

相互株式保有와 企業財務政策*

金慶洙** · 金宇澤*** · 朴商洙**** · 張大洪***

논 문 초 록 :

계열기업집단의 상호주식보유(cross shareholding, interlocking shareholding)는 한국 대기업의 소유 및 지배구조에서 가장 두드러진 특성의 하나로 알려져 있다. 이 논문은 한국 대기업의 외형상 지분분포와 자본구조가 상호주식보유로 인해 심하게 왜곡되어 있으며, 이를 수정하는 방법으로 상호주식보유행렬을 이용한 실질자본과 순지분분포의 개념을 사용할 수 있음을 보여 주고 있다. 30대 재벌그룹에서 이러한 왜곡을 수정한 결과를 보면, 대주주의 실질 지분인 순지분은 외형상 직접지분의 약 1.8배이며, 외형상의 자기자본은 23% 과대평가되어 있고, 따라서 부채-자기자본비율은 외형상의 부채-자기자본비율은 130% 상향된 530% 수준으로 드러나고 있다. 이러한 지분과 자본구조의 왜곡은 소유경영자의 대리인문제를 심화시켜 자본구조와 배당성향의 결정과 같은 기업재무정책에 커다란 영향을 줄 수 있다. 부채비율과 배당성향에 대한 상호주식보유지분의 영향을 실증적으로 검증해 보면, 외형상의 부채비율이 아닌 수정된 자기자본을 사용할 경우에 자본구조의 이론적 해석이 훨씬 용이할 뿐만 아니라, 지배적 대주주와 상호주식보유의 지분이 대리인문제를 심화시킨다는 가설을 확인해 주고 있다.

핵심주제어 : 상호주식보유
경제학문헌목록 주제분류 : G3

I. 서 론

系列企業集團의 相互株式保有¹⁾는 한국 대기업의 소유 및 지배구조에서 가장

* 이 논문의 초본은 한국재무학회(1996년 가을)와 한국경제학회(1997년 봄)에서 발표되었다. 저자들은 익명의 심사자들과 학회에서 토론에 참여해 주신 분들의 유익한 논평에 감사드린다. 남아 있을 수 있는 오류는 전적으로 저자들의 책임임을 밝혀 둔다. 이 연구는 한림과학원의 연구비지원으로 수행된 연구과제인 「한국계열기업집단의 경제적효율성」의 일부 결과이다. 저자들은 한림과학원의 재정지원에 대해 감사드린다.

** 성균관대학교 교수

*** 한림대학교 교수

**** 경희대학교 교수

두드러진 특성의 하나로 알려져 있다. 상장기업의 3분의 2인 약 500개의 기업이 소위 '그룹'이라는 계열집단에 소속되어 있고, 그 40%인 200개에 가까운 상장기업이 30대 재벌그룹의 계열기업이다. 이들 그룹은 평균 25개의 계열기업을 거느리고 있으며, 이 중 19개는 비상장기업이다. 그룹의 총자기자본의 34%는 계열기업들간의 상호주식보유에 의해 제공된 자본이다. 신뢰할 만한 통계는 없지만, 非 30대 그룹의 상호주식보유 또한 상당한 수준에 달할 것으로 추정된다. 계열기업 집단이나 상호주식보유 그 자체는 한국에서만 발견되는 특성은 아니다. 상호주식보유는 일본, 독일과 같이 미국·영국식 기업지배체제를 가진 국가를 제외한 대부분의 국가에서 발견되고 있으며,²⁾ 일본의 Keiretsu의 경우, 총출자자본의 평균 26%에 달하는 것으로 알려져 있다(Sheard, 1992).

소유경영자의 관점에서 보면, 상호출자방식은 기업의 안정적 지배력을 확보하게 하고, 자본조달비용의 절감을 통해 안정적 경영과 기업성장, 사업영역의 확대를 용이하게 한다. 반면에 상호주식보유는 자본구조를 왜곡하고 경영투명성을 저해하며, 자본시장의 감시 규율기능을 약화시켜 투자자의 권익을 침해할 가능성, 즉 소유경영자의 대리인문제가 발생할 여지를 크게 한다. 이러한 대리인문제는 이론상 감시에 대한 인센티브를 가진 금융기관에 의해 어느 정도 해소될 수 있다. 일본, 독일에서와 같은 은행을 주축으로 하는 상호주식보유가 자본시장에 의한 감시에서의 무임승차문제(Grossman and Hart, 1980, 1988)나 중복감시의 문제(Diamond, 1984)를 피할 수 있다는 주장(Hoshi, Kayshap and Scharfstein, 1992)은 여기에 근거한다.

한국 기업의 상호주식보유는 계열사보유주식에 대한 통제권과 경영감시방식에서 일본, 독일 경우와는 본질적으로 다르다. 이들 국가에서는 전문경영자에 의한 경영체제, 그리고 계열기업간의 집단지배 또는 상호감시방식의 기업지배체제가 확립되어 있다. 반면에 한국 대기업에서는 소위 '오너'라는 대주주경영자가 상호주식보유를 통해 그룹 내 기업전체에 대해 강력한 지배력을 보유하고, 직접 경영권을 행사하는 가족지배형 계열기업집단을 이루고 있다. 상호주식보유는 대체로

1) 여기서 상호주식보유란 두 계열기업이 직접 또는 순환적인 방식으로 상대기업의 주식을 동시에 보유하는 경우에 국한하지 않고, 하나의 지배체제 아래에 있는 계열기업들이 우회적인 방식으로 계열기업집단의 주식을 연계보유(interlocking shareholding within a business group)하는 모든 경우를 포함한다.

2) 예를 들어 러시아나 중국에서도 계열기업집단이나 상호주식보유는 보편화되어 있다고 한다(Shleifer and Vishny, 1997).

그룹 내의 기업간에 한정되고, 독일의 Hausbank, 일본의 main bank와 같이 상호출자에 참여하고, 감시나 통제기능을 수행하는 금융기관은 존재하지 않는다. 또한, 영국이나 미국처럼 자본시장에 의한 경영감시도 거의 이루어지지 않는다. 이와 같은 가족지배형 지배체제에서 상호주식보유는 소유경영자에 대한 견제와 감시기능을 취약하게 만드는 데 중요한 역할을 하는 것으로 추정되고 있다. 따라서, 한국의 계열기업집단에서 소유경영자의 대리인문제는 선진경제의 경우에 비해 훨씬 직접적이고 분명할 수 있다.³⁾

상호주식보유는 기업의 재무정책과도 밀접히 연관되어 있는 것으로 보인다. 상호주식보유가 보편화된 이들 국가에서는 기업의 부채의존이 상대적으로 높은 반면, 배당성향은 상대적으로 낮게 나타나고 있다. 계열기업집단이 보편화되어 있는 독일·일본·한국 기업의 평균 부채비율은 각각 61%, 80%, 76%임에 비해 미국·영국의 부채비율은 각각 50%, 52% 수준에 머무르고 있다.⁴⁾ 계열기업집단체제의 실제 부채비율은 상호주식보유로 과대계산된 자기자본을 수정하면 외형상의 부채비율보다 훨씬 높을 것이다.⁵⁾ 이들 국가에서의 빠른 기업성장속도가 높은 부채의존도와 낮은 배당성향을 설명할 수 있는 한 요인임은 분명하다. 그러나 상호주식보유의 중요한 동기가 기업에 대한 지배력을 확대하는 데 있다면, 지배력과 관련된 소유경영자의 대리인문제가 높은 부채비율의 요인일 가능성은 충분히 있다.

상호출자방식의 소유구조는 기업의 효율성, 나아가서는 국민경제의 경쟁력과도 연관되어 있는 것으로 추정되고 있지만, 기업재무에 대한 영향이나 역할은 충분히 규명되어 있지 않다.⁶⁾ 특히 한국의 경우, 상호출자방식의 소유구조가 재벌의 경제력집중을 강화한다든가 정경유착의 폐단을 초래한다는 기업지배체제 개선의 차원에서 주로 논의되었고, 상호주식보유의 실체, 규모, 그리고 기업의 투자와 재무정책에 대한 영향은 충분히 연구되지 않았다. 상호주식보유와 관련된 재무경제학적인 문제를 이해하기 위해서는 그것이 초래하는 두 가지 왜곡,

3) 그럴 경우, 상호주식보유는 현행의 의결권제도에 의해 보장된 실질적인 통제권으로서 일종의 시장거래불가능한 자산(non-marketable asset)의 역할을 하는 것으로 볼 수 있다.

4) 이들 국가의 부채비율은 1992년 현재 장부가격기준 평균부채비율(자료원: OECD, *financial statistics*), 한국은 1996년의 평균부채비율(자료원: 산업은행, 『재무분석』)이다. 30대 그룹의 평균부채비율은 85% 수준이다.

5) 한국의 경우, 계열기업간의 상호채무보증이 보편화되어 있어, 실질적인 부채의존도는 더욱 클 것으로 보인다.

6) Ross, Westerfield and Jaffe(1996), Aoki(1990) 등 참조.

즉 지분분포와 자본구조의 왜곡이 기업가치, 투자행태, 재무정책에 어떤 영향을 주는지를 규명해야 할 것이다. 전자의 두 문제는 저자들의 다른 연구(김경수·김우택·박상수·장대홍, 1997)에서 다루어지고 있다. 이 연구는 상호주식보유가 초래하는 왜곡현상들을 측정·분석하고, 이것이 재무정책, 특히 자본구조와 배당 정책에 반영되는 경로와 결과를 규명하고자 한다. 논문은 다음과 같이 작성되어 있다. 다음 절에서는 상호주식보유의 지배력분포와 자본구조에 대한 왜곡을 정의하고, 이를 수정하는 방법과 상호출자자본의 허수적 특성을 논의한다. 제Ⅲ절에서는 30대 그룹의 지분분포특성과 수정된 지배력, 자본구조를 검토한다. 제Ⅳ절에서는 왜곡된 자본구조와 지배력이 재무정책에 주는 영향을 검증하는 모형을 제시한다. 제Ⅴ절은 실증분석의 과정과 결과를, 그리고 마지막 절에서는 결론을 요약해 보여 준다.

Ⅱ. 相互株式保有下에서의 持分分布와 資本構造

1. 相互株式保行列과 純持分

기업의 지배적인 대주주란 상대적으로 큰 지분을 가지고 실질적인 경영권을 행사하는 소유경영자로 정의할 수 있을 것이다. 이제 계열기업집단(이하 그룹으로 부름)내 '주요기업'의 지배적 대주주를 편의상 대주주라 하고, 그의 기업 i 에 대한 대주주의 지분을 m_i , 그룹의 계열기업 j 가 보유하는 기업 i 의 지분을 s_{ij} 로 표시하자. 계열사간의 상호주식보유는 상호주식보유행렬(cross shareholding matrix) $S = [s_{ij}]$, $i, j = 1, 2, \dots, n$ 로 완전히 표시된다.⁷⁾ 기업 i 의 지분 중 대주주를 제외한 자연인주주를 편의상 소주주라 하고, 그의 지분을 h_i , 계열사가 보유한 지분의 합을 $f_i = \sum_{j=1}^n s_{ij}$ 로 표시하면, $m_i + h_i + f_i = 1$, $i = 1, 2, \dots, n$ 이 성립하고, 행렬식으로는 다음과 같이 쓸 수 있다.

$$m + h + f = e \quad (1)$$

여기서 m, h 는 각각 대주주와 소주주의 계열기업에 대한 소유지분의 벡터이고, $e = (1, 1, \dots, 1)$ 인 단위 벡터, 그리고 $f = Se$ 이다. 식 (1)은 다시

7) 여기서 대각원소는 $s_{ii}=0$ 로 정의된다.

$$e = (I - S)^{-1}m + (I - S)^{-1}h \quad (2)$$

로 쓸 수 있고, 이는 자연인 대주주와 소주주의 純持分(net share), 즉 $m^* \equiv (I - S)^{-1}m$, $h^* \equiv (I - S)^{-1}h$ 의 합은 1이 되어야 함을 의미한다. 다시 말하면, 상호주식보유는 만일 그것이 자연인주주에 의한 상응하는 자산 공급⁸⁾이 없이 이루어진다면, 虛數資本⁹⁾에 지나지 않는다. 순지분은 이러한 虛數的 지분을 제거한 자연인의 지분을 나타내 주지만, 식 (2)에서 볼 수 있는 바와 같이, 자연인주주의 상대적 지분크기를 변동시키지는 않는다.

순지분의 의미는 다음과 같이 자연인주주의 간접지분을 계산하는 과정으로부터 이해할 수도 있다. 대주주가 기업 i, j 의 주식을 m_i, m_j 만큼 보유하고, 기업 j 가 기업 i 의 주식을 역시 보유하고 있다면, 기업 i 에 대한 그의 지분은 m_i 와 $s_{ij} \cdot m_j$ 의 합이 될 것이므로, 기업 i 에 대한 대주주의 지분은 $m_i + \sum_{j=1}^n s_{ij} \cdot m_j = m_i + s_i \cdot m$ 으로 그리고, 그룹 내 계열기업 전체에 대한 대주주와 소주주의 계열사를 통한 1차 간접지분은 행렬식 S_m 으로 표시할 수 있다. 계열사를 통한 간접지분은 다시 기업 j 를 통해 간접지배하는 부분을 포함하므로 제 2차의 간접지분은 $S_j \cdot S \cdot m$ 으로 표시할 수 있고, 계열기업 전체를 고려하면 $S \cdot S_m = S^2 m$ 이 된다. 같은 방식으로 k 차의 간접지분을 모두 구하여 더해 주면, 자연인인 대주주의 순지분은

$$m^* = m + S_m + S^2 m + \dots = (1 + \sum_{k=1}^n S^k) m = (I - S)^{-1} m$$

이 되고, 마찬가지로 소주주의 순지분은 $h^* = (I - S)^{-1} h$ 이다.

2. 相互株式保有와 代理人問題

만일 그룹외부에 있는 기업에 의한 주식보유가 없다면, 계열기업의 총자기자본은 대주주와 소주주가 공급한 자본의 합이고, 그들의 상대적인 지분은 순지분의 크기에 따라 결정된다. 즉, 기업자산이나 현금흐름에 대한 대주주·소주주 청

8) 자연인주주가 그룹 외의 기업을 통해 그룹 내의 기업주식을 소유하는 경우가 이에 해당한다.

9) 허수자본의 정확한 의미와 성격은 아래에서 보다 상세히 논의한다.

구권의 상대적 크기는 순지분의 크기에 의해 결정될 뿐이며, 계열사보유지분은 아무런 영향을 주지 못할 것이다. 그러나 소유지분이 갖는 통제권(control right)이나 의결권에는 커다란 차이가 발생한다. 그룹 내의 '주요 기업'에 대한 지배적인 대주주는 그 기업에 대한 독점적인 지배권을 행사할 수 있을 뿐 아니라, 기업이 보유한 계열기업의 지분을 통해 다른 계열사에 대해서도 지배적인 주주로서 통제권을 행사할 수 있다. 극단적인 경우에는 지배적인 대주주가 특정 계열사에 대한 지분을 직접 보유하지 않고서도 간접지분을 통해 대주주가 될 수 있을 뿐 아니라, 순지분의 크기로는 대주주가 아니면서도 대주주로서의 의결권을 가질 수도 있게 된다.¹⁰⁾ 이것은 물론 상호주식보유에 의한 가공적인 표결력을 다수결원칙의 의결권(majority voting rule)에 적용한 데 연유하며, 자본공급자에 대한 1주 1의결권 원칙에 위배되기 때문에, 소주주의 의결권을 침해할 뿐 아니라, 사회적으로도 비효율적인 결과이다(Grossman and Hart, 1988; Harris and Raviv, 1988).

현실적으로 보다 분명하고 잠재적으로 더욱 심각한 문제는 상호주식보유가 지배적인 대주주와 소주주 사이에 통제권과 의결권의 분포를 왜곡시킴으로써, 대주주의 인센티브에 커다란 영향을 줄 수 있다는 점이다. 특히, 기업지배권시장에서 상호주식보유는 적대적 기업인수를 어렵게 할 수 있기 때문에 Jensen and Meckling(1976)에서 논의하는 바와 같은 소유경영자의 대리인문제를 더욱 심화시킬 수 있다. 이것은 소유경영자의 대리인문제와 최적자본구조가 상호보유주식에 의해 더욱 심화될 수 있음을 의미 한다.

상호주식보유는 또 다른 재무정책상의 문제인 배당정책에도 영향을 줄 수 있다. 가장 직접적으로 제기될 수 있는 문제는 배당지급액이 자연인주주의 순지분과 일치하는가 하는 것이다. 그러나 보다 근원적인 문제는 앞에서 논의한 대리인 문제로서, Rozeff(1982)에서 논의되는 바와 같은 배당정책에서의 대리인문제가 상호주식보유에 의해 악화될 것인가 하는 점이다. 하나의 단서로서, 배당지급액이 미미하고, 배당정책이 경시되고 있는 한국의 경우, 대주주와 소주주에 대한 차등

10) 예를 들어, 만일 소주주가 다른 계열기업의 주식을 가지고 있지 않은 기업주식을 10% 보유한다고 하자. 그룹 내의 다른 '주요 기업'의 지배적 대주주는 그 기업주식의 1%를 직접 보유하고 주요 기업을 간접지분 10%를 보유하여 두 기업 모두의 지배적인 대주주가 될 수 있다. 순지분으로서는 대주주와 소주주의 순위가 바뀌는 경우도 일어날 수 있다. 이 경우, 순지분의 크기를 계산하면 소주주의 지분은 10%이지만, 대주주의 지분은 그 이하가 되는 예는 쉽게 만들 수 있다(Jaang, 1998 참조).

배당실시는 지분분포의 왜곡과 무관하지 않을 것으로 보인다. 이상의 논의를 요약하면, 계열기업집단에서의 지배적 대주주의 지분과 상호주식보유가 제기하는 문제는 기본적으로 소유경영자의 대리인문제를 심화시킬 수 있다는 점이며, 그 성격과 정도는 제Ⅳ절과 제Ⅴ절에서 검토할 실증적 연구에서 보다 분명히 드러날 것이다.

3. 資本構造의 歪曲

상호보유주식은, 자연인주주의 자본공급이 전제되지 않는 허수적 성격의 자기 자본이므로, 외형상의 자기자본, 부채비율은 각각 과대·과소 계상한다.¹¹⁾ 허수적 자본(이하 허수자본)을 계열기업 내에 상응하는 실질자산이 없는 가공적 자기자본으로 정의하자. 만일 계열사 보유지분에 대한 잡음¹²⁾이 없다면, 허수자본의 여부는 계열사보유 자기자본에 해당하는 채무자산을 그 기업이 투자자산으로 보유하는지의 여부에 따라 결정될 것이다. 두 계열기업이 같은 금액을 상호주식보유 방식으로 출자한다고 하자. 각 기업의 계열사보유주식은, 서로 주식만을 교환하는 것이므로 상응하는 실질자산이 없는 명백한 허수자본이며, 외형상의 자기자본만을 과대계상한다. 허수자본은 직접적인 상호주식교환에 국한하지 않으며, 계열사주식을 직접 또는 간접적으로 보유¹³⁾하는 경우에도 마찬가지 이다. 뿐만 아니라, 계열사 보유주식에 해당하는 금액을 다른 계열사들이 발행한 다른 형태의 채무자산으로¹⁴⁾ 보유하는 경우도 유사한 효과를 가지게 된다.¹⁵⁾ 그룹 전체로 보면, 한 기업의 계열사 보유주식은 반드시 다른 계열기업이 보유하는 투자자산이므로, 상호보유주식에 의한 자기자본의 합은 0이 되어야 하고, 따라서 허수자본이다. 그러나 어느 특정 기업의 경우에 대해서는 계열사보유자본은 반드시 허수자본일 필요는 없다. 이제 기업 j 의 자기자본을 E_j 로 표기하고, 기업 j 가 보유하고 있는 다른 계열사의 주식(투자자산)이 다른 계열사가 보유한 기업 j 의

11) 아래의 논의는 Jaang(1997)의 분석결과를 일부 원용하였다.

12) 여기서 잡음이란, 앞에서 논의한 대로, 그룹 외부의 기업을 통한 지분보유를 의미한다.

13) 공정거래법상으로 직접적인 주식상호교환은 금지되어 있다. 그러나 간접적인 방식, 예를 들어 기업 j 가 기업 i 의 주식을 보유하고, 기업 i 는 기업 i 의 주식을 보유하지 않은 기업 k 의 주식을, 기업 k 는 다시 기업 j 의 주식을 보유하는 순환적 방식, 또는 기업 i 가 다른 계열사의 주식을 보유하지 않는 방식의 상호주식보유는 가능하다.

14) 예를 들어, 회사채 전환사채 또는 직접 차입하는 형태를 들 수 있다.

15) 이 경우, 기업 j 의 계열사보유주식은 허수이지만, 통제권의 성격은 차이가 날 수 있다.

주식(계열사 출자자본)보다 작은 경우, 즉 $\sum_{i=1}^n s_{ij} E_i < \sum_{i=1}^n s_{ji} E_j$ 인 경우를 생각하자. 기업 j 의 계열사 출자자본 중 $\sum_{i=1}^n s_{ij} E_i$ 는 실질자산이 대응되지 않는 주식의 교환이므로, 허수자본이다. 그러나 차액 $\sum_{i=1}^n s_{ji} E_j - \sum_{i=1}^n s_{ij} E_i$ 는 상응하는 실질자산을 기업 내부에 가지므로 당연히 실질자본(real capital)이다. 이것은 기업 j 가 100% 계열사출자에 의해 설립된 경우를 생각해 보면 쉽게 알 수 있다. 그러나 이러한 기업 j 의 실질자본은 상호보유주식에 의한 자본이므로, 다른 계열기업들이 반드시 그 만큼의 순투자자산에 상응하는 계열사 보유자본 없이 보유하고 있어야 한다. 예를 들어, 그러한 계열기업 k 는 다른 계열사가 보유하고 있는 기업 k 의 주식(계열사 출자자본)보다 큰 금액의 다른 계열사 주식(투자자산)을 보유하고 있다. 즉, $\sum_{i=1}^n S_{ik} E_i > \sum_{i=1}^n S_{ki} E_k$ 이다. 논의를 간단히하기 위해 기업 k 를 제외한 다른 계열기업은 기업 j 의 주식을 보유하지 않으며, 기업 k 의 주식을 보유한 다른 계열기업은 없다고 하자. 따라서 기업 k 가 보유한 기업 j 의 주식은 바로 기업 k 의 순투자자산이다. 만일 기업 k 가 기업 j 의 지배적인 주주라면, 전자는 사실상 후자의 지주회사이다. 이럴 경우, 기업 k 의 실질자산과 이에 해당하는 자연인 주주의 출자자본은 실질적으로 이동한 것이지만, 장부상으로는 투자자산과 자기자본으로 남아 있게 된다. 그러나 이들은 기업 k 의 내부에서 아무런 역할이 없는 종이자산(paper asset), 종이청구권(paper claim)에 지나지 않는다. 전자는 기업 j 의 실질자산과 상쇄되고, 후자는 기업 j 의 실질자본과 정확히 상쇄되는 허수자본이다. 즉, 지배력의 가치를 고려하지 않는다면, 기업 k 의 자산과 자본은 그 만큼 과대계상되어 있다.

이상과 같이 상호주식보유에 의한 허수자본은 해당 기업의 자기자본을 외형상 과대 계상하고 있으므로, 실질자본은 그만큼 하향조정되어야 한다. 그러나 금융시장이 그것을 제대로 평가하지 못한다면, 허수자본은 재무위험과 자본구조를 왜곡시켜 부채조달능력을 과대평가할 수 있다. 상호주식보유하의 기업의 재무정책이 자본구조의 왜곡에 의해 어떤 영향을 받을지는 단순한 직선적인 문제가 아니다. 특히 앞에서 논의한 순투자자산의 경우와 같이 상호주식보유가 계열기업간에 실질자산을 이동시키고 지배권의 분포를 변동시킨다면, 그것은 자본시장의 평가메커니즘에 따라 소유경영자의 인센티브를 변화시킬 수 있기 때문이다. 만일 금융시장이 계열사 출자, 보유자본을 허수자본으로 평가한다면, 기업에 대한 청구권의 가치는 상호주식보유분의 크기에 무관할 것이므로, 재무정책은 실질자본의

크기나 분포에 좌우되며, 왜곡된 외형상의 자본구조는 무의미할 것이다. 즉, 기업의 입장에서 볼 때, 상호주식보유는 지배력의 확보 이상의 의미는 없게 된다. 그러나 상호주식보유의 지배력을 통해 투자자원의 배분이나 재무자원의 배분을 변형시킬 수 있고, 자본시장이 그와 같은 지배력을 시장거래불가능의 자산으로 평가한다면, 상호주식보유는 실질적인 가치로 반영될 것이다.

III. 30대 그룹의 相互株式保有 特性

지분분포와 자본구조의 왜곡은 소유경영자의 행태를 변화시켜 기업의 재무정책에 영향을 줄 수 있음은 앞에서 논의하였다. 이 문제에 대한 해답을 찾기 위해서는 두 가지 작업이 필요하다. 우선 하나는 이 절에서 논의한 바와 같이 이러한 왜곡의 분포와 크기를 계측, 수정하는 일이고, 다음은 수정된 지분과 자본구조가 재무정책에 어떻게 반영되는지를 규명하는 일이다. 후자는 다음 절에서 논의한다.

1. 30대 그룹의 支配持分 分布

그룹의 상호주식보유 지분행렬을 이용하면, 식 (2)와 같은 방법으로 자연인주주의 순지분을 산출할 수 있을 것이다. 그룹의 계열기업에 대한 대주주 지분분포가 유일하게 공개되어 있는 1989년 현재 30대 재벌의 지분자료를 이용하여 작성한 상호주식보유 지분행렬은 부록 <표 A1>에 예시되어 있다. 이들 지분행렬에서 드러나 있는 전형적인 상호주식보유 실태를 보면, 그룹 내의 계열기업들이 직접 또는 순환적인 방식으로 주식을 상호보유하는 경우는 드물고,¹⁶⁾ 그룹 내의 몇 주력기업이 계열기업들에 분산 또는 공동으로 출자하고, 이들 계열사는 또 다른 계열사에 출자하는 방식을 취하고 있다.¹⁷⁾ 다시 말하면, 한국 계열기업집단에서의

16) 전자는 계열기업 A, B가 서로 주식을 교환하여 보유하는 경우이고, 후자는 A가 B에 출자하고, B는 C에, 그리고 C가 다시 A에 출자함을 말한다. 전자의 예로서, 현대그룹의 현대산업개발과 현대엔지니어링은 각각 상대기업의 42.8%와 3.7%를 보유하고 있다. 후자의 예로서, 롯데그룹의 경우를 보면, 롯데상사가 롯데제과의 1.8%를, 롯데제과는 롯데칠성음료의 9.0%를, 롯데칠성음료는 다시 롯데상사의 12.7%를 보유하고 있다.

17) 예를 들어, 주력기업 A, B가 계열기업 D, E에 각각 또는 동시에 출자하고, 또 다른 주력기업 C는 계열기업 F가 출자하며, F는 다시 기업 A, B에 출자하는 방식을 들 수 있다. 쌍용그룹의 경우를 보면, 주력회사인 쌍용양회, 쌍용(주), 쌍용정유가 각각 9개, 6개, 5개의

상호주식보유의 대부분은 주력기업의 일부가 다른 계열기업에 출자하고, 이들 (1차)계열기업이 다시 다른 (2차)계열기업에 출자하는 한 방향으로 이루어지고 있다.¹⁸⁾

그룹의 상호주식보유행렬¹⁹⁾을 이용하여 각 그룹의 계열기업의 지분분포를 계산한 결과는 부록의 <표 A2>에 요약되어 있다. 그룹전체로 보면, 대주주지분²⁰⁾, 계열사 보유지분, 지배지분은 기업당 평균 각각 15.4%, 48.7%, 64.1%이다. 식 (2)의 방법으로 계산하면, 계열사보유지분을 통한 간접 소유지분을 합한 대주주의 순지분은 직접소유지분의 1.8배인 27.5%이다. 실제 자본금을 기준으로한 지배적 대주주의 순지분은 27.5%이지만, 실제로 행사할 수 있는 의결권은 계열사 보유지분을 포함하는 지배지분 64.1%으로서 순지분의 2.2배에 해당한다. 이것은 그룹의 지배적인 대주주가 행사하는 높은 지배력(즉, 지배지분 64.1%)의 절반이상이 실제 자본의 공급을 요하지 않는 계열사 보유 지분임을 의미한다. 실질지분인 순지분과 지배지분의 편차는 그룹별, 계열기업별로 커다란 차이를 보이고 있다. 개별 기업으로 보면, 이와 같은 편차는 더욱 현저히 나타난다. 예를 들어, 기아와 고합 그룹의 대주주 순지분은 2.4%, 6.0%에 불과하지만 지배지분은 62%, 56%에 이르고 있다.

30대 그룹의 계열기업의 절반이상인 230개의 기업에서 대주주는 직접적인 소유지분이 없이 계열사보유지분만으로 지배력을 행사하고 있다. 이들 계열기업들은 대주주가 통제하는 그룹의 주요 기업이 지배적인 대주주로서 출자, 통제하고 있다. 이와 같은 모기업은 삼성물산, 대우와 같은 종합상사이거나, 때로는 현대중공업과 같이 비상장기업인 경우도 있으며, 사실상 지주회사의 역할을 하고 있다. 상호주식보유자료는 공개되어 있지 않지만, 이상과 같은 지분특성은 非30대 그룹에서도 대체로 비슷한 것으로 추정된다.

계열사에 출자하고 있으며, 쌍용양회는 상당량의 쌍용(주)와 쌍용정유의 지분을 보유하고 있다. 한편, 출자대상기업 중의 하나인 쌍용건설에는 3개사에 동시에 지분을 갖고 있고, 쌍용건설은 다시 3개의 다른 계열사에 출자하고 있다.

18) 따라서 보다 정확히 말하자면, 한국 기업에서 상호주식보유는 계열기업간의 관계라기보다는 ‘(하나의 지배체제 안에 있는) 그룹 전체의 계열기업군에서 連繫된 지분보유(interlocking shareholding within a group)’를 의미한다(각주 1 참조).

19) 30대 재벌을 포함한 계열기업집단의 상호주식보유는 1989년의 48% 수준에서 하락하여 1996년 현재 약 34%선이다(Jaang, 1998). 이들 그룹의 최근 상호주식보유행렬에 대한 공개된 자료는 없으나, 대체로 비슷한 패턴을 보이고 있는 것으로 추정된다.

20) 여기서 대주주지분은 부록의 <표 A2>에서 예시된 바와 같이 지배적 대주주 본인과 계열사 보유지분을 제외한 특수관계인의 지분을 합한 지분을 말한다.

30대 그룹에서 대주주의 직접지분과 계열사 보유지분은 최근 수년간 다소 감소하여, 1996년 현재 평균 15%, 34% 수준에서 유지되고 있다. 그러나 이와 같은 지분감소에도 불구하고, 대주주의 지분분포와 그룹에 대한 지배력의 행사방식은 거의 변화가 없음을 알 수 있다. 이용가능한 그룹 전체의 지분자료를 이용해 순지분을 구해 보면, 그룹당 평균 대주주순지분은 15%이다.²¹⁾ 따라서 대주주는 직접 소유지분의 1.5배인 15%인 순지분으로 그 3배에 달하는 지배지분 44%를 유지하고 있다.

2. 資本構造의 歪曲과 修整

상호주식보유에 의한 기업의 자기자본 수정일은 개별기업의 계열사 보유주식이 실질자본일 수 있기 때문에 보다 까다롭다. 실질자본인지의 여부는 원칙적으로 기업의 상호보유주식과 투자자산의 내역을 비교하면 쉽게 평가할 수 있다. 만일 기업이 보유한 계열사발행의 유가증권 합이 계열사가 보유한 주식가치와 동일하다면, 그만큼의 자기자본을 하향조정해 줌으로써 실질자본을 구할 수 있다. 이것은 기업자본에서 직접 상호보유주식을 조정해주는 방법이다. 같은 이유로 계열사가 보유한 다른 계열사 주식, 즉 기업이 출자보유하고 있는 투자자산을 하향조정할 수도 있을 것이다. 이것은 기업의 투자자산에서 상호보유주식을 조정해주는 방법이다. 실제로는 계열기업의 투자자산을 확인할 수 있는 자료를 얻기 어렵기 때문에, 계열사 출자자산과 계열사보유자본을 대비하는 일은 사실상 불가능하다. 30대 그룹에 대해, 각 기업의 계열사 출자자산과 계열사보유자본의 크기가 거의 같다고 가정하고, 자기자본에서 계열사보유주식부분을 차감하여 구한 순자기자본과 조정된 부채비율은 부록 〈표 A3〉에 요약되어 있다. 30대 그룹전체로 볼 때, 순자기자본은 외형상의 자기자본보다 낮은 80% 수준이며, 부채비율은 80% 수준에서 84%로, 따라서 부채-자기자본비율은 400%에서 530%로 상승함을 알 수 있다.

만일 기업이 보유한 계열사 발행의 유가증권 합이 계열사가 보유한 주식가치와 동일하지 않다면, 다른 방법으로 허수자본을 제거하지 않으면 안 된다. 자료의 한계로 투자자산의 내용을 알 수 없으므로, 다음의 두 가지 간접적인 조정방

21) Jaang(1997) 참조.

법을 생각해 볼 수 있다. 먼저 투자자산의 대부분이 계열사의 주식이며 이들의 가치가 다른 계열사가 보유한 해당 기업의 주식의 가치보다 큰 것으로 보고, 기업이 보유하고 있는 다른 계열사의 주식을 자기자본에서 차감하는 방법이다. 다른 하나는 기업이 보유하고 있는 다른 계열사의 주식가치와 다른 계열사가 보유한 해당 기업의 주식가치를 비교하여 차액을 실질자본으로 간주하는 것이다. 즉, 전자는 투자자산에서 상호보유주식을 제거하는 방식이고, 후자는 상계처리방식에 의한 조정방법이다. 부록 <표 A3>에서 보고하지는 않았지만, 자산조정방법과 상계처리방법으로 계산한 순자본은 외형 자기자본보다 각각 20%, 5% 낮아짐을 알 수 있다.

IV. 相互株式保有와 財務政策: 실증분석모형

상호주식보유가 기업의 재무정책상 제기하는 문제가 기본적으로 대리인문제의 심화로 볼 수 있다면, 그 성격을 확인하고 경로와 규모를 분간하기 위해서는 자본구조와 배당정책에 대해 상호주식보유 및 관련된 지분변수가 미치는 영향을 실증적으로 분석해야만 한다. 앞의 II, III절에서는 상호주식보유에 의해 왜곡된 자본구조의 성격과 규모를 계측하고, 수정하는 방법을 논의하였다. 재무정책상의 대리인문제는 궁극적으로 자본시장이 이와 같이 왜곡된 정보를 어떻게 평가하는가, 그리고 소유경영자가 어떻게 이용하거나 대응하는가에 따라 다르게 표현될 것이다. 구체적으로, 다음과 같은 재무경제학적인 의문을 제기해 볼 수 있다. 소유경영자나 투자자들은 재무정책을 결정함에 이렇게 수정된 순자기자본을 기준으로 부채수준을 결정하는 것일까, 또는 이러한 왜곡효과에도 불구하고 외형상의 총자기자본을 기준으로 그 수준을 결정하는 것일까? 통제권의 왜곡과 계열사 보유지분은 자본구조나 배당성향의 결정에 어떻게 반영될 것인가? 이러한 의문은 지배지분의 분포나 통제권의 행사방식, 과장된 자본구조와 같은 정보가 과연 경제적으로 의미 있는 정보가 될 수 있는가 여부를 묻는 것이며, 그 해답은 이들 정보가 시장에 전달되는 경로와 방식, 즉 정보비대칭성을 해소하거나 소유경영자를 감시통제하는 자본시장의 하부구조나 기업지배체제의 효율성에 의해 좌우될 것이다. 이와 같은 실증적 과제를 구체화하기 위해, 아래에서와 같이 자본구조와 배당정책에 대한 기존의 학설이나 연구문헌을 검토함으로써 검증해야 할 가설과 모형을 유도해 보기로 하자.

1. 자본구조의 설명요인과 가설

자본구조의 이론적인 해석은 기업가치와 재무레버리지간의 相反關係(trade-off) 이론, 順位이론(pecking order theory) 및 代理人이론(agency theory)으로 나누어 볼 수 있다. 상반관계이론은 초기 MM이론으로부터 발전된 것으로 법인세나 파산비용에 대한 레버리지의 영향을 평가하는 이론이다. 순위이론은 기업과 자본시장간의 정보비대칭성과 같은 요인으로 인해 자금조달비용이 자금의 원천에 따라 차이를 갖게 되고, 따라서 자금조달방식의 순위가 생긴다는 데 근거하고 있다. 대리인이론은 소유경영자의 지분에 따라 결정되는 자기자본과 부채의 대리인비용이 서로 반대방향으로 작용함으로써 최적자본구조가 성립될 수 있음을 보여 준다. 지배적 대주주나 계열사 보유지분과 같은 소유지배구조변수는 아래에서 논의하는 바와 같이 이들 이론과 모두 밀접히 관련되어 있고, 특히 대리인이론의 주요 설명변수가 될 수 있다.

자본구조에 대한 이 학설들은 모두 잘 발달된 자본시장과 독립적인 금융기관을 전제로 발전된 것으로 볼 수 있다. 그러나 우리 나라와 같이 자본시장이 덜 발달되어 있고 금융중개기능이 취약한 상황에서 제도적 또는 관행상의 요인이 현실적인 제약으로서 자본구조에 영향을 줄 수 있는 가능성을 간과할 수 없다. 아래에서 먼저 기존의 학설들을 이러한 현실적 여건과 함께 차례로 검토하고 소유지분관련 변수가 구조가 이들 제 요인과 어떻게 연관되어 있는지 검토해 보기로 하자.

(1) 법인세: 법인세감면 공제항목(감가상각비 등) 및 영업이익

기업은 연간이익에 대해 법인세를 내도록 되어 있는데, 부채를 사용해 자본을 조달할 경우에는 그 사용료인 이자비용을 영업이익에서 공제받을 수 있으나, 주주에게 지불되는 배당금에 대해서는 공제받을 수 없다. 따라서 같은 조건이라면 부채를 많이 쓸수록 법인세를 줄일 수 있고 기업가치는 그만큼 커진다. 그러나 기업이 이미 법인세를 공제받을 수 있는 항목이 많이 있거나 이익이 부족하여 세금을 어차피 내지 않는다면 부채에 의한 세금감면혜택은 줄어들고 자연히 부채에 의한 자본조달도 덜 선호될 것이다.

법인세를 줄이기 위한 관점에서만 본다면 감가상각비와 같은 법인세 공제항목이 많을수록 부채비용은 낮아질 것으로 예상된다. 한편, 기업의 이익이 많을수록

법인세부담이 커지므로 이에 대한 세금감면 대책의 하나로 부채를 많이 사용할 것으로 판단된다. 그러나 통계적으로 본다면, 한국의 대기업들과 같이 부채의존이 크고 따라서 금융비용이 높을 경우, 회계적 이익률은 부채비율과 반대방향으로 나타날 수도 있다.

(2) 파산비용: 기업의 영업위험(operating risk) 및 고정자산

기업의 위험은 영업위험(operating risk)과 재무위험(financial risk)으로 나누어 볼 수 있다. 같은 재무레버리지, 곧 부채비율을 가지고 있더라도 기업의 영업위험이 클수록 파산할 확률이 높아진다. 그 결과 기업의 영업위험이 큰 기업의 부채는 그 요구수익률이 높아져 그 가치가 낮아지고, 기업은 부채를 적게 사용하려고 할 것이다. 반대로 기업의 위험이 클수록 다른 조건이 일정하다면 자기자본의 가치는 커지고,²²⁾ 따라서 기업은 자기자본을 더 선호하게 될 것이다.

기업이 일단 파산하게 되면, 기업의 가치는 보유자산의 성격에 따라 많은 차이가 생긴다. 부동산 등 고정자산을 많이 가지고 있는 기업은 파산하더라도 기업의 가치가 크게 손상되지 않지만, 연구개발비 등에 많은 투자를 하여 무형자산을 많이 가지고 있는 기업의 경우는 그 가치를 온전히 보상받기 어려워 많은 손실이 따르게 된다. 따라서 유형고정자산을 많이 가진 기업은 상대적으로 부채를 더 많이 사용하게 될 것이지만, 무형자산을 많이 가지고 있는 기업은 파산위험을 최소화하기 위해 부채를 적게 사용할 수 밖에 없다.

(3) 대리인비용: 경영자의 소유지분, 기업 규모, 설립연수, 성장률

기업이 부채를 많이 사용하게 되면 부채에 의한 대리인비용이 증가하고, 반대로 자기자본을 많이 사용하게 되면 자기자본의 대리인비용이 증가한다. 부채를 많이 사용하게 되면 기업에서 주주들은 기업가치를 극대화할 수 있는 투자전략이 있더라도 그 결과가 자신의 이익이 되지 아니하고 채권자의 이익이 된다면 투자를 기피할 수 있다(underinvestment). 반면에 투자의 순현재가(NPV)가 음의 값을 갖더라도 주주의 이익을 높일 수 있으면, 채권자의 권익을 침해하더라도 투자하려고 할 수도 있다(overinvestment). 채권자들은 이러한 대리인 문제가 예상되면 그에 대한 응분의 조치나 보상을 요구할 것이기 때문에 부채의 대리인비용은 기업이 지게 된다. 대체로 부채비율이 높을수록 이러한 대리인 비용은 늘

22) 주식회사의 자기자본은 기업 전체 자산을 기초자산으로 한 하나의 콜옵션으로 볼 수 있다. 콜옵션의 가치는 기초자산의 위험인 변화율의 표준편차가 클수록 커진다.

어난다고 생각되기 때문에 이런 문제가 우려되면 기업의 부채비율은 낮아질 것이다.

기업의 자기자본 역시 이와 유사한 대리인비용을 생각할 수 있다. 특히 외부 자기자본, 곧 주식을 발행할 경우에는 경영자의 소유지분이 적을수록 외부 주주들의 권익을 침해하여 경영자의 사적 이익을 도모할 가능성이 커진다(Jensen and Meckling, 1976). 이러한 문제는 특히 기업의 규모가 작은 기업에서 지배권을 행사하는 경영자와 지배권을 행사하지 못하는 외부 주주 사이에 일어날 가능성이 크다. 그러므로 기업규모가 작거나 설립연수가 얼마 되지 않아 기업이 투자자로부터 큰 신뢰를 얻고 있지 못할 때는 자기자본의 대리인비용이 높아 외부 자기자본을 쓰기가 어려워질 것으로 생각된다. 기업의 신뢰도에서 문제가 생기면 외부자기자본 조달이 어려워지는 것은 물론 외부에서의 부채조달도 어려워진다. 즉, 부채의 대리인비용도 높아지는 것이다. 기업의 신뢰도를 나타내 주는 변수로는 기업의 규모나 營業年數를 들 수 있다.

수익성 있는 사업선택이 많은 성장기업일수록 저투자에 의한 대리인문제가 발생할 가능성이 커지기 때문에 부채에 의한 자본조달을 줄이고 자기자본에 더 의존할 것이라는 주장이 있다(Myers, 1977; 선우석호, 1990). 한편, 기업의 성장률이 커지더라도 그에 따르는 이익을 법인세로 지출하는 것을 최소화하기 위해 필요로 하는 부채는 그에 비례하여 커지지 않기 때문에 기업성장률이 큰 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 상대적으로 부채를 적게 사용할 것이라는 주장도 있다(Berens and Cuny, 1993).

(4) 順位이론(Pecking order theory): 내부 유보금 또는 영업이익

順位이론이란 기업은 내부자금을 외부자본보다 더 선호하며 피치 못하게 외부자금을 사용하게 되면 자기자본보다는 부채를 선호한다는 것이다. 이러한 선호를 나타내는 이유는 거래비용 때문이라고도 하고, 정보비대칭 때문에 자기자본의 조달비용이 높아지기 때문이라고도 한다(Myers and Majluf, 1984). 이러한 논리에 따르면 내부유보가 많은 기업 또는 이익이 많이 나는 기업은 상대적으로 부채를 적게 사용하리라고 생각된다.

지금까지는 기존의 학설이 제시되고 있는 개별기업의 자본구조 설명요인들을 종합적으로 검토하였다. 이제 계열기업집단 체제에서 왜곡된 소유지분분포와 자본구조와의 관계를 이들 학설들의 시각에서 조명해 보기로 하자.

(5) 소유경영자 지분과 상호보유주식

소유경영자의 지분이 작을수록 자기자본의 대리인비용이 커지므로 부채비율도 크게 될 것이다. 재벌그룹과 같은 계열기업집단에서 소유경영자로서의 지배적인 대주주는 기업의 지배권을 확보·방어하기 위해 부채의존을 늘리고자 하는 동기는 강화될 것이다. 소유경영자의 지배권에 관련된 지분은 앞에서 논한 바와 같이 지배적인 대주주가 직접 보유하는 대주주지분, 계열사보유를 포함하는 간접적인 지분을 모두 포함하는 지배지분, 그리고 실질자본의 상대적인 크기를 의미하는 순지분을 들 수 있다. 대리인이론에 따르면 이들 지분은 모두 부채비율과 음의 상관관계를 가질 것으로 예상할 수 있다. 이들 중 어떤 지분변수가 가장 강한 상관관계를 보일지는 계열사지배에 의한 지분구조의 특성에 관한 중요한 정보를 제공할 것이다. 또한 계열사보유지분은 그 자체로서 기업의 지배권과 이를 평가하는 시장메커니즘, 소유경영자의 행태에 대한 중요한 시사를 해 줄 수 있을 것이다.

계열사 보유지분은 앞에서 논의한 바와 같이, 가공적으로 기업의 자기자본을 늘려 놓은 것으로 볼 수 있다. 만일 소유경영자나 채권자가 상호보유주식에 의한 자기자본을 가공적인 허수자본으로 인식한다면, 계열사 보유자본은 그 기업의 부채조달능력에 아무런 영향을 주지 않을 것이다. 자본시장이 이와 같은 허수자본을 기업의 약점으로 평가한다면, 계열사보유자본은 오히려 실질적인 부채조달능력을 떨어뜨리고, 부채비율이 낮게 나타날 가능성도 있다. 그러나 자본시장이 상호보유주식을 기업의 재무위험을 낮추는 역할로 평가한다면, 계열사 보유지분은 부채조달능력을 크게 하여, 부채비율이 높게 나타날 것이다. 그러한 주장에 대한 하나의 근거는 재무위험의 그룹 내 분산으로 부채의 자본비용이 보다 낮아진다는 데서 찾을 수 있을 것이다. 이 주장은 물론 자본시장의 효율성과는 배치될 수 있지만, 대기업에 호의적인 한국 금융기관의 담보위주 대출관행이나 계열기업 상호지급보증 관행이 어느 정도 정당화할 수 있을 것이다. 그러나 보다 설득력 있는 설명은 통제력이론과 대리인비용의 관점에서 찾아볼 수 있다. 계열사 보유지분은 실질적인 지배력을 확보해 주는 역할을 하므로 대주주가 지배력을 유지하는데 필요한 직접지분이나 순지분을 감소시키는 반면, 기업확장에 요하는 외부자본의 크기는 증가할 것이다. 순위이론에 따르면, 비대칭적 정보하에서 부채의 자본조달비용은 외부자기자본보다 저렴하다. 부채는 대주주가 감수해야 할 통제권의 약화가 보다 작다는 데서도 자기자본보다 유리하다. 이것은 높은 레버리지가

기업인수 프리미엄을 높여 준다는 Stultz(1988)의 주장과도 같은 맥락으로 이해할 수 있다. 한국의 경우, 높은 지배지분과 취약한 기업인수시장의 여건으로 대기업에 대한 기업인수가 사실상 봉쇄되어 왔지만, 관치금융으로 인해 금융기관의 감시·통제기능이 극히 미약하고, 은행대출이 담보위주로 이루어져가는 점은 부채를 통한 자본조달을 보다 유리하게한 요인으로 작용했을 수 있다. 결론적으로 보면, 상호주식보유방식의 계열사 보유지분은 부채비율을 높이게 하는 역할을 할 것으로 추정할 수 있을 것이다.

지금까지 논의한 불완전시장에서의 자본구조 설명요인과 기존의 실증연구에서 이들 요인을 측정하는 변수들, 그리고 부채비율과의 관계는 <표 1>과 같이 정리할 수 있다.

2. 배당정책의 설명요인과 가설

이제 기업의 재무정책을 결정하는 또 하나의 주요 수단인 배당정책의 설명요

<표1> 자본구조 설명요인과 부채비율

설명요인	측정변수	관련이론 또는 가설	부채비율과관계
기업의 영업위험	$(\Delta \text{EBIT}/\text{EBIT})/(\Delta \text{sales}/\text{sales})$	영업위험과 고정자산	+
기업규모	$\log(\text{총자산})$	대리인비용	+
성장률	$\Delta \text{sales}/\text{sales}$	Berens and Cuny(1993) 대리인비용	- -
수익률	EBIT/sales	부채의 감세효과 내부유보 가능성	+ -
유형고정자산비율	유형고정자산/총자산	파산비용 고정자산	+ -
설립연수		대리인비용	+
유보금비율	이익유보 적립금/자산	순위이론	-
감가감각비		감세효과	-
상장 여부		대리인비용	-
소유경영자의 지분	대주주지분, 순지분 지배지분	대리인비용	-
상호주식 보유	계열사 보유지분	대리인비용	+

인을 기존 학설의 관점에서 살펴보고, 계열사 보유지분이나, 이를 제거한 순지분의 역할을 검증할 수 있는 모형을 유도해 보자. 배당정책의 핵심은 곧 기업이 벌어들인 순이익 중에서 얼마를 재투자를 위해 유보하고, 얼마를 주주들에게 배당으로 지불하는지를 결정하는 것이다. Miller and Modigliani(1961)에 따르면 완전 시장에서는 이러한 배당정책은 기업의 가치를 변화시키지 않는다. 즉, 기업이 벌어들인 이익 중에서 얼마를 배당으로 지불하고, 얼마를 유보하느냐 하는 것은 기업의 가치나 주주의 부에 아무런 영향을 미치지 않는다는 것이다. 이것은 완전 시장에서는 다른 아무런 일이 없다면 배당락일에 주가는 배당금만큼 떨어진다는 것을 의미한다. 그렇지 않으면 差益去來(arbitrage trading)에 의한 이익기회가 생기게 된다. 이런 시장에서는 주가가 배당금만큼 떨어지되 배당금을 현금으로 받게 되어 株主의 富에는 변함이 없다.

그러나 현실 세계에서는 세금, 거래비용, 대리인비용처럼 시장을 불완전하게 하는 요소들이 산재해 있다. 이와 같은 불완전한 자본시장에서는 배당정책에 따라 주주의 부 및 기업의 가치가 큰 영향을 받게 된다. 가령 우리 나라에서 개인 주주의 소득세만을 고려하면 배당소득에 대하여는 소득세를 지불하게 되어 있지만, 주식거래에 따른 매매차익에 대해서는 소득세를 내지 않아도 된다. 이러한 세제에서는 배당을 지급하는 것은 주주들에게 그만큼 세금을 더 지불하게 하는 것이 되므로 주주의 부를 감소시키는 결과를 가져온다.²³⁾ 즉, 소득세만을 고려한다면 배당정책은 되도록 배당금을 지불하지 않고 유보시키는 것이다. 이렇게 되면 소비활동을 위해 현금을 필요로 하는 주주는 보유주식의 일부를 팔아 충당하게 될 것이다.²⁴⁾

세금을 고려할 때 배당을 지급하는 것은 주주의 부를 감소시키는 것이므로 기업은 현금배당을 하지 않는 것이 주주를 위한 길이므로 가능하면 배당을 하지 않아야 하나 수많은 기업들이 배당을 정기적으로 실시하고 있다. 이들 기업이 배당을 지불하는 것은 반드시 기업의 투자에서 현금유입이 여유가 있어서만도 아니다. 많은 기업들은 배당을 지불하면서도 한편으로는 유상증자를 실시하거나 차입금을 조달하고 있다. 또한 세금을 고려할 때 배당을 개시하거나 증가시키면 주

23) 그러나 우리 나라에서 법인주주의 경우에는 타회사의 주식을 소유하는 것을 억제하는 취지에서 매매차익이나 배당금에 대해 동일한 소득세를 적용시키고 있다.

24) 완전자본시장에서 세금만 고려하게 되면 거래비용을 무시하기 때문에 이렇게 해도 무관하다. 그러나 거래비용이 존재하면 주식 투자수익금의 일부로 소비하려는 투자자는 소득세액보다 거래비용이 클 경우 배당을 선호할 것이다.

가가 떨어져야 함에도 우리 나라와 유사한 배당과 매매차입금 사이에 차별적 세제를 가지고 있는 미국에서는 오히려 주가가 오르는 현상이 지속되고 있다.²⁵⁾

이와 같이 배당금을 지불하고 또 시장에서 이를 호의적으로 받아들이는 이유에 대해 Miller and Rock(1984)은 배당금 신호가설로 설명한다. 즉, 기업들은 현재 재의 이익이 미래에도 지속될 것이라는 정보를 외부에 신호하기 위해 배당금을 지불한다는 것이다. 그러나 이에 대해 Easterbrook(1984) 등은 배당금 지불이 반드시 미래의 현금흐름이 좋을 것이라는 것을 분명히 전달하는 것은 아니라는 점에서 회의를 표시한다. 즉, 더 이상 재투자할 곳이 마땅하지 않은 기업들도 배당금을 높여갈 수 있는데, 투자자의 입장에서는 배당금을 인상하거나 개시하는 기업이 어느 쪽에 속하는지 분간하기가 쉽지 않다는 것이다. Easterbrook은 배당금 지불이 경영자와 주주간의 대리인비용을 줄이기 위해 지불되는 것이라는 입장을 취하고 있다. 즉, 기업이 항상 일정한 배당금을 지불하게 되면 위험회피적인 경영자들은 배당금지급이라는 목표를 달성하기 위해 열심히 노력하게 되고 재투자자를 위한 재원마련을 위해 자본시장을 가까이할 수밖에 없는데, 인수기관인 투자은행이나 대출기관인 은행 등이 그때마다 기업의 재무상태 등 경영활동을 자세히 조사할 것이기 때문에 그만큼 경영자와 주주간의 대리인문제가 해소된다는 것이다. 배당금지불은 Jensen(1986)이 우려하는 여유현금흐름(free cash flow)에 대한 경영자의 대리인문제를 해결하는 한 방안도 된다.

Rozeff(1982)는 기업의 배당정책에 영향을 주는 상반된 요인으로서 거래비용과 대리인비용을 들고 있다. 그에 따르면 거래비용은 배당성향을 줄이는 반면 대리인비용은 배당성향을 높이는 역할을 한다.²⁶⁾ 거래비용의 영향은 외부자금조달에 따르는 비용이 내부자금의 경우보다 크기 때문에 발생한다. 따라서 자금조달의 필요성이 클수록 배당을 지불하면 외부자금조달의 가능성이 커지므로 배당성향은 낮아지게 된다. 자금조달의 필요성은 기업의 성장률이 높을수록 그리고 영업위험이 클수록 커질 것이므로 이러한 요인들은 기업의 배당성향을 낮추게 될 것이다.

25) Asquith and Mullins(1983)에 따르면 배당을 처음으로 개시한다고 발표했을 때의 평균배당수익률은 3.02%이며, 2일간의 발표기간중에 4.75%의 초과수익이 발생한다고 한다. 배당금을 인상할 때는 평균배당수익률의 증가가 1.07%인데, 2일간의 발표기간중에 1.17% 초과수익이 발생하는 것으로 조사되었다.

26) 배당성향이라 함은 주당순이익 중 얼마를 배당금으로 지불하는가를 의미한다. 즉, 주당 배당금을 주당 순이익으로 나눈 것이다.

대리인비용의 경우에는 여러 가지 요인 중에서도 경영자의 지분율과 주주수 등을 꼽고 있다. Jensen and Meckling(1976)에 의하면 경영자의 지분이 낮을수록 경영자가 기업의 현금을 유용하고자 하는 인센티브가 커지며, 거기에 따라 주주의 감시비용(monitoring costs)이나 連帶費用(bonding costs)과 같은 대리인비용도 증가할 것이므로 이를 줄이기 위한 방안으로 주주는 보다 높은 배당성향을 요구하게 된다. 이와 반대로 만일 경영자의 지분이 보다 많이 집중되어 있으면 대리인문제는 그만큼 덜 심각해지고, 따라서 배당성향은 낮아진다. 같은 맥락에서 주식의 소유가 여러 사람에게 분산되어 외부주주의 수가 많을수록 그만큼 경영자를 감시하기가 어려워져 대리인문제가 심각해진다고 볼 수 있다. 따라서 외부주주의 수와 배당성향은 비례할 것이다.

이상에서 논의한 기업의 배당정책이 구체적으로 표출되는 배당성향에 영향을 미치는 요인으로 거래비용에 관련된 변수로는 매출액성장률이나 운영위험을, 그리고 대리인비용과 관련된 변수로는 경영자의 지분율이나 소유의 분산도를 들 수 있다. 이제 이러한 요인들과 배당성향의 관계를 요약하면²⁷⁾, <표 2>에서와 같이 성장률, 운영위험, 내부지분율은 모두 배당성향을 낮게 할 것인 반면, 지분의 집중도는 그 반대효과를 나타낼 것이다.

V. 實證分析

이상에서 기업의 자본구조와 배당정책에 영향을 미친다고 생각되는 여러 요인들을 살펴보았다. 이제 우리는 이러한 요인들을 중심으로 기업의 재무정책을 실증

<표 2> 배당정책 설명요인과 배당성향

설명요인	측 정 변 수	관련이론 또는 가설	배당성향과의 관계
운영위험	$(\Delta \text{EBIT}/\text{EBIT})/(\Delta \text{sales}/\text{sales})$		-
성장률	$\Delta \text{sales}/\text{sales}$		-
소유경영자 지분	대주주지분, 순지분, 지배지분	대리인비용	-
상호주식보유	계열사 보유지분	대리인비용	+

27) 이 밖에 배당성향에 영향을 미치리라고 생각할 수 있는 요인들 중에는 법인주주와 일반주주의 구성비, 일반주주의 한계세율, 주주의 현재소비선호도, 예상미래투자규모 등 수없이 많을 것이다. 그러나 이러한 요인들은 자료획득이 어려워 본 분석에서 제외시켰다.

분석함으로써, 자기지분의 집중과 과장된 지분구조를 가진 재벌기업들의 경우에 이와 같은 지분구조의 왜곡에 따라 재무정책이 어떻게 달라지는가를 검토하고, 또한 왜곡을 수정하면 어떠한 변화가 있는지를 검증하고자 한다. 우리의 관심은 앞에서도 언급하였지만, 수정된 자기자본, 지배지분과 관련된 변수를 사용할 경우에 자본구조와 배당성향이 보다 잘 설명될 수 있는지를 검증함으로써 상호주식보유의 성격을 규명하는 데 있다

아래의 실증분석에서 기업의 자본구조와 배당정책을 충분히 설명할 수 있도록 위의 <표 1>, <표 2>에 요약된 변수들을 포함하도록 해야 할 것이나, 자료의 제약과 통계적 유의도 등을 감안하여 기본회귀분석모형을 다음과 같이 확정하였다.

$$DRATIO_{jt} = \beta_0 + \beta_1 SM1_{jt} + \beta_2 GR_{jt} + \beta_3 TFA_{jt} + \beta_4 SIZE1_{jt} + \beta_5 DOL1_{jt} + \beta_6 DUM1_{jt} + \beta_7 DUM2_{jt} + \beta_8 DUM3_{jt} + \beta_9 S_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

$$PR_{jt} = \beta_0 + \beta_1 GR_{jt} + \beta_2 NS1_{jt} + \beta_3 DOL_{jt} + \beta_4 DUM1_{jt} + \beta_5 DUM2_{jt} + \beta_6 S_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (4)$$

위의 두 회귀모형에서 사용된 변수의 의미는 다음과 같다. 먼저, 자본구조모형 (3)의 종속변수인 부채비율(DRATIO)은 자기자본을 평가하는 방식에 따라 다음 네 가지의 부채비율을 사용하였다.

$$DRATIO = \text{부채비율} = DR, DR1, DR2, DR3$$

$$DR = \text{부채총계} / (\text{부채} + \text{외형자기자본}),$$

$$DR1 = \text{부채총계} / (\text{부채} + \text{상계처리방식에 의한 순자기자본}),$$

$$DR2 = \text{부채총계} / (\text{부채} + \text{자본조정방식에 의한 순자기자본}),$$

$$DR3 = \text{부채총계} / (\text{부채} + \text{자산조정방식에 의한 순자기자본})$$

배당정책모형 (4)의 종속변수는 다음과 같이 배당성향(PR)을 사용하였다.

$$PR_{jt} = DPS_{jt} / EPS_{jt}$$

$$DPS_{jt} = \text{주당 배당금}, EPS_{jt} = \text{주당 단기순이익}$$

두 회귀분석모형에 사용한 설명변수는 다음 세 가지 유형의 변수들로 구분할 수 있다. 먼저 기존 학설에서 제시되는 설명변수에서 지분관련변수를 제외한 변

수들인데, 다음의 방법으로 정의·계산하였다. 여기서 매출액이익율은 기간특성을 줄이기 위해 1989-1989, 1989-1990년의 매출액이익률의 평균치를 사용하였다. 모형에서 이 변수들의 역할은 지분관련변수의 성격과 역할을 검정하기 위한 통제변수로 해석할 수 있고, 그 의미와 역할은 기존의 연구들에서 검토된 바 있으므로 여기서는 생략하고자 한다.

$$SMI = LOG(\text{매출액이익률} = EBIT/\text{매출액})$$

$$GR = \text{매출액성장률} = (\text{sales } 89/\text{sales } 88) - 1$$

$$TFA = \text{유형고정자산/총자산}$$

$$SIZE1 = LOG(\text{총자산})$$

$$DOL1 = \text{영업레버리지} = LOG[(\Delta EBIT 89/EBIT 88)/(\Delta \text{sales } 89/\text{sales } 88)].^{28)}$$

$$NS1 = LOG(\text{주주의수})$$

지분관련변수들은 다음과 같이 정의된 대주주지분,²⁹⁾ 대주주순지분, 지배지분, 계열사지분을 개별적으로 또는 조합하여 사용하였다.³⁰⁾

$$S = \text{소유지분},$$

$$S1 = \text{대주주지분}(\%), S2 = \text{지배지분}(\%), S3 = \text{대주주순지분},$$

$$S4 = \text{계열사 보유지분} = S2 - S1$$

마지막으로 다음과 같이 주로 기업조직 또는 산업구조와 관련된 假變數(dummy variable)들로서, 계열집단소속 여부 *DUM1*, 상장 여부 *DUM2*, 제조업 여부 *DUM3*을 사용하였다.

$$DUM1 = (1 = 30\text{대재벌소속}, 0 = \text{독립기업})$$

$$DUM2 = (1 = \text{상장}, 0 = \text{비상장})$$

$$DUM3 = (1 = \text{제조업}, 0 = \text{비제조업})$$

DUM1, *DUM2*는 각각 계열기업집단의 조직구조상 특성과 비상장기업의 정보 비대칭성을 반영하기 위해, 그리고 *DUM3*는 자본구조에 대한 산업부문효과를 통

28) 우리는 설립연수와 유보금 및 감가상각비 등을 포함시켜 회귀분석을 해 보았으나 유의적인 계수를 얻지 못해 최종모형에 포함시키지 않았다. 감가상각비는 제조원가를 구성하는 직접감가상각비 자료를 얻지 못하고 간접감가상각비만을 구한 것이 이유일 수도 있다.

29) 대주주지분의 정의는 제III절에서 논의한 바와 같다.

30) 대주주지분, 지배지분, 상호주식보유지분은 제III절에서 논의하였다.

제하기 위해 사용하였다. 이들 가변수는 통제변수나 지분관련변수로서 충분하지 않거나 앞에서 논의한 바와 같은 한국의 금융산업에 존재하는 특수여건 또는 관행의 영향을 반영하기 위한 변수들이다.

앞의 두 기본모형 (3), (4)에 대한 회귀분석을 통해 <표 1>과 <표 2>와 같이 정리된 가설들을 검증함으로써, 자본구조와 배당성향에 대한 소유지분분포와 상호주식보유의 성격과 역할을 규명할 수 있을 것이다.

1. 자료설명

앞의 두 회귀모형을 검증하기 위한 기본데이터는 30대 재벌의 계열기업 415개와 상장독립기업 118개에 대한 1989년 현재의 재무제표와 지분자료를 이용하였다. 대상년도를 1989년으로 정한 것은 앞에서 설명한 대로 공개된 지분행렬자료가 동년도에 한정되어 있기 때문이다. 독립기업이란 상장기업 중 30대 재벌을 포함하여 어느 계열기업에도 속하지 않는 기업을 의미하며, 이들 기업만을 포함시킨 이유 역시 다른 기업들에 대한 상호주식보유상태에 대한 자료가 없기 때문이다. 독립상장기업을 분석대상에 포함시킨 것은 관측치의 수를 확대하고 계열소속기업에 대한 편의(bias)를 없애고자 함이고, 비상장기업의 재무자료가 공개되지 않았거나 정확성이 떨어지기 때문이다. 반면에 30대 그룹 계열사 중 비상장을 포함시킨 것은 상당수의 상호주식보유가 비상장기업과 연계되기 때문에 불가피한 선택이었다.

상장독립기업은 그룹계열기업과의 편차를 줄이기 위해 연간 매출액이 200억 이상인 기업을 기준으로 112개를 선정하였다. 그러나 비상장계열기업의 재무자료가 부실하거나 누락된 기업 또는 그룹 전체를 분석대상에서 제외하였다. 지분행렬과 재무제표자료는 주로 한국신용평가(주)의 재무제표자료를 이용하였고, 일부분은 상장사협의회 자료와 함께 사용하였다. 최종적으로 선정된 323개의 기업에 대한 회귀모형변수들의 특성은 부록의 <표 A4>에 요약되어 있다.

2. 실증분석결과: 자본구조

자본구조에 대한 기본 대표적 회귀분석모형식 (3)과 그 變種의 분석결과는 <표 3>과 <표 4>에 제시되어 있다. 전체적으로 보면, 매출액이익률(SM1), 성장률

(GR), 영업레버리지(DOL) 그리고 假變數(DUM1, DUM2, DUM3)의 일부는 회귀계수의 유의성이 대체로 낮지만, 기업규모나 유형고정자산의 비율은 유의적이며 기대하는 바와 같은 상관관계를 가지는 것으로 드러나고 있다. 한편, 이 연구의 주요 검증대상인 지분변수들은 비교적 높은 유의성을 가진 것으로 드러나고 있다.

먼저 자가자본을 수정하지 않은 경우에 대한 회귀분석결과를 검토해보자. <표 3>은 상호소유에 의한 버블효과를 수정하지 않은 장부상 자기자본과 부채비율 DR을 앞에서 든 설명변수 중 일부 또는 전부로 회귀분석한 결과이다. 모형의 설명력 adjusted R^2 값은 0.20에 가까운 수준으로, 이 결과는 기존의 다른 연구결과(선우석호, 1990; 윤봉한, 1989)와 대체로 유사한 수준이다. 변수들의 설명력을 보면, 우선 기업이익을 나타내는 매출액이익률(SMI)은 음의 상관관계를 나타내고 있는데, 이것은 기업이익이 많을수록 내부자금이 풍부해져 외부자금인 부채를 덜 사용할 것이라는 가설과는 일치하나, 법인세를 적게 지불하기 위해서 부채를 더 사용할 것이라는 가설과는 일치하지 않는다. 부채의 사용규모가 후자의 논리로 인해 그렇지 않은 경우보다 줄었기 때문에 순수하게 내부자금이 내포하는 부채 수준보다 더 많은 부채를 사용하고 있을 가능성도 있다. 이들 요인으로 인해 회귀계수의 유의성은 낮게 나타나는 것으로 추정된다.

기업성장률 GR는 限界的이기는 하지만, 양의 부호를 가지고 있어 성장률이 높으면 부채를 적게 사용할 것이라는 가설에 위배된다. 이러한 이유는 정확히 알 수 없으나, 우리 나라에서는 주식시장이 충분히 발달하지 못하여 기업이 성장기 회가 있더라도 자기자본을 활용할 수 있는 여건이 충분하지 못하므로, 차입금이나 채권발행 등으로 이러한 자금수요를 충당하는 것으로 유추해 볼 수 있을 것이다. 기업의 유형고정자산의 비율인 TFA는 앞에서 담보가치로 보아서는 부채비율과 양의 상관관계, 영업레버리지로 보아서는 음의 상관관계가 예상된다고 하였는데, t 값이 -2.0 내외로서 통계적으로 아주 유의적인 음의 계수를 보이고 있다. 즉, 담보가치로서의 역할보다는 영업레버리지로서의 관련성이 두드러져 보인다. 영업레버리지, 곧 EBIT의 변화가 매출액변화에 얼마나 민감한지를 측정한 변수 DOL은 음의 값을 가지므로, 영업레버리지가 큰 기업이 위험을 낮추기 위해 재무레버리지를 적게 사용할 것이라는 가설과 일치한다. 그러나 회귀계수의 유의성은 아주 낮게 나타나고 있는데, 아마도 영업위험과 연관된 다른 변수들, 예를 들어 유형고정자산비율이나 매출액수익률과의 공선성 때문일 것으로 보인다.

모형에 사용된 가변수 중 그룹소속 여부인 *DUM1*이나 제조업 여부인 *DUM3*에 대한 회귀계수는 대체로 유의적이지 못한데, 이 역시 다른 설명변수와의 상관관계 때문인 것으로 생각된다. 즉, 전자는 지분관련변수와 후자는 기업규모나 유형고정자산비율과 강한 공선성을 가질 것으로 추정할 수 있다. 그러나, 상장 여부를 표시하는 가변수 *DUM2*는 -3내외의 강한 유의성을 보여주고 있는데, 이와 같이 상장기업들의 부채비율이 보다 낮은 이유는 앞에서 지적한 대로, 이들 기업이 주식시장을 활용하기에 보다 유리하다는 사실을 반영하는 것으로 풀이할 수 있을 것이다.

이제 실증분석의 주요 목적인 지분관련변수의 검정결과를 해석해 보자. 먼저 자연인으로서의 대주주, 즉 소유경영자의 지배력을 의미하는 대주주지분이나 대주주의 순지분은 비교적 높은 유의수준의 음의 상관관계를 나타내고 있어 기대했던 대리인문제를 확인해 주는 결과로 해석할 수 있다. 반면에 음의 상관관계를 보이지만, 유의수준은 극히 낮은데, 그것은 계열사 보유지분이 갖는 양의 상관관계를 상쇄하기 때문일 것이다. 모형 4의 결과는 그와 같은 상쇄효과를 분명하게 보여 준다. 대주주지분은 비교적 유의적인 음의 상관관계임에 비해 계열사 보유지분은 그리 유의적은 아니지만, 양의 상관관계를 나타내고 있다.

이와 같은 회귀분석결과 <표 3>은 계열사 보유지분을 수정하지 않은 부채비율을 사용한 것이므로, 만일 자본시장이나 소유경영자가 이를 실질자본으로 평가하지 않는다면, 정확성이나 설명력은 떨어질 수 있다. <표 4>는 자기자본중 계열사 보유지분부분 만큼을 하향조정된 순자본으로 수정했을 때의 조정된 부채비율을 종속변수로 하여 실증분석한 결과를 보여 준다. <표 3>의 결과와 대비해 보면, 모형의 설명력이나 회귀계수의 유의성이 현저히 개선된 것을 알 수 있다. 이 결과는 자본시장이 효율적이라면 외형상의 부채비율보다는 실질자본의 크기를 기준으로 수정된 부채비율을 정확한 부채비율로 평가하는 것으로 해석할 수 있으므로, 그리 놀라운 결과가 아닌 것으로 보일 수 있다. 그러나 이것은 기업의 상호주식 보유방식과 지분분포-지배력의 관계에 대해 몇 가지 중요한 시사를 해주고 있다. 먼저, <표 3>의 조정부채비율은 자본수정방식에 의해 허수자본을 제거한 결과임을 상기하자. 이 수정방법이 타당하려면 기업의 계열기업에 대한 투자자산과 다른 계열기업에 의한 보유주식액이 대체로 일치해야 한다. <표 4>의 회귀모형의 설명력이 전반적으로 훨씬 개선된 점은 그와 같은 수정방식이 타당하며, 또한 투자자산이나 보유주식액이 허수적 성격임을 확인해 주는 것으로 해석

할 수 있다. 그러나 보다 중요한 함의는 지분관련 변수나 기업의 소유지배구조와 관련된 세 가지 가변수의 <표 3>의 결과에 비해 설명력이 뚜렷하고, 분명하게 나타나는 데 있다. 후자의 경우, 회귀변수는 모두 기대했던 방향으로 나타나고 있을 뿐 아니라, 유의성도 현저히 높아진 것을 알 수 있다. 이것은 그룹소속 여부, 상장 여부, 제조업 여부와 같은 주로 기업구조에 관련된 변수들이 자본구조에 반영되고 있음을 의미한다. 그룹소속기업의 부채의존이 크게 나타난 점은 담보위주, 재벌기업 우선의 대출관행을 확인해 주는 것으로 해석할 수 있다. 비제조업의 부채의존이 낮게 나타난 것은 이들 중 상당수의 기업이 유통, 건설과 같은 서비스업종에 속하는 기업인 반면, 금융업종에 속하는 기업은 상대적으로 적은 데 기인하는 것으로 생각된다. 따라서 비금융 서비스업종에 속하는 기업영향이 보다 크게 작용한 것으로 보인다. 지분관련변수들에 대한 결과를 보면, 외형상의 부채비율의 경우에 비해, 모든 지분변수의 설명력과 유의수준이 훨씬 개선되고 있다. 소유경영자의 인센티브를 나타내는 대주주지분과 대주주순지분의 경우, 설명력과 유의수준이 같은 방향으로 올라가고 있음을 계열사 보유지분이 자연인 주주의 상대적 지분을 동시에 변동시킨다는 식 (2)의 결과를 확인해 준다.

모형 4와 모형 5의 결과는 <표 3>의 경우와는 달리 계열사 보유지분의 성격과 역할을 명확히 보여 준다. 만일 계열사 보유지분이 외형상의 자본구조를 과장하는 효과밖에 없다면, 이를 제거한 수정부채비율인 $DR2$ 의 회귀분석에서 아무런 설명력이 없어야 할 것이다. 모형 4의 대주주지분이나, 모형 5의 대주주순지분은 회귀계수가 기대했던 대로 유의적인 음의 값을 가지고 있을 뿐 아니라, 계열사 보유지분을 대단히 높은 유의수준의 양의 값을 가지고 있다. 이것은 계열사 보유지분이 단순히 부채비율을 커 보이게 한다든가, 기업의 부채조달능력을 확대시키는 것으로 인식된다는 논리로 설명할 수 없으며, <표 2>에서 제시한 대로, 지배력을 확보한 소유경영자의 부채사용에 대한 인센티브를 확대한다는 가설을 지지하는 것으로 볼 수 있다. 이에 대한 증거는 모형 2의 결과에서도 간접적으로 확인되고 있는데, 계열사 보유지분의 부채에 대한 인센티브증가가 대주주의 직접지분이 가져오는 음의 인센티브효과를 압도하기 때문에 지배지분은 유의적인 양의 상관관계를 나타내는 것으로 해석할 수 있다.

<표 3>, <표 4>에서의 회귀분석결과가 사용된 표본의 크기나 허수자본의 수정 방식에 따라 달라지는지를 검토하기 위해 외형상 부채비율 DR , 상계방식에 따라 수정된 부채비율 $DR1$, 자산수정방식에 의한 수정부채비율 $DR3$ 에 대해 회귀분석

〈표 3〉 외형 부채비율 DR을 종속변수로한 자본구조 회귀분석

	회귀계수 β (t값)			
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
INTERCEPT	0.859 (15.93)	0.841 (15.05)	0.854 (15.57)	0.850 (15.32)
SM1	-0.013 (-0.79)	-0.009 (-0.55)	-0.011 (-0.69)	-0.014 (-0.84)
GR	0.073 (0.884)	0.072 (0.855)	0.071 (0.852)	0.071 (0.850)
TFA	-0.088 (-1.99)	-0.103 (-2.29)	-0.097 (-2.20)	-0.092 (-2.07)
SIZE1	0.039 (5.263)	0.040 (5.176)	0.039 (5.207)	0.040 (5.306)
DOL1	-0.002 (-0.25)	-0.003 (-0.29)	-0.003 (-0.30)	-0.002 (-0.24)
DUM1	0.024 (0.932)	0.037 (1.377)	0.034 (1.310)	0.016 (0.578)
DUM2	-0.081 (-2.98)	-0.087 (-2.97)	-0.089 (-3.24)	-0.072 (-2.43)
DUM3	-0.019 (-0.94)	-0.019 (-0.90)	-0.018 (-0.87)	-0.018 (-0.87)
S1	-0.114 (-2.54)	-0.008 (-0.174)	-0.063 (-1.45)	-0.091 (-1.69)
S2				
S3				
S4				
adj R ²	0.1999	0.1834	0.1889	0.2033
표본수	322	322	322	322

주: DR=부채비율=총부채/부채와 자본의 총계

SM1=LOG(매출액이익률=EBIT/매출액)

GR=매출액성장률=(sales89/sales88)-1

TFA=유형고정자산/총자산

SIZE1=LOG(총자산)

DOL1=영업레버리지=LOG[(Δ EBIT89/EBIT88)/(Δ sales89/sales88)].

DUM1=(1=30대 그룹, 0=비 30대 그룹)

DUM2=(1=상장, 0=비상장)

DUM3=(1=제조업, 0=비제조업)

S1=대주주지분

S2=지배지분=대주주지분+계열사 보유지분(S4)

S3=순지분

S4=계열사 보유지분

한 결과는 부록 〈표 A4〉에 요약되어 있다. 모형 1과, 모형 2는 외형상의 부채비율이 0.95 이상인 경우와 부록 〈표 A4〉의 DR2의 회귀분석에서 부채비율이 1을 넘는 경우³¹⁾의 기업을 제기한 표본을 사용하여 분석한 결과이다. 모형 3과 모형 4는 각각 상계방식에 의한 수정부채비율, 자산조정방식에 의한 수정부채비율을 사용한 분석결과이다. 이들 분석결과에서 모두 모형의 설명력은 떨어지고 있을 뿐 아니라, 회귀계수의 유의성도 훨씬 낮은 수준에 머무르고 있음을 알 수 있다.

3. 實證分析結果: 배당정책

〈표 5〉는 배당성향에 대한 회귀분석결과를 보여 준다. 이 결과들은 adjusted R²의 값이 0.12의 수준으로, 모형의 설명력은 Rozeff(1982)의 결과에 비해 다소

31) 즉, 자기자본을 자본수정방식으로 수정하여 자본잠식이 생기는 경우를 말한다.

〈표 4〉 조정부채비율 $DR2$ 를 종속변수로 한 자본구조 회귀분석

	회귀계수 β (t값)				
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
INTERCEPT	0.810 (16.48)	0.704 (13.36)	0.798 (15.35)	0.731 (15.72)	0.725 (15.58)
SM1	0.007 (0.453)	0.015 (0.959)	0.011 (0.696)	0.0005 (0.035)	0.0003 (0.019)
GR	0.121 (1.599)	0.103 (1.305)	0.116 (1.461)	0.100 (1.437)	0.097 (1.384)
TFA	-0.031 (-0.77)	-0.094 (-2.22)	-0.053 (-1.27)	-0.061 (-1.65)	-0.068 (-1.85)
SIZE1	0.012 (1.825)	0.021 (2.961)	0.012 (1.732)	0.023 (3.658)	0.024 (3.784)
DOL1	0.001 (0.118)	0.00065 (0.078)	-0.0002 (-0.02)	0.002 (0.275)	0.018 (0.241)
DUM1	0.107 (4.503)	0.107 (4.207)	0.130 (5.308)	0.043 (1.860)	0.0427 (1.821)
DUM2	-0.090 (-3.65)	-0.064 (-2.32)	-0.109 (-4.21)	-0.019 (-0.76)	-0.018 (-0.72)
DUM3	-0.041 (-2.18)	-0.033 (-1.65)	-0.038 (-1.92)	-0.031 (-1.75)	-0.028 (-1.64)
S1	-0.277 (-6.76)			-0.093 (-2.07)	
S2		0.158 (3.801)			
S3			-0.153 (-3.70)		-0.061 (-1.61)
S4				0.300 (7.525)	0.326 (9.52)
adj R^2	0.4380	0.3844	0.3830	0.5228	0.5224
표본수	322	322	322	322	322

주: $DR2$ =부채비율=총부채/부채+자본조정에 의한 순자기자본

SM1=LOG(매출액이익률=EBIT/매출액)

GR=매출액성장률=(sales89/sales88)-1

TFA=유형고정자산/총자산

SIZE1=LOG(총자산)

DOL1=영업레버리지=LOG[(Δ EBIT89/EBIT88)/(Δ sales89/sales88)].

DUM1=(1=30대 그룹, 0=비 30대 그룹)

DUM2=(1=상장, 0=비상장)

DUM3=(1=제조업, 0=비제조업)

S1=대주주지분

S2=지배지분=대주주지분+계열사 보유지분(S4)

S3=순지분

S4=계열사 보유지분

떨어지지만, 결정요인으로 논의한 변수들은 모두 예상한 방향으로 유의적인 회귀계수를 가지고 있다. 먼저 지분변수 이외의 변수들에 대한 회귀분석결과를 보면, 거래비용의 변수로서 매출액성장률과 외부주주의 수는 예상했던 바와 같은 방향으로 통계적으로 유의한 회귀계수가 측정되었다. 즉, 매출액성장률의 회귀계수는 -2.3 내외의 수준으로서 성장률이 1% 늘면 배당성향은 그만큼 줄어든다. 이것은 성장성이 높은 기업은 그만큼 배당을 적게 한다는 가설과 일치한다. 외부주주의 수는 양의 유의한 계수를 갖는데, 이것은 외부주주의 수가 많을수록 대리인문제가 커서 배당을 많이 한다는 가설과 일치한다. 그러나 영업위험의 회귀계수는 통계적으로 거의 무의미한 낮은 유의성을 보이고 있어 배당성향에 미치는 영향이

〈표 5〉 배당성향 PR를 종속변수로한 회귀분석

	회귀계수 β (t값)			
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
INTERCEPT	7.765 (26.91)	7.674 (27.56)	7.745 (27.08)	7.774 (26.86)
GR	-0.943 (-2.39)	-0.854 (-2.16)	-0.871 (-2.20)	-0.930 (-2.35)
NS1	0.098 (3.558)	0.105 (3.874)	0.098 (3.587)	0.099 (3.576)
DOL1	0.023 (0.597)	0.020 (0.517)	0.022 (0.565)	0.023 (0.588)
DUM1	-0.0001 (-0.001)	0.200 (1.945)	0.057 (0.543)	-0.007 (-0.07)
DUM3	0.105 (0.952)	0.125 (1.135)	0.116 (1.051)	0.109 (0.982)
S1	-1.078 (-4.60)	-1.055 (-4.72)	-1.079 (-4.64)	-1.005 (-3.65)
S2				
S3				
S4				-0.131 (-0.51)
adj R ²	0.1257	0.1284	0.1265	0.1238
표본수	333	333	333	333

주: PR=배당성향

GR=매출액성장률=(sales89/sales88)-1

NS=LOG(주주의 수)

DOL1=영업레버리지=LOG[(Δ EBIT89/EBIT88)/(Δ sales89/sales88)].

DUM1=(1=30대 그룹, 0=비 30대 그룹)

DUM3=(1=제조업, 0=비제조업)

S1=대주주지분

S2=지배지분=대주주지분+계열사 보유지분(S4)

S3=지분

S4=계열사 보유지분

거의 없음을 보여주고 있다.

모형 1, 2, 3의 결과에서 나타나는 바와 같이 대주주지분, 지배지분, 대주주지분은 모두 소유경영자의 인센티브설과 일치하는 음의 상관관계이며 거의 같은 수준의 설명력을 가지는 것을 보여 주고 있다. 회귀변수는 모두 -1.06 내외의 수준이며, t값은 -4.7 전후로 1% 이내에서도 유의적인 강한 설명력을 나타내고 있다. 이것은 지분 1%가 늘어나면 로그를 취한 배당성향은 비슷한 정도로 줄어들게 됨을 의미한다. 적어도 배당정책에서는 자본구조의 경우와는 달리 이들 지분변수가 같은 방향과 크기의 상관관계임을 시사한다. 이것은 모형 4의 경우에서도 확인되고 있는데, 계열사 보유지분은 별다른 설명요인이 아니며, 대주주의 지배력에 따르는 인센티브를 강화하는 수준에 그치는 것으로 나타나고 있다.

4. 實證分析結果: 종 합

지분분포와 자본구조의 왜곡이 재무정책에 주는 영향을 실증분석한 결과는 다

음과 같이 요약할 수 있다. 재무정책에서 소유경영자의 인센티브를 반영하는 대주주지분, 대주주순지분은 조정된 부채비율이나 배당성향에 대해 높은 유의수준의 음의 상관관계를 보여 주고 있다. 이것은 대리인 이론이 시사하는 바와 일치한다. 이들 두 변수의 설명력은 거의 유사한 수준이지만 순지분의 경우 다소 높은 것으로 나타난다. 이것은 자연인주주의 상대적인 지분분포가 상호주식보유에 의해 크게 달라지지 않음을 확인해 준다.

상호주식보유의 영향은 주로 계열사보유지분에 의해 자본구조에 커다란 영향을 주는 것으로 보인다. 계열사 보유지분은 대주주지분이나 순지분과는 정반대의 방향으로 나타나고 있으며, 훨씬 강한 상관관계를 보이고 있다. 이것은 순위이론이나 통제이론이 제시하는 함의와 일치한다. 계열사 보유지분이 수정된 부채비율에 강한 양의 상관관계를 보이고 있다. 계열사보유지분이 지배력을 크게 함과 동시에 필요한 대주주지분이나 대주주순지분을 감소시키켜 외부차입의 필요량을 증가시키기 때문이다.

회귀분석의 결과는 소유경영자나 금융시장이 계열사 보유지분 허수적 성격의 자본이며, 외형상의 부채비율을 낮추고 있음을 정확히 평가하는 것으로 확인해 주고 있다. 이것은 계열기업의 자기자본을 상호주식보유지분에 해당하는 크기만큼 직접 제거하여 얻어지는 조정된 부채비율에 대한 회귀모형에서 모형 전체나 설명변수의 설명력이 현격히 향상되는 것으로도 확인된다. 따라서 자본구조의 특성을 논의하는 데 외형상의 부채비율은 무의미하며, 커다란 오류의 원인이 될 수 있다.

자본조정방식의 부채비율이 정확한 정보임은 계열기업의 상호보유주식이 각 계열기업의 자본과 자산의 양면에서 비슷한 수준임을 시사한다. 지배적인 대주주가 그룹 전체에 대해 가지는 강력한 지배력을 고려하면, 대리인비용이 보다 작은 부채를 선호하게 함으로써 부채의존을 증가시키는 유인을 제공하게 된다. 이 결과는 계열사 보유지분이 조정된 부채비율에 대해 높은 유의수준의 양의 상관관계를 나타낸다는 사실로 확인된다. 외형상의 부채비율확대에 따른 부채조달능력과는 무관하다.

VI. 요약 및 결론

계열기업집단체제의 한국 대기업은 상호주식보유로 인해 외형상의 지분분포와

자본구조가 심하게 왜곡되어 있다. 계열사간 상호주식보유행렬로부터 이러한 왜곡을 수정하면 대주주의 실질지분인 순지분은 외형상지분의 약 1.8배이며, 자기자본과 부채-자기자본비율은 실제보다 각각 23%, 130% 과대·과소계산되어 있다. 부채비율과 배당성향에 대해 이들 지분변수가 갖는 영향력을 검증해 본 결과, 수정된 부채비율의 경우가 훨씬 잘 설명될 뿐 아니라, 설명변수에 대해서도 대리인이론이나 순위이론과 합치되는 결과를 보여 준다. 특히, 계열사 보유지분은 외형상으로 부채조달능력을 단순히 확대하는 데 그치지 않고 소유경영자의 부채의 존동기를 유발한다는 확인해 주고 있다.

우리의 실증적 연구결과는 신뢰할 만한 소유지분자료나 시장데이터의 부족으로, 1989년의 30대 재벌그룹 계열기업에 대한 분석결과로 제한되어 있다. 그러나 대다수의 대기업이 재벌그룹의 경우와 비슷한 지분분포를 가지고 있을 뿐 아니라, 최근에 이르기까지 이러한 지분특성이 유지되고 있음을 볼 때, 보다 확대된 표본자료에서도 우리의 결론이 크게 달라지지는 않을 것으로 생각된다.

參 考 文 獻

1. 공병호, “한국재벌의 소유에 관한 연구”, 한국경제연구원, 1994.8.
2. 김건식, “소수주주의 보호와 지배주주의 성실의무”, 『법학 34권 3/4호, 1992.
3. 김경수·김우택·박상수·장대홍, “계열기업구조와 기업가치”, 한림대학교 Working Paper, 1997.
4. 김우택·장대홍·김경수, “기업가치와 대주주지분율에 관한 실증적 연구”, 『재무연구』, 제6호, 1993.8.
5. 선우석호, “한국 기업의 재무구조 결정요인과 자본비용”, 『재무연구』, 제3호 1990.12, pp.6-12.
6. 윤봉한, “우리 나라 제조업의 資本構造決定要因에 대한 실증적 연구”, 『신평저널』, 1989 봄호, pp.38-54.
7. 이원흠, “상호지급보증규제의 재무적 영향에 관한 연구”, 『증권학회지』, 제16집, 1994.
8. 임웅기, 『기업소유구조와 자본시장발전』, 한국신용평가주식회사, 1988.
9. ———, 『한국 기업 소유구조의 결정요인』, 『재무연구』, 제2호, 1989.12.
10. 정병휴·양영식, “한국 재벌부문의 경제분석”, 한국개발연구원, 1992.
11. 조동성, 『한국재벌연구』, 매일경제신문사, 1990.5.

12. 진태홍, "일본 기업집단의 상호주식보유와 경제적 의미", 『재무관리연구』, 10권, 1993.6, 한국신용평가주식회사, 『재벌분석보고서』, 1990.
13. Aoki, Masahiko, "Toward an Economic Model of the Japanese Firm", *Journal of Economic Literature* 28, 1990.
14. Asquith, P. and R. Mullins, "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder Wealth", *Journal of Business*, January, 1983.
15. Berens, and C. L. Cuny, "Inflation, Growth and Capital Structure", unpublished working paper, University of California at Irvine, June, 1993.
16. Diamond, D., "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, 1984, pp.393-414.
17. Easterbrook, F., "Two Agency-Cost Explanations of Dividend", *American Economic Review*, 74, 1984, pp.327-349.
18. Friend, I. and L. Lang, "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance* 43, 1988, pp.271-281.
19. Grossman, S. and O. Hart, "One Share-One Vote Rule and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp.175-202.
20. _____, "Takeover Bids, the Free-Rider Problems, and the Theory of Corporation", *Bell Journal of Economics*, 11, September, 1980, pp.40-64.
21. Harris, M. and A. Raviv, "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules", *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp.203-235.
22. Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein, "Bank Monitoring and investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships", in R.G. Hubbard ed., *Asymmetric Information, Corporation, Corporate Finance and Investment*, The University of Chicago Press, 1992.
23. Jaang, Daehong T., "Management Discipline and Investor Protection", Symposium Proceeding, the Korea Finance Association, Fall, 1997.
24. _____, "Control in the Business Group with a Cross Shareholding", *Hallym University working paper*, 1998.
25. Jensen, M., "Agency Cost of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, 2, 1986, pp.323-329.

26. Jensen, M., and W. H. Meckling, "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October, 1976, pp.305-360.
27. Kraus, A. and R. Litzenberger, "A State Preference Model of Optimal Financial Leverage", *Financial Management*, 1973.
28. Martin, J. D. and D. F. Scott, "A Discriminant Analysis of the Corporate Debt-Equity Decision", *Financial Management*, 1974.
29. Miller, M. and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Value of Shares", *Journal of Business*, 1961, pp.411-433.
30. Miller, M. M. and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of financial Economics*, 1984.
31. Modigliani F. and M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 1958.
32. Myers, S., "Determinants of Corporate Borrowings", *Journal of Financial Economics*, 5, 1977, pp.147-175.
33. Myers, S. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13, 1984, pp.187-221.
34. Ross, S. A., R. W. Westerfield and J. Jaffe, *Corporate Finance*, 4th edition, Irwin, 1996.
35. Rozeff, M. S., "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Economics*, Fall, 1982, pp.249-259.
36. Sheard, P. "Interlocking Shareholding and Corporate Governance", in M. Aoki ed., *The Japanese Firms: Sources of Competitive Strength*, Oxford, Clarendon Press, 1992.
37. Shleifer, A. and R. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52, 1997, pp.737-783.
38. Stultz, R., "Takeover Resistance, Managerial Discipline and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 20, 1988.
39. Titman, S. and R. Wessles, "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance* 3, 1988, pp.1-19.

부 록

〈표 A1〉 쌍용그룹의 상호주식보유 지분행렬, 1989년 말

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	김석원과 그 친인척	합계
1 쌍용(주)										23.6												8	31.6
2 고려화재해상보험																						21.4	21.4
3 남광토건								34.5														34.5	34.5
4 동성고속관광												100											100
5 범아석유														100									100
6 승리기계제작소	94.5																						94.5
7 승리전자	99																						99
8 쌍용건설	6.9									58.6				14.5									92
9 쌍용경제연구소																		98					88
10 쌍용양회공업																						17.6	17.6
11 쌍용엔지니어링										75.8				10.4	13.8								100
12 쌍용자동차														17.3									17.3
13 쌍용정공												33.3										11.7	45
14 쌍용정유										45.7													45.7
15 쌍용제지	7.2									50.9		7.2											65.3
16 쌍용중공업	2									86.5													88.5
17 쌍용컴퓨터									2	84.6				10.3									96.9
18 쌍용투자자문																		99.9					99.9
19 쌍용투자증권										31.9		2.1				2.7							36.7
20 쌍용해운	5									89.5					2								96.5
21 파슨스퍼시픽										50													50

자료: 한국신용평가(주), 『한국재벌분석보고서』, 1990.

〈표 A2〉 30대 그룹 평균지분 분포, 1989년 말

그룹명	기업수	A. 대주주지분, %	B. 지배지분, %	C. 대주주순지분, %	B/C
대림	13	2.992 (5.456)	71.923 (35.314)	8.369 (4.599)	8.70
동아그룹	16	28.868 (28.871)	79.231 (30.197)	46.443 (22.935)	1.53
대우	27	4.593 (11.329)	49.059 (31.756)	8.667 (11.600)	4.81
동부	13	10.846 (16.989)	54.177 (31.101)	15.842 (16.419)	2.69
동국제강	13	15.438 (28.796)	63.738 (26.545)	33.860 (25.231)	1.91
동양	10	7.260 (15.329)	72.740 (29.081)	27.103 (10.411)	2.26
두산	20	9.830 (18.038)	62.005 (30.379)	25.123 (15.863)	2.07
한라	6	49.067 (43.730)	81.117 (29.555)	66.027 (38.597)	1.28
한진	17	20.594 (22.610)	57.988 (31.680)	34.027 (20.864)	1.54
한일	13	14.323 (19.070)	64.377 (23.431)	35.239 (15.392)	1.77
한양	4	30.075 (8.070)	41.875 (16.584)	33.969 (9.644)	1.18
효성	13	5.723 (9.675)	47.185 (21.608)	16.083 (7.213)	2.49
현대	37	18.954 (21.288)	64.797 (25.965)	37.108 (20.726)	1.72
기아	10	0.380 (1.201)	62.390 (28.008)	2.384 (0.741)	7.69
고려합섬	5	1.600 (3.578)	56.020 (33.649)	5.954 (1.986)	3.79
코오롱	18	3.967 (9.340)	62.339 (30.047)	10.133 (9.609)	4.92
국동건설	8	14.825 (25.162)	76.225 (36.437)	22.131 (23.460)	2.66
금호	11	5.836 (15.070)	49.081 (29.522)	10.277 (14.174)	3.86
롯데	28	29.314 (32.817)	69.521 (27.870)	54.550 (30.400)	1.36
미원	17	28.171 (38.098)	66.524 (28.412)	49.894 (32.727)	1.40
삼미	13	6.454 (11.695)	52.215 (29.751)	15.111 (11.375)	2.73
삼성	37	6.008 (10.101)	49.619 (24.423)	11.171 (9.269)	3.42
쌍용	21	2.795 (6.342)	67.638 (32.389)	10.492 (5.448)	4.91
선경	22	17.423 (27.277)	62.614 (29.229)	23.454 (27.147)	2.38
통일	17	65.918 (30.967)	66.647 (30.937)	66.107 (39.310)	1.0
우성건설	7	20.186 (38.413)	70.671 (25.325)	54.768 (30.064)	1.36
합 계	416	15.425 (25.151)	64.147 (56.798)	27.498 26.547	2.22

주: () 안의 값은 표준편차임.

자료: 한국신용평가, 『한국재벌분석 보고서』, 1990.

〈표 A3〉 30대 그룹 자본구조, 1989년 말

(단위: 십억원, %)

그룹명	기업수	총자산	부채	자기자본	계열사 보유지분	순자기자본	부채비율* (%)	조정부채 비율**(%)
현대	35	17,579	13,461	4,117	1,260	2,857	76.6	82.5
대우	25	17,570	14,050	3,541	663	2,977	80.0	82.5
삼성	36	18,761	16,394	2,367	526	1,841	87.0	89.9
쌍용	20	4,218	2,904	1,313	437	877	68.9	76.8
한진	16	6,648	6,463	185	143	171	97.0	97.4
극동	8	4,350	3,726	624	130	494	85.7	88.3
선경	18	4,557	3,448	1,109	373	736	75.7	82.4
대림	13	3,682	2,911	771	70	701	79.0	80.6
롯데	26	2,514	1,172	1,337	272	1,065	46.6	52.4
기아	9	3,072	2,238	835	150	685	72.8	76.6
동아	15	3,193	2,876	202	36	166	90.1	94.5
동국	12	2,049	1,465	580	126	454	71.5	76.3
금호	9	1,856	1,248	608	137	470	67.3	72.6
효성	10	1,744	1,263	481	71	410	72.4	75.5
두산	19	1,738	1,328	408	140	268	76.5	83.2
한일	13	2,303	1,873	430	55	375	81.3	83.3
동양	9	2,589	1,962	627	214	413	75.8	82.6
삼미	11	1,485	974	458	19	439	65.6	68.9
동부	11	1,573	1,418	240	72	167	90.0	89.5
미원	16	1,332	1,008	324	51	274	75.7	78.6
코오롱	18	1,313	895	375	73	302	68.2	74.8
한라	5	890	683	207	57	150	76.8	82.0
고합	5	848	671	177	36	141	79.1	82.6
우성	5	1,000	679	153	49	104	67.9	86.7
통일	15	887	649	237	0	237	73.1	73.2
한양	4	783	751	32	-2	34	95.9	95.7
전체	383	108,530	86,507	5,030	5,030	16,708	79.7	83.8

주: *) 부채비율=부채/(부채+자기자본),

**) 조정부채비율=부채/(부채+자기자본-계열사출자자본)

자료: 한국신용평가, 『한국재벌분석 보고서』, 1990.

〈표 A4〉 표본자료의 특성-변수의 평균값 (표준편차)

변 수	30대 그룹			독립기업 (112*)	전체기업 (독립+30대) (323*)
	전체(상장+비상장) (211*)	상 장 (98*)	비상장 (133*)		
SM	2.603 (1.622)	2.360 (1.296)	2.814 (1.839)	2.258 (0.603)	2.483 (1.367)
GR	0.169 (0.117)	0.149 (0.098)	0.186 (0.129)	0.097 (0.080)	0.144 (0.111)
TFA	0.348 (0.240)	0.323 (0.203)	0.369 (0.268)	0.322 (0.132)	0.339 (0.209)
SIZE	0.332 (0.645)	0.568 (0.843)	0.128 (0.272)	0.061 (0.050)	0.238 (0.537)
DOL	1.852 (1.782)	1.852 (1.782)	1.986 (1.817)	1.928 (1.869)	1.879 (1.810)
S1	0.145 (0.220)	0.151 (0.199)	0.140 (0.237)	0.266 (0.126)	0.187 (0.201)
S2	0.555 (0.286)	0.378 (0.230)	0.708 (0.238)	0.266 (0.126)	0.455 (0.279)
S3	0.255 (0.234)	0.203 (0.196)	0.301 (0.256)	0.266 (0.126)	0.259 (0.203)
S4	0.410 (0.323)	0.227 (0.247)	0.568 (0.297)	N/A	0.268 (0.326)
DR	0.700 (0.174)	0.699 (0.140)	0.701 (0.200)	0.581 (0.134)	0.659 (0.171)
DR1	0.710 (0.182)	0.724 (0.169)	0.698 (0.192)	0.582 (0.134)	0.665 (0.177)
DR2	0.800 (0.164)	0.757 (0.132)	0.836 (0.180)	0.582 (0.134)	0.724 (0.186)
DR3	0.781 (0.435)	0.762 (0.157)	0.797 (0.576)	0.582 (0.134)	0.712 (0.372)
PR	N/A	0.597 (0.477)	N/A	0.456 (0.317)	0.495 (0.371)
NSH	N/A	17862 (23750)	N/A	6689 (9078)	9073 (14389)

주: *) 표본기업수를 의미함, N/A) 해당사항 없음.

SM=매출액이익률=EBIT/매출액

GR=매출액성장률=(sales89/sales88)-1

TFA=유형고정자산/총자산

SIZE=총자산

DOL1=영업레버리지=LOG[(Δ EBIT89/EBIT88)/(Δ sales89/sales88)].

S1=대주주지분, S2=지배지분=대주주지분+계열사 보유지분(S4)

S3=순지분, S4=계열사 보유지분

DR=부채비율=총부채/부채와 자기자본

DR1=부채총계/(부채+상계처리방식에 의한 순자기자본)

DR2=부채총계/(부채+자본조정방식에 의한 순자기자본),

DR3=부채총계/(부채+자산조정방식에 의한 순자기자본)

PR=배당성향

NS1=주주의 수

〈표 A5〉 부채비율 DR (모형 1, 모형 2), $DR1$ (모형 3), $DR3$ (모형 4)에 대한 회귀분석의 비교

	회귀계수 β (t값)			
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
<i>INTERCEPT</i>	0.859 (15.43)	0.850 (15.32)	0.633 (10.49)	0.889 (6.841)
<i>SM1</i>	-0.129 (-0.78)	-0.014 (-0.84)	-0.040 (-2.25)	-0.055 (-1.42)
<i>GR</i>	0.081 (0.975)	0.071 (0.850)	0.063 (0.695)	0.119 (0.609)
<i>TFA</i>	-0.074 (-1.64)	-0.092 (-2.07)	0.024 (0.485)	-0.180 (-1.73)
<i>SIZE1</i>	0.043 (5.574)	0.040 (5.306)	0.011 (1.269)	0.025 (1.385)
<i>DOL1</i>	-0.0034 (-0.39)	-0.002 (-0.24)	-0.002 (-0.17)	-0.016 (-0.79)
<i>DUM1</i>	0.016 (0.585)	0.016 (0.578)	0.120 (3.960)	0.129 (1.975)
<i>DUM2</i>	-0.082 (-2.70)	-0.072 (-2.43)	-0.005 (-0.15)	-0.118 (-1.71)
<i>DUM3</i>	-0.025 (-1.19)	-0.018 (-0.87)	0.008 (0.374)	-0.011 (-0.23)
<i>S1</i>	-0.066 (-1.22)	-0.091 (-1.69)	-0.017 (-0.29)	-0.050 (-0.40)
<i>S4</i>	0.027 (0.557)	0.038 (0.810)	-0.015 (-0.30)	-0.059 (-0.54)
<i>adj R²</i>	0.2134	0.2015	0.1209	0.072
표본수	311	322	322	322

주: $SM1 = \text{LOG}(\text{매출액이익률} = EBIT/\text{매출액})$
 $GR = \text{매출액성장률} = (\text{sales89}/\text{sales88}) - 1$
 $TFA = \text{유형고정자산}/\text{총자산}$
 $SIZE1 = \text{LOG}(\text{총자산})$
 $DOL1 = \text{영업레버리지} = \text{LOG}[(\Delta EBIT89/EBIT88)/(\Delta \text{sales89}/\text{sales88})]$
 $DUM1 = (1 = 30\text{대 그룹}, 0 = \text{비 30대 그룹})$
 $DUM2 = (1 = \text{상장}, 0 = \text{비상장})$
 $DUM3 = (1 = \text{제조업}, 0 = \text{비제조업})$
 $S1 = \text{대주주지분}$
 $S2 = \text{지배지분} = \text{대주주지분} + \text{계열사 보유지분}(S4)$
 $S3 = \text{순지분}$
 $S4 = \text{계열사 보유지분}$
 $DR = \text{부채비율} = \text{총부채}/\text{부채와 자본의 총계}$
 $DR1 = \text{부채총계}/(\text{부채} + \text{상계처리방식에 의한 순자기자본})$
 $DR3 = \text{부채총계}/(\text{부채} + \text{자산조정방식에 의한 순자기자본})$