

# 소유구조와 기업가치 및 경영성과와의 관련성\*

임선화\*\* · 최윤이\*\*\*

## ■ 요약

증권시장의 개방 이후 국내증시에서 외국인투자자의 비중은 국내의 기관투자자 및 개인투자자 등을 비롯하여 가장 중요한 투자자라 해도 과언이 아닐 것이다. 뿐만 아니라 국내기업의 대주주지분율은 이미 기업의 여러 가지 경영정책의 방향 수립 및 의사결정 권한 등을 행사하여 기업가치 및 성과의 막대한 영향을 끼치는 중요한 요인으로 연구되고 있다. 이에 본 연구는 소유구조가 기업가치와 경영성과에 미치는 영향을 분석하여 외국인투자자지분율과 대주주지분율로 이루어진 소유구조가 기업가치에 어떤 영향을 주는지 또 재무적 비재무적 경영분석이 필요한 기업측면에서 어떠한 영향을 미치는지 살펴봄으로써 기업의 내·외부이용자들로 하여금 더욱 합리적이고 가치 있는 투자정보나 재무정보를 제공하여 그 쓰임새의 적용범위를 넓히고 고급정보를 제공하는데 기여하고자 한다. 본 연구의 검증을 위해 2009년부터 2016년까지 유가증권시장의 거래소상장기업을 중심으로 소유구조가 기업가치와 경영성과에 미치는 영향에 관해 심층적으로 검증하였으며, 이에 대한 결과는 다음과 같다.

첫째, 외국인투자자 지분율이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 외국인투자자지분율은 기업가치에 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있는 것을 알 수 있다. 이는 외국인투자자지분율이 기업가치를 높이는데 큰 영향을 미치는 것을 의미한다.

둘째, 대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 대주주지분율의 증가는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으며,

셋째, 외국인투자자지분율 경영성과에 미치는 영향을 분석한 결과 외국인투자자지분율이 커지면 경영성과에도 긍정적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다.

마지막으로 대주주지분율이 경영성과에 미치는 영향을 분석한 결과 대주주지분율 증가 또한 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

핵심 주제어 : 대주주지분율, 외국인지분율, 기업가치, 경영성과, 소유구조

\* 본 연구는 제1저자의 석사학위 논문을 요약 및 보완한 논문임

\*\* 제1저자, 단국대학교 대학원 재무회계전공 박사과정

\*\*\* 교신저자, 안산대학교 세무회계과 겸임교수, 6262yy@naver.com

〈논문 투고일〉 2018. 10. 24

〈논문 수정일〉 2018. 11. 22

〈게재 확정일〉 2018. 11. 23

## I. 서 론

중세 봉건사회의 몰락 이후 초기 자본주의 경제체제의 단순한 개인 기업들은 그들만의 자본의 집적과 경영의 확대가 가능했으나 점차 그 규모가 확대됨에 따라 자본이나 신용 등에서 한계를 나타내면서 산업혁명이나 글로벌 시장경제의 활성화 등으로 인해 그 구조가 개인기업인 사기업의 형태에서 오늘날의 여러 가지 형태로 변화되어 왔다. 이러한 기업 소유구조의 변화는 현대의 치열한 자본주의 시장경제에서 기업들의 소유구조에 따른 보유지분이 기업의 경영활동에 따른 정책수립이나 의사결정의 권한 그리고 기업성과로 인한 책임 소재를 파악함에 있어 얼마나 중요한 영향을 미치는지 알 수 있는 대목이다.

기업의 소유구조는 크게 주주와 경영자로 나누어 볼 수 있는데 가족기업의 특성을 가지고 있는 대부분의 국내 기업은 소유와 경영이 잘 분리되어 있지 않고 대주주에게 집중되어 있으며 이에 따라 기업의 의사결정면에서 당연히 대주주의 영향력이 클 수밖에 없는데 이것은 부정할 수 없는 사실이다.

구효진(2015)의 연구에<sup>1)</sup> 따르면 대주주지분율이 기업가치와 자본비용에 미치는 두 가지 이론이 존재하는데, 대주주지분율이 장기적으로 기업가치를 증가시켜 의사결정을 도모 할 수 있는 이해일치가설과 사적이익 추구에 견제장치가 감소하므로 보다 재량적 의사결정을 도모할 수 있다는 이해상충가설이 존재한다고 하였으며, 통상 국내 자본시장의 경우 대주주지분율에 대해서는 이해상충가설이 지지를 받고 있다고 하였다. 즉 대주주지분율이 높다는 것이 좋지 않은 관점이 주를 이루고 있으며 이는 사적이익을 추구하고자 의사결정을 내리거나 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 우려하고 있음을 알 수 대목이다.

한편 정부가 1998년 5월 25일 외국인투자자의 지분한도를 완전 폐지한다는 외국인투자촉진법을 개정함에 따라 외국인투자자들은 국내주식 보유비중을 지속적으로 높여왔고 이에 따라 외국인투자자지분을 또한 국내기업 내의 영향력 행사를 증가하고 있는 추세이다.

금융감독원에 따르면 2016년도 말 현재 외국인투자자의 상장주식 보유시가총액은 약 635.9조원에 이르며 이는 유가증권시장의 보유비중이 37.1%, 코스닥시장의 보유비중은 12.8%에 이른다고 한다(금융감독원).

안윤영 등(2010)의 연구에서는 지속적으로 증가하는 외국인투자비율의 요인을 외국인투자자는 일반적인 투자자에 비해 정보적 관점에서의 우위 또는 정보 해석능력에서의 우위를 가지고 있어 외국인투자자의 지분율이 갖는 의미가 남다를 수 있다고 지적했다.

이처럼 대주주지분율과 외국인투자자지분율은 각각 국내기업 내에서 이미 상당한 영향력을

1) 본 논문에서 저자(연도)의 연구에 의하면(따르면) 또는 저자(연도)의 연구에서(는) 등에서의 모든 내용은 저자(연도)의 논문을 인용하여 본 연구의 목적에 타당하게 심층적으로 정리하여 제시한 것이다.

행사하고 있고 의사결정단계에까지 밀접하게 관여함으로써 여러 가지 측면에서 다각화되고 있다는 것을 알 수 있다.

이에 따라 그동안의 연구들을 살펴본 결과 대주주지분율과 외국인지분율 각각의 증감 결과를 중심으로 기업소유구조와의 상관관계 및 기업성과 간의 관계를 검증하거나 기업가치 및 대주주와의 상관관계 규명 등에 대한 연구를 많이 다루어 왔었다. 이를 토대로 대주주지분율과 외국인투자자지분율로 설명되는 소유구조가 기업 내·외부 이용자로 하여금 점차 글로벌 시장경제로 변하고 있는 현재의 트렌드에 맞는 기업분석측면에서의 재무분석에 미치는 영향에 대한 연구가 필요한 것은 당연한 일이다. 또한 2008년 금융위기 이후 국내 주식시장의 폭락으로 인해 기업의 소유구조상의 대주주나 외국인투자자지분율간의 변동이 있었을 것이고 그에 따라 소유구조에도 변화가 있었을 것이라고 예상됨으로 이 또한 기업가치 및 경영성과에 영향을 미쳤을 것이라고 판단된다.

따라서 본 연구에서는 기업측면에서의 재무분석 그중에서도 소유구조가 국내기업의 기업가치와 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구를 하고자 한다. 최근자료를 이용한 분석을 통해 소유구조가 기업가치와 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지 파악함으로써 소유구조에 따른 기업가치, 기업의 효과적인 통제 및 합리적인 성과측정에 대한 시사점을 제공하여 기업의 내부이용자의 의사결정 및 외부이용자의 기업 투자 시 유용한 정보 제공을 목적으로 한다.

## II. 선행연구와 가설의 설정

### 1. 선행연구의 검토

소유구조에 관한 연구는 다양하고 활발하게 진행되어 왔는데 Constaned et al.(1991)의 연구에서는 일본기업을 대상으로 하여 1979년부터 1989년까지의 자료를 활용하여 기업부동산과 기업 가치의 관계를 분석하였는데 연구 결과를 보면, 지가가 PER로 측정된 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 1980년대 일본의 기업가치가 증가한 것은 보고된 이익뿐만 아니라 토지와 같은 내재적인 자원으로부터 보고되지 않은 이익의 변화 역시 포함한 것으로 해석하였다. 강지훈(2001)의 연구에서는 기관투자자와 외국인투자자의 지분율과 기업성과간의 관계에 대해 연구하였다. 연구결과, 외국인투자자지분율이 기업성과에 미치는 영향이 매우 높고, 외국인 투자는 생산기술이전, 경영기법 전수 등 간접적으로 해당 투자기업의 기업성과 향상에 기여하기도 하지만 경영자의 사적이익 추구를 감시하고 기업이 주주이익을 극대화 하도록 하여 기업성과의 향상에 기여하는 역할을 하는 것으로 나타났다. 문수원(2006)의

연구에서는 외국인투자자 지분율과 기업가치간의 관계에 관한 연구를 하였다. 기업가치를 Tobin-Q를 이용하였으며 결론적으로 외국인투자자 지분이 증가하면 기업가치도 증가하고, 기업 또한 외부주주들로부터 효율적인 감시를 받아 기업의 가치를 증대시키는 것으로 설명하였다. 정수진(2008)의 연구에서는 한국 기업의 소유지배구조와 자본구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구를 하였다. 그 결과를 보면, 자본구조변수인 부채비율이 기업가치에 선형 또는 2차형 비선형 관계를 나타냈고, 이는 부채사용에 따른 낮은 자본비용과 세금절감효과가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치기에 부채비율이 적정수준으로 증가할수록 기업가치가 증가하는 것으로 분석하였다. 또한 재벌기업은 자본구조와 기업가치간에 선형관계가 존재하는 것으로 나타났고 비재벌기업은 자본구조와 기업가치간에는 선형 또는 2차형 비선형관계가 존재하는 것으로 나타났다. 한경희(2010)의 연구에서는 기업지배구조지수와 기업가치의 관련성에 관한 실증적 연구를 하였다. 그 결과, PBR(자기자본의 장부가치에 대한 시장 가치의 비율)과 Tobin-Q(기업가치)는 통계적으로 유의한 양의 관계를 나타내어 기업지배구조가 좋은 기업이 기업가치가 좋은 것으로 나타내고 있다. 즉 기업지배구조지수는 PBR과 Tobin-Q를 종속변수로 한 경우, 자본규모별로는 대형주이며, 재벌기업군에 속한 기업과 음식료품, 의약품, 화학, 비금속광물, 기계, 철강금속, 종이 목재 산업 등에 속한 기업들의 기업가치가 높다는 것을 알 수 있었다. 조용탁(2011)의 연구에서는 기업지배구조가 재무보고와 기업가치에 미치는 영향에 대해 연구하였다. 연구결과, 기업지배구조는 이익의 질에 양의 영향을 미치는 것으로 나타났고 그중에서 이사회부문과 감사부문이 이익의 질에 양의 영향을 나타내는 것으로 나타났다. 또한 감사부분과 관련한 이익의 질 또한 기업가치에 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 장지에(2012)의 연구에서는 기업소유구조와 기업가치의 관계에 대하여 연구하였고 기업가치의 대응치로 MB(장부가치비율)를 사용하였고 그 결과, 대주주지분율과 기업가치간에는 비선형관계가 존재하여 대주주 지분율에 따라 기업가치에 미치는 영향이 다르게 나타났고 외국인 투자자지분율과 기업가치간에는 유의적인 정(+)의 관계를 나타내 외국인투자자지분율이 증가할수록 기업가치도 높아진다고 하였다. 박영숙(2014)의 연구에서는 기업소유구조와 기업가치(최적패널모형을 이용한 실증분석)를 연구하였다. 그 결과, 대주주지분율과 기업가치 사이에는 음의 선형관계가 발견되어 이익침해가설을 지지하는 결과가 나왔고 외국인투자자율과 기업가치 사이에는 양의 선형관계가 나타나 효율적 감시가설을 지지하는 것으로 나타났다. 김미영(2017)의 연구에서는 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 연구하였고 기업가치의 대응치로 총자산이익률(ROA), 주당순이익(EPS)을 사용하였고 그 결과, 대주주지분율이 기업가치의 대응치인 EPS와 ROA 둘 다 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 이것은 경영자의 주식 지분율이 증가함에 따라 지배주주가 자신의 사적 이익을 추구함으로써 기업가치가 감소한다는 것을 뒷받침하는 것으로 나타났다.

선행연구를 살펴본 결과, 외국인투자자지분율과 대주주지분율 그리고 기업가치와 경영성과는 외국인투자자지분율과 대주주지분에 따른 기업지배구조와 관계규명 및 그에 따른 기업가치에 미치는 영향, 그리고 기업의 경영성과와 기업특성과의 관계 및 영향 등으로 구분되고 있으며 그 결과는 대주주지분율과 기업가치는 음(-)의 영향을 나타내거나 선형 또는 비선형곡선을 나타냈고 외국인지분율을 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 또한 대주주지분율과 외국인투자자지분율은 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 기존 선행연구와는 달리 본 연구에서는 다음과 같은 차이점이 있다.

첫째, 기존의 소유구조에 관한 선행연구의 분석결과를 보면 소유구조 중 외국인투자자지분율의 증감율이 자본시장 개방 이후이지만 실증분석 표본기업범위에 속한 기업들의 기간이 자본시장 개방이후 오래 되지 않고 뚜렷하게 외국인투자자지분율의 증가가 있었던 것이 아닌 것으로 나타나 그 이후 계속적으로 투자율을 높여온 외국인투자자지분율과 그 여파로 상대적으로 변화된 대주주지분율까지 포함하여 소유구조를 재구성하여 검증하였다.

둘째, 본 연구와 주제가 동일한 논문들의 종속변수들인 기업가치의 대응치를 MB(Market value to Book value), 시장조정 초과수익률(AR), 주가대장부가치비율(PBR)을 사용하였고 경영성과 변수의 대응치로는 총자산순이익율(ROA)와 자기자본순이익율(ROE) 등을 사용한 반면 본 연구에서는 기업가치의 대응치로 토티-Q를 사용하였고 경영성과의 대응치로는 총자산순이익율(ROA)를 사용하여 검증하였다.

셋째, 2008년 미국 발 금융위기 이후의 기업들의 자료를 이용하여 실증분석을 함으로써 경제 환경에 의한 변화에도 소유구조와 기업가치의 관계가 지속가능한지에 대한 공헌점을 제공하고자 한다.

## 2. 가설설정

선행연구에 의하면 기업의 소유구조가 투명할수록 기업가치와 경영성과가 높아지는 것을 확인할 수 있다. 기업의 소유구조 중 대주주지분율이 높으면 사적이익을 추구하려는 성향이 높아져 기업가치에 부정적인 영향을 미치지만 이와 반대로 외국인투자자지분율이 높으면 기업의 경영자의 부정을 감시·감독하여 기업의 가치는 높아진다고 하였다. 따라서 본 연구에서는 소유구조가 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하기로 한다.

<가설 1> 외국인투자자지분율은 기업가치에 영향을 미친다.

<가설 2> 대주주지분율은 기업가치에 영향을 미친다.

다음으로, 선행연구에서 기업의 소유구조 중 대주주지분율이 높으면 영업외비용 또는 인건비를 통해 기업의 자산을 남용할 가능성이 클 것이라고 보았고 이러한 이유 때문에 기업의 경영성과를 높이는데 기여하지 못한다고 주장하였다. 그러나 외국인투자자지분율은 경영성과에 직접적인 영향을 미치지 않는다는 연구결과에 따라 본 연구는 외국인투자자지분율로 인해 기업의 지배구조가 투명해 지고, 이로 인하여 회계부정을 감시·감독하여 경영성과를 높일 수 있을 것이라 예측하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

〈가설 3〉 외국인투자자지분율은 경영성과에 영향을 미친다.

〈가설 4〉 대주주지분율은 경영성과에 영향을 미친다.

### III. 연구방법론

#### 1. 변수의 측정

##### (1) 종속변수의 측정

최현상(2005)의 한국기업의 소유구조가 기업가치 및 경영성과에 미치는 영향의 연구에서는 기업가치의 대응치로 MB(시장가치대장부가치), AR(시장조정초과수익률)를 사용하였고 경영성과의 대응치로 ROA(총자산이익율), ROE(자기자본이익율)를 사용하였고, 고승의(2007)의 소유구조와 경영성과의 연구 또한 경영성과의 대응치로 ROA(총자산이익율), ROE(자기자본이익율)를 사용하였으며 김암(2010)의 기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구와 박영숙(2014)의 기업소유구조와 기업가치의 연구에서는 기업가치의 대응치로 토빈-Q를 사용하였다. 본 연구에서는 선행연구를 토대로 기업가치의 측정은 토빈-Q를 사용하고, 경영성과의 측정은 총자산이익률(ROA)를 사용하였다.

$$FV = \{(\text{발행주식수} \times \text{주가}) + \text{총부채}\} / \text{총자산장부가치}$$

$$ROA = \text{당기순이익} / \text{총자산}$$

##### (2) 독립변수의 측정

독립변수인 외국인투자자지분율과 대주주지분율은 다음과 같이 측정한다.

FORE = 외국인지분율(사업보고서상 외국인의 보유지분)

OWN = 대주주지분율(사업보고서상 최대주주와 특수관계인의 지분율)

### (3) 통제변수의 측정

통제변수는 기존의 선행연구들을 토대로 기업가치 및 경영성과에 영향을 미치는 변수들을 통제하기 위해 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE), 영업이익률(OPE), 연구개발비비율(R&D)변수들을 통제하였다.

## 2. 가설 검증을 위한 연구모형설정

본 연구의 <가설 1>인 외국인투자자지분율이 기업가치에 미치는 영향과 <가설 2>인 대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향을 보기위해 다음과 같은 회귀분석 (식 1)을 설정하였다.

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 OWN_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 OPE_{i,t} + \beta_6 RND_{i,t} + YR_{i,t} + e_{i,t} \quad (\text{식 1})$$

여기서,

FV = 기업가치(토빈-큐=(발행주식수\*주가)+총부채)/총자산장부가치)

FORE = 외국인지분율(사업보고서상 외국인의 보유지분)

OWN = 대주주지분율(사업보고서상 최대주주와 특수관계인의 지분율)

LEV = 부채비율(총부채/총자산)

SIZE = 기업규모(ln총자산)

OPE = 영업이익률(영업이익/총자산)

RND = 연구개발비비율(연구비, 경상(연구)개발비 및 개발비상각액의 합/총자산)

YR = 연도더미

다음으로, <가설 3>인 외국인투자자지분율이 경영성과에 영향을 미치는 영향과 <가설 4>인 대주주지분율이 경영성과에 미치는 영향을 검증하기 위해 다음과 같이 (식 2)를 설정하였다.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 OWN_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 OPE_{i,t} + \beta_6 RND_{i,t} + YR_{i,t} + e_{i,t} \quad (\text{식 2})$$

여기서,

ROA = 경영성과(당기순손익/총자산)

FORE = 외국인지분율(사업보고서상 외국인의 보유지분)

OWN = 대주주지분율(사업보고서상 최대주주와 특수관계인의 지분율)

LEV = 부채비율(총부채/총자산)

SIZE = 기업규모(In총자산)

OPE = 영업이익률(영업이익/총자산)

RND = 연구개발비비율(연구비, 경상(연구)개발비 및 개발비상각액의 합/총자산)

YR = 연도더미

### 3. 연구대상 기업과 자료 수집

본 연구의 실증분석을 위하여 2009년부터 2016년까지 8년간 유가증권시장에 상장된 기업들로 다음의 조건을 충족하는 표본을 대상으로 하였다.

- 1) 금융업이 아닌 기업
- 2) 12월 결산법인
- 3) 본 연구에 필요한 자료 수집이 가능한 기업

본 연구의 실증분석을 위하여 데이터는 DATA-GUIDE, 주식에서 제공되는 자료를 이용하였으며, 연구결과에 극단치의 값이 분석결과를 왜곡시키는 것을 방지하기 위하여 상위 및 하위 1%에 속하는 이상치의 값은 조정하였다. 금융업의 경우 재무정보가 다른 업종과 비교하여 다르게 표시되므로 표본에서 금융업에 속하는 기업들은 제외하였고, 비교가능성을 높이기 위해 기업의 결산일이 12월이 아닌 기업들은 표본에서 제외하였다.

〈표 1〉의 2009년부터 2016년까지 8년간 기업의 표본은 4,979개이다.

〈표 1〉 유효 표본수

연도	총표본수	유효 표본수
2009	686개	563개
2010	686개	591개
2011	686개	612개
2012	686개	621개

연도	총표본수	유효 표본수
2013	686개	627개
2014	686개	637개
2015	686개	657개
2016	686개	671개
이상치 제거 및 불충분자료제거	509개	
합 계	5,488개	4,979개

## IV. 실증분석 결과

### 1. 기술통계량

〈표 2〉 기술통계량

	평균	표준편차	최소값	최대값	25%	50%	75%
FV	1.169	0.793	0.076	12.068	0.778	0.966	1.253
ROA	0.021	0.146	-3.478	3.364	0.004	0.029	0.060
FORE	0.098	0.136	0.000	0.897	0.009	0.038	0.137
OWN	0.440	0.167	0.020	0.900	0.316	0.442	0.548
LEV	1.053	7.966	0.000	115.009	0.341	0.719	1.304
SIZE	26.796	1.521	22.685	32.795	25.772	26.550	27.587
OPE	0.037	0.069	-0.674	0.421	0.012	0.035	0.067
RND	0.011	0.026	0.000	0.511	0.000	0.001	0.010

주: 변수의 정의

- 1) FV = 기업가치(토빈-큐=((발행주식수\*주가)+총부채)/총자산장부가치)
- 2) ROA = 경영성과(당기순이익/총자산)
- 3) FORE = 외국인지분율(사업보고서상 외국인의 보유지분)
- 4) OWN = 대주주지분율(사업보고서상 최대주주와 특수관계인의 지분율)
- 5) LEV = 부채비율(총부채/총자산)
- 6) SIZE = 기업규모(ln총자산)
- 7) OPE = 영업이익률(영업이익/총자산)
- 8) RND = 연구개발비비율(연구비, 경상(연구)개발비 및 개발비상각액의 합/총자산)

〈표 2〉은 주요변수들의 기술통계량을 나타낸 표이다. 본 연구에서는 기업가치의 대응치로 토크빈-Q를 사용하였고 이 값이 1보다 클 경우 기업의 자산가치가 과대평가된 것이고, 1보다 작을 경우에는 제대로 평가받지 못한다는 것인데 분석결과 해당 표본기업의 기업가치는 평균 1.169로 시장에서 평가되는 기준치(1) 이상을 보여 기업가치가 좋은 편으로 나타났고 본 연구에서 경영성과의 대응치로 사용되는 기업의 수익성변수인 총자산순이익율(ROA)은 평균이 0.021로 나타나 총자산 대비 약 2% 정도의 이익을 얻고 있는 것으로 나타났다. 부채비율(LEV)은 1.053의 값을 보였고 부채비율은 총자산 기준 통상 100% 이하이면 안전하다고 규정하고 있기에 국내기업이 튼튼한 자본구조를 가지고 있는 것으로 나타났다. 그리고 기업규모(SIZE)의 평균(중위수)은 26.796(26.550)의 값으로 평균이 중위수보다 약간 크게 나타나서 자산규모가 큰 기업이 자산규모가 작은 기업보다 다소 편중되어 있는 것으로 추정할 수 있다. 영업이익률(OPE)은 평균(중위수)은 0.037(0.035)의 값으로 기초총자산 대비 4%로 나타났고 연구개발비 비율(RND)는 평균(중위수)이 0.011(0.001)의 값으로 양(+)의 값을 나타냈다. 기업소유구조의 대응치로 본 연구에서는 대주주지분율(OWN)과 외국인주주의지분율(FORE)을 사용하였다. 대주주지분율(OWN)은 평균(중위수)이 0.440(0.442)의 값으로 나와 아직까지도 우리나라 기업의 상당수가 소유주가 지배하는 기업이지만 그 비율이 점점 줄어들고 있는 것으로 나타났다. 한편 외국인주주의지분율(FORE)은 평균(중위수)이 0.098(0.038)로 평균이 중위수보다 높게 나타나서 외국인투자자가 일부 우수한 기업에 편중되어 투자하고 있다고 추정할 수 있다.

## 2. 상관관계분석 및 결과

〈표 3〉은 주요변수들의 상관관계를 나타낸 표이다. 기업가치변수인 FV와 외국인투자자지분율 FORE의 관계는 상관계수가 0.223으로 유의수준 1%내에서 양(+)의 관련성을 보여 통계적으로 유의한 것을 볼 수 있다. 이는 외국인투자자들의 투자지분이 높을수록 기업가치가 높게 나타날 것이라는 예상과 일치한다. 반면 기업가치변수인 FV와 대주주지분율변수인 OWN과의 관계는 상관계수가 -0.125로 유의수준 1%내에서 음(-)의 관련성을 보여 대주주지분율이 높아질수록 기업가치는 낮아지는 것으로 나타났다.

〈표 3〉 상관관계 분석

구분	FV	ROA	FORE	OWN	LEV	SIZE	OPE	RND
FV	1							
ROA	0.048***	1						

구분	FV	ROA	FORE	OWN	LEV	SIZE	OPE	RND
FORE	0.223***	0.161***	1					
OWN	-0.125***	0.098***	-0.157***	1				
LEV	-0.008	-0.038***	-0.017	-0.006	1			
SIZE	0.032**	0.112***	0.486***	0.059***	0.023*	1		
OPE	0.206***	0.518***	0.238***	-0.099***	-0.027*	0.157***	1	
RND	0.192***	-0.036**	0.038***	-0.141***	-0.007	0.014	-0.042***	1

주 : 1) 변수설명은 <표 4>와 동일함.

2) \*, \*\*, \*\*\* : 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

그리고 기업가치(FV)와 통제변수인 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE), 영업이익률(OPE), 연구개발비율(RND)간의 상관관계를 살펴보면 기업가치(FV)와 부채비율(LEV) 및 기업규모(SIZE)와는 모두 비유의적으로 나타났으나 영업이익률(OPE) 및 연구개발비율(RND)과는 유의수준 1%내에서 유의적이기 때문에 관련성이 다소 있는 것으로 나타났다.

경영성과변수인 ROA와 외국인투자자지분율 FORE의 관계는 상관계수가 0.161로 유의수준 1%이하에서 양(+)의 관련성을 보여 외국인투자자지분율이 높아질수록 경영성과가 높아지는 것으로 나타났으며, 경영성과변수인 ROA와 대주주지분율 OWN의 관계에서도 상관계수가 0.098로 유의수준 1%내에서 양(+)의 관련성을 보여 대주주지분율이 높을수록 경영성과 또한 높은 것으로 나타났다. 경영성과(ROA)와 통제변수인 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE), 영업이익률(OPE), 연구개발비율(RND)간의 상관관계를 살펴보면 경영성과(ROA)와 부채비율(LEV)과 연구개발비율(RND)간에는 유의수준 1%내에서 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났으나, 기업규모(SIZE), 영업이익률(OPE) 간에는 유의수준 1%내에서 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다.

### 3. 회귀분석에 의한 가설검증

<표 4>는 외국인투자자지분율이 기업가치에 영향을 미친다는 <가설 1>과 대주주지분율이 기업가치에 영향을 미친다는 <가설 2>를 검증하기 위해서 회귀분석한 결과이다. 분석결과를 보면, 외국인투자자지분율이 기업가치에 미치는 영향에 관해서는 상관관계분석에서와 같이 외국인투자자지분율(FORE)은 회귀계수가 1.214(t값 13.308)로 유의수준 1%내에서 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으며 이는 외국인투자자지분율이 증가하면 기업가치도 증가한다는 의미이기 때문에 <가설 1>은 채택된다.

〈표 4〉 소유구조와 기업가치와의 회귀분석

구 분	비표준화 계수		표준화계수	t	VIF
	B	표준오차			
(상수)	2.600	0.210		12.400***	
FORE	1.214	0.091	0.208	13.308***	1.399
OWN	-0.438	0.065	-0.092	-6.736***	1.065
LEV	0.0002	0.001	0.005	0.346	1.002
SIZE	-0.056	0.008	-0.107	-7.061***	1.314
OPE	2.185	0.159	0.190	13.780***	1.086
RND	5.435	0.403	0.181	13.500***	1.022
YR	Included				
F-Value	122.011***				
Adj $R^2$	0.127				

주 : 1) 변수설명은 〈표 4〉와 동일함.

2) \*, \*\*, \*\*\* : 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

한편 대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향은 상관관계분석에서의 결과와 마찬가지로 대주주지분율(OWN)은 회귀계수가 -0.438(t값 -6.736)로 유의수준 1% 내에서 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이와 같이 대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향을 검증한 선행연구들을 확인한 결과 박정열(2000)의 연구는 대주주지분율이 증가함에 따라 기업가치도 증가하지만 정영강(2011), 신민식(2011), 구효진(2015), 김미영(2017) 등 대부분의 연구에서는 대주주지분율이 증가함에 따라 기업가치는 감소하는 것으로 나타났는데 이는 서론과 제2장에서 전술한 구효진(2015)의 연구에서와 같이 대주주 이해상충가설에 의한 영향으로 기인된다. 이러한 결과는 장재훈(2007), 최금화(2007), 장지에(2012) 등의 연구에서도 대주주지분율이 증가하면 기업가치가 하락했다가 어느 시점에 상승하는 비선형관계가 존재하는 것으로 나타났다. 이는 소유주주의 지분율이 클수록 기업의 순이익을 주주에게 배당하거나 다른 방법으로 이익을 분배하며, 기업자본금이 적기 때문에 경영확장이 어렵고 가치를 하락시키는 것으로 예상할 수 있고, 최대주주 및 특수관계인 지분율이 증가하면 경영자가 사적 이익을 추구하므로 기업의 자산이용률이 감소해 기업경영에 부정적인 영향을 미칠 것이 예상되며 특히 그 가족구성원을 중심으로 이익분배가능성이 높고 외부주주의 이해관계를 소홀히 해 기업의 경영에 대해 재투자할 자본금이 축소되는 결과를 초래하기 때문으로 해석된다. 따라서 본 연구에서도 기존의 대다수 연구에서와 같이 대주주지분율이 증가하면 기업가치는 감소하는 것으로 나타났기 때문

에 <가설 2>를 채택한다. 통제변수를 살펴보면 부채비율(LEV)은 비유의적으로 나타났고 기업 크기(SIZE)는 유의수준 1%내에서 음(-)의 영향을 미치는 반면, 영업이익율(OPE) 그리고 연구 개발비율(RND)은 유의수준 1%내에서 각각 양(+)의 영향을 미치는 것을 볼 수 있다. 연구모형의 설명력은 12.7%로 나타났고 변수 간의 VIF가 모두 10 미만이므로 변수들 간의 다중공선성문제는 없는 것으로 나타났다.

<표 5> 소유구조와 경영성과와의 회귀분석

구 분	비표준화 계수		표준화 계수	t	VIF
	B	표준오차			
(상수)	-0.089	0.035		-2.523**	
FORE	0.045	0.015	0.042	2.945***	1399
OWN	0.048	0.011	0.055	4.409***	1.065
LEV	-0.000	-0.000	-0.024	-2.000**	1.002
SIZE	0.002	0.001	0.018	1.282	1.314
OPE	1.057	0.027	0.499	39.620***	1.086
RND	-0.052	0.068	-0.009	-0.762	1.022
YR	Included				
F-Value	312.675				
Adj R <sup>2</sup>	0.273				

주 : 1) 변수설명은 <표 4>와 동일함.

2) \*, \*\*, \*\*\* : 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

<표 5>는 외국인투자자지분율이 경영성과에 영향을 미친다는 <가설 3>과 대주주지분율이 경영성과에 영향을 미친다는 <가설 4>를 검증하기 위해서 회귀분석한 결과이다. 분석결과를 보면, 외국인주주지분율이 경영성과에 미치는 영향에 관해 회귀분석한 결과, 외국인투자자지분율(FORE)은 경영성과에 유의수준 1%내에서 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 오윤조(1994) 등의 연구를 비롯한 대다수의 선행연구에서의 결과와 일치한다. 따라서 외국인투자자지분율이 증가함에 따라 경영성과도 증가한다는 의미이기 때문에 <가설 3>을 채택한다. 그리고 대주주지분율이 경영성과에 미치는 영향에 관해서는 상관관계분석에서의 분석결과와 같이 대주주지분율(OWN)도 회귀계수 0.048(t값 4.409)로 유의수준 1%내에서 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있어 <가설 4>를 채택한다. 즉, 대주주지분율이 증가하면 주주의 부를 극대화하기 위해 다양한 노력을 기하기 때문에 경영성과도 증가하는 것으로 해석할

수 있다.

통제변수를 살펴보면 기업크기, 영업이익율도 양의 영향을 미치고 있는 것을 볼 수 있다. 그리고 부채비율은 음의 영향을 미치고 연구개발비는 비유의적으로 나타나고 있음을 알 수 있다. 연구모형의 설명력은 27.3%로 나타났다. 또한 변수 간의 VIF가 모두 10 미만이므로 다중공선성문제는 없는 것으로 나타났다.

## V. 결 론

본 연구는 한국거래소에 상장되어 있는 유가증권시장에 상장되어 기업을 대상으로, 소유구조(외국인투자자지분율, 대주주지분율)와 기업가치 그리고 경영성과에 관련된 이론과 선행연구를 고찰하고 이를 바탕으로 실증분석하였다. 연구표본은 2009년부터 2016년까지의 거래소시장에 상장된 코스피기업을 중심으로 선정하였으며, 소유구조(외국인투자자지분율, 대주주지분율)가 기업가치와 경영성과에 미치는 영향에 대해 검증하였다.

또한 기존 연구와는 달리 2009년부터 2016년 거래소 상장기업의 최신 기업데이터를 이용하여 집계된 소유구조(외국인투자자지분율, 대주주지분율)를 재구성하여 실증분석 하였으며 점차 빠르게 변화하는 경제상황 및 소유구조 상의 시대별 트렌드를 파악하여 기업 및 정부당국 그리고 투자자들에게 참신하고 새로운 지표로 사용되고자 하였다.

본 연구에 대한 분석은 회귀분석을 통하여 검증되었으며, 결과는 다음과 같다.

첫째, 소유구조 중 외국인투자자지분율이 기업가치에 영향을 미치는지 분석한 결과 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으며, 이는 외국인투자자지분율이 클수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 의미한다. 이는 증권시장 개방 이후 외국인주주들이 보다 선별적인 재무정보를 이용하여 기업의 지분율을 높이거나 또는 단순히 투자수익을 위해 공격적으로 지분율을 상승시킨 요인들이 결국 기업가치를 높였다고 볼 수 있다.

둘째, 소유구조 중 대주주지분율이 기업가치에 영향을 미치는지 분석한 결과 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 대주주지분율이 클수록 기업가치에는 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이것은 대부분의 연구결과가 기존 논문들과 같이 기업가치와 대주주지분율이 유의적인 음(-)의 결과를 나타내며 구효진(2015) 등의 연구에서 제시한 대주주 이해상충가설에 의한 영향의 결과로 풀이된다. 이러한 결과는 한국기업의 특성상 대주주중심의 가족기업이 사적이익을 추구하고자 의사결정을 내리는 등의 요인이 경영투명성을 강조하는 현대사회의 기업 평가시스템과 기업윤리에 부합하지 않아 결국 대주주지분율이 높아지면 투자자 및 신용분석가 등이 기업가치를 평가할 때 부정적으로 판단을 하는 것으로 해석된다.

셋째, 소유구조 중 외국인투자자지분율이 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지 분석한 결과 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이는 외국인투자자지분율이 높을수록 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것을 의미한다. 이는 기존 연구에서의 결과와 동일하게 나타나고 있으며 증권시장 개방 이후 외국인투자자 지분율의 증가는 기업가치 뿐만 아니라 기업의 경영 성과에도 중요한 영향을 미치는 것으로 여겨진다.

마지막으로 소유구조 중 대주주지분율이 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지 분석한 결과 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으며, 이는 대주주지분율이 높을수록 경영성과에도 긍정적인 영향을 미치는 것을 의미한다. 남상준(2001)의 연구에 의하면 내부지분율은 기업성과에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났으나 대부분의 기존 연구 결과들과 같이 본 연구의 결과도 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이상으로 미루어 보아 외국인투자자지분율은 증권시장 개방 이후 그 투자지분율의 증감이 기업가치나 경영성과 면에서 점차 중요한 영향을 미치고 있는 반면에 대주주지분율은 시대의 흐름 및 기업윤리 등의 가치에 따라 투자자 및 내·외부이용자에게 철저한 평가를 받고 있는 것으로 해석되어 진다.

이를 통해 소유구조가 기업가치와 경영성과에 미치는 영향에 대한 정보를 파악할 수 있었으며 기업의 내·외부 이용자 및 정부당국 등에 소유구조에 따른 기업투자나 자본유치 등에 유용한 정보를 제공할 것으로 보인다.

또한 기업의 소유구조에 의해 기업가치 변화가 발생하는 원인이 무엇인지에 대한 추가 연구가 필요할 것으로 보인다.

## 참고문헌

- 강지훈. 2001. 기관투자자와 외국인투자자지분율과 기업성과간의 관계에 관한 연구. 석사학위논문. 동국대학교 대학원.
- 고승의. 2007. 소유구조와 경영성과. 상장협연구. 제55호 : 134-167.
- 구효진. 2015. 외국인투자자지분율과 대주주지분율이 보수적 회계처리 수준에 미치는 영향. 박사학위논문. 수원대학교 대학원.
- 김미영. 2017. 소유구조가 기업가치에 미치는 영향. 석사학위논문. 한양대학교대학원.
- 김암. 2010. 기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구. 석사학위논문. 한양대학교 대학원.
- 남상준. 2001. 기업소유구조가 기업가치 및 경영성과에 미치는 영향에 관한 실증연구. 석사학위논문. 서강대학교 대학원.
- 문수원. 2006. 외국인투자자지분율과 기업가치간의 관계에 관한 연구. 석사학위논문. 단국대학교 대학원.
- 박영숙. 2014. 기업소유구조와 기업가치(최적패널모형을 이용한 실증분석). 박사학위논문. 대전대학교 대학원.
- 박정열. 2000. 기업의 소유구조가 경영성과에 미치는 영향에 관한 실증연구. 석사학위논문. 연세대학교 대학원.
- 신민식. 2011. 대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향. 경상논집. 제37권 제2호.
- 안윤영, 신현한, 장진호. 2005. 외국인 투자자와 정보비대칭간의 관계. 회계학연구. 제30권 4호.
- 오윤조. 1994. 기업소유구조가 경영성과에 미치는 영향. 박사학위논문. 경희대학교 대학원.
- 임선화. 2018. 금융위기 이후 소유구조가 기업가치와 경영성과에 미치는 영향. 석사학위논문. 단국대학교 경영대학원.
- 장지에. 2012. 기업 소유구조와 기업가치의 관계. 석사학위논문. 청주대학교대학원.
- 장재훈. 2007. 우리나라 기업의 소유구조와 기업가치에 관한 연구. 석사학위논문. 성균관대학교 경영대학원.
- 정수진. 2008. 한국 기업의 소유지배구조와 자본구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구 -재벌기업과 비재벌기업의 비교를 중심으로-. 석사학위논문. 창원대학교 대학원.
- 정영강. 2011. 금융위기 전후 상장기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향의 변화. 석사학위논문. 한양대학교 대학원.
- 조용탁. 2016. 기업지배구조가 재무보고와 기업가치에 미치는 영향. 박사학위논문. 홍익대학교 대학원.

- 최현상. 2005. 한국기업의 소유구조가 기업가치 및 경영성과에 미치는 영향. 석사학위논문. 탐라대학교 경영행정대학원.
- 한경희. 2010. 기업지배구조지수와 기업가치의 관련성에 관한 실증적 연구-기업집단별 분석을 중심으로-. 석사학위논문. 조선대학교 대학원.
- Constand, R., M. Lewis., and J. Sullivan. 1991. "Ractors Affecting Price Earnings Rations and Market Value of Japanese. Firms." *Financial Management*. Vol.20. No.4, 68-79.

## The Relationship between Ownership Structure and Corporate Value and Business Performance\*

Lim, Sun Hwa\*\* · Choi, Yun Yee\*\*\*

### ABSTRACT

Since the opening of the securities market, the proportion of foreign investors in the domestic stock market is probably the most important investor, including institutional investors and individual investors in Korea. In addition, major shareholder ownership of domestic companies has already been studied as an important factor affecting corporate value and performance by exercising the right to establish direction and decision making authority of various management policies of companies. The purpose of this study is to analyze the effect of ownership structure on firm value and business performance and to examine how the ownership structure of foreign investor and large shareholder affect firm value and what kind of influence To provide internal and external users with more reasonable and valuable investment information and financial information to broaden the scope of their use and provide advanced information. In order to verify this study, we examined in detail the effect of ownership structure on the corporate value and business performance of stock exchange listed companies from 2009 to 2016, and the results are as follows. First, the analysis of the effect of the foreign investor on the enterprise value shows that the foreign investor has a positive (+) relationship with the enterprise value. This implies that foreign investor's has a great influence on enhancing corporate value. Second, as a result of analyzing the impact of large shareholder ownership on corporate value, the increase in large shareholder ownership has a negative effect on corporate value, Third, the analysis of the impact on foreign investors 'equity performance shows that foreign investors' ratio has a positive effect on business performance. Finally, analyzing the effect of large shareholder ownership on management performance, it is found that the increase of large shareholder ownership also positively affects management performance.

**Key Words** : Foreign investors, firm's value, Large shareholder ownership, Business performance, Ownership Structure

\* This study summarizes and supplements the first author's master's thesis

\*\* 1st author, PhD student at Dankook University

\*\*\* Corresponding author, Adjunct Professor, Ansan University, 6262yy@naver.com