International Commerce and Information Review
Volume 19, Number 1, March, 2017: pp. 257~278
통상정보연구 제19권 제1호 (2017년 3월 31일)

논문투고일자 : 2016. 12. 04
심사(수정)일 : 2017. 02. 26
게재확정일자 : 2017. 03. 24

전 세계 온라인 기업의 가치와 소유구조

Firm Value and Ownership Structure of Online Firms in the World

여희정(Heejung Yeo)
계명대학교 국제통상학과 조교수
(heejungyeo@kmu.ac.kr)

목 차

Ⅰ. 서 론
Ⅱ. 선행연구와 연구가설
Ⅲ. 자료조사와 기초통계
Ⅳ. 실증분석
Ⅴ. 결 론
참고문헌
ABSTRACT

국문초록

본 논문은 전 세계 온라인 기업을 대상으로 소유구조가 기업의 가치에 영향을 미치는지 분석하였다. 실증분석을 위해 FACTIVA database를 사용하여 2014년 온라인 기업 자료를 수집하였다. 최소자승 회귀분석, 일반 회귀분석, 모델링 분석 방법을 사용하여 변수들 간의 관계성 분석을 통해 이해일치 이론, 경영자안주 이론, 절충 이론을 검증하였다.

연구결과 대주주가 기업 가치에 미치는 영향이 상반된 것으로 나타났다. 최대 주주는 기업 가치와 음의 관련성을 보였고 나머지 2-3대 주주는 양의 관련성을 보였다. 대주주들 사이에서도 이해상충의 문제가 존재하고 최대 주주의 지분이 증가할수록 기업 가치가 낮은 것을 발견하였다. 최대 주주가 내부자인지 여부도 기업 가치와 관련이 있는 결과를 통해 최대 주주의 출신과 지분율이 중요한 변수임을 파악하였다.

주제어 : 온라인 기업, 소유구조, 기업 가치, 무형자산, 경영자안주 이론

Ⅰ. 서 론

Berle 와 Means(1932)는 현대 기업은 소유와 경영이 분리되어 있어 경영자들이 자신의 사적이익 극대화를 추구하기 때문에 기업의 이익극대화에 저해가 된다고 하였다. 따라서 소유자가 경영자를 통제하여야 한다고 주장하였다. 기업 규모가 점점 커짐에 따라 주주 1인이 기업을 모두 소유하기가 불가능해지면서 소유지분이 분산되게 되고 소액 주주들이 출현하게 된다. 모든 주주들이 경영에 참여하는 것이 불가능하므로 소유와 경영의 분리가 일어나게 된다. 따라서 전문경영자들이 기업경영활동을 수행하게 된다.

소유지분이 분산된 기업의 소액주주들은 경영자들을 감시하는 비용이 높아져 기업경영활동을 감시할 유인을 갖지 못한다. 그렇기 때문에 소유지분이 분산된 기업은 전문경영자가 기업가치 극대화라는 기업목표와는 달리 개인의 사적 이익을 위하여 기업을 운영하는 문제를 야기할 소지를 가지고 있다. 이러한 문제를 대리인 문제(agency problem)라고 한다(Jensen, 1986). 대리인 문제는 기업의 소유와 경영이 분리된 기업에서 주주(Principal)가 원하는 기업가치의 극대화와는 달리 주주의 대리인(agent)인 경영자가 기업의 외형적 성장, 매출액의 극대화, 또는 경영자 개인의 사적 이익을 추구함으로써 발생하게 되는 제반 문제를 말한다.

기업의 주주는 대리인 문제를 줄이기 위해 감시비용(monitoring cost) 등의 비용을 부담하게 되는데 이를 대리인 비용(Jensen & Meckling 1976)이라 부른다. 대리인 비용은 기업의 시장가치를 감소시키게 되며, 따라서 대리인 문제가 심한 기업의 경우 기업의 시장가치는 잠재적인 실제가치보다 낮게 평가되는 경향이 있다.

하지만 Berle 와 Means(1932)의 발표 이후 여러 학자들은 기업의 소유 집중 현상이 오히려 심화되고 있다는 분석결과를 발표하였다(Demsetz & Lehn 1985, Shleifer & Vishny 1986, Morck, Shleifer & Vishny 1988, La Porta et. al. 1999). La Porta et. al.(1999)은 외부환경의 위협이 없는 경우 지배주주는 기업의 이익극대화가 아니라 자신의 이익극대화를 꾀한다고 주장하였다. 소액주주들은 지배주주를 감시하기 위해서 집단을 형성하여 지배주주에 대응하여야 하는데 이보다는 주식을 팔아버리는 전략이 더 유리하기 때문에 감시할 동기가 부족하다. 이 경우 기업의 가치는 감소하게 된다.

La porta et al.. (1999), Claessens, Djanjov, Fan & Lang, (2000), Morck, Shleifer & Vishny (1988)들의 연구에서 기업의 소유지배구조에 따라 기업가치가 달라질 수 있음을 보여주고 있다. 기업지배구조의 개선을 통해 경영진의 자기이익 추구욕구를 통제하고 기업투명성을 제고하려는 제반 노력이 기업 가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석한다.

박경서, 이은주, 장하성(2004)은 지배주주나 경영진에 의한 자기이익 추구가 여타 주주의 이익과 상충됨에도 불구하고 이러한 상충행위가 계속 발생하는 것은 궁극적으로 정보 비대칭 하에서 이들의 행위를 감시하고 견제할 수 있는 지배구조 장치가 불완전하다는 증거라고 주장하고 있다. 특히, 대주주경영자는 전문경영자와는 달리 자신의 능력에 상관없이 경영권을 장악할 수 있는 상당한 지분을 보유하고 있다는 점에서 소액주주 등 이해관계자에 의한 견제와 감시가 용이하지 않다는 특성을 가지고 있다.

소유구조와 기업의 가치에 관한 기존 연구에서 학자들은 경영자의 지분율과 기업 가치와의 명확한 관련성을 발견하지 못하였다. 학자에 따라 경영자의 지분이 상승할수록 기업가치가 상승한다는 이해일치 이론(convergence of interest theory; Jensen 1986; Jensen, and Meckling 1976)과 기업가치가 하락한다는 경영자안주 이론(managerial entrenchment theory; Morck, Shleifer, & Vishny 1988, Morck, Wolfenzon, & Yeung 2005)이 맞서고 있다. 절충 이론은 경영자의 지분율과 기업 가치와의 관계는 경영자의 지분율이 올라감에 따라 경영자가 자신의 이익추구 의지와 외부 주주와의 이해일치 의지 중에서 보다 강한 의지에 따라 그 결과가 달라진다는 주장이다.

지금까지 온라인 기업에 관한 국내의 연구는 주로 인터넷 쇼핑몰이나 온라인 쇼핑시장과 관련되어(정석모, 박승락 2016, 곽원일 외 2007) 왔다. 인터넷 쇼핑몰과 소비자의 관심 유도에 관한 마케팅 분석, 온라인 쇼핑을 촉진하는 요인분석, 온라인 쇼핑과 해외직구와의 관련성을 분석하는 연구가 이루어졌다. 온라인 기업 등 첨단산업의 수익성이나 재무적 측면, 소유구조에 관한 연구가 많이 이루어지지 않았다(Grosfeld 2009). 본 논문에서는 온라인 기업의 소유구조를 파악하고 기업 가치와의 관련성을 분석하고자 한다. 이를 통해 기존에 제시된 이해일치 이론, 경영자안주 이론, 절충 이론 중 어느 이론이 첨단 산업 기업의 소유구조와 기업 가치에 대해 설명력이 있는 이론인지 검증하고자 한다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 다음 장에서는 선행연구를 검토하고 가설을 설정한다. III장에서는 자료조사와 기초통계 분석을 실시하고, IV장에서는 실증분석과 모델의 강건성을 체크한다. V장에서는 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구와 연구가설

1. 소유구조

경영자를 감시할 가장 큰 동기를 가진 존재는 주주다. 기업의 소유구조는 내부 대주주(inside blockholder)의 지분율을 중심으로 파악된다. 일정 지분율 이상을 보유한 대주주가 존재할 경우 이를 집중된 소유구조(concentrated ownership)라고 하고, 그렇지 않은 경우, 분산된 소유구조(dispersed ownership)라고 한다. 대주주가 존재할 경우 그가 직접 경영에 참여하는 형태로 기업경영에 개입할 수도 있고, 아니면, 전문경영자에게 직접 경영을 맡기고 대주주는 그를 견제하거나 감시하는 역할로 기업 경영에 개입할 수 있다.

이해일치 이론은 대리인 비용(agency cost)에 기초한 이론으로 경영자의 지분이 상승할수록 경영자와 주주 사이의 이해가 일치한다는 이론이다. Bilter, Moskowitz & Vissing-Jorgensen(2005)은 기업가(내부자)의 소유지분이 높아질수록 기업의 성과가 증가하는 것을 발견하였다.

경영자안주 이론은 경영자의 지분율이 상승하면 경영자는 기업가치의 극대화가 아니라 자신의 사적이익을 위해 행동하여 기업의 가치가 하락한다는 이론이다. Bothwell(1980)은 소유자가 통제하는 기업이 경영자가 통제하는 기업보다 높은 위험조정수익률을 발견하였다.

절충 이론은 경영자의 지분율과 기업 가치와의 관계가 자신의 이익을 추구하려는 성향과 기업 가치를 높이려는 노력의 상충된 이해관계의 결과로 비선형적으로 나타난다고 예측하였다. Short & Keasey(1999)는 낮은 수준과 높은 수준의 경영자 지분에서는 경영자 지분과 기업성과가 양의 관계를, 중간 수준의 경영자 지분에서는 음의 관계를 보인다고 주장했다. Anderson & Reeb(2003)은 창업자 일가의 소유지분과 기업성과 간에 역 U자 형태의 비선형 관계가 존재한다고 하였다.

기업의 성과가 좋을수록 잉여현금(free cash flow)양이 증가하게 된다. 기업이 주주 부의 극대화를 위해서는 이러한 잉여현금흐름을 배당으로 지급하여야 한다. 경영자안주 이론에 의하면, 기업의 소유구조가 집중되어 최대주주가 존재할 경우 최대주주는 잉여현금흐름을 통제하고 자신의 이익최대화를 추구할 수 있다. 이 경우 대주주와 소액주주의 이해관계가 상충하여 대리인 비용이 증가하는 결과를 초래하여 기업의 가치가 줄어들 것을 예측할 수 있다(장지화 외 2010). 반면에, 기업의 지분이 완전히 분산된 경우에 소액주주들은 경영자들에 대한 감시비용이 높아져 기업경영을 감시할 유인이 부족하다. 또한 외부주주의 입장에서는 경영자가 기업경영관련 정보를 독점하기 때문에 내부자와 외부자 간에 정보비대칭이 심화될 수 있다.

이 경우 또한 대리인 비용이 높아지는 결과를 초래하게 될 가능성이 높다.

절충 이론에 관한 연구결과로 Demsetz & Lehn(1985)은 기업이 처한 불확실성에 따라 기업의 소유구조를 결정한다고 보았다. Morck et al.(1988)은 경영자 지분율과 기업가치 간에 비선형관계가 존재함을 발견하였다. 경영자 지분율은 이사회의 내부이사의 지분율로 측정하였는데 이 지분율이 5%보다 낮은 구간에서는 기업 가치와 정(+)의 관계를 보였다. 내부 이사의 지분율이 5%-25% 구간에서는 기업가치가 내부이사 지분율이 상승함에 따라 하락하였고, 내부이사의 지분율이 25% 이상일 경우에는 지분율이 상승하면 기업가치도 상승하였다. McConnell & Servaes (1990, 1995)의 연구에서도 비선형 관계를 발견하였다. 그들의 연구에서 내부지분율이 40-50%에 이를 때까지 내부지분율이 증가함에 따라 기업가치가 증가하다가 내부지분율이 더 이상 상승할 경우 기업가치가 하락하는 것을 발견하였다.

장지화 외(2010)의 연구에서 대주주가 효율적으로 경영을 감시할 수 있고, 대주주의 지배권을 서로 제어할 수 있도록 몇 몇의 대주주에게 지분이 집중되면 주주와 경영자, 대주주와 소액 주주사이의 대리인 문제를 극복할 수 있다고 예측하였다. Aghion & Tirole(1997)은 기업의 소유구조가 집중될 경우 대주주들이 경영자들을 감시할 동기가 생기므로 경영자들은 필요한 정보를 수집하려는 동기가 줄어들게 된다고 언급하였다. Burkart, Gromb, & Panunzi(1997)은 대주주에 의한 감시가 경영자들의 의욕을 저하시킨다면 감시비용이 감시를 통해 얻는 이익보다 클 것이라고 주장하였다. 그러므로 감시의 정도가 너무 강하면 경영자들의 의욕을 꺾고 좋은 투자의 기회도 잃을 수 있다. Burkart, Gromb, & Panunzi(1997)은 소유구조를 경영자들에 대한 통제와 의욕(initiatives)과의 사이를 조정하는 기능을 가진 도구로 판단하였다. 이러한 통제와 의욕와의 균형이 첨단 산업분야의 기업에게 중요할 것이다.

Audretsch & Lehmann(2002)은 기업이 속한 산업 분야에 따라서 소유주와 경영자의 이해관계가 다를 것이라고 여겼다. Carlin & Mayer(2003)는 산업구조에 따라서 소유구조가 다른 형태로 나타는 것이 더 적절할 수 있다고 제시하였다. 그들은 온라인 기업 등 첨단산업에 속하는 기업들의 소유구조는 분산된 소유구조를 가지는 것이 요구되고, 전통적이고 성숙된 산업의 경우 집중된 소유구조를 가져야 장기 투자결정을 내리기가 용이하다고 추측하였다.

전통 산업의 경영자들에게 중요한 것은 목표를 확실히 실행에 옮기는 것이다. 소유자의 입장에서는 경영자들을 감시할 의지가 커진다. 반면, 인적자본이 매우 중요한 산업은 어떤 전략 또는 투자계획이 옳은지가 더 중요하다. 사업 환경이 매우 불확실할 경우 소유주들이 경영자들을 감시할 의지가 높지 않을 수 있다(Grosfeld 2009).

소유구조가 경영자 감시에 대한 기업의 필요에 따른 응답이라면, 첨단 산업의 기업들의 소

유구조는 전통 산업에 속한 기업보다 집중도가 낮고 소유 집중도는 기업 가치와 관련이 없어야 한다(Holmstro¨m & Roberts 1998, Bolton & Von Tadden 1998). 반면, 주주들이 소유구조를 최적화 하지 않고 균형을 이루지 못하였다면, 소유 집중도는 기업 가치에 영향을 미칠 것이다. 전통 산업의 기업들은 소유 집중도가 높을수록 기업의 가치가 높아질 것이고 첨단 산업의 기업들은 높은 소유 집중도는 기업의 가치를 하락시키는 역할을 할 것이라고 예측할 수 있다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 최대주주의 지분율이 높을수록 기업의 가치가 낮을 것이다.

2. 무형자산비율

경제학에서는 무형자산에 대해서 지식자본, 지식자산 또는 지식재산 등의 개념을 모두 사용하고 있다(서지성 2008). 구원일(2016)은 무형자산을 기업이 시장에서 유리한 위치를 차지할 수 있는 지식 재산권 또는 기업의 유리한 경험과 같은 요소라고 정의하였다.

무형자산에 대해 현행 GAAP(Generally Accepted Accounting Principles : 일반 회계 원칙)에서는 재화의 생산이나 용역의 제공, 타인에 대한 임대 또는 관리에 사용할 목적으로 기업의 통제 하에서 물리적 형체가 없지만 식별 가능하고 통제가 가능한 미래 경제적 효익이 기대되는 자산이라고 정의하고 있다(송상엽 2009). 상표, 상호, 브랜드명, 로고, 컴퓨터 소프트웨어, 특허권, 저작권, 영화필름, 고객목록, 어업권, 수입할당량, 프랜차이즈, 고객충성도, 시장점유율, 판매권 등이 주요 무형자산이라고 할 수 있다. 온라인 기업은 유형자산보다 인적자본 등 무형자산의 역할이 더 중요하다고 인식되고 있다.

무형자산은 다른 자산과 마찬가지로 비용-편익의 관계(cost-benefit relation)라는 경제적 특성을 가지고 있다. 즉, 기업의 가치창출요인으로는 어떤 무형자산을 사용하더라도 동시에 다른 곳에서 사용할 수 있는 비경합성과 규모신축성을 가지게 되며(구원일 2016), 이와 더불어 네트워크 효과를 통하여 점점 더 자산이 개선되고 향상되는 경향을 보이게 된다.

반면에 기업가치 하락요인으로는 무형자산의 소유자가 아닐지라도 이 무형자산의 혜택을 누릴 수 있다는 점과, 무형자산 소유자가 이에 대한 효익을 타인이 누리지 못하도록 배제할 수 없다는 점이다. 무형자산의 이러한 성격으로 기업은 새로운 투자를 꺼리거나 신규 투자에 대한 주주들의 반대에 직면할 위험에 처할 가능성이 항상 존재한다.

무형자산은 신뢰성 있게 측정하는 것이 중요하고, 측정된 무형자산은 자본화 및 비용화로

구분되어진다. 즉, 무형자산의 정의와 인식기준을 충족하게 되면 자본화 처리하지만, 그렇지 않은 경우에는 광고 선전비, 교육훈련비, 연구개발비 등과 같은 비용으로 처리하게 된다(조인석, 안성봉 2007).

무형자산이 재무제표에 인식되기 위해서는 1) 미래의 경제적 효익이 기업에 유입될 가능성이 높아야 하며, 2) 원가를 신뢰성 있게 측정할 수 있어야 한다. 그러나 특허권, 저작권, 영업권, 브랜드 가치 등과 같은 무형자산은 이익창출에 도움이 될 것이라고 증명하기 어려우며, 신뢰성 있게 원가를 추정하기도 어렵다. 무형자산의 시장 거래는 활발하지 않고 대부분의 무형자산이 개별 기업 내에서 창출된다(손혁 외 2011). 무형자산의 가치를 측정하기 위해서는 경영자의 판단이 필요하게 된다. 경영자가 자신의 재량권을 남용하여 자신의 이익을 극대화하는데 하도록 행동할 수 있다. 무형자산의 가치평가에 경영자의 의도가 개입되면 무형자산의 가치가 왜곡될 가능성이 있다(손혁 외 2011). 또한 투자자들이 기존 인식의 틀을 벗어나 그 가치에 대해 논란 중인 무형자산에 대해 기업의 미래수익 창출원천이라고 여기는지가 관건이다.

이 연구에서는 무형자산과 기업의 가치에 대하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2: 총 자산에서 무형자산의 비중이 높을수록 기업의 가치가 높다.

3. 부채비율

기업은 자금조달 방법의 문제로 인해 대리인 문제에 직면해 있다. 주인-대리인(principal-agent) 간의 목표가 일치하지 않거나 계약이 불완전하면 부채를 사용한 기업의 가치가 향상되지 않을 수 있다. 대리인비용 이론에서 경영자와 소유주의 이해관계가 완전히 일치하지 않기 때문에 경영자들이 자신의 이익을 극대화시키려 한다고 주장한다. 이러한 이해상충의 상황은 경영자가 새로운 투자 안을 추진하면서 과도한 위험을 짊어지는 상황에서 발생할 수 있다(Margaritis & Psillaki 2010). Jensen(1986)은 “문제는 경영자에게 어떻게 현금을 내놓게 하는가의 것이지 투자수익률보다 높은 투자비용을 지불하면서 기업의 자본을 낭비하는 것이 아니다”라고 주장하였다. 그러므로 높은 부채 비율은 파산위험을 동반할 수 있으므로 경영자로 하여금 현금흐름의 낭비를 줄이게 하는 효과를 거둘 수 있다고 주장하였다. 이 경우 부채는 기업 가치를 상승시키는데 긍정적인 역할을 수행할 수 있다.

기업의 부채비율이 높으면 레버리지, 절세효과를 가져다주는 장점이 있다. 하지만 부채비

율이 너무 높으면 추가적인 자본조달이 어려워지고 높은 이자비용 지출이 발생하게 되어 재무건전성이 하락하게 된다. 이자비용의 부담으로 수익성의 저하가 계속될 경우 기업의 도산확률이 높아지게 된다. 따라서 기업의 부채비율은 기업의 가치에 영향을 미치게 된다.

대리인 비용은 부채의 사용으로 인한 채권자와 외부주주 사이에서의 이해관계의 상충으로 발생할 수 있다. 이 경우 기업은 과소 투자나 과대 투자의 문제를 유발할 수 있다. 이해상충의 문제는 기업의 지급불능(default) 사태까지 유발할 수 있다. Myers(1977), Jensen(1986), Stulz(1990)는 차입을 통한 자본조달모형을 개발해 과대투자는 완화할 수 있지만 과소투자 문제는 더 심각해진다고 예측하였다. 부채는 기업의 가치에 긍정적 측면과 부정적 측면을 동시에 다 가지고 있다고 보았다. 본 논문에서는 부채의 역할을 부정적으로 가정하였다.

가설 3: 기업의 부채수준이 높을수록 기업의 가치가 낮다.

Ⅲ. 자료조사와 기초 통계

1. 표본선정

본 연구의 실증분석을 위해서 FACTIVA database를 사용하였다. Dow Jones에 등록된 전 세계 온라인 기업 상위 100개의 2014년도 재무제표와 소유구조에 관한 자료를 수집하였다. <표 1>은 분석에 사용된 온라인 기업의 목록을 국가별로 보여주고 있다.

2. 변수정의

소유구조를 연구하기 위해 다음과 같은 자료를 조사하여 변수로 활용하였다. 1대 대주주의 지분율(Prstshdr)과 2대 대주주의 지분율(Prndshdr)과 3대 대주주의 지분율(Prrdshdr)도 조사하였다. 1대 대주주의 내부자 여부(stinsider)는 더미 변수로 1대 대주주가 내부자일 경우 1, 그렇지 않으면 0으로 코딩하였다. 종속 변수인 기업 가치는 market-to-book 비율을 사용하였다. 회귀분석에서는 이 비율을 자연로그 값으로 변환하여 사용하였다.

부채비율(debt ratio; debt to equity)은 자기자본에 대한 부채의 비율을 말한다. 차입의존도(debt to total assets)는 총자산에 대한 차입금의 비중을 말한다. 유동부채비율(current liability

ratio; current liability to equity, CLR)은 자기자본에 대한 유동부채의 비율로 정의한다. 유동비율(current ratio; current assets to current liability)은 유동부채에 대한 유동자산의 비율로 정의한다. 이는 단기부채 상환능력(short-term solvency)을 나타낸다.

수익성(net income to total asset; ROA)은 순이익을 총자산으로 나눈 비율로 정의한다. 기업규모를 파악하기 위해 종업원 수를 사용하였다. 무형자산 비율(intangibility, intangible assets to total assets)은 총자산에 대한 무형자산의 비율을 나타낸다. 무형자산은 재무상태표(balance sheet)의 자료를 이용하였다. 기업의 나이(firm year)는 2015년을 기준으로 설립년도와의 차이를 이용하여 구하였다. 기업 가치는 시가총액으로 측정하였다. 즉 회사의 발행주식 수와 주가의 곱으로 측정하였다.

〈표 1〉 실증분석에 사용된 기업

Country		Nr.
Argentina - MercadoLibre, Inc.		1
Australia - SEEK Ltd.		1
China - 21Vianet Group, Inc. - Baidu - CITIC Guoan Information Industry Co., Ltd. - Cogobuy - JD.com - Leshi Internet Information & Technology Corp. - LightInTheBox Holding Co., Ltd. - SINA Corp. - SouFun Holdings Ltd. - NOS SGPS SA - Youku Tudou, Inc.	- Alibaba - Bitauto Holdings Ltd. - E-Commerce China Dangdang. Inc - Jumei International Holding Ltd. - Shanghai Ganglian E-Commerce Holdings - Sohu.com - Vipshop - YY, Inc.	19
Luxembourg - eDreams ODIGEO SA	- Logwin AG	2
Netherlands - Cnova NV	- Yandex NV	2
France - Orchestra Premaman		1
Germany - Freenet AG - Zalando SE	- United Internet AG	3

Country	Nr.
Greece - Forthnet	1
Iran - Ghadir Investment Company	1
Israel - Internet Gold-Gloden Lines - Perion Network Ltd.	2
Italy - YOOX Net-A-Porter SpA	1
Japan - DeNA - GMO Internet, Inc. - GREE, Inc. - Internet Initiative Japan - M3, Inc. - mixi, Inc. - NIFTY Corp. - Rakuten, Inc. - Yahoo Japan	9
Korea - iMarket Korea - Interpark Holding - Naver - Interpark Corp. - Yes24 Co., Ltd.	5
Norway - Opera Software ASA	1
Portugal - Nutrisystem, Inc.	1
Russian Federation - Mail.ru Group Ltd.	1
Spain - Amadeus	1
Sweden - Qliro Group AB	1
Taiwan - momo.com, Inc. - PChome Online, Inc.	2
UK - AO World Plc - ASOS Plc - Ocado Group Plc	3
USA - Bankrate, Inc. - Amazon - BGC Partners, Inc. - Overstock.com - j2 Global, Inc. - PayPal Holdings - Pandora Media, Inc. - Blackhawk Network Holdings, Inc. - Blucora, Inc. - Blue Nile, Inc. - Bluestem Group, Inc. - Cogent Communications Holdings, Inc. - EarthLink Holdings - eBay - Endurance International Group Holdings, Inc. - Equinix - EVINE Live, Inc.	42

Country		Nr.
- Facebook	- FactSet Research Systems Inc.	
- GoDaddy	- Gogo, Inc.	
- Google	- HomeAway, Inc.	
- IAC/InterActiveCorp	- Linkedln	
- Premiere Global Services, Inc.	- Rackspace Hosting	
- Sabre	- ShoreTel, Inc.	
- Splunk, Inc.	- The Priceline Group	
- Thomson Reuters	- TripAdvisor	
- Twitter	- VeriSign	
- Vitamin Shoppe	- Vonage Holdings Corp.	
- Wayfair	- WebMD Health Corp.	
- Yahoo	- Yelp, Inc.	
Zimbabwe - Econet Wireless Zimbabwe Ltd.		1

3. 기초통계량

<표 2>는 실증분석에 사용된 변수들의 기초통계량을 나타낸다. 온라인 기업의 평균 종업원 수는 8,802명이었고 가장 많은 종업원을 거느린 기업은 Amazon으로 154,100명의 종업원이 근무하고 있었다.

1대 대주주의 지분율은 평균 21%로 나타났고, 2%의 지분율을 가진 1대 대주주가 있는가 하면 90%의 지분을 가진 대주주도 있었다. 1대 대주주가 내부자인 기업이 약 60% 정도를 차지하였다. 2대 대주주는 평균 9%의 지분율을 보유하고 있었고 43%를 보유한 주주도 있었다. 3대 대주주는 평균 5%의 지분을 보유하고 있었다.

장지상 외(2010)의 중국 기업의 자본구조에 관한 연구에서 대주주의 지분율이 44%임을 발견하였다. 오세열(2010)의 연구에서 한국 상장기업(은행, 금융 분야 제외)의 대주주 지분율이 41% 정도인 것을 발견하였다. Grosfeld(2009)는 자본구조와 기업 가치에 관한 연구에서 폴란드 온라인 기업의 대주주 비율이 약 42%이었고 '성숙기'의 산업에 있는 기업들의 대주주 비율이 44%인 것을 발견하였다. 본 연구에서 발견된 대주주의 지분율은 다른 연구결과와는 다른 낮은 비율이다. 이는 주로 미국 기업이 전 세계 온라인 기업의 주축이기 때문이라고 판단된다.

총자산에 대한 무형자산의 비율은 평균 24%였다. 이 변수의 범위도 상당히 넓어서 무형자산이 없는 기업도 있고 무형자산이 총자산의 90%를 육박하는 기업도 눈에 띠었다.

기업들의 평균 부채비율은 56%이었고 이 비율이 100%를 넘는 기업도 있었다. 기업의 평균 나이는 18년이었고 표준편차는 15년 정도로 나타났다. 설립된 지 1년도 채 안 되는 기업과 100년이 넘는 기업이 공존하고 있었다. 온라인 기업의 유동자산에 대한 유동부채의 비율

은 평균 두 배를 넘고, 자기자본에 대한 유동부채의 비율은 평균 1.2를 기록하였다. 평균 수익은 4%를 기록하였고, 손실을 기록하는 기업도 있었다.

<표 3>은 변수들 간의 상관관계를 보여준다.

〈표 2〉 기초통계량

Variables	Mean	Std. Dev.	Min.	Max.
employees	8802.085	19537.13	18	154100
Prstshdr, %	21.46	18.637	2.07	90.55
stinsider, dummy	0.586	0.495	0	1
Prndshdr, %	9.025	7.504	0.22	43.28
Prrdshdr, %	5.198	3.095	0.22	14.78
debt ratio	0.560	0.2393	0.066	1.410
firm year	18	15.640	0	138
current ratio	2.156	2.105	0.162	12.386
CLR	1.202	2.087	-4.953	10.666
ROA	0.041	0.110	-0.288	0.536
intangibility	0.244	0.242	0	0.897

〈표 3〉 상관관계표

	debt ratio	firm year	liquidity	CLR	ROA	intangibility	stshdr %	stinsider	Prndshdr	Prrdshdr
debt ratio	1									
firm year	0.009	1								
current ratio	-0.212	-0.132	1							
CLR	0.265	-0.016	-0.222	1						
ROA	-0.095	0.060	0.007	-0.089	1					
intangibility	0.106	0.041	-0.122	-0.105	0.127	1				
stshdr %	0.223	0.285	-0.243	0.126	-0.055	-0.037	1			
stinsider	0.145	0.061	-0.268	0.047	-0.158	-0.040	0.572	1		
Prndshdr	0.041	-0.041	-0.154	0.049	-0.129	0.033	0.195	0.270	1	
Prrdshdr	-0.089	-0.064	0.042	-0.003	-0.007	-0.026	-0.269	-0.040	0.332	1

Ⅳ. 실증 분석

1. 소유구조와 기업 가치

온라인 기업의 소유구조와 기업 가치와의 관련성을 분석하고자 최소자승 회귀분석(OLS regression)을 실시하였다. <표 4>는 최소자승법으로 회귀분석 모델링을 한 결과를 보여준다. 표에 제시된 모든 모형들이 통계적으로 유의하였고 각 모형들은 약 25-30%정도의 수준에서 기업의 가치를 설명해 준다고 볼 수 있다. 종속 변수와 선형관계를 가지고 있지 않은 독립변수들은 역수를 구해 분석에 활용하였다. 역수를 이용한 변수는 inv라고 표기를 하였다. 이 경우 독립 변수와 종속 변수의 관계성을 해석할 때 주의해야 한다.

1대 대주주의 지분율과 기업 가치는 음(-)의 관련성이 있는 것을 발견하였다. 즉, 최대 대주주의 지분율이 높을수록 기업의 가치가 하락하였다. 이 결과는 가설 1을 증명한다. 즉, 온라인 기업일지라도 경영자의 지분율이 상승하면 경영자가 기업가치 극대화를 추구하는 주주와의 이해를 일치시키는 것이 아니라 자신의 사적이익을 위해 행동하여 기업의 가치가 하락한다는 경영자안주 이론을 지지한다는 것을 의미한다.

투자가들은 최대 주주가 잉여현금흐름을 통제하고 자신의 이익을 극대화할 것으로 판단하여 최대 주주의 지분율이 상승할수록 기업의 가치를 낮게 평가하였다고도 볼 수 있다. 최대주주와 기업 가치가 관련성이 있는 것으로 발견된 사실은 Holmstro¨m & Roberts(1998) 과 Bolton & Von Tadden(1998)이 주장하는 바에 따르면 온라인 기업들이 아직 소유구조를 최적화하지 못하였다고 볼 수 있다. Grosfeld(2009)는 첨단산업의 기업들은 불확실한 기업환경으로 인해 정보습득이 중요한데 소유구조가 집중되어 있으면 정보습득이 어려워진다고 주장하였다.

반면에, 2대 대주주와 3대 대주주의 지분율이 상승할수록 기업 가치도 상승하는 것을 발견하였다. 2대 대주주와 3대 대주주의 지분율이 9%와 5%로 최대 주주와 많은 지분율 차이가 있었다. 대주주와 나머지 주주들과의 이해관계가 상충된다고 할 수 있다. 2대와 3대 주주들은 경영자와 최대 주주를 감시할 유인이 있고 대리인 문제를 극복하는데 기여를 할 수 있을 것으로 여겨진다.

하지만, 박경서 외(2004)가 지적하는 바와 같이 지배주주에 의한 자기이익 추구가 여타 주주의 이익과 상충될 것이라는 예측이 오래전부터 되어왔음에도 불구하고 이러한 상충행위가 온라인 기업에서도 발생하는 것은 대주주들 사이에서 발생하는 정보 비대칭현상으로 지배주주의 행위를 감시하고 견제할 수 있는 지배구조 장치가 불완전하다는 증거라고 볼 수 있다.

무형자산도 온라인 기업의 가치에 영향을 미치는 변수로 발견되었다. 하지만 무형자산을 많이 보유한 기업일수록 기업 가치가 낮은 것을 발견하였다. 이는 가설 2와 상반되는 결과이다. 투자자들은 유형자산과 이에 대한 법적 소유권이 기업의 자산 중 가장 중요한 가치창출의 원천이라고 판단한다고 볼 수 있다. 기업이 총자산에서 유형자산이 차지하는 비율이 높을수록 기업이 재무적 위기에 처했을 때 이를 해결하는데 적은 비용이 든다고 할 수 있다. 유형자산의 가치가 기업이 파산한다고 갑자기 저하되는 것이 아니기 때문이다.

기업의 부채비율은 기업 가치에 부정적 영향을 미치는 것으로 발견됐다. 투자가들은 부채가 가지고 있는 레버리지 효과나 절세효과보다도 재무건전성의 하락을 더 중요시하는 것으로 판단할 수 있다.

수익성과 기업 가치와의 관계는 정(+)의 관계가 있는 것이 발견되었다. 수익성이 높은 기업일수록 기업의 가치가 높았다. 이 변수는 전 모델에서 통계적으로 유의하게 나타나서 기업가치에 영향을 미치는 중요한 변수인 것으로 판단된다.

기업의 나이가 많을수록 기업의 가치가 하락하였다. 기업이 젊을수록 신기술의 무형자산을 바탕으로 창업을 하였기 때문에 성장의 속도가 빠를 것으로 추측할 수 있다. 따라서 투자자들은 오래된 기업들에 대하여 성장잠재력을 낮게 보아 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다고 볼 수 있다.

〈표 4〉 OLS regression analysis

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Constant	0.7145*** (0.2352)	1.1937*** (0.3099)	0.8559*** (0.2333)	0.9426*** (0.3459)
stshdr	-0.0107** (0.0052)		-0.0100* (0.0052)	-0.0127** (0.0052)
Invsndshr	-0.5203*** (0.1917)	-0.6228*** (0.1729)	-0.5357*** (0.1867)	
rdshdr				0.0295 (0.0303)
stinsider		-0.2353 (0.1815)		
Intangibility	-1.1235*** (0.3724)	-1.1019*** (0.3598)	-0.8353** (0.4015)	-1.1129*** (0.3725)
debt ratio		-.95274** (0.3785)		-.8999** (0.4039)
current debt	-0.0298 (0.0435)			

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Invcurrent ratio			-0.3228* (0.1653)	
ROA	2.1114** (0.8243)	1.6902** (0.8272)	1.9651** (0.8043)	1.8841** (0.8453)
Invfirm year	5.0130** (2.1786)	4.4322** (2.0792)	5.0442** (2.1039)	5.0377** (2.1310)
F-stat.	6.56***	7.50***	7.93***	6.06***
Adj. R-squared	0.2621	0.2953	0.3112	0.2461

Dependent variable is lnmktobk. Standard errors are in parentheses. * statistically significant at 10% level, ** statistically significant at 5% level, *** statistically significant at 1% level.

2. 모델의 강건성 체크

이 장에서는 변수들 간의 관련성에 대한 강건성(robustness)을 검증하였다. 주어진 자료에 대한 통계적으로 가장 적절한 모형을 선택하기 위해 변수선택법(variable selection), 통계적 검정(hypothesis testing), 정보기준(information criteria) 등의 방법들을 사용할 수 있다. 이러한 방법들은 기본적으로 주어진 데이터로부터 후보 모델의 우도함수(Likelihood function) 값을 이용하여 후보 모델 중 가장 적합한 모델을 선택하는 방법이며, 방법에 따라 데이터 수 혹은 파라미터의 수를 고려하여 모델을 선정한다.

통계적 검정법은 대상 모델의 적합성을 판단하는 절대적 방법에 해당되며 정보기준은 여러 개의 후보 모델 중 가장 적합한 모델을 선택하는 상대적 방법에 해당된다. 통계적 검정법은 정보기준에 비해 일반적으로 정확한 모델을 찾는데 많은 데이터가 요구되므로 정보기준이 더 많이 사용되고 있다.

정보기준 중에서 가장 많이 사용되는 방법은 MLE, AIC, BIC 방법 등이 있다. 모든 정보기준은 우도함수를 이용하여 후보 모델의 상대적 적합성을 판단하는데, 후보 모델의 분포가 데이터 분포와 일치하면 할수록 우도함수 값은 더 커지게 된다(노유정 2016).

MLE(Maximum Likelihood Estimation) 방법은 우도함수 값 자체만을 비교하는데 반해, AIC(Akaike Information Criterion)는 통계 모형이 자료를 얼마나 잘 설명하는지에 대한 정도를 나타내는 우도함수의 값과 모형의 복잡한 정도를 나타내는 값의 결합으로 구성된다(Akaike 1973). AIC 방법은 가장 최소의 정보 손실(Information loss)를 갖는 모델이 가장 데이터와 적합한 모델로 선택이 된다. 가장 최소의 정보 손실을 갖는 모델은 가장 낮은 AIC 값을 갖게 되어 최소의 AIC값을 갖는 모델이 최적의 모델로 선택된다.

BIC(Bayesian Information Criterion) 방법은 Bayesian 이론에서 우도함수와 사전분포(Prior probability distribution) 이용하여 계산된 사후 분포(Posterior probability distribution)를 근사화하여 유도된 통계량이다(노유정 2016). 최소의 BIC 값을 갖는 모델이 가장 적합한 모델로 선택되게 된다.

<표 5>에서는 변수들의 이분산성을 통제하는 Generalized linear model 방법을 사용해 변수들 간의 관련성을 검증하였다. 통계적으로 적절한 모형을 찾고자 정보기준을 사용하여 각 모델에 대한 AIC와 BIC의 값을 구하여 제시하였다.

최대 주주 변수는 기업 가치와 음(-)의 관계가 있는 것으로 검증되었다. 이를 통해 소유구조와 기업 가치와의 관계는 경영자안주 이론에 부합하다고 할 수 있다. 최대 주주가 내부자인가도 기업 가치에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 내부 주주가 최대 주주일 경우 기업가치가 하락하였다. 2대와 3대 대주주는 최대 주주와 다른 관계성을 보였다. 2대와 3대 주주는 자신의 사적 이익보다는 기업가치의 극대화를 위해 행동하는 것으로 판단할 수 있다.

기업의 총자산에서 무형자산의 비중이 높을수록 기업의 가치는 하락하였다. 투자자들은 온라인 기업이라도 무형자산을 많이 보유한 기업들의 가치를 낮게 평가하였다. 기업의 무형자산은 채권자로 하여금 기업이 재무적 위험에 처했을 때 가치를 매기기가 어려워 이를 해결하는데 비용이 많이 들고 정보비대칭 현상이 늘어 이 또한 대리인 비용을 늘린다고 판단하는 것으로 보인다.

다른 한편으로, 전술한바와 같이 현행 GAAP에서는 미래의 가치 창출에 기여할 수 있는 연구개발비, 광고선전비, 기타 무형자산성 지출 등에 대해 발생 즉시 비용 처리하도록 되어 있다. 회계정보가 투자자들에게 정확한 재무정보를 제공할 수 없도록 하고 있는 문제가 발생하고 있다(조인석, 안성봉 2007). 그 결과, 주주들은 그들이 비록 온라인 기업의 주주일지라도 자산규모나 매출액 또는 시장점유율과 같은 외형이나 양적인 성장에 주로 관심을 가지고 기업 가치를 소홀히 취급하는 경향이 발견된다고 판단된다.

이러한 문제를 해결하기 위해서는 재무제표에 대한 조정을 통하여 투자자들이 활용할 수 있는 정확한 기업가치 산출이 필요하고, 여러 항목 중에서도 연구개발비, 광고선전비 등의 임의적 지출 항목을 자산으로 인식하는 조정이 필요하다(구원일 2016, 서지성 2008).

ROA로 측정한 수익성 변수는 일반회귀분석에서도 기업 가치와 관련성이 있는 변수로 발견되었다. 수익성이 좋은 기업이 기업의 가치도 높았다. 기업의 나이가 많을수록 투자자들이 해당 기업의 가치를 낮게 평가하였다.

〈표 5〉 Generalized linear model 분석

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Constant	0.8569*** (0.2270)	1.2274** (0.5518)	0.6798* (0.3481)	0.8377*** (0.2352)
stshdr	-0.0118** (0.0052)	-0.0088* (0.0053)	-0.0132** (0.0054)	
Invsndshr	-0.5012*** (0.1823)	-0.5252*** (0.1881)		-0.6399*** (0.1696)
rdshdr			0.0233 (0.0315)	
stinsider				-0.3164* (0.1851)
Intangibility	-0.9002** (0.3917)	-1.1052*** (0.3662)		-0.8422** (0.3949)
Invcurrent ratio	-0.2830* (0.1617)		-0.3309* (0.1838)	-0.3163* (0.1624)
debt ratio		-0.8454** (0.3867)	-0.3781 (0.4820)	
lnasset		-0.0085 (0.0626)		
ROA	1.7821** (0.7865)	1.8605** (0.8179)	1.6630* (0.8593)	1.6137** (0.8058)
Invfirm year	5.0831** (2.0477)	4.3369** (2.077)	5.3015** (2.2158)	5.0999** (2.0747)
AIC	2.5170	2.5845	2.6876	2.5431
BIC	-327.0238	-329.1799	-311.7735	-325.5091

Dependent variable is lnmktobk. Standard errors are in parentheses. * statistically significant at 10% level, ** statistically significant at 5% level, *** statistically significant at 1% level.

V. 결 론

본 논문은 전 세계 온라인 기업을 대상으로 소유구조가 기업의 가치에 영향을 미치는지 분석하였다. 실증분석을 위해 Dow Jones에 상장된 2014년 온라인 기업의 자료를 사용하였다. 최소자승법, 일반회귀분석, 모델링 분석 방법을 사용하여 변수들 간의 관계성을 분석하였다. 분석을 통해 이해일치 이론, 경영자안주 이론, 절충 이론을 검증하였다.

연구결과 전 세계 온라인 기업의 소유구조는 다른 산업의 그것에 비하여 분산되어 있음을 발견하였다. 최대 주주와 나머지 대주주가 기업 가치에 미치는 영향이 상반된 것으로 나타났

다. 최대 주주는 기업 가치와 음의 관련성을 보였고 나머지 2-3대 주주는 양의 관련성을 보였다. 대주주들 사이에서도 이해상충의 문제가 존재하고 최대 주주의 지분이 증가할수록 기업 가치는 낮은 것을 발견하였다. 이러한 결과는 온라인 기업의 소유구조가 경영자안주 이론을 증명한 것이라고 판단할 수 있다. 최대 주주가 내부자인가도 기업 가치와 관련이 있는 결과를 통해 최대 주주의 출신도 중요한 변수임을 알 수 있었다.

본 연구를 통해 전 세계 온라인 기업에서도 주식이 다수에게 분산되지 않고 지배주주가 존재하는 경우가 일반적인 것을 발견하였다. 소유지분이 집중된 기업의 경우, 대주주는 주주인 동시에 경영에 중요한 영향을 미치는 주체로서 이들이 기업경영에 개입하게 되어 경영자의 역할까지 수행하게 되면, 대주주 경영자와 소액주주 간에 이해상충 문제가 발생하게 된다. 내부경영자가 주주 일반의 이익에 반하여 자신의 사적 이익을 추구할 여지가 있다. 이 경우에는 지배 대주주가 스스로 경영권을 장악하거나 혹은 경영자에게 압력을 행사해 자신의 이익을 추구함으로써 소액주주의 이익을 침해하는 새로운 문제가 생긴다.

지배주주 경영자나 전문경영자가 기업의 자금을 개인적인 용도로 사용하거나 혹은 과도하게 위험한 프로젝트를 추진할 경우에는 소액투자자들이나 외부의 투자자들은 자신의 투자에 대한 정당한 대가를 돌려받지 못할 위험에 노출된다. 따라서 외부투자자가 이러한 위험을 회피할 수 있는 적절한 제도적 장치를 필요로 한다. 기업이 좋은 투자 안이 있을 때 원활한 외부자금조달을 받아 적기에 투자가 이루어져 기업의 가치를 지속적으로 높이기 위해서는 내부 전문경영자가 외부투자자의 이익침해행위를 방지할 수 있는 제도적 장치가 기업 내부에 있어야 한다. 내부감시 장치의 주요 목적은 소액주주를 비롯한 일반주주의 이익보호가 되어야 한다.

본 논문은 첨단 산업분야에 속한 온라인 기업의 소유구조와 기업 가치에 대하여 기존 이론을 적용할 수 있음을 발견하였다. 기존 연구는 주로 특정 국가를 대상으로 하거나 제조업 또는 산업의 구별이 없는 연구가 주를 이루어 왔다. 최근 전통적인 산업사회에서 정보, 통신 중심의 지식사회로 움직임이 가속화되고 있다. 기업도 무형자산이 지속가능한 발전을 위해서 매우 중요하다고 인식하고 있다. 기업의 형태와 경영방식도 변화하고 있다. 그 변화의 첨단에 있는 온라인 기업의 지배구조와 기업 가치에 대하여 분석하였다는 점이 본 연구와 다른 연구와의 차별성이다. 후속 연구에서는 무형자산을 손익계산서의 항목에 따라 비용화 항목과 자산화 항목으로 분리하여 분석을 고도화할 필요가 있고, 온라인 기업의 지배구조에 대한 연구가 필요한 것으로 판단된다.

참 고 문 헌

곽원일, 최원일, 전중옥, 박현의, “인터넷 쇼핑몰관련 연구의 유형 분류와 내용분석”, 「통상정보연구」, 제9권 제4호, 2007, pp.21-40.

구원일, “외식기업의 무형자산과 기업 실적과의 관련성에 관한 연구”, 「관광레져연구」, 제28권 제2호, 2016, pp.45-61

노유정, “통계모델링 방법의 비교 연구”, 「Journal of the Korea Academia-Industrial cooperation Society」, Vol. 17, No. 5, 2016, pp.645-652.

박경서, 이은주, 장하성, “대주주의 존재가 한국기업의 지배구조에 미치는 영향”, 「재무연구」, 제17권 제2호, 2004, pp.163-201.

서지성, “무형자산성 지출의 회계처리방법에 따른 기업가치관련성”, 「국제회계연구」 제24권, 2008, pp.317-336.

손혁, 박성진, 김성남, “무형자산의 공정가치 평가 -로열티공제법을 중심으로”, 「회계저널」 제20권 제2호, 2011, pp.527-560.

송상엽, 「IFRS 중급회계」, 서울, 도서출판웅지, 2009.

오세열, “기업의 자본구조와 소유구조의 상호연계와 기업가치에 관한 연구”, 「경영관리연구」, 제3권 1호, 2010, pp.25-49.

장지화, 이정화, 고윤성, “기업의 자본구조와 소유지배구조가 기업 가치에 미치는 영향”, 「대한경영학회지」, 제23권 1호, 2010, pp.223-242.

정석모, 박승락, “우리나라 B2C 전자상거래 촉진요인이 온라인쇼핑과 해외직접구매에 미치는 영향: 택배물류기업의 과제를 중심으로”, 「통상정보연구」, 제18권 제2호, 2016, pp.27-51.

조인석, 안성봉, “무형자산성 지출이 기업가치에 미치는 영향 - 코스닥 벤처기업을 중심으로”, 「대한경영학회지」, 제20권 제2호, 2007, pp.883-912.

Aghion, P, & Tirole, J., “Formal and real authority in organizations”, *Journal of Political Economy* Vol. 55, 1997, pp.1-27.

Akaike, H., “Information theory as an extension of the maximum likelihood principle”, Petrov, B.N., and Csaki, F., (Eds.) in Second International Symposium on Information Theory, Akademiai Kiado, Budapest, 1973, pp.267-281.

Anderson, R. C. & Reeb, D.M., “Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500,” *Journal of Finance* Vol. 58(3), 2003, pp.1301-1328.

Audretsch, D.B., & Lehmann, E., “Does the new economy need new governance? Ownership, knowledge and performance”. Discussion Paper No. 3626. CEPR. 2002.

Berle, A., & Means, G., *The Modern Corporation and Private Property.* Macmillan, New York. 1932.

Bilter, M. P., Moskowitz T.J., & Vissing-Jorgensen, A., “Testing Agency Theory with Entrepreneur Effort and Wealth”, *Journal of Finance* Vol. Vol. 90, 2005, pp.539-576.

Bolton, P., & Von Tadden, E., “Blocks, liquidity and corporate control”, *Journal of Finance* Vol. 53, 1998, pp.1-25.

Bothwell, J. L., “Profitability, Risk, and the Separation of Ownership from Control”, *Journal of Industrial Economics* 1980, pp.303-317.

Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F., “Large shareholders, monitoring and the value of the firm”, *Quarterly Journal of Economics* Vol. 112, 1997. pp.693-728.

Carlin, W., & Mayer, C., “Finance, investment and growth”, *Journal of Financial Economics* Vol. 69, 2003, pp.191-226.

Claessens, S., Djanjov, S., Fan, S. J. & Lang, L., “The separation of ownership and control in East Asian corporations”, *Journal of Financial Economics* Vol. 58, 2000, pp.81-112.

Demsetz, H. & Lehn, K., “The structure of corporate ownership: Causes and consequences”, *Journal of Political Economy* Vol. 93, 1985, pp.1155-1177.

Grosfeld, I., “Large shareholders and firm value: Are high-tech firms different?”, *Economic Systems* Vol. 33, 2009, pp.259-277.

Holmstro¨m, B., & Roberts, J., “The boundaries of the firm revisited”, *The Journal of Economic Perspectives* Vol. 12, 1998, pp.73-94.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H., “Theory of Firm： Managerial Behavior Agency Costs and Ownership structure”, *Journal of Financial Economics Vol.* 3, 1976, pp.305-360.

Jensen, M., “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review* Vol. 76, 1986, pp.323-329.

La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A., “Corporate ownership around the world”, *Journal of Finance* Vol. 54, 1999, pp.471-517.

Margaritis, D., & Psillaki, M., “Capital structure, equity ownership and firm performance”, *Journal of Banking & Finance* Vol. 34, 2010, pp.621-632.

McConnell, J., & Servaes, H., “Additional evidence on equity ownership and corporate value”,

Journal of Financial Economics Vol. 27, 1990, pp.595-612.

McConnell, J., & Servaes, H., "Equity ownership and the two faces of debt", *Journal of Financial Economics* Vol. 39, 1995, pp.131-157.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R., "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics* Vol. 20, 1988, pp.293-315.

Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B., "Corporate governance, economic entrenchment, and growth", *Journal of Economic Literature* Vol. 43, 2005, pp.655-720.

Myers, S., "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics* Vol. 5, 1977, pp.147-175.

Schleifer, A., & Vishny, R., "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* Vol. 94, 1986, pp.461-488.

Short, H., & Keasey, K., "Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK", *Journal of Corporate Finances* Vol. 5, 1999, pp.79-101.

Stulz, R., "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics* Vol. 26, 1990, pp.3-27.

ABSTRACT

Firm Value and Ownership Structure of Online Firms in the World

Heejung Yeo*

The paper examines the ownership structure and the firm value of online firms in the world. Data are gathered by using FACTIVA database for firms in the Dow Jones index for the 2014 fiscal year. The Ordinary Least Squares regressions, the Generalized Linear Model, and the model selection criteria are employed to analyze the relationship between the dependent and the independent variables. The paper tests theories such as the convergence of interest theory, the managerial entrenchment theory, and the eclectic theory.

The paper finds that the ownership structure has an influence on the firm value depending on the rank of the large shareholders. While the first large shareholders have a negative association with the firm value, the presence of the second and the third large shareholders have a positive influence on the firm value. The paper also finds that the identity of the largest shareholders whether they are insiders or outsiders have an influence on the firm value. The proportion of shareholding by a large shareholder and her identity are variables which predict a firm value.

Key Words : online company, ownership structure, firm value, intangible asset, managerial entrenchment theory

* Assistant professor, Dept. of International Commerce, College of Social Science, Keimyung University