

기업집단 지배-소유 괴리
측정에 관한 연구:
임계지배권 방법을 중심으로

2007. 12.

연구 위원 강형철
연구 위원 빈기범
연구 위원 조성훈
국민대학교 윤정선

한국증권연구원
Korea Securities Research Institute

序 言

우리나라에서 1997년 경제위기 이후 기업지배구조(corporate governance)의 중요성이 부각된 가운데, 재벌이라 불리는 대규모기업집단의 소유지배구조에 대한 논쟁이 지속적으로 이어져 오고 있다. 국내 대규모기업집단의 소유구조는 '지배소수주주 체제'로 요약할 수 있다. 지배소수주주란 절대적 다수의 지분을 소유하지 않으면서도 지배권을 행사하는 주주를 가리키며, 이러한 지배소수주주 체제 하에서는 지배와 소유의 괴리가 필연적으로 발생하게 된다. 그리고 지배-소유 괴리는 지배주주와 여타 주주 간의 대리인문제를 심화시킬 수 있다는 점에서 그 괴리의 정도를 줄이기 위한 정책적 노력이 이루어져 왔다.

하지만 이와 같은 정책적 노력이 정당성과 실효성을 갖기 위해서는 우선 지배-소유 괴리를 최대한 정확하게 측정할 수 있어야 하며, 동시에 지배-소유 괴리가 실제로 기업의 가치 및 성과에 부정적인 영향을 미치고 있다는 증거가 있어야 한다. 본 보고서는 이러한 문제의식에 입각하여 기업집단에 대해 지배-소유 괴리를 측정하는 방법에 관하여 광범위하고도 엄밀한 이론적·실증적 분석을 수행하고 있다. 현재 기업집단 정책에서 사용되고 있는 지배-소유 괴리 측정 방법이 내포하고 있는 문제점을 밝히고, 이를 해결할 수 있는 새로운 측정 방법을 소개한다. 그리고 측정 방법에 따라 동일한 기업집단을 대상으로 계산된 지배-소유 괴리는 상당한 차이를 나타냄을 보인다. 또한 본 보고서는 지배-소유의 괴리 정도가 기업의 가치 및 성과에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 지배-소유 괴리 방법별로 실증적으로 분석하고 있다. 본 보고서가 담고 있는 이러한 연구 결과는 향후 국내 기업집단의 소유지배구조 문제, 특히 지배-소유 괴리의 문제에 대한 접근에 있어서 하나의 중요한 디딤돌이 될 것으로 기대한다. 또한 기업집단에 대한 정책·규제의 수립에 대해서도 본

보고서는 매우 중요한 시사점을 담고 있다고 하겠다.

본 보고서는 본 연구원의 강형철 연구위원, 빈기범 연구위원, 조성훈 연구위원 및 국민대학교 윤정선 교수의 공동 연구에 의해 작성되었다. 이들의 노고에 감사드린다. 또한, 보고서에 대해서 다양한 측면에서 날카로운 비평을 해주신 연세대학교 박상용 교수께 감사드리며, 보고서에 대해 지정 논평을 맡아주신 본 연구원의 송홍선 연구위원께 감사드린다. 아울러, 본 보고서의 원고 교정과 편집을 담당한 신경진 연구조원, 허문선 연구조원의 수고에도 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2007년 12월

한국증권연구원

원장 최도성

목 차

Executive Summary	viii
Abstract	xiii
I. 서론	3
II. 기업집단의 소유지배구조	9
1. 지배소수주주 체제 및 형성 메커니즘	9
2. 지배소수주주 체제의 대리인 문제	21
3. 우리나라 기업집단의 특징	23
III. 기업집단 지배-소유 괴리와 관련된 논점	29
1. 출자총액제한제도와 지배-소유 괴리	29
2. 지배-소유 괴리의 측정	32
3. 계열사 출자와 지배-소유 괴리의 관계	46
4. 지배-소유 괴리와 기업성과	48

IV. 실증분석	55
1. 자료	55
2. 지배-소유 괴리 측정 방식별 결과의 비교분석	57
3. 계열사 출자와 지배-소유 괴리간 관계에 대한 시뮬레이션 분석 ..	72
4. 지배-소유 괴리와 기업성과 및 기업가치	78
V. 요약 및 결론	95
참고문헌	99

표 목 차

<표 III-1> 가상적 기업집단내 각 계열사에 대한 지배-소유 괴리	45
<표 IV-1> 분석 대상 표본 기업집단 및 계열사	56
<표 IV-2> 연도별 기업집단 지배-소유 괴리	63
<표 IV-3> 지배-소유 괴리가 ROA에 미치는 영향에 대한 분석 I	83
<표 IV-4> 지배-소유 괴리가 ROA에 미치는 영향에 대한 분석 II	84
<표 IV-5> 지배-소유 괴리가 ROA에 미치는 영향에 대한 분석 III	85
<표 IV-6> 지배-소유 괴리가 토빈 Q에 미치는 영향에 대한 분석 I	88
<표 IV-7> 지배-소유 괴리가 토빈 Q에 미치는 영향에 대한 분석 II	89
<표 IV-8> 지배-소유 괴리가 토빈 Q에 미치는 영향에 대한 분석 III	90

그림 목 차

<그림 II-1> 피라미드형 소유구조 사례 I	14
<그림 II-2> 피라미드형 소유구조 사례 II	15
<그림 II-3> 상호(순환)출자 구조 사례 I	17
<그림 II-4> 상호(순환)출자 구조 사례 II	18
<그림 II-5> 스웨덴 발렌베리 그룹의 소유지배구조	20
<그림 II-6> 국내 소수지배주주 체제하의 민간기업집단내 계열사에 대한 지배주주 및 지배주주의 특수관계인 지분	24
<그림 II-7> 기업집단의 순환출자 및 교차피라미드 구조	26
<그림 III-1> 국내 대규모기업집단 출자 양상	31
<그림 III-2> 가상적 기업집단 소유구조	37
<그림 III-3> 가상적 단순 피라미드 형태 출자구조	38
<그림 III-4> 가상적 순환출자 구조	40
<그림 III-5> 가상적 기업집단 출자 구조	44
<그림 IV-1> 연도별 공정거래법 방식 및 임계지배권 방식 지배-소유 괴리도 산포도	58
<그림 IV-2> 연도별 내부지분 방식 및 임계지배권 방식 지배-소유 괴리도 산포도	59

<그림 IV-3> 연도별 공정거래법 방식 및 내부지분 방식 지배-소유 괴리도 산포도	61
<그림 IV-4> 2006년 삼성그룹내 주요 계열사간 출자 관계	73
<그림 IV-5> 2006년 SK그룹내 주요 계열사간 출자 관계	74
<그림 IV-6> 2006년 현대자동차그룹내 주요 계열사간 출자 관계	75
<그림 IV-7> 계열사 출자와 지배-소유 괴리 관계에 대한 시뮬레이션	77

《 Executive Summary 》

기업집단 소유지배구조는 “재벌”로 불리우는 국내 기업집단이 우리나라에서의 비중 및 영향력을 고려할 때 특별한 관심의 대상이 된다. 복잡한 계열사간 출자로 형성된 기업집단에서는 “지배 소수주주 체제” 혹은 “소수주주에 의한 지배”가 가능하다. 즉, 기업집단의 지배주주는 적은 지분으로 기업집단 전체를 지배하는 “지배와 소유의 괴리”가 발생한다.

지배-소유 괴리가 있는 경우, Jensen and Meckling(1976)의 이해일치효과는 작고, Stulz(1988)의 참호구축효과는 커서, 지배주주는 자신이 부담하는 소유권상 손실보다 자신에게 귀속되는 사적 편익이 더 큰 의사결정을 할 유인을 갖는다. 또한, 지배-소유 괴리는 지배주주의 소유권을 상회하는 지배권으로 인해 기업지배권 시장으로부터의 규율을 효과적으로 차단시킬 수 있다.

우리나라에서는 기업집단 지배-소유 괴리 문제가 기업의 경영 의사결정에 보다 직접적 영향을 미친다. 정부가 지배-소유 괴리 개념을 국내 대규모기업집단에 대한 핵심적 규제 중 하나인 공정거래법상 출자총액제한제도와 연계하여 그 괴리를 낮출 유인을 부여하고 있기 때문이다. 하지만 출자총액제한제도와 지배-소유 괴리의 연계가 정당성을 갖기 위해서는, 첫째 지배-소유 괴리 확대는 기업성과 혹은 가치에 부정적 영향을 미치며, 둘째 계열사 출자 증가는 지배-소유 괴리를 확대시킨다는 전제가 충족되어야 한다. 아울러 또 다른 문제는 지배-소유 괴리 측정 방법에 대해서 아직 뚜렷한 공감대가 없다는 것이다.

본 연구에서는 지배-소유 괴리 측정 방법으로서 공정거래법상의 방법("공정거래법 방식"), 기존의 다수 국내 연구에서 사용된 방법("내부지분 방식") 및 최근 Almeida et al.(2007)의 방법("임계지배권 방식")의 세 가지를 이론적으로 비교한다. 또한 국내 대규모기업집단을 대상으로 이 세 가지 방법으로 지배-소유 괴리를 측정하였다. 아울러 계열사 출자와 지배-소유 괴리의 관계가 이 세 가지 방법에 대해서 각각 분석·비교하였고, 세 가지 방법으로 측정된 지배-소유 괴리 측정치를 사용하여 우리나라 대규모 기업집단에서 지배-소유 괴리가 기업성과 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다.

지배소수주주 체제에서는 지배권과 소유권의 괴리가 발생하며, 이러한 지배-소유 괴리는 ① 피라미드형 소유구조, ② 차등의 결권주식, ③ 상호(순환)출자를 통해 가능해진다. 국내 기업집단 역시 지배소수주주 체제로서 지배주주는 계열사에 대해 보유하는 지분은 낮지만, 기업집단 전체를 지배하고 있다. 특히 국내 기업집단은 순환출자가 내재된 교차 피라미드식 출자의 복잡한 구조를 통해 기업집단 지배를 용이하게 하고 있다.

출자총액제한제도는 대규모기업집단 소속 계열사의 타 기업에 대한 출자를 제한하는 것으로, 재벌의 무분별한 계열 확장, 시장 독과점화 등 경제력 집중을 억제할 목적으로 1987년 도입되었다. 동 제도는 지배주주의 의결지분율(즉, 지배권)과 소유지분율(즉, 소유권 혹은 현금흐름권)간 차이가 25% 포인트 이하이거나, 소유지분율 대비 의결지분율 비율이 3배 이하이면 동 제도를 적용하

지 않는 것으로 정하고 있다. 결국, 지배-소유 괴리를 낮출 강한 유인을 제공한다는 측면에서 지배-소유 괴리를 규제하는 효과를 기대할 수 있는 것이다.

이러한 규제가 정당성을 가지려면 지배주주의 소유권 및 지배권을 정확히 측정하는 것이 매우 중요하다. 소유권의 경우, 측정 방법에 대해서 이론적·실무적으로 큰 이견이 없지만, 지배권 측정 방법에 대한 합의는 아직 없으며, 학계에서도 다양한 방법이 사용되고 있다.

소유권은 지배주주의 직접지분과 계열사를 통한 간접지분을 모두 고려하여 계산된다. (단, 공정거래법상 소유권 계산에서는 편의상 간접지분은 무시한다.)

본 연구에서 지배권 측정에 관해서는 크게 “내부지분 방식”과 “임계지배권 방식”을 고려한다. 내부지분 방식에서는 지배권을 내부지분(지배주주 및 친인척 지분, 비영리법인 지분, 임원 지분 및 계열사 지분의 합)과 동일하게 본다. 하지만, 이와 같은 내부지분 방식의 지배권 계산은 내적 정합성 결여라는 중대한 결점을 지니고 있을 뿐만 아니라 왜 내부지분이 지배권인가에 대한 경제적 이론이나 설명이 존재하지 않는다.

기존 문헌에서 지배권 측정 방식으로 가장 폭넓은 컨센서스를 얻고 있고, 경제적 타당성을 갖는 것이 최소연결고리의 원리이다. 하지만, 최소연결고리는 순환출자에는 적용하기 어려운 단점이 있었으나, Almeida et al.(2007)는 이를 극복할 수 있는 최소연결고리를 일반화한 임계지배권의 개념을 개발하였다.

본 연구의 3가지 지배-소유 괴리의 측정 방법은 다음과 같다. 첫째, 공정거래법 방식으로 이는 지배권은 내부지분으로 계산하고, 소유권은 공정거래법상 간접지분을 무시하는 소유권 계산 방식을 준용하는 것이다. 둘째, 내부지분 방식으로 이는 지배권은 내부지분으로 계산하고, 소유권은 지배주주의 직접지분과 간접지분을 고려하는 원칙적 소유권 계산 방식을 준용하는 것이다. 셋째, 임계지배권 방식으로 이는 지배권은 임계지배권으로 계산하고, 소유권은 원칙적 소유권 계산 방식을 준용하는 것이다.

계열사 단위에서 지배-소유 괴리를 측정하여 다음의 사실을 발견하였다. 첫째, 임계지배권 방식하의 지배-소유 괴리는 공정거래법 방식 또는 내부지분 방식 지배-소유 괴리보다 크지 않다. 둘째, 공정거래법 방식 지배-소유 괴리와 내부지분 방식 지배-소유 괴리는 높은 상관관계를 나타낸다. 셋째, 공정거래법 방식 또는 내부지분 방식하의 지배-소유 괴리와 임계지배권 방식 지배-소유 괴리는 상관관계가 매우 약하다. 넷째, 공정거래법 방식 또는 내부지분 방식하의 지배-소유 괴리는 매우 크지만, 임계지배권 방식하의 지배-소유 괴리는 거의 없는 경우가 다수 있다.

기업집단 단위에서 기업집단 지배-소유 괴리를 측정한 결과, 임계지배권 방식에 의한 기업집단 지배-소유 괴리가 공정거래법 방식(또는 내부지분 방식)에 의한 기업집단 지배-소유 괴리보다 절대적 수치 측면에서 매우 낮은 것으로 나타났다.

계열사 출자와 지배-소유 괴리의 관계를 규명하기 위한 시뮬레이션 분석 결과, 공정거래법 방식(또는 내부지분 방식)에 의한

지배-소유 괴리 측정시에는 계열사 출자와 지배-소유 괴리가 서로 양(+)의 관계에 있지만, 임계지배권 방식 지배-소유 괴리는 계열사 출자가 증가했을 때, 증가하기도 하고 감소하기도 하는 것으로 나타났다. 따라서, 계열사 출자와 지배-소유 괴리의 관계가 양(+)이라는 공정거래법의 전제 일반화될 수 있는 사실은 아니다. 다만, 본 보고서의 분석은 기존의 계열사 간의 출자만을 분석한 것으로서, 신규 계열사로 편입하기 위한 출자가 지배-소유 괴리에 미치는 영향에 대한 분석이 아니라는 점을 유의해야 한다.

마지막으로 각 방식으로 측정되는 지배-소유 괴리의 차이가 기업성과 및 기업가치의 차이를 유발하는지 살펴보았다. 분석 결과, 지배-소유 괴리를 어떤 방식으로 측정하건, 어떤 모형설정하에서 분석하건 지배-소유 괴리가 ROA나 토빈 Q에 유의하게 부정적인 영향을 미친다는 증거를 발견하지 못하였다.

본 연구의 결과는 기업집단에서의 지배-소유 괴리의 대리인 비용에 대한 논의 및 분석, 그리고 정책 수단으로서의 활용에 있어서 지배-소유 괴리의 측정 방법에 대한 문제 해결이 선행되어야 함을 보여준다.

《 Abstract 》

**An Analysis of Disparity between Ownership and
Control in Korean Business Groups**

“Controlling minority shareholder” is a shareholder who owns only a small fraction of a firm’s total shares but exerts almost complete control over important decisions of the firm. The existence of a controlling minority shareholder means that there is a disparity between the right on the firm’s cash flow (that is, ownership) and the control right. And disparity (not separation) between ownership and control is observed most conspicuously in business groups such as Korea’s *chaebols*, and generated through pyramid-type and/or cross shareholding among family firms of a group.

This report deals with two important empirical issues related to the disparity between ownership and control. The first issue is the measurement of the degree of disparity. It is relatively straightforward to measure the magnitude of a controlling minority shareholder’s ownership over family firms of the business group. But measuring the magnitude of her control right over family firms is much more complex and subject to much debate in academic papers. We analyze two

methods for control right measurement, one is based on the concept of “internal equity” and the other is based on the concept of “weakest link”. The former is currently employed by Korea’s Fair Trade Act and is used in many academic research in Korea, but has a problem of internal inconsistency.

The latter is “critical control threshold” proposed by Almeida et al.(2007) and can be regarded as a generalization of the weakest link into cross shareholding among family firms. We measure the degree of disparity for Korea’s major business groups using both methods and find that the degree of disparity can be drastically different according to measurement method. Especially, while increase of cross shareholding among family firms always increases the degree of disparity measured with the inside equity concept, there is no such monotone relationship between cross shareholding and the degree of disparity measured with the critical control threshold method.

The second issue is about the effect of disparity between ownership and control on firm performance and value. Disparity between ownership and control suggests that the agency problem between the controlling (minority) shareholder and other non-controlling shareholders should be severe and that this agency problem should have a negative effect on firm performance and value. We estimate panel data models for

Korea's major business groups and find no evidence that disparity between ownership and control has statistically significant effects on firm performance and value.

The results of this report suggest that the measurement problem of control right should first be cleared in order to utilize disparity between ownership and control as a policy tool on business groups.

1. 서론

I. 서론

기업지배구조(corporate governance)는 학문적 측면, 실제 기업 경영 실무적 측면, 그리고 정책적 측면에서 가장 많은 연구와 논의가 이루어지고 있는 이슈 중 하나이다. 그리고 기업지배구조와 관련된 다양한 세부 이슈 중에서도 기업집단(business group)의 지배구조는 “재벌(*chaebol*)”로 일컬어지는 우리나라 기업집단이 국내 경제 및 사회에서 차지하는 비중과 영향력을 고려할 때 특별한 관심의 대상이 되는 문제이다. 대리인 문제, 그리고 기업지배구조의 관점에서 기업집단이 특히 관심의 대상이 되는 핵심적인 이유는 기업집단의 형성을 통하여 “지배소수주주(controlling minority shareholder) 체제” 혹은 “소수주주에 의한 지배”가 가능해진다는 데 있다. 즉, 기업집단 내 소속 계열사 간 상호출자, 순환출자, 또는 피라미드식 출자 등을 통하여 기업집단의 지배주주(우리나라 재벌의 경우 “총수”)는 비교적 적은 지분만을 보유하고도 기업집단 내 전체 계열사에 대하여 거의 완전한 지배력을 지니고 있다. 이는 곧 이러한 지배주주는 자신이 보유하고 있는 소유권(ownership), 혹은 현금흐름권(cash flow right)에 비하여 훨씬 큰 지배권(control right)을 행사하고 있다는 것을 의미하며, 이를 “지배와 소유의 괴리(disparity between control and ownership)”라고 부른다.

이론적인 관점에서 볼 때, 지배-소유 괴리는 지배권을 행사하는 지배주주와 여타 일반 주주 사이의 대리인 문제를 심화시킨다. 지배주주 자신은 적은 지분만을 보유하기 때문에(즉, 소유권이 작기 때문에), Jensen and Meckling(1976)이 제시한 바와 같은 지분 보유에 따른 이해일치(interest alignment)의 효과는 상대적으로 작은 반면, Stulz(1988)가 제시한 바와 같은 강력한 지배권의 확보에 따른 참호구축(entrenchment)의 효과는 상대적으로 크기 때문이다. 즉, 보유하고 있는 소유권이 작기 때

4 기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로

문에, 지배주주는 자신의 지배권 행사(즉 경영의사결정)에 따른 결과는 자신의 소유권만큼만 부담하는 반면, 지배권 행사에 따라 자신에게만 귀속되는 사적 편익, 즉 “지배의 사적 편익(private benefits of control)”은 완전하게 누릴 수 있다. 따라서 지배주주는 기업가치를 감소시키는 경영의사결정이라고 할지라도 그러한 의사결정의 결과로 자신이 부담해야 하는 소유권상의 손실보다 자신에게 귀속되는 사적 편익이 더 클 경우에는 그러한 의사결정을 할 유인을 가지며, 이는 여타 주주의 이익을 침해할 수 있다. 그리고 지배-소유 괴리는 지배주주의 지배권을 그가 보유하고 있는 소유권 이상으로 강화함으로써 비효율적 경영의사결정을 하는 지배주주 혹은 경영자에 대한 시장규율, 특히 기업지배권시장(market for corporate control)으로부터의 규율을 효과적으로 약화시킬 수 있다 (Bebchuk et al.(2000), 김선구 외(2003), 한국개발연구원(2003)).

우리나라에서는 기업집단의 지배-소유 괴리 문제가 이와 같은 이론적 관점에서의 문제에서 더 나아가 투자 혹은 출자 등 기업의 실질적인 경영의사결정에 보다 직접적인 영향을 미친다. 그것은 정부가 지배-소유 괴리라는 개념을 기업집단에 대한 핵심적 규제 수단의 하나인 출자총액 제한제도와 연계시킴으로써, 지배-소유 괴리에 대한 제도적 규율을 시도하고 있기 때문이다. 즉, 지배-소유 괴리가 일정 수준 이하인 기업집단에 대해서는 출자총액제한제도의 적용을 면제해 줌으로써 그 괴리를 낮출 유인을 부여하고 있다. 그러나 출자총액제한제도와 지배-소유 괴리의 연계가 정당성을 갖기 위해서는 첫째로 지배-소유 괴리의 확대는 기업지배 구조를 악화시키고 대리인 문제를 심화시켜, 결과적으로 기업의 성과 혹은 가치에 부정적인 영향을 미치며, 둘째로 계열사 출자의 증가는 지배-소유 괴리를 확대시킨다는 전제가 충족되어야 한다. 그리고 이 두 가지의 질문은 결국은 실증적 분석 결과에 의하여 해명되어야 할 것이다. 이와 관련된 또 하나의 문제는 지배-소유 괴리의 정도를 측정하는 방법, 특히 기업집단에 대해서 지배권의 크기를 측정하는 방법에 관해서는 아

직까지 뚜렷한 공감대가 형성되지 못하면서 많은 논란이 존재하고 있다는 점이다. 현행 출자총액제한제도에서 사용하고 있는 지배-소유 괴리 측정 방법에 의하면 계열사 출자는 반드시 지배-소유 괴리를 증가시키지만, 지배권의 정의 및 측정 방법에 따라서는 그 반대의 경우도 나타날 수 있다. 따라서 지배-소유 괴리의 측정 방법에 대한 합의가 이루어지지 않는 한, 이를 출자총액제한제도와 연계시키는 데에는 논란의 여지가 있다.

이러한 문제의식에 입각하여 본 보고서에서는 지배-소유 괴리가 기업의 성과 및 가치에 어떠한 영향을 미치는지를 실증적으로 분석한다. 그리고 실증적 분석을 위한 선행 단계로서 지배-소유 괴리를 측정하는 방법, 그 중에서도 지배권의 크기를 측정하는 방법에 대하여 엄밀하게 고찰한다. 구체적으로 현재 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」(이하 “공정거래법”)에서 규정하고 있는 방법(“공정거래법 방식”), 기존의 다수 국내 연구에서 사용되어 온 방법(“내부지분 방식”), 최근 Almeida et al.(2007)이 제시한 방법(“임계지배권 방식”) 등 세 가지의 방법을 이론적으로 비교한다. 그리고 우리나라의 2001년 이전의 30대 기업집단 및 2002년 이후의 상호출자제한 및 상호지급보증제한 기업집단을 대상으로 이 세 가지 방법으로 각각 지배-소유 괴리를 측정하고, 측정 방법에 따라 얼마나 다른 결과가 도출되는지를 분석한다. 아울러 계열사 출자와 지배-소유 괴리와의 관계를 이 세 가지 방법으로 측정된 지배-소유 괴리에 대하여 각각 분석·비교한다. 마지막으로 세 가지 방법으로 측정된 지배-소유 괴리의 측정치를 사용하여 우리나라의 기업집단에서 지배-소유 괴리가 기업의 성과 및 가치에 미치는 영향을 분석한다. 대리인 이론의 관점에서는 지배-소유 괴리와 기업의 성과 혹은 가치 간에는 음(-)의 관계가 존재할 것으로 기대할 수 있는 바, 실제로 이러한 예상이 실증적으로 뒷받침되는지의 여부를 알아본다.

본 보고서의 분석은 우리나라의 기업집단 지배구조에 대한 정책적 접근과 관련하여 중요한 함의를 갖는다. 본 보고서의 분석은 앞에서 제

6 기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로

시한 출자총액제한제도와 지배-소유 괴리의 연계와 관련한 논점들에 대한 해명을 위한 이론적·실증적 근거를 제공한다. 그리고 그 결과는 향후 기업집단에 대한 정책적 접근이 취해야 할 방향에 대한 시사점을 제공해 줄 수 있을 것이다.

본 보고서는 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 지배-소유 괴리를 형성하는 소유지배구조 메커니즘과 지배-소유 괴리에 따르는 지배 소수주주 체제가 내포하는 대리인 문제를 설명하고, 우리나라 기업집단의 소유지배구조상의 특징을 제시한다. 제Ⅲ장에서는 지배-소유 괴리의 측정 방법을 특히 지배권의 크기를 측정하는 방법을 중심으로 자세히 비교·분석하고, 계열사 출자와 지배-소유 괴리 간의 관계, 지배-소유 괴리와 기업성과 및 기업가치 간의 관계에 관하여 관련 이론 및 기존의 연구결과를 중심으로 논의한다. 제Ⅳ장에서는 실증 분석 결과가 제시된다. 측정 방법에 따른 지배-소유 괴리 측정 결과의 차이를 제시하고, 계열사 출자와 지배-소유 괴리의 관계를 시뮬레이션을 통하여 분석한다. 또한 지배-소유 괴리가 기업 성과 및 가치에 미치는 영향을 계량적으로 분석한다. 마지막 제Ⅴ장에서는 이상의 논의를 종합하여 시사점을 도출·정리한다.

II. 기업집단의 소유지배구조

1. 지배소수주주 체제 및 형성 메커니즘
2. 지배소수주주 체제의 대리인 문제
3. 우리나라 기업집단의 특징

II. 기업집단의 소유지배구조

1. 지배소수주주 체제 및 형성 메커니즘

Jensen and Meckling(1976)을 비롯한 현대 기업이론에 관한 많은 논의는 소유가 완전히 분산된 상황을 가정하고 이루어져 왔다.¹⁾ 소유가 완전히 분산된 상황에서는 지배주주가 존재하지 않기 때문에 소유와 경영의 분리에 따른 대리인 관계가 중요한 주제가 된다. 따라서 기업에 자신의 자본을 출자한 주주들은 전문적인 지식과 능력을 가진 전문경영자에게 기업의 경영을 위임하게 되고, 이에 따라 발생하게 되는 주주와 경영자간 대리인 문제가 주요 분석 대상이 되어 왔다.

하지만, 최근 들어 이러한 가정은 현실을 설명하지 못한다는 비판을 받아왔다. 실제로 동아시아의 많은 국가에서 기업집단을 지배하는 지배주주가 존재하며 서구 선진국에서도 소유가 매우 집중되어 있는 기업들이 다수 존재한다(La Porta et al.(1998, 1999), Claessens et al.(2000)). 이러한 사실은 현대 기업의 소유지배구조를 논의함에 있어 소유자와 경영자 간 대리인 관계가 아닌 지배주주와 여타 소수주주 간 대리인 관계에 관한 분석틀의 도입 필요성을 시사한다. 또한 많은 기업들이 독립적으로 존재하는 것이 아니라 기업간 출자 관계를 통해 기업집단을 이루고 있으며 이 기업집단 전체를 지배하는 지배주주가 존재한다. 따라서 기업집단

1) 이와 같이 소유가 완전히 분산된 기업을 La Porta et al.(1999)은 Berle and Means Corporation이라 칭하고 있다. 이는 수 없이 많은 주주들에게 소유권이 분산되어 있고, 경영자에게 기업 통제권이 집중된 기업을 뜻한다. 이러한 소유지배구조하에서 어떠한 주주도 기업 의사결정에 영향력을 발휘할 수 없어, '원소적 주주(atomistic shareholder)'로 불리운다. 원소적 주주는 Grossman and Hart(1980)의 중요한 전제가 된다.

체제하에서의 지배소수주주 체제(혹은 소수주주에 의한 지배)란 무엇이며, 그 형성 메커니즘에 대한 이해가 필요하다.

지배소수주주 체제란 지배주주가 소수의 지분을 보유하고 있으면서도 그 기업을 사실상 지배하는 구조를 말한다(Bebchuk et al.(2000)). 이들 지배소수주주는 극히 일부의 현금흐름권, 즉 소유권을 보유하고 있으면서도 기업전체, 더 나아가서는 수십 개 기업이 이루는 기업집단을 혼자 혹은 일가족이 지배하게 된다. 따라서 지배소수주주 체제는 필연적으로 지배주주가 갖는 현금흐름권과 지배권의 괴리(이하 '지배-소유 괴리')를 발생시킨다.

지배소수주주 체제 또는 지배-소유 괴리는 일반적으로 주주 권리 보호(shareholder rights protection)가 취약한 국가일수록 만연한 것으로 알려져 있다(La Porta et al.(1999)). 이는 주주 권리 보호가 취약할수록 지배주주가 소수주주의 이익을 희생하여 자신에게 귀속되는 사적 이익을 추구하는 경우 발생하게 될 잠재적 비용이 작기 때문이라고 유추할 수 있다.²⁾ 따라서 어떤 국가의 지배소수주주 체제는 조건 없이 외생적으로 주어진 것이 아니라, 법제도적 환경의 영향을 받아 지배주주에 의해 내생적으로 형성된 결과물로 보는 것이 타당하다.

지배소수주주 체제는 서로 양립하기 어려워 보이는 '지배권의 집중'과 '소유권의 분산'이 공존케 하는 메커니즘을 통해 형성·강화된다.³⁾ 구체

2) 지배주주의 소유권상의 손실뿐만 아니라 소송에 따른 법적 비용 등 외부적 요인에 의한 비용도 포함될 수 있다.

3) Bebchuk et al.(2000)은 지배소수주주 체제가 지배주주를 기업지배권시장으로부터 격리·보호시킨다는 차원에서 '집중된 지배권 구조(controlled structure)'와 공통적이고, 소수지분을 지닌 내부자에게 기업지배권을 부여한다는 차원에서 '분산된 소유 구조(dispersed ownership structure)'와 공통적인 것으로 파악하고 있다.

적으로, 지배소수주주 체제 또는 지배-소유 괴리는 ① 피라미드형 소유구조(stock pyramids), ② 상호(순환)출자(cross-shareholding), ③ 차등의결권주식(dual class stocks)을 통해 가능해진다.⁴⁾ (La Porta et al.(1999), Bebchuk et al.(2000))

가. 피라미드형 소유구조

피라미드형 소유구조는 2개 이상의 기업을 수직적으로 소유함으로써 기업의 지배권을 확보하는 방법이다. 예를 들어 지배주주가 기업 i 의 지분을 50% 보유하고, 기업 i 는 기업 j 의 지분을 50% 보유하고 있다면, 기업 i 의 지배주주는 기업 i 뿐만 아니라 기업 j 까지도 완전히 지배할 수 있다. 따라서 피라미드 소유구조를 이용할 경우 기업 i 의 지배주주는 기업 j 에 대한 현금흐름권의 25%만을 간접적으로 보유한 채 지배할 수 있게 된다.

피라미드형 소유구조가 어떻게 현금흐름권과 지배권의 괴리를 야기하는지 고찰하기 위해서 보다 일반화된 피라미드형 소유구조를 살펴보자. 논의를 간단하게 하기 위해서 1명의 지배소수주주가 n 개의 기업을 수직적으로 지배하고 있는 극단적인 경우를 상정하여, 지배소수주주는 기업 1에 대하여 f_1 의 지분을 보유하고 있고, 기업 1은 기업 2에 대하여 s_{21} 의 지분을 보유하고 있다고 가정하자. 보다 일반적으로, $(n-1)$ 보다 작은 모든 i 에 대하여 기업 i 는 기업 $(i+1)$ 에 대하여 $s_{i+1,i}$ 의 지분을

4) 우리나라 대규모기업집단의 경우 공정거래법의 상호출자 제한 및 상호지급보증 제한 제도를 통해 이미 상법에서 금하는 두 계열사간 직접적 상호주식보유를 더욱 엄격하게 금지하고 있지만, 세 계열사 이상의 출자관계로 이어지는 순환출자는 허용되고 있다. 이하에서 상호출자와 순환출자는 같은 의미로 사용한다.

보유한다고 가정하자. 그러면 지배소수주주가 기업 k 에 대하여 보유한 현금흐름권은 다음과 같이 측정된다.

$$f_1 \cdot \prod_{i=1}^{k-1} s_{i+1,i}$$

이 경우 지배소수주주가 n 개 기업들에 대한 지배권을 유지하기 위해서는 $s_{i+1,i}$ 이 1/2 이상이면 된다. 따라서 이러한 피라미드형 소유구조에서 지배소수주주가 n 개 기업에 대한 지배권을 확보하기 위하여 i 번째 기업에 대하여 필요한 최소한의 현금흐름권은 $\left(\frac{1}{2}\right)^{i-1}$ 에 불과하다 (Bebchuk et al.(2000)).

피라미드형 소유구조는 지배소수주주 체제를 형성하는 가장 일반적인 방법이며(La Porta et al.(1999)), 아시아 국가와 일부 유럽 국가에서 많이 관찰된다(Bebchuk et al.(2000), Claessens et al.(2000), Faccio and Lang(2002)). La Porta et al.(1999)은 1인당 GDP 상위 27개 국가의 대기업과 중소기업을 대상으로 분석한 결과, 대규모 기업 표본에서 약 26%가 피라미드 소유구조를 통해 지배주주에 의해 통제된다고 보고하고 있다.5)6) 이 연구에 따르면 피라미드형 소유구조의 비중은 벨기에가 79%로

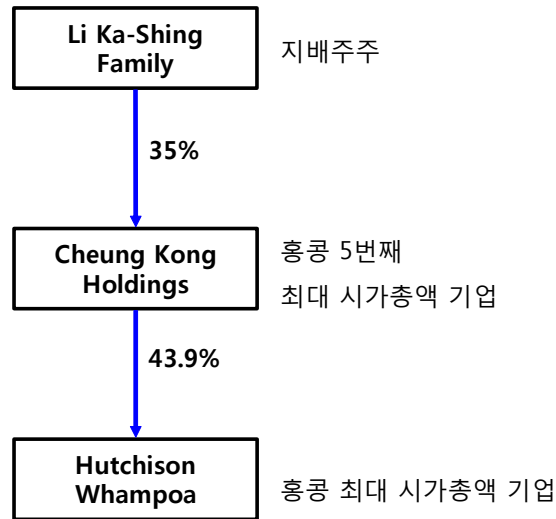
5) La Porta et al.(1999)의 피라미드형 소유구조에 대한 직관과 정의는 중요하다. 이들은 단지 수직적 방향으로의 출자 구조가 있다고 해서 피라미드형 소유구조라 부르지 않았다. 만일, 지배주주가 기업 A의 지분 50%를 보유하고, 기업 A는 기업 B의 지분 50%를 보유할 경우, 지배주주가 피라미드형 소유구조를 통해 기업 B를 지배한다고 보았다. 반면, 지배주주가 기업 A의 지분 100%를 보유하고, 기업 A가 기업 B의 지분 50%를 보유할 경우, 지배주주가 기업 B를 지배하는 것은 맞지만, 이를 피라미드형 소유구조로 보지 않았다. 출자구조의 중간에 위치한 기업이 상장기업이어야 피라미드형 소유구조로 본 것이다. 즉, 지배주주가 지배권을 행사하는데 있어 지배주주의 타인의 비용이 부담되는 구조를 진정한 피라미드형 소유구조로 파악한 것이다.

가장 높았으며, 주주 권리 보호가 취약한 국가일수록 피라미드형 소유구조가 만연하는 것으로 나타났다.⁷⁾

<그림 II-1>은 La Porta et al.(1999)의 연구에서 나타난 홍콩 최대 시가총액 기업 Hutchison Whampoa의 지배주주 Li Ka-Shing 일가가 동 기업을 피라미드형 구조를 통해 지배하는 상황을 보여준다. 가운데 위치한 Cheung Kong Holdings는 홍콩내 5번째 시가총액의 상장기업이다.

-
- 6) La Porta et al.(1999)은 27개국마다 30개 기업의 방대한 자료를 이용하여, 기존 기업이론과는 달리 완전 분산된 소유구조를 지니지 않은 기업(이들 용어로 Berle and Means Corporation)이 많고, 이에 따라 지배와 소유의 괴리가 발생한다는 사실을 실증적으로 증명했다는 큰 의의가 있다. 하지만, 표본 기업내에서만 소유구조를 파악하였으므로, 주어진 표본기업에 대해서 완전한 소유구조를 정확히 파악하지는 못하였다. 따라서, 실제 소유구조를 정확히 살펴보면, La Porta et al.(1999)의 분석과 다를 수 있다. 이에 반해, Claessens et al.(2000)은 동아시아 9개국내 2,980개 기업의 자료를 이용하여 이들 국가내 기업집단의 소유구조를 비교적 정확히 파악했다고 할 수 있다. 두 연구를 비교해보면, 피라미드형 소유구조의 비중이 전자의 연구보다 후자의 연구에서 더욱 높게 나타난다.
 - 7) 주주 권리 보호 정도는 이미 La Porta et al.(1998)에서 49개국에 대해서 측정하였다. 아르헨티나, 호주, 캐나다, 홍콩, 일본, 뉴질랜드, 싱가포르, 스페인, 영국, 미국이 주주 권리 보호가 잘되어 있는 국가로, 오스트리아, 벨기에, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 이스라엘, 이탈리아, 한국, 멕시코, 네덜란드, 포르투갈, 스웨덴, 스위스가 주주 권리 보호가 취약한 국가로 구분되었다.

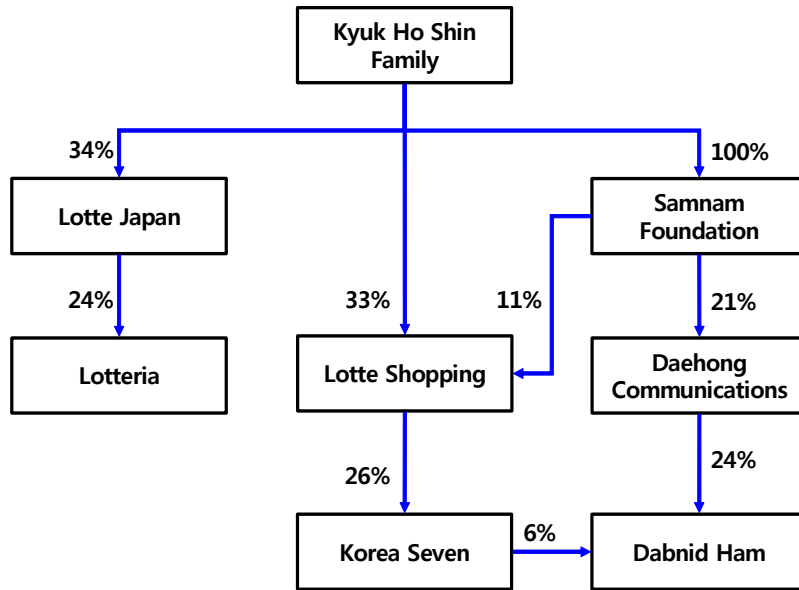
<그림 II-1> 피라미드형 소유구조 사례 I



주: La Porat et al.(1999)에서 발췌

<그림 II-2>는 Claessens et al.(2000)이 보여준 우리나라 Lotte 그룹 내 계열사간 출자 구조 중, 피라미드형 소유구조를 형성하고 있는 일부 구조만 그린 것이다. 그림에서 보듯, Lotte 그룹 지배주주인 Kyuk Ho Shin 일가는 피라미드형 소유구조를 통해 다수의 계열사를 지배하는데, 이와 같은 교차하는 피라미드형 소유구조, 즉 교차 피라미드형 소유구조가 현실에서 피라미드 소유구조의 통상적 형태이다. 이후에 살펴보겠지만, 우리나라 기업집단은 이러한 교차피라미드식 구조와 순환출자구조가 혼합된 매우 복잡한 소유구조를 갖고 있다.

<그림 II-2> 피라미드형 소유구조 사례 II



주: Claessens et al.(2000)에서 발췌함

나. 상호(순환)출자

피라미드형 소유구조가 기업의 소유권을 수직적으로 보유함으로써 지배하는 방식인 반면, 상호(순환)출자는 기업의 소유권을 수평적으로 보유함으로써 지배권을 확보하는 방식이다.⁸⁾ 상호출자는 아시아 및 유럽의 일부 국가에서 자주 발견되는 형태이며 주로 피라미드형 소유구조와 결합되어 나타난다(La Porat et al.(1999), Claessens et al.(2000), Bebchuk et al.(2000), Weidenbaum(1996)).

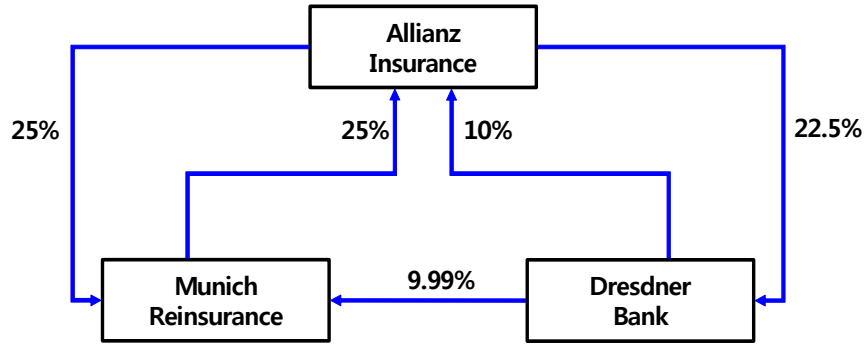
8) 극단적으로 자본금이 각각 100억원인 두 기업 A, B가 서로 지분 10%씩을 주고 받으면, 실제로 들어간 비용은 전혀 없지만, 두 기업이 서로 지분 10%를 보유하게 된다.

La Porta et al.(1999)의 연구에서 상호출자가 가장 만연한 국가는 독일과 오스트리아로서 각각 표본의 20%, 15%에 달하며, 피라미드 소유구조와 마찬가지로 주주 권리 보호가 취약한 국가일수록 상호출자가 만연한 것을 발견한다.⁹⁾

다음의 <그림 II-3>은 독일에서 최대 시가총액 기업 Allianz Insurance와 관련된 상호(순환)출자 구조를 나타낸 것으로, La Porta et al.(1999)에서 제시한 그림의 일부이다. 그림에서 보듯, Munich Reinsurance(독일에서 3번째 시가총액 기업) 및 Dresdner Bank는 Allianz Insurance에 대해서 각각 25%, 10%의 지분을 갖고 있는 대주주인데, Allianz Insurance 역시 이들에 대해서 각각 25%, 22.5%의 지분을 지닌다. 직접적인 상호출자의 사례인 것이다. 또한, Allianz Insurance → Dresdner Bank → Munich Reinsurance → Allianz Insurance로 이어지는 순환출자 구조도 나타나고 있다.

9) La Porta et al.(1999)는 표본기업내에서만 상호(순환)출자 여부를 파악하여 그 비중을 계산하였기 때문에, 실제 기업집단내 상호(순환)출자 현상에 대해서 크게 과소평가했을 가능성이 높다. 일본에서 상호(순환)출자 비중이 0%, 한국에서 상호(순환)출자 비중이 5%라는 것은 통상적인 직관과 일관되지 않는다. Claessens et al.(2000)은 La Porta et al.(1999)보다 더욱 방대한 자료를 이용하여 소유구조를 분석하였고, 이들 연구에서 일본의 상호(순환)출자 비중은 11.6%, 한국에서는 9.4%로 나타나고 있다. 한국에서 9%라는 것도 다소 통상적 예측보다 빗나가는데, 이는 이들의 연구가 상장된 제조업기업 및 금융기업을 모두 포함하여 분석하기 때문이다. 본 연구는 국내 대규모기업집단에 대해서만큼은 완벽하고 정확한 소유구조 자료를 분석했다.

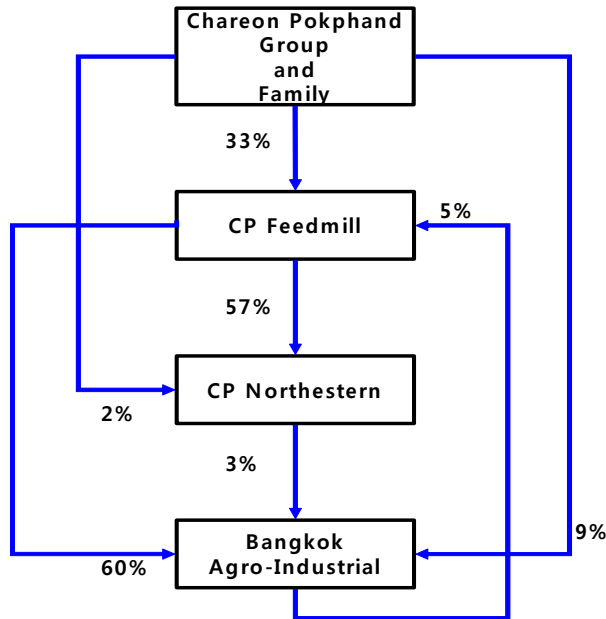
<그림 II-3> 상호(순환)출자 구조 사례 I



주: La Porta et al.(1999)에서 발췌

<그림 II-4>는 Weidenbaum(1996)이 제시한 태국의 Chareon Pokphand 그룹(CP 그룹)의 소유구조에서 Bebchuk et al.(2000)이 언급한 부분만 간략히 그린 것이다. 그림을 보면, CP Feedmill과 Bangkok Agro-Industrial간 직접 상호출자 및 CP Feedmill → CP Northeastern → Bangkok Agro-Industrial → CP Feedmill로 이어지는 순환출자 구조를 볼 수 있다.

<그림 II-4> 상호(순환)출자 구조 사례 II



주: Weidenbaum(1996)에 제시한 그림 중 Bebchuk et al.(2000)이 언급한 부분을 발췌

다. 차등의결권주식의 발행

차등의결권주식의 발행은 지배소수주주 체제를 유지하는 가장 단순한 형태의 소유구조로서, 서로 다른 의결권을 가진 두 가지 이상의 주식을 발행하는 것이다. 예를 들어, 전체 주식 중 일부에는 주당 1개의 의결권을 부여하고 나머지 주식에는 의결권을 전혀 부여하지 않은 채 현금흐름에 대한 권리만 부여할 수가 있다. 이 경우 지배주주는 현금흐름권 전체의 50%가 아니라 전체 주식 중 의결권을 부여하는 보통주의

50%만을 보유함으로써 기업에 대한 지배권을 확보할 수 있게 된다. 이처럼 차등의결권은 지배주주가 기업지배권을 장악하는데 필요한 비용을 줄이고, 타 소액주주에게 그 일부 비용을 부담하게 하는 효과를 지닌다.

차등의결권주식은 1주 1의결권의 원리(one-share-one-vote principle)를 위배하는 것으로, 국가마다 다음과 같은 다양한 형태의 차등의결권주식을 허용한다.¹⁰⁾ ① 무의결권 주식(nonvoting share) 발행의 허용, ② 높은 의결권(high voting share)과 낮은 의결권(low voting share)을 갖는 주식 발행의 허용, ③ 창업자에게 극단적으로 높은 의결권 주식(founder's share with extremely high voting share) 발행 허용, ④ 보유기간이 길수록 의결권이 높아지는 주식 발행 허용 (프랑스)

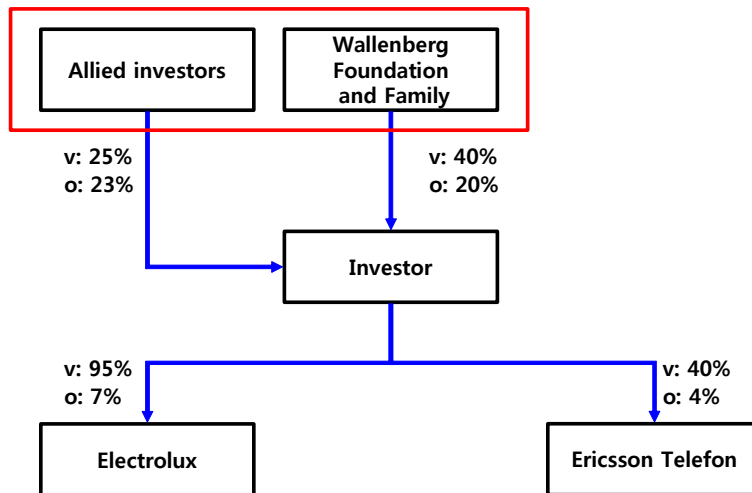
우리나라의 경우 차등의결권부 보통주 발행은 금지되어 있다. La Porta et al.(1998)에 따르면, 49개 표본 국가 중 11개 국가만이 회사법 및 상법을 통해 1주 1의결권의 원칙을 고수하고, 나머지 38개 국가에서 차등의결권 보통주 발행이 허용되는 것으로 나타났다. 하지만, Bebchuk et al.(2000)에 의하면 차등의결권주식의 발행은 주로 스웨덴과 남아프리카공화국에서 관찰되며, La Porta et al.(1999)은 차등의결권부 보통주 발행이 지배소수주주가 지배-소유 괴리를 일으키는 주요 수단으로 사용하지는 않는다고 밝히고 있다.

다음의 <그림 II-5>는 스웨덴 최대 기업집단 발렌베리 그룹(Wallenberg group)의 소유지배구조 일부를 나타내고 있다(Bebchuk et al.(2000)을 참조함). 발렌베리 그룹은 스웨덴 스톡홀름증권거래소(Stockholm Stock Exchange) 상장 기업의 40%를 지배하고 있다. 그림에서 기호 "v"는 의결권을 나타내며, 기호 "o"는 소유권을 나타낸다. 그림

10) Grossman and Hart(1988)은 1주 1의결권 원리에 따른 다수결이 가장 효율적인 경영진을 선출하는데 최적이라는 이론을 내놓았고, Harris and Raviv(1988)은 1주 1의결권 원리가 사회적으로 최적이라는 이론을 보였다.

의 Wallenberg Foundation and Family는 소유권이 20%임에도 의결권 40%를 행사하는 차등의결권주식을 이용하여 Investor를 지배하는 것이다. 다시 Investor는 차등의결권주식을 이용하여 자회사들을 지배하고 있다. 그림에는 Investor가 지배하는 Electrolux 및 Ericsson Telefon만을 그렸지만, 실제 Investor는 스웨덴의 주요한 다수 기업들을 지배하고 있다.¹¹⁾

<그림 II-5> 스웨덴 발렌베리 그룹의 소유지배구조



주: Bebchuk et al.(2000)을 참조함

11) 발렌베리 그룹의 더욱 자세한 소유지배구조는 Högfeltd(2004)에 잘 그려져 있다. Investor는 자회사로 SAAB Automobile, TV4, Orrefors, SKF, Astra, Sila, OM Gruppen 등의 회사를 지배하고 있다.

2. 지배소수주주 체제의 대리인 문제

지배소수주주 체제에서 지배주주는 기업의 지배권을 거의 독점하고 있으면서도 현금흐름권은 극히 일부만을 소유하고 있기 때문에 전통적 의미에서의 소유자와 경영자간 대리인 문제보다는 지배주주와 여타 소수주주 간의 대리인 문제가 중요해진다. 따라서 이 절에서는 지배소수주주 체제만이 야기하는 독특한 형태의 대리인 문제들을 중심으로 살펴보고자 한다.

지배소수주주 체제가 야기하는 독특한 대리인 문제는 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 첫 번째 대리인 문제는 지배소수주주가 자신의 지배하에 있는 기업들에 대하여 동일하지 않은 현금흐름권을 보유함으로써 이해관계가 균등하지 않아 발생하는 문제이다. 또 다른 문제는 지배소수주주의 기업에 대한 지배권은 주주들로부터 위임받는 것이 아니라 지배주주 자신이 보유한 현금흐름권과 지배-소유 괴리를 바탕으로 유지되는 것이기 때문에 해임이 사실상 불가능하다는 점이다.

가. 불균등 지분의 문제

지배소수주주 체제가 야기하는 대리인 문제 중 가장 흥미로우면서도 논란이 되는 점은 지배주주가 자신이 지배하는 기업들에 대하여 동일하지 않은 이해관계를 가진다는 것이다. 지배주주는 자신이 지배하는 모든 기업에 대하여 균등한 지분을 보유하지 않고 있기 때문에 일부 기업의 이익을 다른 기업의 이익보다 더 중요시할 수 있다. 예를 들어, 두 기업 i 와 j 를 동시에 지배하고 있는 지배주주는 두 기업에 대하여 동일한 현

금흐름권을 보유하고 있지 않는 한, 특정 기업에 대하여 다소간의 희생을 무릅쓰더라도 다른 기업의 이익을 증대시키고자 하는 욕구가 발생하기 마련이다. 따라서 지배주주는 자신이 덜 중요시하는 기업의 가치를 희생시킴으로써 중요시하는 기업의 가치를 증대시킬 수 있다.

나. 참호구축효과

지배소수주주 체제가 안고 있는 또 다른 문제는 전문경영인과는 달리 지배소수주주는 해임이 사실상 불가능하다는 점이다. 전문경영인은 자신이 경영하는 기업의 이사 중 한 사람에 불과하며, 경영에 대한 의사결정이 잘못되어 주주들에게 큰 손실을 입히게 되면 자의든 타의든 책임을 지게 되며 심한 경우 이사회 의결을 통해 해임하는 수순을 밟게 된다. Kim and Nofsinger(2006)는 2002년 HP사의 CEO였던 Carly Fiorina가 전문경영인으로서의 권한을 이용해 대주주인 Hewlett가와 Packard가의 반대와 주가하락 등 시장의 부정적인 반응에도 불구하고 Compaq사를 인수합병한 사실을 통해 CEO가 실질적으로 기업을 지배할 수 있다는 것을 입증한다고 주장한 바 있다.

하지만, 이후 얼마 지나지 않아 두 기업의 합병이 비효율적이었던 것이 시장에서 입증되자 곧 이 합병을 주도했던 Carly Fiorina는 CEO의 자리에서 퇴진하게 되었다. 이는 전문경영인에게 주어지는 기업지배권은 무한정한 권리를 의미하는 것이 아니고, 자신의 권한을 이용해 기업의 가치를 증대시키는데 실패한 경영진은 그 책임을 피할 수 없음을 보여 주는 것이다. 이것은 CEO에게 주어진 경영권이 자신의 소유권에 따른 것이 아니고 주주들로부터 위임받았기 때문에 가능한 일이다.

전문경영인과는 달리 지배소수주주의 해임이 사실상 불가능한 이유는 지배소수주주의 기업 지배권은 주주로부터 위임받은 권리가 아니라 기업의 지배권을 독점적으로 보유함으로써 형성되기 때문이다. 따라서 지배소수주주를 해임할 수 있는 유일한 방법은 그가 보유한 기업의 지배권을 박탈하는 것이다. 이와 같은 일은 평상시에는 거의 이루어질 수 없다. 다만 그가 지배하고 있는 기업들이 부실화되어 채권단이 기업의 지배권을 인수하게 되는 때 이외에는 거의 없다고 해도 과언이 아니다.

3. 우리나라 기업집단의 특징

가. 지배주주 및 지배주주 일가의 낮은 직접 지분

우리나라의 기업집단, 즉 재벌의 소유구조에서 가장 큰 특징은 지배주주일가가 계열사들에 대하여 직접 보유하는 지분이 낮음에도 불구하고 기업집단내 전체 계열사를 지배한다는 것이다. 다음의 <그림 II-6>은 1998년 4월에서 2004년 4월까지 국내의 지배주주가 존재하는 민간 기업집단의 소유구조 현황을 보여주고 있다. 지배주주일가는 평균적으로 11% 정도(지배주주 1인은 약 3.7%)의 지분을 보유하는데 반해, 계열사 지분은 50%를 상회하고 있다. 결국 지배주주일가가 보유한 지분이 적음에도 기업집단 전체를 지배할 수 있는 것은 계열사 간 출자에 의존하여 내부지분을 확보하고 있기 때문이다.

<그림 II-6> 국내 소수지배주주 체제하의 민간기업집단내 계열사에 대한 지배주주 및 지배주주의 특수관계인 지분



주: 2001년 이전 30대 기업집단, 2002년 이후 상호출자제한 및 상호지급보 증제한 기업집단 중 지배소수주주가 지배하는 기업집단내 소속 계열사에 대한 지배주주, 지배주주 친인척, 계열사 지분을 연도별로 평균함

아울러, 지배주주일가는 이러한 소유지배구조를 바탕으로 기업집단 전체를 실질적으로 지배한다. 일견 계열사들이 각각 이사회와 대표이사를 갖춘 법적인 독립체로 보이지만, 기업집단의 그룹회장(총수)이 CEO 처럼 행동하여 왔고 계열사 대표이사는 서구의 다각화된 기업 (conglomerates)내 사업부의 관리자와 같은 역할을 담당할 뿐이다.¹²⁾ 이렇게 책임소재가 불분명한 점 때문에 회장 자신의 잘못된 경영의사결정으로 인한 회사의 손실에 대해 책임을 회피할 소지가 있다. 기존의 많은

12) 그룹회장이라는 직책은 법적으로 그룹이라는 실체가 존재하지 않기 때문에 사실상 허구이나, 현실에서 널리 사용되는 용어이다.

연구에서 논의했던 것처럼 이러한 소유구조는 지배주주의 소유권과 지배권간 괴리를 낳게 되고 지배주주와 소수주주 사이에 이해상충의 문제를 유발시킬 수 있다(Claessens et al.(2000, 2002), Lins(2003), Lemmon and Lins(2003), Joh(2003)).

나. 순환출자가 내재된 교차 피라미드 구조의 형성

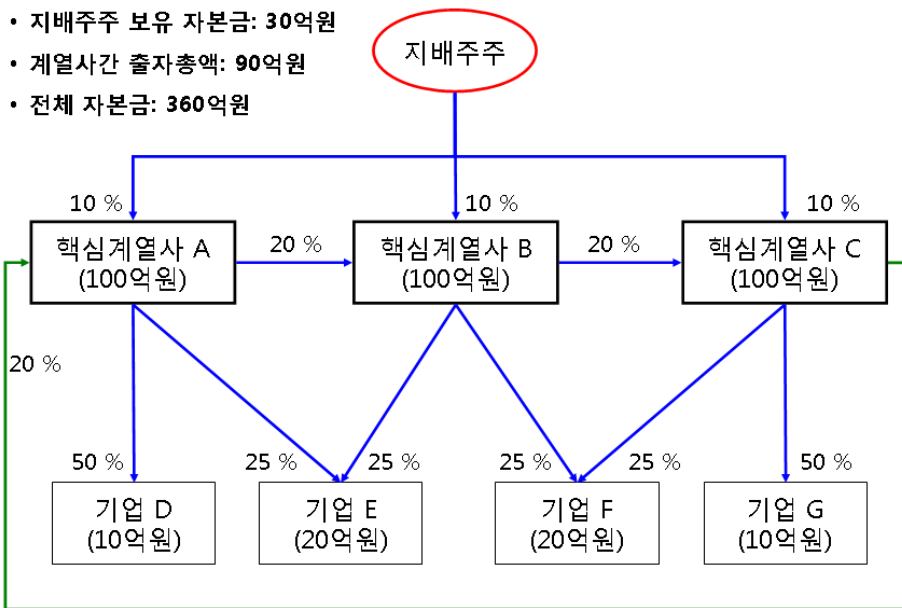
전술한 바와 같이 Bebchuk et al.(2000), La Porta et al.(1999) 등은 소유권과 지배권의 괴리를 발생시키는 메커니즘으로서 차등의결권주식의 발행, 피라미드형 소유구조, 상호(순환)출자를 제시한다. 우리나라 기업집단은 다단계 출자를 통한 교차 피라미드 구조를 형성하고 있으며, 상호출자는 법적으로 금지되지만 순환출자는 허용되기 때문에 순환출자가 내재된 교차 피라미드식 출자를 통해 기업집단 지배를 견고히 하고 있다.

다음의 <그림 II-7>는 우리나라 기업집단이 어떻게 순환출자를 결합하여 피라미드 구조를 형성하고 있는지 보여준다. 예를 들어, 기업집단 내에 100억원의 자본금을 가진 A, B, C라는 3개의 핵심계열사와 자본금이 20억원인 중간규모의 계열사 E, F와 자본금이 10억원인 소규모 계열사 D, G가 있다고 가정한다. 지배주주는 기업 A, B, C에 대해 각각 10%의 지분을 보유하고 있고, A는 B의 지분 20%를, B는 C의 20%를, C는 A의 20%를 소유하는 순환출자 구조가 있다. 이 세 기업들 간에는 실질적인 자본의 순유입(net inflow)이 없음에도 불구하고, 가상의 자본금을 창출하고 있다. 이로 인해 지배주주는 A, B, C에 대해 각각 30%의 내부지분을 보유하며, 핵심계열사인 A, B, C가 소유가 분산된 상장사일 경우 사실상 이들 기업을 지배한다. 한편, 상대적으로 규모가 큰 E, F는

두 계열사가 공동으로 지분을 보유하고, 규모가 작은 D, G는 단독 계열사가 보유하기에 여력이 충분하다. 따라서 지배주주는 D, E, F, G까지도 쉽게 지배할 수 있게 된다. 지배주주는 기업집단 전체 자본금의 8.3%에 불과한 30억원의 자본금으로 기업집단내 모든 계열사를 지배하고 있다.

이후 제IV장에서는 우리나라의 가장 큰 기업집단인 삼성그룹, SK그룹, 현대자동차그룹의 실제 소유지배구조를 보여준다.

<그림 II-7> 기업집단의 순환출자 및 교차피라미드 구조



주: 1) 그림에서 괄호 ()안의 수치는 자본금을 표시함
 2) 그림은 Chang(2003)에서 참조함

III. 기업집단 지배-소유 괴리와 관련된 논점

1. 출자총액제한제도와 지배-소유 괴리
2. 지배-소유 괴리의 측정
3. 계열사 출자와 지배-소유 괴리의 관계
4. 지배-소유 괴리와 기업성과

III. 기업집단 지배-소유 괴리와 관련된 논점

제II장에서 살펴본 기업집단에서의 지배-소유 괴리 문제는 우리나라의 경우 이론적·학술적 차원의 논의를 넘어 타 기업에의 출자라는 현실 세계에서의 기업의 중요한 경영의사결정과 직접적 관련이 있다. 그것은 지배-소유 괴리가 출자총액제한제도라는 기업집단에 대한 규제의 일부분으로 포함되어 있기 때문이며, 이에 따른 논의가 끊이지 않고 있다. 이 장에서는 기업집단의 지배-소유 괴리와 관련된 여러 가지 논점 중에서 지배-소유 괴리를 측정하는 방법과 관련된 문제, 그리고 지배-소유 괴리와 기업성과 및 기업가치와의 관계에 관련된 문제의 내용을 분석한다. 또한 이에 앞서 출자총액제한제도의 주요 내용 및 지배-소유 괴리와 의 관련성을 살펴본다.

1. 출자총액제한제도와 지배-소유 괴리

가. 출자총액제한제도의 내용 및 현황

공정거래법 상의 출자총액제한제도는 일정 기준에 해당하는 기업집단에 대하여 타 기업에 대한 출자(즉, 주식 취득)을 제한하는 것으로, 1987년 4월 계열사 간 순환출자를 통한 무분별한 기업집단 확장 및 시장의 독과점화 등 경제력 집중을 억제할 목적으로 최초로 도입되었다. 출자총액제한제도는 1990년과 1994년에 두 번의 개정을 거쳐, 1998년 2월 한시적으로 폐지되었다가 2001년 4월에 재도입되고 또 다시 2002년과 2005년에 개정되는 등 많은 변화가 있어 왔다. 가장 최근에는 2007년 4월, 공정거래법을 다시 개정하여 출자총액제한제도를 크게 완화한 바 있다.

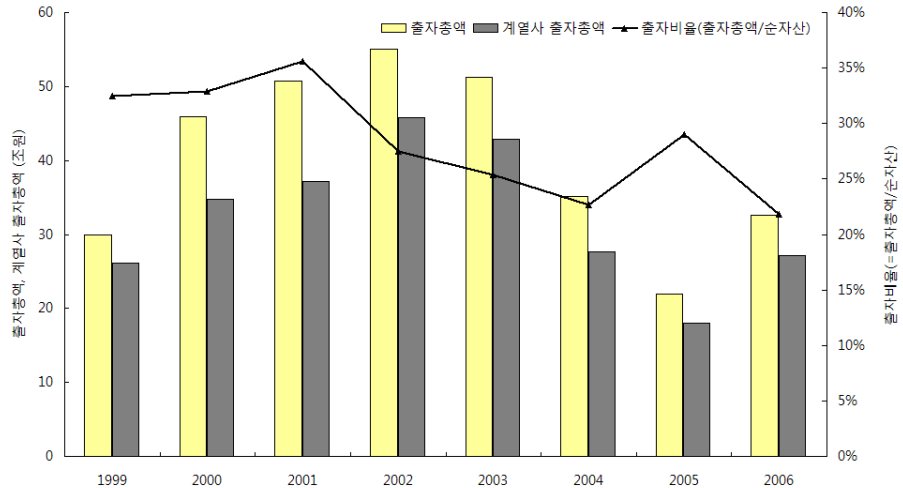
이에 따라 현재 '계열사 전체 자산총액 10조원 이상 기업집단에 속하는 회사 중 자산총액 2조원 이상인 회사는 자신의 순자산액의 40%를 초과하여 다른 국내회사의 주식을 취득·소유할 수 없다'는 것이 출자총액 제한제도의 기본적 골격이다.¹³⁾¹⁴⁾

<그림 III-1>은 출자총액제한제도 적용 대상 대규모기업집단 전체의 출자총액의 변화 추이를 보여주고 있다. 출자총액제한제도가 1998년 4월부터 2001년 4월까지 일시적으로 폐지되었다가 2001년 4월 이후 동 제도가 재도입되면서 2002년 4월을 정점으로 출자총액이 점차 감소하는 추이를 보인다. 출자총액 중 계열사에 대한 출자도 2002년 4월을 정점으로 점차 감소하는 추세에 있다. 출자총액을 순자산액으로 나눈 출자비율도 2001년 4월 35.6%로 가장 높은 수치를 보이고 이후 점차 감소하는 추이를 나타낸다. 이처럼 출자의 규모와 출자비율이 모두 감소한 것은 출자총액제한제도가 대규모기업집단의 출자 행태에 상당한 변화를 일으켰음을 시사한다.

13) 공정거래법 제10조 1항

14) 공정거래법상 '순자산'이란 자본총계와 자본금 중 큰 금액에서 당해 회사에 대한 계열회사의 출자금액을 뺀 금액을 가리킨다.

<그림 III-1> 국내 대규모기업집단 출자 양상



주: 1) 각 연도의 4월 기준
 2) 금융, 보험사를 제외한 수치
 3) 순자산액 = 자본총계-타 계열사의 출자금액
 출처: 공정거래위원회

나. 지배-소유 괴리에 따른 적용 제외

공정거래법에서는 출자총액제한제도의 다양한 예외 및 적용 제외 조항을 두고 있다. 예를 들어 ① 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사 ② 지주회사 ③ 부실기업 등에 대해서는 출자총액제한제도를 적용하지 않는다.¹⁵⁾ 이 외에도 '재무구조, 계열회사의 수 및 소유지배구조 등이 대통령이 정하는 기준에 해당하는 기업집단은 출자총액제한 기업집단으로부터 제외'한다고 규정함으로써 또 하나의 출자총액제한제도의 적용이 제외되는 경우를 제공하고 있다.¹⁶⁾ 보다 구체적으로 기업집단에 속하는 계

15) 공정거래법 제10조 7항

열회사의 수가 5개 이하이고, 그 기업집단에 속하는 회사 간에 2단계를 초과하는 출자가 없는 기업집단에 대해서는 출자총액제한제도가 적용되지 않는다. 지배-소유 괴리 관련하여, 기업집단의 동일인(즉, 지배주주 혹은 총수)이 보유하고 있는 의결지분율(즉, 지배권)과 소유지분율(즉, 소유권 혹은 현금흐름권)의 차이(즉, 지배-소유 괴리도)가 25% 포인트 이하이거나, 소유지분율 대비 의결지분율 비율(즉, 의결권승수)이 3배 이하인 기업집단 역시 출자총액제한제도가 적용되지 않는다.¹⁷⁾ 여기서 소유지분율은 동일인 및 동일인의 친족이 보유하고 있는 지분이며, 의결지분율은 동일인 및 동일인 관련자가 보유하고 있는 지분을 말한다. 결국 출자총액제한제도는 지배-소유 괴리가 과도하게 높다고 하여 처벌하지는 않지만, 지배-소유 괴리를 낮출 강한 유인을 제공한다는 점에서 지배-소유 괴리를 규제하는 효과를 기대하고 있다고 할 수 있다.

2. 지배-소유 괴리의 측정

출자총액제한제도의 주요 정책목표 중 하나는 계열사 출자를 규제하여 지배-소유 괴리를 억제함으로써 기업지배구조를 개선하는 것이라고 공정거래위원회는 밝히고 있다.¹⁸⁾ 그리고 전술한 바와 같이, 지배-소유 괴리도 25% 포인트 이하, 의결권승수 3배 이하의 기업집단은 출자총액제한 기업집단에서 제외하고 있다. 이와 같은 규제 수단이 정당성을 가지려면, 첫째로 지배-소유 괴리의 확대는 기업지배구조를 악화시키고 대리인 문제를 심화시켜, 궁극적으로 기업의 성과 혹은 가치에 부정적인 영

16) 공정거래법 제10조 8항

17) 공정거래법 시행령 제17조 2항

18) 공정거래위원회(2004)

향을 미치며, 둘째로 계열사 출자의 증가는 지배-소유 괴리를 증가시킨다는 두 가지의 전제가 충족되어야 한다. 그리고 이 두 가지 논점에 대한 답을 얻기 위해서는 지배주주의 소유권과 지배권을 정확하게 측정하는 것이 매우 중요하다.

소유권의 경우 측정 방법에 대해서는 이론적으로나 실무적으로 전 세계적으로 별다른 이견이 없이 합의가 이루어져 있다. 그러나 지배권에 대해서는 측정 방법에 대하여 합의가 이루어져 있지 않으며, 학계의 연구에서도 다양한 방법이 사용되고 있다. 이하에서는 지배-소유 괴리의 측정 방법, 특히 지배권의 측정에 초점을 맞추어 논의한다.

가. 설정(setting)

지배-소유 괴리의 측정 방법을 분석하기 위하여 n 개의 기업으로 구성된 기업집단 G 내의 계열사 $i(=1,2,\dots,n)$ 에 대해서 다음과 같은 변수를 정의한다.

- 지배주주의 계열사 i 에 대한 직접 지분: f_i
- 지배주주 친인척의 계열사 i 에 대한 직접 지분: r_i
- 비영리법인의 계열사 i 에 대한 직접 지분: h_i
- 그룹임원의 계열사 i 에 대한 직접 지분: g_i
- 계열사 j 의 계열사 i 에 대한 직접 지분: s_{ij} ¹⁹⁾
- $\mathbf{f}, \mathbf{r}, \mathbf{h}, \mathbf{g}$ 는 각각 f_i, r_i, h_i, g_i 를 i 번째 원소로 갖는 벡터
- \mathbf{S} 는 s_{ij} 를 (i,j) 번째 원소로 갖는 $n \times n$ 행렬

19) s_{ii} 는 회사가 보유한 자기주식(자사주 및 자사주 펀드) 지분이 된다.

나. 소유권의 계산

공정거래법에 의하면, 계열사 i 에 대한 지배주주의 소유권 x_i 는 식 (1)과 같이 계산된다. 즉, 회사가 보유하고 있는 자사주 및 자사주 펀드의 자기주식 지분 s_{ii} 을 제외한 발행주식 대비 지배주주 및 지배주주 친인척이 보유한 주식의 비율이다.²⁰⁾ 정확한 소유권은 계열사간 출자를 통한 간접지분까지 포함해야 하나, 공정거래법에서는 이를 법률로 구현하기 어려운 점이 있어, 소유권 계산시 계열사 출자에 의한 간접지분은 무시한다.

$$x_i = \frac{f_i + r_i}{1 - s_{ii}} \quad (1)$$

이러한 공정거래법상의 소유권 계산 방식은 지배주주의 직접지분만을 고려하고 계열사를 통한 간접지분은 무시하기 때문에 정확한 소유권, 즉 현금흐름권을 반영하지 못한다.

김선구 외(2003), 한국개발연구원(2003)을 포함한 대부분의 국내 연구에서는 아래와 같은 방식으로 계열사 간 출자를 통한 간접지분까지 정확하게 고려하여 소유권을 계산한다. 즉, 계열사 i 에 대한 지배주주의 소유권 x_i 는 식 (2)와 같이 계산되는 벡터 \mathbf{x} 의 i 번째 원소이다.²¹⁾

$$\mathbf{x} = (\mathbf{I}_n - \mathbf{S})^{-1} \cdot [\mathbf{f} + \mathbf{r}] \quad (2)$$

식 (2)에서 \mathbf{I}_n 은 n 차원 단위행렬이다. 식 (2)는 다음의 식 (3)과 같이 표현할 수도 있다.²²⁾

20) 공정거래법 시행령 제17조 3항

21) 이러한 소유권의 자세한 도출 과정은 김선구외(2003)를 참조하라.

22) 지배주주 직접지분을 어디까지 보느냐에 따라 $\mathbf{x} = (\mathbf{I}_n - \mathbf{S})^{-1} \cdot [\mathbf{f} + \mathbf{r} + \mathbf{h} + \mathbf{g}]$ 로 계산할 수도 있다. 그러나 후술하는 3가지 지배-소유 괴리 측정 방식의

$$x = (I_n + S + S^2 + S^3 + \dots) \cdot [f + r] \quad (3)$$

다. 지배권의 계산

1) 내부지분에 의한 지배권 계산 및 문제점

소유권과는 달리 지배권에 관해서는 기존 문헌에서도 다양한 방법으로 측정하고 있으며, 측정 방법에 대한 논쟁이 있기도 하다.²³⁾ 그럼에도 불구하고, 국내 학계에서는 큰 이견 없이 “내부지분(internal equity)” 개념에 의한 지배권 측정 방법을 유일한 것처럼 사용한다. 내부지분이란 지배주주, 지배주주 친인척, 비영리법인, 계열사, 자사주, 자사주펀드가 보유한 모든 지분을 합한 개념으로 내부지분이 클수록 경영권 방어에 유리하다는 관점에서 이를 지배권의 크기로 보는 것이다. 공정거래법에서도 내부지분은 곧 지배권이라는 인식에 기초하여, 이 방식을 준용하여 지배권 및 지배-소유 괴리를 측정하도록 규정하고 있다.²⁴⁾²⁵⁾

공정거래법상 계열사 i 에 대한 지배주주의 지배권 y_i 는 내부지분 개념에 입각하여 식 (4)와 같이 계산된다. 즉, 자사주 및 자사주펀드 지분

비교를 위해 지배주주 직접지분을 지배주주 및 지배주주 친인척의 지분으로 한정한다.

23) Edwards and Weichenrieder(2004)에 잘 정리되어 있다.

24) 공정거래법 시행령 제17조 4항

25) 공정거래법 시행령에서는 자사주 및 자사주펀드는 의결권이 없다는 점을 고려하여, 내부지분을 약간 수정하여 이를 지배권으로 본다. 즉, 내부지분과 공정거래법상 지배권의 차이는 다음과 같다.

· 내부지분 = 총수지분 + 총수친인척지분 + 비영리법인지분 + 임원지분 + 계열사지분 + 자사주 및 자사주펀드지분

· 공정거래법상 지배권 = 내부지분 / [1 - 자사주 및 자사주펀드지분]

을 제외한 후, 지배주주 지분, 지배주주 친인척 지분, 비영리법인 지분, 임원 지분 및 동일 기업집단내 모든 타 계열사 지분을 합하여 지배권을 계산한다.

$$y_i = \frac{f_i + r_i + h_i + g_i + \sum_{j \in G, j \neq i} s_{ij}}{1 - s_{ii}} \quad (4)$$

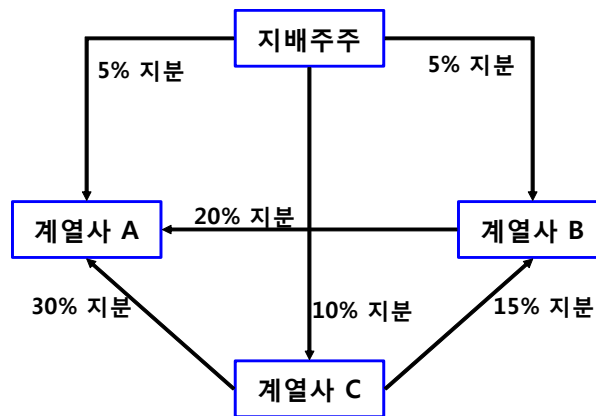
하지만, 내부지분을 지배권으로 간주하는 것은 무리가 있다. 기업집단내 특정 계열사에 대한 지배주주의 내부지분을 계산함에 있어, 이 계열사를 제외한 모든 타 계열사에 대한 지배주주의 지배권은 100%로 본다는 암묵적 전제가 필요하다. 그렇다면, 이 계열사에 대해 출자한 모든 계열사의 지분이 내부지분에 합해지게 된다. 타 계열사에 대해서 이미 계열사이기 때문에 100% 지배한다면, 사실 이 계열사에 대한 지배권 역시 100%인 것이지, 더 이상 지배권 계산의 의미나 실익이 없다. 예를 들어, 특정 계열사에 대해서 내부지분으로 계산된 지배권이 40%라고 하자. 그럼에도 불구하고, 다른 계열사에 대한 지배권 계산시 이 계열사에 대한 지배권은 100%라고 암묵적으로 가정하는 것이다. 즉, 내적 정합성(internal consistency)이 결여된 것이다.²⁶⁾ 이와 같이 내적 정합성을 확보하지 못하는 모형은 경제 모형(economic model)이 아니다. 결국 내부지분을 지배권으로 보아야 하는 아무런 경제 이론(economic theory)이 존재하지 않는 것이다.

다음의 <그림 III-2>와 같은 소유구조를 지닌 가상적 기업집단을 고려해보자. 계열사 A에 대한 내부지분은 55%(=5%+20%+30%)이다. 이는 계열사 B 및 계열사 C에 대한 100% 지배를 전제하여 계산되는 것이다. 하지만, 계열사 B에 대한 내부지분은 20%(=5%+15%), 계열사 C에 대한

26) 국내 연구 중 조성빈·임경목(2007)은 본 연구와 마찬가지로 내부지분에 의한 지배권 계산 방식의 내적 정합성 결여를 지적하면서 내적 정합성을 충족할 수 있는 지배권 계산 방식을 제안하기도 하였다.

내부지분은 10%일 뿐이다. 결국, 내부지분에 의한 지배권 측정은 앞뒤가 맞지 않음을 알 수 있다. 물론, 실제적으로 내부지분 그 자체는 특정 계열사에 대한 지배주주 및 계열사를 포함한 특수관계인 지분에 대한 정보를 준다. 하지만, 이것이 곧 지배권의 크기를 나타내는 척도로 봐야할 마땅한 근거가 없다. 단지 계산상의 용이성 때문에 지배권에 대한 대응 변수로 사용되어온 측면이 크다고 판단된다.

<그림 Ⅲ-2> 가상적 기업집단 소유구조



2) 최소연결고리 및 임계지배권에 의한 지배권 계산

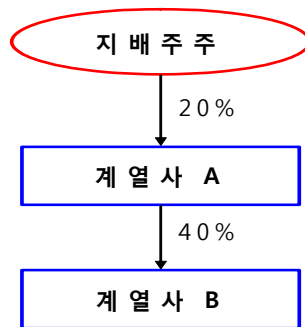
그렇다면 지배권을 내부지분 방식 아닌 어떤 방식으로 측정해야 합당하고 정확한가? 이에 대한 절대적인 해법은 없다. 하지만 기업지배구조 관련 문헌에서는 “최소연결고리(weakest link)”가 지배권 계산 방식으로서 가장 폭넓은 컨센서스를 얻고 있다고 할 수 있다.

순환출자가 없는 경우, 최소연결고리 방법은 내부지분 방법에 비하여 합리적인 지배권 측정 방법임을 쉽게 알 수 있다. 다음 <그림 Ⅲ-3>의

가상적 예를 통해 최소연결고리에 의한 지배권 측정을 내부지분 방식과 비교하여 설명해 보자. 그림을 보면, 내부지분 방식에 의한 기업 B에 대한 지배주주의 지배권은 40%이지만, 최소연결고리 방식에 의한 기업 B에 대한 지배주주의 지배권은 20%(=min[20%, 40%])이다. 최소연결고리 방식에서는 지배주주로부터 특정 계열사까지 내려오는 출자고리 중 최소 출자지분을 그 계열사에 대한 지배권으로 본다.

지배주주는 기업 B에 대해서 기업 A의 연결고리를 통해 지배하고 있으므로, 기업 B에 대한 지배권이 직접 지배하는 기업 A에 대한 지배권보다 크다는 것은 자연스럽지 않다. 만일, 현 지배주주에게 적대적 대주주가 나타나, 기업 A의 지분 20%+ε를 보유한다면, 기업 A에 대한 기존 지배주주의 지배가 끊기게 되고, 동시에 기업 B에 대한 지배도 끊어지게 된다. 따라서 기업 B를 기업 A에 대한 지배권 이상으로 지배하고 있다는 것은 합리적 추론이 아니며, 기업 B에 대한 지배권 역시 20%로 보는 것이 합당할 것이다.

<그림 III-3> 가상적 단순 피라미드 형태 출자구조



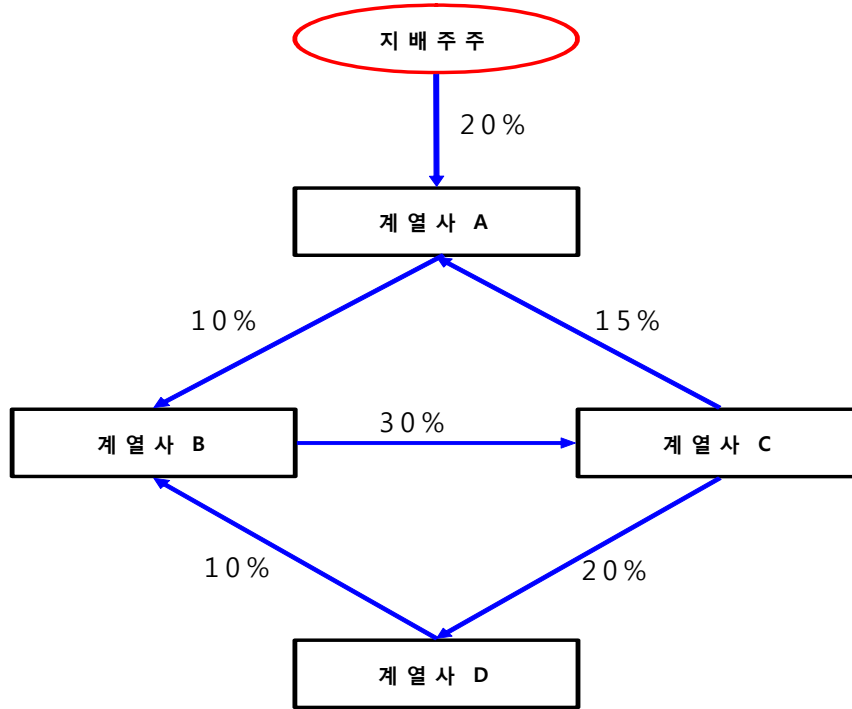
La Porta et al.(1999) 이후 Claessens et al.(2000, 2002), Faccio et al.(2001), Faccio and Lang(2002)은 최소연결고리 방법을 이용하여 지배

권을 계산하였다. 그러나 최소연결고리 방법도 완전하지 못한 바, 순환 출자 구조가 포함된 소유구조에는 적용할 수 없다는 한계가 있다 (Almeida et al.(2007)). 이에 Lemmon and Lins(2003), Lins (2003), Joh(2003) 등에서는 내부지분 방식으로 지배권을 계산하였고, 김선구 외 (2003), 한국개발연구원(2003) 및 강원 외(2005)의 국내 연구에서도 마찬가지였다.

다음의 <그림 III-4>와 같은 가상적 순환출자 구조를 고려해보자. 그림에서는 두 가지 순환출자 구조가 있다. 하나는 계열사 A → 계열사 B → 계열사 C → 계열사 A로 이어지는 순환출자 구조이며, 다른 하나는 계열사 B → 계열사 C → 계열사 D → 계열사 B로 이어지는 순환출자 구조이다. 여기서, 계열사 C에 대한 지배주주의 지배권을 최소연결고리 방법을 통해 구해보도록 하자. 최소연결고리 방법을 적용하기 위해서는 우선적으로 지배주주로부터 계열사 C로 내려오는 모든 출자고리(chain)를 파악하여야 한다.

하지만, 그러한 출자고리는 다음의 나열하는 출자고리를 포함하여 무수히 많다. ① 지배주주 → 계열사 A → 계열사 C, ② 지배주주 → 계열사 A → 계열사 C → 계열사 D → 계열사 B → 계열사 C, ③ 지배주주 → 계열사 A → 계열사 B → 계열사 A → 계열사 B → 계열사 C, ④ 지배주주 → 계열사 A → 계열사 B → 계열사 C → 계열사 A → 계열사 B → 계열사 C, ⑤ 지배주주 → 계열사 A → 계열사 B → 계열사 C → 계열사 D → 계열사 B → 계열사 C, ⑥ 지배주주 → 계열사 A → 계열사 B → 계열사 C → 계열사 D → 계열사 B → 계열사 C → 계열사 A → 계열사 B → 계열사 C, ⑦ 지배주주 → 계열사 A → 계열사 B → 계열사 C → 계열사 D → 계열사 B → 계열사 C → 계열사 A → 계열사 B → 계열사 C → 계열사 D → 계열사 B → 계열사 C. 순환출자 구조가 조금만 더 복잡해져도 이러한 모든 출자고리의 개수는 무수히 많아진다. 이와 같은 이유로 인해 최소연결고리 방식은 순환출자가 내재된 경우 적용할 수 없는 것이다.

<그림 III-4> 가상적 순환출자 구조



Almeida et al.(2007)은 순환출자가 내재된 복잡한 기업집단 소유구조에 대해 최소연결고리 방법의 개념을 확장·적용한 “임계지배권(critical control threshold)” 개념을 개발하였다. 이들은 임계지배권외에 “일관적 결권(consistent voting right)”이라는 개념도 개발하였는데, 이는 사전적으로 설정하는 지배 가능 지배권 임계치에 따라 지배권이 달라지는 문제가 있다.²⁷⁾ 하지만, Almeida et al.(2007)이 제시한 임계지배권 방식에 의한 지배권 계산 방식은 이러한 문제점으로부터 자유로우며, 순환출자가 없는 간단한 출자구조의 경우 최소연결고리 방식과 동일한 지배권

27) 앞서 언급한 조성빈·임경묵(2007)의 연구에서 제시된 방법론에서도 마찬가지로 나타나는 문제점이다.

측정치를 제공한다. 결국, Almeida et al.(2007)의 지배권 계산 방식은 “일반화된 최소연결고리(generalized weakest link)”라 할 수 있다. 또한, 최소연결고리 방식은 앞서 설명한대로 경제적 타당성(economic rationale)을 갖는 방식이다. 즉, 왜 최소연결고리 방식에서 출자고리의 최소값을 지배권을 보아야 하는가에 대한 명확한 경제적 설명이 가능하다. 이를 일반화한 Almeida et al.(2007)의 임계지배권 모형은 가정과 결론이 정확히 일관되어, 내부지분 방식처럼 가정과 결론이 빗나가는 내적 정합성 결여의 문제가 발생하지 않는 하나의 경제 모형이라고 할 수 있다.

임계지배권에 의한 지배권 계산을 위해, 우선 “계열사 지배에 필요한 최소 지분이 T 일 때, 지배주주의 통제가능 계열사 집합(the set of firms controlled by the family owner, given the required share for controlling an affiliate, T)” $C(T)$ 에 대한 정의가 필요하다. 이는 다음 식 (5)와 같이 계산된다.

$$C(T) = \left\{ i \in G \left| \frac{f_i + r_i + n_i + g_i + \sum_{j \in C(T), j \neq i} s_{ij}}{1 - s_{ii}} \geq T \right. \right\} \quad (5)$$

식 (5)에 의해 정의되는 $C(T)$ 를 찾는 것은 쉬운 일이 아니다. 왜냐하면 $C(T)$ 는 다음 식 (6)과 같이 정의되는 함수 $F(\cdot)$ 의 고정점 해(fixed point solution)이기 때문이다.

$$F(x) = \left\{ i \in G \left| \frac{f_i + r_i + n_i + g_i + \sum_{j \in x, j \neq i} s_{ij}}{1 - s_{ii}} \geq T \right. \right\} \quad (6)$$

Almeida et al.(2007)은 이와 같은 고정점 해 $C(T)$ 를 찾는 알고리즘을 제시하였고, 그 알고리즘에 의해 구해진 해가 결국 $C(T)$ 로 수렴함을 수학적으로 증명하였다.

$C(T)$ 에 대해서 좀더 자세히 살펴보자. 이는 기업 지배에 필요한 최소 지분이 T 일 때, 지배주주가 지배하는 계열사 집합을 나타낸다. 내부

지분 방식에 의하면, 계열사 i 에 대한 지배권 계산시 식 (4)처럼 타 계열사의 모든 지분을 합하게 된다. 그러나 식 (5)는 계열사 i 에 대해서 (자기지분을 제외한 후) 지배주주 및 지배주주 친인척 지분, 비영리법인 지분 및 임원 지분과 (모든 타 계열사가 아닌) '통제가능한 집합 $C(T)$ 에 속하는 계열사'만의 지분을 합하여 그것이 T 를 넘을 때, 계열사 i 를 지배할 수 있음을 나타내고 있다. 문제는 이와 같은 $C(T)$ 를 어떻게 구할 수 있느냐 하는 것인데, 이에 대한 해법을 Almeida et al.(2007)이 제시한 것이다. 즉, 어떠한 T 가 주어져도, $C(T)$ 는 항상 구할 수 있다.

이상으로부터, 계열사 i 에 대한 지배권 y_i 는 다음 식 (7)와 같이 구해진다. 즉, 계열사 i 가 $C(T)$ 에 속하게 하는 임계치 T^* 를 계열사 i 에 대한 지배권으로 본 것이다.²⁸⁾

$$y_i = \max\{T \mid i \in C(T)\} \quad (7)$$

Almeida et al.(2007)은 이를 임계지배권(critical control threshold)이라고 명명하였다. 이와 같이 지배권을 계산할 때, 순환출자가 없는 단순한 출자 구조에서는 최소연결고리 방식에 의한 지배권 계산과 정확히 동일하게 된다.

간단한 예를 들기 위해, 앞의 <그림 III-3>을 다시 고려하자. 이 때, 임계지배권 방식에 의해 계열사 B에 대한 지배권을 계산해보자. $T=15\%$ 인 경우, 지배주주는 계열사 A를 지배할 수 있다. 따라서, 계열사 A는 $C(T)$ 에 속한다. $C(T)$ 에 속하는 계열사 A의 계열사 B에 대한 지분이 40%이므로 계열사 B 역시 $C(T)$ 에 속하게 된다. 즉, $C(T) = \{A, B\}$ 이다. 마찬가지로, $T=17\%$ 일 때도, $T=19\%$ 일 때도, 또

28) T 가 충분히 낮을 때, 계열사 i 는 $C(T)$ 에 속하게 된다. 하지만, T 가 충분히 크면, 계열사 i 는 $C(T)$ 에 속하지 않는다. 그렇다면, T 가 그 중간의 어느 수준을 넘어설 때, $i \in C(T)$ 에서 $i \notin C(T)$ 로 바뀌는지를 찾아낼 수 있다. 바로 그 임계치 T^* 가 계열사 i 에 대한 임계지배권이 되는 것이다.

한 $T=20\%$ 일 때도 $C(T) = \{A, B\}$ 이다. 하지만, $T=20\% + \epsilon$ 인 경우, 지배주주는 계열사 A를 지배하지 못하게 되어, 계열사 A는 $C(T)$ 에 속하지 않는다. 앞서 $T \leq 20\%$ 일 때, 계열사 B가 $C(T)$ 에 속할 수 있었던 것은 계열사 A의 계열사 B에 대한 지분 때문이었는데, 이제 계열사 A가 $C(T)$ 에 속하지 못하니, 계열사 B마저 $C(T)$ 에 속하지 못하게 된다. 결국, $C(T) = \emptyset$ 인 것이다.

이상으로부터, T 가 20%이하일 때는 계열사 B가 $C(T)$ 에 속하였는데, T 가 20%를 넘어서는 순간 계열사 B가 $C(T)$ 에 속하지 못하는 것을 알 수 있다. 결국 T^* , 즉 계열사 B에 대한 임계지배권은 20%인 것이다. 이를 다시 음미해보면, 지배주주가 20%의 지분을 지닌 계열사 A에 대한 지배가 끊기면서 계열사 B에 대한 지배가 불가능해지게 되니, 계열사 B에 대한 지배권은 20%가 합당하다는 것이다. 이러한 인식은 최소연결고리 방식의 기본적 개념이기도 하다. 최소연결고리에 의한 지배권 계산시에도 계열사 B에 대한 지배권은 20%와 40%의 최소값인 20%였다.

라. 지배-소유 괴리 계산 방법의 정리

지배-소유 괴리는 지배권 y_i 와 소유권 x_i 의 차이(지배-소유 괴리도, 즉 $y_i - x_i$), 혹은 비율(의결권승수, 즉 y_i/x_i)로 측정한다. 본 보고서에서는 지배-소유 괴리 측정 방법에 따른 차이를 분석하기 위하여 소유권과 지배권을 계산하는 방법에 따라 다음의 세 가지 방법을 정리하여 비교한다.

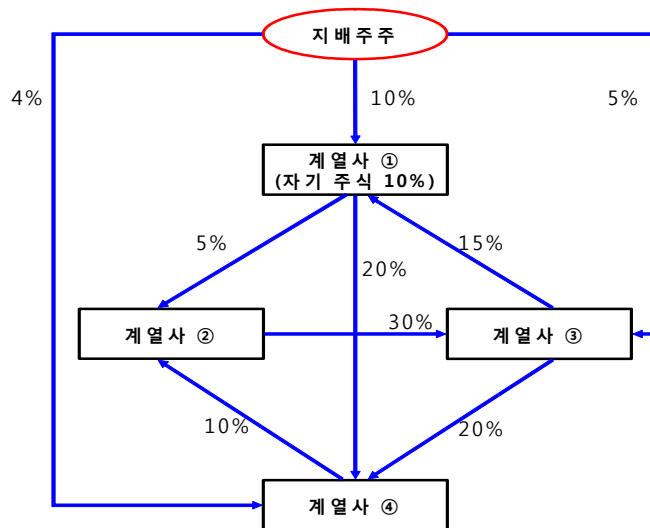
첫째는 “공정거래법 방식”으로서, 현행 공정거래법에서 정하고 있는 바와 같이 소유권은 식 (1)에 의하여, 지배권은 식 (4)에 의하여 계산한다. 둘째는 “내부지분 방식”으로서, 소유권은 계열사간 출자까지 모두

고려한 식 (2)에 의하여 계산하고, 지배권은 공정거래법 방식과 동일하게 식 (4)에 의하여 계산한다. 마지막으로 “임계지배권 방식”은 소유권은 내부지분 방식과 동일하게 식 (2)에 의하여 계산하고, 지배권은 식 (5)와 식 (7)에 의하여 계산한다.

이상의 세 가지 방식에 의한 지배-소유 괴리의 차이를 간략히 알아보기 위해, 아래 <그림 III-5>와 같은 소유구조를 지닌 기업집단을 고려해보자.²⁹⁾ 이와 같은 기업집단의 출자 구조하에서는 행렬 $f+r$ 및 S 는 식 (7)과 같다.

$$f+r = \begin{bmatrix} 0.1 \\ 0 \\ 0.05 \\ 0.04 \end{bmatrix}, S = \begin{bmatrix} 0.1 & 0 & 0.15 & 0 \\ 0.05 & 0 & 0 & 0.1 \\ 0 & 0.3 & 0 & 0 \\ 0.2 & 0 & 0.2 & 0 \end{bmatrix} \quad (7)$$

<그림 III-5> 가상적 기업집단 출자 구조



주: 계열사 1은 자기 주식 10%를 보유하고 있다.

29) <그림 III-5>에서 계열사 1은 자기 주식 10%를 보유하고 있음을 유의하라.

이상을 바탕으로 공정거래법 방식, 내부지분 방식, 임계지배권 방식에 따라, 소유권, 지배권, 지배-소유 괴리를 구하면 <표 Ⅲ-1>과 같다. 표에서 보듯, 각 방식마다 소유권 및 지배권 측정치가 다르며, 이에 따라 지배-소유 괴리 역시 큰 차이가 있는 것을 알 수 있다. 또한, 공정거래법 방식이나 내부지분 방식에 의한 지배-소유 괴리는 큰 차이가 없으나, 이들 방식과 임계지배권 방식의 지배-소유 괴리는 큰 차이를 보이고 있음을 알 수 있다.

<표 Ⅲ-1> 가상적 기업집단내 각 계열사에 대한 지배-소유 괴리

	소유권			지배권			지배-소유 괴리		
	공정위 방식	내부 지분 방식	임계 지배권 방식	공정위 방식	내부 지분 방식	임계 지배권 방식	공정위 방식	내부 지분 방식	임계 지배권 방식
계열사1	11.11	12.01	12.01	27.78	27.78	15.00	16.67	15.77	2.99
계열사2	0.00	1.35	1.35	15.00	15.00	15.00	15.00	13.65	13.65
계열사3	5.00	5.40	5.40	35.00	35.00	15.00	30.00	29.60	9.60
계열사4	4.00	7.48	7.48	44.00	44.00	15.00	40.00	36.52	7.52
평균	5.03	6.56	6.56	30.44	30.44	15.00	25.42	23.88	8.44

제Ⅳ장의 실증분석에서는 이상의 3가지 방식에 의한 실제 국내 기업집단의 각 계열사에 대해서 지배-소유 괴리를 계산하여 그 결과를 제시한다. 측정 방법상 차이 및 앞서 <그림 Ⅲ-5>와 <표 Ⅲ-1>의 예시로부터 짐작하건대, 공정거래법 방식과 내부지분 방식에 의한 지배-소유 괴리는 서로 상당한 상관관계가 있을 것이고, 임계지배권 방식에 의한 지배-소유 괴리는 다른 두 방식과 차이를 보일 것으로 예상할 수 있다.

3. 계열사 출자와 지배-소유 괴리의 관계

출자총액제한제도가 지배-소유 괴리와 연계된 것은 오래된 일이 아니다. 2005년 공정거래법 개정에서 출자총액제한제도에 지배-소유 괴리의 개념이 최초로 도입되었다. 여기에는 지배-소유 괴리에 관한 김선구 외(2003), 한국개발연구원(2003)의 연구 결과가 큰 영향을 미친 것으로 판단된다.

김선구 외(2003)는 출자총액제한제도의 도입 당시가 아닌, 2003년 시점에서 정책목표로서 합당한 것으로 여겨지는 지배-소유 괴리 축소 목표를 달성하기 위해서라면, 계열사 출자 규제보다도 지배-소유 괴리를 직접적 목표로 설정해야 한다고 제안하였다. 또한, 지배-소유 괴리가 충분히 낮은 기업에 대해서는 출자한도를 높여주는 출자총액제한제도의 개편을 제안하였다. 반대로, 한국개발연구원(2003)은 지배-소유 괴리와 계열사 출자와 연관지을 경제 이론이 없기 때문에, 지배-소유 괴리와 출자총액제한제도를 연계하여 지배-소유 괴리를 동 제도 졸업기준으로 이용하는 것을 반대하였다. 두 연구에서는 모두 지배-소유 괴리를 앞서 논의한 내부지분 방식으로 측정하였다.

그렇다면, 과연 계열사 출자와 지배-소유 괴리는 어떤 관계에 있는 것인가? 앞서 논의했듯이, 지배-소유 괴리는 기본적으로 추상적, 정성적 개념이기 때문에, 그 자체로 정량적 개념인 계열사 출자와 연관지을 이론적 배경을 찾는 것은 어렵다. 그러나, 지배-소유 괴리를 수치화한다면 계열사 출자와 지배-소유 괴리의 관계를 파악할 수 있다. 즉, 계열사 출자가 증가할 때, 지배-소유 괴리가 어떻게 변화하는가를 살펴볼 수 있다.

공정거래법에서는 계열사 출자와 지배-소유 괴리가 양(+)의 관계에 있음을 전제하고 있다. 그렇다면, 과연 계열사 출자와 지배-소유 괴리는 양(+)의 관계인가? 반드시 그렇지는 않다는 점을 주목해야 한다. 물론

국내에서 지배권 계산 방식으로 가장 많이 사용되는 내부지분 개념에 입각한 방식(식 (4))을 따른다면, 계열사 출자와 지배-소유 괴리는 양(+)의 관계에 있다. 예를 들어, 어떤 기업집단내 계열사 C가 계열사 D에 대한 계열사 출자 지분을 1% 포인트 증가시킨 경우, 이 방식에 의하면 계열사 D에 대한 지배주주의 지배권은 1% 포인트 이상 늘어난다.³⁰⁾ 반면, 계열사 D에 대한 지배주주의 소유권은 1% 포인트 이하로 늘어난다. 계열사 출자는 지배주주의 간접지분이기 때문에 계열사 D에 이르는 각 출자고리에서 해당 지분만큼 곱해지기 때문이다. 공정거래법상의 소유권 계산방식은 간접지분은 무시하기 때문에, 이 때 소유권의 증가는 0이다. 따라서, 공정거래법 방식이나 내부지분 방식에 의한 지배-소유 괴리 측정시, 계열사 출자와 지배-소유 괴리는 서로 양(+)의 관계를 갖게 된다.

하지만, 임계지배권 방식으로 지배-소유 괴리를 측정한 경우, 계열사 출자와 지배-소유 괴리는 반드시 양(+)의 관계를 갖는 것은 아니라는 것을 쉽게 알 수 있다. 다시 앞의 <그림 Ⅲ-3>으로 돌아가 보자. 임계지배권 방식으로 계열사 B에 대해서 지배-소유 괴리를 측정해보자. 소유권은 $8\% (=20\% \times 40\%)$ 이다. 반면, 지배권은 20%이다.³¹⁾ 따라서, 의결권승수는 $2.5 (=20\%/8\%)$ 이다. 계열사 A가 계열사 B에 대한 지분을 40%에서 41%로 늘렸다고 하자. 그러면, 소유권은 $8.2\% (=20\% \times 41\%)$ 이고, 지배권은 여전히 20%이다. 따라서, 의결권승수는 $2.44 (=20\%/8.2\%)$ 이다. 계열사 출자가 늘었음에도 불구하고, 임계지배권 방식으로 측정된 지배-소유 괴리는 오히려 축소된 것이다. 제Ⅳ장의 실증분석에서는 순환출자가 내재된 우리나라 대규모 기업집단 중 대표적 기업집단에 대한 시뮬레이션 분석을 통해 계열사 출자와 임계지배권 방식하의 지배-소유 괴리의 관계에 대해서 알아볼 것이다.

30) 자가지분이 없는 경우 1% 포인트 증가하며, 자가지분이 있는 경우 1% 포인트 이상 증가한다.

31) 전술한 바와 같이, 이 경우에는 순환출자가 없기 때문에 임계지배권 방식에 따른 지배권이거나 최소연결고리 방식에 따른 지배권이 동일하다.

요약하자면, 공정거래법에서 전제하는 계열사 출자와 지배-소유 괴리 간 양(+)³²⁾의 관계는 특정 방식으로 지배-소유 괴리를 측정할 때에 성립할 수 있지만, 항상 그것이 옳은 것은 아니다. 예를 들어, 임계지배권 방식하의 지배-소유 괴리 계산시 양(+)³²⁾의 관계가 성립하지 않는다. 결국, 계열사 출자와 지배-소유 괴리 간 관계는 본질적인 특성이 아니라, 지배-소유 괴리에 대한 정의 또는 측정의 문제일 뿐인 것이다.

4. 지배-소유 괴리와 기업성과

전통적으로 기업집단은 지배주주가 다수의 계열사를 소수 지분만으로 지배하는 형태이기 때문에, 지배주주 자신의 이익을 위해 소수주주의 이익을 침해하는 경영의사결정 수행을 용이하게 하는 형태로 인식되고 있다. 즉, 지배-소유 괴리가 클수록 지배주주의 대리인 비용이 증가하여, 이에 따라 기업가치가 감소할 수 있다는 의미이다. 그러나 이 가설은 기업지배구조가 선진화된 국가에까지 일반화되기는 어려우며 기존의 연구는 주로 법적인 주주 권리 보호 체계가 약한 국가를 중심으로 분석되어져 왔다.³²⁾ 일례로 La Porta et al.(1999)은 주주 권리 보호가 취약한 국가일수록 피라미드 소유구조와 상호출자 및 차등의결권부 주식의 사용이 만연하다는 실증결과를 제시한다. 이러한 사실은 주주 권리 보호가 취약할수록 지배-소유 괴리의 확대를 통해 지배주주가 사적 이익을 추구

32) 주주 권리 보호를 위해서는 기업지배구조뿐만 아니라, 증권시장의 투명성 등 여타 요인의 개선을 필요로 하기 때문에 주주 권리 보호는 기업지배구조를 포괄하는 개념으로 볼 수도 있다. 하지만, Tirole(2001)은 경제학자와 법학자들 사이에서 표준적 기업지배구조의 정의는 '주주 이해의 보호(defense of shareholders' interest)'라고 언급하고 있다. 반면, Shleifer and Vishny(1997)는 기업지배구조란 기업에 대한 자금 공급자가 그들의 투자로부터 발생하는 수익을 확보하는 방법을 다루는 것이라는 관점을 제시하였다.

할 유인과 사적 이윤의 크기도 증가함을 반영한다. 또한 이는 법적인 주주 권리 보호 체계가 지배-소유 괴리 및 기업지배구조, 더 나아가 대리인 문제에 영향을 미친다는 것을 시사한다. 따라서 위 가설이 성립하기 위해서는 “주주 권리 보호가 취약한 경우”라는 단서가 제시되는 것이 타당하다. 우리나라의 경우 2000년 이후 기업지배구조 개선을 위한 활발한 노력이 진행되어져 왔기 때문에, 현 시점에서 주주 권리 보호의 국제적 위상과 수준이 어떤 위치에 있는가에 대한 재평가가 필요할 것이다.

이와 같이 지배-소유 괴리가 기업가치 또는 기업성장에 어떠한 영향을 미치는가는 사전적 혹은 이론적으로 예단하기 어렵기 때문에 주로 동아시아 시장(또는 신흥시장 국가)을 대상으로 한 실증분석이 주를 이루고 있다. 우선, Claessens et al.(2002), Lemmon and Lins(2002), Lins(2003) 및 Joh(2003)의 연구에서는 지배-소유 괴리가 커질수록 기업가치 또는 주가수익률이 낮다는 결과를 보고한다. 반면 Mitton(2002)과 강원 외(2005)의 연구에서는 지배-소유 괴리가 기업가치 또는 주가수익률에 유의한 영향을 주지 않는다는 결과를 제시한다.

Claessens et al.(2002)은 1996년 우리나라를 포함한 동아시아 8개국 1,301개 상장회사를 대상으로 지배-소유 괴리와 기업가치간 관계를 분석한 결과, 소유권이 클수록 기업가치가 증가하며 지배권이 소유권을 초과하면 기업가치가 떨어진다는 결과를 발견한다. Lemmon and Lins(2003)는 외환위기 기간 동안 우리나라를 포함한 아시아 8개국 800개 상장기업을 대상으로 주가수익률과 지배-소유 괴리간 관계를 분석한 결과, 괴리가 클수록 주가수익률이 낮다는 것을 발견한다.³³⁾ Mitton(2002)은 외환위기 동안 우리나라를 포함한 아시아 5개국 398개 상장기업을 대상으

33) Lemmon and Lins(2003)는 지배권이 소유권을 초과하는 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는 더미변수를 생성하여 분석한다.

로 지배-소유 괴리와 추가수익률 간의 관계를 분석한 결과에 따르면 Lemmon and Lins(2003)와는 달리 유의성이 약하거나 유의하지 않게 나타난다.³⁴⁾ Lins(2003)는 1995년 말 18개 신흥국가내 1,433개 기업의 소유구조 자료를 이용하여 소유구조와 기업가치의 관련성을 분석한 결과, 지배-소유 괴리와 기업가치간 유의한 음(-)의 관계를 발견한다.³⁵⁾

우리나라 기업들만을 대상으로 지배-소유 괴리를 분석한 연구는 Joh(2003), Baek et al.(2004), 강원 외(2005)가 있다. 먼저, Joh(2003)는 외환위기 이전인 1993-1997년간 비상장기업까지 포함한 5,829개의 방대한 기업 자료를 사용하여 지배-소유 괴리와 회계적 수익성 간 관계를 분석한 결과, 그 괴리도(wedge)가 클수록 수익성이 낮다는 사실을 발견한다. Baek et al.(2004)는 외환위기 기간인 1997-1998년간 644개 상장기업을 대상으로 지배-소유 괴리와 추가수익률 간 관계를 분석한다. 그 결과 의결권승수로 측정된 지배-소유 괴리와 추가수익률간 음(-)의 관계가 있음을 발견한다. 마지막으로 강원 외(2005)는 1999년과 2002년 말의 대규모기업집단 소유구조를 사용하여 의결권승수로 측정된 지배-소유 괴리와 기업가치 또는 경영성과와의 관련성을 분석한다. 그 결과 지배-소유 괴리와 기업가치 또는 경영성과간 유의한 관련성을 발견하지 못하였다.

이상의 연구 결과에서 유추할 수 있는 사실은 지배-소유 괴리가 대체적으로 기업가치에 부정적 영향을 주지만, 반드시 그런 것은 아니며 주주 권리 보호가 취약하거나 경제위기시에 부정적 효과가 한정되어 있다는 것이다. 따라서 주주 권리 보호가 선진화되어 있거나 경제위기가 아닌 시점에 대한 분석 결과는 다르게 나타날 수 있으며, 최근 우리나라에

34) Mitton(2002)도 Lemmon and Lins(2003)와 동일하게 더미변수로 분석한다.

35) Lins(2003)는 지배-소유 괴리의 대응치로서 의결권승수의 개념인 “지배권/소유권”을 사용한다.

서 주주 권리 신장 및 보호를 위해 각종 기업지배구조 관련 제도가 강화되어 왔고, 이미 경제위기에서 벗어난 상황을 고려한다면, 과연 지배-소유 괴리가 기업가치에 부정적 영향을 미치는 것인지 다시 분석해 볼 필요성이 있다.³⁶⁾

36) 한편, 지배-소유 괴리와 기업가치의 관계 분석에서 통계적으로 발생하는 내생성(endogeneity) 문제를 고려할 필요가 있다. 예를 들어, Demsetz and Lehn(1985)은 기업가치, 소유구조, 자본구조는 동시에 결정되기 때문에 내생성 문제를 적절히 통제하여 실증분석하는 것이 중요하다고 주장한다.

IV. 실증분석

1. 자료
2. 지배-소유 괴리 측정 방식별 결과의 비교분석
3. 계열사 출자와 지배-소유 괴리간 관계에 대한
시뮬레이션 분석
4. 지배-소유 괴리와 기업성과 및 기업가치

IV. 실증분석

이 장은 실증분석 부분으로 앞서 논의한 지배-소유 괴리와 관련된 논점들에 관한 다양한 실증분석 결과를 제시한다. 첫째, 각 기업집단, 각 계열사별로 3가지 방식에 따른 지배-소유 괴리 측정 결과를 비교한다. 둘째, 계열사 출자와 지배-소유 괴리 간 관계를 규명하기 위한 시물레이션 분석을 제시한다. 셋째, 지배-소유 괴리가 기업성과 및 기업가치에 미치는 효과에 대해서 패널모형(panel data model)을 이용하여 분석한다.

1. 자료

본 연구의 실증분석에 사용된 가장 기본적인 자료는 공정거래위원회가 매년 각 기업집단별로 보고받아 보관하는 상호출자제한 및 상호지급보증제한 기업집단(2001년 이전에는 30대 기업집단)의 계열사별 주주현황 자료이다. 이 중에서 지배-소유 괴리란 개념을 적용할 수 있는 자연인 지배주주가 있는 민간기업집단으로 표본을 제한하였다. 공기업집단인 한국전력공사, 한국주택공사 및 민간기업집단이지만 지배주주가 존재하지 않고 전문경영인에 의해 경영되는 포스코, KT, KT&G, 하이닉스 등은 분석에서 제외하였다. 이들에 대해서는 지배-소유 괴리의 개념을 적용할 수가 없기 때문이다.

앞서 언급한 3가지 실증분석 중 마지막인 지배-소유 괴리가 기업성과나 기업가치에 미치는 효과를 분석하기 위해서는 표본내 기업들에 대한 각종 회계자료 및 주가자료가 필요하다. 이러한 자료들은 KIS DB, TS2000 DB, FnGuide 등의 데이터베이스에서 확보할 수 있었다. 물론, 소유구조자료에 등장하는 모든 기업에 대해서 이들 데이터베이스에서

필요한 자료를 얻을 수 있는 것은 아니었기 때문에 필요한 자료를 확보할 수 있는 기업들을 대상으로 실증분석을 행하였다.

본 연구에서는 1998~2004년을 대상으로 분석하였으며, 각 연도별 표본 기업집단 크기 및 표본 계열사 크기는 다음의 <표 IV-1>과 같다. 표에서 보듯, 1998-2001년에는 30대기업집단지정제도란 대규모기업집단 출자 규제제도가 있었다. 30대 기업집단으로 지정되면, 상호출자제한, 출자총액제한을 받게 된다. 2002년부터 기업집단의 규모는 고려하지 않은 채 30대 기업집단까지 일률적인 규제를 적용했던 기존의 30대 기업집단 제도를 개편하여 상호출자제한 및 상호지급보증제한 제도가 생겨났다. 기업집단 전체 자산규모 2조원 이상 기업집단은 동 제도의 적용을 받으며, 이 중 자산규모 5조원 이상 기업집단은 출자총액제한의 적용 대상이 된다. 물론, 출자총액제한제도로부터 예외 및 적용 배제 조항이 다수 있다. 표본에 포함된 기업집단의 명칭은 실증분석 결과를 제시한 <표 IV-2>에 나타나 있다.

<표 IV-1> 분석 대상 표본 기업집단 및 계열사

기업집단 규제제도	연도	분석대상 기업집단 수 (지배주주가 있는 민간기업집단)	분석 대상 기업집단에 속한 총계열사 수
30대기업집단 지정제도	1998	30	800
	1999	30	681
	2000	25	518
	2001	25	590
상호출자제한 및 상호지급보증제한 지정제도	2002	31	638
	2003	35	739
	2004	36	776

2. 지배-소유 괴리 측정 방식별 결과의 비교분석

가. 계열사 단위 지배-소유 괴리

표본 기업집단 및 표본 기업에 대해서, 제Ⅲ장에서 제시한 3가지 방식에 따라 실제로 지배-소유 괴리를 측정하였다. 그 결과, 공정거래법 방식에 의해 계산된 지배-소유 괴리와 내부지분 방식에 의해 계산된 지배-소유 괴리는 높은 상관관계를 나타내지만, 임계지배권 방식에 의해 계산된 지배권은 앞의 두 방식에 의해 계산된 지배권과의 상관관계가 매우 약한 것으로 나타났다. 이는 순위상관계수에서도 마찬가지이다.

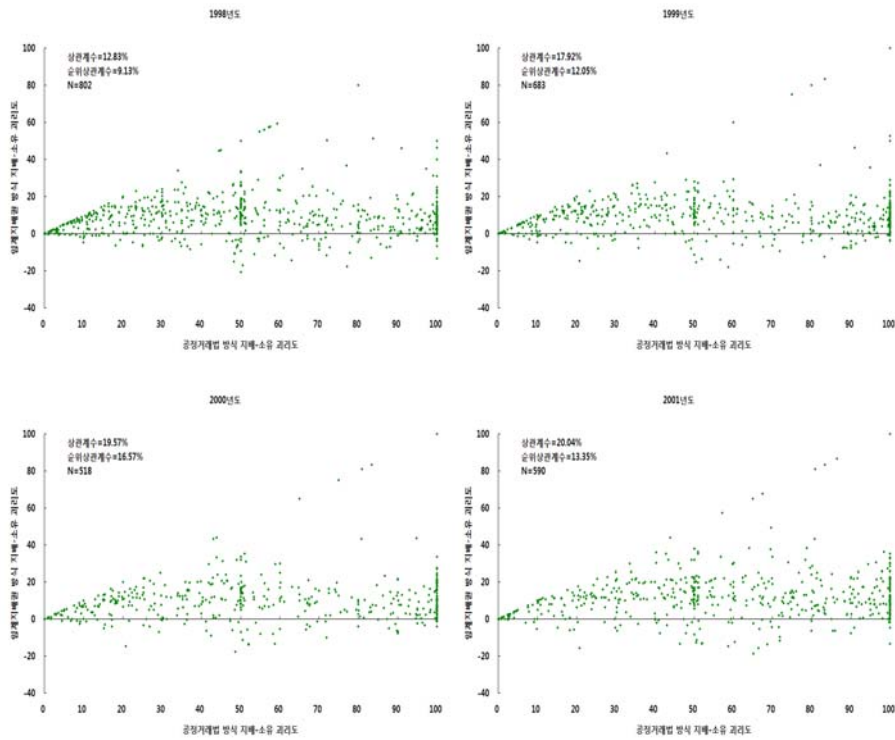
다음의 <그림 IV-1>에는 계열사 단위에서 계산된 공정거래법 방식 지배-소유 괴리도와 임계지배권 방식 지배-소유 괴리도의 산포도를 제시하였고, <그림 IV-2>에는 계열사 단위에서 계산된 내부지분 방식 지배-소유 괴리도와 임계지배권 방식 지배-소유 괴리도의 산포도를 제시하였다.³⁷⁾ 각 산포도에서 원점을 지나는 45°선 아래로 점들이 분포하는 것으로 보아, 임계지배권 방식 지배-소유 괴리도가 공정거래법 또는 내부지분 방식 지배-소유 괴리도보다 커질 수 없음을 알 수 있다. 공정거래법 방식 지배-소유 괴리도와 임계지배권 방식 지배-소유 괴리도간 상관계수는 연도별로 12.8%~20.0%, 순위상관계수는 연도별로 -0.02%~16.6% 정도로 약한 편이다.³⁸⁾ 내부지분 방식 지배-소유 괴리도와 임계지배권 방식 지배-소유 괴리도간 상관계수는 연도별로 19.8%~31.2%, 순위상관계수는 24.6%~29.0%로 역시 강하지 않으나, 전자의 비교에서 보다는 전반적으로 높은 편이다.

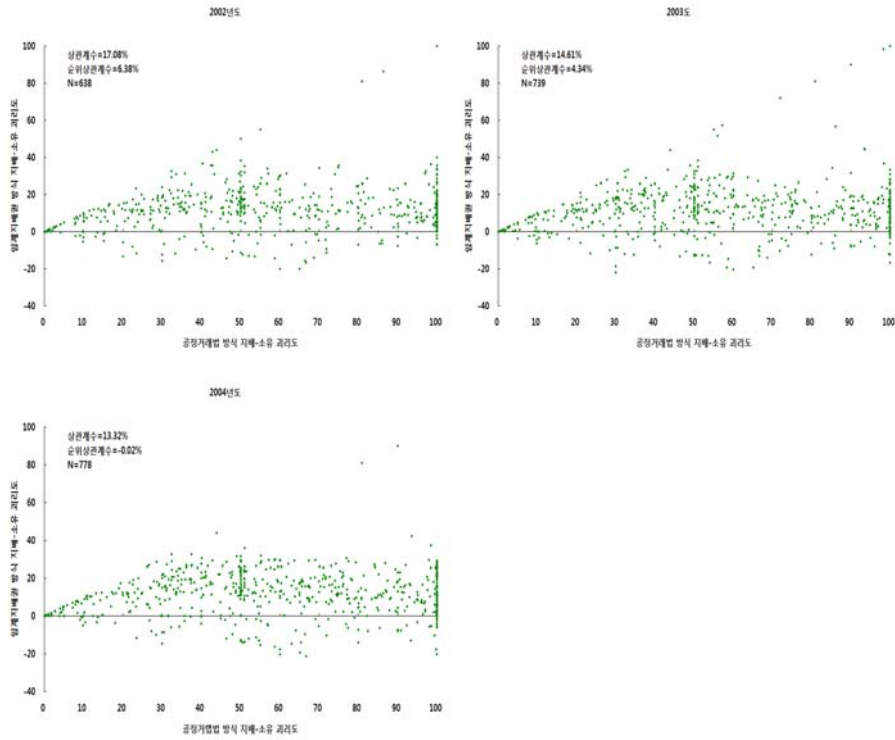
37) 지배권과 소유권의 비율로 계산되는 의결권승수는 계열사 단위에서는 소유권이 0이 되어 계산되지 않는 경우가 있어 이에 대한 산포도는 작성하지 않았다.

38) 음(-)의 순위상관계수는 전반적으로 순위가 서로 역전됨을 의미한다.

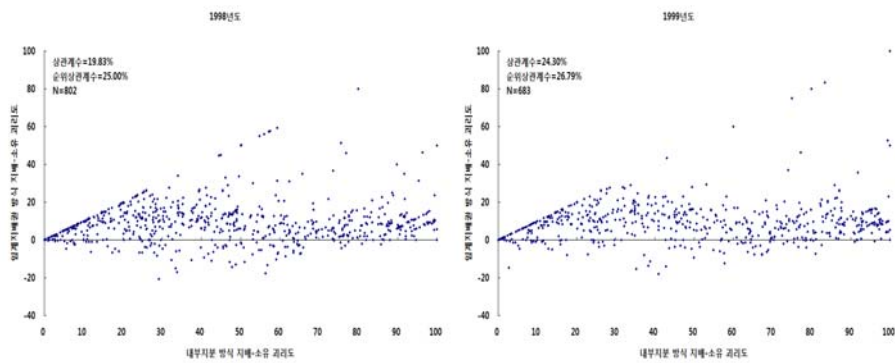
덧붙여, <그림 IV-1>, <그림 IV-2>에서 가로축에서는 100%에 가까운 데, 세로축에서는 0% 주변 또는 그 이하에 위치한 점들을 보면, 측정 방법에 따라 지배-소유 괴리가 극명한 차이를 나타냄을 알 수 있다. 이들 점들은 공정거래법 방식이나 내부지분 방식 지배-소유 괴리도가 100%에 가까우나, 임계지배권 방식을 적용할 경우, 차이가 거의 없거나 오히려 소유권이 지배권보다 큰 기업들에 해당한다.

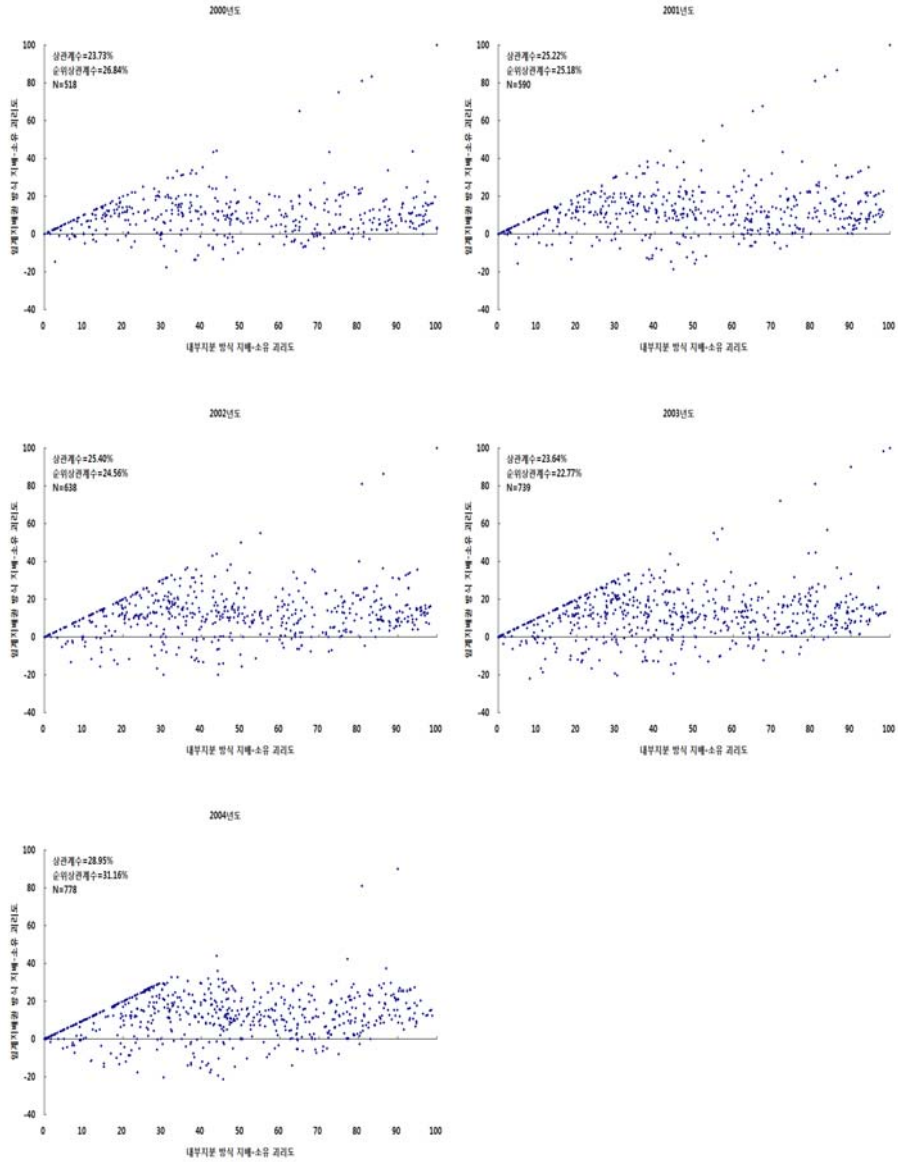
<그림 IV-1> 연도별 공정거래법 방식 및 임계지배권 방식 지배-소유 괴리도 산포도





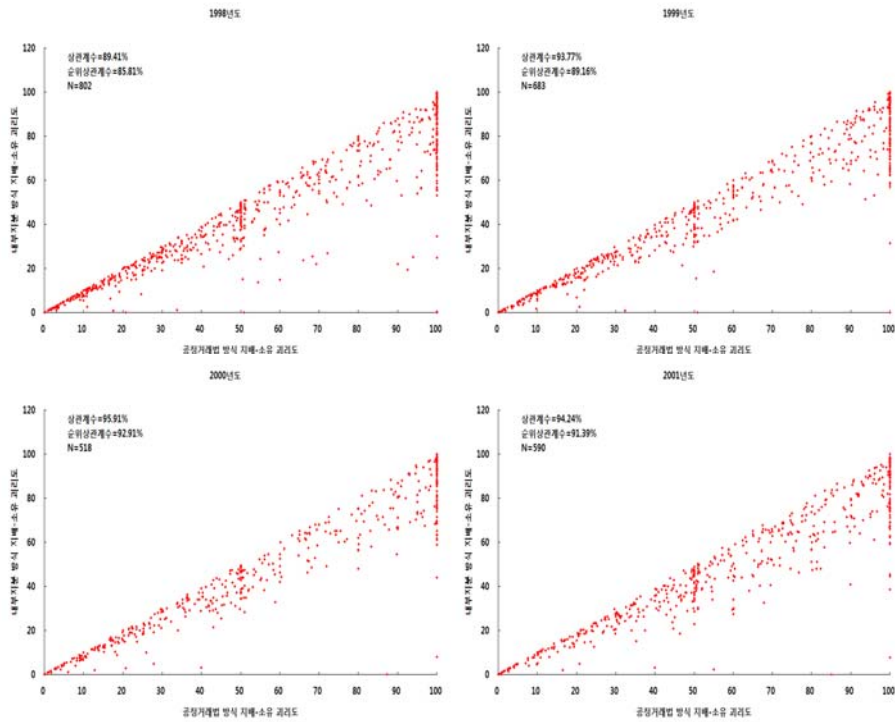
<그림 IV-2> 연도별 내부지분 방식 및 임계지배권 방식 지배-소유 괴리도 산포도

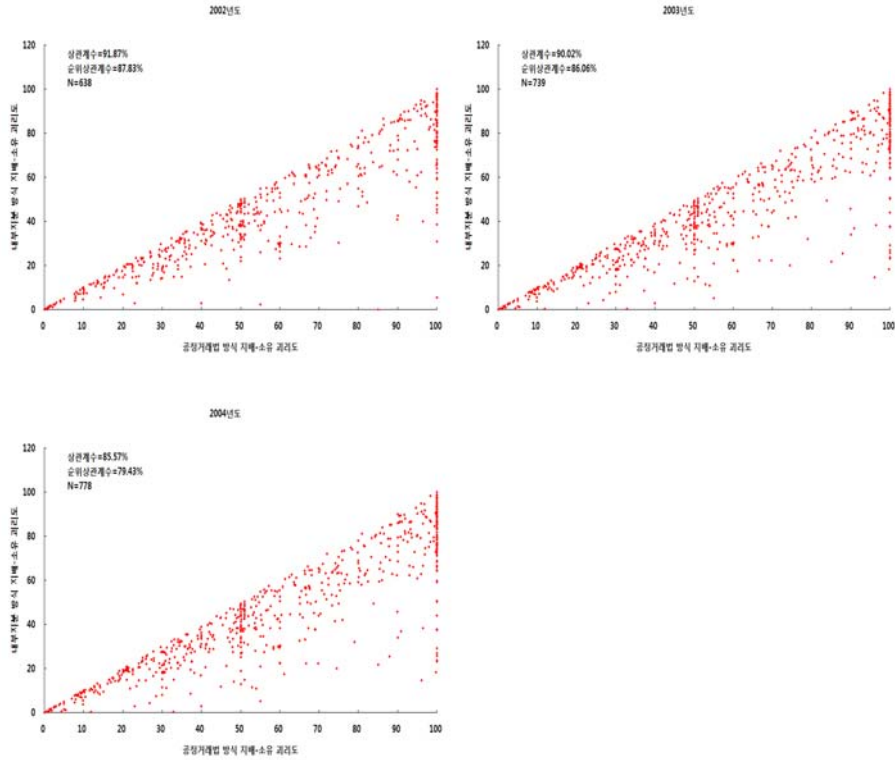




아래 <그림 IV-3>에는 공정거래법 방식 지배-소유 괴리도와 내부지분 방식 지배-소유 괴리도의 산포도를 제시하였다. 두 방법은 소유권 계산에서만 약간의 차이가 있을 뿐, 지배권 계산에서 두 방법 모두 내부지분을 준용한다. 따라서, 둘 간의 상관계수 및 순위상관계수가 매우 높은 수준이며, 앞의 <그림 IV-1>, <그림 IV-2>의 산포도보다 더욱 집중적으로 분포하는 양상을 볼 수 있다. 또한, 공정거래법 방식에서는 소유권 계산에서 간접지분을 무시하므로, 공정거래법 방식 지배-소유 괴리가 내부지분 방식 지배-소유 괴리보다 크다. <그림 IV-3>에서 45°선 아래로 점들이 분포하는 것은 이 때문이다.

<그림 IV-3> 연도별 공정거래법 방식 및 내부지분 방식 지배-소유 괴리도 산포도





나. 기업집단 단위 지배-소유 괴리

앞서 계열사 단위로 지배-소유 괴리를 살펴보았다. 여기서는 기업집단 단위로 지배-소유 괴리를 측정된 결과를 제시한다. 기업집단 지배-소유 괴리는 소속 각 계열사별로 지배권과 소유권을 계산한 후, 이를 자기 자본과 자본금 중 큰 값으로 가중평균하여 기업집단 지배권 및 기업집단 소유권을 계산하여 그 차이나 그 비율로 계산한다. 차이는 “기업집단 지배-소유 괴리도”, 비율은 “기업집단 의결권승수”라 할 수 있다.³⁹⁾

39) 앞서 계열사 단위에서는 의결권승수가 계산되지 않는 경우도 있었으나, 기

기업집단 G 에 속하는 계열사 $i(=1,2,\dots,n)$ 에 대한 지배주주 소유권을 x_i 라 하고, 지배주주 지배권을 y_i 라 할 때, 기업집단 지배-소유 괴리도 D_G 및 기업집단 의결권승수 M_G 는 각각 다음 식 (8), 식 (9)와 같이 계산된다.

$$D_G = \frac{\sum_{i=1}^n \max\{\text{Equity}_i, \text{Capital}_i\} \cdot y_i}{\sum_{i=1}^n \max\{\text{Equity}_i, \text{Capital}_i\}} - \frac{\sum_{i=1}^n \max\{\text{Equity}_i, \text{Capital}_i\} \cdot x_i}{\sum_{i=1}^n \max\{\text{Equity}_i, \text{Capital}_i\}} \quad (8)$$

$$M_G = \frac{\sum_{i=1}^n \max\{\text{Equity}_i, \text{Capital}_i\} \cdot y_i}{\sum_{i=1}^n \max\{\text{Equity}_i, \text{Capital}_i\} \cdot x_i} \quad (9)$$

식 (8), 식 (9)에서 Equity_i 는 계열사 i 의 자기자본, Capital_i 는 계열사 i 의 자본금을 나타낸다.

이 때, 소유권 x_i 및 지배권 y_i 가 앞서 설명한 3가지 방식에 따라 계산될 수 있으므로, 기업집단 지배-소유 괴리 역시 3가지 방식에 의해 계산된다. 공정거래법에서는 이 3가지 중 공정거래법 방식에 의한 기업집단 지배-소유 괴리가 출자총액제한제도의 적용 배제 조항에 대한 척도로 사용되고 있는 것이다. 아래 <표 IV-2>에는 연도별, 기업집단별로 3가지 방식에 의한 기업집단 지배-소유 괴리 계산 결과를 제시하였다.

업집단 단위에서는 기업집단 지배-소유 괴리도 및 기업집단 의결권승수가 항상 계산된다.

<표 IV-2> 연도별 기업집단 지배-소유 괴리

Panel A. 1998년도

그룹명	기업집단 지배-소유 괴리도			기업집단 의결권승수		
	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식
강원산업	37.09	2.61	1.28	2.94	1.05	1.02
거평	34.91	20.65	6.09	4.66	1.87	1.26
고합	30.62	28.97	4.56	5.22	4.26	1.51
금호	27.28	24.15	6.71	5.86	3.76	1.77
대림	19.70	17.68	2.49	3.44	2.75	1.25
대상	27.18	19.57	3.27	2.14	1.62	1.10
대우	28.38	28.11	5.76	10.44	9.58	2.76
동국제강	38.89	24.85	9.98	4.06	1.93	1.37
동부	35.38	26.85	17.33	5.20	2.58	2.02
동아	20.68	19.17	6.91	3.44	2.92	1.69
동양	28.64	20.94	11.36	2.82	1.89	1.48
두산	31.36	24.87	8.12	2.95	2.10	1.36
롯데	24.11	20.49	-0.03	3.58	2.58	1.00
삼성	26.46	24.20	10.96	7.29	4.74	2.69
새한	20.63	18.02	10.26	2.40	2.04	1.59
신호	18.47	16.79	2.61	3.24	2.69	1.26
쌍용	23.82	20.63	6.84	4.61	3.11	1.70
아남	27.71	24.55	1.25	4.04	3.00	1.10
SK	26.80	24.85	9.65	6.44	4.61	2.40
LG	32.27	29.39	5.88	7.22	4.64	1.73
진로	18.22	15.77	0.65	2.34	1.98	1.04
코오롱	23.39	20.66	5.40	3.63	2.78	1.46
한라	33.96	27.95	16.59	4.25	2.70	2.01
한솔	21.12	18.15	11.48	3.89	2.77	2.12
한진	22.42	14.17	0.80	2.07	1.48	1.03
한화	23.59	22.05	9.74	5.52	4.27	2.44
해태	27.27	26.21	2.17	5.94	4.98	1.33
현대	32.02	25.34	6.93	3.24	2.21	1.33
효성	22.61	17.29	0.40	2.23	1.73	1.02
뉴코아	66.98	23.79	22.93	3.18	1.32	1.31
표본기업집단수	30	30	30	30	30	30
평균	28.40	21.62	6.95	4.28	3.00	1.57

Panel B. 1999년도

그룹명	기업집단 지배-소유 괴리도			기업집단 의결권승수		
	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식
강원산업	33.70	1.04	0.88	2.51	1.02	1.02
고합	19.23	18.82	0.83	11.74	9.53	1.38
금호	35.77	30.56	12.57	12.05	4.62	2.49
대림	24.14	20.63	4.24	4.62	3.03	1.42
대상	20.66	14.37	6.97	1.57	1.34	1.16
대우	40.85	39.28	5.67	12.26	8.54	2.09
동국제강	28.49	20.85	9.52	2.88	1.92	1.42
동부	43.64	34.31	18.48	7.57	3.15	2.16
동아	21.14	20.47	3.04	6.88	5.80	1.71
동양	30.97	22.88	9.42	2.92	1.94	1.39
두산	29.59	22.10	10.69	2.77	1.91	1.44
롯데	31.68	25.99	-2.45	2.59	2.02	0.90
삼성	26.05	23.11	12.01	8.12	4.51	2.82
삼양	25.50	20.60	16.81	2.47	1.92	1.75
새한	18.62	15.73	9.99	2.12	1.81	1.51
신호	23.53	22.51	-0.07	4.89	4.19	0.99
쌍용	32.20	27.54	10.56	8.84	4.14	2.20
아남	25.25	22.73	0.93	3.45	2.77	1.07
SK	39.52	37.32	8.78	17.54	9.13	2.91
LG	39.48	35.65	7.98	8.79	5.01	1.90
제일제당	15.55	11.50	1.48	1.77	1.48	1.06
진로	56.10	49.40	2.84	8.67	4.53	1.20
코오롱	18.17	15.94	4.58	2.79	2.29	1.37
한라	16.74	13.11	8.10	2.22	1.75	1.47
한솔	23.93	20.95	6.05	5.82	3.64	1.76
한진	23.99	16.05	1.37	2.28	1.60	1.05
한화	31.47	29.67	14.69	7.98	5.70	3.33
해태	26.14	25.98	1.50	11.53	10.83	1.57
현대	37.90	30.40	6.80	4.14	2.55	1.35
효성	6.22	4.77	2.19	1.22	1.16	1.07
표본기업집단수	30	30	30	30	30	30
평균	28.21	23.14	6.55	5.83	3.79	1.63

Panel C. 2000년도

그룹명	기업집단 지배-소유 괴리도			기업집단 의결권승수		
	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식
고합	9.74	9.74	2.63	n.a.	n.a.	n.a.
금호	42.13	31.77	14.52	7.73	2.91	1.87
대림	23.47	14.19	3.36	5.37	1.97	1.23
동국제강	21.80	16.56	4.51	2.28	1.74	1.20
동부	45.54	32.30	21.82	6.51	2.50	2.01
동양	31.94	27.10	7.52	4.56	2.96	1.54
두산	43.78	34.70	26.99	5.47	2.84	2.43
롯데	23.66	19.89	-1.44	2.89	2.22	0.91
삼성	24.65	21.72	8.81	9.06	4.63	2.47
새한	13.88	11.45	7.79	1.80	1.58	1.39
신세계	8.48	5.86	0.50	1.28	1.18	1.02
쌍용	31.29	27.58	5.89	6.72	4.01	1.64
아남	11.14	10.63	0.33	2.64	2.45	1.05
SK	34.10	31.97	13.58	13.53	7.59	3.80
LG	34.78	32.55	6.15	9.21	6.04	1.95
영풍	45.06	33.32	18.29	3.33	2.07	1.59
제일제당	16.83	12.38	2.93	1.82	1.49	1.12
진로	66.32	46.99	1.09	8.38	2.66	1.04
코오롱	23.37	20.36	5.73	3.66	2.73	1.49
한솔	18.69	16.00	3.52	5.74	3.41	1.53
한진	17.84	12.00	6.59	2.08	1.54	1.29
한화	46.44	43.24	18.39	13.27	7.19	3.63
현대	26.27	23.12	8.12	5.19	3.46	1.86
효성	3.05	2.55	0.97	1.14	1.11	1.04
현대산업개발	4.10	3.23	0.01	1.20	1.15	1.00
표본기업집단수	25	25	25	24	24	24
평균	26.73	21.65	7.54	5.20	2.98	1.67

Panel D. 2001년도

그룹명	기업집단 지배-소유 괴리도			기업집단 의결권승수		
	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식
금호	40.29	29.24	14.31	6.12	2.54	1.76
대림	24.34	13.36	3.30	3.97	1.70	1.17
동국제강	20.65	16.51	6.39	2.44	1.90	1.35
동부	40.40	22.40	10.45	3.29	1.63	1.29
동양	37.99	30.46	13.13	5.72	2.95	1.84
동양화학	33.24	23.03	9.64	3.01	1.86	1.36
두산	40.42	31.08	26.62	6.72	2.89	2.62
롯데	25.05	21.05	-1.01	2.96	2.25	0.94
삼성	24.76	22.45	10.04	8.19	4.90	2.74
신세계	11.68	8.45	1.69	1.41	1.27	1.05
쌍용	33.44	30.60	5.38	9.86	5.62	1.81
SK	41.40	36.25	17.73	18.60	5.83	3.36
LG	35.79	32.75	6.75	7.96	5.01	1.83
영풍	48.37	35.26	19.08	3.70	2.14	1.62
제일제당	24.29	18.56	4.02	2.48	1.84	1.18
코오롱	29.58	26.44	5.05	4.86	3.45	1.47
태광산업	28.76	14.12	12.96	1.71	1.25	1.23
한솔	32.69	29.96	2.33	6.69	4.54	1.27
한진	18.61	12.74	6.31	2.13	1.57	1.28
한화	55.02	50.34	30.78	14.70	6.79	4.54
현대	26.90	24.37	11.57	5.67	3.94	2.40
효성	4.60	3.63	0.76	1.19	1.14	1.03
현대백화점	19.42	13.94	0.44	1.72	1.43	1.01
현대산업개발	4.37	3.50	-0.04	1.22	1.17	1.00
현대자동차	26.77	25.03	10.73	8.80	5.84	3.07
표본기업집단수	25	25	25	25	25	25
평균	29.15	23.02	9.14	5.40	3.02	1.77

Panel E. 2002년도

그룹명	기업집단 지배-소유 괴리도			기업집단 의결권승수		
	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식

KCC	10.11	5.23	1.62	1.23	1.11	1.03
금호	44.65	32.55	15.98	7.69	2.73	1.85
대림	31.13	13.34	3.73	4.85	1.52	1.14
대상	19.13	15.11	4.93	1.70	1.48	1.16
대성	41.51	20.61	6.11	2.48	1.42	1.12
동국제강	23.43	18.10	6.59	2.45	1.84	1.31
동부	42.14	23.12	10.05	3.55	1.65	1.28
동양	51.20	39.26	16.76	9.29	3.17	1.92
동양화학	21.71	13.87	7.30	1.84	1.41	1.22
동원	34.53	22.86	13.36	5.31	2.16	1.68
두산	39.90	32.48	25.53	7.21	3.35	2.85
롯데	26.34	22.16	-0.84	3.05	2.30	0.95
삼성	25.35	22.91	9.93	7.83	4.72	2.61
신세계	9.98	6.85	0.50	1.34	1.21	1.02
SK	38.91	34.05	12.03	19.71	5.90	2.73
LG	34.54	28.42	12.43	5.96	3.17	1.95
영풍	44.79	32.80	19.01	3.39	2.07	1.62
제일제당	25.15	19.17	3.23	2.45	1.82	1.14
코오롱	29.60	26.26	4.89	4.87	3.39	1.44
태광산업	28.38	13.60	12.35	1.71	1.25	1.23
한국타이어	4.19	2.70	0.75	1.12	1.08	1.02
한솔	51.56	48.88	4.23	19.60	9.97	1.78
한진	20.15	14.02	6.17	2.23	1.62	1.27
한화	56.86	52.54	31.59	18.63	7.97	5.19
현대	24.75	23.33	13.71	15.22	8.37	5.33
효성	5.36	4.22	0.72	1.23	1.17	1.03
현대백화점	20.01	14.61	0.83	1.80	1.48	1.03
현대산업개발	5.92	4.78	0.22	1.31	1.24	1.01
부영	8.59	7.69	6.29	1.24	1.21	1.17
현대자동차	30.26	28.20	14.03	9.47	6.01	3.49
현대중공업	7.89	6.88	2.30	1.60	1.48	1.16
표본기업집단수	31	31	31	31	31	31
평균	27.68	20.99	8.59	5.53	2.88	1.77

Panel F. 2003년도

그룹명	기업집단 지배-소유 괴리도			기업집단 의결권승수		
	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식
KCC	10.65	5.39	1.64	1.25	1.11	1.03
금호	45.64	30.08	22.19	6.53	2.26	1.93
대림	33.26	15.54	3.37	4.68	1.58	1.13
대상	20.29	15.93	4.90	1.72	1.49	1.15
대성	47.88	14.39	6.07	2.71	1.23	1.10
대한전선	43.20	6.28	5.20	2.33	1.09	1.07
동국제강	21.97	16.23	7.02	2.21	1.68	1.29
동부	39.60	25.11	14.01	4.25	1.94	1.52
동양	56.03	40.82	18.51	15.90	3.15	1.98
동양화학	22.02	13.81	6.84	1.84	1.40	1.20
동원	42.40	20.53	12.80	4.47	1.60	1.38
두산	45.17	35.97	28.67	9.34	3.46	2.96
롯데	31.21	25.01	-0.40	3.46	2.32	0.98
삼보컴퓨터	41.69	37.17	3.90	10.42	5.16	1.44
삼성	25.80	23.06	10.39	7.25	4.36	2.51
신세계	16.83	11.95	1.80	1.63	1.38	1.06
SK	35.38	31.81	10.23	21.58	7.01	2.93
LG	30.77	23.30	14.91	5.53	2.63	2.05
영풍	44.58	32.47	18.65	3.45	2.07	1.62
CJ	25.11	19.70	4.28	2.51	1.89	1.19
코오롱	31.37	26.98	3.53	4.87	3.16	1.28
태광산업	25.56	13.43	11.47	1.62	1.25	1.21
하이트맥주	15.93	4.08	0.30	1.59	1.10	1.01
한국타이어	4.02	2.60	0.68	1.12	1.07	1.02
한솔	38.02	34.49	5.04	7.12	4.54	1.52
한진	23.09	19.78	11.68	2.80	2.23	1.73
한화	47.29	41.18	21.32	26.84	6.18	3.68
현대	24.90	22.84	12.66	10.60	5.91	3.72
효성	6.02	4.69	0.73	1.25	1.18	1.03
현대백화점	27.76	19.93	5.45	2.16	1.63	1.17
농심	28.20	16.56	9.73	2.14	1.46	1.27
현대산업개발	4.54	3.69	0.23	1.24	1.18	1.01

부영	21.42	20.31	18.30	1.62	1.57	1.52
현대자동차	31.84	29.52	14.52	9.11	5.73	3.32
현대중공업	13.62	11.87	3.70	2.02	1.79	1.25
표본기업집단수	35	35	35	35	35	35
평균	29.23	20.47	8.98	5.40	2.54	1.64

Panel G. 2004년도

그룹명	기업집단 지배-소유 괴리도			기업집단 의결권승수		
	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식	공정거래법 방식	내부지분 방식	임계지배권 방식
KCC	9.69	4.66	0.00	1.22	1.09	1.00
금호	39.99	26.11	18.07	5.29	2.12	1.78
대림	33.78	16.89	2.92	4.55	1.64	1.11
대성	48.26	20.38	10.32	3.29	1.42	1.21
대한전선	43.22	9.36	3.02	2.58	1.15	1.05
동국제강	35.59	26.00	5.49	3.07	1.97	1.21
동부	37.99	23.83	12.16	3.58	1.83	1.42
동양	66.53	47.89	16.92	20.49	3.17	1.77
동양화학	21.77	13.49	6.58	1.81	1.38	1.19
동원	52.87	33.77	5.52	5.12	2.06	1.17
두산	51.36	38.88	24.63	9.83	3.13	2.35
롯데	35.14	29.00	-0.56	4.22	2.70	0.97
삼성	24.21	21.62	10.19	6.38	4.05	2.44
삼양	26.14	17.79	15.75	2.14	1.57	1.50
세아	40.33	10.28	8.94	2.44	1.18	1.15
신세계	15.57	10.92	1.71	1.57	1.34	1.05
SK	35.04	31.42	12.83	20.57	6.81	3.37
LG	37.56	30.94	21.64	8.03	3.58	2.81
영풍	39.37	27.81	20.55	3.03	1.90	1.66
CJ	26.17	20.83	4.21	2.64	1.98	1.20
코오롱	36.23	29.03	5.01	4.38	2.62	1.28
태광산업	30.87	16.55	11.48	1.81	1.31	1.22
하이트맥주	15.50	3.65	0.11	1.48	1.08	1.00
한국타이어	4.91	2.57	0.64	1.14	1.07	1.02
한솔	37.24	34.11	7.16	8.23	5.12	1.87
한진	19.79	16.25	9.69	2.48	1.96	1.57

한화	47.25	36.03	17.33	17.05	3.54	2.22
현대	20.19	18.03	11.88	6.56	4.11	3.05
효성	6.18	4.64	0.72	1.23	1.17	1.03
현대백화점	29.09	20.92	4.89	2.28	1.68	1.16
농심	35.40	16.80	11.90	2.35	1.38	1.27
현대산업개발	4.66	3.84	0.13	1.28	1.22	1.01
부영	17.27	16.41	15.40	1.47	1.44	1.41
현대자동차	34.36	31.45	17.47	8.38	5.16	3.31
현대중공업	18.76	17.02	8.68	2.77	2.38	1.70
LG전선	12.71	9.31	3.41	1.51	1.33	1.12
표본기업집단수	36	36	36	36	36	36
평균	30.31	20.51	9.08	4.90	2.30	1.57

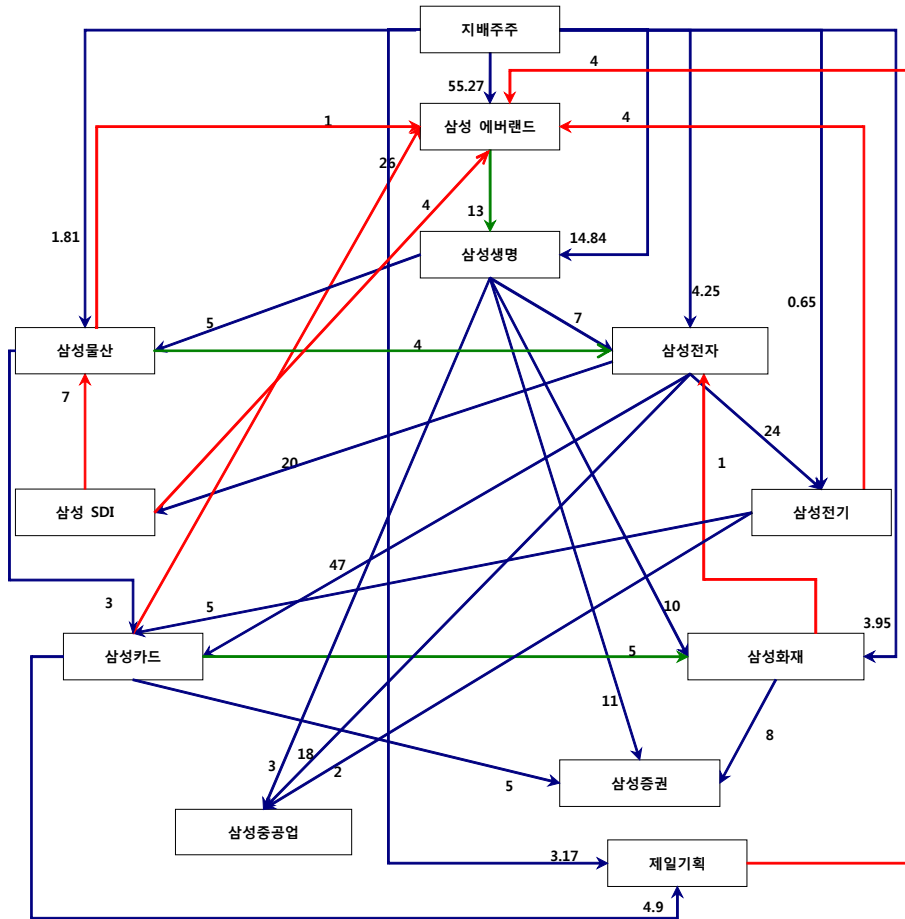
위의 <표 IV-2>를 살펴보면, 공정거래법 방식 기업집단 지배-소유 괴리나 내부지분 방식 기업집단 지배-소유 괴리가 임계지배권 방식 기업집단 지배-소유 괴리보다 항상 높으며, 절대적인 수준에서도 크게 높은 것을 알 수 있다. 종종 공정거래법 방식이나 내부지분 방식으로 측정된 기업집단 지배-소유 괴리의 절대적 수준을 강조하는 경우가 있다. 하지만, 계산 결과에서 보듯 지배-소유 괴리는 그 측정 방식에 따라 크게 달라진다. 내부지분 방식(또는 공정거래법 방식)에 의한 지배-소유 괴리 측정은 다양한 측정 방식 중 하나일 뿐이다. 따라서 특정 측정 방식인 내부지분 방식에 의해 측정된 지배-소유 괴리가 현실 상황을 정확히 설명하는 어떤 의미를 지니는 것으로 해석할 수는 없다. 측정 방식에 따라 지배-소유 괴리 측정치는 달라지며, 그 수준 자체에 특정한 의미는 없는 것이다. 덧붙여, 우리나라 기업집단의 지배-소유 괴리를 선진국과 비교·논의하는 경우도 자주 있다. 이때 선진국의 어떤 기업집단을 대상으로 측정했으며, 더욱 중요한 것은 어떤 방식으로 측정했는지에 대한 사항을 정확히 파악하여, 적어도 동일한 방식에 의한 측정일 때 그 비교의 의미가 있다.

3. 계열사 출자와 지배-소유 피리간 관계에 대한 시뮬레이션 분석

가. 국내 기업집단 계열사 출자 양상

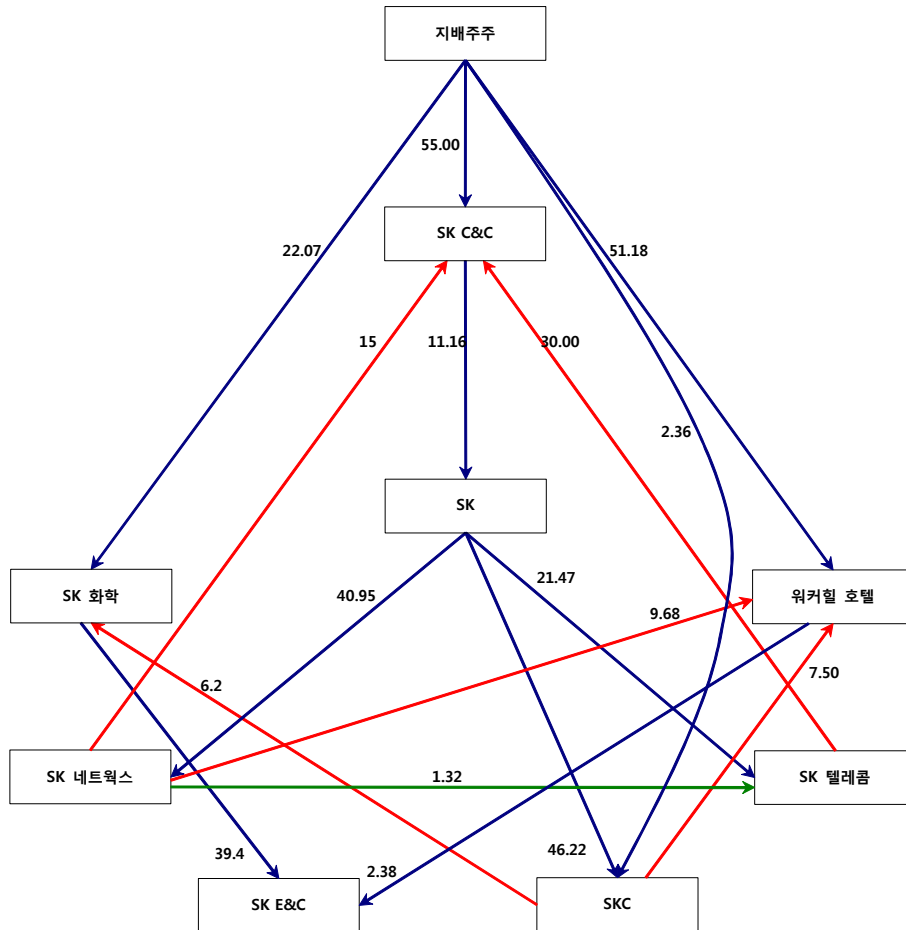
국내 기업집단의 소유지배구조는 계열사 출자를 통한 순환출자가 내재된 교차피라미드 출자의 복잡한 형태를 갖는다. 기업집단내에서 소속 계열사들이 계열사 출자를 통해 거미줄처럼 복잡한 소유지배구조로 얽혀 있다. 아래에서는 국내 대표적 기업집단인 삼성그룹, SK그룹, 현대자동차그룹의 소유지배구조를 살펴보도록 한다. <그림 IV-4>에는 삼성그룹, <그림 IV-5>에는 SK그룹, <그림 IV-6>에는 현대자동차그룹의 주요 계열사간 계열사 출자관계를 도해하였다. 모든 계열사가 아닌 주요 계열사만 대상으로 그 출자관계를 나타내어도 매우 복잡한 형태를 띠고 있는 것을 알 수 있다.

<그림 IV-4> 2006년 삼성그룹내 주요 계열사간 출자 관계



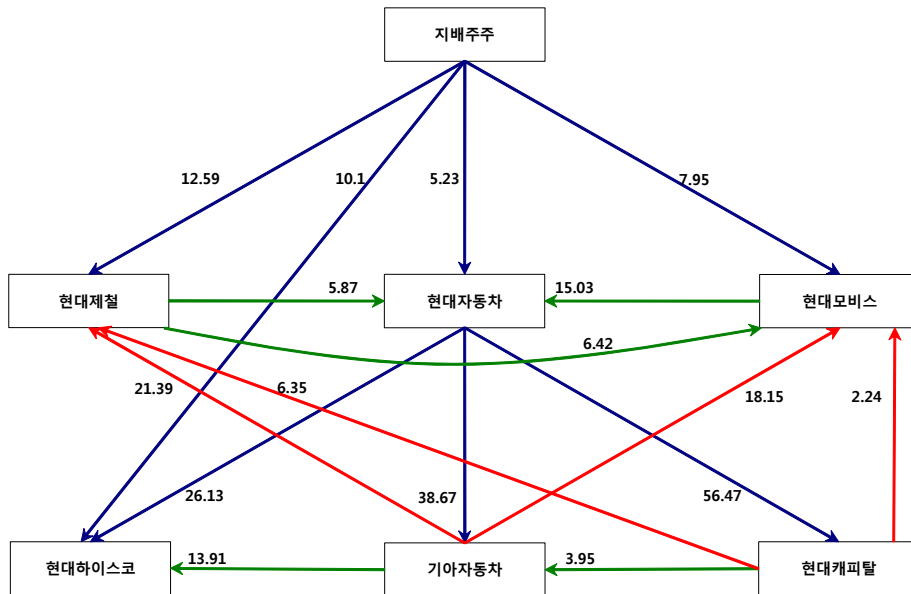
- 주: 1) 삼성그룹내 주요 계열사만 그림에 나타내었다.
 2) 화살표에 가까이 표시된 수치는 화살표 시작 지점의 계열사가 화살표 도착 지점의 계열사에 대해 지니는 지분을 나타낸다.
 3) 그림에서 자기지분은 표시하지 않았다.
 4) 지배주주는 지배주주, 지배주주 친인척, 그룹 임원, 비영리 법인을 나타낸다.
 5) 2006년 공정거래위원회에서 공개한 자료에 근거하여 작성하였다.

<그림 IV-5> 2006년 SK그룹내 주요 계열사간 출자 관계



- 주: 1) SK그룹내 주요 계열사만 그림에 나타내었다.
 2) 화살표에 가까이 표시된 수치는 화살표 시작 지점의 계열사가 화살표 도착 지점의 계열사에 대해 지니는 지분을 나타낸다.
 3) 그림에서 자기지분은 표시하지 않았다.
 4) 지배주주는 지배주주, 지배주주 친인척, 그룹 임원, 비영리 법인을 나타낸다.
 5) 2006년 공정거래위원회에서 공개한 자료에 근거하여 작성하였다.

<그림 IV-6> 2006년 현대자동차그룹내 주요 계열사간 출자 관계



- 주: 1) 현대자동차그룹내 주요 계열사만 그림에 나타내었다.
- 2) 화살표에 가까이 표시된 수치는 화살표 시작 지점의 계열사가 화살표 도착 지점의 계열사에 대해 지니는 지분을 나타낸다.
- 3) 그림에서 자기지분은 표시하지 않았다.
- 4) 지배주주는 지배주주, 지배주주 친인척, 그룹 임원, 비영리 법인을 나타낸다.
- 5) 2006년 공정거래위원회에서 공개한 자료에 근거하여 작성하였다.

나. 계열사 출자와 지배-소유 괴리

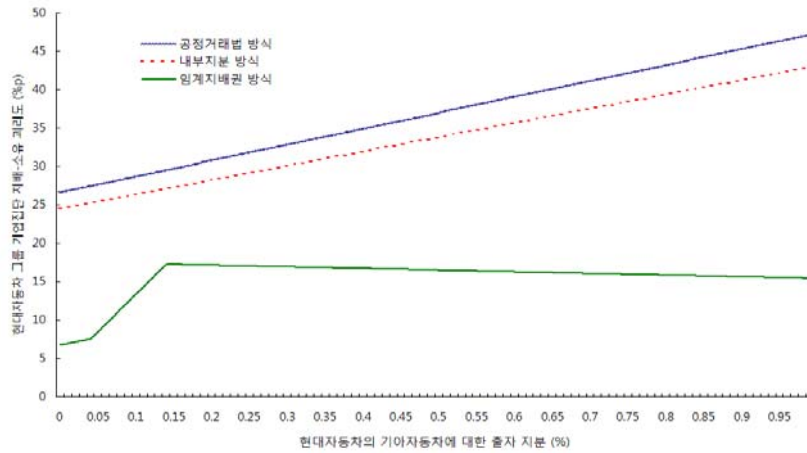
앞서 제시한 바와 같이 국내 대규모기업집단은 계열사 출자를 통해 매우 복잡한 형태의 소유구조를 형성하고 있다. 공정거래법은 이러한 계열사 출자가 지배-소유 괴리를 발생시키는 근본 원인이며, 계열사 출자를 억제하여 지배-소유 괴리를 축소할 수 있다는 전제하에 출자총액제한 제도를 통해 계열사 출자를 규제하고 있다.

과연, 계열사 출자를 억제하면 지배-소유 괴리가 축소되는가? 즉, 계열사 출자와 지배-소유 괴리는 서로 양(+)의 관계인가? 이에 대해서 시뮬레이션 분석 사례를 통해 알아보도록 하자. 앞서 논의했듯이, 공정거래법 방식, 내부지분 방식에 의해 지배-소유 괴리를 측정하면 그렇다. 하지만, 임계지배권 방식으로 지배-소유 괴리를 측정하면 그렇지 않을 수 있다.

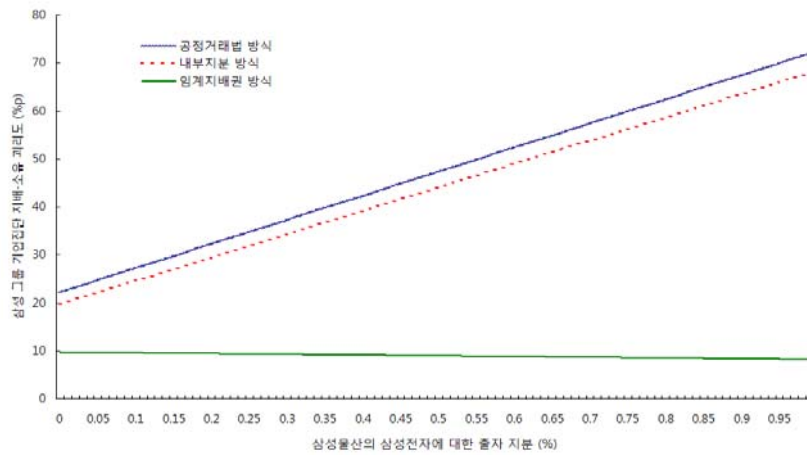
아래 <그림 IV-7>의 (a)는 2004년도 현대자동차그룹내에서 계열사인 현대자동차가 계열사인 기아자동차에 대한 계열사 출자 지분을 늘릴 때, 각 측정 방법에 따른 지배-소유 괴리의 변화를 보여주고 있다. 즉, 가상적으로 해당 계열사 출자 지분을 0%에서 100%로 늘릴 때, 현대자동차 그룹의 기업집단 지배-소유 괴리도를 보여주고 있다. 그림에서 볼 수 있듯이, 공정거래법 방식, 내부지분 방식에서는 예상대로 계열사 출자가 늘어날수록 지배-소유 괴리가 심화되지만, 임계지배권 방식으로 계산시 지배-소유 괴리가 증가하는 구간도 있고, 오히려 감소하는 구간도 있음을 알 수 있다. <그림 IV-7>의 (b)는 2004년도 삼성그룹내에서 계열사인 삼성물산이 계열사인 삼성전자에 대한 계열사 출자 지분을 늘릴 때, 삼성그룹 기업집단 지배-소유 괴리도를 나타내고 있다. 이 경우는 계열사 출자가 증가할수록 단조적으로 지배-소유 괴리도가 감소함을 알 수 있다. 이와 유사한 사례는 타 연도, 타 기업집단에서도 얼마든지 더 많이 찾을 수 있다.

<그림 IV-7> 계열사 출자와 지배-소유 괴리 관계에 대한 시뮬레이션

(a) 현대차의 기아차에 대한 계열사 출자와 현대자동차그룹 지배-소유 괴리



(b) 삼성물산의 삼성전자에 대한 계열사 출자와 삼성그룹 지배-소유 괴리



- 주: 1) (a)에서는 2004년 현대자동차그룹내 현대자동차의 기아자동차에 대한 계열사 출자를 늘릴 때, 3가지 방식에 의한 기업집단 지배-소유 괴리도의 변화를 보이고 있다.
- 2) (b)에서는 2004년 삼성그룹내 삼성물산의 삼성전자에 대한 계열사 출자를 늘릴 때, 3가지 방식에 의한 기업집단 지배-소유 괴리도의 변화를 보이고 있다.

결국, 측정 방식에 따라 계열사 출자와 지배-소유 괴리의 관계도 달라짐을 알 수 있다. 따라서, 계열사 출자와 지배-소유 괴리의 관계가 양(+)이라는 것은 특정 측정 방식인 내부지분 개념하의 지배-소유 괴리 측정시에만 적용될 수 있는 것이지 일반화될 수 있는 사실이 아니다.

본 시뮬레이션의 결과를 해석함에 있어서 한 가지 주의해야 할 사항이 있다. 본 시뮬레이션 분석은 현재 기업집단 내에 이미 포함되어 있는 계열사 간의 출자가 증가할 때의 지배-소유 괴리의 변화를 분석한 것이며, 현재의 계열사로부터 계열사가 아닌 기업으로의 출자가 지배-소유 괴리에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 분석이 아니라는 점이다. 따라서 이 결과를 토대로 현행 규제에서 신규 계열사 편입을 위한 출자 제한의 타당성을 평가하는 데는 한계가 있으며, 이에 대해서는 다른 새로운 분석 방법의 개발을 필요로 한다.

4. 지배-소유 괴리와 기업성과 및 기업가치

이 절에서는 각 3가지 방식으로 측정되는 지배-소유 괴리의 차이가 기업성과 및 기업가치의 차이를 유발하는지 살펴본다. 지배-소유 괴리가 지배주주와 소수주주간 대리인 문제를 일으키고, 이로 인해 기업성과나 기업가치에 부정적 영향을 미칠 것인가의 문제는 이론적 문제라기보다는 실증적 문제이다. 앞서 논의했듯이, 기존 실증 연구에서는 지배-소유 괴리가 기업성과, 기업가치 등에 유의한 음(-)의 영향을 미친다는 결과와 그러한 증거를 찾아볼 수 없다는 결과가 맞서고 있다.

본 연구에서는 1998-2004년 대규모기업집단 중 30대 기업집단 또는 상호출자제한 및 상호지급보증제한의 대상이 되는, 자연인 지배주주가 존재하는 모든 민간기업집단의 소속 계열사를 표본으로 하여 분석한다. 이 표본은 패널자료의 형태를 갖는데, 이를 분석하여 모집단에 대해서 추론하는 확률효과 모형(random effects model)을 사용하는 것 보다는, 표본에 한정된 대규모기업집단 내 각 계열사들간 현격한 차이를 전제하는 고정효과 모형(fixed effects model)을 사용하는 것이 타당해 보인다. 분석 대상 표본이 무수한 대규모기업집단의 모집단으로부터 무작위추출(random sampling)된 것이라고 보기 어렵기 때문이다. 이하 실증분석에서는 이와 같이 각 개별기업 효과를 고정효과로 볼 뿐만 아니라, 각 연도별 효과도 더미변수를 통해 통제할 것이다. 결국, 이원고정효과오차성분모형(two-way fixed effects error component model)을 이용하여 분석하는 것이 된다.

기업성과는 총자산이익률, 즉 ROA로 측정하였고, 기업가치는 토빈 Q로 측정하였다. 통상, 회계적 척도(accounting-based performance measure)인 ROA, ROE, 영업이익률, 경상이익률 및 시장 척도(market-based performance measure)인 토빈 Q, 주식이익률 등이 기업성과에 대한 대용변수로 이용된다. 하지만, 회계적 척도와 시장 척도 중 어느 것이 더 우월한 것은 아니며, 각각 장단점이 있다.⁴⁰⁾ 시장 척도 중 주식이익률의 경우, 소유구조가 기업성과에 미치는 영향이 있다 하더라도, 이미 현재 및 미래의 효과가 주가에 반영되기 때문에 소유구조와 주식이익률간의 관계가 유의하지 않게 나타날 수 있는 이른바, 예견문제(anticipation problem)를 내포한다. 따라서 본 연구에서 주식이익률은 고려하지 않았다.

40) 회계적 척도와 시장 척도의 장단점 등 자세한 내용은 Bhagat and Jefferis(2005)를 참조하라.

가. 지배-소유 괴리와 ROA

본 소절에서는 지배-소유 괴리가 ROA로 측정되는 기업성과에 음(-)의 영향을 미치는지 실증분석을 통해 알아본다. 분석을 위해, ROA를 종속변수로 하고, 지배-소유 괴리를 설명변수로 하는 패널회귀분석을 하되, ROA에 영향을 미칠 수 있는 기타 요인을 최대한 통제하도록 한다. 여기서 ROA는 연말 당기순이익을 연말 총자산으로 나누어 구하였다.

지배-소유 괴리는 3가지 방식으로 측정할 수 있어, 각각의 모형을 분석할 것이다. 기타 통제해야할 주요 변수 중 하나는 소유권이다. 경영자 지분, 즉 경영자 소유권이 기업성과에 미치는 영향에 대한 기존 실증 연구(Stulz(1988), Morck et al.(1988), McConnell and Servaes(1990), Demsetz and Lehn(1985), Demsetz(1983), Hermalin and Weisbach(1991), Loderer and Martin(1997), Cho(1998), Himmelberg et al.(1999) 등)를 상기한다면, 지배주주 소유권을 반드시 통제해주어야 한다. 또한, 소유권이 기업성과에 미치는 효과가 비선형적일 가능성이 있으므로, 소유권의 제곱항, 소유권의 세제곱항을 통제하는 모형을 분석한다. 지배주주 소유권은 곧 지배주주의 해당 기업에 대한 이해관계를 대리하는 변수로서, 이를 대리하기 위해 지배주주 직접지분을 이용할 수도 있다. 지배-소유 괴리가 ROA에 미치는 효과가 지배주주 소유권에 따라 달라질 수 있다. 즉, 해당 기업에 대한 지배주주의 이해관계에 따라, 지배-소유 괴리를 이용한 사적편의 추구의 유인이 달라질 수 있다. 이에 지배-소유 괴리와 지배주주 소유권 또는 지배주주 직접지분의 상호작용도 고려하였다.

그 외 통제변수로 상장여부를 나타내는 더미변수(상장기업은 1, 그렇지 않으면 0), 자본구조를 나타내는 부채비율(=총부채/총자산), 기업 업력을 나타내는 기업연령(=설립일로부터의 기업연령), 기업 규모를 나타내는 총자산의 로그치(= $\ln(\text{총자산})$)를 사용하였다. 또한, 기업집단별 효과

를 통제하기 위해 기업집단별 더미변수를 사용하였으며, 이원고정효과오차성분모형이므로 기업별 더미변수와 연도별 더미변수가 들어간다. 기업별 더미변수로 인해 산업효과는 자동적으로 통제된다.⁴¹⁾

분석을 위해 필요한 회계자료는 KIS DB, TS2000, FnGuide의 데이터베이스에서 추출하였다. 자료를 구할 수 없는 기업들은 분석에서 제외하였고, 연도별로 자본잠식 기업, 연도별로 ROA의 상·하위 1% 기업 역시 제외하였다.⁴²⁾

표준오차를 계산함에 있어, 이분산성(heteroskedasticity)을 고려한 강건추정치(robust estimates or sandwich estimates)를 이용하되, 동일 기업집단내 계열사 오차항간 상관관계(intra business group correlation of disturbances)를 허용하였다.

각 지배-소유 괴리측정 방식, 각 모형설정에 따른 모형 추정 결과는 <표 IV-3> ~ <표 IV-5>에 제시하였다. <표 IV-3>은 지배-소유 괴리를 공정거래법 방식으로 계산했을 때, <표 IV-4>는 지배-소유 괴리를 내부지분 방식으로 계산했을 때, <표 IV-5>는 지배-소유 괴리를 임계지배권 방식으로 계산했을 때의 분석 결과이다. 표에서 볼 수 있듯이 지배-소유 괴리를 어떤 방식으로 측정하건, 설명변수에 대한 어떠한 모형을 설정하건, 지배-소유 괴리가 ROA에 영향을 미친다는 유의한 증거를 발견할 수 없다.⁴³⁾ 반면, 지배주주의 이해관계를 대리하는 지배주주 소유권이나 지

41) 기업별 더미변수가 산업별 더미변수를 생성(spanning)한다.

42) ROA의 이상치(outlier)를 제거하기 위해 연도별로 ROA 상·하위 1%에 해당하는 기업을 제거하였으나, 이들을 포함해도 실증분석의 주요 결과는 크게 달라지지 않는다.

43) 본 연구의 고정효과 모형하의 고정효과 추정량(fixed effects estimator)은 '집단내 시계열적 변동 정보(within-group overtime variation information)'만을 이용하여 계산된다. 따라서, 지배-소유 괴리가 ROA에 대해 유의하지 않은 것으로 나타난 것은 각 기업별로 지배-소유 괴리의 연도별 변화가 미미한데 기인할 수 있다. 지배주주가 기존 출자 지분을 변화시킬 특별하고 중요한 유

배주주 직접지분은 ROA에 매우 유의한 양(+)⁴⁴⁾의 효과를 미치는 것으로 나타났다. 그외 지배주주 소유권이나 직접지분의 2차항, 3차항, 지배-소유 괴리와의 상호작용항 모두 통계적으로 유의하지 않다.

부채비율은 ROA에 유의한 음(-)의 효과를 미치는 것으로 나타났고, 기업연령은 유의하지 않다. 기업규모는 ROA에 양의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 유의성은 강하지 않다.

인이 자주 발생하지 않기 때문에 기업의 지배-소유 괴리의 시계열적 변화가 크지 않을 것이다. 이러한 사안을 감안하여, 집단내 시계열적 변동 정보와 '집단간 횡단면적 변동 정보(between-group cross-sectional variation information)'을 효율적으로 가중평균하여 사용하는 확률효과 모형하의 확률효과 추정량(random effects estimator)를 고려해 볼 필요도 있다. 본 보고서에 자세한 확률효과 모형의 추정 결과는 제시하지 않지만, 그 추정 결과는 고정효과 모형과 마찬가지로 지배-소유 괴리와 ROA간 유의한 관련성을 보여주지 못한다.

- 44) 2차항, 3차항이 유의하지 않아, Morck et al.(1988) 및 McConnell and Servaes(1990)의 연구에서 발견한 경영자 소유지분(본 연구에서는 지배주주 소유권 또는 지배주주 직접지분에 해당) 구간에 따라 이해일치효과와 참호구축효과가 달리 나타나는 효과는 없으며, 이해일치효과만 존재하는 것으로 판단된다.

<표 IV-3> 지배-소유 괴리가 ROA에 미치는 영향에 대한 분석 I

	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV	모형 V	모형 VI	모형 VII	모형 VIII
지배-소유 괴리	0.0022 (0.14)	0.0022 (0.14)	0.0021 (0.13)	-0.0025 (-0.14)	-0.0082 (-0.64)	-0.0047 (-0.36)	-0.0042 (-0.33)	-0.0176 (-0.89)
지배주주 직접지분	**0.0516 (2.57)	0.0461 (1.24)	0.1287 (1.46)	0.0386 (1.56)	—	—	—	—
(지배주주 직접지분) ²	—	0.0001 (0.17)	-0.0029 (-1.02)	—	—	—	—	—
(지배주주 직접지분) ³	—	—	0.0000 (1.07)	—	—	—	—	—
지배주주 소유권	—	—	—	—	***0.0522 (2.66)	0.0168 (0.45)	-0.0112 (-0.12)	0.0427 (1.59)
(지배주주 소유권) ²	—	—	—	—	—	0.0004 (1.06)	0.0013 (0.55)	—
(지배주주 소유권) ³	—	—	—	—	—	—	-0.0000 (-0.39)	—
(지배주주 직접지분)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	0.0007 (1.11)	—	—	—	—
(지배주주 소유권)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	—	—	—	—	0.0003 (0.75)
상장여부	-0.5623 (-0.61)	-0.5496 (-0.60)	-0.6975 (-0.77)	-0.7556 (-0.61)	-0.6313 (-0.70)	-0.5206 (-0.58)	-0.5030 (-0.56)	-1.1133 (-0.86)
(상장 여부)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	0.0054 (0.26)	—	—	—	0.0109 (0.52)
부채비율	***-0.1212 (-8.53)	***-0.1211 (-8.54)	***-0.1212 (-8.71)	***-0.1210 (-8.35)	***-0.1210 (-8.54)	***-0.1208 (-8.59)	***-0.1208 (-8.54)	***-0.1209 (-8.44)
기업연령	-0.0047 (-0.64)	-0.0047 (-0.64)	-0.0047 (-0.63)	-0.0048 (-0.64)	-0.0051 (-0.68)	-0.0050 (-0.69)	-0.0050 (-0.68)	-0.0055 (-0.73)
ln(총자산)	*0.3972 (1.64)	*0.3994 (1.65)	0.3855 (1.60)	*0.3904 (1.67)	0.3952 (1.62)	*0.4138 (1.70)	*0.4181 (1.72)	*0.3972 (1.68)
기업집단 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
기업 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-통계량	2504.27	10125.72	4125.01	1667.57	13289.21	1606.36	1934.30	3983.82
[p-값]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
R ²	0.2284	0.2284	0.2292	0.2293	0.2277	0.2285	0.2285	0.2277
AIC	21502.11	21502.06	21499.92	21499.79	21785.87	21498.1	21783.92	21784.76
표본크기	2,862	2,862	2,862	2,862	2,862	2,862	2,862	2,862

주:1) 종속변수는 ROA이며, 지배-소유 괴리는 공정거래법 방식으로 계산하였다.
 2) 기업집단별 고정효과, 연도별 고정효과, 기업별 고정효과를 통제하기 위해 기업집단 더미, 연도 더미, 기업 더미를 포함하여 회귀분석하였다. 따라서, 산업별 효과는 기업 더미를 통해 통제된다. 이들 더미변수의 계수 추정치는 생략하였다.
 3) 괄호 ()안의 수치는 t-값을 의미하며, 이는 동일 기업집단내 각 계열사 오차항간 상관관계를 허용한 후, 표준오차에 대한 강건추정치에 근거하여 계산되었다.
 4) *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

<표 IV-4> 지배-소유 괴리가 ROA에 미치는 영향에 대한 분석 II

	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV	모형 V	모형 VI	모형 VII	모형 VIII
지배-소유 괴리	-0.0062 (-0.38)	-0.0063 (-0.38)	-0.0067 (-0.41)	-0.0116 (-0.72)	-0.0099 (-0.64)	-0.0071 (-0.47)	-0.0065 (-0.43)	-0.0078 (-0.42)
지배주주 직접지분	***0.0463 (2.58)	0.0402 (1.08)	0.1236 (1.39)	0.0321 (1.51)	—	—	—	—
(지배주주 직접지분) ²	—	0.0001 (0.19)	-0.0029 (-1.02)	—	—	—	—	—
(지배주주 직접지분) ³	—	—	0.0000 (1.08)	—	—	—	—	—
지배주주 소유권	—	—	—	—	**0.0512 (2.49)	0.0143 (0.36)	-0.0122 (-0.13)	**0.0549 (2.18)
(지배주주 소유권) ²	—	—	—	—	—	0.0005 (1.10)	0.0013 (0.53)	—
(지배주주 소유권) ³	—	—	—	—	—	—	0.0000 (-0.37)	—
(지배주주 직접지분)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	0.0011 (1.48)	—	—	—	—
(지배주주 소유권)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	—	—	—	—	-0.0002 (-0.46)
상장여부	-0.8036 (-0.89)	-0.7921 (-0.88)	-0.9489 (-1.08)	-1.0708 (-1.01)	-0.6481 (-0.71)	-0.5720 (-0.62)	-0.5535 (-0.60)	-0.9675 (-0.85)
(상장 여부)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	0.0115 (0.51)	—	—	—	0.0105 (0.45)
부채비율	***-0.1209 (-8.55)	***-0.1209 (-8.57)	***-0.1210 (-8.74)	***-0.1208 (-8.38)	***-0.1210 (-8.54)	***-0.1207 (-8.60)	***-0.1208 (-8.56)	***-0.1209 (-8.55)
기업연령	-0.0047 (-0.63)	-0.0047 (-0.63)	-0.0047 (-0.62)	-0.0050 (-0.66)	-0.0051 (-0.68)	-0.0051 (-0.69)	-0.0050 (-0.69)	-0.0053 (-0.71)
ln(총자산)	0.3827 (1.58)	0.3849 (1.59)	0.3705 (1.54)	0.3788 (1.62)	0.3955 (1.63)	*0.4116 (1.70)	*0.4157 (1.72)	*0.4068 (1.71)
기업집단 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
기업 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-통계량	8531.51	2788.80	8842.25	2863.81	2704.23	31460.08	3025.76	1738.74
[p-값]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
R ²	0.2282	0.2283	0.2291	0.2294	0.2275	0.2284	0.2285	0.2279
AIC	21501.82	21501.76	21785.61	21497.99	21499.87	21497.91	21497.71	21499.39
표본크기	2,862	2,862	2,862	2,862	2,862	2,862	2,862	2,862

주: 1) 종속변수는 ROA이며, 지배-소유 괴리는 내부지분 방식으로 계산하였다.
 2) 기업집단별 고정효과, 연도별 고정효과, 기업별 고정효과를 통제하기 위해 기업집단 더미, 연도 더미, 기업 더미를 포함하여 회귀분석하였다. 따라서, 산업별 효과는 기업 더미를 통해 통제된다. 이들 더미변수의 계수 추정치는 생략하였다.
 3) 괄호 ()안의 수치는 t-값을 의미하며, 이는 동일 기업집단내 각 계열사 오차항간 상관관계를 허용한 후, 표준오차에 대한 강건추정치에 근거하여 계산되었다.
 4) *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

<표 IV-5> 지배-소유 괴리가 ROA에 미치는 영향에 대한 분석 III

	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV	모형 V	모형 VI	모형 VII	모형 VIII
지배-소유 괴리	-0.0255 (-0.86)	-0.0294 (-0.91)	-0.0277 (-0.86)	-0.0424 (-1.16)	-0.0170 (-0.52)	-0.0246 (-0.71)	-0.0230 (-0.66)	-0.0195 (-0.46)
지배주주 직접지분	***0.0448 (3.06)	0.0292 (0.75)	0.1097 (1.22)	***0.0436 (2.94)	—	—	—	—
(지배주주 직접지분) ²	—	0.0002 (0.42)	-0.0027 (-0.93)	—	—	—	—	—
(지배주주 직접지분) ³	—	—	0.0000 (1.03)	—	—	—	—	—
지배주주 소유권	—	—	—	—	***0.0519 (2.64)	0.0030 (0.07)	-0.0180 (-0.18)	***0.0518 (2.59)
(지배주주 소유권) ²	—	—	—	—	—	0.0006 (1.24)	0.0012 (0.49)	—
(지배주주 소유권) ³	—	—	—	—	—	—	0.0000 (-0.29)	—
(지배주주 직접지분)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	0.0012 (0.76)	—	—	—	—
(지배주주 소유권)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	—	—	—	—	-0.0003 (-0.25)
상장여부	-0.5551 (-0.75)	-0.5086 (-0.70)	-0.6543 (-0.92)	-1.2768 (-1.46)	-0.3348 (-0.45)	-0.3248 (-0.43)	-0.3275 (-0.43)	-0.8266 (-0.92)
(상장 여부)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	0.0628 (1.14)	—	—	—	0.0489 (0.88)
부채비율	***-0.1206 (-8.55)	***-0.1204 (-8.60)	***-0.1205 (-8.76)	***-0.1201 (-8.56)	***-0.1209 (-8.51)	***-0.1203 (-8.61)	***-0.1204 (-8.57)	***-0.1206 (-8.52)
기업연령	-0.0047 (-0.64)	-0.0047 (-0.66)	-0.0048 (-0.65)	-0.0050 (-0.66)	-0.0051 (-0.71)	-0.0051 (-0.71)	-0.0050 (-0.71)	-0.0052 (-0.72)
ln(총자산)	0.3733 (1.55)	0.3762 (1.55)	0.3641 (1.51)	0.3812 (1.60)	*0.3995 (1.68)	*0.4064 (1.70)	*0.4100 (1.73)	*0.4099 (1.74)
기업집단 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
기업 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-통계량	3157.93	12643.78	5013.02	4422.47	4914.56	21721.64	1340.56	6563.90
[p-값]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
R ²	0.2285	0.2286	0.2294	0.2290	0.2276	0.2288	0.2288	0.2280
AIC	21500.96	21500.65	21498.67	21498.86	21500.35	21497.40	21497.26	21499.33
표본크기	2,862	2,862	2,862	2,862	2,862	2,862	2,862	2,862

주: 1) 종속변수는 ROA이며, 지배-소유 괴리는 임계지배권 방식으로 계산하였다.
 2) 기업집단별 고정효과, 연도별 고정효과, 기업별 고정효과를 통제하기 위해 기업집단 더미, 연도 더미, 기업 더미를 포함하여 회귀분석하였다. 따라서, 산업별 효과는 기업 더미를 통해 통제된다. 이들 더미변수의 계수 추정치는 생략하였다.
 3) 괄호 ()안의 수치는 t-값을 의미하며, 이는 동일 기업집단내 각 계열사 오차항간 상관관계를 허용한 후, 표준오차에 대한 강건추정치에 근거하여 계산되었다.
 4) *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

나. 지배-소유 괴리와 토빈 Q

본 소절에서는 지배-소유 괴리가 토빈 Q로 측정된 기업가치, 즉 시장 척도로서의 기업성과에 미치는 효과가 있는지 실증분석을 통해 알아본다. 토빈 Q는 각 연도별, 각 기업별로 연말 보통주 및 우선주 시가총액과 연말 총부채 장부가의 합을 연말 총자산 장부가로 나누어 계산하였다.

전술한 ROA 분석에서와 마찬가지로, 3가지 방식으로 지배-소유 괴리를 측정한 후, 각각을 분석하였다. 역시 여기에서도 지배주주 소유권 또는 지배주주 직접지분을 통제하였고, 이들의 제곱항, 세제곱항 및 이들과 지배-소유 괴리와의 상호작용항도 고려하였다. 그 외 통제변수로 자본구조를 나타내는 부채비율(=총부채/총자산), 설비투자를 나타내는 자본지출(=금년도 순고정자산-금년도 순고정자산+감가상각비)/총자산, R&D 투자를 나타내는 R&D비용(=경상개발비+연구비)/총자산, 영업건전성을 나타내는 영업현금흐름(=영업활동으로 인한 현금흐름/총자산), 기업업력을 나타내는 기업연령(=설립일로부터 기업연령), 유가증권시장 상장 여부를 나타내는 더미변수(=유가증권시장 상장사는 1, 코스닥 상장사는 0), 기업규모를 나타내는 ln(총자산), 기타 기업집단더미, 기업더미, 연도더미 등을 고려하였다.

이상의 변수들을 계산하기 위해서 유가증권시장 및 코스닥 시장 상장사에 대한 풍부한 정보를 갖고 있는 FnGuide 데이터베이스를 주로 이용하였고, 필요에 따라 KIS DB, TS2000을 이용하였다. 이상의 데이터베이스에서 필요한 변수를 계산할 수 없는 기업, 연도별로 자본잠식이 있는 기업, 연도별로 토빈 Q의 상·하위 1%에 해당하는 기업은 분석에서 제외하였다.⁴⁵⁾ 역시 이원고정효과오차성분모형으로 추정하였으며, 표

45) 토빈 Q 상·하위 기업을 포함해도 역시 이후 실증분석의 주요 결과는 크게 달라지지 않는다.

준오차 계산시 이분산성을 고려한 강건추정치를 이용하되, 동일 기업집단내 기업의 오차항간 상관관계를 허용하였다.

각 지배-소유 괴리 측정방식, 각 모형설정에 따른 모형 추정 결과는 <표 IV-6> ~ <표 IV-8>에 제시하였다. <표 IV-6>은 공정거래법 방식에 의하여 지배-소유 괴리를 측정했을 때, <표 IV-7>은 내부지분 방식에 의하여 지배-소유 괴리를 측정했을 때, <표 IV-8>은 임계지배권 방식에 의하여 지배-소유를 괴리 측정했을 때의 분석 결과이다.

지배-소유 괴리를 어떻게 측정하건, 설명변수에 대해서 어떻게 모형 설정을 하건, 소유지배구조 관련 변수는 모두 유의하지 않는 것으로 나타났다.⁴⁶⁾ 따라서, 지배-소유 괴리가 시장 척도인 토빈 Q로 측정된 기업 가치에 음(-)의 영향을 미친다는 증거를 발견하지 못했다. 기타 통제변수 중 영업현금흐름 및 R&D비용이 토빈 Q에 유의한 양(+)의 효과를 미치는 것으로 나타났다.

46) 앞서 ROA의 패널회귀분석에서와 마찬가지로 집단내 변동 정보와 집단간 변동 정보를 모두 이용하는 확률효과 추정치를 계산했을 때도, 지배-소유 괴리가 토빈 Q에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 확률효과 모형 추정 결과는 여기 제시하지 않았다.

<표 IV-6> 지배-소유 괴리가 토빈 Q에 미치는 영향에 대한 분석 I

	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV	모형 V	모형 VI	모형 VII	모형 VIII
지배-소유 괴리	0.0007 (0.57)	0.0007 (0.59)	0.0005 (0.47)	0.0003 (0.19)	0.0011 (1.04)	0.0011 (1.06)	0.0012 (1.12)	0.0005 (0.24)
지배주주 직접지분	-0.0019 (-1.07)	-0.0015 (-0.26)	-0.0095 (-1.05)	-0.0030 (-1.37)	-0.0016 (-0.88)	-0.0030 (-0.60)	-0.0090 (-0.92)	-0.0024 (-0.96)
(지배주주 직접지분) ²	—	0.0000 (-0.06)	0.0005 (1.18)	—	—	0.0000 (0.32)	0.0003 (0.90)	—
(지배주주 직접지분) ³	—	—	0.0000 (-1.26)	—	—	—	-0.0000 (-1.02)	—
지배주주 소유권	—	—	—	—	—	—	—	—
(지배주주 소유권) ²	—	—	—	—	—	—	—	—
(지배주주 소유권) ³	—	—	—	—	—	—	—	—
(지배주주 직접지분)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	0.0001 (1.02)	—	—	—	—
(지배주주 소유권)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	—	—	—	—	0.0000 (0.33)
부채비율	0.0005 (1.48)	0.0005 (1.50)	0.0004 (1.46)	0.0005 (1.49)	0.0005 (1.45)	0.0004 (1.47)	0.0004 (1.45)	0.0005 (1.45)
자본지출	0.1936 (1.35)	0.1928 (1.29)	0.1760 (1.21)	0.1887 (1.32)	0.1966 (1.37)	0.1964 (1.38)	0.1946 (1.39)	0.1937 (1.38)
R&D비용	***6.3192 (3.08)	***6.3234 (3.13)	***6.1913 (3.10)	***6.3332 (3.08)	***6.2389 (3.02)	***6.2216 (3.06)	***6.2110 (3.07)	***6.6246 (3.03)
영업현금흐름	**0.6022 (2.09)	**0.6024 (2.10)	**0.6008 (2.08)	**0.6010 (2.08)	**0.6045 (2.10)	**0.6022 (2.11)	**0.6084 (2.12)	**0.6047 (2.10)
기업연령	-0.0003 (-1.26)	-0.0003 (-1.23)	-0.0003 (-1.24)	-0.0003 (-1.19)	-0.0003 (-1.24)	-0.0003 (-1.23)	-0.0003 (-1.25)	-0.0003 (-1.28)
유가증권시장 더미	-0.2362 (-1.33)	-0.2366 (-1.32)	-0.2384 (-1.33)	-0.2331 (-1.31)	-0.2376 (-1.34)	-0.2374 (-1.34)	-0.2396 (-1.36)	-0.2342 (-1.27)
ln(총자산)	0.0255 (0.77)	0.0254 (0.75)	0.0258 (0.77)	0.0254 (0.76)	0.0264 (0.79)	0.0268 (0.79)	0.0280 (0.82)	0.0258 (0.78)
기업집단 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
기업 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-통계량	19312	86316	27809	31619	21653	35088	63485	30735
[p-값]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
R ²	0.2357	0.2331	0.2351	0.2319	0.2361	0.2363	0.2348	0.2333
AIC	989.82	991.82	992.84	991.43	989.95	991.86	993.21	991.79
표본크기	771	771	771	771	771	771	771	771

주: 1) 종속변수는 토빈 Q이며, 지배-소유 괴리는 공정거래법 방식으로 계산하였다.
 2) 기업집단별 고정효과, 연도별 고정효과, 기업별 고정효과를 통제하기 위해 기업집단 더미, 연도 더미, 기업 더미를 포함하여 회귀분석하였다. 따라서, 산업별 효과는 기업 더미를 통해 통제된다. 이들 더미변수의 계수 추정치는 생략하였다.
 3) 괄호 ()안의 수치는 t-값을 의미하며, 이는 동일 기업집단내 각 계열사 오차항간 상관관계를 허용한 후, 표준오차에 대한 강건추정치에 근거하여 계산되었다.
 4) *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

<표 IV-7> 지배-소유 괴리가 토빈 Q에 미치는 영향에 대한 분석 II

	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV	모형 V	모형 VI	모형 VII	모형 VIII
지배-소유 괴리	0.0007 (0.49)	0.0007 (0.51)	0.0005 (0.37)	0.0003 (0.19)	0.0011 (0.83)	0.0011 (0.83)	0.0011 (0.85)	0.0009 (0.36)
지배주주 직접지분	-0.0021 (-1.24)	-0.0016 (-0.28)	-0.0096 (-1.08)	-0.0031 (-1.50)	—	—	—	—
(지배주주 직접지분) ²	—	0.0000 (-0.08)	0.0005 (1.19)	—	—	—	—	—
(지배주주 직접지분) ³	—	—	0.0000 (-1.27)	—	—	—	—	—
지배주주 소유권	—	—	—	—	-0.0016 (-0.84)	-0.0028 (-0.56)	-0.0083 (-0.85)	-0.0018 (-0.72)
(지배주주 소유권) ²	—	—	—	—	—	0.0000 (0.28)	0.0003 (0.83)	—
(지배주주 소유권) ³	—	—	—	—	—	—	0.0000 (-0.93)	—
(지배주주 직접지분)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	0.0001 (0.94)	—	—	—	—
(지배주주 소유권)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	—	—	—	—	0.0000 (0.09)
부채비율	0.0005 (1.47)	0.0005 (1.50)	0.0004 (1.46)	0.0005 (1.49)	0.0004 (1.43)	0.0004 (1.46)	0.0004 (1.44)	0.0004 (1.40)
자본지출	0.1945 (1.37)	0.1937 (1.30)	0.1766 (1.22)	0.1896 (1.33)	0.1989 (1.40)	0.1988 (1.40)	0.1974 (1.41)	0.1985 (1.40)
R&D비용	***6.2705 (3.10)	***6.2751 (3.14)	***6.1505 (3.12)	***6.3116 (3.11)	***6.1402 (2.99)	***6.1231 (3.05)	***6.1029 (3.06)	***6.1442 (3.00)
영업현금흐름	**0.6013 (2.09)	**0.6016 (2.09)	**0.6000 (2.08)	**0.6029 (2.09)	**0.6075 (2.12)	**0.6055 (2.12)	**0.6113 (2.14)	**0.6084 (2.09)
기업연령	-0.0003 (-1.25)	-0.0003 (-1.22)	-0.0003 (-1.23)	-0.0003 (-1.21)	-0.0003 (-1.19)	-0.0003 (-1.17)	-0.0003 (-1.18)	-0.0003 (-1.19)
유가증권시장 더미	-0.2379 (-1.34)	-0.2385 (-1.33)	-0.2401 (-1.34)	-0.2334 (-1.31)	-0.2419 (-1.37)	-0.2420 (-1.37)	-0.2445 (-1.40)	-0.2403 (-1.27)
ln(총자산)	0.0254 (0.76)	0.0253 (0.74)	0.0257 (0.76)	0.0256 (0.76)	0.0262 (0.78)	0.0265 (0.78)	0.0275 (0.80)	0.0261 (0.78)
기업집단 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
기업 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-통계량	15942	40730	32379	29083	37638	38761	39307	26499
[p-값]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
R ²	0.2357	0.2331	0.2351	0.2324	0.2331	0.2360	0.2343	0.2331
AIC	989.90	991.89	992.90	991.51	990.33	992.26	993.72	992.32
표본크기	771	771	771	771	771	771	771	771

주: 1) 종속변수는 토빈 Q이며, 지배-소유 괴리는 내부지분 방식으로 계산하였다.
 2) 기업집단별 고정효과, 연도별 고정효과, 기업별 고정효과를 통제하기 위해 기업집단 더미, 연도 더미, 기업 더미를 포함하여 회귀분석하였다. 따라서, 산업별 효과는 기업 더미를 통해 통제된다. 이들 더미변수의 계수 추정치는 생략하였다.
 3) 괄호 ()안의 수치는 t-값을 의미하며, 이는 동일 기업집단내 각 계열사 오차항간 상관관계를 허용한 후, 표준오차에 대한 강건추정치에 근거하여 계산되었다.
 4) *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

<표 IV-8> 지배-소유 괴리가 토빈 Q에 미치는 영향에 대한 분석 III

	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV	모형 V	모형 VI	모형 VII	모형 VIII
지배-소유 괴리	0.0006 (0.28)	0.0006 (0.30)	0.0005 (0.25)	0.0008 (0.36)	0.0016 (0.61)	0.0017 (0.62)	0.0022 (0.74)	0.0042 (1.13)
지배주주 직접지분	-0.0022 (-1.36)	-0.0021 (-0.35)	-0.0102 (-1.19)	-0.0021 (-1.38)	—	—	—	—
(지배주주 직접지분) ²	—	-0.0000 (-0.03)	0.0005 (1.28)	—	—	—	—	—
(지배주주 직접지분) ³	—	—	-0.0000 (-1.36)	—	—	—	—	—
지배주주 소유권	—	—	—	—	-0.0012 (-0.52)	-0.0025 (-0.50)	-0.0085 (-0.89)	-0.0008 (-0.34)
(지배주주 소유권) ²	—	—	—	—	—	0.0000 (0.31)	0.0003 (0.91)	—
(지배주주 소유권) ³	—	—	—	—	—	—	-0.0000 (-1.01)	—
(지배주주 직접지분)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	-0.0000 (-0.18)	—	—	—	—
(지배주주 소유권)× (지배-소유 괴리)	—	—	—	—	—	—	—	-0.0002 (-1.26)
부채비율	0.0004 (1.46)	0.0004 (1.48)	0.0004 (1.44)	0.0004 (1.45)	0.0004 (1.42)	0.0004 (1.44)	0.0004 (1.41)	0.0004 (1.34)
자본지출	0.1956 (1.38)	0.1953 (1.33)	0.1771 (1.22)	0.1962 (1.38)	0.2011 (1.43)	0.2009 (1.44)	0.1993 (1.44)	0.1984 (1.41)
R&D비용	***6.2172 (3.13)	***6.2180 (3.15)	***6.1038 (3.13)	***6.2216 (3.14)	***6.0598 (3.01)	***6.0422 (3.07)	***6.0275 (3.08)	***5.9894 (3.01)
영업현금흐름	**0.5973 (2.05)	**0.5973 (2.05)	**0.5967 (2.04)	**0.5945 (2.07)	**0.6028 (2.09)	**0.6004 (2.09)	**0.6053 (2.11)	**0.5889 (2.03)
기업연령	-0.0003 (-1.17)	-0.0003 (-1.12)	-0.0003 (-1.16)	-0.0003 (-1.17)	-0.0002 (-1.04)	-0.0002 (-1.03)	-0.0002 (-1.02)	-0.0002 (-0.98)
유가증권시장 더미	-0.2414 (-1.34)	-0.2416 (-1.33)	-0.2423 (-1.33)	-0.2411 (-1.33)	-0.2472 (-1.38)	-0.2471 (-1.38)	-0.2492 (-1.40)	-0.2506 (-1.40)
ln(총자산)	0.0239 (0.74)	0.0239 (0.72)	0.0247 (0.75)	0.0239 (0.74)	0.0241 (0.75)	0.0245 (0.75)	0.0258 (0.78)	0.0250 (0.78)
기업집단 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
기업 더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-통계량	81623	15902	18818	216352	86702	40336	27428	40204
[p-값]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
R ²	0.2321	0.2320	0.2344	0.2349	0.2308	0.2307	0.2318	0.2330
AIC	990.09	992.09	992.99	992.07	990.74	992.66	993.99	991.92
표본크기	771	771	771	771	771	771	771	771

주: 1) 종속변수는 토빈 Q이며, 지배-소유 괴리는 임계지배권 방식으로 계산하였다.
 2) 기업집단별 고정효과, 연도별 고정효과, 기업별 고정효과를 통제하기 위해 기업집단 더미, 연도 더미, 기업 더미를 포함하여 회귀분석하였다. 따라서, 산업별 효과는 기업 더미를 통해 통제된다. 이들 더미변수의 계수 추정치는 생략하였다.
 3) 괄호 ()안의 수치는 t-값을 의미하며, 이는 동일 기업집단내 각 계열사 오차항간 상관관계를 허용한 후, 표준오차에 대한 강건추정치에 근거하여 계산되었다.
 4) *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

이상의 실증분석 결과에서 회계적 척도인 ROA로 측정된 기업성과나 시장 척도인 토빈 Q로 측정된 기업가치에 지배-소유 괴리가 어떤 효과를 미친다는 증거를 찾아볼 수 없다. 즉, 지배-소유 괴리의 차이에 따른 이들 기업성과 척도의 차이는 없는 것이다.

본 연구의 실증분석 결과를 해석하는데 있어 유의할 사항이 있다. 첫째, 표본이 대규모기업집단으로서 30대기업집단 또는 상호출자제한 및 상호지급보증제한 규제 하에 있는 기업집단에만 한정되어 있어 무작위 표본(random sample)이라 할 수 없다. 따라서 실증분석에서는 표본선택 편향(sample selection bias)이 내재되어 있을 가능성이 있다.⁴⁷⁾ 하지만, 이는 그간의 기존 국내 대규모 기업집단에 대한 연구도 공통적으로 내포하는 문제점이다. 따라서, 본 연구의 결과를 분석 대상 기업집단의 일반적 기업집단으로 확장하여 해석하는 것은 무리가 있다. 둘째, 지배-소유 괴리를 어떤 방식으로 측정한다 해도, 실제 현실적으로 지배주주는 각 계열사를 100% 지배하는 상황이어서, 지배-소유 괴리의 측정 자체가 무의미할 수 있다. 그렇다면, 지배-소유 괴리는 “100%-소유권”으로 측정해야할텐데, 이는 소유권의 반대개념이 된다.⁴⁸⁾ 이 경우 지배-소유 괴리는 계열사 출자가 증가하면, (소유권이 단조 증가하므로) 단조 하락하게 된다.

47) 대규모기업집단내에서는 이미 지배-소유 괴리가 발생하고 있는 상황이므로, 본 연구의 표본 기업집단내 계열사별 지배-소유 괴리의 차이가 별 의미가 없을 수 있다.

48) 본 연구에서 소유권의 경우, ROA에 유의한 양(+)의 효과를 미치는 것으로 나타난 결과를 주목할 필요가 있다.

V. 요약 및 결론

V. 요약 및 결론

본 연구에서는 기업집단 내 계열사 간의 상호(순환)출자 및 피라미드식 출자에 의하여 나타나는 지배-소유 괴리 및 지배소수주주 체제와 관련된 세 가지의 중요한 논점에 관한 실증 분석을 시도하였다. 첫 번째로, 지배-소유 괴리의 측정 방법에 대해서, 특히 이론적인 측면에서 충분한 합의가 이루어져 있지 않은 지배권의 측정 문제를 중심으로 하여 고찰하였다. 현행 공정거래법에서 지배권의 측정 방법으로 규정하고 있고, 대부분의 국내 연구에서 사용되고 있는 내부지분 개념에 입각한 지배권 측정 방법은 내적 정합성이 결여되어 있다는 한계를 안고 있다. 본 연구는 이에 대한 대안으로 최소연결고리의 개념을 일반화한 임계지배권 방식을 소개하고 있다. 본 연구에서는 국내 출자총액제한제도 적용 대상 기업집단을 대상으로 공정거래법 방식(내부지분 개념에 의한 지배권, 계열사간 출자를 고려하지 않은 소유권), 내부지분 방식(내부지분 개념에 의한 지배권, 계열사간 출자를 고려한 소유권), 임계지배권 방식(임계지배권 개념에 의한 지배권, 계열사간 출자를 고려한 소유권)을 사용하여 각각 지배-소유 괴리를 계산하였다. 그 결과 내부지분 개념에 입각한 두 가지 방식에 의하여 계산된 지배-소유 괴리도에 비하여 임계지배권 방식에 의하여 계산된 지배-소유 괴리도는 항상 더 작게 나타나며, 이 두 가지 괴리도 간의 상관관계는 매우 약한 것으로 나타났다. 즉, 지배-소유 괴리의 크기는 측정 방법에 의하여 크게 달라진다는 것이다.

두 번째로 계열사 출자의 증가가 실제로 지배-소유 괴리를 확대시키는지의 여부를 실제 기업집단에 대한 시뮬레이션을 통하여 분석하였다. 사전적으로 공정거래법 방식이나 내부지분 방식에 의하여 지배-소유 괴리를 계산할 경우, 계열사 출자의 증가는 항상 지배-소유 괴리를 확대시

킨다는 것을 알 수 있다. 그러나 임계지배권 방식에 의하여 계산된 지배-소유 괴리의 경우에는 반드시 그렇지는 않다. 실제 시뮬레이션에서도 임계지배권 방식을 사용하는 경우, 계열사 출자의 증가는 지배-소유 괴리를 확대하기도 하고 축소하기도 하는 것으로 나타났다. 즉, 계열사 출자와 지배-소유 괴리 간의 관계 역시 지배-소유 괴리의 측정 방법에 따라 다른 모습을 나타낸다는 것이다.

마지막으로 지배-소유 괴리가 기업성과 및 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 알아보기 위하여 1998년~2001년의 국내 30대 기업집단, 2002년~2004년의 상호출자제한 및 상호지급보증제한 대상 기업집단을 표본으로 하여 패널회귀분석을 실시하였다. 분석 결과, 지배-소유 괴리의 측정 방법에 관계없이 지배-소유 괴리가 ROA로 측정된 기업성과 및 토빈 Q로 측정된 기업가치에 유의한 영향을 미친다는 증거를 발견하지 못하였다.

본 연구의 결과는 기업집단에서의 지배-소유 괴리의 대리인 비용에 대한 논의 및 분석, 그리고 정책 수단으로서의 활용에 있어서 지배-소유 괴리의 측정 방법에 대한 문제 해결이 선행되어야 함을 보여준다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내 문헌>

- 강원 · 신현한 · 장진호, 2005, 대규모기업집단의 지배-소유 괴리도와 기업 가치 및 경영성과 간의 관계분석, 『재무연구』 제18권 제2호, 1-39.
- 공정거래위원회, 2004, 출자총액제한제도에 대한 몇 가지 오해, 『KFTC 경쟁이슈』 04-04.
- 김선구 · 류근관 · 빈기범 · 이상승, 2003, 『출자총액제한제도의 바람직한 개선방향』, 서울대학교 경제연구소 기업경쟁력연구센터.
- 조성빈 · 임경목, 2007, 『소유-통제의 괴리 측정 방법론에 관한 소고』, 한국개발연구원 연구자료 2007-01.
- 한국개발연구원, 2003, 『시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정』, 공정거래위원회 연구용역보고서.

<국외 문헌>

- Almeida, Heitor, Park, Sang Yong, Subrahmanyam, Marti and Wolfenzon, Daniel, 2007, Valuation and performance of firms in complex ownership structures: An application to Korean chaebols, working paper, NYU Stern School of Business.

- Baek, Jae-Seung, Kang, Jun-Koo and Park, Kyung Suh, 2004, Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis, *Journal of Financial Economics* 71, 265-313.
- Bebchuk, Lucian Arye, Kraakman, Reiner and Triantis, George G., 2000, Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights, in Randall K. Morck ed., *Concentrated Corporate Ownership*, 295-314.
- Bhagat, Sanjai and Jefferis, Richard H., Jr., 2005, *The Econometrics of Corporate Governance Studies*, MIT Press.
- Chang, Sea-Jin, 2003, *Financial Crisis and Transformation of Korean Business Groups: The rise and fall of chaebols*, Cambridge University Press
- Cho, Myeong-Hyeon, 1998, Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 47, 103-121.
- Claessens, Stijn, Djankov, Simeon, Fan, Joseph P.H. and Lang, Larry H.P., 2002, Disentangling the incentives and entrenchment effects of large shareholders, *Journal of Finance* 57, 2741-2771.
- Claessens, Stijn, Djankov, Simeon and Lang, Larry H.P., 2000, The separation of ownership and control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Demsetz, Harold, 1983, The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics* 26, 375-390.

- Demsetz, Harold and Lehn, Kenneth, 1985, The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Dyck, Alexander. and Zingales, Luigi, 2004, Private benefits of control: An international comparison, *Journal of Finance* 59, 537-600.
- Edwards, Jeremy S.S. and Weichenrieder, Alfons J., 2004, How weak is the weakest-link principle? On the measurement of firm owners' control right, CESifo working paper series No. 1255, Available at SSRN.
- Faccio, Mara, Lang, Larry H.P. and Young, Leslie, 2001, Dividends and expropriation, *American Economic Review* 91, 54-78.
- Faccio, Mara and Larry H.P. Lang, 2002, The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
- Grossman, Sanford J. and Hart, Oliver D., 1980, Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, *Bell Journal of Economics* 11, 42-64.
- Grossman, Sanford J. and Hart, Oliver D., 1988, One share-one vote and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20, 175-202.
- Harris, Milton and Raviv, Artur, 1987, Corporate governance: Voting rights and majority rules, *Journal of Financial Economics* 20, 203-235.

Hermalin, Benjamin E. and Weisbach, Michael S., 1991, The effect of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management* 21, 101-112.

Himmelberg, Charles P., Hubbard, R. Glenn and Palia Darius, 1999, Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.

Högfeltdt, Peter, 2004, The history and politics of corporate ownership in Sweden, NBER working paper 10641, National Bureau of Economic Research.

Jensen, Michael C. and Meckling, William H., 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

Joh, Sung Wook, 2003, Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis, *Journal of Financial Economics* 68, 287-322.

Kim, Kenneth A. and Nofsinger, John R., 2006, *Corporate Governance*, Prentice Hall.

La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei. and Vishny, Robert W., 1998, Law and finance, *Journal of Political Economy* 198, 1113-1155.

La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio and Shleifer, Andrei., 1999, Corporate ownership around the world, *Journal of Finance* 54, 471-517.

- Lemmon, Michael L. and Lins, Karl V., 2003, Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis, *Journal of Finance* 58, 1445-1468.
- Lins, Karl V., 2003, Equity ownership and firm value in emerging markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 159-184.
- Loderer, Claudio and Martin, Kenneth, 1997, Executive stock ownership and performance: Tracking faint traces, *Journal of Financial Economics* 45, 223-256.
- McConnell, John J. and Servaes, Henri, 1990, Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- Mitton, Todd, 2002, A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis, *Journal of Financial Economics* 64, 215-241.
- Morck, Randall K., Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W., 1988, Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W., 1997, A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 52, 737-787.
- Stulz, Rene M., 1988, Managerial control of voting rights: Financial policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.
- Tirole, Jean, 2001, Corporate Governance, *Econometrica* 69, 1-35.

104 기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로

Weidenbaum, Murray, 1996, The Chinese family business enterprise,
California Management Review 38, 141-156.