

대주주 소유구조 및 연계거래 여부가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구

이원흠*

〈요 약〉

본 연구에서는 대주주의 소유구조와 기업가치 간의 관계에 대해 분석하였다. 특히 대주주의 대리인비용 발생이 의심되는 최대주주와 상장기업 간의 내부거래인 연계거래가 발생한 기업과 대기업집단 소속기업의 대주주 소유구조가 기업가치에 미치는 영향이 어떠한가를 검토하였다. 분석기간은 기업지배구조 개선조치가 활발하게 추진된 2001년 이후로 설정하였다. 대주주 소유구조와 Tobin's Q를 대용변수로 하여 측정된 기업가치 간의 관계를 분석한 결과를 검증가설의 지지 여부와 결부시켜 정리하면 다음과 같다.

첫째, 대주주 소유구조 및 연계거래, 그룹소속 여부와 기업가치 간의 관계를 분석한 결과, 대주주의 배임가설, 대기업집단의 배임가중 가설을 지지하는 결과가 나타났다. 대주주지분율이나 소유과리도가 기업가치에 미치는 부정적 영향은 그룹소속과 상관없이, 연계거래가 있는 샘플에서 통계적으로 유의한 것으로 나왔다.

둘째, 대주주지분율 및 소유과리도 구간별로 기업가치와의 관계를 검증해 본 결과, 대주주지분율과 기업가치 간에, 그리고 소유과리도와 기업가치 간에 각각 역U자형 패턴을 보이는 것으로 나타났다. 이는 과거 국내연구에서 절충가설을 지지하는 결과로서 보고된 U자형 관계와 차이가 나는 상반된 결과이다.

대주주지분율과 기업가치 간의 역U자형 패턴이 전체 샘플 및 그룹소속 여부나 연계거래 유무와 상관없이 일관되게 나타났다. 대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 증가하다가 15-25% 수준 이상에서부터 감소하는 비선형 관계가 통계적으로 유의하게 존재하는 것으로 관찰되었다.

한편, 외국인지분율과 기업가치 간에는 대체로 선형적인 (+) 관계가 있는 것으로 나타났다. 전체 샘플에서는 15% 이상, "비 그룹소속 기업"에서는 20% 이상 수준에서, "연계거래가 있는 기업"의 경우에는 25% 이상 수준에서부터, 외국인지분율과 기업가치 간에 통계적으로 유의한 선형적인 (+) 관계가 관찰되었다. 이는 기존의 외국인투자자의 적극적 감시가설을 지지하는 결과와 부합하는 것이다.

주제어 : 대주주, 지배주주, 소유구조, 연계거래, 대리인비용, 기업가치

논문접수일 : 2005년 8월 8일 논문게재확정일 : 2006년 2월 10일

* 홍익대학교 경영대학

** 본 논문에 대하여 세심한 심사평을 해주신 두 분의 심사자에게 감사를 드립니다.

I. 소유구조, 대주주 연계거래와 기업가치와의 관계에 관한 선행연구와 검증가설

기업 소유구조의 변화가 기업가치나 주가에 미치는 영향에 관한 연구는 중요하다. 지난 1997년 IMF 구제금융 사태의 발생 원인을 부실한 기업지배구조 및 소유구조의 후진성에서 찾는 많은 실증연구가 보고된 바 있다. 그리고 소유구조와 기업가치 간의 관계 및 그룹소속 여부가 초래하는 차이 등에 대한 선행연구는 꾸준히 진행되어 왔다. 그러나 본 연구에서 다루고 있는 연계거래에 대해 기업 소유구조가 미치는 효과에 대한 연구는 아직 활발하게 연구된 바 없다.

소유구조와 기업가치 간의 관계에 관한 국내 기존연구는 다음과 같은 특징을 갖는다. 첫째, 대부분의 연구가 경영자의 대리인 문제에 초점을 맞추어 가설을 개발하고, 이를 검증하기 위해 경영자(혹은 소유경영자)의 지분율과 기업가치 간의 관계에 대해 분석하고 있다. 둘째, 경영자지분율과 기업가치 간의 관계에 관한 대부분의 기존연구가 IMF 구제금융 사태가 발생하기 이전 기간의 자료를 분석하였다. 셋째, IMF 금융위기 이후의 연구에서는 소유구조에 대한 측정변수가 지분율에서 기업지배구조의 개선정도 혹은 소유권-지배권 괴리도로 변화하고 있다. 따라서 본 연구는 이와 같은 국내연구의 미흡한 부분을 보완하는데 기여하려고 시도하고 있다.

본 연구의 첫 번째 주요 관심사는 경영자의 대리인 비용이 기업가치에 미치는 영향을 분석하는데 있지 않고, 대주주의 대리인 비용이 기업가치 변화에 어떤 영향을 미치는가를 분석하는데 있다. 증권거래소에 상장되고, 소유분산이 많이 진행된 상장기업의 주가 혹은 기업가치에 대해 최대주주1인의 지분율 및 최대주주와 특수관계인 관계에 있는 가족 혹은 계열사가 출자한 지분을 포함한 대주주관련 총지분율이 어떤 영향을 미치는가를 분석하고자 한다. 즉 이 주제의 논점은 대주주지분율이 높아지면 대주주의 전횡 또는 사적 이익의 우선 때문에 대주주의 대리인 비용이 높아지는가를 검증하는 것과 같다고 할 수 있다.

둘째, 또한 자본시장 개방과 국제화가 진전된 상태에서 지분율이 급격하게 증가하고 있는 외국인지분율이 대주주지분율과 경합하는 상태에서 기업가치에 미치는 영향이 어떠한가를 분석하고자 한다. 이 논점은 대주주의 대리인 비용이 발생할 가능성이 있는 상장기업에 있어서 외국인투자자의 존재는 기업경영에 대한 감시감독 기능을 잘 발휘하는데 기여하는가를 검증하는 것이라고 생각한다.

셋째, 그리고 이와 같은 대주주지분율과 외국인지분율이 기업가치에 미치는 영향력

이 소위 “재벌”로 불리는 우리나라 대기업집단(이하 “그룹소속 기업”)¹⁾에 대해서는 비집단소속 기업과 달리 차이점이 있는가를 검토한다.

마지막으로 대주주의 대리인 비용에 관한 연구가 초점인 본 연구의 차별점은 대주주의 대리인 비용이 발생할 유인이 매우 높다고 판단되는 대주주와 상장기업 간의 내부거래가 발생하면 기업가치에 부정적인 영향을 미치는가를 분석하는데 있다.

연계거래는 상장기업과 최대주주 간의 내부거래(이하 “대주주 연계거래”)²⁾라는 점에서 대리인비용 발생이 불가피할 것으로 여겨지는 전형적인 거래로 인식된다. 배임가설(背任假說 : Tunnelling hypothesis)은 최대주주는 연계거래를 통해 자신의 부만을 극대화하기 위해 상장기업의 소액주주, 채권자의 부를 횡령 혹은 착취하려는 유인을 갖게 되므로 대리인비용이 발생하게 되고, 결과적으로 기업가치가 훼손될 것이라고 주장한다. 반면에 조장가설(助長假說 : Propping hypothesis)은 연계거래의 긍정적인 면도 인정한다. 최대주주는 자신의 부를 증식시키거나 유지하기 위하여 부실한 계열회사에게 담보제공, 채무보증을 해주거나, 특혜조건의 부동산거래, 주식거래, 구제합병 등을 통해 계열기업을 직간접적으로 지원해 줄 수도 있다는 것이다.

본 연구에서는 대주주의 대리인 문제가 심각할 것으로 예상되는 다음과 같은 두 가지 샘플에서 소유구조 차이가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 상장기업과 최대주주 간의 내부거래 및 대기업집단이 대주주의 대리인 문제가 심각할 것으로 예상되는 샘플이다. 이런 기준의 구분 샘플들에서 소유구조의 구성에서 차지하는 비중이 큰 대주주지분율과 외국인지분율이 여타 샘플과 비교하여 기업가치에 미치는 영향이 차이가 나는지를 실증분석하는 것이 본 연구의 차별적인 시도이다.

먼저, 소유구조와 기업가치 간의 주요 실증연구 결과를 정리해 보면, <표 1>에서 정리한 것과 같다.

최근에는 1997년 국제적인 금융위기를 경험한 아시아 여러나라의 소유구조, 특히 피라미드식 소유구조, 순환출자, 소유권과 지배권의 괴리도와 기업가치의 관계에 관한 연

1) 대기업집단은 동일인이 단독 또는 계열회사나 특수관계인과 합하여 회사의 발행주식 총수의 100분의 30 이상을 소유하고 있는 회사이거나 임원의 임면 등 당해회사의 경영에 대하여 영향력을 행사하고 있다고 인정되는 둘 이상의 회사임. 공정거래법 상 상호출자총액제한기업집단과 상호출자/채무보증제한기업집단으로 지정됨. 상호출자총액제한기업집단은 동일한 기업집단 소속회사의 자산총액 합계액이 5조원 이상인 기업집단의 경우 공정거래위원회로부터 지정받음. 상호출자/채무보증제한기업집단은 기업집단 소속회사의 자산총액 합계액이 2조원이상인 기업집단으로 공정거래위원회로부터 지정받음. 공정거래법 제9조제1항(상호출자금지), 제10조제1항(출자총액 제한), 제10조제2제1항(채무보증금지 및 해소), 제11조의2(대규모내부거래의 이사회 의결 및 공시) 등이 기업지배구조 개혁과 직접 관련있는 규정들임.

2) 영문으로는 related party transactions between listed company and controlling shareholders라는 표현임. 이는 대주주와 상장기업 간의 내부거래를 의미함. 본고에서는 연계거래로 통칭함.

구결과가 주류를 이루고 있음을 알 수 있다. 소유권-지배권 괴리도가 클수록 대리인비용이 높아지기 때문에 기업가치가 낮아진다는 공통적인 결론을 보고하고 있다. 또한, 우리나라 상장기업의 경우, IMF 금융위기 이후, 극복과정에서 외국인지분율이 높아지는 경향이 뚜렷하였으며, 높은 외국인지분율은 기업소유구조 선진화와 경영의 투명성 개선에 효과가 있으며 이는 기업가치를 제고시키고, 소위 “Korea discount”를 완화시키는데 기여하였다는 주장이 제기되어왔다.³⁾

또한, 주요주주별 지분율과 기업가치 간의 연관성에 관한 연구결과는 크게 두 가지 결과로 엇갈려서 보고되고 있다. 소유경영자지분율 혹은 임원지분율이 증가하면서 이익 일치가설과 경영자기득권유자가설 간의 절충에 의해 기업가치가 증가-감소-재증가하는 패턴을 보일 것이라는 주장이 그 하나이고,⁴⁾ 다른 한가지 결과는 소유경영자지분율 혹은 대주주지분율, 대주주1인 지분율과 기업가치 간에는 U자 형 패턴을 갖는다는 보고이다.⁵⁾

한편, 연계거래에 관한 선행 연구를 조사해 보면, <표 2>에 정리한 것과 같이 착취가설(Expropriation hypothesis) 혹은 배임가설에 대한 실증 연구결과가 엇갈리고 있다. Bae 등(2002)은 우리나라의 구제합병 사례를 분석한 결과, 횡령가설을 지지하는 결과를 보고하고 있다. 한편 Buyschaet 등(2004)의 연구는 벨기에 기업집단 내부의 주식 거래를 대상으로 분석한 결과 착취가설을 지지하는 결과를 얻지 못한 것으로 보고하고 있다. 그러나 Cheung 등(2004)은 홍콩 상장기업의 대주주와의 연계거래에 대한 실증분석 결과, 착취가설을 지지하는 결과를 얻었다고 보고하고 있지만, 연계거래 이전에 주가에 반영되어 주가가 저평가되는 현상은 발견하지 못하였다고 결론을 내리고 있다.

일반적으로 대리인비용의 발생 혹은 기업가치나 주가에 미치는 악영향 등이 있을 것으로 예상되는 연계거래는 거래당사자인 상장기업의 소유구조 차이에 따라 기업가치에 미치는 영향이 달리 나타날 것이다. 대주주지분율, 소유괴리도, 외국인지분율 측면에서의 소유구조 차이는 최대주주, 소액주주, 외국인주주, 채권자, 경영자 간에 발생하는 이해충돌과 대리인비용 때문에 연계거래 여부를 결정하는데 영향을 미치기 때문이다.

본 연구에서는 상장기업이 공시한 최대주주와의 연계거래에서 발생하는 대리인비용 문제에 대해 기업소유구조 차이 및 그룹소속 여부에 따라 기업가치에 차이가 나는가를 검증함으로써 대리인비용과 관련된 가설에 대한 검증을 시도한다. 첫째, 대주주의 대리인

3) 신현한 외(2004) 참조. 신현한 등은 외국인지분율이 기업가치에 (+)의 영향을 끼치며, 소유구조와 기업가치 간의 내생성에 대해 검증해 본 결과, 외국인지분율이 기업가치에 영향을 주는 반면, 반대로 기업가치가 외국인지분율에는 영향을 주지 않는다고 보고함. 본 연구에서는 소유구조로부터 기업가치에 미치는 관계만을 보고함.

4) Morck-Shleifer-Vishny(1988), 김병호(2002)).

5) 김주현(1992), 김영숙-이재춘(2000), 박기성(2002).

문제가 심각할 것으로 예상되는 연계거래는 기업가치에 어떤 영향을 미치는가를 분석하면, 대주주 연계거래의 배임가설과 조장가설 중 어느 것이 현실을 더 잘 설명하는 가설인가를 검증해 볼 수 있다. 둘째, 대기업집단에 있어서 내부거래 등에 따른 대주주의 대리비용의 발생이 더 문제인가 아니면 대기업집단은 기업가치 제고에 기여하는 순기능이 기대되는 존재인가에 대한 가설검증도 그룹소속 여부에 따른 소유구조 차이가 기업가치에 미치는 영향을 비교검토함으로써 가설검증을 시도하고자 한다. 따라서 본 연구에서는 다음과 같은 네 가지 귀무가설에 주안점을 두고 실행한 검증결과를 보고한다.

<표 1> 소유구조와 기업가치간의 관계에 관한 선행연구

저자	분석대상	가설검증 결론
Claessens 외(2002), La Porta 외(2002), Mitton(2002), Lemmons 외(2003)	1997년 금융위기를 겪은 동아시아, 동남아시아 각국 기업	기업의 소유구조 상 소유권과 지배권의 괴리도가 클수록 기업가치가 작아진다는 현상을 공통적으로 보고
Baek- Kang- Park(2004)	대주주지분율, 소유괴리도와 주식투자수익율	대주주지분율이 높고 소유괴리도가 큰 재벌소속기업의 주가하락이 더 큰 것으로 보고
신현한 외(2004)	외국인지분율과 Tobin's Q	외국인지분율이 기업가치 향상에 기여, 대주주지분율은 무영향
Morck- Shleifer- Vishny(1988), 김병호(2002)	경영자지분율과 Tobin's Q 임원지분율과 Tobin's Q	0-5% 구간 : 기업가치 증가 5-25% : 기업가치 감소 25% 이상 : 기업가치 증가; 한국상장기업 1999~2000년도 유사한 결과 보고
김주현(1992) 김영숙-이재춘(2000) 박기성(2002)	소유경영자지분율과 Tobin's Q 대주주1인지분율과 MBR 대주주지분율과 Tobin's Q	U자형 패턴 : 각각 40%, 49%, 29%를 변곡점으로 보고

<표 2> 연계거래에 관한 선행연구6)

저자	분석대상	가설검증 결론
Cheung- Rau- Stouraitis(2004)	1998~2000 홍콩상장기업과 대주주 간의 연계거래 375건	Expropriation 가설을 지지하는 결과를 보고함 : 주식시장에서 사전에 연계거래의 착취 여부를 인식하지 못함
Buysschaert- Deloof- Jergers(2002)	1996~1999 벨기에 기업집단 내부 주식거래 15건, 기업집단 외부기업과의 주식거래 26건	Expropriation 가설을 지지하는 확실한 결과를 얻지 못함
K.H. Bae- J.K. Kang- J.M. Kim(2002)	1981~1997 한국 30~50대 재벌의 합병 사례 107건	Tunnelling 가설을 지지하는 결과를 보고함
이원흠(2005)	2001~2003 한국상장기업과 최대주주 간의 연계거래 5219건	Tunnelling 가설을 지지하는 결과가 지배적 : 일부 거래유형에서 Propping 가설을 지지하는 결과도 나옴

6) 이원흠(2005), 상장기업과 대주주와의 내부거래가 주가에 미치는 영향에 관한 실증연구, 증권학회지 참조.

[가설 1] : 대주주의 背任 假說] 대주주지분율이 높을수록(또한 소유과리도가 높을수록) 기업가치를 훼손할 것이다.

[가설 1]과 유사한 선행연구가 많이 있지만 대부분 경영자의 대리인비용 관점에서 실증분석한 연구들이다. 본 연구의 [가설 1]은 경영자의 대리인문제가 아니라 대주주의 대리인 문제에 관한 검증가설이다. 국내의 기존 연구들은 대부분 주주와 경영자 간의 대리인이론을 위주로 이해일치 가설, 경영자안주 가설, 절충가설 등이 제시되고, 서로 경쟁하는 이들 가설의 지지 여부에 대한 실증연구가 이루어졌다.⁷⁾ 경영자지분율과 기업가치 간의 관계에 대한 국내연구에서 일치되는 결과들이 보고되지 않고 있으나, 대체로 절충가설을 지지하는 결과가 보고되었다. 그러나 <표 1>에 정리된 바와 같이 절충가설을 지지하는 실증분석 근거가 각 연구마다 상이하다는 점이 특기할 만하다. 대주주의 대리인 문제가 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 대립되는 가설이 있다. 대주주의 배임가설에 의하면 가치훼손으로 나타날 것이고, 조장가설에 의하면 가치증대로 나타날 수 있지만, 귀무가설을 설정하는 데 있어서 대주주의 대리인 문제는 대주주의 소액주주에 대한 대리인 비용과 대주주의 경영자에 대한 대리인 비용 문제를 모두 포함하는 것이므로 대주주지분율이 커질수록, 또한 소유과리도가 클수록 문제가 더 악화될 것이라는 가정 하에서 [가설 1]을 설정하였다. 그러나 대주주의 대리인 문제에는 일방적으로 대주주의 배임 문제만 있는 것은 아니고, 역으로 대주주의 소유권이 높아짐에 따른 경영자 규율과 감시기능 강화라는 효과도 예상할 수 있다. 따라서 현실적으로는 대주주 소유권 집중에 따른 장단점이 복합적으로 나타날 수도 있으므로 이 경우에는 대주주 대리인 문제의 절충가설이 지지되는 것으로 해석한다.⁸⁾

7) 경영자 혹은 소유경영자의 지분율과 기업가치의 관계에 관한 가설의 주요 내용은 최근의 윤성민(2004), 강원 외(2005) 등의 논문에 잘 정리되어 있음. 윤성민(2004)은 지배주주(기업총수 개인과 그 가족)의 동족지분율 및 지배주주의 소유권과 지배권 분리 정도가 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석함. 강원 외(2005)는 대규모기업집단의 지배-소유 과리도가 기업가치에 미치는 부정적 영향이 통계적으로 유의하지 않다는 분석결과를 보고하면서, 이를 소액주주착취가설을 지지하지 않는 것으로 해석함. 지배-소유 과리도 산출에 있어서 본 연구와의 차이점에 대해서는 뒤의 2장에서 대주주지분율 및 소유과리도 계산방식의 차이에 대해 상술함.

8) 대주주의 소액주주에 대한 대리인 비용은 대주주의 이익을 늘리기 위한 소액주주에 대한 착취, 배임, 횡령 등에 대한 유인을 의미함. 대표적인 사례로서 대기업집단의 부당내부거래, 대주주의 연계거래 등을 들 수 있음. 대주주의 경영자에 대한 대리인 문제는 대주주에 의한 자의적인 경영자 임면, 이사회 무시 등 소위 “황제식 경영폐해”를 예로 들 수 있음. 반면에 대주주의 조장가설 측면에서 전문경영자에 대한 감시감독 강화기능이 있고, 소액주주의 무임승차 문제를 완화시킬 수 있을 뿐만 아니라, 기업전체의 장기적 이익을 증대시키기 위해 단기적인 대주주 자신의 이익을 스스로 포기하고 장기투자 등을 할 수도 있다는 점 등이 기업가치 증대에 있어 대주주의 존재가치를 인정하는 주장도 있음. 대주주 혹은 소유경영

[가설 2] : 대기업집단 대주주의 背任加重 假說 “그룹소속” 기업의 경우, 대주주지분이 높을수록(또한 소유과리도가 높을수록) 기업가치를 훼손할 것이다.

[가설 2]에 대해서는 “재벌”에 있어서 대주주의 대리인비용이 더 높을 것이라는 가설을 위주로 실증검증한 보고가 많이 보고되었다.⁹⁾ 본 연구에서는 그룹소속 기업의 대주주는 지분율이 높을수록, 또한 소유과리도가 클수록 소유권 행사에 있어서 사적 이익을 위한 전횡을 행할 가능성이 높아질 것이므로 비그룹소속의 경우보다 기업가치에 미치는 악영향이 더 클 것이라는 가정 하에 [가설 2]를 검증한다.

[가설 3] : 외국인투자자의 積極的 監視 假說 외국인지분율이 높을수록(혹은 소유과리도가 낮을수록) 기업가치를 증대시킬 것이다.

[가설 3]과 같은 외국인투자자의 지분율과 기업가치 간의 관계에 대해서는 적극적 감시 가설이 주장되고 그에 대한 실증연구가 보고되고 있다.¹⁰⁾ 국내기업의 내국인 대주주에 비해 외국인주주는 선진시장에서 주주보호에 관한 한 선진화된 법적 보호 아래에서 투자를 행한 경험을 바탕으로 대주주 및 경영자에 대한 모니터링 혹은 주주권 행사에서 더 발달된 능력이 있을 것이라는 가정 하에서 본 연구에서는 외국인투자자의 적극적 감시가설을 [가설 3]으로 설정하였다.

[가설 4] : 연계거래의 背任 假說 기업과 해당기업의 대주주와의 내부거래인 연계거래는 기업가치를 훼손할 것이다.

연계거래와 기업가치 간의 관계에 관한 선행연구는 <표 2>에서 정리된 바와 같이 아직 많지 않으나, 최근 국내외에서 연계거래가 기업가치에 미치는 영향이 어떠한 것인가에 대한 연구관심을 끌고 있는 주제이다.¹¹⁾ 본 연구에서는 대주주와 동 대주주가 주주로 있는 상장기업 간의 내부거래는 대주주의 대리인 문제를 야기할 유인이 충분히

자 행태에 관한 배임가설 및 조장가설에 대한 선행연구의 정리는 최우석-이우백(2005) 참조.

9) 박경서-백제승(2001) 참조.

10) 신현환-이상철-장진호(2004) 참조.

11) 윤성민(2004)은 대기업집단의 부당내부거래 적발 사안 중 내부자금거래를 재벌의 내부자본시장 관점에서 보고함. 진태홍-송홍선(2003)은 출자에 대해서, Bae 등(2002)은 구제합병에 대해서 보고한 바 있음. 최대주주의 내부거래에 관한 최근 국내외 연구동향의 요약은 이원홍(2005) 참조.

있는 거래이므로, 이와 같은 대리인 문제가 심각할 가능성이 있는 연계거래를 실행한 기업의 기업가치는 연계거래를 행하지 않은 기업에 비하여 더 심각하게 훼손될 것이라는 가정 하에 [가설 4]를 설정하였다.

본 연구는 다음의 제 2장에서 검증가설에 사용된 분석대상인 연계거래, 기업집단 샘플 및 소유구조 변수에 대해 설명하였고, 제 3장에서는 기업가치의 대응변수에 대한 횡단면 회귀분석 결과를 바탕으로 대주주지분율, 소유권 피리도, 외국인지분율, 대기업집단 소속 여부 등의 소유구조 및 최대주주와의 연계거래 여부가 기업가치에 미치는 영향력의 관계에 대한 실증분석 결과를 정리하고, 제 4장에서 각 주요주주별 지분율과 기업가치 간의 관계에 대한 검증결과를 보고한다. 마지막으로 기업소유구조의 차이와 연계거래 여부가 기업가치에 미치는 영향에 관련한 귀무가설에 대한 검증 결과를 종합적으로 정리한다.

II. 소유구조, 대주주 연계거래의 분석대상

1. 분석대상

표본기간은 기업지배구조 개선효과가 본격적으로 나타나는 시기인 2001년 이후 2003년까지이다.¹²⁾

기업지배구조 차이를 구분하기 위해 그룹소속 기업은 공정거래법 상 규정이 강화된 대기업집단을 2003년 4월 현재를 기준으로 선정하였다.

소유구조와 관련된 최대주주 1인지분율, 특수관계인지분율, 외국인지분율은 한국상장회사협의회 TS2000 데이터베이스를 활용하여 수집하였다. 대주주지분율은 최대주주 1인지분율에 친인척지분율, 임직원지분율 및 계열회사지분율 등 특수관계인지분율을 합산하여 측정하였다. 그리고 대주주지분율에서 최대주주 1인지분율을 차감한 차이를 소유피리도로 정의하였다.¹³⁾

12) 본격적인 기업지배구조 개선이 실시된 시점에 관해서는 이원홍-최수미(2004) 참조.

13) 최근 유행하고 있는 cashflow right와 voting right 와의 차이를 계산하는 방식과 상이함. 본 연구에서는 비록 모회사-자회사-손자회사 지분소유 등과 피라미드 구조 혹은 모회사-자회사-모회사 지분소유 등과 같은 순환구조를 갖는 대기업집단에 소속한 기업의 경우이라도 의결권을 행사하는 개별 기업입장에서는 자회사에 대한 직접적인 소유관계에 있는 지분율이 현실적으로 의결권, 즉 기업지배권을 행사하는 지분율이 되기 때문에 본 연구방식과 같은 소유피리도 측정방식을 선호함. 우리나라 상법 체계 하에서는 모회사-자회사-손자회사의 출자구조에서 있어서 모회사 입장에서는 자회사가 손자회사에 대해 행사하는 전체지분율이 모회사의 소유권으로 인식됨. 그러므로 자회사가 손자회사에 대해 행사하는 지분율에 모회사가 갖는 자회사에 대한 지분율을 곱셈하여 계산하는 한국개발연구원(2003)의 지배-소유간

귀무가설의 실증분석 대상이 되는 상장기업과 최대주주 간의 연계거래는 다음과 같이 4대 유형으로 구별할 수 있다.¹⁴⁾ 첫째 유형은 금전거래이다. 금전거래에는 최대주주에 대한 금전의 가지급 및 대여, 담보제공, 채무보증이 해당된다. 둘째 유형은 증권거래이다. 증권거래에는 최대주주에 대한 주식 및 채권의 매도와 최대주주로부터의 유가증권 매수가 해당된다. 셋째 유형은 부동산거래이다. 부동산거래도 최대주주에 대한 부동산 매도 및 부동산 임대와 최대주주로부터의 부동산 매수 및 임차가 해당된다. 넷째 유형은 최대주주와의 물품 및 서비스 계약, 장기공급계약 등이 해당된다.¹⁵⁾

연계거래가 내재가치에 미치는 영향을 검증하기 위하여 증권선물거래소 상장기업 중 비금융기업이 공시한 최대주주와의 내부거래를 분석 대상으로 상정하였다. 분석기간 중 연계거래가 있는 기업 839사, 연계거래가 없는 샘플 712사이다.¹⁶⁾ 금융기업을 제외한 이유는 재무비율의 성격이 상이하며 금융업이라는 특정 산업의 관행과 규제에 의해 영향을 받기 때문이다.

2. 분석대상 기업의 기초통계량

분석대상 기업의 기업특성을 나타내고, 기업가치 분석에 있어서 통제변수로 사용될 특성변수들에 대한 횡단면-년도별 전체 산술평균 값을 분석해 보면 <표 3>과 같이 정리된다.

피리도 혹은 윤성민(2004), 강원 외(2005)의 소유권(현금흐름권) 계산방식은 상이함.

- 14) 금융감독위원회 유가증권의발행및공시등에관한규정 제71조(최대주주등과의 거래의 신고) 및 증권선물거래소 유가증권시장공시규정 제11조(최대주주등과의 거래)에 상장기업과 최대주주 간의 관계거래 유형이 규정되어 있음. 상장법인은 최대주주 등을 상대방으로 하거나, 최대주주 등을 위하여 자기자본의 100분의 1 또는 10억원 이상인 거래를 하거나 거래를 하기로 결정한 경우에는 당해 사유발생일 익일까지 거래소에 신고하여야 함. 증권선물거래소의 공시규정은 증권거래법 제89조(공시규정)에 의해 위임받은 것이고, 상장법인은 증권거래법 제186조, 제186조의 2, 제186조의 3 등에 의해 주요경영사항에 대한 신고 및 공시의무를 가짐. 연계거래의 구체적 내역에 관한 상세한 내용은 이원흠(2005) 참조.
- 15) 증권선물거래소 유가증권시장공시시규정 제2조 6항에 다음 4개 유형으로 "최대주주"에 대한 정의를 내리고 있음.
 - (1) 최대주주: 증권거래법 제54조의5 제4항 제2호에 의한 최대주주.
 - (2) 특수관계인: 증권거래법시행령 제10조의3 제2항에 의한 특수관계인.
 - (3) 주요주주: 증권거래법 제188조 제1항에 의한 주요주주.
 - (4) 계열회사: 공정거래법 제2조 제3호에 의한 계열회사.
- 16) 연계거래 정보는 증권선물거래소 유가증권시장본부의 공시검색 정보를 이용하여 수집하였음. <http://kind.sm.krx.co.kr> 참조. 기업 단위의 소유구조 차이와 연계거래 여부가 기업가치에 미치는 영향을 분석함에 있어 동일 기업이 다양한 유형의 연계거래를 연간 여러 건 발생시킬 수 있기 때문에 연계거래 여부 이외의 상세한 거래내역을 포함시키는데 한계가 있음. 따라서 개별 연계거래가 추가 및 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구는 이원흠(2005) 참조.

분석대상 기업을 “그룹소속”과 “비 소속”으로 구분하여 기업특성을 비교하여 보면, 소유구조 지분율에 있어서 대주주지분율이나 소유과리도는 큰 차이가 없으나, 외국인 지분율은 그룹소속 기업이 더 높은 것으로 나타났다. 또한 수익성, 재무구조 및 배당성향 등 재무비율 측면에서는 그룹소속 기업이 비 소속기업에 비해 전반적으로 우월한 것으로 보인다.

<표 3> 분석대상기업의 기초통계량; 표본연도 산술평균

구분	변수정의	그룹소속	비 그룹소속	연계거래 기업	연계거래 없는 기업
소유구조 지분율 (%)	최대주주1인	22.7	21.4	21.1	22.3
	대주주	41.0	35.6	40.6	35.6
	소유과리도	18.7	16.4	19.7	13.6
	외국인	14.9	5.4	9.1	5.4
기업 특성변수	ROA (%)	6.00	3.65	4.44	3.51
	ROE (%)	1.42	-43.84	-1.40	-73.0
	기업규모 (조원)	3	0.4	1.5	0.4
	부채비율 (%)	90	220	140	260
	자산증가율 (%)	1.54	0.01	0.50	-0.01
	연구개발비비중 (%)	0.51	0.61	0.61	0.56
	광고선전비비중 (%)	5.13	4.21	4.24	4.44
기업가치 배수	배당성향 (%)	24.6	19.7	22.6	18.2
	MBR	0.72	1.27	0.70	1.76
	Tobin's Q	0.87	0.83	0.81	0.89
	MBR, Tobin's Q 상관계수	0.89	0.21	0.63	0.23
샘플 개수		307	1205	839	712

주) 변수의 정의 및 계산방식은 다음과 같음.

대주주지분율 = 최대주주 1인지분율 + 친인척, 계열사 등 특수관계인지분율

소유과리도 = 대주주지분율 - 최대주주 1인지분율

외국인지분율 = 외국인지분율 합계

ROA = 영업이익/자산총액, SIZE = 기업규모 = Log(A)

CAP = 자산증가율 = 총자산증가액/자산총액

RND = 연구개발비 비중 = 연구개발비용/자산총액

ADV = 광고선전비 비중 = 광고선전비용/자산총액

DIV = 배당성향 = 배당금/당기순이익, DER = 부채비율 = 부채총액/자기자본총액

MBR(market-to-book value ratio) = 시가총액(년간 평균) / 자기자본총액

Tobin's Q = (시가총액 + 부채총액) / 자산총액

한편, 분석대상 기업을 “연계거래가 있는 기업”과 “연계거래가 없는 기업”으로 구분하여 기업특성을 비교하여 보면, 소유구조 지분율에 있어서 연계거래가 없는 기업의 대주주지분율이 약간 더 높은 것으로 나타났고, 외국인지분율은 연계거래가 있는 기업이

더 높은 것으로 나타났다. 또한 수익성, 재무구조 및 배당성향 등 기업특성 측면에서는 연계거래 기업이 연계거래가 없는 기업에 비해 전반적으로 우월한 것으로 보인다.

기업가치 대용변수로 주로 활용되는 MBR과 Tobin's Q의 상관계수는 높은 것으로 나타났다. 따라서 본 연구에서는 기존 연구에서 흔히 사용되는 Tobin's Q를 기업가치 대용변수로 사용한 결과만 보고한다.¹⁷⁾

III. 소유구조 및 연계거래가 기업가치에 미치는 영향에 대한 검증결과

1. 소유구조와 기업가치 간의 회귀분석식

기업가치의 대용변수로 선정한 기업가치비율인 Tobin's Q(이하 "TBQ"로 표기함)를 종속변수로 하는 횡단면 회귀분석식은 소유구조 관련요인 및 연계거래 여부에 의한 차이분석을 하기 위해 그룹소속 더미변수 및 연계거래 더미변수가 포함된 다음 식 (1)과 같은 횡단면 회귀식으로 표현된다.

$$TBQ = a + b \text{그룹소속} Dummy * Ownership + c \text{연계거래} Dummy * Ownership + d Controls + e \quad (1)$$

여기서, 종속변수 Tobin's Q비율은 자산총액 대비 기업가치(년평균 시가총액과 부채총액의 합계액으로 추산)로 계산함.

더미변수 "그룹소속Dummy"는 대기업집단 해당 여부에 따라 더미 값은 1 혹은 0을 상정함.

"연계거래Dummy"는 연계거래 실시 여부에 따라 더미 값은 1 혹은 0을 상정함.

기업소유구조 변수 "Ownership"으로서 대주주지분율, 소유과리도, 외국인지분율 등 3가지 지분율을 상정하였음.

통제변수 "Controls"는 기업특성변수로서 기업규모(SIZE), 수익성(ROA), 배당성향(DIV), 부채비율(DER) 등을 통제변수로 선정하였음.¹⁸⁾

17) 최근의 실증연구에서는 거의 예외없이 Tobin's Q 또는 유사(혹은 간편계산) Tobin's Q의 유효성에 대해 언급을 하고 있으며, 시장 주가를 이용한 M/B비율(MBR)과 계산방법 상 차이가 거의 없거나, 계산 결과 상관계수가 높다는 점을 강조하고 있음. 강원 외(2005), 최우석-이우백(2005), 윤성민(2004) 참조.

18) 각 변수들의 정의식 및 계산방식은 관련 표의 각주에 명기함. 독립변수간의 다중공선성(multicollinearity) 존재여부를 검증하기 위하여 VIF(variance inflation factor)을 계산하였는데 모든 변수에 대해 VIF 값이 약 1.0으로 작게 나타남으로써 다중공선성의 문제는 없는 것으로 판단함.

상기 회귀분석식의 추정계수 b , c 는 귀무가설에 의거하여 예상부호를 (-) 값으로 예측할 수 있다.

또한 Control변수의 추정계수 d 의 부호도 예상할 수 있다. 통제변수 중 부채비율(DER)을 제외한 모든 통제변수들은 기업가치를 증가시키는 역할을 하는 변수들이다. 그러므로 동 변수들의 추정계수 부호는 양(+)의 부호로 예상된다. 왜냐하면 통제변수의 크기가 클수록 내재가치의 크기가 커지고, 관찰된 자산(A)이 일정하다면 내재가치가 커지게 되면 기업가치가 커지게 될 것으로 예상할 수 있기 때문이다. 즉 통제변수와 기업가치 비율 간에는 양의 상관관계가 내재하고 있다. 따라서 통제변수 d 는 양(+) 부호를 갖는 것으로 예상된다.¹⁹⁾ 그러나 부채비율(DER)이 높을수록 내재기업가치가 훼손될 가능성이 있으므로 DER통제변수와 기업가치비율은 음(-) 방향의 상관관계가 예상된다.

2. 기업가치비율의 횡단면 회귀분석 결과와 가설검증²⁰⁾

소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대한 단순분석으로서 지분을 조합에 의거하여 식 (1)은 5가지 모형으로 구분하여 분석한다. 지분을 조합에 의거한 5가지 모형을 통해 각 주요주주의 지분율이 Tobin's Q에 미치는 영향에 어떤 차이가 있는지를 검증하였다. 검증결과는 <표 4>에 보고된 바와 같이, 대주주지분율 및 대주주지분율과 최대주주지분율의 차이로 측정된 소유과리도와 기업가치 간에는 통계적으로 유의한 (-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 반면에 외국인지분율은 기업가치에 통계적으로 유의한 (+)의 영향을 미치는 것으로 보인다.

한편, 연계거래는 기업가치에 (-) 효과가 있고, 그룹소속 여부는 (+) 효과가 있는 것으로 나타났다.

이와 같은 결과는 각각 [가설 1] 대주주 배임가설, [가설 3] 외국인투자자의 적극적 감시가설, [가설 4] 연계거래의 배임가설 등은 지지하고, [가설 2] 대기업집단의 배임가설 중 가설을 지지하지 않는 결과로 해석할 수 있다.

19) 통제변수와 기업가치 간의 관계에 대한 설명은 이원홍-최수미(2004) 참조.

20) 기업가치비율에 대한 횡단면 회귀분석 결과 중, 본문에서는 통제변수에 대한 추정결과 보고는 생략함. 통제변수의 선정은 대체적으로 기존 연구 결과와 부합하는 것으로 보임. 소유구조와 기업가치 간의 선행연구에서 채택된 통제변수에 대해서는 최우석-이우백(2005) 논문에서 잘 정리되었음. 통제변수 중 회계적 수익률 변수, 배당성향 변수는 예상부호 대로 추정값이 나오지 않았고, 레버리지 변수는 예상대로 부호가 나왔으나 통계적 유의성이 없었음.

<표 4> 소유구조, 연계거래와 기업가치 간의 관계 : 기업가치비율 TBQ

지분율변수 : 대주주지분율 = 최대주주 1인지분율 + 친인척, 계열사 등 특수관계인지분율

소유피리도 = 대주주지분율 - 최대주주 1인지분율

외국인지분율 = 외국인지분율 합계

통제변수 : ROA = 영업이익/자산총액, SIZ = Log(A) = 기업규모, CAP = 총자산증가액/자산총액

RND = 연구개발비용/자산총액, ADV = 광고선전비용/자산총액

DIV = 배당금/당기순이익 = 배당성향, DER = 부채총액/자기자본총액 = 부채비율

종속 변수 Tobin's Q	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	
대주주 지분율	-0.3637 (-7.91)			-0.3382 (-7.38)		
소유 피리도		-0.5257 (-11.22)			-0.4601 (-10.20)	
외국인 지분율			0.5941 (7.72)	0.5674 (7.59)	0.5274 (6.62)	
그룹소속 더미	0.1133 (4.91)	0.1045 (4.51)	0.0850 (3.85)	0.0962 (4.32)	0.0915 (4.09)	
연계거래 더미	-0.0723 (-4.58)	-0.0578 (-3.64)	-0.0868 (-5.57)	-0.0701 (-4.52)	-0.0579 (-3.70)	
통제 변수	ROA	-0.5237 (-2.98)	-0.5520 (-3.12)	-0.6805 (-3.78)	-0.5949 (-3.38)	-0.6190 (-3.48)
	SIZE	-0.0095 (-1.16)	-0.0040 (-0.50)	-0.0258 (-3.08)	-0.0284 (-3.36)	-0.0227 (-2.69)
	CAP	-0.0360 (-0.91)	-0.0238 (-0.58)	-0.0680 (-1.51)	-0.0567 (-1.36)	-0.0444 (-1.04)
	RND	0.0616 (6.22)	0.0587 (6.38)	0.0596 (6.15)	0.0644 (5.88)	0.0524 (6.19)
	ADV	0.3321 (2.91)	0.3855 (3.24)	0.3186 (3.09)	0.2865 (2.73)	0.3307 (3.03)
	DIV	-0.0399 (-3.18)	-0.0364 (-3.09)	-0.0514 (-3.50)	-0.0471 (-3.56)	-0.0436 (-3.51)
	DER	-0.0011 (-0.19)	-0.0020 (-0.35)	0.0039 (0.65)	0.0022 (0.35)	0.0012 (0.19)
연도, 산업더미	포함	포함	포함	포함	포함	
설명계수 샘플 개수	0.194 1477	0.207 1419	0.208 1467	0.237 1467	0.245 1410	

* 괄호 속 수치는 t 값임. 유의수준 10%, 5%, 1%의 t값은 각각 1.65, 1.96, 2.57임.

3. 그룹소속 여부와 기업가치

소유구조와 그룹소속 여부가 기업가치에 미치는 영향에 대해서 검증하기 위해, 그룹소속 더미변수 및 동 더미변수에 대주주지분을 등 소유구조변수들을 곱한 교차작용항(interaction term)을 세분하여 분석할 수 있다.

기업지배구조 개선조치가 강화된 이후 기간에 “그룹소속” 여부에 따라 각 소유구조변수가 기업가치에 미치는 영향이 달리 나타날 것인가에 대한 실증분석 결과를 정리한 것이 <표 5-1>이다.

<표 5-1>에서 소유구조변수(A) 및 교차작용항(A*B) 줄의 추정계수 값이 가설검증의 해석에 유용하게 쓰인다. 이들은 각각 (A)는 “비 그룹소속”의 경우, 각 주주별 지분율이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과를 나타내 주고, (A*B)는 “그룹소속” 경우, 주주별 지분율이 기업가치에 미치는 영향력의 차이를 분석하기 때문이다.

<표 5-1> 결과와 앞 절의 <표 4>에서 보고한 단순 회귀분석 결과를 종합하여 검증 가설을 다시 평가해보면 다음과 같이 달리 해석할 수 있다.²¹⁾

<표 4>에서는 대주주지분을(혹은 소유피리도)이 기업가치에 (-)의 영향을 미치는 것으로 나타난 반면, 그룹소속의 경우 기업가치에 (+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. [가설 1] 대주주의 배임가설을 지지하는 결과가 나타났고, [가설 2] 그룹소속 대주주의 배임가중 가설을 지지하지 않는 결과로 해석하기 쉽다.

그러나 <표 5-1>의 첫째 행(A)에서 보면, 비 그룹소속의 경우에는 대주주지분을(혹은 소유피리도)이 기업가치를 하락시키는 것으로 나타났으며, 셋째 행(A*B)을 보면, 그룹소속의 경우 대주주지분율이나 소유피리도가 기업가치에 미치는 영향력이 큰 차이가

21) “비 그룹소속”의 경우와 “그룹소속” 경우, 각 주주별 지분율이 기업가치에 미치는 영향을 동시에 분석한 <표 5-1 부록>의 실증결과를 보면 더 확실하게 알 수 있음; 그룹소속의 경우와 비그룹의 경우 모두 대주주지분율 및 소유피리도는 통계적으로 유의한 음(-)의 추정계수가 나타남.

<표 5-1 부록> 그룹소속 여부와 소유구조가 기업가치(TBQ)에 미치는 영향 : 그룹소속기업 및 비그룹기업의 소유구조변수를 독립변수로 동시에 회귀분석한 경우

독립변수	해석	소유구조 변수		
		대주주지분율	소유피리도	외국인지분율
1. 소유구조 변수(A)	비그룹의 경우	-0.4020 (-7.42)	-0.5812 (-7.29)	0.4510 (5.19)
3. 그룹소속 더미(B)	그룹 상수항차이	0.0739 (1.55)	0.0719 (2.23)	0.0053 (0.22)
2. 소유구조 변수	그룹의 경우	-0.3520 (-4.04)	-0.4844 (-4.53)	0.9299 (7.36)
4. 상수항	비그룹의 상수항	1.1440 (7.08)	0.9758 (6.12)	1.3316 (8.06)

*괄호 속 수치는 t 값임. <표 5-1>과 동일한 샘플을 이용한 회귀분석 결과이며, 통제변수, 연도 및 산업더미변수의 추정결과와는 동일하므로 보고를 생략함.

없는 것으로 나타났다. 이와 같은 분석결과는 그룹소속의 경우에도 대주주지분율이나 소유피리도가 기업가치를 훼손하는 결과로 해석된다. 즉 대주주지분율이 클수록 기업가치가 훼손되는 현상은 그룹소속이 아닌 기업에서 더 심하게 나타나지만 그룹소속 기업에도 공통적으로 발생하는 현상이라는 것을 알 수 있다. 그러므로 [가설 2] 그룹소속 대주주의 배임가중 가설을 지지하는 분석결과가 나타난 것으로 평가된다.

한편, [가설 3] 외국인투자자의 적극적 감시가설에 대해서는 지지하는 일관성 있는 결과가 나타났다. <표 4>에서 보면 외국인지분율이 기업가치에 (+) 영향을 미치는 것으로 나타났으며, <표 5-1>의 셋째 열에서 보면, 비 그룹소속의 경우이든, 그룹소속의 경우이든 외국인지분율은 기업가치에 (+) 영향이 있는 것으로 일관되게 나타나고 있다.

<표 5-1> 그룹소속 여부와 소유구조가 기업가치(TBQ)에 미치는 영향

해석 : [I] 소유구조 변수가 기업가치에 미치는 영향을 1.비 그룹의 경우(A), 2. 그룹소속의 경우(A*B)를 구분하여 추정함.

[II] 4. 상수항, 3. 그룹소속 더미(B)는 각각 상기 1, 2경우를 구분하여 상수항의 차이를 추정함.

* 지분율변수: 대주주지분율 = 최대주주 1인지분율 + 친인척, 계열사 등 특수관계인지분율

소유피리도 = 대주주지분율 - 최대주주 1인지분율

외국인지분율 = 외국인지분율 합계

통제변수 : ROA = 영업이익/자산총액, SIZ = Log(A) = 기업규모, CAP = 총자산증가액/자산총액

RND = 연구개발비용/자산총액, ADV = 광고선전비용/자산총액

DIV = 배당금/당기순이익 = 배당성향, DER = 부채총액/자기자본총액 = 부채비율

독립변수	해석	소유구조 변수		
		대주주지분율	소유피리도	외국인지분율
1. 소유구조 변수(A)	비그룹의 경우	-0.4020 (-7.42)	-0.5812 (-7.29)	0.4510 (5.19)
3. 그룹소속 더미(B)	그룹 상수항차이	0.0739 (1.55)	0.0719 (2.23)	0.0053 (0.22)
2. 소유구조 (A*B)	그룹의 경우	0.0500 (0.49)	0.0968 (0.81)	0.4789 (3.32)
4. 상수항	비그룹의 상수항	1.1440(7.08)	0.9758(6.12)	1.3316(8.06)
통제변수	ROA	-0.5097(-2.91)	-0.5592(-3.04)	-0.6702(-3.68)
	SIZE	-0.0145(-1.73)	-0.0080(-0.97)	-0.0331(-3.82)
	CAP	-0.0342(-0.86)	-0.0216(-0.53)	-0.0064(-1.46)
	RND	0.0607(6.20)	0.0581(6.41)	0.0579(6.17)
	ADV	0.3293(3.07)	0.3866(3.41)	0.3186(3.47)
	DIV	-0.0404(-3.02)	-0.0366(-2.97)	-0.0524(-3.33)
	DER	0.0001(0.02)	-0.0011(-0.20)	0.0054(0.91)
연도, 산업더미		포함	포함	포함
설명계수		0.184	0.201	0.201
샘플 개수		1477	1419	1467

* 괄호 속 수치는 t 값임. 유의수준 10%, 5%, 1%의 t값은 각각 1.65, 1.96, 2.57임.

4. 연계거래 여부와 기업가치

[가설 4] 연계거래의 배임 가설을 검증하기 위해, 연계거래 더미변수 및 동 더미변수에 대주주지분율 등 소유구조변수들을 곱한 교차작용항(interaction term)을 세분하여 분석할 수 있다. 기업지배구조 개선조치가 강화된 이후 기간에 “연계거래” 여부에 따라 각 소유구조변수가 기업가치에 미치는 영향이 달리 나타날 것인가에 대한 실증분석 결과를 정리한 것이 <표 5-2>이다. 표에서 더미변수(B) 및 소유구조변수(A)와 교차작용항(A*B) 줄의 추정계수 값이 가설검증의 해석에 유용하게 쓰인다. 이들은 각각 (B)는 연계거래가 있는 경우의 기업가치 차이를 나타내주고, (A)는 “연계거래 없는” 경우의 각 주주별 지분율이 기업가치에 미치는 영향을 구분하여 분석하고, 한편 (A*B)는 “연계거래 있는” 경우 주주별 지분율이 기업가치에 미치는 영향력의 차이를 분석한 결과를 나타내 주기 때문이다.²²⁾

<표 5-2> 결과와 앞 절의 <표 4>에서 보고한 단순 회귀분석 결과를 종합하여 검증 가설을 다시 평가해보면 다음과 같이 해석된다. <표 4>에서 보면 연계거래가 기업가치에 (-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 <표 5-2>에서도 연계거래를 행한 기업의 경우 대주주지분율이 기업가치에 미치는 (-)효과는 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. <표 5-2>의 첫째 행(A)에서 보면, 연계거래가 없는 경우에 대주주지분율 및 소유과리도가 기업가치를 하락시키는 것으로 나타났고, 셋째 행(A*B)를 보면, 연계거래가 있는 경우 대주주지분율이나 소유과리도의 추정계수는 기업가치에 미치는 영향력의

22) “연계거래가 없는” 경우와 “있는” 경우, 각 주주별 지분율이 기업가치에 미치는 영향을 동시에 분석한 [표 5-2 부록]의 실증결과를 보면 더 확실하게 알 수 있음; 연계거래가 있는 경우와 없는 경우 모두 대주주지분율 및 소유과리도는 통계적으로 유의한 음(-)의 추정계수가 나타남.

<표 5-2 부록> 연계거래와 소유구조가 기업가치(TBQ)에 미치는 영향 :
연계거래 있는 경우와 없는 경우의 소유구조변수를 동시에 회귀분석한 결과

독립변수	해석	소유구조 변수		
		대주주지분율	소유과리도	외국인지분율
1. 소유구조 변수(A)	연계거래 없는 경우	-0.3523 (-4.36)	-0.5721 (-7.29)	0.3179 (3.03)
3. 연계거래 더미(B)	연계거래 상수항차이	-0.0590 (-1.40)	-0.0545 (-2.14)	-0.1076 (-6.40)
2. 소유구조 변수	연계거래 있는 경우	-0.3465 (-6.29)	-0.5318 (-8.20)	0.8300 (8.05)
4. 상수항	무연계거래 상수항	0.7639 (5.70)	0.6522 (4.84)	1.0881 (7.68)

* 괄호 속 수치는 t 값임. <표 5-12>와 동일한 샘플을 이용한 회귀분석 결과이며, 통제변수, 연도 및 산업더미변수의 추정결과는 동일하므로 보고를 생략함.

차이가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이런 실증분석 결과는 대주주가 해당기업과의 연계거래를 통해 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석하여야 한다. 그러므로 [가설 4] 연계거래의 배임 가설은 일관되게 지지되는 것으로 해석된다.

한편, [가설 3] 외국인투자자의 적극적 감시가설에 대해서는 일관성 있게 지지하는 결과가 나타났다. <표 4>에서 보면 외국인지분율이 기업가치에 (+) 영향을 미치는 것으로 나타났으며, <표 5-2>의 셋째 열에서 보면, 연계거래가 없는 경우이든, 있는 경우이든 외국인지분율은 기업가치에 (+) 영향이 있는 것으로 일관성있게 나타나고 있다.

<표 5-2> 연계거래와 소유구조가 기업가치(TBQ)에 미치는 영향

해석 : [I] 소유구조 변수가 기업가치에 미치는 영향을 1.연계거래 없는 경우(A), 2. 연계거래 있는 경우(A*B)를 구분하여 추정함.

[II] 4. 상수항, 3.연계거래 더미(B)는 각각 상기 1, 2 경우를 구분하여 상수항의 차이를 추정함.

* 지분율변수 : 대주주지분율 = 최대주주 1인지분율 + 친인척, 계열사 등 특수관계인지분율

소유피리도 = 대주주지분율 - 최대주주 1인지분율

외국인지분율 = 외국인지분율 합계

통계변수 : ROA = 영업이익/자산총액, SIZ = Log(A) = 기업규모, CAP = 총자산증가액/자산총액

RND = 연구개발비용/자산총액, ADV = 광고선전비용/자산총액

DIV = 배당금/당기순이익 = 배당성향, DER = 부채총액/자기자본총액 = 부채비율

독립변수	해석	소유구조 변수		
		대주주지분율	소유피리도	외국인지분율
1. 소유구조 변수(A)	연계거래 없는 경우	-0.3523 (-4.36)	-0.5721 (-7.29)	0.3179 (3.03)
3. 연계거래 더미(B)	연계거래 상수항차이	-0.0590 (-1.40)	-0.0545 (-2.14)	-0.1076 (-6.40)
2. 소유구조 (A*B)	연계거래 있는 경우	0.0058 (0.06)	0.0703 (0.69)	0.5121 (3.70)
4. 상수항	무연계거래 상수항	0.7639 (5.70)	0.6522 (4.84)	1.0881 (7.68)
통계변수	ROA	-0.5437(-3.16)	-0.5651(-3.25)	-0.6936(-3.91)
	SIZE	0.0063(0.95)	0.0104(1.54)	-0.0178(-2.44)
	CAP	-0.0334(-0.83)	-0.0206(-0.50)	-0.0666(-1.46)
	RND	0.0603(6.02)	0.0571(6.23)	0.0569(6.04)
	ADV	0.3732(3.36)	0.4256(3.63)	0.3313(3.42)
	DIV	-0.0401(-3.29)	-0.0362(-3.16)	-0.0491(-3.53)
	DER	-0.0013(-0.24)	-0.0024(-0.44)	0.0032(0.55)
연도, 산업더미		포함	포함	포함
설명계수		0.181	0.196	0.211
샘플 개수		1477	1419	1467

* 괄호 속 수치는 t 값임. 유의수준 10%, 5%, 1%의 t값은 각각 1.65, 1.96, 2.57임.

이상과 같은 소유구조, 그룹소속 여부 및 연계거래 유무가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 횡단면 회귀분석 결과를 종합적으로 판단하면 다음과 같이 결론지을 수 있다.

첫째, [가설 1] 대주주 배임가설을 지지하는 결과가 나타났다.

둘째, “그룹소속” 기업에서 대주주지분율과 소유과리도가 클수록 기업가치에 부정적인 (-)효과를 나타내는 [가설 2] 대기업집단 대주주의 배임가설을 지지하는 현상이 나타났다.

셋째, 외국인지분율이 기업가치에 (+) 영향을 갖는 결과가 “연계거래” 및 “그룹소속” 여부에 상관없이 일관성있게 나타남으로써 [가설 3] 외국인투자자의 적극적 감시가설을 지지하는 결과가 나타났다.

넷째, 연계거래는 기업가치를 훼손하는 거래인 것으로 밝혀짐으로써 [가설 4] 연계거래의 배임가설이 지지되는 것으로 나타났다.

IV. 소유지분율이 기업가치에 미치는 영향에 관한 검증결과

1. 지분율과 기업가치의 관계에 대한 회귀분석식

주주별 지분율과 기업가치 간의 관계에 대한 분석은 오랫동안 수행되어 왔다. 대체적으로 지분율과 기업가치 간에는 U자 형의 관계가 있는 것으로 보고되었다.²³⁾ 그러나 본 연구에서 분석한 연계거래 여부를 구분하여 지분율과 기업가치 간의 관계에 관한 연구는 아직 보고된 바 없는 것으로 알고 있다.

주주별 지분율과 기업가치 지표 Tobin's Q(TBQ) 간의 횡단면 회귀분석에는 다음의 식(2)와 같은 piecewise regression 기법을 이용하였다. 지분율 분석구간은 5%씩 나누어 구분하였으며, 65% 이상 구간은 통합하여 하나의 구간으로 상정하였다.

$$TBQ = a + b \text{ 지분율구간} \text{Dummy} * \text{Ownership} + c \text{ Controls} + e \quad (2)$$

여기서, 종속변수 Tobin's Q비율은 자산가치 대비 기업가치(년평균 시가총액과 부채총액의 합계액으로 추산)로 계산함.

더미변수는 piecewise regression을 시행하기 위해 지분율을 5% 단위로 구분한 구간에 해당되는 경우 1.0 값을 가짐.

기업소유구조 변수 “Ownership”으로서 대주주지분율, 소유과리도, 외국인지분율 등 3가지 지분율을 상정하였음. 각 구간의 지분율은 직전 단계의 최고값을 차감한 증분임.

23) 김주현(1992), 박기성(2002) 등 참조.

통제변수 “Controls”는 기업특성변수로서 기업규모(SIZE), 수익성(ROA), 배당성향(DIV), 부채비율(DER) 등을 통제변수로 선정하였음.²⁴⁾

2. 지분율과 기업가치 : 분석기간 전체샘플

기업가치와 각 지분율변수의 관계에 대한 회귀분석 결과를 살펴보면, 소유구조 지분율의 크기와 연계거래 유무, 그룹소속 여부 등이 기업가치에 미치는 영향의 차이점을 세분하여 확인할 수 있다.

<표 6> 소유구조 지분율 구간별 기업가치(TBQ)에 미치는 영향

종속변수 : Tobin's Q = (시가총액 + 부채총액) / 자산총액

지분율변수 : 대주주지분율 = 최대주주 1인지분율 + 친인척, 계열사 등 특수관계인지분율

소유피리도 = 대주주지분율 - 최대주주 1인지분율

외국인지분율 = 외국인지분율 합계

통제변수 : ROA = 영업이익/자산총액, SIZ = Log(A) = 기업규모, CAP = 총자산증가액/자산총액

RND = 연구개발비용/자산총액, ADV = 광고선전비용/자산총액

DIV = 배당금/당기순이익 = 배당성향, DER = 부채총액/자기자본총액 = 부채비율

상수항, 연도 및 산업더미, 통제변수 추정계수는 보고를 생략함.

지분율 구간(%)	대주주지분율	소유피리도	외국인지분율
< 5%	9.7176 (2.67)	1.6993 (1.78)	-1.2553 (-1.58)
< 10	7.5209 (3.41)	-0.9354 (-1.12)	-0.3157 (-0.29)
< 15	3.3241 (2.90)	-1.8150 (-1.74)	2.1094 (1.88)
< 20	0.6880 (0.70)	-1.9908 (-2.86)	2.9870 (1.89)
< 25	2.8809 (2.09)	-4.0512 (-5.88)	4.1781 (2.67)
< 30	-0.6774 (-0.93)	-2.6043 (-2.53)	0.9012 (0.41)
< 35	-1.1717 (-1.03)	-2.1902 (-2.31)	5.2771 (2.34)
< 40	-1.3751 (-1.73)	-2.0963 (-1.73)	6.0559 (2.08)
< 45	-0.4362 (-0.47)	-3.4685 (-2.95)	6.8572 (3.58)
< 50	-1.6143 (-1.84)	-7.6828 (-3.71)	7.5320 (1.85)
< 55	-1.9707 (-2.32)	-11.5139 (-11.02)	16.8966 (5.00)
< 60	-4.5221 (-5.05)	-14.6692 (-6.77)	11.8330 (2.82)
> 65%	-0.6821 (-3.20)	-1.6861 (-2.66)	2.2576 (7.08)
상수항	포함	포함	포함
연도, 산업더미	포함	포함	포함
통제변수	포함	포함	포함
설명계수	0.185	0.170	0.181
샘플 개수	1477	1419	1467

* 괄호 속 수치는 t 값임. 유의수준 10%, 5%, 1%의 t값은 각각 1.65, 1.96, 2.57임.

24) 각 변수들의 정의식 및 계산방식은 관련 표의 각주에 명기함. 독립변수간의 다중공선성(multicollinearity) 존재여부를 검증하기 위하여 VIF(variance inflation factor)을 계산하였는데 모든 변수에 대해 VIF 값이 약 1.0으로 작게 나타남으로써 다중공선성의 문제는 없는 것으로 판단함.

우선 <표 6>에서 전체 샘플에서 각각 대주주지분율, 소유피리도 및 외국인지분율과 기업가치 간의 관계를 정리해 보면 다음과 같다.

첫째, 대주주지분율은 5-25% 수준에서 (+) 관계를, 40% 이상의 높은 수준에서는 (-) 관계를 보이는 것으로 나타나, 대주주지분율과 기업가치 간에 25%를 변곡점으로 하는 뚜렷한 “역U자” 형태가 존재하는 것이 관찰된다.²⁵⁾ 이 결과는 김주현(1992), 김영숙-이재춘(2000), 박기성(2002) 등 “U자” 패턴을 보고한 기존 연구결과와는 정반대 현상으로 보이고, 김병호(2002)가 보고한 증가-감소-재증가 패턴과도 다른 양상을 띠는 것이다.

둘째, 소유피리도는 피리도가 낮은 5%에서는 기업가치와 (+)의 관계가 있는 것으로, 한편 15% 이상에서부터는 기업가치와 뚜렷한 (-)의 관계를 보임으로써 5%를 변곡점으로 하는 역U자 형태를 나타냈다.

셋째, 외국인지분율의 경우, 기업가치와 지분율 간에는 전반적으로 (+)의 관계가 있는 것으로 분석된다. 10% 이하 수준에서는 기업가치에 영향을 미치지 못하다가 15% 구간에서부터 기업가치와 (+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이 결과는 신현한 등(2004)이 보고한 외국인투자자의 적극적 감시가설을 지지하는 기존 연구결과와 동일한 현상으로 보인다.

3. 지분율과 기업가치의 관계 : 그룹소속 여부 구분

그룹소속 여부를 구분하여 각각 대주주지분율, 소유피리도 및 외국인지분율과 기업가치 간의 관계를 분석하고 <표 7-1>과 <표 7-2>에 각각 정리하였다. 그 결과를 해석해 보면, <표 7-1>에서 그룹소속 기업의 경우에는 대주주지분율이나 외국인지분율과 기업가치 간에 통계적으로 유의한 관계패턴이 보이지 않는 것으로 평가된다.

첫째, 대주주지분율은 전반적으로 기업가치에 뚜렷한 패턴을 보이는 큰 영향은 미치지 못하고 있다는 것을 알 수 있다. 10-15% 구간에서 대주주지분율은 기업가치에 (+) 영향을 미치고, 45~55% 구간에서는 반대로 (-) 영향을 미치는 것으로 나타나 “역U자” 패턴이 미약하게 나타났다.

둘째, 소유피리도도 전반적으로 기업가치에 뚜렷한 패턴을 보이는 큰 영향은 미치지 못하고 있다. 20% 이상에서부터 35%까지 기업가치와 (-)의 관계를 가졌으며, 이후 대체로 기업가치와 (-)의 관계가 있는 것으로 평가된다.

셋째, 외국인지분율의 경우도 대체로 기업가치와 통계적으로 유의한 관계가 없는 것

25) 역U자형 패턴은 25%에서 변곡점을 갖지만, 25-40% 사이에서는 통계적으로 유의한 증감이 보이지 않으므로 형태면에서는 가운데 부분이 평평한 역U자 형태임.

으로 나타났다. 외국인지분율이 60% 이상 수준이 되어야 기업가치와 뚜렷한 (+) 관계를 보였다.

<표 7-1> 그룹소속 샘플 : 지분율 구간별 기업가치(TBQ)에 미치는 영향

지분율변수 : 대주주지분율 = 최대주주 1인지분율 + 친인척, 계열사 등 특수관계인지분율
 소유과리도 = 대주주지분율 - 최대주주 1인지분율
 외국인지분율 = 외국인지분율 합계

통제변수 : ROA = 영업이익/자산총액, SIZ = Log(A) = 기업규모, CAP = 총자산증가액/자산총액
 RND = 연구개발비용/자산총액, ADV = 광고선전비용/자산총액
 DIV = 배당금/당기순이익 = 배당성향, DER = 부채총액/자기자본총액 = 부채비율
 상수항, 연도 및 산업더미, 통제변수 추정계수는 보고를 생략함.

지분율 구간(%)	대주주지분율	소유과리도	외국인지분율
< 5%	해당없음	-0.4450 (-0.54)	-1.2375 (-1.39)
< 10	3.6692 (1.43)	-1.4426 (-0.99)	-0.0696 (-0.06)
< 15	3.9337 (1.84)	-1.3462 (-0.74)	1.0679 (0.89)
< 20	-0.8377 (-0.84)	2.3580 (0.94)	0.7403 (0.57)
< 25	2.8791 (1.48)	-4.9255 (-3.30)	1.0857 (0.87)
< 30	2.2913 (1.45)	-3.1583 (-1.87)	-2.9038 (-1.95)
< 35	3.5907 (0.95)	-2.2091 (-2.65)	4.1698 (1.30)
< 40	-0.2465 (-0.21)	1.3701 (0.82)	1.8120 (0.41)
< 45	1.1918 (-0.64)	0.5116 (0.33)	2.6845 (1.52)
< 50	-1.8147 (-1.75)	-3.1641 (-0.95)	1.6597 (0.57)
< 55	-3.3329 (-3.10)	-11.0490 (-4.79)	7.9939 (1.57)
< 60	-1.0394 (-0.66)	-7.7614 (-1.41)	9.6674 (2.72)
> 65%	-0.3022 (-0.94)	-1.5076 (-0.85)	7.8911 (6.53)
상수항	포함	포함	포함
연도, 산업더미	포함	포함	포함
통제변수	포함	포함	포함
설명계수	0.449	0.453	0.474
샘플 개수	306	290	304

* 괄호 속 수치는 t 값임. 유의수준 10%, 5%, 1%의 t값은 각각 1.65, 1.96, 2.57임.

<표 7-2>에서 비 그룹소속 기업의 경우를 살펴보면 그룹소속 기업보다 훨씬 뚜렷한 패턴을 보이고 있다.

<표 7-2> 비 그룹소속 샘플 : 지분율 구간별 기업가치(TBQ)에 미치는 영향

지분율변수: 대주주지분율 = 최대주주 1인지분율 + 친인척, 계열사 등 특수관계인지분율
 소유과리도 = 대주주지분율 - 최대주주 1인지분율
 외국인지분율 = 외국인지분율 합계
 통제변수: ROA = 영업이익/자산총액, SIZ = Log(A) = 기업규모, CAP = 총자산증가액/자산총액
 RND = 연구개발비용/자산총액, ADV = 광고선전비용/자산총액
 DIV = 배당금/당기순이익 = 배당성향, DER = 부채총액/자기자본총액 = 부채비율
 상수항, 연도 및 산업더미, 통제변수 추정계수는 보고를 생략함.

지분율 구간(%)	대주주지분율	소유과리도	외국인지분율
< 5%	9.7577 (2.93)	2.5157 (1.78)	-0.4474 (-0.45)
< 10	8.1216 (3.03)	-0.9068 (-0.88)	0.4746 (0.35)
< 15	3.5065 (3.08)	-2.2292 (-2.11)	1.9831 (1.47)
< 20	0.9269 (0.74)	-2.1451 (-2.75)	5.1289 (1.77)
< 25	2.6573 (1.67)	-3.5490 (-4.35)	8.7534 (2.73)
< 30	-1.3022 (-1.61)	-2.0532 (-1.76)	3.2518 (0.75)
< 35	-2.4965 (2.76)	-2.8161 (-1.96)	4.5012 (2.11)
< 40	-1.7227 (-1.93)	-4.1837 (-3.28)	7.0318 (2.06)
< 45	-0.2772 (-0.26)	-4.4366 (-3.60)	7.1168 (2.47)
< 50	-1.9315 (-1.76)	-6.4926 (-2.97)	5.9428 (0.84)
< 55	-1.9054 (-1.99)	-10.2217 (-9.37)	2.2570 (0.94)
< 60	-5.0645 (-4.86)	-10.6026 (-5.50)	5.5634 (0.63)
> 65%	-0.5868 (-2.35)	-1.4682 (-2.86)	2.5377 (7.71)
상수항	포함	포함	포함
연도, 산업더미	포함	포함	포함
통제변수	포함	포함	포함
설명계수	0.218	0.193	0.197
샘플 개수	1171	1129	1163

* 괄호 속 수치는 t 값임. 유의수준 10%, 5%, 1%의 t값은 각각 1.65, 1.96, 2.57임.

첫째, 대주주지분율의 경우, 5-15% 수준에서는 기업가치와 (+) 관계를, 25% 이상 수준에서는 (-) 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 비 그룹소속 기업의 경우, 대주주지분율과 기업가치 간에 25%를 변곡점으로 하는 역U자 형태의 관계가 존재한다. 이는 절충가설을 지지하는 결과로 해석된다.

둘째, 소유피리도는 5% 이하 수준에서 기업가치와 (+) 관계를 보이다가, 15%이상 수준에서는 전반적으로 기업가치와 (-)의 관계가 뚜렷하게 있는 것으로 보인다. 이 현상도 5-10% 수준에서 변곡점이 있는, 즉 기업가치 증가영역이 짧기는 하지만 역U자 관계가 있는 것으로 보인다. 이 현상도 절충가설을 지지하는 결과로 해석된다.

셋째, 외국인지분율의 경우, 20% 수준 이상으로 지분율이 커지면 대체적으로 기업가치와 (+)의 관계가 나타났다. 이는 [가설 3] 외국인투자자의 감시가설을 지지하는 결과로 해석할 수 있다.

4. 지분율과 기업가치의 관계 : 연계거래 여부 구분

연계거래 유무를 구분하고 각각 대주주지분율, 소유피리도 및 외국인지분율과 기업가치 간의 관계를 분석한 결과는 <표 8-1>과 <표 8-2>에 각각 정리하였다.

첫째, <표 8-1>에서 연계거래가 있는 기업의 분석결과를 살펴보면, [가설 1] 대주주의 배임가설을 일방적으로 지지하는 결과가 나타나지 않고 절충가설을 지지하는 결과가 나타났다. 대주주지분율이 5-25% 구간에서는 (+) 관계를 보였으나, 이후 지분율이 커지더라도 큰 영향력이 없다가, 60% 이상 높은 지분율에서는 기업가치에 (-) 영향을 미치는 것으로 보인다. 이 현상도 기업가치 하락영역이 짧기는 하지만 전형적인 역U자 패턴으로, 절충가설을 지지하는 결과로 인식된다.

한편, <표 8-2>에서 연계거래가 없는 기업의 경우를 살펴보면, 대주주지분율과 기업가치 간에 5-10%의 지분율 수준에서 (+) 관계가 있는 것으로, 35% 이상에서는 (-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 10%를 변곡점으로 하는 뚜렷한 역U자 형 패턴으로서, 연계거래가 없는 경우에도 대주주의 대리인 문제에 있어서 절충가설을 지지하는 결과가 나타난 것으로 해석된다.

둘째, <표 8-1>에서 연계거래가 있는 기업의 소유피리도는 20% 이상에서부터 대체로 기업가치와 (-)의 관계를 보였다. 한편, <표 8-2>에서 연계거래가 없는 기업의 소유피리도는 5%이하 수준에서는 기업가치와 (+) 관계를 보이다가, 이후 전반적으로 기업가치와 (-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이 현상들은 소유피리도와 기업가치 간에 각각 20% 혹은 5%를 변곡점으로 하는 역U자 관계가 있는 절충가설을 지지하는 결과로 해석된다.

셋째, 연계거래가 있는 기업의 외국인지분율은 25% 구간에서부터 대체로 기업가치와 (+)의 관계가 있는 것으로 나타남으로써 [가설 3] 외국인투자자의 감시가설을 지지하고 있다.

<표 8-1> 연계거래 있는 샘플 : 지분율별 기업가치(TBQ)에 미치는 영향

지분율변수: 대주주지분율 = 최대주주 1인지분율 + 친인척, 계열사 등 특수관계인지분율
 소유과리도 = 대주주지분율 - 최대주주 1인지분율
 외국인지분율 = 외국인지분율 합계
 통제변수 : ROA = 영업이익/자산총액, SIZ = Log(A) = 기업규모, CAP = 총자산증가액/자산총액
 RND = 연구개발비용/자산총액, ADV = 광고선전비용/자산총액
 DIV = 배당금/당기순이익 = 배당성향, DER = 부채총액/자기자본총액 = 부채비율
 상수항, 연도 및 산업더미, 통제변수 추정계수는 보고를 생략함.

지분율 구간(%)	대주주지분율	소유과리도	외국인지분율
< 5%	42.0595 (3.40)	1.1243 (1.23)	-0.6741 (-0.78)
< 10	5.2727 (3.09)	-0.5729 (-0.47)	0.2457 (0.20)
< 15	6.1665 (4.23)	-1.9063 (-1.56)	1.7641 (1.23)
< 20	1.0132 (0.66)	-2.2199 (-2.58)	1.4364 (1.17)
< 25	5.1604 (2.86)	-3.4922 (-4.03)	4.9575 (2.87)
< 30	-0.6107 (-0.75)	-2.8699 (-2.62)	-0.1662 (-0.09)
< 35	-0.4096 (-0.25)	-1.5749 (-1.56)	6.4242 (2.17)
< 40	0.4849 (0.57)	-1.8292 (-1.22)	7.0008 (2.12)
< 45	1.2815 (1.10)	-1.7513 (-1.15)	5.4484 (2.56)
< 50	-0.5922 (-0.64)	-8.6994 (-4.01)	10.1341 (2.23)
< 55	-0.2093 (-0.20)	-10.9136 (-9.42)	18.0018 (4.57)
< 60	-3.0061 (-2.63)	-15.4946 (-7.48)	12.1233 (2.88)
> 65%	-0.6965 (-2.67)	-3.1295 (-3.50)	1.6746 (6.87)
상수항	포함	포함	포함
연도, 산업더미	포함	포함	포함
통제변수	포함	포함	포함
설명계수	0.247	0.213	0.224
샘플 개수	795	770	790

* 괄호 속 수치는 t 값임. 유의수준 10%, 5%, 1%의 t값은 각각 1.65, 1.96, 2.57임.

<표 8-2> 연계거래 없는 샘플 : 지분율별 기업가치(TBQ)에 미치는 영향

지분율변수: 대주주지분율 = 최대주주 1인지분율 + 친인척, 계열사 등 특수관계인지분율

소유과리도 = 대주주지분율 - 최대주주 1인지분율

외국인지분율 = 외국인지분율 합계

통제변수: ROA = 영업이익/자산총액, SIZ = Log(A) = 기업규모, CAP = 총자산증가액/자산총액

RND = 연구개발비용/자산총액, ADV = 광고선전비용/자산총액

DIV = 배당금/당기순이익 = 배당성향, DER = 부채총액/자기자본총액 = 부채비율

상수항, 연도 및 산업더미, 통제변수 추정계수는 보고를 생략함.

지분율 구간(%)	대주주지분율	소유과리도	외국인지분율
< 5%	5.3964 (1.82)	3.1238 (1.64)	-0.5724 (-0.35)
< 10	7.6209 (2.24)	-1.1615 (-1.02)	-0.8005 (-0.39)
< 15	2.2275 (1.41)	-1.3019 (-0.77)	2.7643 (1.59)
< 20	-0.2148 (-0.15)	-0.9542 (-0.82)	8.1285 (1.70)
< 25	-1.2779 (-0.67)	-3.9943 (-3.29)	2.6681 (0.99)
< 30	-1.4799 (-1.11)	-1.0461 (-0.53)	3.6707 (0.53)
< 35	-2.1447 (-1.65)	-2.4893 (-1.07)	3.1608 (1.15)
< 40	-3.1782 (-2.07)	-1.4030 (-0.73)	2.0482 (0.47)
< 45	-2.2274 (-1.50)	-5.4336 (-3.50)	8.8588 (2.57)
< 50	-2.5080 (-1.70)	-4.0077 (-1.06)	-3.8412 (-1.66)
< 55	-2.8466 (-1.97)	-7.9825 (-3.79)	0.0544 (0.02)
< 60	-5.5011 (-3.74)	-5.7027 (-1.62)	8.9932 (1.32)
> 65%	-0.3849 (-1.16)	-0.9333 (-4.17)	2.7900 (6.36)
상수항	포함	포함	포함
연도, 산업더미	포함	포함	포함
통제변수	포함	포함	포함
설명계수	0.208	0.170	0.195
샘플 개수	682	649	677

* 괄호 속 수치는 t 값임. 유의수준 10%, 5%, 1%의 t값은 각각 1.65, 1.96, 2.57임.

한편, <표 8-2>에서 보면 연계거래가 없는 기업의 외국인지분율이 기업가치에 미치는 영향은 엇갈리는 것으로 평가된다. 15%지분율 미만인 구간까지는 기업가치에 별 영향을 미치지 못하다가, 15%이상 45%미만 수준에서는 대체로 (+)영향을 갖는 등 엇갈리는

현상이 나타났다.

이상과 같은 각 구분샘플별 대주주지분율, 소유피리도 및 외국인지분율의 크기와 기업가치 간의 관계에 관한 검증결과를 종합적으로 정리해 보면 다음과 같이 정리된다.

첫째, 대주주지분율과 기업가치 간에는 역U자 형의 관계가 존재하고, 특기할만한 점은 전체 샘플에서 뿐만 아니라, 그룹소속 여부 및 연계거래유무와 상관없이 15-25% 전후한 구간에서 기업가치가 증가하다가 감소하는 변곡점이 존재하는 것이 통계적으로 유의하게 보인다.

둘째, 또한 소유피리도에서도 역U자 관계가 존재하였다. 전체 샘플 및 비 그룹소속 기업 및 연계거래가 없는 기업의 소유피리도와 기업가치 간에 0-5% 수준에서는 (+) 관계가 존재하다가, 5% 이상 구간에서는 피리도가 증가할수록 (-) 관계가 뚜렷하게 지속되는 특징을 보였다.

셋째, 외국인지분율과 기업가치 간에는 (+) 관계가 있는 것으로 나타났다. 전체 샘플에서는 15% 이상, 비 그룹소속 기업에서는 20% 이상, 연계거래가 있는 기업의 경우에는 25% 이상 수준에서 외국인지분율과 기업가치 간에 통계적으로 유의한 선형적인 (+)관계가 관찰되었다.

이와 같이 대주주지분율 혹은 소유피리도, 외국인지분율 구간별 지분율과 기업가치 간의 관계를 종합적으로 평가하면, 선형회귀분석 모형을 이용한 분석결과를 통해 잠정적으로 결론을 내린 바 있는 앞 장에서의 귀무가설들에 대한 검증결과들을 재해석해 볼 수 있다.

첫째, 변곡점을 가지면서 지분율 구간별로 역U자 패턴을 보이는 대주주지분율 혹은 소유피리도와 기업가치 간의 관계를 통해 본 연구의 귀무가설에 대한 검증결과들을 재해석해 볼 수 있다.²⁶⁾ 대주주지분율과 기업가치 간에는 선형관계보다는 비선형관계가 존재하는 것으로 보이므로 이는 [가설 1] 대주주의 배임가설이나 [가설 2] 대기업 대주주의 배임가중 가설을 일방적으로 지지하는 결과는 아닌 것으로 보이며, 따라서 대주주의 대리인 문제에 있어서 절충가설을 지지하는 것으로 해석할 수 있다.²⁷⁾

26) 대주주지분율 구간별 분석에서는 전체 샘플에서는 물론, 그룹소속 여부나 연계거래 유무와 상관없이 대주주지분율과 기업가치 간에 뚜렷한 역U자형 패턴을 보였으므로, 선형회귀분석을 통한 귀무가설의 지지 여부에 대한 검증결과의 해석은 신중하여야 함. 사전적으로 대주주의 대리인 문제가 심각할 것으로 예상하는 그룹소속 기업 및 연계거래가 있는 기업 등 샘플에서도 대주주지분율과 기업가치 간의 관계는 역U자형의 비선형관계를 보였음.

27) 기존의 경영자지분율과 기업가치 관계에 관한 연구결과와는 차이가 있는 해석임. 기존의 실증분석 결과는 역U자가 아니고 U자형 패턴을 보고하고 있음. 따라서 대주주의 대리인 문제가 완화되는 대주주지분율 구간은 기업가치가 증가하다가 하락하기 시작하는 변곡점인 15-25% 이하 수준이라고 할 수 있음.

둘째, 대주주1인 지분율과 최대주주 전체지분율의 차이로 측정된 소유피리도에서도 역U자 패턴을 보이는 것은 대주주의 대리인 문제가 완화되는 구간이 존재한다는 절충가설을 지지하는 결과로 해석된다.

셋째, 외국인지분율과 기업가치 간의 선형적인 (+) 관계가 그룹소속 기업에서만 관찰되지 않은 것은 그룹소속의 기업인 경우 외국인투자자의 적극적 감시기능이 제대로 발휘되지 못하거나, 발휘되어도 기업가치 증대에 기여하지 못하는 것으로 해석된다. 한편으로 대주주지분율은 15% 수준에서 역U자 관계가 존재하는 현상을 함께 종합적으로 고려해 보면 그룹소속 기업의 경우에는 외국인주주보다는 대주주의 감시가 더 효과적인 것으로 평가할 수 있으므로 [가설 1] 대주주의 배임가설보다는 대주주의 대리인 문제에 대한 절충가설을 지지하는 것으로 해석된다. 그러나 전체 샘플이나 그룹소속 이외의 구분샘플 모두에서 외국인지분율과 기업가치 간에 뚜렷한 선형 (+) 관계가 관찰된 것은 [가설 3] 외국인투자자의 적극적 감시가설을 지지하는 결과로 해석하여야 할 것이다.

V. 결 론

본 연구에서는 대주주지분율과 그룹소속 등과 같은 소유구조 및 연계거래 유무와 기업가치 간의 관계에 대해 분석하였다. 기존 연구와의 차별점은 IMF 외환위기 이후 최근 기간의 샘플에 대해 분석하였다는 점 이외에도 본 연구가 가지는 몇 가지가 있다. 기존의 소유구조와 기업가치 간의 관계에 관한 연구들은 대부분 검증가설의 설정단계에서부터 주로 경영자의 대리인 문제에 초점을 맞춘 것과는 달리 본 연구는 대주주의 대리인 문제에 주안점을 둔 검증가설을 설정하였다. 또한 본 연구는 기존 연구에서 다루지 않은 최대주주와 상장기업 간의 내부거래인 연계거래가 발생한 기업 및 대기업집단 소속기업에서 대주주지분율과 외국인지분율 등 소유구조 차이가 기업가치에 미치는 영향에서 어떠한 차이를 나타내는가를 집중적으로 검토하였다.

본 연구의 분석대상 기간이 우리나라에서 기업지배구조 개선이 본격적으로 시행되었던 2001년 이후 기간이므로, 샘플 간에 대주주의 대리인비용 차이가 발생한다면 이를 측정하기에 적합한 기간이고, 동 기간 내에 증권거래소에 최대주주와의 내부거래 내역을 공시한 상장기업을 분석대상으로 선정하였으며, 또한 기업지배구조 개선조치가 강화된 대기업집단을 기준으로 샘플을 구분하여 소유구조가 기업가치에 어떤 영향을 미쳤는가에 관한 가설을 검증하였다.

그동안의 관련연구와 마찬가지로 기업가치에 대한 여러 가지 대응변수 중 Tobin's Q

를 선정하여 대주주지분율, 소유피리도, 외국인지분율과 기업가치 간의 관계를 분석하였다. 주요한 실증분석 결과를 정리하면 다음과 같다.

우선, 소유구조와 그룹소속 여부, 연계거래 유무 등과 기업가치 간의 관계를 분석한 결과를 종합적으로 요약하면 다음과 같다.

첫째, [가설 1] 대주주 배임가설, [가설 2] 대기업집단의 배임가증가설 및 [가설 4] 연계거래의 배임가설을 통계적으로 유의하게 지지하는 결과가 나타났다.

대주주지분율이나 소유피리도가 대체적으로 기업가치에 미치는 (-) 영향은 그룹소속 여부에 상관없이 나타났고, 연계거래가 있는 샘플에서 (-) 영향이 통계적으로 유의하였다.

둘째, 외국인지분율이 높아지면 기업가치가 제고되는 (+) 효과가 있는 것으로 나타나 [가설 3] 외국인투자자의 적극적 감시가설을 지지하는 결과가 관찰된다.

다음으로, 각 주요주주별 지분율 크기와 기업가치 간의 관계를 검증해 본 결과를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 대주주지분율과 기업가치 간에, 그리고 소유피리도와 기업가치 간에는 특정한 변곡점을 갖는 “역U자형” 패턴을 보이는 관계가 뚜렷이 존재하는 것으로 나타났고, 이 결과는 U자형 혹은 증가-감소-증가 패턴을 보고한 기존 연구와 차이가 나는 실증결과이다.

둘째, 대주주지분율과 기업가치 간의 역U자 형 비선형관계는 전체 샘플에서, 그리고 그룹소속 여부나 연계거래 유무와 상관없이 모든 샘플에서 역U자형 관계가 두드러지게 나타났다.

대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 증가하다가 15-25% 수준 이상에서부터는 감소하는 관계가 통계적으로 유의하게 존재하는 것으로 보인다.

또한 소유피리도와 기업가치 간의 역U자 관계도 역시 전체 샘플에서, 그리고 특히 “비 그룹소속” 기업 및 “연계거래가 없는 기업” 샘플에서 뚜렷이 나타났다. 소유피리도가 0-5% 수준에서 기업가치와 (+) 관계가 존재하다가, 5% 이상 구간에서는 소유피리도가 증가할수록 (-) 관계가 뚜렷하게 지속되는 특징을 보였다.

셋째, 외국인지분율과 기업가치 간에는 대체로 선형적인 (+) 관계가 있는 것으로 나타났다. 특히 “그룹소속” 샘플을 제외하고, 전체 샘플에서는 평균적으로 15% 이상, “비 그룹소속 기업”에서는 20% 이상, “연계거래가 있는 기업”의 경우에는 25% 이상, “연계거래가 없는 기업”의 경우 20% 이상 수준에서 외국인지분율과 기업가치 간에 선형적인 (+)관계가 관찰되었다. 이 결과는 기존 연구의 외국인투자자의 적극적 감시가설을 지지하는 실증결과와 궤를 같이 하는 결과이다.

참 고 문 헌

- 강원, 신현한, 장진호, “대규모기업집단의 지배-소유 괴리도와 기업가치 및 경영성과 간의 관계분석”, 재무연구 제18권 2호, 2005.
- 김병호, “기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 관한 연구”, 증권학회지 제30집, 2002.
- 김영숙, 이재춘, “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”, 증권학회지 제26집, 2000.
- 김우택, 장대홍, 김경수, “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구”, 재무연구 제6권 1호, 1993.
- 김우찬, 임영재, 성태운, “Group Control Motives as a Determinants of Ownership Structure in Business Conglomerate - Evidence from Korea's Chaebols”, 한국증권학회 2005년 제1차 학술발표회, 2005.
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”, 재무연구 제5권 1호, 1992.
- 박경서, 이은정, 장하성, “대주주의 존재가 한국기업의 지배구조에 미치는 영향”, 재무연구 제17권 2호, 2004.
- 박기성, “소유구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin Q의 관계에 관한 연구”, 증권학회지 제30집, 2002.
- 백재승, 강준구, 이인무, “Business Groups and Tunneling : Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols”, 한국증권학회 2005년 제1차 학술발표회, 2005. 2. 26.
- 선우석호, 전은영, “지배구조 우수기업의 주가행태와 요인분석”, 한국재무학회 2003년 추계학술발표대회, 2003. 11.
- 신현한, 이상철, 장진호, “외부감시주체와 기업가치”, 재무연구 제17권 1호, 2004.
- 윤성민, “재벌 내부자본시장에서의 자금거래 동기 및 지원방향”, 증권학회지 제33집 2호, 2004.
- 윤성민, “소유권-지배권 분리가 기업가치에 미치는 영향”, 한국증권학회 2004년 제4차 정기학술발표회, 2004. 10.
- 이원흠, “상장기업과 대주주와의 내부거래가 주가에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 증권학회지 제34권 4호, 2005.
- 이원흠, “대주주와의 내부거래가 주가, 자본비용 및 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”,

- 한국증권학회 2005년 제1차 학술발표회, 2005. 2. 26.
- 이원흠, 최수미, “자본비용과 내재가치비율의 변화로 측정된 기업지배구조 개선효과에 관한 연구”, 한국재무학회 2004년 추계학술연구발표회, 2004. 11.
- 진태홍, 송홍선, “기업출자의 효율성에 관한 실증연구”, 재무연구 제16권 2호, 2003.
- 최우석, 이우백, “오너경영과 기업성과에 관한 실증연구”, 재무연구 제18권 1호, 2005.
- 한국개발연구원, 시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정, 공정거래위원회 용역보고서, 2003. 9.
- Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim, “Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups”, *Journal of Finance*, 57, (2002), 2695-2740.
- Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and Kyung Suh Park, “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, 71, (2004), 265-313.
- Bai, Chong-Eun, Qiao Liu and Frank M. Song, “Bad News is Good News: Propping and Tunneling Evidence from China”, Univ. Hong Kong Working Paper, 2004.
- Bertrand, M. and P. Mehta and S. Mullainathan, “Ferretting Out Tunneling : An Application to Indian Business Groups”, *Quarterly Journal of Economics*, (2002), 121-148.
- Black, B., Jang, Hasung and Kim, Woochan, “Does Corporate Governance Affect Firms’ Market Values? Evidence from Korea”, (July 2003), <http://ssrn.com/abstract=311275>.
- Buysschaert, A., Deloof, M., and Jegers, M., “Equity Sales in Belgian Corporate Groups : Expropriation of Minority Shareholders?”, (June 2001), EFMA 2002, <http://ssrn.com/abstract =279489>.
- Cheung, Y. L., P. R. Rau and A. Stouraitis, “Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong”, *Journal of Financial Economics*, 2004.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. Lang, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, 57, (2002), 2741-2771.
- Claessens, S., S. Djankov and L. Lang, “The Separation of Ownership and Control

- in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics* 58, 2000, 81-112.
- Friedman, Eric, Simon Johnson, and Todd Mitton, “Propping and Tunnelling”, *Journal of Comparative Economics*, 31, (2003), 732-750.
- Gordon, E., E. Henry and D. Palia, “Related Party Transactions : Associations with Corporate Governance and Firm Value”, August 2004, EFA 2004, <http://ssrn.com/abstract=558983>.
- Joh, S.W., “Corporate Governance and Firm Profitability”, *Journal of Financial Economics* 68, 2003, 287-322.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, “Tunneling”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, (2000), 22-27.
- Kohlbeck, M. and B. Mayhew, “Related Party Transactions”, (September 2004), <http://ssrn.com/abstract=592582>.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance*, 57, (2002), 1147-1170.
- Lemmon, M. and K. Lins, Ownership Structure, “Corporate Governance, and Firm Value : Evidence from the East Asian Financial Crisis”, *Journal of Finance*, 58, (2003), 1445-1468.
- Mitton, T., “A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, 64, (2002), 215-241.
- Riyanto, Y. and L. Toolsema, “Tunnelling and Propping : A Justification for Pyramidal Ownership”, (2003), National Univ. of Singapore.

The Effect of Controlling Shareholders and Related-Party Transactions on Firm Value

Won Heum Lee*

〈abstract〉

We examine the effect of controlling shareholders ownership structure and related-party transactions(hereafter "RPT") of publicly traded companies on their firm values during the post-IMF period.

In the multivariate regression analysis using control variables such as firm size, capital structure, investment, dividend, profitability and industry dummy that might affect firm values, we find that there exists a significant negative relation between the controlling shareholders ownership structure and firm values proxied by Tobin's Q, and also find that there is a significant negative relation between RPT and the firm values. Those evidences seem to support the controlling shareholders' expropriation hypothesis.

Additionally, we investigate the relation between ownership structure and firm value through the piecewise regression analysis. We find a significant "inverse" U-shape pattern between the controlling shareholders ownership structure and firm values. This result is quite different from the existing literatures that have usually reported an U-shape pattern.

In conclusion, the findings in this study do not support the notion that the ownership concentration to the controlling shareholders does negatively affect the firm values monotonically.

Keywords : Controlling Shareholders, Related-Party Transactions, Ownership Structure, Firm value

* Hongik University, College of Business Administration