분석한 결과와 동일하였다.

자본구조방정식의 분석결과에서는 IMF 이전기간에는 내부지분율이 레버리지비율에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 전체기간을 대상으로 분석한 결과와 동일하였다. 그러나 IMF 이후기간에서는 내부지분율과 레버리지비율간에 유의적인 관계를 확인할 수 없었다. 다만, 기업규모 변수가 레버리지비율에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 상대적으로 규모가 큰 기업이 레버리지비율이 높은 것으로 분석되었다.

기업다각방정식의 분석결과를 보면, 내부지분율과 레버리지비율은 두 기간 모두에서 기업다각화와 유의적인 영향관계를 발견할 수 없어서 전체기간을 분석한 결과와 동일하였다. 다만, IMF 이전기간에 기업규모가 기업다각화와 정(+)의 관계를 갖는 것으로 분석되어, 모든 변수에서 유의적인 영향관계를 발견하지 못한 전체기간 분석과 다소 상이하였다.

4. 2SLS와 OLS분석의 결과비교

본 연구에서는 소유구조와 자본구조와의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향을 2SLS로 분석함으로써 기존의 OLS 중심의 분석보다 신뢰성 있는 결과를 얻고자 하였다. 따라서 동일한 자료를 이용하여 2SLS 분석의 결과와 OLS 분석의 결과가 어떠한 차이가 있는가를 살펴보았다. <표 6>은 전체 표본기간을 대상으로 OLS에 의해 회귀분석을 실시한 결과이다.

소유구조방정식에서 보면 2SLS 분석결과와 다른 변수는 기업규모, 위험, 성장성, 설립연수 변수이다. OLS분석에 의한 레버리지비율의 회귀계수의 값은 2SLS의 결과보다 낮게 나타나 내부지분율에 미치는 영향이 2SLS 결과보다 작은 것으로 나타나고 있다. 기업규모 변수는 2SLS 결과와는 달리 통계적으로 유의적인 것으로 나타났을 뿐만 아

나라 회귀계수의 부호도 2SLS 결과와 반대로 부(-)의 값으로 나타났다. 따라서 OLS 분석결과는 2SLS를 적용한 결과와는 차이가 존재함을 알 수 있다.

<표 6> OLS에 의한 회귀분석결과(전체 표본기간 대상)

소유구조방정식					
$IOWN = \alpha_1 + \beta_{11} LEV + \gamma_{11} SIZE + \gamma_{12} RISK + \gamma_{13} GROW + \gamma_{14} AGE$					
회귀계수	-0.133**	-0.011**	-0.092	-0.100	0.008
t값	-2.14	-1.96	-0.79	-1.58	0.75
$R^2 = 0.0778$		adjusted $R^2 = 0.0576$			
자본구조방정식					
$LEV = \alpha_2 + \beta_{21} IOWN + \gamma_{21} SIZE + \gamma_{22} RISK + \gamma_{23} ROA + \gamma_{24} FIX$					
회귀계수	-0.168**	0.026**	0.111	-0.078	0.012
t값	-2.38	4.43	0.70	-0.38	0.31
$R^2 = 0.1363$		adjusted $R^2 = 0.1174$			
기업다각화방정식					
$DIVER = \alpha_3 + \beta_{31} IOWN + \beta_{32} LEV + \gamma_{31} SIZE + \gamma_{32} RISK + \gamma_{33} CON$					
회귀계수	-0.016	0.084	0.037**	0.083	0.028
t값	-0.14	0.74	3.18	0.39	0.72
$R^2 = 0.0943$		adjusted $R^2 = 0.0744$			

주) **는 5%수준에서 유의함.

자본구조방정식에서 2SLS 결과와 차이나는 변수는 위험 변수이다. 즉, 위험 변수는 여전히 통계적으로 비유의적이지만 회귀계수의 부호가 2SLS 결과와 반대인 정(+)의 값으로 나타나 2SLS 결과와는 차이가 있었다. 또한 OLS분석에 의한 내부지분율의 회귀계수의 값은 2SLS의 결과보다 낮게 나타나 레버리지비율에 미치는 영향이 2SLS 결과보다 작은 것으로 나타나고 있다. 따라서 소유구조방정식에서와 마찬가지로 자본구조방정식에서도 OLS 분석결과는 2SLS를 적용한 결과와는 다를 수 있다.

기업다각화방정식에서는 내부지분율 변수와 기업규모 변수가 2SLS 결과와 차이를 보이는데, OLS분석결과 내부지분율 변수의 회귀계수는 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 기업규모 변수는 2SLS와는 달리 통계적으로 유의하게 도출되었다.

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

VI. 결 론

본 연구에서는 우리나라 기업의 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향을 2단계최소자승법(2SLS)을 이용하여 분석하였다. 표본기업은 234개의 상장기업이고, 분석기간은 1996년부터 1999년까지의 4개 연도이며, 4개년 전체기간분석과 IMF 경제위기 전후기간을 구분하여 평균자료를 이용하여 분석하였다. IMF 경제위기 전후기간에 대한 분석을 위해서는 1996년과 1997년을 IMF 경제위기 이전기간으로, 1998년과 1999년을 IMF 경제위기 이후기간으로 구분하여 각각의 평균자료를 사용하였다.

본 연구에서는 소유구조방정식, 자본구조방정식, 기업다각화방정식을 하나의 연립방정식체계로 구성하였으며, 기업규모, 위험, 성장성, 설립연수, 수익성, 고정자산비율, 계열기업 변수 등을 통제변수로 사용하였다.

먼저, 우리나라 기업의 소유구조와 자본구조의 상호관계를 분석한 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 1996년부터 1999년까지의 전체표본기간에서는 소유구조와 자본구조가 상호의존적으로 결정된다는 [가설 1]을 채택하는 것으로 나타났다. 그러나 IMF 경제위기 전후기간을 분석한 결과에서는 IMF 이전기간에는 우리나라 기업들이 소유구조와 자본구조정책을 서로 연계하여 결정하는 것으로 확인되었지만, IMF 이후기간에는 소유구조와 자본구조의 상호영향관계를 발견할 수 없었다. 이러한 결과는 IMF 경제위기 이전에는 기업경영자들이 자체적인 의사결정에 의해 소유구조와 자본구조를 상호연계하여 정책적으로 결정할 수 있었지만, IMF 경제위기 이후에는 정부 주도로 소유구조 및 자본구조 개선정책이 시행되면서 소유구조와 자본구조를 상호연계하여 정책을 수립하기 어려웠기 때문으로 보인다.

둘째, 우리나라 기업의 소유구조를 결정하는 요인은 레버리지비율인 것으로 나타났다. 즉, 레버리지비율이 높은 기업의 내부자는 부채사용에 따른 재무위험의 부담을 줄이기 위해 내부지분율을 감소시키기 때문인 것으로 분석되었다.

셋째, 전체기간 분석에 의하면 우리나라 기업의 자본구조를 결정하는 요인은 내부지분율인 것으로 분석되었다. 내부자는 내부지분율이 증가하면 내부자가 부담해야 하는 재무위험을 줄이기 위해 레버리지비율을 낮추는 것으로 나타났다. 그러나 IMF 전후기간을 분석한 결과를 보면, IMF 경제위기 이후기간에 정부의 부채비율 저감정책의 강력한 시행으로 내부지분율과 레버리지비율간에 유의적인 관계가 성립하지 않는 것으로 나타났다.

한편, 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향을 분석한 결과는

[가설 2]를 채택하지 못하는 것으로 나타났다. 즉, 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화 수준에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

동일한 자료를 이용하여 OLS 분석을 실시한 결과에 의하면, 2SLS를 적용한 결과와 차이가 나는데, 이는 연립방정식모형의 모수를 단순히 OLS에 의하여 추정된 결과 연립방정식 편의가 발생하였기 때문이다. 따라서 2SLS 분석을 수행하여 이러한 편의를 제거 또는 감소시키는 것이 바람직함을 확인할 수 있었다.

본 연구에서는 이러한 분석결과에도 불구하고 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 첫째, 각 기업의 영위사업 수 및 베리-허핀달지수 등을 계산하는데 있어 공시된 매출액 구성을 기준으로 표준산업분류표에 따라 연구자가 분류하는 과정에서 주관적인 판단이나 오류가 포함되어 있을 가능성이 있다. 그러나 우리나라 기업의 경우 영위사업 수나 사업 부문별 매출액·자산규모 등의 자료를 공시하고 있지 않아 현재 시점에서는 연구자료의 한계로 볼 수 있다. 둘째, 분석에서 사용된 지분율 자료는 상장회사협의회의 「상장회사총람」, 금융감독위원회에 제출된 각 기업의 사업보고서 등의 자료를 바탕으로 공시된 지분율을 이용하여 파악하였지만, 실제 드러나지 않은 내부지분율이 존재하여 본 연구에 반영되지 못한 부분이 있을 가능성이 있다. 셋째, 계열기업 변수를 표본기간의 한 연도인 1997년과 1999년을 기준으로 30대, 비30대 기업집단 소속여부를 분류하여 본 연구에 반영하였기 때문에, 이에 따른 분석결과에 오차가 발생할 가능성도 있다. 따라서 향후 표본기간 동안의 자료를 풀링(pooling)하여 사용하는 방법도 고려해 볼 수 있다. 넷째, 표본기간이 4개년에 한정되어 경영위험의 측정치인 총자본영업이익률의 표준편차에 측정오차가 발생하였을 수 있으므로 향후에는 표본기간을 더 넓게 확장하여 분석할 필요가 있다. 마지막으로 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향을 분석하는데 한정하지 않고, 기업가치에 미치는 영향에 대해서도 고찰함으로써 IMF 경제위기 발생이후 정부가 수행한 소유구조 및 자본구조 관련 개선정책에 대해 시사점을 제시하는 것도 필요할 것으로 생각된다.

그러나 이러한 한계점에도 불구하고, 본 연구의 결과는 우리나라 기업의 소유구조와 자본구조 정책의 상호관계 존재여부와 이들의 관계가 기업다각화에 미치는 영향을 조명함으로써, 기업구조조정 측면에서 소유구조 및 자본구조 개선정책, 그리고 다각화전략을 수립하고자 하는 기업들과 對기업정책을 수립하고자 하는 정부에 도움이 될 수 있을 것으로 생각한다.

참 고 문 헌

- 강철규, 재벌의 금리차 지대와 소유구조, 한국의 대기업, 포스코경영연구원, 1995, 141-158.
- 구맹희, 김병곤, “한국기업의 다각화와 기업가치에 관한 실증연구-LISREL모형을 응용하여-”, 재무관리연구, 제26권 제1호, 1999, 1-32.
- _____, “대리권문제와 기업다각화가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 재무관리연구, 제26권 제2호, 1999, 1-26.
- _____, “한국기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 대한경영학회지, 제22호, 1999, 427-449.
- 국찬표, 정균화, “우리나라 기업의 소유구조 결정요인에 대한 실증적 연구-선형구조모형을 응용하여-”, 재무연구, 제12호, 1996, 249-285.
- 김건우, 소유구조와 자본구조의 관계, 조사보고서, 한국조세연구원, 1997.
- 김우택, 장대홍, 김경수, “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구”, 재무연구, 제6호, 1993, 55-75.
- 박성태, “자본구조결정요인에 대한 실증적 연구”, 재무관리연구, 제7권 제2호, 1990, 81-105.
- 선우석호, “한국기업의 재무구조결정요인과 자본비용”, 재무연구, 제3호, 1990, 61-80.
- 윤계섭, “한국기업의 소유와 경영의 분리 및 그 효과에 관한 연구”, 서울대학교 경영논집, 제14권 제1호, 1990.3, 45-49.
- 윤영섭, 김성표, “사업다각화와 대리인문제가 기업가치에 미치는 영향”, 재무연구, 제12권 제1호, 1999, 1-37.
- 증권거래소, “1999년도 상장법인 주식분포상황조사”, 주식, 2000.4, 3-37.
- Agrawal, A., and G. N. Mandelker, “Large Shareholders and Monitoring of Manager : The Case of Antitakeover Charter Amendment,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (June 1990), 143-161.
- Amihud, Yakov, and Baruch Lev, “Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers,” *Bell Journal of Economics*, 12, 1981, 605-617.
- Bathala, C. T., K. P. Moon, and R. P. Rao, “Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings : An Agency Perspective,” *Financial Management*, 23, (Autumn 1994), 38-50.
- Berger, Philip G., and Eli Ofek, “Diversification’s effect on firm value,” *Journal of*

- Financial Economics*, 37, 1995, 39-65.
- Comment, Robert, and Gregg A. Jarrell, "Corporate focus and stock returns," *Journal of Financial Economics*, 37, 1995, 67-87.
- Demsetz, H., and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership : Cause and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93(6), 1985, 1155 -1177.
- Denis, David J., Diane K. Denis, and Atulya Sarin, "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification," *Journal of Finance*, 52, 1997, 135-160.
- Fama, Eugene F., "Agency problems and the theory of the firm," *Journal of Political Economy*, 88, 1980, 288-307.
- Friend, I., and J. Hasbrouck, "Determinants of Capital Structure," in Andy Chen (ed.), *Research in Finance*, Vol.7, JAI Press, 1987, 1-19.
- _____, and L. Lang, "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *Journal of Finance*, 43, 1988, 271-281.
- Grossman, S. T., and D. Hart, "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives," in J. McCall(ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*, Chicago, IL, University of Chicago, 1982.
- Jensen, Michael C., "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers," *American Economic Review*, 76, 1986, 323-329.
- _____, and William H. Meckling, "Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs, and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 20, 1976, 305-360.
- Kim, W. S., and E. H. Sorenson, "Evidence on the Impact of Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (June 1986), 131-144.
- Lang, Larry H. P., and Rene M. Stulz, "Tobin's q, coporate diversification and firm performance," *Journal of Political Economy*, 102, 1994, 1248-1280.
- Leland, H. E., and D. H. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, 32(2), 1977, 371-387.
- Lewellen, Wilbur G., "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger," *Journal of Finance*, 26, 1971, 521-537.
- Loderer, Claudio, "Executive stock ownership and performance Tracking faint traces,"

Journal of Financial Economics, 45, 1997, 223-255.

May, Don O., "Do managerial motives influence firm risk-reduction strategies?,"

Journal of Finance, 50, 1995, 1291-1308.

McConnell, John J., and Henri Servaes, "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics*, 27, 1990, 595-612.

_____, "Equity ownership and the two faces of debt," *Journal of Financial Economics*, 39, 1995, 131-157.

Montgomery, Cynthia A., "Corporate Diversification," *Journal of Economics Perspectives*, 8, (Summer 1994), 163-178.

Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Management ownership and market valuation : An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 293-315.

Pound, John, "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 237-265.

Ross, S. A., "The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach," *Bell Journal of Economics*, 1977, 23-40.

Servaes, Henri, "The value of diversification during the conglomerate merger wave," *Journal of Finance*, 51, 1996, 1201-1225.

Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, "Managerial entrenchment : The case of manager-specific investments," *Journal of Financial Economics*, 25, 1989, 123-139.

Stulz, Rene M., "Managerial Control of Voting Rights Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 25-54.