

所有構造와 資本構造의 關係

1997. 3.

金 建 佑

序 言

企業의 競爭力 強化와 經營의 世界化로 기업의 소유구조와 자본 구조에 대한 인식이 새로워지고 있다.

우리나라 上場企業의 所有構造와 資本構造는 개인 대주주의 높은 소유집중과 부채비율을 그 특징으로 하여 왔다. 소유집중도가 높은 것은 기업의 역사가 아직 짧고 경제·사회적 여건이 성숙하지 못했기 때문이며, 또한 負債比率이 높은 것은 만성적인 자금부족과 높은 인플레이션, 그리고 자본시장의 미성숙에 그 원인이 있었다.

그러나 세계경제가 점차 安定化 段階에 접어들고 기업경쟁이 치열해짐에 따라 소유구조 개선과 자본구조의 합리적 결정을 통한 競爭力 強化가 요구되고 있다. 이에 발맞추어 정부는 1997년부터 證券去來法 제200조 제1항을 폐지하여 기업 소유권이 시장원리에 따라 조정될 수 있는 길을 터 놓는 한편 公正去來委員會를 통하여 대주주의 소유집중을 완화시키려는 노력을 하고 있다. 나아가 공정거래법을 개정하여 대규모 기업집단의 다른 법인 출자한도를 40%에서 25%로 축소·제한하였다.

이와 같은 소유구조와 자본구조의 변화라는 최근의 추세를 반영한 金建佑 교수의 『所有構造와 資本構造의 關係』는 시기적절한 연구로서 그 성과가 기대된다. 소유구조와 자본구조는 기업이 통제할 수 있는 변수이지만 이에 대한 정부의 규제 또한 심한 것이 사실이다. 이는 企業이 所有構造와 資本構造를 連繫하여 결정하는지 여부가 기업에 대한 정책결정에 많은 영향을 미치기 때문인데 이처럼 本 研究는 政府뿐만 아니라 學界, 政治界에서도 기업을 이해하는

데 도움이 될 것이다.

本 報告書의 내용이나 결론은 저자의 개인적 견해이며 本 研究院의 공식적인 견해가 아님을 밝혀 둔다.

1997年 3月

韓國租稅研究院

院長 崔 洸

目 次

I. 머리말	11
II. 所有構造와 資本構造의 關係	14
1. 所有構造와 資本構造의 分類	14
2. 所有構造와 資本構造의 理論的 關係	17
가. 企業發展論의 立場에서 본 所有構造와 資本構造의 關係 ...	17
나. 代理人理論의 立場에서 본 所有構造와 資本構造의 關係 ...	19
다. 情報非對稱理論에서 본 所有構造와 資本構造의 關係 ...	21
3. 所有構造와 資本構造의 具體的 關係	23
가. 經營者 持分率과 資本構造	23
나. 機關投資家 持分率과 資本構造	24
다. 負債, 經營者 持分率 그리고 機關投資家 持分率	25
III. 所有構造와 資本構造 關係에 대한 文獻研究	27
1. 所有構造와 資本構造의 研究方法論	27
가. 多重回歸分析	27
나. 2段階 最小自乘法(2SLS)과 3段階 最小自乘法(3SLS) ...	28
다. 線形構造關係分析(LISREL)	29
2. 所有構造에 影響을 미치는 要因	30
가. 負債比率	30
나. 機關投資家 持分率	30
다. 成長性	30
라. 規模	31

다. 危險	31
마. 資産特異性	31
사. 企業 나이	32
3. 資本構造에 影響을 미치는 要因	33
가. 經營者 持分率	33
나. 機關投資家 持分率	33
다. 成長性	33
라. 規模	34
마. 危險	34
바. 收益性	35
사. 資産特異性(獨特性)	35
아. 非負債 稅金惠澤(non-debt tax shield)	36
자. 固定資産 比率	36
4. 우리나라에서의 實證分析	36
5. 日本에서의 實證分析	40
6. 美國에서의 實證分析	43
IV. 우리나라, 日本, 美國企業의 所有構造와 資本構造	47
1. 우리나라 企業의 所有構造와 資本構造	47
가. 우리나라 企業의 發展過程과 所有構造 및 資本構造	47
나. 우리나라 上場企業의 所有構造와 資本構造	48
다. 우리나라 30大 企業集團의 所有構造와 資本構造	51
2. 日本企業의 所有構造와 資本構造	55
가. 日本企業의 所有構造	55
나. 日本企業의 資本構造	59
3. 美國企業의 所有構造와 資本構造	60
가. 美國企業의 所有構造	60
나. 美國企業의 資本構造	63

V. 實證分析	67
1. 實證分析의 目的	67
2. 實證分析	69
가. 標本選定	69
나. 研究方法	72
다. 變數選定	73
3. 結果分析	79
가. 基礎統計量	79
나. 相關分析	81
다. 回歸分析	84
VI. 맺음말	95
<參考文獻>	99
<附錄>	109

表目次

<表 III-1> 大株主 持分率 決定要因에 대한 實證研究 要約 ...	32
<表 III-2> 資本構造 決定要因에 대한 實證研究 要約	37
<表 III-3> Crutchley and Hansen(1989) 研究結果	45
<表 III-4> Jensen, Solberg and Zorn(1992)의 3SLS 分析結果(1987年 基準)	45
<表 III-5> Bathala, Moon and Rao(1994)의 2SLS 分析結果	46
<表 IV-1> 上場企業의 所有者別 株式分布(株式數 基準) ...	49
<表 IV-2> 上場企業의 株式數別 株式分布(株式數 基準) ...	50
<表 IV-3> 上場企業의 負債比率	51
<表 IV-4> 30大 企業集團의 內部持分率	52
<表 IV-5> 30大 企業集團의 負債比率	53
<表 IV-6> 30大 企業集團의 貸出金 現況	54
<表 IV-7> 30大 企業集團의 貸出金의 金融機關別 比重 ...	54
<表 IV-8> 30大 企業集團의 貸出金 增加率 比較	55
<表 IV-9> 日本 6大 企業集團의 所有構造	56
<表 IV-10> 日本 上場企業의 所有者別 株式分布 (株式數 基準)	58
<表 IV-11> 日本 上場企業의 株式數別 分布(株式數 基準) ...	59
<表 IV-12> 日本企業의 負債比率(製造業 基準)	60
<表 IV-13> 美國 上場企業의 所有者別 株式分布(金額 基準)...	64
<表 IV-14> 美國 上場企業의 所有者別 株式分布(金額 基準)...	64
<表 IV-15> 美國企業의 負債比率(製造業 基準)	65
<表 V-1> 資料의 構成	70
<表 V-2> 大株主 1人 持分率 內譯	71

<表 V - 3> 全體標本과 企業集團그룹의 基礎統計量	.....	79
<表 V - 4> 全體標本에서 모든 變數의 基礎統計量(n=172)...		81
<表 V - 5> 橫斷面 資料를 利用한 全體標本の 相關係數 (n=172)	.....	82
<表 V - 6> 橫斷面 資料를 利用한 30大 企業集團의 相關係數 (n=64)	.....	84
<表 V - 7> 全體標本資料의 回歸分析(2SLS)結果(橫斷面 資料, n=172)	.....	85
<表 V - 8> 全體標本の 回歸分析結果 要約(n=172)	.....	90
<表 V - 9> 30大 企業集團의 回歸分析結果(橫斷面 資料, n=64)	.....	91
<表 V -10> 30大 企業集團의 回歸分析結果 要約(n=64)	...	92
<表 V -11> 全體標本の OLS回歸分析結果(橫斷面 資料, n=172)	.....	93
<附表 1> 橫斷面 資料 全體標本 基礎統計量(n=172)	.....	109
<附表 2> 橫斷面 資料 10大 企業集團 基礎統計量(n=38)	.....	109
<附表 3> 橫斷面 資料 30大 企業集團 基礎統計量(n=64)	.....	110
<附表 4> 橫斷面 資料 非30大 企業集團 基礎統計量(n=108)	.....	110

圖目次

[圖 II - 1] 所有構造와 資本構造의 分類	15
[圖 II - 2] 所有構造와 資本構造에 의한 國家別 企業의 分類 ...	16
[圖 IV - 1] 美國企業의 支配構造와 經營體制	62
[圖 V - 1] 持分率 構成	71

I. 머리말

국내외적으로 경영환경이 변화하고 기업간 경쟁이 심화됨에 따라 전문적 기업경영이 중시되고 대주주의 경영통제나 지배는 점점 그 입지를 잃어 가고 있다. 기업창업 후 일정기간이 지나면 기업공개 를 하는 것이 일반화되고, 기존 공개기업이라 하더라도 유상증자를 거듭함에 따라 대주주의 지분율은 점차 낮아지므로 기업의 소유구조는 특정 대주주 중심에서 불특정 다수의 소액주주 중심으로 바뀌고 있다. 더구나 우리 정부는 신경제정책의 일환으로 재벌기업의 대주주 지분율을 낮추는 방향으로 유도하고 있을 뿐만 아니라, 1997년부터 증권거래법 제200조 제1항이 폐지됨에 따라 기존 대주주의 소유권 보호 장치가 없어지므로 기업소유구조 변화는 새로운 차원으로 접어들게 되었다.

한편 고도경제 성장기를 지나 경제성장률이 안정되기 시작하고, 주식에 의한 자본조달이 활성화됨에 따라 기업의 자본조달 패턴도 過多負債 사용에서 적정부채 내지는 無借入經營으로 변화하였다. 또한 높은 부채비율로 인한 레버리지효과보다는 재무위험이 더 크게 대두됨으로써 기업경영자들 역시 부채에 의한 자본조달을 보다 신중하게 검토하게 되었다. 더구나 개정된 公正去來法(1994년 12월 30일)에서 30대 대규모 기업집단의 타 법인 출자한도를 자기자본의 40%에서 25%로 축소·제한함에 따라 재벌기업의 계열사를 통한 자본조달은 더욱 어렵게 되었다.

이와 같이 대주주의 소유집중도가 점차 완화되고 부채비율 역시 낮아지는 현상을 代理人理論(agency theory)으로 보면 대주주의 소유집중도가 점차 낮아지는 것은 대주주의 소유지분이 분산되어

자기자본의 대리인 비용이 높아지는 것으로, 부채비용이 낮아지는 것은 부채의 대리인 비용이 높아짐으로써 기업이 부채사용을 감소시키는 것으로 해석할 수 있다. 또는 情報非對稱(information asymmetry) 이론으로 보면 대주주 지분율이 높아질수록 부채가 증가한다는 논리로서 소유구조와 자본구조를 陽(+)의 관계로 설명할 수 있다. 그러나 위와는 정반대로 소유구조와 자본구조의 관계가 陰(-)인 것으로 이해할 수도 있다. 왜냐하면 대주주는 소유집중도가 완화될수록 재무위험을 낮게 인식하여 부채사용을 증가시킬 수 있기 때문이다.

본 연구의 목적은 소유구조와 자본구조의 관계를 파악하는 데 있다. 소유구조와 자본구조의 관계에 영향을 미치는 요인들은 무수히 많으므로 그 요인들을 무시하거나 통제한 후 양자만의 관계를 파악하는 것은 통계적으로 많은 문제점들을 가질 뿐 아니라 실증결과 또한 신뢰도가 떨어질 것이다. 그러나 본 연구는 기존의 연구가 소유구조의 결정요인 또는 자본구조의 결정요인만을 단일모형에서 독립적으로 분석한 데 비하여 소유구조와 자본구조가 상호 어떤 관련을 맺고 있으며 2단계(two stage) 동시방정식에서 어떻게 서로 영향을 미치는지에 그 초점을 둔다. 연구 결과도 통계적 유의성이나 계수의 크기보다는 두 변수의 방향에 보다 중점을 두어 해석하고 그것이 대주주 지분율이 완화되고 있는 우리나라 소유구조의 변화 추세에 어떤 의미를 지니는지 규명할 것이다.

본 논문은 모두 6개 章으로 구성되어 있는데 第II章에서는 소유구조와 자본구조의 개념과 양자의 관계를 규명한다. 먼저 기업발전론적 입장에서 소유구조와 자본구조의 관계를 살펴보고 나아가 현대 자본주의 국가의 대표적 기업조직을 주식회사로 전제하고 代理人理論과 情報非對稱理論의 입장에서 양자의 관계를 검토한다. 그리고 경영자 지분율과 기관투자가 지분율 그리고 자본구조와의 구체적인 관계를 규명한다. 第III章은 문헌연구 부분으로서 먼저 소유구

조와 자본구조와의 관계를 연구한 실증분석의 연구방법론을 조명한
다. 이어서 소유구조 및 자본구조에 영향을 미치는 요인들이 실증
연구에서 무엇으로 나타나는지를 살펴본다. 나아가 우리나라와 일
본 그리고 미국의 소유구조와 자본구조에 관한 논문들을 중심으로
문헌을 검토한다. 第Ⅳ章에서는 우리나라, 일본 그리고 미국 기업들
의 소유구조와 자본구조의 현황을 전체기업 및 상장기업을 중심으
로 파악한다. 第Ⅴ章은 실증분석으로서 소유구조와 자본구조와의
관계를 통계적으로 분석하고 나아가 소유구조와 자본구조에 영향을
미치는 여러 재무요인과 기업특성변수를 통계적으로 규명한다. 마
지막으로 第Ⅵ章에서는 지금까지의 연구를 요약·정리한다.

II. 所有構造와 資本構造의 關係

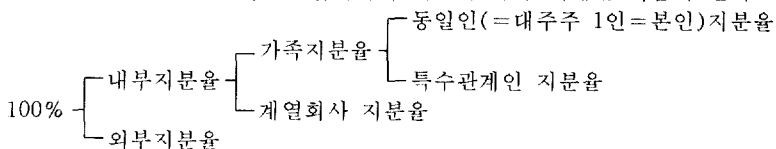
1. 所有構造와 資本構造의 分類

所有構造(ownership structure)란 어떤 기업의 발행주식 총수를 100%로 보았을 때 소유자가 누구이고 그 분포는 어떻게 되어 있는가 하는 것으로 여기서는 대주주 1인 및 그 특수관계인 지분율의 합, 즉 대주주 지분율이 몇 퍼센트인가가 초점이 된다. 다시 말해서 소유구조는 기업의 실질적인 지배자인 대주주가 통제할 수 있는 소유지분율을 대주주 지분율이라 할 때 이 지분율이 발행주식 총수의 몇 퍼센트를 차지하는가를 정의한다.

대주주 1인 및 특수관계인 지분율과 계열회사 지분율을 합하여 내부지분율이라 한다¹⁾. 내부지분율 역시 소유구조의 일부이기는 하지만 여기서는 오직 대주주 지분율을 중심으로 한 문헌연구 및 실증연구를 수행한다.

資本構造(capital structure)란 기업의 총자본 중에서 타인자본인 부채가 어느 정도의 비중을 차지하고 있는가 하는 것으로 구체적으로 부채비율(부채/자기자본) 또는 자기자본비율(자기자본/총자본)로 나타내어진다. 부채비율은 기업의 안전성(safety)을 나타내는 지표로서 재무위험(financial risk)의 정도를 나타내는 재무지표이다.

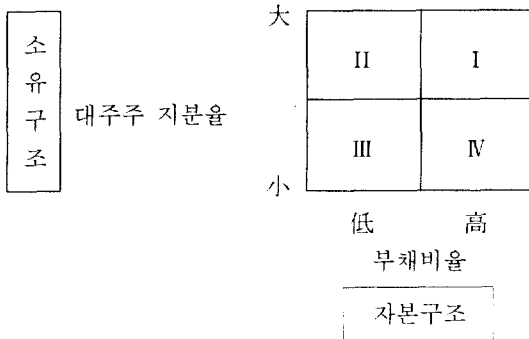
1) 공정거래위원회와 공정거래법에서의 지분율 분류 체계는 다음과 같다.



일반적으로 부채비율의 문제에 관해서는 부채비율의 크기가 그 기업의 가치와 관련이 있는지 없는지에 대한 소위 밀러와 모딜리아니(Miller and Modigliani)의 무관련성 논쟁과 관련, 적정 부채비율이 존재하는지 여부가 연구의 초점이 되어 왔다.

본 연구에서는 소유구조와 자본구조의 관계에 초점을 맞추고자 한다. 다른 재무변수를 통제한 후 오직 소유구조와 자본구조 두 재무변수만의 관계로서 기업을 다음과 같은 형태로 분류할 수 있다. 여기서는 우리나라의 경우 대주주가 경영자이거나 또는 경영자를 선임 지배할 수 있으므로 대주주는 곧 내부경영자라고 전제한다.

[圖 II-1] 所有構造와 資本構造의 分類



[圖 II-1]에서 I의 형태는 대주주 지분율이 크고 부채비율이 높은 형태이다. 1960~1980년대 경제 성장기의 우리나라 재벌들은 대개 이러한 구조를 취했다. 미국 기업의 발달과정을 보면 대부분의 거대기업들은 초기에 대주주 지분율이 높았고 성장과정에서 부채의존도가 높았다. 여기서는 소유자가 곧 경영자이므로 높은 부채비율에 의한 재무위험은 바로 대주주 개인의 위험으로 인식된다.

II의 형태는 대주주 지분율이 높고 부채비율이 낮은 형태이다. 아직 가족기업의 체제를 벗어나지는 못했으나 타인자본 의존도는

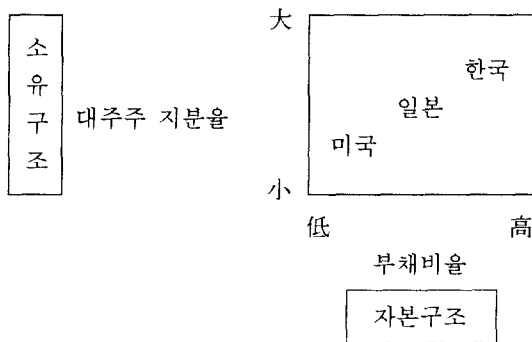
낮은 자본구조를 가지고 있다. 여전히 대주주의 납입에 의한 자기 자본 출자가 많으므로 대주주의 자금부담이 높다.

Ⅲ은 대주주 지분율이 낮고 부채비율도 낮은 형태이다. 기업의 규모가 커짐에 따라 대주주 지분율은 낮아질 수밖에 없고 소유와 경영의 분리가 자연스럽게 이루어진 구조이다. 소유와 경영의 분리로 인해 내부 경영자와 외부주주의 대리인 비용이 높아진다. 대주주 지분율이 낮더라도 누가 그것을 소유하느냐에 따라 자본구조가 달라진다. 미국 기업의 경우 대개 이런 형태를 취하는데 대주주는 3~5%의 지분을 가지고 있고 부채비율은 낮다.

Ⅳ는 대주주 지분율이 낮고 부채비율이 높은 형태이다. 소유와 경영의 분리로 인해 내부 경영자와 외부주주와의 대리인 비용뿐만 아니라 채권자와 주주 사이의 대리인 비용도 심각한 문제로 대두된다.

[圖 II-2]에서는 미국, 일본, 그리고 우리나라 기업의 위상을 소유구조와 자본구조를 기준으로 구별하였다.

[圖 II-2] 所有構造와 資本構造에 의한 國家別 企業의 分類



2. 所有構造와 資本構造의 理論的 關係

소유구조와 자본구조의 관계는 기업발전론적 입장, 대리인이론 그리고 정보비대칭이론의 입장에서 파악할 수 있다.

企業發展論的 입장에서 보면 기업은 단일 소유주가 창업한 이후 성장을 거듭함에 따라 자본구조에 변화가 나타나고 자본구조의 변화는 또한 다양한 소유자와 자본공급자를 낳아 소유구조의 변화를 불러일으킨다. 代理人理論에 의하면 현대의 주식회사 기업조직에서 수많은 주주는 실질적으로 기업경영에 참여할 수 없으므로 자연스럽게 전문경영인이 대두하였으며 전문경영인과 주주와의 갈등을 해결하는 과정에서 소유구조와 자본구조는 밀접한 관계를 가진다. 소유구조와 자본구조의 관계는 情報非對稱理論으로 설명할 수 있는데 전문경영인과 주주 사이에 정보비대칭이 존재할 경우 경영자는 자신이 유능하며 따라서 높은 수익률을 가진 투자안을 추진할 자금을 조달하기 위해 부채비율을 높인다는 것이다. 위의 세 가지 이론적 틀로써 소유구조와 자본구조의 관계를 설명한다.

가. 企業發展論的 立場에서 본 所有構造와 資本構造의 關係

企業發展論的 입장에서 기업의 소유구조와 자본구조의 변천과정을 보면 18세기 말 산업혁명 이전 창업 초기의 기업들은 영세한 산업규모와 단순한 성격의 사업으로 시작하였고 기업의 소유자는 전적으로 창업자 또는 그 가족이었다. 이들 기업의 자금조달 원천은 사업이익의 留保를 통한 內部資金이 대부분이었다. 산들러(Chandler, 1980)는 산업혁명 이전의 이러한 단계를 家族資本主義(family capitalism)라 불렀다.

산업혁명을 계기로 시장규모가 급격히 팽창하고 사업성격이 복잡해짐에 따라 자금의 수요가 막대해져 내부자금 조달로는 도저히 그 수요를 충족시킬 수 없었다. 기업자금 수요가 확대됨에 따라 은행

등 금융기관이 발달하게 되었고 기업들은 외부자금 조달을 모색하게 되었다.

금융기관으로부터의 차입이 증대함에 따라 기업경영도 가족경영 형태에서 금융기관의 경영참여로 바뀌게 되었다. 산들러는 금융기관이 경영에 참여하는 이러한 발전형태를 金融資本主義(financial capitalism)라고 하였다.

18세기 말 영국에서 시작된 산업혁명이 미국 및 유럽각국으로 퍼져 나가고 19세기 말에 교통과 통신이 발달하고 생산기술이 향상됨에 따라 大量生産과 大量消費의 시대가 도래하였다. 더구나 규모의 확대와 함께 다양한 산업이 출현하여 기존의 가족주의적 경영 및 금융기관의 외부자금 조달로는 도저히 격심한 경쟁과 자금수요를 감당할 수 없게 되었다. 따라서 기업은 주식발행에 의해 자금을 조달하기 시작하였는데 이 시기가 바로 산들러가 지적한 經營者資本主義(managerial capitalism) 단계의 출발점이다.

주식발행에 의한 자금조달은 불특정 다수로부터 자금을 조달하는 것이므로 창업주나 가족의 소유지분은 감소할 수밖에 없었고 결과적으로 그들의 영향력은 점점 작아졌다. 또한 대규모 자금이 주식에서 조달됨에 따라 금융기관으로부터의 차입이 줄어들게 되었고 그들의 경영참여 역시 감소하였다.

지금까지의 기업발전과정을 보면 소유구조는 자금조달 방식과 함께 변화해 왔음을 알 수 있다. 가족자본주의 시기에는 內部留保가 중요한 자금조달 방식이었고 기업은 창업자와 그 가족이 소유하였다. 금융자본주의 시기에는 금융기관으로부터 차입이 중요하게 되고 창업자나 그 가족이 소유하였으나 지배는 금융기관이 일부 관여하였다. 현대 기업경영체제인 경영자자본주의 시기에는 株式發行에 의한 자금조달이 중요한 수단이 되고 다수의 주주가 기업을 소유하지만 주식소유의 분산으로 인하여 경영(지배)은 경영자가 하게 되었다.

역사적으로 자금조달 과정을 보면 內部留保, 外部借入 그리고 株式發行의 순서로 패턴이 바뀌어 왔다. 이는 현대기업들이 내부경영자와 외부주주 사이의 정보비대칭을 해소하기 위해 위와 같은 순서로 자금을 조달한다는 Myers and Majulf(1984)의 페킹 오더 이론(pecking order theory)과 유사하다.

企業發展論의 입장에서 기업이 발전함에 따라 주식발행에 의한 자금조달이 더욱 일반화되어 결국 기업 소유자와 기업 지배자가 분리될 수밖에 없음을 최초로 가설로 정립한 학자는 Berle and Means(1932)였다. Berle and Means의 가설은 다른 실증연구에서 지지되기도 하고 기각되기도 하였다. Berle and Means의 가설을 지지하는 실증연구의 대표적 예로는 Lamer(1956)와 Herman(1981)이 있고 기각하는 실증연구로는 De Alessi(1973)와 Demsetz and Lehn(1985)이 있다.

나. 代理人理論의 立場에서 본 所有構造와 資本構造의 關係

代理人理論에 의하면 어느 집단이나 개인이 일련의 의사결정 영역 안에서 의사결정을 위임받아 행동할 때 위임을 받는 자를 代理人(agency)이라 하고 위임을 하는 자를 主人(principal)이라 한다. 경제학에서 발전된 대리인이론은 경영학에 응용되어 여러 재무적 현상을 설명하는 데 유용한 도구로 사용되고 있다. 경영학에서 관심을 갖는 대리인 관계는 주주와 경영자 그리고 주주와 채권자 관계이다.

株主-經營者 갈등원인은 代理人인 경영자가 항상 주인인 주주의 이익만을 위해 행동하지 않기 때문이다. 구체적으로 주주와 경영자 간의 갈등 원인은 다음과 같다.

첫째, 經營者는 株主의 비용으로 특권적 소비(perquisite consumption) 권리를 가진다. 경영자는 경영활동 과정에서 얻을 수 있는 비화폐적 이익에 의해서 자신의 효용을 증진시킬 수 있다. 여기

서 특권적 소비의 예를 들면 고급승용차, 넓고 호화로운 사무실, 과잉규모의 비서진과 스태프, 그리고 과도한 접대비나 기밀비 등이다. 대리인이론에서 경영자들은 기업의 주식을 보유하지 않거나 또는 일부만을 보유하는 것으로 가정되어 있으므로 그들은 특권적 소비에 대한 비용을 거의 부담하지 않는다. 따라서 경영자들이 이러한 특권적 소비를 추구하면 할수록 그 비용은 주주의 부담이 되므로 갈등이 발생한다.

둘째, 經營者는 株主의 이익을 위한 노력을 가급적 회피한다. 경영자들의 노력으로 기업의 가치가 증대되더라도 그 성과는 주주에게 돌아가지 경영자들 자신에게 돌아오지 않기 때문이다. 따라서 경영자들은 신기술을 습득하거나 수익성 높은 투자안을 발굴하려는 노력을 하지 않는다. 이러한 경영자들의 노력 회피 행위는 대리인으로서 충실하기를 요구하는 주주들과의 갈등을 불러일으킨다.

셋째, 經營者는 株主를 위한 長期的 이익보다는 자신을 위한 短期的 이익에 집착한다. 주주는 당장의 이익보다는 장기적 시야에서 기업성과를 평가하지만 경영자의 시야는 자신이 재직하는 기간 동안으로 한정되므로 短期業績主義에 치중하게 된다. 경영자들이 短期業績主義에 치중하는 것은 자신의 재직기간 동안 성과를 높이면 능력을 인정받아 보너스를 더 지급받거나 연임될 수 있고 더 나아가 다른 기업으로 전직시 유리하기 때문이다. 따라서 경영자들의 단기기업적주의가 주주들의 장기적 목표와 일치하지 않는 한 갈등이 발생한다.

넷째, 經營者들은 株主들을 위한 모험지향적인 투자안보다는 자신들의 신분안정을 위한 낮은 위험, 낮은 기대수익률의 투자안에만 투자한다. 위험에 대한 태도가 서로 달라 경영자들은 안전성을 추구하지만 주주들은 성장성과 수익성을 기준으로 투자안을 선택하는 것이다. 따라서 투자안 선택에 있어서 위험부담에 대한 태도 차이는 주주와 경영자 사이에 갈등을 불러일으킨다.

이러한 대리인 비용은 경영자가 주식을 소유하고 또한 기업이 어느 정도의 부채를 사용함으로써 감소될 수 있다. 즉 경영자가 주식을 소유하게 되면 회사의 주인으로서 또한 투자자로서 자신의 재산을 증식시키기 위해 그들 자신만을 위한 이익을 추구하지 않을 것이다. 또한 어느 정도의 부채는 경영자와 기업으로 하여금 정기적인 원리금 지급을 의무화시킴으로써 경영자가 현금흐름을 마음대로 사용하지 못하게 하고 개인적인 행동에 빠지지 못하게 한다. 결국 대리인 비용 절감을 위하여 경영자가 주식을 소유하고 또한 기업이 부채를 사용함으로써 소유구조와 자본구조는 陽의 관계를 가지게 된다.

그러나 극단적으로 경영자가 100%의 주식을 소유하게 되면 자신의 재산을 분산시킬 수 없고 안주주의에 빠질 위험이 있다. 또한 기업이 부채사용을 늘릴수록 파산할 확률이 높아진다. 따라서 소유구조와 자본구조는 어느 일정 수준까지만 陽의 관계를 가진다고 보아야 할 것이다.

다. 情報非對稱理論에서 본 所有構造와 資本構造의 關係

주식소유의 분산으로 인해 소유와 경영이 분리된 현대 기업에서 기업 내부의 경영자는 외부주주보다 정보의 양과 질에서 우월하다. 다시 말하면 경영자는 전문성과 정보접근 가능성으로 인하여 정보우월자의 입장에 서게 되므로 경영자와 외부주주 사이에 情報非對稱이 존재한다.

이러한 情報非對稱 상황에서 양자 사이에 정보의 대칭을 이루기 위한 행동이나 방법을 信號(signal)라 하고 정보우월자인 경영자가 정보열등자인 외부주주에게 정보를 전달하기 위한 행동을 信號傳達(signalling)이라 한다. 구체적으로 경영자와 외부주주 사이에서 신호는 所有構造와 資本構造이다. 어떤 투자안에 대해 자금을 조달할 경우 경영자는 그 투자안의 장래 현금분포를 잘 알지만 외부주주들

(투자자들)은 모른다. 특히 그 투자안이 보통과 다른 높은 수익률이 예상되는 것일 때 자금조달을 원활히 하기 위해 이 투자안에 관한 정보가 투자자들에게 전달되어야 한다. 이때 경영자는 투자안에 대한 이러한 정보를 소유구조 또는 자본구조라는 신호를 통해 외부 투자자에게 전달한다.

Leland and Pyle(1977)은 경영자의 소유지분율이 높을수록 외부 투자자들이 투자안에 대해 양호하다는 평가를 한다고 주장한다. 따라서 외부투자자들은 기꺼이 낮은 자본비용으로 자금을 제공하려고 한다. Leland and Pyle은 부채가 소유지분율(a) 증가에 대응하여 증가하는 몇 가지 조건을 도출했다. 이 이론에 의하면 부채는 內部經營者 所有持分率이 증가할수록 그리고 기업가치가 커질수록 증가한다.

Ross(1977)에 의하면 부채비율은 투자안의 정보를 외부에 전달하는 신호로 작용한다. 경영자가 높은 부채비율을 유지한다는 사실은 외부투자자들로 하여금 그 경영자가 재무위험을 충분히 극복할 수 있는 능력을 가지고 있다는 신호가 된다. 이를 부채의 信號效果라 한다

따라서 정보비대칭이론에서 소유구조와 자본구조는 陽의 관계를 가진다. 즉 경영자의 소유지분율이 높을수록 이것은 외부주주(또는 투자자)에게 하나의 신호로서 받아들여져 부채비율이 높아진다. 또한 높은 부채비율은 경영자가 재무위험을 충분히 극복할 수 있는 능력을 가지고 있다는 신호가 된다.

한편 이러한 신호전달은 근본적으로 정보비대칭 때문에 道德的 危害(moral hazard)나 逆選擇(advers selection)의 문제를 야기시키기도 한다. 즉 경영자는 투자안이 별로 수익률이 좋지 않은 것을 뻔히 예상하면서도 자본조달을 위해 자신이 의도적으로 소유지분을 높여 거짓 신호를 보낼 수 있다. 또한 능력이 없는 경영자가 적정수준 이상으로 부채비율을 높여 정보가 별로 없는 투자자에게 자신의

유능함을 과시할 수도 있다.

3. 所有構造와 資本構造의 具體的 關係

가. 經營者 持分率과 資本構造

Jensen and Meckling(1976)의 代理人 모델에 의하면, 현대기업은 소유와 경영의 분리 및 기업의 위험선호 기능 때문에 代理人 갈등이 유발된다고 한다. 전문 고용경영자들은 주주의 대리인이지만 회사경영을 이유로 과도한 비용을 지출하고 기회주의적 행동을 함으로써 주인인 주주와 갈등을 초래한다.

이는 자기자본의 代理人 費用인데 Jensen and Meckling은 전문경영자가 주식을 소유하게 되면 이러한 갈등은 없어진다고 한다. 즉 경영자들은 재산을 증식시키기 위해 행동을 자제한다. 그러나 Crutchley and Hansen(1992)에 의하면 경영자들이 주식을 소유할수록 다른 주식에 분산투자를 못하게 되고 따라서 分散投資費用이 커져서 경영자 주식소유를 억제하게 된다.

부채는 경영자와 주주의 갈등 해소에 유용하다. Jensen(1986)에 의하면 부채는 기업으로 하여금 정기적인 원리금 지급을 의무화시킴으로써 경영자가 현금흐름을 마음대로 사용하지 못하게 하고 소위 부적절한 個人(私的) 행동에 빠질 유인을 제한한다. Grossman and Hart(1982)는 부채의 존재는 경영자로 하여금 특권사용을 제한하고 도산 가능성이 없어지도록 더욱 더 효율적으로 기업경영을 하게 된다고 주장했다.

그러나 너무 많은 부채는 기업에 부채의 대리인 비용을 야기시키고 위험을 전가시킨다. 위험전가란 부채가 증가함에 따라 주주(기업)가 오히려 보다 더 위험한 투자안을 선호하게 되는 것을 말한다. 위험 투자안에 투자해서 만약 그 투자안이 성공하면 주주는 확정 이자율로 부채를 상환하고 나머지 초과이익을 향유한다. 반대로

만약 그 투자안이 실패하면 주주는 有限責任으로서 출자금액에 대해서만 책임을 지고, 채권자들은 높은 투자위험을 감수한다. 이와 같이 自己資本의 대리인 비용과 負債의 대리인 비용의 관계에서 적정부채와 적정 경영자 주식소유가 결정된다. 결론적으로 대리인 이론은 부채나 경영자 주식소유가 기업의 대리인 비용과 企業價値에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 설명한다.

Harris and Raviv(1991)는 부채가 대리인 갈등과 정보비대칭을 완화한다는 실증분석 결과와 이론에 대해 광범위하게 조사하였다. 그들은 실증분석 결과가 이론과 대체적으로 일치한다고 결론지었다. 경영자의 주식소유가 기업성과와 가치에 미치는 영향에 대해서는 실증결과가 일부 제한적이기는 하지만 일반적으로 대리인 모델을 지지한다(Morck, Shleifer and Vishny : 1988, McConnel and Servaes : 1990).

부채와 경영자 주식소유가 대리인 비용을 감소시켜 주기는 하지만 이 두 요인이 어느 정도까지 효율적으로 사용되는가는 경영자의 행동을 감시하는 內部 및 外部 메커니즘에 달려 있다. Fama and Jensen(1983)은 이러한 메커니즘에 대해 자세히 설명하고 있다. 內部 메커니즘에는 경영자들간의 경쟁, 회계감사인, 그리고 이사회가 있고 外部 메커니즘에는 주식시장과 기업인수시장이 있다. Agrawal and Mandelker(1990)는 기관투자가가 주식시장에서 중요한 감시자임을 확인하였고 Moyer, Chatfield and Sisneros(1989)는 증권등급기관을 외부 감시자로 꼽았다.

나. 機關投資家 持分率과 資本構造

Shleifer and Vishny(1986)는 機關投資家가 경영자 감시의 역할을 하며, 특히 企業價値를 증가시키는 引受가 발생하는 데 필수적이라고 그 존재 의의를 밝혔다. 미국에서 기관투자가는 1980년대에는 전체 발행주식 중 33%를 소유하였으나 1990년대에는 45%로

증가하였다(Taylor, 1990). 1995년 현재 미국 상장기업에서 기관투자자의 비중은 금액기준으로 44%이다.

과거에 기관투자자들은 경영 성과나 주가에 불만을 가지면, 주식을 처분하여 손을 떼는 退出(exit) 방식을 취했으나, 현대에 와서는 이런 소극적인 退出이 매우 힘들어졌다. 왜냐하면 억지로 退出하기 위한 주가할인비용이 너무 커졌기 때문이다.

기관투자자들이 적극적으로 감시자로서의 역할을 수행하는 또다른 이유는 기관투자자의 수가 많아짐으로써 집단적으로 목소리를 높일 수 있는 교섭력이 커졌기 때문이다. 기관투자자들은 위임장 투쟁(proxy contest) 등 여러 가지 방법으로 감시자의 역할을 수행하였다.

기관투자자의 지분율이 높을수록 기관투자자의 경영자 감시기능이 강화되고 경영자의 자의적 행동이 방지된다. 따라서 기관투자자가 지분율이 높을수록 경영자와 주주의 갈등이 해소되고 자기자본의 대리인 비용이 감소하며 또한 기업의 과다한 부채사용이 억제된다(Bathala, Moon and Rao, 1994).

다. 負債, 經營者 持分率 그리고 機關投資家 持分率

부채, 경영자 주식소유, 그리고 기관투자자 주식소유는 모두 대리인 비용을 감소시킨다. 그러나 이러한 조치는 위험을 수반한다. 너무 극단적으로 부채를 사용하면 파산위험이 높아지고 경영자들이 부담해야 할 분산불가능 위험이 너무 커진다. 또한 危險移轉(risk shifting) 또는 資產對替(asset substitution)와 過小投資(under-investment)가 급증하게 된다²⁾.

2) ① 자산대체문제(Myers, 1977) : 주주는 위험투자에 모험을 하지만 채권자는 저위험의 투자를 선호함으로써 갈등이 발생한다. 따라서 채권자는 엄격한 채권계약을 요구하므로 대리인 비용이 발생한다.

② 과소투자문제 : 100% 자기자본 투자라면 취했을 양의 NPV투자안을 부채를 사용하기 때문에 투자를 못한다.

경영자가 주식을 너무 많이 소유하면, 통제장치가 없으므로 經營者 安住主義(entrenchment)에 빠지게 된다. 또한 경영자들이 그들 자산(재산)을 너무 많이 자기가 경영하는 기업에 투자하면 分散不可能 危險에 빠질 수 있다.

기관투자가 역시 너무 많은 주식을 보유하게 되면 거기에 따른 부작용이 발생한다. 그 한 예로서 기관투자자가 지나치게 주식소유 비율을 높이면 경영권의 안정보다는 수익성을 최대한 확보하기 위하여 경영진들을 단기 업적주의로 내몰 가능성이 많아진다.

이러한 편익-비용의 상반관계를 감안하여 기업은 총대리인 비용이 최소화되도록 이들 세 요소를 조정한다. 기업은 기관투자가 지분을 통제할 수 없으나 부채와 경영자 지분은 통제할 수 있다. 기관투자가 지분이 높을수록 기업은 부채비율과 경영자 소유지분을 낮춘다(Bathala, Moon and Rao, 1994).

Ⅲ. 所有構造와 資本構造 關係에 대한 文獻研究

1. 所有構造와 資本構造의 研究方法論

소유구조와 자본구조에 관한 실증연구의 방법을 문헌연구에서 보면 크게 다중회귀분석(OLS), 2단계 최소자승법(2SLS) 및 3단계 최소자승법(3SLS) 그리고 선형구조관계분석(LISREL) 등이 있다. 이들을 간단히 설명하면 다음과 같다.

가. 多重回歸分析

부채비율을 종속변수로 하고 거시경제적 요인이나 기업재무요인을 독립변수로 하는 多重回歸分析은 자본구조관련 실증연구에서 가장 많이 사용된 방법이다. 선형적으로 부채비율에 영향을 미치거나 결정에 관련되는 독립변수를 선택하여 모형의 적합도와 개별변수의 유의성을 검토한다. 최적자본구조를 결정하는 재무변수의 선택 및 모델확립(model building)에도 다중회귀분석이 이용된다.

우리나라에서 자본구조에 영향을 미치는 요인은 크게 巨視經濟要因과 企業財務變數로 나눌 수 있는데 주로 후자와 관련된 논문이 많으나 전자에 관련된 논문으로 최 광·하태영(1984), 남상우(1984), 곽태원(1988), 그리고 신동영(1990)을 꼽을 수 있다. 企業財務變數와 관련된 논문으로는 윤봉한(1989), 박성태(1990) 그리고 선우석호(1990) 등이 있다.

소유구조 결정요인과 관련, 대주주 지분비율을 內生變數로 하고 재무변수를 外生變數로 하는 회귀분석모형은 Demsetz and Lehn(1985)의 연구에서 처음 사용되었다. 또한 기업성과와 소유구조의

관계가 非線形임을 전제로 분석하는 구간별 線形回歸方法은 Morck, Shleifer and Vishny(1988)에 의해 도입되었다. 우리나라에서 소유구조 결정요인을 회귀분석방법으로 연구한 학자는 임용기(1989)가 처음이다.

나. 2段階 最小自乘法(2SLS)과 3段階 最小自乘法(3SLS)

2段階 最小自乘法(2SLS)은 부채비율과 내부지분율을 그리고 3段階 最小自乘法(3SLS)은 여기에 배당정책을 추가하여 이들을 유기적으로 관련지어 동시에 분석하는 방법이다. 즉 2SLS 또는 3SLS는 자본구조, 소유구조, 그리고 배당정책을 분석모델에 포함되 서로 독립성을 유지시키면서 상호유기적인 관계를 고려하는 분석기법이다. 예를 들어, 3SLS는 자본구조, 소유구조, 배당정책에 각각 하나의 방정식이 있는데 각각의 정책변수는 서로 다른 방정식에서 외생변수가 된다. 여기에서 세 정책변수간에 직접적인 관계는 없다. 다만 각 정책변수와 관련 설명변수의 관계가 어떠한가에 따라서 간접적으로 상관관계가 존재할 수 있다.

단계별 최소자승법(stage least square: SLS)의 이론적 배경은, 기업은 자본조달정책, 배당정책 그리고 내부지분정책을 상호유기적으로 적정한 수준에서 결정함으로써 情報非對稱으로 야기되는 비용의 조화롭지 못한 인센티브를 최소화시킬 수 있다는 것이다. 기업마다 규모, 성장성, 수익성이 다르고 또한 이러한 기업 특유의 재무요인 때문에 자본구조, 소유구조, 배당정책이 달라진다. 따라서 이 세 재무정책에 대한 동시적 연구가 요청되며 同時方程式(simultaneous equation) 체계는 상호연관적 의사결정을 확인하기 위해 사용되었다. SLS는 고전적 형태의 構造方程式(structural equation)과 유사하다.

Jensen, Solberg and Zorn(1992)는 부채비율, 내부지분율, 배당성향을 변수로 하는 3SLS를 사용하였고 Bathala, Moon and Rao

(1994)는 부채비율과 대주주 지분율을 변수로 하는 2SLS를 사용하였다.

국내에서 SLS로 소유구조 및 자본구조와 기업재무변수간의 관계를 분석한 연구는 없다.

다. 線形構造關係分析(LISREL)

기본적으로 線形構造關係分析(LISREL)은 독립변수가 종속변수에 일방적으로 영향을 주는 변수로서만 작용한다는 점을 비판하면서 고안되었다. LISREL은 내생 변수들이 상호의존하에 동시에 결정될 경우 내생 변수들간의 구조관계를 분석하고 회귀분석시 대응 독립변수 사용에서 오는 측정오차의 문제를 해결하기 위한 분석기법이다.

LISREL을 이용한 기업재무변수 결정요인 분석은 Titman and Wessels(1988)이 최초로 시도하였는데 그들은 자본구조 결정요인 연구에서 LISREL을 사용하였다. 국내에서는 박성태(1990)가 Titman and Wessels의 모형을 그대로 국내 上場企業의 財務構造 결정요인 검증에 사용하였다.

한편 소유구조와 관련, LISREL을 국내에서 최초로 사용한 학자들은 국찬표·정규화(1995)인데 그들에 의하면 소유구조는 독자적으로 결정되는 것이 아니라 자본구조와 배당정책과의 상호영향하에 결정되므로 이러한 복합적인 관계를 분석하기 위해서는 이들 내생 변수들간의 구조관계를 고려한 LISREL 사용이 적절하다는 것이다¹⁾.

-
- 1) · LISREL이 회귀분석에 비해 유효한 경우: ① 관찰된 변수가 큰 특정오차를 갖고 유효한 관계는 진정한 잠재변수들간에 있는 경우 ② 종속변수들간에 상호의존성 내지 동시적 인과관계가 있는 경우 ③ 중요한 설명변수가 관찰되지 못하는 경우
- LISREL의 한계점: ① 관찰된 독립변수 및 종속변수의 선정과 측정이 어렵다. ② 구조모형에서 계수를 자의적으로 제약한다.
- SLS의 장점: ① 종속변수들간에 상호의존성이 있는 경우에 여기에 미치는 직접적인 영향과 간접적인 영향을 분리하여 분석한다. ② 일반 회

2. 所有構造에 影響을 미치는 要因

가. 負債比率

대리인 모델에서 부채비율과 경영자 지분율은 陰의 관계를 가진다. 부채비율이 높을수록 대주주는 채무위험을 더 크게 인식하므로 부채사용을 기피하게 된다(Friend and Hasboruck: 1987). 한편 부채가 많아질수록 부채를 지배권 보호에 이용하므로 경영자 지분율이 높아진다는 견해도 있다. 이런 견해에 의하면 부채비율과 경영자 지분율은 陽의 관계를 가진다(Kim and Sorenson: 1986, Agrawal and Mandelker: 1990).

나. 機關投資家 持分率

기관투자가 지분율이 높을수록 상대적으로 개인투자자의 주식소유 비중은 낮아진다. 기관투자가 지분이 높아짐에 따라 경영자의 내부지분율은 낮아지므로 기관투자가 지분율과 경영자 내부지분율은 陰의 관계를 가진다(Bathala, Moon and Rao: 1994).

다. 成長性

성장성이 높을 것으로 기대되면 경영자들은 자신이 경영하는 회사에 투자하는 것에 대해 거부감을 느끼지 않는다. 따라서 성장성과 경영자 지분율은 陽의 관계를 가질 것으로 기대된다. 이와 같은 관계는 정보비대칭이론으로 설명할 수 있는데 경영자들은 기업 내부사정을 누구보다도 잘 알고 있으므로 성장가능성이 높다고 판단되면 외부투자자보다 더 많이 자신이 경영하는 회사에 투자한다

귀분석에서 오차 항과 외생변수 사이에 상관관계가 있을 경우 회귀계수가 편기되고(biased) 일정치 않은데(inconsistent), SI.S에서는 내생변수가 시스템에 함께 회귀계수가 불편추정치가 되도록 한다.

- SI.S의 단점: 기본적으로 최소자승법이 가지는 한계점을 배제할 수 없다.

(Bathala, Moon and Rao: 1994).

라. 規模

기업규모가 커짐에 따라 경영자들은 그들 자신의 개인 재산의 한계, 개인적인 차입의 어려움 그리고 분산투자 문제 때문에 자신이 경영하는 기업에의 투자가 점점 어렵게 된다. 따라서 기업규모와 대주주 지분율은 陰의 관계를 가진다(Demsetz and Lehn: 1985, McConnel and Servaes: 1990, Bathala, Moon and Rao: 1994).

마. 危險

경영자들이 자신의 재산을 기업에 투자함에 따라 다른 기업에서 분산투자할 가능성은 더욱 줄어든다. 더구나 기업의 위험이 점차 커짐에 따라 분산투자는 더욱 힘들게 된다. 따라서 위험이 커질수록 대주주는 그들 재산을 자신이 경영하는 회사에 투자하기를 꺼린다. 결론적으로 위험과 대주주 지분율은 陰의 관계를 가진다(Bathala, Moon and Rao: 1994, Ecbko and Verma: 1994). 한편 Demsetz and Lehn(1985)은 경영위험이 증대될수록 대주주는 경영자를 더욱 감시하기 위해 지분율을 높인다고 주장했다.

바. 資産特異性

資産特異性이란 자산가치가 사용 기업에서만 용도가 크고 다른 기업에서는 별로 용도가 없는 것을 말한다. 연구개발(R&D) 투자는 자산특이성을 나타내는 지표이다. 여기에 집중 투자한 기업은 대주주 지분율이 높다. 다시 말하면 연구개발비가 집중 투자된 기업은 사적 정보를 많이 가지고 있으므로 대주주들의 지분율이 높다. 따라서 자산특이성과 대주주 지분율은 陽의 관계를 가진다(Balakrishnan and Fox : 1993).

사. 企業 나이

기업이 창업한 후 자본주의 발전단계에 따라 가족자본주의에서 금융자본주의 그리고 경영자자본주의로 발전함에 따라 대주주 지분율은 점점 낮아진다. 더구나 우리나라는 증권거래법 제200조 제1항에서 대주주는 상장 당시의 지분을 초과하여 보유하지 못하도록 규정하고 있었다. 따라서 기업의 나이와 대주주 지분율은 陰의 관계를 가질 것으로 기대된다(임웅기: 1988).

이상의 변수들이 대주주 지분율에 미치는 영향을 요약하면 <表 III-1>과 같다.

<表 III-1> 大株主 持分率 決定要因에 대한 實證研究 要約

	1992	1992	1994	1996
	PRO	JSI	BMR	국·정
부채		-	-	
위험	+	+	-	
연구개발비 및 광고비	+	+	+	
수익성	?			
성장성			+	
규모	- *	- *	- *	?
기관투자자 지분율			- *	- *
우리사주 조합지분율				- *
배당		?		

註: 1. 미국의 경우 대주주 지분율은 경영자 지분율임.

2. PRO(Prowse), JSI(Jensen, Solberg and Zorn), BMR(Bathala, Moon and Rao), 국·정(국찬표·정근화).

3. *는 5%의 有意水準에서 有意한 변수임.

3. 資本構造에 影響을 미치는 要因

가. 經營者 持分率

대리인이론의 관점에서 보면 경영자 지분율 증가는 경영자로 하여금 자신의 이익과 외부주주의 이익을 조화롭게 하도록 하고 자기 자본의 대리인 비용을 낮추며 부채사용으로 인한 주주-채권자 갈등을 해소하는 역할을 하므로 부채를 감소시킨다. 한편 Friend and Hasbrouck(1987)과 Friend and Lang(1988)에 의하면 기업내부자들(insiders, 경영자와 이사)은 부채사용으로 인한 체계적 위험을 일반 투자자에게 전가할 수 없으므로 경영자지분이 증가하면 기업의 계속성 유지에 더욱 관심을 갖게 된다고 한다. 이런 점들을 고려할 때 경영자 지분율이 증가할수록 부채비율은 감소한다. 다시 말하면 경영자 지분율과 부채비율은 陰의 관계를 가질 것으로 기대된다. 그러나 경영자 지분율이 높아질수록 부채의 대리인 비용이 낮아져 부채비율이 높아진다는 견해도 있다(Kim and Sorenson: 1986, Agrawal and Mandelker: 1990). 경영자 지분율을 부채비율 결정의 변수로서 모델에 도입한 연구는 Friend and Hasbrouck (1988), Jensen, Solberg and Zorn(1992) 그리고 Bathala, Moon and Rao(1994)이다.

나. 機關投資家 持分率

기관투자가 지분율이 높을수록 기관투자가의 경영자 감시기능이 강화되고 경영자의 자의적 행동이 제약된다. 이는 기업의 자기자본 대리인 비용을 낮추게 하고 나아가 부채를 더욱 적게 사용하도록 한다(Bathala, Moon and Rao: 1994).

다. 成長性

성장성이 높으면 기업이 미래투자에서 높은 탄력성을 가지고 채

권자로부터 재산을 확보할 기회가 더 많아지므로 성장성과 부채비율은 陰의 관계를 가진다(Titman and Wessels: 1988). 달리 설명하면, 높은 성장률은 높은 수익성과 함께 기업이 더 많이 유보할 가능성을 암시한다. 이는 또한 기업에서 자기자본의 정보비대칭 비용을 낮추므로 기업은 부채보다는 자기자본을 선호한다(Myers and Majluf: 1984). 성장기회는 기업가치를 증가시키기는 하지만 담보의 대상이 될 수 없고 현재의 과세소득을 창출하지 않는 자본자산이다. 따라서 부채비율과 성장성은 陰의 관계를 가진다(선우석호: 1990, Bathala, Moon and Rao: 1994).

라. 規模

기업규모가 커질수록 기업은 내부유보와 자기자본에 의한 자본조달에 더욱 의존하므로 부채비율은 작아진다(Kester: 1986, Titman and Wessels: 1988, Crutchley and Hansen: 1989). 그러나 반대로 기업규모가 커질수록 부채비율이 더욱 높아진다는 견해도 있다(선우석호: 1990, 박성태: 1990, Friend and Hasbrouck: 1988). 이 견해에 의하면 기업규모가 클수록 다각화가 진전되어 파산의 가능성이 줄어들고, 대기업일수록 신용등급이 높고 회사채 신규발행 비용이 낮아지므로 회사채를 더욱 많이 발행할 수 있다는 것이다.

마. 危險

경영위험이 높은 기업은 낮은 부채비율을 보일 것으로 기대되므로 부채비율과 경영위험의 관계는 陰일 것으로 기대된다(Bradley, Jarrel and Kim: 1984, Titman and Wessels: 1988, Balakrishnan and Fox: 1993, Bathala, Moon and Rao: 1994, 선우석호: 1990). 그러나 우리나라의 경우 재무위험이 큰 기업일수록 부채비율 또한 높다는 실증연구가 많다(윤봉환: 1989, 박성태: 1990).

바. 收益性

Titman and Wessels(1988)은 영업이익 기준으로 ROA와 ROE를 계산하였다. 수익성이 높은 기업은 유보를 많이 할 것으로 기대된다. 그런데 기업의 자본조달 방법 중 유보에 의한 조달은 거래비용이 가장 저렴할 뿐 아니라 정보비대칭으로 인한 비용이 가장 낮다²⁾. 따라서 수익성이 높을수록 부채를 적게 사용한다(Titman and Wessels: 1988, Kester: 1986, Friend and Lang: 1988, 선우석호: 1990, 박성태: 1990).

그러나 수익성이 높을수록 부채비율이 더욱 높아진다는 견해도 있다(Long and Malitz: 1985).

사. 資産特異性(獨特性)

資産特異性이란 어느 기업에 특이한 자의적인 투자기회(discretionary investment opportunity)로서 주로 무형고정자산투자자와 관련된 투자이다. 자산특이성의 대응변수로서 연구개발비와 광고비 투자액을 사용한다. 구체적으로 매출액 대비 연구개발비의 比重 또는 총자산 대비 연구개발비와 광고비 합 比重을 사용한다. 미국의 경우 실증분석에서 부채비율은 자산특이성과 陰의 관계를 가진 것으로 나타났는데 이는 자산특이성이 클수록 부채의 대리인 비용이 높기 때문으로 해석된다(Bradley, Jarrel and Kim: 1984, Long and Malitz: 1985, Balakrishnan and Fox: 1993, Bathala, Moon and Rao: 1994). 우리나라의 실증분석에서는 부채비율이 연

2) 기업의 자본조달 방법에는 내부유보, 회사채 발행 그리고 주식발행이 있는데 거래비용(거래 수수료)은 내부유보가 가장 저렴하고 주식발행이 가장 비싸다. 한편 Myers and Majluf(1984)는 이를 정보비대칭 이론에서 페킹 오더 이론으로 설명하였는데 주식발행은 내부자와 외부주주와의 정보비대칭으로 인한 비용을 가장 크게 하고, 내부유보는 이를 가장 적게 한다고 주장했다.

구개발비 비중과 陽의 관계를 가진 것으로 나타났다(윤봉한: 1989, 박성태: 1990).

아. 非負債 稅金惠澤(non-debt tax shield)

非負債 稅金惠澤은 부채사용으로 인한 支給利子の 節稅 혜택 이외의 세금혜택으로서 감가상각비 및 손실이월금 그리고 투자세액공제의 크기로 측정된다. 비부채 세금혜택이 많은 기업은 부채를 덜 사용할 것으로 이론적으로 모델화되었다(DeAngelo and Masulis: 1980). 실증분석 결과는 상반되는 것으로 나타났는데 부채비율은 비부채 세금혜택과 陽의 관계를 가진다는 견해(Bradley, Jarrel and Kim: 1984, Balakrishnan and Fox: 1993, Bathala, Moon and Rao: 1994)와 陰의 관계를 가진다는 견해(Titman and Wessels: 1988, 윤봉한: 1989, 박성태: 1990)로 나누어진다.

자. 固定資產 比率

고정자산 비율은 비부채 세금혜택인 감가상각비와 손실이월금 및 투자세액공제(ITC) 합의 대용치로서 사용된다. 유형고정자산의 크기와 비부채 세금혜택의 크기가 부채비율에 미치는 영향은 理論的으로 반대이다. 유형고정자산이 많은 기업은 감가상각비 또한 크며 유형고정자산이 담보로서 가치를 가지므로 부채비율이 높다(Long and Malitz: 1985, Titman and Wessels: 1988, 윤봉한: 1989).

다음 <表 III-2>는 자본구조결정에 영향을 미치는 변수들의 특징을 요약한 것이다.

4. 우리나라에서의 實證分析

우리나라에서는 所有構造와 資本構造의 관계를 직접적으로 연구한 논문은 없다. 다만 소유구조 결정요인이나 소유구조와 기업성과

<表 Ⅲ-2> 資本構造 決定要因에 대한 實證研究 要約

	BJK (1984)	LM (1985)	Kester (1986)	TW (1988)	BF (1993)	BMR (1994)	윤 (1989)	선우 (1990)	박 (1990)
위험	-		-*	-	-	-*	+	-*	+
고정자산		+		+			+		-
비부채세금혜택	+			-*	+	+	-*		-*
광고비	-	-			+	-*	+		+
연구개발비	-	-			-*	-*	+		+
수익성		+	-	-			-	-*	-*
성장성			+	-*	-	-*	-	-*	+
규모			-*	-*				+	+
특이성				-					+
경영자대부분을분포						-*			
기관투자자지분율						-*			

註：1. BJK(Bradley, Jarrel and Kim), LM(Long and Malitz), TW (Titman and Wessels), BF(Balakrishnan and Fox), BMR (Bathala, Moon and Rao), 윤(윤봉환), 선우(선우석호), 박(박성태). () 안의 숫자는 발표연도임.

2. *표는 5% 有意水準에서 有意한 변수임.

와의 관계 그리고 자본구조 결정요인을 독립적으로 연구한 논문들이 여러 편 있다.

소유구조와 관련한 논문들은 다음과 같다. 임웅기(1989)는 소유구조 결정요인으로서 기업규모, 회사 나이, 경영위험 그리고 대주주의 이사진 참여비율을 선택하여 실증분석하였다. 여기서 기업규모는 자본금 총액의 로그(log), 회사 나이는 창업 이후의 사업연수, 경영위험은 시장모형에 의한 표준편차 그리고 대주주의 이사진 참여비율은 전체 이사 중 대주주 및 그 가족 이사의 수로 측정하였다. 그의 연구에 의하면 대주주 지분율은 기업규모와 회사 나이와는陰의 관계를, 경영위험과 대주주 이사진 참여비율과는 陽의 관계를 갖는 것으로 나타났다.

김주현(1992)은 대주주 지분율에 의해 기업의 경영성과가 비선

형적으로 설명될 수 있는지를 실증분석하였다. 여기서 경영성과는 Tobin의 q비율로 측정하였다. 연구결과, 대주주 지분율과 경영성과는 대주주 지분율이 40% 이하일 때 陰의 관계를, 그리고 40% 이상일 때는 陽의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 Morck, Shleifer and Vishny(1988)의 연구결과와 유사하다.

장대홍·김우택·김경수(1993)는 대주주 지분율과 기업가치와의 관계를 연구하였다. 여기에서도 기업가치변수로서 Tobin의 q비율을 사용하였다. 연구결과, 대주주 지분율과 기업가치는 대주주 지분율이 20% 이하일 때는 陽의 관계, 20~25% 구간에서는 陰의 관계 그리고 25% 이상일 때는 陽의 관계를 갖는 것으로 나타났다.

국찬표·정균화(1995)는 우리나라 소유구조 결정요인을 LISREL 방법론으로 연구하였다. 그들은 Titman and Wessels(1988)이 자본구조 결정요인 연구에 사용하였던 LISREL 방법론을 처음 여기에 도입하였다. 그들은 내생변수로서 대주주 지분율, 부채비율 그리고 배당성향을, 외생변수로서 회사 나이부터 우리社主組合 持分 등 9개를 선택하여 이들 변수들이 어떤 구조를 가지고 있는지를 검토하였다. 연구결과 대주주 지분율 결정에 영향을 주는 외생변수는 기관투자가 지분과 우리사주조합 지분임이 밝혀졌다. 그들은 대주주 지분율이 대리인 비용 절감을 위하여 다른 재무정책 변수와 동시에 결정될 수 없음을 주장하였다.

자본구조에 관한 연구는 부채비율을 종속변수로 하고 巨視經濟的 要因이나 기업재무요인을 독립변수로 하는 다중회귀분석모형이 대부분을 이룬다. 거시경제적 요인이 자본구조에 미치는 영향을 연구한 논문은 다음과 같다.

최 광·하태영(1984)은 1961~1983년간 제조업 전체의 부채비율이 법인세율 및 인플레이션율과 陽의 관계를, 이자소득세율 및 공금리와 陰의 관계를 가지고 있음을 발견하였다. 여기서 有意한 회귀계수는 법인세율뿐이었다.

남상우(1984)는 1962~1983년간 제조업 전체의 부채비율이 법인세율, 공금용/총차입금 및 주식시가/장부가 변수와 陽의 관계를, 비농림어업 부문의 부가가치 증가율과 陰의 관계를 가지고 있음을 발견하였다. 여기서 有意한 회귀계수는 법인세율, 공금용/총차입금 그리고 비농림어업 부문의 부가가치 증가율 등 세 변수였다.

곽태원(1988)은 1962~1987년간 제조업 전체의 부채비율이 부채와 주식의 세후 수익률 차이, 공금용/총차입금 및 인플레이션율과 陽의 관계를, 제조업부문 부가가치 증가율과 陰의 관계를 가짐을 발견했다. 여기서 부채와 주식의 세후 수익률 차이, 공금용/총차입금 그리고 부가가치 증가율이 有意한 회귀계수였다.

한편 企業特性變數와 자본구조와의 관계를 연구한 논문은 다음과 같다. 윤봉한(1989)은 우리나라 제조업의 부채비율에 영향을 미치는 재무변수로서 유동성, 고정자산비율, 비부채 절세효과, 광고비, 연구개발비, 수익성 그리고 성장성을 선택하여 실증분석하였다. 그의 연구에 의하면 부채비율은 고정자산과 陽의 유의한 관계를, 그리고 비부채 절세효과와는 陰의 유의한 관계를 갖는 것으로 나타났다.

선우석호(1990)는 1982~1986년 4년간 191개 회사 자료를 이용하여 타인자본비율(=부채/총자산)을 종속변수로 하고 재무위험, 규모, 성장률 그리고 수익성을 독립변수로 선택하여 회귀분석을 실시하였다. 여기서 재무위험은 기업이익의 표준편차, 규모는 총자산, 성장률은 매출액증가율 그리고 수익성은 평균 ROA(총자산수익률)로 측정하였다. 연구결과 자본구조는 규모와는 陽의 관계를, 위험, 성장률 그리고 수익성과는 陰의 관계를 갖는 것으로 나타났다.

박성태(1990)는 Titman and Wessels(1988)이 자본구조 결정요인 연구에서 사용한 LISREL 연구방법론을 국내 자본구조 연구에 처음 응용하였다. 그는 자본구조에 영향을 미치는 독립변수로서 자산의 담보가치, 비부채 절세효과, 독특성, 기업규모, 수익성, 성장

성, 변동가능성, 그리고 산업분류를 선택하여 LISREL 방법으로 실증분석하였다. 여기서 자산의 담보가치는 (재고자산+유형고정자산)/총자산, 비부채 절세효과는 감가상각비와 투자세액공제액의 합, 독특성은 매출액에 대한 연구개발비 비율, 기업규모는 매출액의 자연대수, 수익성은 매출액 영업이익률 또는 총자산영업이익률, 성장성은 매출액에 대한 연구개발비 투자비율, 변동가능성은 영업이익의 백분비 변화율의 9개년 평균값, 그리고 산업분류는 한국표준산업 코드의 더미변수를 선택, 실증분석하였다. 그의 연구에 의하면 부채비율은 기업규모와 陽의 유의한 관계를, 그리고 비부채 절세효과 및 수익성과 陰의 유의한 관계를 가지는 것으로 나타났다.

5. 日本에서의 實證分析

Kester(1986)는 일본기업들의 자본구조와 소유구조를 미국과 비교·연구하였다. 그는 일본기업의 부채비율을 시장기준이 아니라 장부기준으로 계산하면 미국기업의 부채비율과 분명히 다르다고 주장하였다. 특히 역사가 길고 자본집약적인 일본 제조기업의 부채비율은 미국기업과는 완전히 달랐다. 일본기업들의 대주주는 금융기관으로서 그 기업들의 단기자금 대출자이기도 하다. 이러한 대출기관들은 단기자금을 계속 출자기업에 제공함으로써 미국기업들이 부딪히는 소위 과소투자문제(underinvestment problem)나 자산대체(asset substitution) 문제를 피해 나갈 수 있게 한다. 아직까지도 일본기업들은 대주주와 代理人費用 문제로 큰 고민에 빠져 있는 것 같지 않으나 앞으로 대주주와 경영진(기업)과의 代理人問題가 중요하게 부각될 것이며 나아가 경쟁력 약화의 요인으로 대두될 것이다.

일본기업의 短期負債 依存度가 미국기업보다 높다고 해서 재무적으로 불건전한 것은 아니다. 또한 일본기업들이 낮은 금리의 타인

자본을 사용함으로써 경쟁력의 이점을 가진 것도 아니다. 이런 일본기업들의 자본구조는 복잡한 일본 금융시장 체계의 산물이며, 일본기업의 소유구조, 산업과의 관계, 대출금융기관의 구조 그리고 資産構成(asset base) 등을 고려하여 종합적으로 분석되어야 한다.

기본적으로 Kester는 부채비율을 종속변수로 하고 수익성(ROA로 측정), 위험(ROA의 변동률), 성장성(매출액 성장률), 규모(매출액)를 독립변수로 하는 회귀분석을 실시하였다. 일본기업 344개, 미국기업 452개 기업을 대상으로 1982~1983년 1년 동안 횡단면 자료로서 회귀분석한 결과 그는 다음과 같은 점을 발견하였다.

- ① 장부가 기준으로 부채비율을 계산하면 일본기업의 부채비율은 미국기업의 그것보다 높다. 특히 역사가 길고 자본집약적인 일본 제조기업의 부채비율이 높다. 이러한 기업들의 대주주는 또한 단기자금의 채권자이기도 하므로 부채사용에 따른 대리인 비용을 낮추고 채권자와 주주 사이에 생기는 정보불균형(비대칭)으로 인한 비용을 낮춘다. 이러한 기업들은 대개 6대 기업집단에 속해 있다.
- ② 일본 제조기업 중 경공업 분야의 제조기업들은 은행차입을 점차 줄이면서 경영의 독립성을 높여 나가는 듯이 보인다.
- ③ 일본기업의 경영자들은 株主價値를 極大化시키기보다는 그 자신의 효용을 높이는 방향으로 기업활동을 하는 것처럼 보인다.
- ④ 은행이 대주주이기 때문에 생기는 문제점은 은행의 끊임없는 경영감시, 경영의사 결정에의 개입 그리고 은행임원을 경영진에 투입시키는 문제 등이다.
- ⑤ 경영진들은 주식보유를 금지당하고 있고, 스톡옵션(stock option)도 없으며 이익분배계약도 명문화되어 있지 않다. 급여는 고정급여에 정기총회 후 지급되는 보너스의 합이다. 보너스는 성과에 대한 差別的 報償이라기보다는 定期給與의 한 형태일

뿐이다.

- ⑥ 일본기업들은 대출자이자 대주주인 금융기관의 간섭을 받지 않기 위하여 내부유보를 많이 하고, 직접 금융방식인 채권을 발행한다. 이런 현상은 특히 화장품과 경공업제품뿐 아니라 전자, 통신, 의학과 같은 첨단 산업제품 제조업에서 두드러진다.

Prowse(1992)는 1980년대 일본기업의 소유구조를 분석, 일본기업의 소유구조는 미국기업과 다음과 같은 세 가지 점에서 차별화된다고 지적했다. 첫째, 일본 금융기관들은 기관투자자로서 미국보다 투자기업의 주식소유 지분을 더 많이 가질 수 있고 따라서 투자기업을 더 많이 통제한다. 둘째, 일본기업은 6대 기업집단에 속한 기업그룹과 그렇지 않은 독립기업 그룹으로 나눌 수 있는데 기업집단에 속한 기업들은 소속기업 주식을 상호 보유하고 있고 대형 상업은행으로부터 대출을 받고 있다. 대형은행들은 株主이자 債權者로서의 지위를 가지고 기업집단에 속한 기업의 소유구조와 기업행동에 영향을 미친다. 셋째, 일본기업에서 주주의 역할에 대해 논란이 생기고 있다. 일반적으로 일본기업에서 주주는 경영을 통제할 힘이 거의 없는 것으로 여겨져 왔으나 최근 기업집단에 속한 기업들의 대주주들은 미국과는 다른 방식으로 경영을 감시하고 통제해 오고 있다(Kester: 1990, Prowse: 1990).

Prowse는 1984년 당시의 734개 비금융 기업자료로서 5인(법인포함)의 최대 주식보유자를 기준으로 일본기업의 소유집중도를 조사했다. 그의 결론은 다음과 같다. 첫째, 일본기업의 所有集中度는 미국보다 높다. 특히 은행을 포함한 금융기관들의 주식소유 지분율이 미국보다 훨씬 높다. 그러나 경영자의 지분소유 여부는 미국에서 만큼 중요하지 않다. 둘째, 소유집중도는 기업집단에 속한 기업이나 독립기업에서 큰 차이는 없다. 다만 기업집단 그룹에서의 소유집중도는 경영을 통제함으로써 얻는 기업성과와 무관한 듯 보였

으나 독립기업 표본에서의 소유집중도는 경영을 통제함으로써 얻는 기업성과에 민감한 것 같다. 셋째, 기업집단 소속 기업이나 독립기업 모두 소유집중도와 수익성은 무관하다. 즉 所有集中度가 높다고 해서 收益性이 높은 것은 아니다.

Prowse는 그의 연구에서 기업집단과 독립기업은 매우 명백히 다른 기업지배 구조(corporate governance system)를 가지고 있다고 주장했다. 기업집단에 속한 기업들에서 경영진은 기업의 주주이자 장기적으로 금융관계를 유지해 온 은행들에 의해 통제를 받지만 주주들은 단순히 지분을 올린다고 해서 기업을 통제할 수 있는 것이 아니고 다른 방법으로 기업을 감시·통제한다. 독립기업에서 경영진은 최대의 지분을 소유한 대주주의 통제와 감시를 받는데 여기서는 대주주일수록 최대의 수혜자가 된다. 전후 이 두 지배구조가 공존해 왔고 어느 하나가 크게 우월하지도 않았다. 그러나 지난 10년간 일본기업들의 국제자본시장 의존도 심화, 국내자본시장의 규제 완화, 일본경제의 성장률 둔화 그리고 일본기업들의 현금잔고의 축적 등 여건변화로 인해 특히 기업집단 소속기업들의 支配手段(governance mechanism)이 바뀌고 있다. 그 한 예로서 기업집단 소속기업들의 主去來銀行 의존도는 크게 약화되고 있는데 만약 이런 추세가 계속된다면 기업집단 소속기업들의 지배구조는 점점 독립기업과 비슷하게 될 것이다.

6. 美國에서의 實證分析

Miller and Modigliani(1959)에 의해 연구된 자본구조와 기업가치의 무관련성은 재무관리 연구의 핵심적 분야를 이루어 왔다. 그 후 20년간 그들의 가설은 자본구조이론에서 주로 세금의 효과와 자본구조 결정요인 중심으로 연구되어 왔다. Harris and Raviv(1991)는 자본구조에 관한 지금까지의 연구를 代理人理論, 情報非

對稱理論, 生産要素/製品關聯理論 그리고 企業支配權 市場理論의 4가지로 분류하였다.

소유구조에 관한 이론은 Berle and Means(1932)가 주식소유 분산에 따른 所有와 支配 分離假說을 제기한 이후 Williamson(1988)의 去來費用理論과 Jensen and Meckling(1976)의 代理人理論의 관점에서 연구되어 왔다. 1980년대 초까지 소유구조는 기업발전 과정에서 하나의 외생변수로 취급되어 오다가 Demsetz and Lehn(1985)에 의해 최초로 실증분석의 대상이 되어 다른 기업특성 변수의 영향을 받는 내생변수로 간주되었다.

1990년대 전까지는 소유구조와 자본구조를 서로 별개의 기업특성 변수로서 독립하여 취급하였으나 1990년대부터는 소유구조와 자본구조, 나아가 배당정책까지를 함께 관련지어 연구하려는 시도가 이루어졌다. Crutchley and Hansen(1989)은 경영자 지분율, 부채비율 및 배당수익률을 각각 종속변수로 하고 5가지의 기업특성 변수를 공통독립변수로 한 세 개의 다중회귀분석을 시도하였다. 그들의 연구결과에 의하면 경영자 지분율은 분산비용, 수익변동성, 그리고 증권발행 비용과는 陽의 관계를 가지고 광고비와 연구개발비 비중 및 규모와는 陰의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 부채비율은 증권발행 비용과 규모와는 陽의 관계를 그리고 분산비용, 수익변동성, 광고비와 연구개발비 비중과는 陰의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 그들의 연구결과를 요약하면 <表 Ⅲ-3>과 같다.

Jensen, Solberg and Zorn(1992)은 내부지분율, 부채비율, 그리고 배당성향이 상호의존적으로 결정된다고 가정하여 이들 세 변수를 내생변수로 하고 여기에 영향을 미치는 변수로서 경영위험 등 모두 6개의 서로 다른 외생변수를 선택, 3SLS 분석을 시도하였다.

그들은 1982년과 1987년의 두 기간에 대해 3SLS를 이용하였는데 1987년의 결과만 <表 Ⅲ-4>에서 보면 내부지분율은 부채비율과 배당성향과는 유의하지 않은 陽의 관계를 가졌다. 부채비율은

<表 Ⅲ-3> Crutchley and Hansen(1989) 研究結果

독립변수 종속변수	분산비용	수익변동성	발행비용	광고비 및 연구개발비	규모	R ²
경영자지분율	+	+	+	-	-	0.08
부채비율	-	-	+	-	+	0.36
배당수익률	-	없음	-	-	+	0.46

註: 1. +는 陽의 회귀계수, -는 陰의 회귀계수로서 5%의 有意水準에서 有意함.

2. '없음'은 無意味(not significant)한 것.

내부지분율 및 배당성향과 유의한 陰의 關係를 가졌고 그 외 기업 특성 변수인 경영위험과도 유의한 陰의 關係로 나타났다.

Bathala, Moon and Rao(1994)는 기관투자자의 주식소유가 부채비율과 경영자지분에 미치는 영향을 대리인이론 입장에서 분석하기 위해 부채비율과 경영자 소유지분율을 각각 내생변수로 하는 2SLS를 이용하였다. 실증분석 결과 부채비율과 경영자 소유지분율은 동시에 결합적으로 결정되었고 부채비율과 경영자 소유지분율은 기관투자가 지분율과 陰의 關係를 가지는 것으로 나타났다.

<表 Ⅲ-4> Jensen, Solberg and Zorn(1992)의 3SLS 分析結果 (1987年 基準)

외생변수 내생변수	내부지분율	부채비율	배당성향	경영위험	R ²
내부지분율		없음(+)	없음(+)	없음(+)	0.03
부채비율	-		-	-	0.27
배당성향	-	-		-	0.18

註: 1. +는 陽의 회귀계수, -는 陰의 회귀계수로서 5%의 有意水準에서 有意함.

2. '없음'은 無意味한 것임.

3. 각 독립방정식별로 두 개의 내생변수와 4개의 서로 다른 독립변수 등 모두 6개를 외생변수로 사용하였으나 오직 '경영위험'만이 공통적으로 사용되었음.

<表 Ⅲ-5> Bathala, Moon and Rao(1994)의 2SLS 分析結果

외생변수 내생변수	경영자지분율	부채 비율	기관투자가 지분율	성장률	광고비 및 연구개발비
경영자지분율		없음	-	없음	없음
부채비율	-		-	-	-

註: 1. +는 陽의 회귀계수, -는 陰의 회귀계수로서 5%의 有意水準에서 有意함.

2. '없음'은 無意味한 것임.

3. 각 독립방정식별로 1개의 내생변수와 5개의 서로 다른 독립변수 등 모두 6개를 외생변수를 사용하였으나 '기관투자가 지분율', '성장률', '광고비 및 연구개발비'만이 공통적으로 사용되었음.

Ⅳ. 우리나라, 日本, 美國企業의 所有構造와 資本構造

1. 우리나라 企業의 所有構造와 資本構造

가. 우리나라 企業의 發展過程과 所有構造 및 資本構造

우리나라 企業의 발전과정은 우리나라 企業의 소유구조 및 자본구조 형성과 밀접한 관계를 가지고 있다. 우리나라 企業은 1953년 휴전 후 전후 파괴된 공장시설과 빈약한 경제상황 속에서 정부주도에 의한 경제계획에 따라 외국자본, 차관 및 원조에 의하여 산업자본을 형성하였는데, 이 과정에서 독점 자본가가 양성되어 재벌 형성의 계기가 마련됐다. 1960~1980년대의 고도성장기를 맞이하여 대부분의 재벌기업은 차입에 의하여 企業을 확장하고 계속적으로 다각화를 추진함으로써 유상증자에 의한 자본조달이 미미하였다. 이 과정에서 대주주 1인 및 그 친인척으로의 소유권 집중은 계속되었다. 정부의 여신정책은 원래 경제정책을 실현시키기 위한 수단으로서 長期低利의 정책금융을 특정산업에 지원하는 것인데 이 과정에서 많은 재벌기업들의 부채비율이 높아지게 되고 企業의 체질이 借入依存型으로 바뀌게 된다.

우리나라 企業의 소유구조와 자본구조는 결국 높은 대주주 지분율과 높은 부채비율로 요약된다. 그 원인은 자본시장의 미발달로 인한 유상증자의 어려움, 높은 경제성장률로 인한 만성적인 자금부족, 높은 인플레이션을, 상호출자와 상호지급보증에 의한 부채증가, 企業을 자기 개인의 소유로 인식하는 대주주의 의식구조에서 찾을 수 있다.

대주주 중심의 주식소유 집중 현상은 정부가 1987년부터 30대 기업집단을 지정하여 공정거래위원회로 하여금 소유지분을 완화정책을 시행하도록 한 이래 점차 개선되어가고 있다. 한편 기업의 높은 부채비율은 1986년부터 주식시장이 활성화되고 경제성장률이 점차 안정화 단계로 접어들어 따라 점점 낮아지거나 일정 수준을 유지하고 있는 상태이다.

나. 우리나라 上場企業의 所有構造와 資本構造

1) 상장기업의 소유자별 주식분포

<表 IV-1>에서 우리나라 전체 상장기업의 所有者別 주식분포를 보면 1995년 말 현재 기관투자가 50.5%, 외국인 10.4% 그리고 개인은 39.1%를 차지하고 있다. 기관투자자는 금융기관이 28.3%, 기타 법인 20.5% 그리고 정부·공공기관이 1.7%이다. 금융기관 중에는 은행이 11.6%로서 가장 높고 투자신탁과 보험회사가 각각 6.6%, 6.1%로서 그 뒤를 쫓고 있으며 증권회사는 주식소유 비중이 점점 낮아져 3.1%에 머물고 있다.

지난 9년간 상장기업의 소유자별 주식분포 추세를 보면, 기관투자자는 약 50%의 비중을 차지하면서 크게 변화를 보이지 않는 반면, 외국인의 투자 비중이 현저하게 높아지고 반대로 개인투자자 비중은 8년만인 1995년에 30%대로 떨어져서 개인투자자의 주식소유가 상대적으로 감소하고 있음을 알 수 있다.

기관투자자들의 주식소유 추세를 보면 金融機關은 1990년대에 들어서서 30% 내외에서 안정적인 비중을 차지하고 있고 계열기업, 재단 등의 기타 법인 역시 20%대에서 꾸준히 소유비중을 유지하고 있다. 그러나 금융기관 내에서는 1990년대에 들어서서 銀行이 꾸준히 소유비중을 늘려 오고 있으나, 상대적으로 投資信託은 최대 기관투자자의 지위를 점점 잃으면서 투자비중이 점점 낮아지고 있다. 保險會社는 약 6%선에서 소유비중을 꾸준히 유지하고 있으나

<表 IV-1> 上場企業의 所有者別 株式分布(株式數 基準)

(單位: %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
법인 및 정부기관	34.3	34.3	43.4	46.4	46.9	51.0	49.8	50.7	50.5
금융기관	13.8	14.2	13.7	28.2	19.6	30.1	30.6	28.8	28.3
은행	5.6	6.5	3.2	6.3	8.6	8.8	11.6	10.7	11.6
증권회사	2.6	3.1	5.1	5.4	5.6	5.8	5.3	4.0	3.1
투자신탁	0.8	0.5	2.7	9.3	8.5	8.1	6.6	7.3	6.6
· 보험회사	4.4	4.0	2.6	6.3	6.3	6.7	6.5	5.9	6.1
단기금융·금고	0.4	0.1	0.1	0.9	0.6	0.7	0.6	0.9	0.9
기타법인	20.4	18.6	17.9	18.0	17.2	20.9	19.2	20.1	20.5
정부·공공기관	0.1	1.4	11.8	0.1	0.1	0.0	0.0	1.8	1.7
외국인	3.3	2.7	2.1	2.0	2.9	4.4	8.8	9.1	10.4
개인	62.4	63.0	54.6	51.6	50.2	44.6	41.3	40.2	39.1
계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

註: 모든 상장기업 포함.

資料: 증권거래소, 『증권통계연보』, 1987~1995.

반대로 證券會社는 주식소유 비중을 낮추고 있다. 예금금융기관으로서 은행이나 보험회사는 주식소유 비중을 상대적으로 늘리고 있음을 알 수 있다.

2) 상장기업의 주식수별 주식분포

상장기업의 株式數別 주식분포를 <表 IV-2>에서 보면 1995년의 경우 100주 이상 500주 미만을 보유하는 주식수가 33.6%로 가장 많고 그 다음이 100주 미만을 보유하는 주식수가 27.6%, 그리고 1천주 이상 5천주 미만이 19.5%로서 세번째이다.

1987년부터 1995년까지 9년간 추세를 보면 1990년대에 들어서서 100주 미만의 소규모 금액 주주들이 30% 내외에서 크게 변하지 않고 있고, 500~999주 중규모 금액 주주 역시 12~14% 사이

<表 IV-2> 上場企業의 株式數別 株式分布(株式數 基準)

(單位: %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
100주 미만	64.3	74.6	83.8	30.1	27.0	27.1	25.4	37.8	27.6
100~499주	26.4	19.5	12.6	42.6	40.6	39.5	37.9	29.8	33.6
500~999주	4.3	3.0	1.9	12.0	13.2	13.1	14.2	12.2	14.2
1,000~4,999주	4.0	2.5	1.5	12.3	15.2	15.8	18.1	16.3	19.5
5,000~9,999주	0.5	0.2	0.1	1.7	2.2	2.5	2.4	2.2	2.8
10,000주 이상	0.5	0.2	0.1	1.3	1.8	2.0	2.0	1.7	2.3
계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

註: 1. 모든 상장기업 포함.

2. 1989년까지의 소유주식수는 회사별로 집계, 1990년부터 동일인일 경우 소유주식수를 합산.

3. 1990년도의 수치는 포함제철과 한국전력의 주식수 및 주주수가 포함되지 않은 것임.

資料: 증권거래소, 『증권통계연보』, 1987~1995.

에서 안정적인 소유자층을 구성하고 있다. 그러나 가장 뚜렷한 변화는 100~499주의 비교적 소액주주의 비중이 점차 줄어들고 있는 반면 1,000~4,999주의 중규모 금액 주주들의 비중이 늘어나고 있는 현상이다. 이는 소규모 금액 개인 투자자 비중이 점차 줄어들고 外國人投資者와 기관투자자 중 銀行의 투자비중이 점차 늘어나는 것과 관련이 있는 것으로 보인다.

한편 5천주 이상 대규모 금액의 주주들은 1990년 이후 1~3% 사이의 비중을 차지하면서 비교적 안정적인 주주층을 형성하고 있다.

3) 상장기업의 자본구조

<表 IV-3>에서 우리나라 상장기업의 부채비율을 보면 1987년에 368.5%를 기록하다 1990년대에 접어들면서 200%대로 급격히 떨어져 그후 약 240~250% 사이에서 유지되고 있다. 부채비율의

변화 패턴이 뚜렷하지는 않으나 최근에는 급격한 변동 없이 일정 수준에서 유지되고 있음을 알 수 있다¹⁾.

<表 IV-3> 上場企業의 負債比率

(單位: %, 개)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
부채비율	368.5	286.9	203.2	218.2	241.1	256.0	243.8	247.7
회사 수	251	328	442	461	465	458	462	480

註: 1. 금융보험업, 신규 상장사, 결산기 변경사, 사업보고서 미제출사, 감사 의견거절 및 부적정사는 제외하였음.

2. 분석대상 회사는 '제조업 등(=제조업+기타산업)'임.

資料: 증권감독원, 『자본시장연보』, 1988~1995.

다. 우리나라 30大 企業集團의 所有構造와 資本構造

1) 우리나라 30大 企業集團의 所有構造

우리나라 30대 기업집단의 내부지분율(=가족지분율+계열회사 지분율)은 <表 IV-4>와 같은데 1987년부터 꾸준히 감소하여 1996년 4월 현재 44.1%이다.

그러나 그 내용을 살펴보면 가족지분율은 지속적으로 감소하여 1994년 4월에는 한자리 수대로 진입하였으나 1995년부터 다시 두 자리 수로 증가하였다. 한편 계열회사 지분율은 1990년대에 들어서

1) 참고로 韓國銀行이 『기업경영분석』에서 집계한 제조업의 부채비율은 다음과 같다.

우리나라 製造企業의 負債比率

(單位: %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
부채비율	340.1	296.0	254.3	286.3	309.2	318.7	294.9	302.5	286.8

자료: 韓國銀行, 『기업경영분석』.

<表 IV-4> 30大 企業集團의 内部持分率

(單位: %)

	1987.4	1989.4	1990.4	1991.4	1992.4	1993.4	1994.4	1995.4	1996.4
가족지분율(A)	15.8	14.7	13.7	13.9	12.6	10.3	9.7	10.5	10.3
계열회사지분율(B)	40.8	32.5	31.7	33.0	33.5	33.1	33.1	32.8	33.8
내부지분율(A+B)	56.6	47.2	45.4	46.9	46.1	43.4	42.8	43.3	44.1

註: 1. 1988년은 자료 자체가 없음.

2. 1987~1992년까지는 자산규모 4천억원 이상의 재벌이며 1993년 이후는 자산 규모 상위 30대 기업집단의 평균임.

資料: 공정거래위원회.

서 31~34% 사이에서 거의 변하지 않고 있다²⁾. 개인 대주주의 대주주 지분율은 계속적인 유상증자시 유상대금 납부의 어려움이나 상속·증여세의 납부 등으로 당연히 하락한 것으로 보인다. 그렇지만 대주주들은 계열회사 지분율을 일정하게 유지함으로써 기업집단의 지배권을 계속 확보하는 것으로 보인다. 따라서 대주주인 소유경영자가 공식적으로 40% 이상의 지분을 소유함으로써 공개기업이 갖는 自己資本의 代理人 問題는 그렇게 심각하지 않은 듯하다.

2) 우리나라 30大 企業集團의 資本構造

30대 기업집단의 負債比率은 <表 IV-5>에서 보는 바와 같이 1995년 현재 402.5%이다. 이는 같은 해 상장기업의 평균 부채비율 247.7%와 우리나라 製造業 全體의 평균 부채비율 102.5%보다 훨씬 높다³⁾.

- 2) 가족지분율은 대주주 1인 지분율과 특수관계인 지분율의 합인데 사실 대주주 1인이 거의 완전히 통제할 수 있는 지분이다. 따라서 여기서 가족지분율은 대주주 지분율과 같은 의미로 사용한다. 또한 실증분석에서도 내부지분율이 아니라 대주주 지분율을 소유구조로 보고 부채비율 및 기타 다른 변수와의 관계를 연구한다.
- 3) 상장기업의 평균 부채비율 자료는 『자본시장연보』(증권감독원)에서, 우리나라 제조업 전체의 평균 부채비율 자료는 『기업경영분석』(한국은행)에서 입수했다.

<表 IV-5> 30대 企業集團의 負債比率

(單位: %)

	1987	1989	1991	1993	1994	1995
부채비율	521.1	420.8	405.1	426.3	397.5	402.5

註: 부채비율은 다음과 같이 자기자본비율을 이용하여 계산한 것임.

$$\text{부채비율} = \frac{1 - \text{자기자본비율}}{\text{자기자본비율}} \times 100\%$$

資料: 공정거래위원회.

30대 기업집단의 부채비율 추세를 보면, 1987년 521.1%에서 1990년대부터 400%대로 떨어진 이후 지금까지 400% 내외에서 유지되고 있다. 이와 같이 부채비율이 점진적으로 감소하거나 일정 수준으로 유지되는 추세는 우리나라 제조기업 모두에 공통된 현상이다.

구체적으로 30대 기업집단의 貸出金과 금융기관 전체의 貸出金을 <表 IV-6>에서 비교해 보면 1995년 현재 全體 金融機關의 總貸出金이 391조원이고 그 중 30대 기업집단의 貸出金이 88조원이다. 30대 기업집단 貸出金 88조원은 銀行金融機關으로부터의 貸出金 35조원과 제2金融圈으로부터의 貸出金 53조원의 합이다.

30대 기업집단의 대출금이 금융기관 전체에서 차지하는 비중을 <表 IV-7>에서 보면, 1995년 말 현재 은행금융기관에서 13.9% 그리고 제2금융권에서 38.4%의 비중을 차지하여 전체 금융기관 기준으로는 21.5%의 비중을 차지하고 있다. 銀行金融機關에서는 1988년 23.7%에서 1995년 13.9%에 이르기까지 계속 감소하는 추세이나 第2金融圈에서는 32~39%에서 일정한 수준을 유지하고 있다. 따라서 全體 金融機關으로 보면 30대 기업집단의 대출금 비중은 21~26%에서 크게 변하지 않고 있는 실정이다.

<表 IV-6> 30大 企業集團의 貸出金 現況

(單位: 조원)

		1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
은행금융기관 (A)	총대출금	78	98	120	137	160	180	219	254
	30대기업집단	18	20	24	27	30	30	32	35
제2금융권 (B)	총대출금	22	32	39	55	74	86	162	137
	30대기업집단	7	12	15	20	27	32	38	53
전체 금융권 (A+B)	총대출금	100	130	159	192	234	266	321	391
	30대기업집단	25	32	39	47	57	62	70	88

註: 1. 대출금의 범위는 국내 모든 금융기관(은행금융기관 및 제2금융권)의 원화 및 외화대출금, 신탁대출금 및 국내 금융기관 해외지점대출금을 포함.

2. 은행금융기관은 예금은행, 개발기관, 그리고 은행신탁계정의 대출금 합계임.

3. 제2금융권은 투자금융회사, 종합금융회사, 보험회사 그리고 리스회사의 대출금 합계임.

資料: 1. 은행감독원.

2. 재정경제원.

3. 정병휴·양영식, 『한국재벌 부문의 경제분석』, 한국개발연구원, 1992.

<表 IV-7> 30大 企業集團의 貸出金의 金融機關別 比重

(單位: %)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
은행금융기관	23.7	20.7	19.8	19.5	19.0	16.6	14.8	13.9
제2금융권	32.4	36.6	37.8	36.6	35.9	37.1	37.2	38.4
전체 금융기관	25.6	24.6	24.2	24.4	24.3	23.2	21.9	21.5

資料와 註: <表 IV-6>과 동일.

한편 30대 기업집단의 대출금 증가추이를 金融機關別로 비교해 보면, <表 IV-8>에서 보는 바와 같이 銀行金融機關의 총대출금 7년간 평균증가율 18.4%에 비하여 30대 기업집단의 7년간 대출금 평균 증가율은 9.8%로서 증가추세가 절반밖에 이르지 못하고 있다.

<表 IV-8> 30大 企業集團의 貸出金 增加率 比較

(單位：%)

		1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	7년간평균 증가율
은행	총대출금	24.6	23.4	14.1	16.3	12.7	21.5	15.9	18.4
금융기관	30대기업집단	9.4	17.2	12.5	13.4	-1.4	8.5	8.7	9.8
제2	총대출금	46.1	24.2	40.6	23.0	16.4	19.1	34.1	30.5
금융권	30대기업집단	65.2	28.0	36.3	30.7	20.3	19.4	38.2	34.0
전체	총대출금	29.3	23.6	20.6	21.1	13.9	20.7	21.7	21.6
금융기관	30대기업집단	26.6	21.5	21.7	20.8	8.7	14.1	24.6	19.7

資料와 註 : <表 IV-6>과 동일.

그러나 第2金融圈에서는 총대출금의 7년간 평균증가율인 30.5%에 비해 30대 기업집단의 7년간 평균증가율은 이보다 더 높은 34%이며, 따라서 全體 金融機關으로 보면 30대 기업집단의 대출금 증가율은 전체 금융기관 대출금 증가율과 비슷한 추세를 보이고 있다.

2. 日本企業의 所有構造와 資本構造

가. 日本企業의 所有構造

1) 日本企業의 所有構造

여기서는 일본의 대표적인 기업집단인 6대 재벌을 중심으로 소유 구조를 설명한다. 제2차 세계대전 후 재벌이 해체된 이래 지금까지 일본기업 소유구조의 특징은 社長會 중심의 실질적 기업지배와 系列企業間의 주식의 相互所有 그리고 주주이면서 동시에 채권자인 금융기관의 相互協助에 있다. 社長會는 법적인 기구는 아니지만 초법적으로 사실상 6대 기업집단의 최고 의사결정기구이다.

社長會에 참여하는 기업수는 <表 IV-9>에서와 같이 1992년 현재 평균 33개이다. 社長會는 월 1회 정도 열리는데 기업집단이나

<表 IV-9> 日本 6大 企業集團의 所有構造

(單位: 개, %)

	사장회의 참여기업수		주식상호 소유지분율		금융기관 차입금 의존율
	1989	1992	1989	1992	1992
미쓰이	24	26	19.0	19.3	24.9
미쓰비시	29	29	35.0	38.2	25.4
쓰미모토	20	20	27.0	28.0	28.6
후요	29	29	16.0	16.9	20.0
산화	44	44	16.0	16.7	18.8
다이쨥강교	47	48	14.0	14.2	12.8
평 균	32	33	21.2	22.2	19.5

資料: 1. 1989년은 Berglof and Perotti(1944)에서 인용.

2. 1992년은 日本 公正取引委員會 事務局(1994)에서 인용.

개별기업에 대해 중요한 결정을 내리므로 사실상 대주주들의 모임과 같은 성격을 갖는다. 社長會에 참가하는 각 회사의 代表理事들은 법적으로는 理事會에서 선출되지만 사실상 社長會가 그 임면을 결정하며 자기회사에 대한 단독결정은 별로 없고 社長會의 공동결정에 따른다.

물론 일본회사법에서는 법적으로 주주총회가 있고 주주총회에서 理事會 구성원과 외부감사를 선임한다. 그러나 주주총회에 참여하는 계열기업들이 서로 주식을 상호보유하고 있으므로 주주총회는 형식적일 뿐이다.

<表 IV-9>에서 보듯이 1992년 현재 6개 기업집단의 주식 상호지분율 평균은 22.2%이다. 理事들 역시 사장회의 결정과 주주총회의 형식적인 선출을 통해 임명되므로 실질적인 기업지배는 社長會에 의해 이루어진다. 한편 6대 기업집단의 금융기관 차입금 의존율을 <表 IV-9>에서 보면 1992년 현재 19.5%인데 일본 상장기업 전체의 주식 소유자별 분포를 보면 1994년 현재 銀行이 40.9%를

차지하고 있다(『東證統計年報』: 1995). 따라서 銀行은 재벌기업의 최대 주주이자 최대의 채권자로서 기업의 외부 감시자이면서도 또한 협력자이다. 이러한 협력관계는 기업이 재무적으로 어려울 때 특히 잘 나타나는데 出資企業이 不渡에 직면하게 되면 자신의 채권 변제 우선순위를 뒤로 하거나 상환을 연기하면서까지 出資企業의 어려움을 덜어주고자 한다. 또한 출자기업이 회생가능성이 있다고 판단되면 적극적으로 경영에 개입하고 지원한다.

기본적으로 출자기업과 채권자인 銀行 사이에 정보비대칭이 있게 마련이므로 銀行은 출자기업에 임원을 파견함으로써 이런 정보비대칭을 해결한다. 파견된 임원을 통해서 은행은 기업을 감시하면서 또한 협력자로서의 역할을 충분히 수행할 수 있는 정보를 입수한다.

2) 日本 上場企業의 所有者別 株式分布(株式數 基準)

<表 IV-10>에서 일본의 전체 상장기업의 소유자별 주식분포를 보면 1994년 말 현재 金融機關을 포함한 法人 및 政府機關 69.1%, 外國人 7.4% 그리고 個人 23.5%의 비중을 차지하고 있음을 알 수 있다.

法人 및 政府機關은 金融機關이 44.6%, 年金 및 財團 등의 其他 法人이 23.8% 그리고 정부 공공기관이 0.7%이다. 금융기관 중에서는 銀行·保險會社가 40.9%로서 가장 높고 投資信託 2.6% 그리고 證券會社 1.1%의 순이다.

소유자별 주식분포 추이를 보면 개인투자자의 비중은 22~24% 내외에서 거의 변함이 없는 데 비해, 外國人投資家의 비중은 꾸준히 늘어가고 있으나 法人投資家의 비중이 줄어들고 있음을 알 수 있다. 법인투자자 중 정부금융기관의 비중은 미미하므로 기관투자자의 비중은 68~73%로서 같은 기간 동안 우리나라의 기관투자자 비중 33~51%보다 훨씬 높은 편이다.

<表 IV-10> 日本 上場企業의 所有者別 株式分布(株式數 基準)

(單位: %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
법인 및 정부기관	72.8	73.7	73.5	72.7	71.3	70.7	69.6	69.1
금융기관	47.1	48.1	48.0	46.9	46.2	45.7	45.1	44.6
은행·보험회사	42.2	42.5	42.3	41.6	41.5	41.3	40.8	40.9
증권회사	2.5	2.5	2.0	1.7	1.5	1.2	1.3	1.1
투자신탁	2.4	3.1	3.7	3.6	3.2	3.2	3.0	2.6
기타 법인	24.9	24.9	24.8	25.2	24.5	24.4	23.9	23.8
정부·공공기관	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
외국인	3.6	4.0	3.9	4.2	5.4	5.5	6.7	7.4
개인	23.6	22.4	22.6	23.1	23.2	23.9	23.7	23.5
계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料: 동경증권거래소, 『東證統計年報』, 1987~1995.

법인투자가 비중의 추이를 보면 銀行·保險會社, 證券會社, 投資信託 그리고 其他 法人 등의 비중이 점차 줄어들고 있다. 특히 證券會社의 투자비중이 5~6년 전에 비해 반으로 줄어들고 있고 銀行·保險會社 투자 비중의 감소도 미미하나마 눈에 띈다.

일본 상장기업의 개인투자가 비중은 22~23% 범위 내에서 최근 8년 동안 거의 변함이 없었는데 비해 우리나라의 개인투자가 비중은 1987년에 62%대에서 8년 후인 1994년에는 39%대까지 줄어들었으나 여전히 일본에 비해 훨씬 높은 수준을 유지하고 있다.

3) 日本 上場企業의 株式數別 分布

일본 상장기업의 주식수별 분포를 <表 IV-11>에서 보면 10만 주 이상의 巨額 투자자는 64~67%의 비중을 가지면서 안정적 추세를 보이고 있고, 또한 1만주 이상 5만주 미만, 그리고 5만주 이상 10만주 미만의 中規模 투자자의 비중은 각각 7%와 5% 범위

내에서 안정적 추세를 나타내고 있다. 이것은 계열기업이나 금융기관 등 기관투자자들이 안정적인 주주층을 형성하고 있음을 보여주는 예라고 하겠다. 한편 1만주 미만의 투자자 비중 역시 매우 일정한 추세를 보이면서 변화가 없는 점으로 보아 일본 상장기업의 주식수별 분포는 매우 안정적이라고 말할 수 있다.

<表 IV-11> 日本 上場企業의 株式數別 分布(株式數 基準)

(單位: %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
500주 미만 (1~4단위)	7.7	7.8	8.3	8.6	8.6	8.7	8.6	8.1
500~ 999주 (5~9단위)	4.0	3.7	3.7	3.8	3.7	3.8	3.7	3.6
1,000~ 4,999주 (10~49단위)	8.6	8.0	8.1	8.2	8.1	8.2	8.0	7.8
5,000~ 9,999주 (50~99단위)	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.6	2.6	2.5
10,000~49,999주 (100~499단위)	7.6	7.7	7.8	7.7	7.8	7.5	7.6	7.5
50,000~99,999주 (500~999단위)	4.9	5.0	5.0	4.9	5.0	4.8	4.9	4.9
100,000주 이상 (1,000단위 이상)	64.7	66.2	64.6	64.1	64.0	64.4	64.7	65.7
계	100	100	100	100	100	100	100	100

註: 1985년까지는 주식수이고 1986년부터 단위(unit)로 집계함.
 資料: 동경증권거래소, 『東證統計年報』, 1987~1995.

나. 日本企業의 資本構造

일본기업의 자본구조는 부채비율의 꾸준한 하락추세를 그 특징으로 하고 있다. <表 IV-12>에서 보면 1984년까지 300%대이던 일본기업의 부채비율은 1985년에 접어들면서 200%대로 떨어진 후 1990년대에 접어들면서도 계속 하락세를 보이고 있다.

엔고현상과 일본경제의 침체로 인해 일본기업은 부채의 감소와 자기자본의 충실화를 통해 資本構造 健全화를 실질적으로 달성하고 있는 것으로 보인다.

일반적으로 일본기업, 특히 6대 기업집단에 속해 있는 기업들은

<表 IV-12> 日本企業의 負債比率(製造業 基準)

(單位: %)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
부채비율	323.7	309.8	289.1	269.0	254.6	243.6	230.0	226.8	220.5	216.5	212.5	209.6

註: 부채비율은 다음과 같이 자기자본비율을 이용하여 계산한 것임.

$$\text{부채비율} = \frac{1 - \text{자기자본비율}}{\text{자기자본비율}} \times 100\%$$

資料: 日本 大藏省, 『財務金融統計月報』.

은행 등 금융기관의 주식을 소유하고 반대로 금융기관들은 기업집단의 주식을 소유하였다. 따라서 은행들은 채권자이면서도 주주이므로 기업 감시자로서의 역할보다는 협력자의 역할에 더 큰 비중을 두었는데 이런 현상은 실제적으로 일본 기업들의 낮은 配當率로 나타나고 있다. 일본기업들은 미국기업에 비해 부채비율이 높으나 재무위험이 높지 않고, 낮은 配當率과 높은 留保率을 그 특징으로 한다.

3. 美國企業의 所有構造와 資本構造

가. 美國企業의 所有構造

1) 美國企業의 支配構造의 特徵

미국기업의 지배구조는 외부이사 중심의 이사회와 내부감사와 최고경영자인 전문경영인의 실질적인 기업지배를 특징으로 한다. 미국기업의 지배구조와 경영체제는 대주주 지분을 하라과 함께 산들러가 말하는 經營者 資本主義가 이미 20세기 초에 시작되어 20세기 중반에 정착함으로써 소유와 경영의 분리가 이루어졌다.

미국은 자본시장이 일찍 발달했으므로 산업의 발전과 함께 기업 규모가 증대함에 따라 외부 개인주주에 의한 자본조달이 일반화되었으며 이 과정에서 소유권이 널리 분산되었다. 최대의 기관투자가

인 年金基金(pension funds)이나 相互基金(mutual funds)은 投資收益 목적에서 株式를 保有하였으며 企業支配를 목적으로 하지는 않았다.

신규 공개기업의 株式이나 유상증자株式의 대부분은 發行市場에서 個人주주에게 흡수되었으므로 금융기관 的 企業株式 保有율은 낮은 편이다. 金融기관은 대기업과 지배·종속관계에 있지도 않았고 金融기관은 企業에 資금을 제공하기 위해 경쟁적이었다. 이와 같은 소유권 분산이 널리 이루어져 주주-대리인 관계에 의한 전문경영자 지배가 이미 20세기 초인 1930년대에 이루어졌다. 따라서 미국에서는 대주주 지분의 분산에 의한 전문경영 체제의 문제점을 代理人費用으로 설명하는 代理人理論(agency theory)이 깊이 연구되었다⁴⁾.

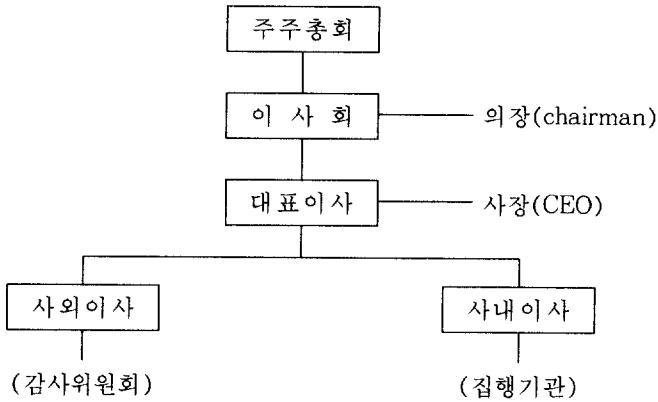
미국기업의 경영체제는 기관투자자가 경영권을 침해하지 않고 가능한 기존 경영진을 인정·유지하려는 관행 속에서 최고경영자가 실질적으로 企業을 지배하고 이사회가 이를 감시하는 형태로 이루어졌다. 최고경영자(CEO: chief executive office)는 사장(president)인데 주주총회에서 理事會의 의장(chairman)을 겸임할 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다. [圖 IV-1]은 미국 企業의 지배구조와 경영체제를 나타낸 것이다.

理事會의 理事는 주주총회에서 選출되고 최고경영자는 理事會에서 選출된다. 이사회는 社內理事와 社外理事(outside director)로 구성된다⁵⁾. 社內理事는 경영의사결정의 통제권을 가지고 집행기관으로서의 역할을 수행하고 사외이사는 社內理事들 사이의 불화를 중재하고 代表理事(CEO)를 비롯한 집행 이사진들의 성과를 평가하여 보수를 결정하고 내부경영진과 주주와의 갈등을 해소하려고 한다.

4) 이 분야의 최초 연구는 M.C. Jensen and W.H. Meckling(1976)에 의해 이루어졌다.

5) 이사회는 다음과 같다. ① 최고경영자 임면, 업적 평가 및 보수 결정 ② 경영전략의 검토 ③ 경영성과의 평가 ④ 외부감사의 선임 ⑤ 회계정책의 검토(Jacobs: 1991)

[圖 IV - 1] 美國企業의 支配構造와 經營體制



미국은 감사제도가 없으므로 社外理事가 감사위원회를 구성하여 감사 기능을 수행한다.

미국은 理事會 구성에 있어서 社外理事의 비중이 점점 더 커지고 社外理事 수가 社內理事 數보다 더 많은 기업이 늘어나고 있는 등 社內理事를 감시·견제하는 社外理事의 역할이 더 중요시되는 추세이다. 이사회 의장은 이사회를 주도하고 의사진행을 맡기는 하지만 代表理事와 같은 적극적인 기업활동은 하지 않는다. 이사회 의장은 대주주 후손일 수 있으나 대부분은 대주주의 친인척과 관계가 없고 사회적으로 신망이 높고 전문경영인의 자질을 갖춘 사람이거나 기관투자가의 대표가 맡는다.

미국은 극단적인 소유와 경영의 분리로 인하여 어느 주주도 소유권을 확보하지 못하는 가운데 내부 집행기관인 代表理事가 경영권을 행사하고 이사회가 내부감사 기능을 갖는다. 그러나 理事會는 다음과 같은 이유로 인해 내부감사 기능을 충분히 수행하지 못할 수 있다. 첫째, 정보비대칭 문제로서 社外理事로 구성된 理事會는 내부 집행기관에 대한 정보를 충분히 가지지 못한다. 둘째, 代表理

事가 이사회 의장을 겸직할 경우 이사회 독립성이 떨어진다. 셋째, 이사회 이사는 대표이사가 추천하는 경우가 많으므로 이사들이 대표이사 및 경영진에게 호의적이 될 수 있다.

위와 같은 내부감사 기능의 한계는 企業支配權市場(market for corporate control)의 존재로 보완된다. 외부감사 메커니즘으로서 企業支配權市場이 미국기업의 지배구조 속에서 특히 발달한 것은, 주식소유가 광범위하게 분산되어 어느 누구도 대주주로서 기업권을 장악할 수 없는 상황에서 주식시장에서 株式의 公開買收를 통하여 기업지배권 확보(탈취)가 가능하기 때문이다. 더구나 미국은 증권시장의 발달로 주식의 유동성이 높아 주식이 쉽게 매매될 수 있으므로 기업지배권 시장이 활성화될 수 있었다.

2) 美國 上場企業의 所有者別 株式分布(金額基準)

미국 상장기업의 소유자별 주식분포를 금액기준으로 <表 IV-13> 과 <表 IV-14>에서 보면 1995년 3분기 말 현재 주식의 時價總額 8조달러 중 家計部門은 4조 1천억달러로서 51.2%, 機關投資家 전체는 3조 5천억달러로서 44.0%의 비중을 차지하고 있다.

나. 美國企業의 資本構造

美國企業의 負債比率은 <表 IV-15>에서 제조업 기준으로 1994년 현재 166.5%이다. 이는 같은 기간 日本企業 제조업 평균 부채비율 209.6%, 韓國企業 제조업 평균 부채비율 286%보다 훨씬 낮은 수준이다.

부채비율의 기간적 추이를 보면 1983년의 104.0%에서 11년 후인 1994년에는 166.5%로 증가하였으나 부채비율 평균증가율은 산술평균 기준으로 5~6.6%에 머물러 매우 안정적인 증가추세를 보이고 있다. 이는 일본과 한국기업들의 부채비율이 점차 감소하는 추세와 좋은 대조를 이룬다.

<表 IV-13> 美國 上場企業의 所有者別 株式分布(金額 基準)

(單位: 10億달러)

	1950	1970	1990	1992	1993	1994	1995
private pension funds	1.1	67.1	657.6	962.1	1,038.3	1,069	1,120.3
state & local pension funds	0.0	10.1	296.1	448.9	481.1	517.4	657.3
life insurance companies	2.1	14.6	97.9	121.7	156.2	154.7	341.1
other insurance companies	2.6	13.2	79.9	97.3	107.1	105.3	140.6
mutual funds	2.9	39.7	233.2	451.7	617.0	821.3	1,011.7
closed-end funds	N/A	4.3	16.3	23.3	20.1	31.9	39.8
bank personal trusts	N/A	80.6	190.1	216.9	199.0	158.6	214.9
foreign sector	2.9	27.2	221.7	300.2	326.9	344.0	344.2
householder & nonprofit organizations	130.3	598.2	1,716.7	2,810.0	3,022.5	2,894.5	4,101.0
other	0.8	5.0	20.7	30.8	38.4	37.9	42.6
total equities outstanding	142.7	860.0	3,530.2	5,462.9	6,006.6	6,135.1	8,013.5

註: 1. 1993, 1994, 1995는 매년 3분기(3rd quarter)기준임.

2. 외국인(foreigners)부분은 정부·공공기관의 지분을 포함.

3. 가계부분은 비영리기관의 주식지분을 포함하며, bank personal trusts는 별도로 집계함.

4. 기관투자자는 closed-end funds까지를 포함.

資料: Federal Reserve Board, *Flow of Funds*.

<表 IV-14> 美國 上場企業의 所有者別 株式分布(金額 基準)

(單位: %)

	1950	1970	1990	1992	1993	1994	1995
기관투자자 (연금기금)	6.1 (0.8)	26.7 (9.0)	44.1 (26.9)	41.7 (25.2)	43.6 (25.3)	46.6 (25.9)	44.0 (22.2)
외국인	2.0	3.2	6.3	5.5	5.4	5.6	4.3
가계	91.3	69.6	49.1	52.3	50.3	47.2	51.2
기타	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5
계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

註: 1. 앞의 <表 IV-13>을 정리함.

2. 외국인 부분은 정부·공공기관의 지분을 포함.

3. 기타는 bank personal trusts를 포함.

4. 기관투자자는 closed-end funds까지를 포함.

資料: Federal Reserve Board, *Flow of Funds*.

<表 IV - 15> 美國企業의 負債比率(製造業 基準)

(單位: %)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
부채비율	104.0	110.1	121.0	127.3	133.1	138.2	146.8	148.7	147.3	168.2	174.5	166.5

資料: U.S. Dept. of Commerce, Bureau of Census, *Quarterly Financial Report*.

일반적으로 미국기업들은 자본조달시 외부차입이나 사채의 발행보다는 내부유보와 주식발행에 치중하고 있어 부채비율이 낮으며 또한 매우 안정적인 자본구조를 취하고 있다. 미국기업 자본구조의 특징은 낮은 負債比率과 높은 配當性向(낮은 留保率)으로 규정할 수 있다.

1) 낮은 負債比率

미국기업의 부채비율이 낮은 것은 기업의 규모와 성장성 및 수익성이 부채비율과 陰의 관계를 가진다는 실증분석에서 그 원인을 찾을 수 있다(Titman and Wessels: 1988, Friend and Lang: 1988, Bathala, Moon and Rao: 1994). 분산투자의 결과 기업의 규모가 커지면 대기업들에 잉여현금흐름이 많이 발생하여 부채를 덜 사용하게 되고 또한 신규투자보다는 기존투자의 확장으로 규모가 증대될 경우 이러한 현상은 더욱 심화될 것으로 예상된다. 그러나 기업 규모가 클수록 부채비율이 더욱 높아진다는 견해가 있기도 하다(Friend and Hasbrouk: 1988).

한편 기업은 성장성이 커질수록 높은 수익성과 함께 더 많이 유보할 가능성을 가진다. 또한 유보는 자기자본의 정보비대칭 비용을 낮추므로 부채보다 선호되는 자본조달 수단이 된다. 성장기회와 부채비율이 陰의 관계를 가진다는 실증분석(Titman and Wessels: 1988) 결과와 수익성이 부채비율과 陰의 관계를 가진다는 실증분석(Friend and Lang: 1988, Crutchley and Hansen: 1989) 결과는

왜 미국에서 부채비율이 낮은가를 입증해 주는 좋은 예이다.

2) 높은 配當 性向

또 다른 미국기업 자본구조의 특징은 高配當政策이다. 일반적으로 높은 배당은 NPV가 陰인 투자기회에 잉여현금흐름이 낭비되는 것을 방지하여 대리인 비용을 낮춘다(Easterbrook: 1984, Jensen: 1986). 또한 기업은 규모가 커질수록 자기자본의 대리인비용을 낮추기 위해 배당을 늘린다(Rozeff: 1982, Crutchley and Hansen: 1989).

기업지배권시장의 활성화 역시 기업들에 대한 高配當 압력의 계기가 된다. 배당이 낮고 잉여현금흐름이 많을수록 기업 매수합병(M&A) 대상이 되므로 기업들은 이러한 위협에 대처하기 위해 유보를 줄이고 배당을 늘린다. 한편 이러한 고배당정책은 필연적으로 낮은 留保를 가져오므로 미국기업들의 短期業績主義를 더욱 가속화시켰다는 견해도 있다(Jacobs: 1991).

V. 實證分析

1. 實證分析의 目的

지난 1987년부터 지금까지 우리나라 기업의 所有構造는 대주주 지분율의 하락과 기관투자가 지분율의 상승으로 특징지어진다. 또한 전반적으로 경제성장률의 둔화와 재무위험의 증가로 기업의 資本構造는 부채비율의 하락이라는 현상을 맞이하고 있다. 과연 이러한 소유구조와 자본구조의 변화는 어떤 因果關係나 相關關係가 있는지를 규명하는 것이 실증분석의 가장 큰 목적이다. 기본적으로 소유구조와 자본구조는 상호 영향을 미치기는 하지만 반드시 어느 한 변수가 다른 변수와 종속관계에 있는 것은 아니다. 이들 두 구조에 영향을 미치는 변수는 사실 무수히 많으므로 다른 변수들의 영향을 무시하거나 통제하고 오직 이 두 변수만의 관계를 규명하는 것은 불가능할 뿐 아니라 굳이 실증분석을 하여 연구결과를 얻었다 해도 의미를 부여하기가 힘들다. 그러나 이 연구에서 의도하는 바는 統計的 有意性보다는 소유구조와 자본구조의 관계가 어떤 방향으로 나아가고 있는가를 규명하는 것이다.

현실적으로 1987년부터 지금까지 大株主 持分率이 낮아지고 또한 負債比率 역시 낮아지는 추세를 감안한다면 대주주 지분율과 부채비율이 陽의 관계를 가지고 있는 것이 아닌가 하는 추측이 가능해진다. 이론적으로 이러한 현상은 대주주의 소유집중도가 완화되면 부채의 대리인비용이 높아져 부채를 덜 쓰게 되는 것으로 해석할 수도 있다. 대주주 지분율과 부채비율의 관계에 대한 미국의 실증분석 결과들은 서로 相反되게 나타나고 있다¹⁾.

우리나라 기업을 대상으로 하는 소유구조와 자본구조의 관계에 대한 실증분석 결과로는 대주주 지분율이 증가하면 콜옵션으로서 주식의 가치를 증대시키고자 부채비율을 높인다는 견해(윤계섭: 1990)와 재벌기업들이 은행차입을 많이 할수록 대주주는 金利差 地代를 향유하기 위해 소유지분율을 높인다는 견해(강철규: 1995)가 있다. 이 두 견해 모두 소유구조와 자본구조가 陽의 상관관계를 가진다는 것을 밝힌 것이다.

그러나 소유구조와 자본구조의 관계를 위와는 정반대로 陰이라고 예상할 수도 있다. 대주주의 소유집중도가 점차 완화됨에 따라 대주주가 인식하는 재무위험이 낮아지므로 소유경영자는 부채사용을 선호하게 될 것이다. 다시 말하면 대주주 지분율과 부채비율은 陰의 관계를 갖는다.

실증분석의 목적은 위에서도 말한 바와 같이 소유구조와 자본구조가 상호 독립적인지 아니면 서로 인과관계를 갖는지를 규명하는데 있다. 이를 위하여 구체적으로 양자의 관계에 영향을 미치는 요인을 분석한다. 所有構造와 資本構造의 결정요인은 무수히 많고 또한 많은 실증분석이 소유구조 또는 자본구조를 별개로 하여 결정요인을 연구하였으나 본 연구에서는 소유구조와 자본구조에 동시에 영향을 미치는 요인을 규명하고 나아가 이러한 統制變數들로 인하여 소유구조와 자본구조가 어떤 관계를 보이는지에 분석의 초점을 맞춘다.

따라서 본 실증분석의 연구가설은 다음과 같다.

가설 1: 우리나라 기업들은 소유구조와 자본구조를 서로 연계하여 결정한다.

1) 대주주 지분율과 부채비율과의 관계는 Friend and Lang(1988) 연구에서는 陰의 상관관계를, 그리고 Kim and Sorenson(1986)의 연구에서는 陽의 관계를 가지는 것으로 나타났다.

이 가설은 기업들이 대리인비용 절감을 위하여 소유구조와 자본구조를 연계하여 결정한다는 대리인이론에 근거하여 도출되었다. 이는 소유구조와 자본구조가 기업의 여러 재무적 특성 변수에 의하여 직·간접적으로 상호의존하여 결정되는지를 검증한다.

가설 2: 우리나라 기업들의 소유구조와 자본구조는 陽의 상관관계를 가진다.

본 연구는 대주주 지분율이 낮아지고 있는 최근의 추세가 부채비율이 낮아지거나 또는 일정 수준을 유지하고 있는 자본구조상의 변화와 어떠한 관계를 가지는지에 대하여 규명하고자 한다. 정보비대칭 이론에 의하면 대주주 지분율이 낮아지면 이는 경영자(대주주)가 미래 투자안에 대해 불확실하게 생각한다는 신호이므로 외부투자자가 낮은 자본비용의 타인자본 비용을 제공하지 않게 되고 따라서 부채비율이 낮아진다. 대리인이론에 의하면 대리인비용 절감을 위하여 대주주(경영자)의 주식소유 비중을 높이고 또한 부채사용을 늘린다고 하는데 이의 반대 논리로서 대주주의 주식소유 비중이 낮아지고, 부채의 대리인비용이 높아져서 부채비율이 낮아진다.

2. 實證分析

가. 標本選定

본 연구에서는 한국증권거래소에 상장된 172개 회사의 1987년부터 1993년까지 7년간의 자료를 이용한다. 실증연도의 시작연도를 1987년으로 정한 이유는 1987년부터 公正去來法에 의거하여 자산총액기준으로 企業集團이 지정되고 또 與信限度管理가 강화되었기 때문이다.

172개 회사 선정시 다음과 같은 사항에 해당되는 업체는 제외하였다.

- ① 금융·증권·보험업
- ② 법정관리기업으로서 관리대상 종목에 속한 업체
- ③ 최근 3년간 계속 거액의 적자를 발생시킨 업체
- ④ 자기자본 완전잠식 업체
- ⑤ 주식지분 자료가 불분명하거나 연도별로 순차적으로 자료연결이 안된 업체

자료의 구성은 다음 <表 V-1>과 같다.

대주주 지분율과 기관투자가 持分率 資料는 韓國證券去來所 公示 資料와 주주명부 및 대한투자신탁(주)의 데이터베이스를 이용하였다. 대주주 지분율이란 대주주 1인과 국세기본법 시행령 제20조상에 해당하는 친족 및 특수관계인이 소유한 주식 총수를 발행주식 총수로 나눈 것을 말한다. 구체적인 대주주 1인 지분율 내역은 다음 <表 V-2>와 같다.

<表 V-1> 資料의 構成

제조	129	30대 재벌	64
비제조	43	비30대 재벌	108
계	172	계	172

기관투자가 지분율은 少額法人 持分率로서 유가증권 상장규정 제 31조 단서 조항에 의하면 기관투자자가 소유하고 있는 주식은 少額法人에 포함되어 있다.

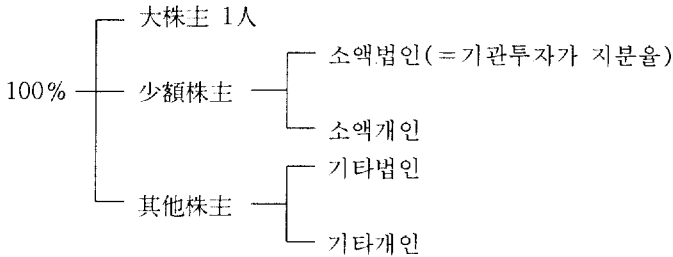
참고로 少額株主는 소액법인과 소액개인으로 구성되는데 총발행 주식 수의 100분의 1에 미달하는 주식을 소유한 주주이다. 其他 株主는 기타 법인과 기타 개인으로 구성되며 총발행주식의 100분의 1 이상의 주식을 소유하고 있으나 대주주로 분류되지 않은 주주를 말한다. 기타 주주에는 대주주와 관련이 많은 주주나 상호출자한

계열기업이 많다. 지분을 구성관계를 그림으로 나타내면 다음의 [圖 V-1]과 같다.

<表 V-2> 大株主 1人 持分率 內譯

개인소유 지분 중 대주주 1인 지분 으로 한정된 경우	① 대주주 1인 동일인 ② 대주주 1인으로 신고된 자와 동일주소에서 거주하는 자의 지분 ③ 대주주 1인으로 신고된 자와 인척관계가 확실시되는 자의 지분 ④ 동일 계열기업간의 대주주 1인이 소유한 자의 지분
법인소유지분 중 대주주 1인 지분 으로 한정된 경우	① 대주주 1인으로 신고된 자의 지분 ② 동일 계열기업간의 소유지분 ③ 문화재단, 장학회, 학교재단의 소유지분 ④ 외국합작법인의 지분

[圖 V-1] 持分率 構成



여기에서 모든 재무자료는 한국신용평가(주) 데이터베이스를 이용하였다.

나. 研究方法

여기서는 同時方程式인 2SLS 방법을 사용한다. 상호 종속적인 내생변수를 가진 시스템에서 2SLS는 OLS(ordinary least squares) 보다 우수하다. 왜냐하면 OLS는 偏倚되고 일정치 않은(biased and inconsistent) 변수 추정치를 생성시키기 때문이다. OLS의 중요한 가정 중의 하나는 오차항(error term)이 회귀변수들(regressors)과 상관관계가 없다는 점이다. 이는 모든 독립변수들이 모두 미리 정해지거나 시스템 밖에서 결정됨을 의미한다. 그러나 부채비율과 대주주 지분율이 시스템에서 내생적인 여기서는 그렇지 않다. 따라서 부채비율 방정식의 오차항이 시스템 내에서 독립변수로 나타나는 대주주 지분율과 상관관계가 없다고 假定하는 것은 적절치 못하다. 물론 그 반대도 마찬가지다. 이러한 조건 아래에서 OLS 방법을 쓰면 추정치들은 偏倚되고 일정치 않다.

2SLS 방법에서는 서로 다른 두 개의 변수로 분리함으로써 대주주 지분율이 부채비율에 미치는 영향과 반대로 부채비율이 대주주 지분율에 미치는 영향을 나누어 볼 수 있다. 이 방법은 부채비율이나 대주주 지분율을 대리인 모델 관점에서 보는 단일방정식 모델보다 진일보한 것이다²⁾.

부채비율과 대주주 지분율의 상호의존성(interdependence)을 파악하기 위해서는 부채비율과 대주주 지분율을 종속변수로 하는 2개 방정식 모델(2-equation model)이 적절하다. 각각의 모델에서 부채비율과 대주주 지분율은 각각 獨立變數이다. 따라서 부채비율과 대주주 지분율은 동시에 결정된다. 이 방법이 의미 있는 것은 부채비율과 대주주 지분율이 대리인 모델에서 서로 통합적으로 영향을 미치기 때문이다. 기관투자가 지분율은 양 모델에서 독립변수로 포함

2) 이러한 단일방정식에는 Demsetz and Lehn(1985), Friend and Hasbrouck(1988)의 연구가 있다.

된다. 왜냐하면 기관투자가 지분율은 대주주의 영향 밖에 있는 외부변수이기 때문이다. 대주주들은 부채비율과 대주주 지분율은 통제할 수 있으나 기관투자가 지분율은 관리할 수 없다. 전반적인 代理人費用 모델 프레임에서 볼 때 기관투자가 지분율은 부채비율 방정식과 대주주 지분율 방정식에서 陰의 상관관계를 가질 것으로 기대된다. 즉 기관투자가 지분율이 높을수록 기업은 낮은 부채비율과 낮은 대주주 지분율을 갖게 될 것이다.

최근 Jensen, Solberg and Zorn(1992)은 부채비율과 대주주 지분율 그리고 배당정책을 내생변수로 한 3단계 동시방정식(3 stage simultaneous equation)을 사용하였다.

다. 變數選定

모든 변수에서 1987~1993년 7년간 각 기업과 각 연도의 평균치가 하나의 관측치(observation)가 된다. 따라서 총 관측치의 수는 172개로서 횡단면 자료(cross-sectional data)이다.

7년간 각 기업의 각 연도의 변수값이 하나의 관측치가 되는 시계열-횡단면 혼합분석(pooled-time series and cross sectional analysis)은 최소자승회귀분석에서 잔차항의 자기상관성(auto serial correlation)을 가질 수 있다. 따라서 이러한 문제를 통제하기 위해 각 기업에 대한 7년간 시계열 평균을 변수로 한 횡단면 자료를 사용한다. 횡단면 자료를 사용한 분석은 많은 변수들이 시계열적으로는 변하지만 기업들간에는 변하지 않는 장점이 있다.

단 「위험」 변수는 예외로서 7년간 ROA의 표준편차이고, 「기업 나이」 변수 역시 창업 또는 상장 이후 1993년까지의 기간으로서 예외이다.

1) 大株主 持分率 方程式

대주주 지분율 방정식에서 종속변수는 대주주 지분율이고 독립변

수는 부채비율과 기관투자가 지분율이며 통제변수는 성장성, 규모, 위험, 기업나이, 수익성 그리고 자산특이성이다.

가) 從屬變數

대주주 지분율(MAJOWN): 대주주 1인과 친족 및 특수관계인이 소유한 주식 총수를 발행주식 총수로 나눈 것의 7년간 시계열 평균이다. 대주주의 주식소유가 집중되어 있지 않고 소유와 경영이 분리된 미국기업의 경우 대주주 지분율과 경영자 지분율은 다르다. 그러나 우리나라에서는 대주주의 소유지분율이 높고 대주주가 경영에 직·간접적으로 개입하므로 대주주 지분율은 경영자 지분율과 같다³⁾.

나) 獨立變數 및 統制變數

① 부채비율(DEBT): 장부가기준 「부채/자기자본」의 7년간 시계열 평균이다. 부채비율의 다른 대응치로서 고정부채비율과 차입금의존도를 사용하여 결과가 달라지는지를 확인해 본다.

우리나라에서 최근 몇 년간 대주주 지분율과 부채비율이 대체적으로 함께 낮아지는 추세를 감안한다면 부채비율과 대주주 지분율은 陽의 상관관계를 가질 것으로 기대된다. 부채비율과 대주주 지분율이 陽의 상관관계를 갖는다고 분석한 실증연구에 의하면 부채가 많아질수록 부채를 지배권 보호에 이용하므로 대주주 지분율이 높아진다고 한다. 부채비율이 외생변수로 사용되긴 했으나 대주주 지분율과 부채비율은 상호 영향을 미치므로 명백한 인과관계는 없다.

3) 1987년부터 1993년 및 최근까지 소유구조를 변화를 보면 기업집단의 경우 내부지분율은 거의 변함이 없고 오직 가족지분율(여기서는 대주주 지분율이라고 정의했음)만 감소하고 있다. 즉 기업들이 대주주 1인 및 특수관계인의 지분율은 줄이지만 계열회사 지분율은 거의 줄이지 않으므로 형식적으로는 소유구조가 변하지만 내용적으로는 거의 변하지 않았다. 본 실증분석에서 내부지분율을 종속변수로 하지 않은 것은 내부지분율이 거의 변하지 않았고 또한 소유구조 변화를 대주주 지분율에서 찾는 여러 참고문헌과 과거 실증분석에 기인한다.

② 기관투자가 지분율: 소액법인 지분율의 7년간 시계열 평균이다. 기관투자가 지분율이 높아짐에 따라 대주주의 지분율은 낮아지므로 기관투자가 지분율과 대주주 지분율은 陰의 상관관계를 가질 것으로 기대된다.

③ 성장성(GROWTH): 매출액 성장률로 측정하며, 성장성이 높을 것으로 기대되면 대주주는 자신이 대주주로 있는 회사에 투자하는 것에 거부감을 느끼지 않는다. 따라서 성장성과 대주주 지분율은 陽의 상관관계를 가질 것으로 기대된다.

④ 규모(SIZE): 총자산에 자연로그를 붙인 값으로서 기업규모가 커짐에 따라 대주주는 그들 자신들의 개인재산의 한계, 개인적인 차입의 어려움 그리고 분산투자 기회상실 때문에 자신이 대주주로 있는 회사에 투자하기가 점점 어렵게 된다. 따라서 규모와 대주주 지분율은 陰의 상관관계를 가진다.

⑤ 위험(RISK): 위험은 7년간 평균 ROA의 표준편차로 정의된다. 기업위험과 대주주 지분율과는 陽의 상관관계를 가진다는 견해와 陰의 상관관계를 가진다는 견해의 상반되는 이론이 있다. 전자에 의하면 경영위험이 증대될수록 대주주는 고위험, 고수익의 기회를 향유하기 위해 지분율을 높인다. 반대로 후자에 의하면 위험이 커질수록 대주주는 자신의 회사에 투자하기를 꺼린다.

⑥ 기업 나이(AGE): 기업 나이는 창업 이후 1993년까지의 기간(Age 1)과 상장한 후 현재까지의 기간(Age 2)이다⁴⁾. 우리나라는 증권거래법 제200조 제1항에서 대주주는 상장 당시의 지분율 초과하여 보유하지 못하도록 규정하고 있었다. 따라서 기업 나이와 대주주 지분율은 陰의 상관관계를 가진다.

⑦ 수익성(PROFIT): 1987년부터 1993년까지의 평균 ROA이다.

4) 뒤의 상관분석에서 다시 언급하겠지만 기업 나이는 유의하지 않았으므로 회귀분석 모델에는 포함시키지 않았다.

수익성은 경영성과와 소유구조와의 관계를 규명하기 위하여 도입된 변수이다. 대주주 지분율의 결정요인으로서의 수익성 변수가 도입된 것이 아니라 수익성이 높은 기업 또는 낮은 기업은 어떠한 소유구조를 갖는가에 분석의 초점이 맞추어진다.

⑧ 자산특이성(R&D): R&D/매출액 비율로 측정하며, 연구개발(R&D)투자는 자산특이성을 나타내는 지표이다. 연구개발비가 집중 투자된 기업은 사적 정보를 많이 가지고 있으므로 대주주 지분율이 높다. 따라서 자산특이성과 대주주 지분율은 陽의 관계를 가진다.

위에서 설명한 종속변수와 독립변수 그리고 통제변수의 관계를 大株主持分率 방정식에서 정리하면 다음과 같다.

$$MAJOWN = \alpha_0 + \alpha_1 DEBT + \alpha_2 INSTOWN + \alpha_3 GROWTH + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 RISK + \alpha_6 PROFIT + \alpha_7 R \& D \quad (\text{式 V-1})$$

2) 負債比率 方程式

부채비율 방정식에서 종속변수는 부채비율이고 독립변수는 대주주 지분율과 기관투자가 지분율 그리고 통제변수는 성장성, 규모, 위험, 수익성, 고정자산비율이다. 통제변수는 기존의 자본구조 결정요인 연구에서 이미 가장 많이 공통적으로 사용되었던 변수들이다(Titman and Wessels: 1988, Friend and Hasbrouck: 1988, Bradley, Jarrel and Kim: 1984). 물론 이러한 변수들은 이론적으로나 실증적으로 대부분의 학자들 사이에서 동의를 얻었던 변수들이다.

가) 從屬變數

부채비율(DEBT): 부채/자기자본으로 정의된다. 물론 장부가 기준이다⁵⁾.

5) 시가기준으로 부채를 계산할 수 없는 이유는 채권의 종류가 많고, 개별 채권의 時價를 구하기 어렵기 때문이다.

나) 獨立變數 및 統制變數

① 대주주 지분율(MAJOWN): 대주주 1인과 친족 및 특수관계인이 소유한 주식총수를 발행주식 총수로 나눈 것으로서 7년간 시계열 평균이다. 우리나라의 대부분의 기업에서 대주주는 경영진을 겸하거나 자신의 영향권이 미치는 범위 내에서 경영진과 이사진을 선임하므로 경영자 지분율은 대주주 지분율과 같다고 본다. 대주주 지분율과 부채비율의 관계에 대해서는 상반되는 견해가 있다. 양자가 陽의 상관관계를 가진다는 견해에 의하면 대주주 지분율이 높아질수록 부채의 대리인비용이 낮아져서 부채비율이 높아진다. 반대로 양자가 陰의 상관관계를 가진다는 견해에 의하면 대주주 지분율이 높아지면 대주주는 재무위험을 더욱 크게 느껴 자신이 그 위험 부담을 지지 않기 위해 부채비율을 감소시킨다고 한다. 우리나라의 경우 대주주 지분율 감소와 부채비율의 감소 추이는 양자가 陽의 관계를 갖는 것이 아닐까 하는 추론을 가능하게 한다. 대주주 지분율 감소는 부채의 대리인비용을 높여 부채비율을 낮추는 것으로 가정된다.

② 기관투자가 지분율(INSTOWN): 소액법인 지분율로서 7년간 시계열 평균이다. 기관투자가 지분율이 높을수록 경영자 감시기능이 강화되고 대주주의 자의적 행동이 방지된다. 따라서 기관투자가 지분율과 부채지분율은 陰의 관계를 가진다.

③ 성장성(GROWTH): 매출액 성장률로 측정하며 7년간 시계열 평균이다. 일반적으로 성장성은 매출액 성장률로 측정하지만 총자산증가율로 측정된 연구도 있다(Bathala, Moon and Rao: 1994). 높은 성장률은 높은 수익성과 함께 기업이 더 많이 유보할 가능성을 암시한다. 이는 또한 기업에서 자기자본의 정보비대칭 비용을 낮추므로 기업은 부채보다는 자기자본을 선호한다. 따라서 성장성과 부채비율은 陰의 관계를 가진다.

④ 규모(SIZE): 기업규모는 총자산으로 측정하는데 측정상의 인

관성을 유지하기 위해 총자산에 자연대수를 취한 값으로 하며, 7년간 시계열 평균이다. 일부 연구에서는 규모대용치로서 매출액이나 (Kester: 1986) 또는 자기자본 금액(총발행주식금액)을 선택하기도 한다(Crutchley and Hansen: 1991, Prowse: 1992). 규모와 부채비율과의 관계에 대해서는 陽 또는 陰의 관계를 가진다는 대립되는 견해가 있다. 陽의 관계를 가진다는 견해에 의하면 기업규모가 클수록 다각화가 진전되어 파산의 가능성이 줄어들고 대기업일수록 신용등급이 높고 회사채 신규발행비용이 낮아지므로 회사채를 더욱 많이 발행할 수 있다. 陰의 관계를 가진다는 견해에 의하면 기업규모가 커질수록 내부유보와 자기자본에 의한 자본조달에 더욱 의존하므로 부채비율이 작아진다.

⑤ 위험(RISK): 위험은 ROA(=순이익/총자산)의 표준편차로 정의된다. 구체적으로 1987년부터 1993년까지 평균 ROA의 표준편차이다. 위험과 부채비율과의 관계에 대해서도 陽의 관계를 갖는다는 견해와 陰의 관계를 갖는다는 견해가 있다. 전자에 의하면 재무위험이 큰 기업일수록 부채비율이 높다. 후자에 의하면 위험이 높은 기업은 오히려 부채사용을 억제하므로 부채비율이 낮다.

⑥ 수익성(PROFIT): 수익성은 ROA로 측정하며 7년간 시계열 평균이다. 수익성이 높은 기업은 유보를 많이 할 것으로 기대된다. 유보에 의한 자금조달은 거래비용이 저렴할 뿐 아니라 정보비대칭으로 인한 비용이 낮다. 따라서 수익성이 높을수록 부채를 적게 사용하므로 수익성과 부채비율은 陰의 관계를 가진다.

⑦ 고정자산비율(FIXED): 고정자산/총자산비율로서 7년간 시계열 평균이다. 고정자산비율과 부채비율과의 관계에 대해서는 서로 대립되는 견해가 존재한다. 陽의 관계를 가진다는 견해에 의하면 고정자산이 많을수록 담보로서의 가치를 가지므로 부채비율이 높다. 陰의 관계를 가진다는 견해에 의하면 고정자산이 많을수록 감가상각비 및 투자세액공제 등 소위 비부채 세금혜택이 커서 부채를

덜 사용한다.

위에서 설명한 종속변수와 독립변수 그리고 통제변수와의 관계를 負債比率 方程式에서 정리하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 DEBT = & \beta_0 + \beta_1 MAJOWN + \beta_2 INSTOWN + \\
 & \beta_3 GROWTH + \beta_4 SIZE + \beta_5 RISK + \\
 & \beta_6 PROFIT + \beta_7 FIXED \qquad \qquad \qquad (式 V-2)
 \end{aligned}$$

3. 結果分析

가. 基礎統計量

<表 V-3> 全體標本과 企業集團그룹의 基礎統計量

(單位: 개, %)

T	자료수	대주주 지분율	기관투자가 지분율	부채비율
표본 전체	172	23.17	26.33	344.56
10대기업집단	38	16.59	34.22	472.20
30대기업집단	64	19.16	32.09	488.37
비30대기업집단	108	25.55	22.92	259.35

횡단면 자료로 구한 172개 표본기업의 기초통계량을 보면 <表 V-3>과 같다. 172개의 표본 전체에서 보면 大株主 持分率は 23.17%, 機關投資家 持分率は 26.33% 그리고 負債比率는 344.56%이다. 기타 변수의 기초통계량은 부록의 <附表 1>~<附表 4>에 나와 있다.

전체 표본을 30대 기업집단과 非30대 企業集團으로 나누어 기초통계량을 계산해 보면 기업집단일수록 기관투자가 지분율이 높고 따라서 대주주 지분율이 낮음을 알 수 있다. 30대 기업집단의 대주

주 지분을 평균은 19.16%인 데 비해 非30大 기업집단의 대주주 지분율은 25.55%이고 기관투자가 지분율은 각각 32.09%와 22.92%로서 뚜렷이 차이가 난다⁶⁾.

또한 30大 기업집단의 부채비율은 488.37%로서 非30大 企業集團의 부채비율 259.35%보다 훨씬 높게 나타났다. 10大 企業集團의 경우 소유구조에 대한 이러한 경향은 더욱 뚜렷하여 大株主 持分率은 16.59%로 더욱 낮아지고 기관투자가 지분율은 34.22%로서 더욱 높아졌다.

이러한 통계결과를 소유구조 측면에서 볼 때 기업집단일수록 주식의 상호보유, 기업집단 소속 금융기관의 존재, 그리고 정부의 소유지분완화정책의 영향을 받아서 大株主 持分率이 낮아진 것이 아닌가 해석된다⁷⁾. 마찬가지로 자본구조 측면에서도 상호지급보증과 은행의 기업집단에 대한 여신규제 그리고 정부의 차별화정책 때문에 企業集團의 부채비율이 非企業集團의 부채비율보다 높은 것으로 해석된다⁸⁾.

機關投資家 持分率의 경우 기업집단일수록 그 비중이 높은 이유는 상대적으로 대주주 지분율이 낮아졌기 때문이기도 하고 또다른

6) t-test로 평균차이 검증을 해 본 결과 30대 기업집단과 비30대 기업집단에서 대주주 지분율, 기관투자가 지분율, 그리고 부채비율 평균 모두 5% 유의수준에서 유의한 차이를 보였다.

7) 김석용(1990)과 윤계섭(1990)은 기업집단 소속기업들이 비기업집단 기업들에 비해 채권자 대리비용과 자기자본 대리비용이 적으므로 대주주의 소유집중도가 낮음을 실증적으로 보여주었다. 그러나 기업집단에 속한 기업들은 대주주 지분율에 계열회사 지분율을 포함한 내부지분율로 전체 지분율을 관리하고 있는데 1987~1993년 기간의 30대 기업집단 내부지분율의 변화추이를 보면 거의 변화가 없다. 이는 대주주 지분율은 낮아지는데 계열회사 지분율은 거의 변함이 없거나 오히려 증가하기 때문이다. 따라서 이러한 해석을 받드시 기업집단에까지 확대할 수 없을 것이라는 생각이 든다.

8) 기업집단에 대한 최근 정부의 여신규제 정책과 금융지원정책은 이기영, 「업종 전문화 시책의 평가와 향후 금융지원 정책의 방향」, 『재정포럼』, 제2호, 한국조세연구원, 1996. 8.

이유는 기관투자자들이 자신들의 포트폴리오 구성시 기업집단에 속한 기업들의 주식을 의도적으로 더 많이 보유하였기 때문으로 생각된다. 그러나 기관투자자들이 기업집단 소속 기업들의 주식지분 소유를 늘린 것이 수익성 목적에서인지 아니면 경영권 보호를 위한 안정주주층 목적에서인지는 앞으로 더 연구되어야 할 것이다.

<表 V-4>는 전체표본에서의 모든 변수의 기초통계량이다.

<表 V-4> 全體標本에서 모든 變數의 基礎統計量(n=172)

변수명	변수 설명	평균	표준편차	최소치	최대치
MAJOWN	대주주 지분율	23.17	10.27	1.86	54.23
DEBT	부채비율	344.56	480.78	49.75	5,486.33
INSTOWN	기관투자자 지분율	37.54	11.22	6.00	79.00
SIZE	규모	11.97	1.22	8.43	15.19
GROWTH	성장성	14.55	12.92	-44.15	76.75
PROFIT	수익성	2.52	2.41	-8.53	10.81
RISK	위험	2.32	2.30	0.11	14.28
R&D	자산특이성	8.28	2.75	-8.53	10.81
FIXED	고정자산비율	33.84	15.68	0.81	70.38

나. 相關分析

횡단면 자료를 이용하여 계산한 변수들간의 상관관계를 <表 V-5>에서 볼 수 있다.

大株主 持分率은 機關投資家 持分率 및 規模와 有意한 陰의 상관관계를, 그리고 위험과는 陽의 상관관계를 보이고 있다.

이를 해석하여 보면 우리나라 기업들의 대주주 지분율은 기관투자자 지분율이 증가하고 그리고 기업규모가 증대함에 따라 점차 낮아진다고 할 수 있다. 반대로 대주주 지분율은 기업의 위험이 증대

할수록 높아짐을 보여준다.

<表 V-5> 橫斷面 資料를 利用한 全體標本의 相關係數(n=172)

	MAJOWN	DEBT	INSTOWN	SIZE	GROWTH	PROFIT	RISK	R&D	FIXED	AGE
MAJOWN										
DEBT	0.05									
INSTOWN	-0.34*	-0.11								
SIZE	-0.34*	0.14	0.46*							
GROWTH	-0.14	0.07	0.24*	0.28*						
PROFIT	0.11	-0.29*	-0.09	-0.29*	-0.08					
RISK	0.20*	0.16*	-0.43*	-0.24*	0.05	0.06				
R&D	0.24*	-0.12	-0.19*	-0.07	0.10	0.23*	0.38*			
FIXED	0.12	-0.17*	-0.03	0.03	0.04	0.05	-0.03	0.81*		
AGE	-0.05	-0.11	0.07	0.11	-0.12	-0.02	-0.06	-0.07	-0.05	0.0

註 : 1. MAJOWN=대주주 지분율, DEBT=부채비율, INSTOWN=기관투자자 지분율, SIZE=규모, PROFIT=수익성, RISK=위험, R&D=자산특이성, FIXED=고정자산비율, AGE=나이(AGE1).

2. *는 5%의 有意水準에서 有意함. 유의성 테스트는 Pearson 상관관계 검정임.

負債比率은 수익성 및 고정자산비율과 有意한 陰의 상관관계를 그리고 위험과 有意한 陽의 상관관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 부채비율이 높을수록 수익성이 오히려 저조하고 위험이 커진다는 재무관리 교과서적 논리가 실증분석에서도 여실히 확인되었다. 그러나 고정자산비율과 부채비율의 陰의 상관관계는 기존의 연구결과와 완전히 반대된다(Titman and Wessels: 1988, 윤봉한: 1989).

機關投資家 持分率은 기업규모 및 성장률과 有意한 陽의 상관관계를, 그리고 위험 및 자산특이성과 有意한 陰의 상관관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 기업의 규모가 커지고 성장률이 높을수록 기관투자자들은 투자기업에 대한 지분 소유를 높이지만 반대로 투자

기업의 위험이 커지면 지분소유를 낮추는 것으로 해석된다. 또한 자산의 특이성과 기관투자가 지분율이 有意한 陰의 상관관계를 보이는 것은 기관투자자들이 R&D 투자가 높은 기업들에 대한 투자 비중을 오히려 낮추는 것으로 해석된다. 이것은 기업내부자인 대주주와 기업외부자인 기관투자가 사이에 정보비대칭이 있음을 암시한다.

한편 대주주 지분율과 부채비율은 陽의 미약한 상관관계를 가진 것으로 나타났으나 有意性은 없었다. 그리고 기관투자가 지분율은 부채비율과 陰의 상관관계를 가졌으나 有意性은 없었다.

기업의 나이는 대주주 지분율과 부채비율과 전혀 상관관계가 없는 것으로 나타났다⁹⁾. 물론 상관계수와 부호가 陰인 것을 굳이 해석한다면 기업의 年歷이 늘어남에 따라 대주주 지분율이 낮아지고 부채비율 역시 낮아진다고 볼 수 있으나 이것을 엄격히 해석할 필요는 없다고 본다¹⁰⁾.

<表 V-6>은 30대 기업집단에서 횡단면 자료를 이용하여 변수들간의 상관계수를 계산한 것이다.

30대 기업집단의 상관분석이 표본기업 전체의 상관분석 결과와 다른 점은 다음과 같다.

첫째, 대체적으로 표본기업 전체의 상관분석 결과와 비교해 볼 때 상관계수의 부호는 일치하지만 유의성이 있는 변수가 2개로 줄어들었다(수익성과 고정자산비율 변수의 유의성이 없어짐).

둘째, 30대 기업집단의 부채비율은 기관투자가 지분율과 有意한 陰의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 기관투자가 지분율

9) 기업나이는 AGE1(=1993년-창업연도)과 AGE2(=1993년-상장연도)로 나누어 분석하였는데 기업 나이를 어떻게 定義하든 有意性은 없었다.

10) 임웅기(1988)는 소유구조와 기업 나이(창업 이후의 사업연수)가 통계적으로 有意한 陰의 관계를 가진다는 연구결과를 발견하였으나 본 논문에서는 有意성을 발견하지 못하였다.

이 높으면 30대 기업집단의 부채비율이 낮음을 의미한다.

<表 V-6> 橫斷面 資料를 利用한 30大 企業集團의 相關係數(n=64)

	MAJOWN	DEBT	INSTOWN	SIZE	GROWTH	PROFIT	RISK	R&D	FIXED	AGE
MAJOWN										
DEBT	0.20									
INSTOWN	-0.40*	-0.42*								
SIZE	-0.42*	0.03	0.17							
GROWTH	-0.18	0.05	0.39	0.10						
PROFIT	-0.02	-0.17	0.08	-0.29*	-0.16					
RISK	0.16	0.56*	-0.21	-0.10	0.00	0.08				
R&D	0.05	-0.06	0.14	0.19	0.16	0.05	0.07			
FIXED	0.03	-0.21	-0.17	0.16	0.15	-0.02	-0.12	0.97*		
AGE	-0.03	-0.09	0.08	0.09	-0.10	-0.02	-0.06	-0.06	-0.04	0.0

註 : 1. MAJOWN=대주주 지분율, DEBT=부채비율, INSTOWN=기관투자
가 지분율, SIZE=규모, PROFIT=수익성, RISK=위험, R&D=자산
특이성, FIXED=고정자산비율, AGE=나이(AGE1).

2. *는 5%의 有意水準에서 有意함. 유의성 테스트는 Pearson 상관관계
검정임.

다. 回歸分析

대주주 지분율과 부채비율에 영향을 미치는 공통요인으로서 기관
투자가 지분율, 규모, 수익성, 위험 그리고 성장성을 독립변수로 하
고 그 외 대주주 지분율 방정식에는 자산특이성을, 부채비율 방정
식에는 고정자산비율을 독립변수로 하여 2SLS를 실시하였다. 대주
주 지분율 방정식에서 부채비율은 獨立變數로 사용되고, 반대로 부
채비율 방정식에서는 대주주 지분율이 獨立變數로 사용되었다.

1) 全體標本의 回歸分析

172개 기업의 7년간 횡단면 자료로써 분석한 회귀분석 결과는
<表 V-7>과 같다.

大株主 持分率 방정식에서 보면 방정식의 설명력을 나타내는 결정계수(R2)는 0.1704이고 F값은 5% 有意水準에서 의미가 있었다.

<表 V-7> 全體標本資料의 回歸分析(2SLS)結果
(橫斷面 資料, n=172)

대주주 지분율 방정식							
$MAJOWN = \alpha_0 + \alpha_1 DEBT + \alpha_2 INSTOWN + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 RISK - 4\alpha_5 PROFIT + \alpha_6 GROWTH + \alpha_7 R\&D$							
독립변수	DEBT	INSTOWN	SIZE	RISK	PROFIT	GROWTH	R&D
회귀변수	0.0015	-0.1766	-1.9800	0.2115	-0.2343	-0.0262	-0.3697
t값	0.95	-2.27	-2.70	0.58	-0.71	-0.43	-1.14
F=4.8218(유의수준, 000) R ² =0.1704 adjusted R ² =0.1350							
부채비율 방정식							
$DEBT = \beta_0 + \beta_1 MAJOWN + \beta_2 INSTOWN + \beta_3 SIZE + \beta_4 RISK + \beta_5 PROFIT + \beta_6 GROWTH + \beta_7 FIXED$							
독립변수	MAJOWN	INSTOWN	SIZE	RISK	PROFIT	GROWTH	FIXED
회귀계수	4.5259	-6.1000	78.2793	28.2407	-50.3853	1.4753	-5.5818
t값	1.24	-1.67	2.29	1.69*	-3.41	0.52	-2.54
F=5.1264(유의수준, 000) R ² =0.1795 adjusted R ² =0.1445							

註 : 1. MAJOWN=대주주 지분율, DEBT=부채비율, INSTOWN=기관투자가 지분율, SIZE=규모, PROFIT=수익성, RISK=위험, R&D=자산특이성, FIXED=고정자산비율, AGE=나이(AGE1).

2. *표시는 10%의 유의수준, 나머지는 5%의 유의수준

대주주 지분율은 기관투자가 지분율 및 기업규모와 유의한 陰의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 대주주 지분율과 부채비율이 미약한 陽의 관계를 가지지만 통계적 유의성은 없다. 두 변수의 이러한 陽의 관계는 Kim and Sorenson(1986) 및 Agrawal and Mandelker(1990)의 연구결과와 일치하지만, Friend and Hasbrouck(1987) 및 Bathala, Moon and Rao(1994)의 연구결과와는 어긋난다. 아래의 부채비율 방정식 설명에서 다시 언급하겠지만 부채비율은 대주주 지분율과 유의성이 없는 陽의 관계를 가졌다.

따라서 우리나라 기업들은 소유구조와 자본구조를 서로 연계하여 결정한다는 연구가설은 기각된다. 이러한 연구결과가 도출된 이유는 우리나라 기업들의 대주주 지분율이 미국에 비하여 여전히 높아 대리인 비용이 그렇게 심각할 정도로 높지 않기 때문인 것으로 생각된다.

기관투자가 지분율은 대주주 지분율과 陰의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이 결과는 기관투자자들이 외부감사를 수행하면서 대주주와 경영자의 기회주의적 행동을 억제시킨다는 과거 연구(Agrawal and Mandelker)와 기관투자가 지분이 높아질수록 자기 자본의 대리인 비용을 낮추고 또한 개인 대주주의 주식소유 비중을 낮춘다는 Bathala, Moon and Rao(1994)의 연구결과와 일치한다.

기업규모가 증가함에 따라 대주주 지분율이 감소하는 것은 이미 이론적으로 예견되었던 것으로서 기업의 규모가 증대될수록 내부유보나 타인자본의 증가에 의해 자본을 조달함으로써 오히려 대주주의 지분율은 감소하였다. 이 결과는 기업규모와 대주주 지분율이 陰의 관계를 가진다는 Demsetz and Lehn(1985), McConnel and Seraes(1990) 그리고 Bathala, Moon and Rao(1994)의 연구결과와 일치한다.

그 외 위험, 수익성, 성장성 그리고 자산특이성은 대주주 지분율에 영향을 미치는 의미 있는 변수로서 판명되지 않았다. 이들과 대주주 지분율과의 관계는 비록 유의성은 없으나, 과거 연구와 비교하여 보면, 대주주 지분율과 위험은 陽의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 Demsetz and Lehn(1985)의 연구결과와 일치하는 것이다. 그러나 Demsetz and Lehn은 위험이 증대될수록 대주주가 전문고용경영자를 감시하기 위해 지분율을 높인다고 하였으나 본 연구의 결과는 위험이 높은 기업일수록 대주주의 소유지분율이 높고 대주주가 모험주의적으로 경영하는 것이 반영이 된 것이 아닌가 생각된다.

대주주 지분율과 수익성은 陰의 관계를 가진 것으로 나타났는데 원래 수익성 변수는 대주주 지분율의 결정요인으로서 도입된 것이 아니라 수익성과 소유구조와의 관계를 밝히기 위한 것이다. 실증분석 결과를 단순히 해석하면 수익성이 낮은 기업은 대주주 지분율이 높은 특징을 갖는다.

대주주 지분율과 성장성은 陰의 관계를 가지는 것으로 나타났는데 이는 기존의 연구(Bathala, Moon and Rao: 1994)와 반대되는 결과이다. 기존의 연구나 이론에 의하면, 성장성이 높은 것으로 기대되면 대주주는 자신이 경영하는 회사에 외부투자자보다 더 많이 투자하고 따라서 대주주 지분율이 높아진다. 본 연구의 결과는 성장성이 높은 회사는 오히려 대주주 지분율이 낮다는 의미인데 굳이 그 이유를 찾는다면 성장성이 높은 회사는 대주주의 자기자본 조달보다는 오히려 부채에 의한 자본조달에 더 많이 의존하기 때문일 것이다. 사실 이러한 해석은 부채비율 방정식에서 성장성과 부채비율이 陽의 관계를 가진다는 점에서도 확인된다.

대주주 지분율과 자산특이성(R&D) 역시 기존의 연구결과와 달리 陰의 관계를 가지는 것으로 나타났다. Balakrishnan and Fox (1993)는 연구개발(R&D)비가 집중투자된 기업은 사적 정보를 많이 가지므로 대주주의 지분율이 높다고 주장했다. 사실 이러한 주장은 대주주와 외부투자자 사이에 존재하는 정보비대칭이 존재하는 한 설득력이 있다. 그러나 본 실증분석에서는 이와 달리 陰의 상관관계를 갖는다는 결과가 도출되었는데 그 이유는 위에서 해석한 성장성에서와 마찬가지로 R&D가 높은 기업은 성장성이 높은 것으로 생각되어(이런 추론은 앞의 상관분석에서 성장성과 자산특이성이 陽의 상관관계를 가진다는 점에서 산출된 것임) 대주주가 자기자본 조달보다는 오히려 외부투자자의 타인자본 조달에 더욱 의존하였기 때문인 것으로 판단된다. 다시 말해서 정보비대칭에 의한 논리보다는 대주주의 모험주의적 위험전가(risk-shift) 논리가 더 크게 작용

한 것으로 보인다.

負債比率 방정식을 보면 결정계수(R^2)는 0.1795이고 F값은 5%의 유의수준에서 의미가 있었다. 부채비율과 의미 있는 변수들은 규모, 수익성, 고정자산비율 그리고 위험(10% 유의수준에서 의미가 있음) 등 네 개의 변수였다.

부채비율과 대주주 지분율은 이미 대주주 지분을 방정식에서 본 바와 마찬가지로 유의하지 않은 陽의 관계를 가졌다. 이미 이 변수를 도입할 때의 가정에서 밝힌 바와 같이 우리나라에서는 소유구조와 자본구조가 상호의존적으로 결정되지 않는 것으로 나타났다. 흔히 미국의 대리인이론에서는 대리인 비용 절감을 위해 소유구조와 자본구조가 동시에 연계하여 결정된다고 하지만 우리나라의 현실은 그렇지 않은 것으로 확인되었다. 그 이유는 이미 위에서 설명한 바와 같이 우리나라의 대주주 지분율이 미국의 그것보다 상대적으로 높아 소유분포가 집중되어 있으므로 대리인 비용이 심각하게 높지 않기 때문이다.

부채비율과 기관투자가 지분율은 유의하지 않은 陰의 관계를 가진 것으로 나타났다. 이 결과는 유의성은 없으나 기존연구와 그 방향은 같다. Bathala, Moon and Rao(1994)의 연구에 의하면, 기관투자자의 지분이 높을수록 기관투자자의 경영자 감시능력이 강화되고 대주주의 자의적 행동을 방지하고 나아가서 기업이 부채를 더욱 적게 사용하도록 한다.

규모의 회귀계수는 陽인데 기업규모가 증대될수록 부채비율이 커지는 것으로 나타났다. 이 결과는 선우석호(1990), 박성태(1990) 등 우리나라의 기존연구와 일치한다. 이것은 위에서 본 대주주 지분율 방정식에서 기업규모가 대주주 지분율과 陰의 有意한 상관관계를 가지는 것과 일맥상통하는 것이다. 즉 기업규모가 커질수록 부채에 의한 자본조달이 늘고 상대적으로 보통주 발행에 의한 자본조달이 줄어들어 따라서 대주주 지분율은 점차 떨어진다. 한편 위

험의 회귀계수는 10% 유의수준에서 陽인데 이는 기업의 재무적 위험이 증대됨에 따라 부채비율이 늘어난다는 의미이다. 그러나 이것은 기존의 다른 연구 결과와 정면으로 배치된다. 즉 기존의 여러 연구에 의하면 기업들은 재무위험이 커지면 도산을 염려하여 부채비율을 낮추므로 재무위험과 부채비율은 陰의 관계가 있다¹¹⁾. 그런데 우리나라 자료에 의한 연구결과 이 두 변수 사이에 陽의 관계가 있는 것으로 판명되었는데 굳이 해석한다면 재무위험이 높은 기업의 특징은 바로 부채비율이 높은 기업이라는 귀납적 결과를 확인한 것이라고 할 수 있다.

수익성의 회귀계수는 陰의 부호를 가졌다. 이는 기존의 여러 연구인 Kester(1986), Titman and Wessels(1988), Friend and Lang(1988), 선우석호(1990), 그리고 박성태(1990)의 실증분석 결과와 일치한다. 수익성이 높은 기업은 유보를 많이 할 뿐 아니라 유보에 의한 자금조달은 거래비용이 가장 저렴하고 정보비대칭으로 인한 비용이 낮다. 따라서 수익성이 높을수록 부채를 적게 사용한다. 이러한 결과는 또한 부채비율이 높을수록 부채사용으로 인한 절세효과를 가져오기보다는 오히려 과도한 금융비용으로 인해 수익성에 나쁜 영향을 미치는 것으로도 해석된다¹²⁾.

부채비율과 성장성은 陽의 관계를 가지는 것으로 나타났는데 이는 본 연구의 가정과 기존의 연구결과(Titman and Wessels: 1989, 선우석호: 1990)와 반대되는 것이다. 본 연구의 가정이나 기존연구에 의하면 성장성이 높으면 기업이 유보할 가능성이 많고 유보는 또한 정보비대칭 비용을 낮추므로 부채를 덜 사용하게 되어 성장성과 부채비율은 陰의 관계를 가지게 된다는 것이다. 그러나

11) Bradley, Jarrel and Kim(1984), Titman and Wessel(1988), 그리고 Friend and Hasbrouck(1988).

12) 수익성의 대리변수로서 순이익 대신 영업이익을 사용하여 「영업이익/총자산」을 사용하였으나 결과는 마찬가지로 유의한 陰의 상관관계를 보였다.

부채비율과 성장성이 陽의 관계를 가지고 이미 앞에서 설명한 것과 같이 대주주 지분율과 성장성이 陰의 관계를 가지는 본 연구의 결과는 확실히 기존연구와 반대이다. 그것은 기존의 연구가 소유구조 또는 자본구조를 독립적인 내생변수로 하는 단일방정식(single equation)을 사용하였는 데 비하여 본 연구는 소유구조와 자본구조를 동시에 고려하는 동시방정식(simultaneous equation)을 사용하였기 때문이라고 생각된다. 두 변수가 陽의 관계를 가졌다는 것은 성장성이 큰 회사일수록 자기자본보다는 부채에 의한 자본조달에 더 의존한다는 해석을 가능하게 한다.

고정자산비율의 회귀계수는 陰으로 나타났다. 이는 고정자산이 많을수록 감가상각비 및 투자세액공제 등 소위 비부채 세금혜택이 커서 부채를 덜 사용할 것이라는 DeAngelo and Masulis(1980)의 이론 및 우리나라의 윤봉한(1989), 박성태(1990)의 실증분석 연구 결과와 일치된다.

전체 표본에서 회귀분석결과를 요약하면 <表 V-8>과 같다.

<表 V-8> 全體標本의 回歸分析結果 要約(n=172)

	대주주 지분율	부채 비율	기관투자자 지분율	규모	수익성	위험	성장성	자 특이성	산 비율	고정자 산비율
대주주 지분율 방정식	×		-	-						×
부채비율 방정식		×		+	-	+*		×		

註: 1. 모두 5%의 有意水準에서 有意함(단, *는 10% 有意水準에서 有意함).

2. +는 陽의 회귀계수, -는 陰의 회귀계수.
3. 공란은 무의미(not significant)한 것임.
4. ×는 방정식에 포함되지 않는 변수.

2) 30大 企業集團의 回歸分析

30대 기업만을 대상으로 위와 똑같이 대주주 지분율과 부채비율

을 각각 독립변수로 하고 기관투자가 지분율, 규모, 수익성, 위험, 성장률, 자산특이성 그리고 고정자산비율을 독립변수로 하는 2SLS를 실시하였다.

<表 V-9>는 64개 기업의 7년간 횡단면 자료를 이용하여 회귀분석한 결과를 나타낸 것이다. <表 V-9>의 결과는 전체표본으로 회귀분석한 것과 두 가지 점에서 차이가 난다.

<表 V-9> 30大 企業集團의 回歸分析結果(橫斷面 資料, n=64)

대주주 지분율 방정식

$$MAJOWN = \alpha_0 + \alpha_1 DEBT + \alpha_2 INSTOWN + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 RISK + 4\alpha_5 PROFIT + \alpha_6 GROWTH + \alpha_7 R\&D$$

독립변수	DEBT	INSTOWN	SIZE	RISK	PROFIT	GROWTH	R&D
회귀변수	0.0000	-0.2762	-3.1526	0.5135	-0.6048	-0.0093	0.8586
t값	0.01	-2.02	-3.15	0.54	-0.80	-0.13	1.11
F=3.6472(유의수준, 000) R ² =0.3131 adjusted R ² =0.2273							

부채비율 방정식

$$DEBT = \beta_0 + \beta_1 MAJOWN + \beta_2 INSTOWN + \beta_3 SIZE + \beta_4 RISK + \beta_5 PROFIT + \beta_6 GROWTH + \beta_7 FIXED$$

독립변수	MAJOWN	INSTOWN	SIZE	RISK	PROFIT	GROWTH	FIXED
회귀계수	3.1920	-25.2298	37.3144	267.5380	-89.1279	5.8716	-4.9251
t값	0.34	-2.71	0.48	4.82	-1.74*	1.14	-1.25
F=6.9509(유의수준, 000) R ² =0.6819							

註 : 1. MAJOWN=대주주 지분율, DEBT=부채비율, INSTOWN=기관투자가 지분율, SIZE=규모, PROFIT=수익성, RISK=위험, R&D=자산 특이성.

2. *는 10%의 有意水準, 나머지는 5%의 有意水準.

첫째, 부채비율 방정식에서 기관투자가 지분율의 회귀계수는 有意한 陰의 값을 가졌다¹³⁾. 즉 기관투자가 지분율이 높으면 30대 기업집단에 속한 기업들의 부채비율은 낮음이 확인되었다¹⁴⁾. 둘째, 부

13) 이때 회귀계수는 -25.2298이고 t값은 -2.71이었다.

채비율 방정식에서 위험의 회귀계수는 有意한 陽의 값이었다. 30대 기업집단에 속한 기업들의 경우 위험이 큰 기업일수록 부채비율이 높음이 분명히 확인되었다.

30대 기업집단 표본에서 회귀분석 결과를 요약하면 <表 V-10> 과 같다.

<表 V-10> 30대 企業集團의 回歸分析結果 要約(n=64)

	대주주 지분율	부채 비율	기관투자자 지분율	규모	수익성	위험	성장성	자 산 특이성	고정자 산비율
대주주 지분율 방정식	x		-	-					x
부채비율 방정식		x	-	+	-*	+		x	

註: 1. 모두 5%의 有意水準에서 有意함(단, *는 10% 有意水準에서 有意함).

2. +는 陽의 회귀계수, -는 陰의 회귀계수
3. 공란은 무의미한 것임.
4. x는 방정식에 포함되지 않는 변수.

3) 2SLS와 OLS 회귀분석의 비교

본 논문은 소유구조와 자본구조와의 관계를 2SLS로 분석함으로써 기존의 OLS 중심의 단일방정식 분석보다 양자의 관계를 신뢰성 있게 분석하고자 하였다. 따라서 같은 자료를 2SLS와 기존의 OLS로 분석함으로써 두 방법이 어떤 차이가 있으며 분석결과는 얼마나 다른지를 검토해 본다. <表 V-11>은 전체표본을 대상으로 한 OLS 회귀분석 결과이다.

- 14) 그러나 이는 기관투자자들이 부채비율이 낮은 기업을 선호하여 투자한 결과로 해석할 수 있다. 해석상의 논점은 부채비율이 낮기 때문에 기관 투자자가 투자지분율을 높인 것인지, 아니면 기관투자자의 지분율이 높기 때문에 부채비율이 낮은 것인지에 대한 판단에 있다. 여기서 후자의 해석을 합리화한다면 기관투자자 지분율은 기업이 통제할 수 없는 변수이고 부채비율은 기업이 통제가능한 변수이므로 기관투자자 지분율이 내생변수인 부채비율에 영향을 미친다고 본다.

<表 V-11> 全體標本の OLS回歸分析結果(橫斷面 資料, n=172)

대주주 지분율 방정식							
$MAJOWN = a_0 + a_1 DEBT + a_2 INSTOWN + a_3 SIZE + a_4 RISK + a_5 PROFIT + a_6 GROWTH + a_7 R\&D$							
독립변수	DEBT	INSTOWN	SIZE	RISK	PROFIT	GROWTH	R&D
회귀계수	0.0001	-0.3115	-2.1627	0.1114	-0.3674	-0.0004	2.4673
t값	0.43	-2.59	-2.54	0.44	0.76	-0.55	2.14
F=4.3164(유의수준, 000) R ² =0.1215 adjusted R ² =0.1004							
부채비율 방정식							
$DEBT = \beta_0 + \beta_1 MAJOWN + \beta_2 INSTOWN + \beta_3 SIZE + \beta_4 RISK + \beta_5 PROFIT + \beta_6 GROWTH + \beta_7 FIXED$							
독립변수	MAJOWN	INSTOWN	SIZE	RISK	PROFIT	GROWTH	FIXED
회귀계수	2.1643	-9.3674	44.1258	20.1257	-48.5674	1.0373	-2.2271
t값	0.27	-3.44	1.66	1.32	-2.98*	0.46	-1.21
F=4.3674(유의수준, 000) R ² =0.1237 adjusted R ² =0.1143							

註 : 1. MAJOWN=대주주 지분율, DEBT=부채비율, INSTOWN=기관투자가 지분율, SIZE=규모, PROFIT=수익성, RISK=위험, R&D=자산특이성.

2. *는 10%의 有意水準, 나머지는 5%의 有意水準.

대주주 지분율 방정식에서 보면 2SLS와의 가장 큰 차이는 성장성과 자산특이성에 있다. 즉 성장성과 자산특이성의 부호와 반대로 나타났고 특히 자산특이성은 회귀계수가 유의하였다. 미세한 차이로는 F값과 R² 그리고 adjusted-R²의 값이 작아졌다. 전반적으로 모든 회귀계수의 t값이 작아졌다. 이는 OLS의 경우에 변수의 표준오차가 커졌기 때문이다. 2SLS에서 유의성이 없었던 부채비율은 OLS에서도 역시 유의성이 없었다.

부채비율 방정식에서 2SLS와의 가장 큰 차이는 규모와 고정자산 비율에서 유의성이 대폭 떨어진 데 있다. 그 외 미세한 차이는 위에서와 마찬가지로 F값과 R² 그리고 adjusted-R²의 값이 작아졌다. 모든 회귀계수의 t값이 작아진 것 또한 위에서와 같다. 대주주 지분율이 유의성이 없는 것도 같다.

결론적으로 2SLS와 OLS는 근본적인 차이가 없어 보인다. 다시 말해서 상호의존적이라는 소유구조와 자본구조의 관계가 2SLS에서도 규명되지 못했고 OLS에서도 마찬가지이다. 그 이유는 우리나라에서 소유구조와 자본구조는 서로 영향을 미치지 않는 상호독립적인 변수이기 때문으로 생각된다. 즉 두 변수는 서로 무관하며, 별도의 결정요인이 있는 것으로 생각된다.

VI. 맺음말

본 논문은 최근 7년간 소유구조와 자본구조가 어떤 상관관계와 인과관계 속에서 변화하고 있는지에 대해 문제를 제기하면서 시작하였다. 우리나라 상장기업의 소유구조를 보면 機關投資家 지분이 1980년대 말까지 30~40%였다가 1990년대에 들어와 1995년도에는 50.5%로 증가하고, 상대적으로 개인투자자의 비중은 1987년에 62.4%였다가 그 이후 점점 줄어들어 1995년에는 39.1%를 기록해 30%대로 떨어졌다. 상장기업에서 기관투자자의 지분을 증가추세는 앞으로도 계속되리라 생각된다. 30대 기업집단의 경우 大株主持分率은 1987년 15.8%에서 1996년 4월 현재 10.3%로 떨어지고 있고 계열회사 지분을 역시 1987년 40.8%에서 1996년 4월 현재 33.8%까지 감소하고 있다.

한편 負債比率은 상장기업의 경우 1988년부터 200%대로 떨어진 후 최근까지 그 수준을 유지하고 있을 뿐 크게 감소하거나 증가하고 있지는 않다. 제조기업 전체를 보아도 부채비율은 300%를 약간 밑도는 수준에서 큰 편차를 보이지 않고 유지되고 있다.

30대 기업집단의 경우 평균부채비율은 1995년 현재 402.5%이다. 이는 같은 해 上場企業全體 평균부채비율 247.7%와 우리나라 제조업 전체의 평균부채비율 302.5%보다 훨씬 높다. 부채비율이 전반적으로 감소하거나 일정수준으로 유지되는 추세는 상장기업, 30대 기업집단 그리고 우리나라 제조업 모두에 공통된 현상이다.

우리나라 所有構造와 資本構造의 현황분석과 상장기업을 대상으로 한 실증분석 결과 소유구조와 자본구조는 상호 의미 있는 연관성을 가지고 있지 않은 것으로 보인다. 실증분석에서 소유구조는

대주주 지분율로 측정하고 자본구조는 부채비율로 측정하였다. 두 기업 특성변수가 陽의 관계를 가지는 것은 틀림없으나 統計的 有意性은 매우 낮은 것으로 판명되었고 두 기업 특성변수가 상호 의존적으로 결정되지는 않는 것으로 나타났다. 이것은 우리나라의 기업들이 大株主 持分率이 낮아짐에 따라 부채의 대리인 비용이 높아짐으로써 반드시 부채사용을 감소시키는 것이 아니라는 점을 시사한다. 다시 말하면, 우리나라 기업들이 대리인 비용의 절감을 위하여 소유구조와 자본구조를 연계하여 결정한다는 가설은 받아들이기 어려운 것으로 생각된다. 본 논문에서 검토하지는 않았으나 30대 기업집단의 경우는 대주주 지분율만으로 지분관리를 하지 않고 대주주 지분율에 계열사 지분율을 합한 내부지분율로 전체 지분을 관리하므로 만약 소유구조를 내부지분율로 하였을 경우 부채비율과의 관계가 어떻게 산출될지는 향후 하나의 연구과제가 될 것이다.

또한 기관투자가 지분율이 높아짐에 따라 대주주 지분율이 낮아지는 현상은 통계적으로 有意한 것으로 판명되었으나 기업전체로 볼 때 機關投資家 持分率이 負債比率과 有意한 陰의 관계를 갖지 않는 것으로 나타났다. 이는 機關投資家들이 자기자본의 대리인 비용 절감을 위하여 외부 감시자로서의 역할은 수행하지만 부채의 대리인 비용 절감을 위한 감시자의 역할을 수행하는 데는 한계를 가짐을 시사한다. 다만 30대 기업집단만을 대상으로 한 통계분석에서 기관투자가 지분율이 부채비율과 有意한 陰의 관계를 가지고 있음은 기관투자가가 30대 기업집단에 속한 기업들의 부채 사용을 억제하는 감시자로 자리잡고 있음을 의미한다고 하겠다. 그러나 부채비율이 낮기 때문에 기관투자자들이 지분을 높였을 것이라고도 해석할 수 있다.

본 논문은 172개 상장기업을 대상으로 우리나라 기업의 소유구조와 자본구조의 관계를 규명하고자 1987~1993년까지의 자료를 이용하여 실증분석을 실시하였다. 소유구조와 자본구조는 기업의 대

리인 비용 절감을 위하여 상호의존적으로 결정된다고 판단되어 소유구조를 대표하는 대주주 지분율과 자본구조를 나타내는 부채비율을 각각 내생변수로 하는 2SLS 回歸分析式을 도출하였다. 그 외에 소유구조와 자본구조에 영향을 미칠 것으로 생각되는 기관투자가 지분율, 규모, 수익성, 위험, 성장성, 자산특이성, 그리고 고정자산비율을 외생변수로 사용하였다.

실증분석 결과와 그 의미는 다음과 같다.

첫째, 소유구조와 자본구조는 相互依存的으로 결정되기보다는 獨立的으로 결정된다. 소유구조 및 자본구조를 내생변수로 하는 2SLS에서 두 변수의 관계는 무관하게 나타났다. 다만 두 변수가 미약하나마 陽의 관계를 보이는 것은 대주주 지분율과 부채비율이 함께 감소하고 있는 최근의 추세를 반영하고 있는 것으로 해석된다.

둘째, 大株主 持分率은 機關投資家 持分率 및 企業規模와 陰의 관계를 가지고 있다. 기관투자가 지분율이 높아지면 전체에서 차지하는 대주주 지분율이 상대적으로 낮아지는 것은 당연한 결과이기는 하다. 그러나 이러한 결과가 시사하는 바는 정부가 대주주소유분산을 위해 직접적인 정책수단인 상속세·증여세의 인상이나 여신정책과 연계시키기보다는 기관투자가의 육성이라는 간접적인 정책수단을 강화하는 것도 효율적인 방안이 될 수 있다는 점이다. 또한 企業規模가 증대함에 따라 大株主 持分率이 낮아진다는 점은 미국의 경우와 같이 기업의 일반적인 발전과정에서 볼 때 필연적인 결과이므로 우리나라 기업도 여기서 예외가 아닌 것이 확인되었다.

셋째, 負債比率은 規模 및 危險과 有意한 陽의 관계를 가지고 수익성과는 有意한 陰의 관계를 가지고 있다. 우리나라 기업들은 규모가 커질수록 부채를 늘리는데 이는 앞에서 언급하였듯이 규모가 커질수록 대주주 지분율이 낮아지는 것과 일맥상통한다. 기업규모가 커질수록 자기자본에 의한 조달보다 부채에 의한 자본조달이 더 많으므로 부채비율이 높아지는 것이다. 또한 재무적 위험이 큰 기업

일수록 부채비율이 높은 것은 우연이 아니다. 부채비율과 수익성이 陰의 관계를 보이는 것은 과도한 부채사용에 따른 금융비용 때문인 것으로 보인다.

본 연구에서 나타난 한계점은 다음과 같다.

첫째, 大株主 持分率 측정에 오차가 있다. 주주명부를 통한 조사에도 불구하고 근본적으로 대주주 지분을 자료는 假名과 借名에 의한 위장분산이 많이 있을 것이므로 오류가 발생할 수 있고, 위장계열사에 의한 주식소유를 주주명부에서 정확히 가려낼 수는 없었다.

둘째, 소유구조와 자본구조와의 관계에 초점을 맞추기 위해 配當 관련 변수를 포함시키지 않았다. 원래 자본구조 결정과 配當 결정은 상호의존적이므로 동시에 파악하여야 했으나 소유구조와 자본구조와의 관계를 분명히 파악하기 위해 配當 요인을 분석에 포함시키지 않았다. 따라서 소유구조, 자본구조 그리고 배당관련 변수를 함께 고려한 보다 포괄적인 분석이 요구된다.

셋째, 소유구조와 자본구조에 영향을 미치는 변수 중에서 소유구조와 자본구조에 특이하게 영향을 미치는 변수를 더 많이 포함시켜야 할 것이다. 예를 들면 非負債 税金惠澤 변수는 자본구조에 영향을 미치는 변수이고, 대주주 1인의 이사직 참여비율 등은 소유구조에 영향을 미치는 요인인데 향후 이러한 변수들도 함께 고려한 분석이 시도되어야 할 것이다.

參考文獻

- 강철규, 「재벌의 금리차 지대와 소유구조」, 『한국의 대기업』, 포스코 경영연구원, 1995, pp. 141~158.
- 공병호, 『한국재벌의 소유에 관한 연구』, 한국경제연구원, 1994. 8.
- _____, 「한국 재벌의 소유구조에 관한 연구」, 『경제학연구』, 제42집 제3호, 한국경제학회, pp. 307~330.
- 공병호 · 전인우, 『한국기업의 지배구조』, 한국경제연구원, 1995.
- 공정거래위원회, 『95년 대규모 기업집단 지정현황』, 1995.
- 곽태원, 「조세유인과 우리나라 법인기업의 재무구조」, 『한국개발연구』, 한국개발연구원, 1988. 가을.
- 국찬표 · 정군화, 「우리나라 기업의 소유구조 결정요인에 대한 실증적연구—선형구조모형을 응용하여—」, 한국재무학회 추계 세미나, 1995.
- 김석용, 「기업소유구조의 결정요인과 재무성과에 관한 실증적 연구」, 고려대학교 대학원 박사학위논문, 1990.
- 김우택 · 장대홍 · 김경수, 「기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구」, 『재무연구』, 제6호, 1993. 12, pp. 55~75.
- 김주현, 「기업가치와 기업가치 연관성에 관한 실증적 연구」, 『재무연구』, 제5호, 1992. 12.
- 남상우, 「이중금융하의 기업재무구조」, 『한국개발연구』, 한국개발연구원, 1984. 가을.
- 문종진, 「기업지배구조 논의의 대두와 대응방향」, 『경제분석』, 제1권 제2호, 한국은행 금융경제연구소, 1995, pp. 37~68.
- 박성태, 「자본구조결정요인에 대한 실증적 연구」, 『재무관리연구』, 제7권 제2호, 1990. 12, pp. 81~105.
- 선우석호, 「한국기업의 재무구조결정요인과 자본비용」, 『재무연구』,

- 제3호, 1990. 12, pp. 61~80.
- 소병희, 「한국기업의 소유집중과 경제효율성」, 『한국의 대기업』, 포스코 경영연구원, 1995, pp. 57~115.
- 신동영, 「거시경제요인의 변화와 한국기업의 재무구조」, 『재무연구』, 한국재무학회, 1990.
- 양영식·정병휴, 『한국재벌 부문의 경제분석』, 한국개발연구원, 1992.
- 유승민, 「우리나라 기업집단의 소유구조와 정책대응」, 『한국개발연구』, 제14권 제1호, 1992. 3, pp. 3~36.
- 윤계섭, 「한국기업의 소유와 경영의 분리 및 그 효과에 관한 연구」, 『서울대학교 경영논집』, 제14권 제1호, 1990. 3, pp. 45~49.
- 윤봉한, 「우리나라 제조업의 자본구조 결정요인에 대한 실증적 연구」, 『신평저널』, 1989. 봄.
- 이기영, 「업종 전문화 시책의 평가와 향후 금융지원 정책의 방향」, 『재정포럼』, 제2호, 한국조세연구원, 1996. 8.
- 이해영, 「기업의 재무목표와 부채비율결정요인에 대한 실증적 연구」, 『재무관리연구』, 제8권 제1호, 1991. 8, pp. 19~41.
- 임용기, 『기업소유구조와 자본시장발전』, 한국신용평가주식회사, 1988.
- _____, 「한국기업 소유구조의 결정요인」, 『재무연구』, 제2호, 1989, pp. 1~27.
- 장지상, 「한국 재벌의 소유집중과 다각화」, 『한국의 산업발전과 재벌』, 심포지움시리즈Ⅱ, 서울사회경제연구소, 1995, pp. 87~115.
- _____, 「한국재벌의 기업지배구조: 문제의 소재와 개선방향」, 한국산업조직학회 정책세미나, 1996. 9.
- 정광선, 『기업경쟁력과 지배구조』, 한국금융연구원 연구보고서,

- 1994.
- _____, 『한국기업의 통할체제』, 서울대학교 증권금융연구소, 1996.
- 정균화, 「우리나라 상장기업의 소유구조 결정요인에 관한 실증적 연구」, 서강대학교 박사학위 논문, 1995. 7.
- 진태홍, 「일본기업집단의 상호주식보유와 경제적 의미」, 『재무관리 연구』, 제10권, 1993. 6.
- 최 광·하태영, 「한국기업의 재무구조 결정요인에 관한 이해 및 실증적 고찰」, 『한국개발연구』, 한국개발연구원, 1984. 여름.
- 홍현표, 「한국재벌의 소유집중」, 『경제학연구』, 41(1), 1993, pp. 239~264.
- Agrawal, A. & G.N. Mandelker, "Large Shareholders and Monitoring of Managers:The Case of Antitakeover Charter Amendments," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1990, pp. 143~161.
- Amihud, Y., B. Lev & N.C. Travlos, "Corporate Control and the Choice of Investment Financing," *Journal of Finance*, Vol. 45, June 1990, pp. 603~616.
- Asquith, P. & D.W. Mullins, "Equity Issues and Offering Dilution," *Journal of Financial Economics*, 1986, pp. 61~89.
- Balakrishnan, S. & I. Fox, "Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure," *Strategic Management Journal*, Vol. 14, 1993, pp. 3~16.
- Bathala, C.T., K.P. Moon & R.P. Rao, "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings : An Agency Perspective," *Financial Management*, Vol. 23, Autumn 1994, pp. 38~50.

- Baton, S.L., N.C. Hill & S. Sundaram, "An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure," *Financial Management*, Spring 1989, pp. 36~44.
- Berglöf, Erik & Enrico Perotti, "The Governance Structure of the Japanese Financial Keiretsu," *Journal of Finance* 1994, pp. 259~284.
- Berle, A.A. & G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan, 1932.
- Bradley, M., G.A. Jarrel & E.H. Kim, "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence," *Journal of Finance*, July 1984, pp. 857~880.
- Chaganti, R. & F. Damanpour, "Institutional Ownership, Capital Structure, and Firm Ownership," *Strategic Management Journal*, Vol. 12, 1991, pp. 479~491.
- Chang, S. & D. Myers, "Managerial Vote Ownership and Shareholder Wealth: Evidence from Employee Stock Ownership Plans," *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, 1992, pp. 103~131.
- Chandler, A.D., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1977.
- _____, "The United States: Seedbed of Managerial Capitalism," *Managerial Hierarchies*, Alfred Chandler and Herman E.D.(eds.), Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1980, pp. 9~40.
- Coulson-Thomas, Colin, *Creating Excellence in the Boardroom*, McGraw-Hill, London, 1993.
- Crutchley, C.E. & R.S. Hansen, "A Test of the Agency Theory

- of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend,” *Financial Management*, Winter 1989, pp. 36~46.
- DeAngelo, H. & R.W. Masulis, “Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation,” *Journal of Financial Economics*, 1980, pp. 3~27.
- De Alessi, “Private Property and Dispersion of Ownership in Large Corporations,” *Journal of Finance*, Vol. 28, No. 2, 1973, pp. 842.
- Demsetz, H. & G. Lehn, “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences,” *Journal of Political Economy*, Vol. 93, December 1985, pp. 1155~1177.
- Eckbo, B.E. & S. Verma, “Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1, March 1994, pp. 33~62.
- Fama, E., “Agency Problems and the Theory of the Firm,” *Journal of Political Economy*, 88, 1980, pp. 288~307.
- Fama, E.F. & M.C. Jensen(a), “Agency Problems and Residual Claims,” *Journal of Law and Economics*, Vol. 7, June 1983, pp. 301~325.
- _____(b), “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law and Economics*, June 1983, pp. 301~325.
- Friend, I. & J. Hasbrouck, “Determinants of Capital Structure,” in Andy Chen(ed.), *Research in Finance*, Vol. 7, JAI Press, 1987, pp. 1~19.
- Fridnd, I. & L. Lang, “An Empirical Test of the Impact of

- Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *Journal of Finance*, Vol. 43, 1988, pp. 271~281.
- Goldberger, A.S. & O.D. Duncan, *Structural Equation Models in the Social Sciences*, New York: Seminar Press, 1973.
- Graves, S. & S. Waddock, "Institutional Ownership and Control: Implications for Long-term Corporate Strategy," *Academy of Management Executive*, 4(1990), pp. 75~83.
- Grossman, S.T. & D. Hart, "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives," in J.McCall(ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*, Chicago, IL, University of Chicago, 1982.
- Harris, M. & A. Raviv, "The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance*, Vol. 46, 1991, pp. 297~355.
- Herman, E.D., *Corporate Control Corporate Power*, Cambridge University Press, Cambridge, London, 1981, p. 71.
- Hoshi, T. , A. Kashyap & D. Sharfstein, "The Role of Banks in Reducing Costs of Financial Distress in Japan," *Journal of Financial Economics*, 27, 1990, pp. 67~881.
- Jacobs, M.T., *Short-term America: The Causes and Courses of Our Business Myopia*, Harvard Business School Press, Boston, 1991.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg & T.S. Zorn, "Simultaneous Determination of Inside Ownership, Debt and Dividend Poli-

- cy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1992, pp. 247~263.
- Jensen, M.C., "Agency of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover," *American Economic Review*," Vol. 76, 1986, pp. 323~329.
- _____, "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, No. 5, September/October 1989, pp. 61~74.
- _____, "Corporate Control and the Politics of Finance," *Journal Applied Corporate Finance*, Vol. 4, No. 2, Summer 1991, pp. 13~33.
- _____, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of Internal Control System," *Journal of Finance*, Vol. 48, 1993, pp. 831~880.
- Jensen, M.C. & W.H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, October, 1976, pp. 305~360.
- Kang, J. K. & A. Shivdasani, "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, 36, 1995, pp. 29~58.
- Kester, W.C., "The Hidden Cost of Japanese Success," *Journal Applied Corporate Finance*, 1991.
- _____, *Japanese Takeovers: The Global Context for Corporate Control*, Harvard Business School Press, Boston, 1991.
- _____, "Governance, Contracting and Investment Time Hori-

- zon: A Look at Japan and Germany," *Journal of Applied Corporate Finance*, 1992.
- Kim, W.S. & E.H. Sorenson, "Evidence on the Impact of Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1986, pp. 131~144.
- Leland, H.E. & D.H. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol. 32, 1977, pp. 371~387.
- McConnel, J.J. & H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990, pp. 595~611.
- Morck, R.A., Shleifer & R.W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 293~36.
- Moyer, R.C., R.E. Chatfield, & P.M. Sisneros, "Security Analysts Monitoring Activity: Agency Costs and Information Demands," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, December 1989, pp. 503~512.
- Myers, S.C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, 1977, pp. 147~175.
- Myers, S.C. & N.S. Majulif, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 1984, pp. 187~221.
- Noranda, M.G., D. K. Shome & G.E. Morgan, "The Monitoring

- Rationale for Dividend and the Interaction of Capital Structure and Dividend Policy," *Journal of Banking and Finance*, 1995.
- Pindyck, R.S. & D.L. Rubinfeld, *Econometric Models and Economic Forecasts*, 2nd ed., McGraw-Hill, 1981.
- Pound, J., "Proxy Contest and the Efficiency Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 237~266.
- _____, "The Promise of the Governed Corporation," *Harvard Business Review*, March/April 1995.
- Prowse, S.D., "The Structure of Corporate Ownership in Japan," *Journal of Finance*, 1992, pp. 1121~1140.
- _____, "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the U.S. and Japan," *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 7~42.
- Ross, S.A., "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach," *Bell Journal of Economics*, 1977, pp. 23~40.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 1986, pp. 461~488.
- _____, "The Takeover Wave of 1980s," *Journal of Applied Corporate Finance* 4, Fall 1991, pp. 49~56.
- Short, Helen, "Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms," *Journal of Economic Surveys*, Vol. 8, No. 3, 1994, pp. 203~249.
- Smith Jr., C.W & R.L. Watts, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensat-

- ing Policies," *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, 1992, pp. 263~292.
- Stulz, R.M., "Management Ownership, Capital Structure, and Takeover," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 1~19.
- _____, "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, 26, 1990, pp. 3~27.
- Taggart, R.A., "Corporate Financing: Too Much Debt?," *Financial Analysts Journal*, 1986, pp. 35~42.
- Taylor, W., "Can Big Owners Make a Big Difference?," *Harvard Business Review*, Sep./Oct. 1990, pp. 70~82.
- Titman, S. & R. Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance*, March 1988, pp. 1~19.
- Williamson, O.E., "Corporate Finance and Corporate Governance," *Journal of Finance*, July 1988, pp. 567~591.
- _____, "The Promise of the Governed Corporation," *Harvard Business Review*, March/April 1995, pp. 26~36.

附 錄

<附表 1> 橫斷面 資料 全體標本 基礎統計量(n=172)

Number of valid observations(listwise)=172					
Variable	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum	N
RISK	2.32	2.30	0.11	14.28	172
PROFIT	2.52	2.41	-8.53	10.81	172
SIZE	11.97	1.22	8.43	15.19	172
GROWTH	14.55	12.92	-44.15	76.75	172
MAJOWN	23.17	10.27	1.86	54.23	172
INSTOWN	37.54	11.22	6.00	79.00	172
DEBT	344.56	480.78	49.75	5486.33	172
R&D	8.28	2.75	-8.53	10.81	172
FIXED	33.84	15.68	0.81	70.38	172

<附表 2> 橫斷面 資料 10大 企業集團 基礎統計量(n=38)

Number of valid observations(listwise)=38					
Variable	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum	N
RISK	1.44	1.05	0.32	4.54	38
PROFIT	1.70	0.95	-0.21	4.09	38
SIZE	13.2	1.08	10.63	15.19	38
GROWTH	21.72	16.30	-1.40	76.75	38
MAJOWN	16.59	7.86	5.37	38.77	38
INSTOWN	34.22	8.04	8.39	51.51	38
DEBT	472.2	430.94	108.88	2565.75	38
R&D	1.14	1.47	0.02	6.00	38
FIXED	32.88	18.31	0.81	68.71	38

<附表 3> 橫斷面 資料 30大 企業集團 基礎統計量(n=64)

Number of valid observations(listwise)=64					
Variable	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum	N
RISK	1.53	1.32	0.11	7.72	64
PROFIT	1.69	1.47	-2.16	9.35	64
SIZE	12.95	1.06	10.32	15.19	64
GROWTH	18.5	15.15	-2.79	76.75	64
MAJOWN	19.16	9.06	5.37	38.77	64
INSTOWN	32.09	9.10	8.39	51.51	64
DEBT	488.37	722.55	108.88	5486.33	64
R&D	1.04	1.37	0.01	6.00	64
FIXED	32.15	18.86	0.81	68.71	64

<附表 4> 橫斷面 資料 非30大 企業集團 基礎統計量(n=108)

Number of valid observations(listwise)=108					
Variable	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum	N
RISK	2.79	2.61	0.16	14.28	108
PROFIT	3.01	2.72	-8.53	10.81	108
SIZE	11.38	0.88	8.43	14.04	108
GROWTH	12.21	10.80	-44.15	66.16	108
MAJOWN	25.55	10.25	1.86	54.23	108
INSTOWN	22.92	11.80	3.30	54.23	108
DEBT	259.35	205.71	49.75	1380.03	108
R&D	1.67	2.73	0.00	11.35	108
FIXED	34.84	13.44	4.16	70.38	108

<국문요약>

所有構造와 資本構造의 關係

金 建 佑

본 논문은 172개 상장기업을 대상으로 우리나라 기업의 소유구조와 자본구조의 관계를 규명하기 위하여 1987~1993년까지의 자료를 이용하여 실증분석을 실시하였다. 소유구조와 자본구조는 기업이 대리인비용 절감을 위하여 상호의존적으로 결정된다고 판단되어 소유구조를 대표하는 대주주 지분율과 자본구조를 나타내는 부채비율을 각각 내생변수로 하는 2段階最小自乘(2SLS) 回歸分析式을 도출하였다. 그 외에 소유구조와 자본구조에 영향을 미칠 것으로 생각되는 기관투자가 지분율, 규모, 수익성, 위험, 성장성, 자산특이성, 그리고 고정자산비율을 외생변수로 사용하였다. 실증분석결과와 그 의의는 다음과 같다.

첫째, 소유구조와 자본구조는 相互依存的으로 결정되기보다는 獨立的으로 결정된다. 소유구조 및 자본구조를 내생변수로 하는 2SLS에서 두 변수의 관계는 무관하게 나타났다. 다만 두 변수가 미약하나나 陽의 관계를 보이는 것은 대주주 지분율과 부채비율이 함께 감소하고 있는 최근의 추세를 반영하고 있는 것으로 해석된다.

둘째, 大株主 持分率은 機關投資家 持分率 및 企業規模와 陰의 관계를 가지고 있다. 기관투자가 지분율이 높아지면 전체에서 차지하는 대주주 지분율이 상대적으로 낮아지는 것은 당연한 결과이기도 하다. 그러나 이 결과가 시사하는 바는 정부가 대주주 소유분산을 위해 직접적인 정책수단인 상속세나 증여세의 인상이나 여신정책과 연계시키기 보다는 기관투자자의 육성이라는 간접적인 정책수단을 강화하는 것도 효율적인 방안이 될 수 있다는 점이다. 또한 企業規模가 증대함에 따

라 大株主 持分率이 낮아진다는 것은 미국의 경우와 같이 기업의 일반적인 발전과정에서 볼 때 필연적인 결과이며 우리나라 기업도 여기서 예외가 아닌 것으로 확인되었다.

셋째, 負債比率은 規模 및 危險과 有意한 陽의 관계를 가지고 수익 성과는 有意한 陰의 관계를 가지고 있다. 우리나라 기업들은 규모가 커질수록 부채를 늘리는데 이는 앞에서 언급하였듯이 규모가 클수록 대주주 지분율이 낮아지는 것과 일맥상통한다.

<Abstract>

The Relationship between the Ownership and Capital Structure

Kunwoo Kim

The purpose of this paper is to investigate the relationship between the ownership and capital structure of 172 Korean listed companies using the data sets from 1987 to 1993. The ownership and capital structure of companies are generally assumed to be interdependently determined to reduce the agency cost. 2SLS(Stage Least Squares) regression method was used to test the interdependence between the ownership and capital structure. Major shareholders' equity ratio(= number of shares held by major shareholders divided by total number of shares outstanding) was selected as proxy for ownership structure while debt ratio(=total debt divided by shareholders' equity on book value basis) was selected as a proxy for capital structure. These two variables were used as endogenous variables in 2SLS. While institutional investors' equity ratio, firm size, profitability, risk, growth, asset specificity and fixed asset ratio which are assumed to affect the ownership and capital structure were selected as exogenous variables. The followings were found in the empirical analysis.

First, the ownership and capital structure are not interdependently but independently determined. The ownership structure was found to have insignificant relationship with capital structure in 2SLS system. But the weak and insignificant positive correlation between ownership and capital structure is thought to reflect the trend where both