

건설업과 제조업의 기업성과에 대한 소유구조의 효과성 분석

김대룡^{1*}, 임기수¹
¹동국대학교 경영대학

The Effectiveness of Ownership Structure on the Financial Performance of Construction and Manufacture Industries

Dae Lyong Kim^{1*} and Kee Soo Lim¹

¹Dongguk Business School, Dongguk University

요약 기업의 소유구조와 기업 가치에 미치는 영향에 관하여, 일반 제조업과는 상이한 업종상·회계상 특성을 가진 건설기업의 경영성과를 소유구조에 따라 일반 제조기업과 비교한 연구는 미진하였다. 본 연구에서는 1998년도부터 2007년도까지 우리나라 KOSPI 상장기업의 주요 주주지분율(내부지분율, 외국인지분율, 기관투자자지분율)의 증감에 따른 경영성과와의 상호 연관성 여부와 지분구조에 따라 제조기업과 건설기업과의 성과 차이에 대하여 비교하고자 한다. 실증결과를 요약하면, 첫째 외국인지분의 증가는 MTB에 정(+)의 영향을 미치어 외국인투자자지분이 기업의 장기적 경영성과(MTB)에 긍정적 영향을 준다는 선행 연구의 결과를 지지 하였으며, 내부지분율의 증가는 MTB에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 선행연구의 경영자안주가설을 지지 하였다. 단지, 기관투자자지분율과 MTB와의 관련성은 적극적 감시가설을 언급한 앞선 여러 연구의 결과에도 불구하고 연동성을 찾아 볼 수 없었다. 또한 소유구조와 ROA의 연동성을 살펴보면 내부지분율 및 외국인지분율의 증가는 ROA에 정(+)의 영향을 미치나 기관투자자 지분율의 증가는 부(-)의 영향을 미치어 앞선 기관투자자의 적극적 감시가설과는 다른 결과를 보여주었다. 두 번째 지분구조에 따라 건설업과 제조업간의 경영성과가 차이가 있는지를 검증한 결과 내부지분율과 건설업유무, 외국인지분율과 건설업유무, 기관투자자지분율과 건설업유무 모두 MTB 와 ROA에 통계적으로 차이를 주지는 못하는 것으로 나타나 발주, 생산 및 회계상 수익의 인식 등 제조업과의 다른 특성에도 불구하고 지분구조에 따른 건설기업과 제조기업의 경영성과에는 차이는 없음을 알 수 있었다.

Abstract This study proposed to compare the performance differences between a manufacturing company and a construction company in accordance with the mutual relations and ownership structures with the management performance based on the increase or decrease of the large shareholders' share-holding ratio (insider ownership, foreign share-holding, institutional investors' share-holding) of a KOSPI listed company in Korea during 10 years(1998-2007). To sum up the research work, first, the increase of foreign share-holding supported the results of previous studies which foreign share-holding has a positive effect on the long term performance by having a positive(+) effect on MTB, and the increase of an insider ownership supported the management entrenchment hypothesis of previous studies by having a negative(-) effect on MTB. However, relations between institutional investors's share-holding and MTB could not find out linkages in spite of the results of previous studies where dealt with the active monitoring hypothesis. Also, to examine the linkages of ROA and the ownership structure, though the increases of foreign share-holding and insider ownership had a positive(+) effect on ROA, the increases of institutional investors' share-holding had a negative(-) effect on it. It showed different analysis results from the active monitoring hypothesis of institutional investors. As a result of verifying whether there is "any difference in the management performances between the construction industry and the manufacturing industry according to the equity structure" which is the second hypothesis, nothing of the insider ownership and whether or not there is the construction industry, foreign share-holding and whether or not there is the construction, and the institutional ownership and whether or not there is the construction industry gave a statistical difference to MTB and ROA. Accordingly, it was possible to find out there is no difference in the management performance between the construction industry and the manufacturing industry based on the ownership structure in spite of different characteristics from the manufacturing industry such as the revenue recognition in ordering, production and accounting.

Key Words : Ownership Structure, Construction Industries, Business Performance, MTB, ROA

*교신저자 : 김대룡(dkim@dongguk.edu)

접수일 11년 05월 24일 수정일 (1차 11년 06월 22일, 2차 11년 07월 01일, 3차 11년 07월 06일) 게재확정일 11년 07월 07일

1. 서론

소유와 경영이 일치하는 소유경영 기업에서는 소유구조와 지배구조를 동일한 개념으로 이해할 수 있을 것이다. 그러나 현대의 기업들은 갈수록 기업 규모가 커지고 있으며 기업을 둘러싼 내외적 환경의 변화 역시 더욱 복잡해지고 빠르게 변화되고 있다. 다양한 기업 환경의 변화는 소유권으로부터 분리된 경영자의 경영적 재량권을 증대시키고 또한 “기업 이윤을 통한 주주의 부 극대화”라는 소유자의 기대에 역행하는 경영자의 기업행위 역시 가능케 하였다. 이러한 기업의 소유 구조와 기업 가치의 영향에 대하여는 Jensen & Meckling(1976)의 “이익수렴 가설”, Morck, Shleifer & Vishny(1990)의 “경영자 안주가설”, McConnell(1990), Pound(1988) 등의 “적극적 감시가설” 등을 통하여 잘 설명되고 있으며 국내에서도 이와 관련한 다양한 연구가 있어 왔다.

본 연구에서는 앞선 국내 여러 연구들과는 달리 IMF 이후 10년 동안 장기간에 걸친 데이터를 분석, 이를 바탕으로 기관투자자가 기업을 모니터링 함으로서 기업 가치를 증대하는 역할을 한다는 McConnell(1990), Pound(1988)이 주장 및 외국인투자자의 지분이 증가할수록 경영자를 감시할 유인이 증가되어 외국인투자자의 지분율과 기업 가치는 정(+)의 관계를 가진다는 Pound(1988)의 주장과 같은 견해를 가지고 “기업의 주요주주 지분율(내부·외국인·기관투자자지분율) 변동은 기업의 경영성과와 동조화를 보일 것이다.”라는 첫 번째 가설을 설정하였다. 또한 국내의 다수 선행연구들이 제조업과 기업가치 사이의 관련성을 증명하는 데에 초점을 맞추어 연구를 진행한 반면 시장기능(Market mechanism)에 의한 소비자의 선택에 따라 판매 여부가 결정되는 선(先)생산후(後)판매의 제조업과는 달리, 특정한 발주자의 주문에 의한 결과물을 생산하는 선판매후생산 형태의 생산 방식을 가진 건설업과의 소유구조와 경영성과를 비교한 연구는 상대적으로 미진하다고 판단하여 본 연구에서는 제조업과는 수주, 생산, 유통 등 전반에 걸쳐 그 차이가 구별되는 건설 산업과 제조업을 비교하여 성과를 살펴보고자 “소유구조에 따라 제조기업과 건설기업의 경영성과는 다를 것이다”라는 두 번째 가설을 설정하여 실증 분석해 보았다.

연구에 사용한 기초 자료는 우리나라 경제의 특징을 감안하여 IMF 외환위기 이후인 1998년부터 2007년까지 10년 동안 KOSPI에 연속 상장된 12월 결산 기업 중 분석기간 중 완전자본잠식이 없었던, 제조기업 307개사와 건설기업 24개사로 표본을 구성하여, 주요 지분율과 경영성과와의 관계, 지분구조에 따른 건설업과 제조업간의 성과차이를 검증하여 보았다. 모형의 설계를 위한 변수는

소유구조의 대응변수로 대주주지분율, 외국인지분율, 기관투자자지분율로 설정하였으며, 경영성과의 대응변수는 MTB와 ROA를, 통제변수로는 기업규모, 영업성과, 연구개발강도, 광고강도를 택하였다. 또한 재벌소속 여부와 건설업 여부를 더미변수로 추가하였으며 변수들은 모두 전년대비 변화율로 구성하였다.

본 연구의 결과들을 정리하면 첫째, 외국인지분율의 증가는 기업의 미래 성장성(MTB)에 긍정적인 영향을 미치는 반면, 대주주지분율 및 기관투자자지분율은 기업 미래 성장에 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 대주주지분율과 외국인지분율의 증가는 기업의 효율적 운영에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 이들의 개별기업 주식 취득은 기업성과 증대에 긍정적 관계가 있는 것으로 보인다. 반면, 기관투자자의 지분율증가는 선행 연구와는 달리 기업의 효율적 운영 측면에 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째, 주요지분율의 증감에 따른 기업의 미래성장성과 효율적운영에 대한 관련성은 건설업과 제조업의 차이가 없는 것으로 나타났다. 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 소유구조와 기업 성과에 관한 이론적 배경 및 우리나라 건설산업의 특징을, 3장에서는 가설 설정, 연구방법 및 실증 분석의 결과를, 마지막 4장에서는 결론 및 시사점과 연구의 한계를 제시하였다.

2. 이론적 배경

2.1 문헌고찰

소유 구조와 기업 가치에 대한 연구는 크게 경영자·기관투자자·외국인투자자에 대한 연구로 나누어 볼 수 있다. 이중 경영자의 소유구조와 기업가치에 대한 연구는 다시 “이익수렴가설(Convergence of Interest Hypothesis)”과 “경영자안주가설(Managerial entrenchment Hypothesis)”, 무관련설(Irrelevance Hypothesis)로 구분되어 연구되어 왔다.

이익수렴가설은 경영자의 소유지분이 증가함에 따라 기업가치가 증가한다는 가설로서, Jensen & Meckling(1976)은 소유가 집중된 기업일수록 경영자와 주주간의 이해가 일치되어 대리인 비용이 줄어들고, 기업의 성과가 증가한다고 주장하였으며, Fama(1980)와 Demsetz(1983)는 경영자는 그들의 보수를 극대화하기 위하여 자신의 독단적인 기업행위를 최대한 자제하고 주주의 이익극화를 위해 최선을 다한다고 주장하였다. Ang, Cole, & Lin(2000)은 대주주의 지분이 증가하면 주주간의 무임승차 등의 문제가 감소하여 경영자에 대한 감시의 동기가

증가하게 되고 이로 인하여 대리인 비용이 감소한다고 주장하였으며 Villalonga & Amit(2006)는 소유주가 곧 경영자인 기업의 경우 소유주와 경영자간의 대리인 문제는 감소되어 기업의 경영성과와 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 하였다. 앞선 이익수렴가설의 논리가, 기업의 소유구조가 집중될수록 기업의 성과가 증가 한다고 주장하는 것에 반하여 일부 다른 학자들은 경영자안주가 설을 통하여 기업의 소유구조가 집중됨에 따라서 발생하는 비용 때문에 소유구조의 집중도와 기업의 성과는 정(+)의 상관관계가 성립하지 않음을 주장하였다. 대표적으로 Morck, Shleifer & Vishny(1990)는 경영자의 3가지 안주주의 동기를 제시하며 기업 지배권에 대한 견제를 받지 않는 상당한 지분을 보유한 경영자에 의해서 지배되는 기업은 경영자의 소유지분이 증가함에 따라 기업의 가치가 하락한다고 주장 하였다. 이익수렴가설과 경영자 이익가설이 기업의 소유구조가 집중 또는 분산됨에 따라 경영성과가 증가 또는 감소한다고 본 반면, 일부 학자들은 이러한 주장에 대해 회의적인 견해를 나타내며 무관련설을 표명하였다. Bradford(1987)는 그의 연구에서 경영자지배현상은 경영성과에 영향을 주는 다른 중요한 영향들, 특히 절대적인 기업크기의 증가, 다각화, 기업구조와 내부통제제도의 재조직, 법적환경 등과 함께 이루어졌음을 들어 경영자지배기업의 경영성과가 소유자지배기업보다 열등하다 하더라도 원인이 반드시 경영자들의 주주 이익에 반하는 행위에 의한 것이 아닌, 기업의 특성상 그럴 수밖에 없다고 주장 하였다. 즉, 기업의 경영성과는 기업의 지배형태에 의해서 영향을 받는 것이 아닌, 앞으로 기대되는 성과에 대한 합리적 투자 또는 경영전략에 의하여 특정한 소유구조가 존재한다는 것이다.

“적극적 감시가설”로 불리는 기관투자자의 소유지분과 기업가치에 관한 연구의 요지는 기관투자자는 효율적으로 기업을 모니터링 할 수 있는 능력이 있으며 또한 이를 통하여 기업의 가치를 증대하는 역할을 한다는 것이다. McConnell(1990), Pound(1988) 등은 기관투자자는 기업 가치에 반하는 경영자의 행위를 제어함으로써 기업 가치를 증대시키는 역할을 한다고 주장하였으며, Jung & Kwon(2001)역시 한국기업에서 소유구조와 이익의 정보력에 관하여 실증 검증한 결과 기관투자자와 대량주식보유자의 경우 주식소유비율이 높아짐에 따라 이익의 정보력이 높아 이들이 기업경영에 대하여 적극적인 감시활동을 하고 있다는 사실을 실증적으로 검증하였다. 또한 Abrahamson & Park(1994), Pound(1992)는 기관투자자는 소액주주에 비해 정보수집 및 분석능력이 우월하고 감시비용에 비해 효익이 크므로 기관투자자의 지분율이 증가할수록 경영자에 대한 모니터링 유인과 능력을 모두 지

니고 있다고 볼 수 있다고 주장하였다.

Pound(1988)는 외국인투자자지분과 기업가치에 대한 연구에서 외국인투자자가 백지위임장 투쟁으로 주주감시 활동을 강화하면 기업 가치에 미치는 영향이 어떤지에 대해 적극적 감시가설을 제시하고, 외국인투자자의 지분이 증가할수록 경영자를 감시할 유인이 증가되어 외국인 투자자의 지분율과 기업 가치는 정(+)의 관계를 가진다는 적극적 감시가설을 주장하였으며, 인도 기업을 대상으로 한 Khanna & Palepu(1999)의 연구도 외국인지분과 기업 성과 사이에는 양의 관계가 있다고 주장하고 있다. McConell & Servages(1990)는 NYSE(NewYork Stock Exchange)와 AMEX(American Stock Exchange)에서 거래되는 기업들을 대상으로 소유구조를 내부소유자, 외부대주주, 기관투자자 등으로 세분하여 소유구조와 기업 가치간의 관계를 분석하여 Pound(1988)의 적극적 감시가설을 지지하였으며, Chaganti & Damanpour(1991)는 외부대주주의 지분이 증가하면 외부대주주의 자금을 다른 기업으로 이전하기 힘들므로 기업 의사결정에 중요한 역할을 함을 발견하였다. 국내의 관련연구 중에는 전영순(2003)이 외국인투자자의 경우 투자기업에 대해 기업경영의 감시자로서의 역할을 담당하여 회계이익의 질적 향상을 유도함을 보여주었다. 앞서 언급한 여러 선행연구를 살펴보면 경영자-기관투자자-외국인투자자들의 지분율과 기업 성과에 대하여 다양한 주장을 제시하고 있으나 외국인투자자 및 기관투자자의 지분율과 기업성과에 대하여는 대체로 긍정적인 연구 결과를 언급함을 알 수 있다.

2.2 국내 건설 산업의 경영구조상 특징

왕세중(1995)은 국내 건설산업의 특징에 다음과 같이 정의 내리고 있다. 첫째, 수요구조에 있어서 건설제품의 수요자이자 구매자인 발주자가 독점력을 갖는 까닭에 1인의 발주자에 의한 수요 독점적 구조를 가지며 또한 생산자의 시장 진입과 퇴출은 자유로우나, 입찰에 참여하는 공급구조로 생산자가 공사의 공종별, 규모별, 전문분야별로 제한적인 이유로 완전한 경쟁이 아니며 둘째, 건설산업의 생산활동은 토지에 대한 의존도가 매우 높고 옥외에서 이루어지는 활동은 토지의 형태와 지역조건, 기후 및 계절 등의 자연 환경에 큰 제약을 받으며, 셋째, 토지 및 주택정책 그리고 면허제도 등의 건설산업에 대한 정부 정책의 변화는 건설경기에 직접적 영향을 미친다. 넷째, 토지는 공급이 한정되어 있는 까닭에 건설제품의 공급을 비탄력적으로 만드는 주요 요인이 되며 다섯째, 제조업의 제품과 달리 건설제품은 프로젝트별로 일정하지 않고 생산 장소가 곧 소비 장소가 된다. 따라서 생산 장소를 중심으로 건설제품이 생산자에서 소비자로 이어지

는 직거래 유통체계를 가지며 토지에 고정되어 생산되므로 새로운 제품을 생산하지 않고는 대체재가 존재하지 않는 특성이 있다. 여섯째, 불안정한 옥외 공사현장에서 생산활동이 이루어지므로 타산업에 비하여 재해율이 높아 건설산업은 어렵고(difficult), 위험하며(dangerous), 더러운(dirty)산업 즉 “3D”산업으로 불린다. 마지막으로, 건설산업은 타산업의 제품에 비해 주택 및 사회간접자본시설체로서 공공재적 혹은 준공공재적 성격을 가지며, 단순한 소비재적 성격보다는 타산업에 대한 중간투입재적 혹은 생산재적 성격을 갖는다.

최생길·김강수(2001)의 경영지표적 측면에서 본 건설산업은 첫째, 경기의 변동에 매우 민감하여 수익성변동이 심하고 타산업에 비해 저조한 수익과 낮은 경영상의 안정성을 나타낸다. 둘째, 노동집약적이며 노동과 자본의 대체율이 매우 낮다. 셋째, 발주자의 도급을 통해서만 계약이 체결되고, 단기 또는 다년에 걸쳐 공사가 진행된다. 넷째, 도급형태에 따라 수익이 결정된다는 것이다. 건설업의 회계론적 특징들로는 첫째, 수익의 인식 시점을 공사완성기준과 공사진행기준으로 구분한다는 것이다. 공사완성기준은 장기공사 시 공사의 진행도에 따라 공사수익을 인식하는 방법이고 공사진행기준이란 공사의 진행 정도에 따라서 계약금액을 공사기간별로 배분하여 생산기간 중에 수익을 인식하는 방법이다. 둘째, 공사수익의 계산과 회계처리방법은, 진행기준에 의한 경우 당기에 인식될 공사수익은 우선 총 공사도급금액에 당기 말까지의 공사 진행률을 곱하여 공사 착수 시부터 당기말까지 인식될 수익금액을 계산하고 전일까지 인식된 수익금액을 차감하여 산출하는 방식이다. 셋째, 공사손실의 경우는 공사 전체에 손실이 발생할 것으로 예측되면, 보수주의에 따라 진행기준뿐만 아니라 완성기준에서도 손실이 예상되는 시점에서 예상되는 손실을 전액 인식하여야 한다는 것이다. 진행기준은 공사의 진행 정도에 따라 이익을 인식하는 방법이기 때문에 손실이 발생할 경우에도 공사의 진행 정도에 따라 인식해야만 논리의 일관성이 유지되나, 보수주의에 의해서 공사손실이 예상되는 시점에서 손실액을 전액 인식한다. 마찬가지로, 완성기준은 공사완성시점에서 이익을 인식하기 때문에 손실이 발생할 경우에도 공사완성시점에서 인식하여야만 논리의 일관성이 유지되지만, 보수주의에 의해서 공사손실이 예상되는 시점에서 전액 인식 등으로 크게 구분할 수 있다.

3. 연구방법

3.1 표본기업의 선정

본 연구의 표본은 2007년 말 거래소에 상장된 기업들 중 금융업을 제외한 601개 기업 중 표본 기간 중 계속 상장되지 않아 전체 평가 자료에 왜곡을 불러일으킬 수 있는 계속상장 조건미달 기업 115개사와 표본 기간 중 한 차례이상 자본 잠식되어 기업 평균에 심각한 오류를 줄 수 있는 기업 및 주요주주 지분율의 합이 100%를 초과하는 등 분석에 필요한 정확한 데이터를 얻을 수 없는 기업 155개사를 제외한 331개의 기업을 대상으로 하였다.(황동섭, 2002) 비상장기업의 경우 소유구조 및 대리인비용에 대한 자료를 수집하기 어렵기 때문에 한국증권거래소에 상장되어 있는 상장기업을 연구대상으로 삼았으며, 금융업은 금융회사에 대한 소유구조 제한, 경영활동에 대한 정부의 규제, 재무제표의 특이성 등의 이유로 본분석 대상에서 제외하였다.(박종훈·노은정, 2008) 이중 제조 기업은 304개, 건설기업은 24개사이며 건설기업의 표본 선정은 대한건설협회의 “2007 건설업 경영분석”에 일반건설업 등록업체 12,842개사 가운데 거래소에 상장된 37개의 건설기업 가운데 주요주주의 지분율 자료가 없거나, 지분율의 합이 100%를 초과하는 대립산업, 현대건설, 남광토건, 서광건설, 한신공영, 신한, 두산건설, 현대산업개발, C&우방, 일성건설, 신세계건설, 대우건설, 삼호개발을 제외한 동양건설산업, 성원건설, 계룡건설, 신일건설, 범양건설, 풍림산업, 한일건설, 벽산건설, 삼환기업, 삼부토건, 신성건설, 삼환까뮤, 중앙건설, 성지건설, 삼호, 고려개발, 경남기업, 금호산업, 코오롱건설 진흥기업, 동부건설, GS건설, 태영건설, 한라건설 등 24개 기업으로 구성하였다. 분석에 필요한 개별기업에 대한 MTB, ROA 데이터 및 내부·외국인기관투자자 지분율 자료는 주식 및 금융시장 거래통계 데이터베이스 제공 전문 기관인 FN Guide의 데이터를 사용하였다.

3.2 가설설정

Jensen & Meckling(1976)은 소유가 집중된 기업일수록 경영자와 주주간의 이해가 일치되어 대리인 비용이 줄어들고, 기업의 성과가 증가한다고 주장하였으며 Jarrell & Poulsen(1987)은 기관투자자의 지분율이 기업 가치에 미치는 영향 연구에서 기관투자자의 지분율이 낮을수록 음(-)의 초과수익률을 가지는 반 인수규정(Anti-takeover amendment)을 채택할 가능성이 높으며, 지분율이 높을수록 정(+)의 초과수익률을 가지는 반 인수규정을 채택할 가능성이 높은 것으로 보고 있어, 같은 조건이라면 지분을 보다 많이 소유하고 있는 기관투자자가 경영자를 모니터링 함에 있어 보다 적극적이고 효율적이라 하였다. 또한 Chaganti & Damanpour(1991)는 외국인주주 지분과 기업의 자본구조 및 경영성과를 분석한

결과 외국인대주주 지분과 회계적 수익률 간 정(+)의 상관관계를 가지고 있음을 보고하였다. 이렇듯 앞선 여러 선행 연구 결과는 주요투자자(내부-외국인-기관투자자)의 지분율과 기업 성과와는 정(+)의 관계가 있음을 보여주었고 본 연구에서도 앞선 선행 연구의 연구결과를 견지하고자 아래의 가설을 설정 하였다.

H1 : 기업의 주요주주 지분율의 증감과 기업의 경영성과는 상호 연관성이 있을 것이다.

H1-1: 대주주지분율의 증감과 기업의 MTB는 상호 연관성이 있을 것이다.

H1-2: 외국인지분율의 증감과 기업의 MTB는 상호 연관성이 있을 것이다.

H1-3: 기관투자가지분율의 증감과 기업의 MTB는 상호 연관성이 있을 것이다.

H1-4: 대주주지분율의 증감과 기업의 ROA는 상호 연관성이 있을 것이다.

H1-5: 외국인지분율의 증감과 기업의 ROA는 상호 연관성이 있을 것이다.

H1-6: 기관투자가지분율의 증감과 기업의 ROA는 상호 연관성이 있을 것이다.

주요지분율=내부-외국인-기관투자가지분율/경영성과=MTB, ROA

H2 : 지분구조에 따라 건설기업과 제조기업간의 경영성과는 차이가 존재할 것이다.

H2-1: 대주주지분율에 따라 건설기업과 제조기업간의 MTB는 차이가 존재할 것이다.

H2-2: 외국인지분율에 따라 건설기업과 제조기업간의 MTB는 차이가 존재할 것이다.

H2-3: 기관투자가지분율에 따라 건설기업과 제조기업간의 MTB는 차이가 존재할 것이다.

H2-4: 대주주지분율에 따라 건설기업과 제조기업간의 ROA는 차이가 존재할 것이다.

H2-5: 외국인지분율에 따라 건설기업과 제조기업간의 ROA는 차이가 존재할 것이다.

H2-6: 기관투자가지분율에 따라 건설기업과 제조기업간의 ROA는 차이가 존재할 것이다.

기업가치의 대응치로는 시장가치 대 장부가치비율(Market value to Book value: MTB)과 자산수익율(Return on Asset: ROA)을 사용하였다. 기업의 경영성과를 대변할 수 있는 대표적 변수로는 Tobin의 Q비율을 많이 사용하나 Q비율은 계산에 필요한 여러 자료를 입수하기 어려울 뿐 아니라 자산 혹은 자기자본의 대체원가 등을 추정

하는 과정에서 오차가 발생할 가능성이 높다는 단점 때문에 구멍화김병곤(1999)의 연구에서와 같이 Q비율의 대응적 지표로 MTB비율을 이용하였다. MTB는 기업의 시장가치가 장부 가치에 비해서 얼마나 높게 나타나고 있는가를 나타내는 기업 가치지표로서 많은 연구에서 이용되고 있으며 1보다 큰 경우는 기업의 시장가치가 장부 가치보다 높고, 1보다 작은 경우에는 시장가치가 장부 가치에 미달하여 기업가치가 낮음을 의미한다. 회계적 이익률의 하나인 ROA는 주주뿐만 아니라 경영활동에 필요한 재원을 제공한 채권자를 포함한 총 투자자의 입장에서 경영성과를 측정하는 것으로 재원의 출처에 관계없이 투자자원을 얼마나 효율적으로 운용하였는가를 측정하는 척도로 자주 사용된다. ROA는 당기 순이익을 총 자산으로 나누어 계산하였다. 기업 소유구조의 대응변수로는 내부지분율, 외국인지분율, 기관투자가지분율을 사용하였다. 내부 지분율이라 함은, 소유주식수가 가장 많은 최대주주본인과 친족 기타 특수 관계인이 소유한 주식수를 말하며 기관투자자 지분율이라 함은 5%이상 취득한 기관 및 5% 이상 취득한 개인 지분율의 합을 의미한다. 이외의 변수 또한 경영성과에 영향을 미칠 수 있으므로 연구개발강도, 광고강도, 영업성과, 기업규모를 통제변수로 사용한다. 연구개발 활동의 목적은 장기적 관점에서 기업의 수익성 향상과 그로 인한 기업의 영속성 보존에 있으므로 기업이 속한 시장에서 요구되는 기술과 기법에 대한 투자 없이는 경쟁력확보와 수익성제고를 보장 받을 수 없다. 이에 연구개발과 기업의 경영성과와는 정(+)의 관계가 예측된다. 현재의 현금흐름정보를 통해서 투자자들이 그 기업의 미래 투자수익성에 대한 평가를 하게 되는 것과 마찬가지로, 기업의 광고활동에 대한 투자 또한 미래현금흐름의 규모와 변동성에 대해 적절한 기대를 형성하는데 도움이 된다. 따라서 기업의 광고비지출은 미래현금흐름에 대해 긍정적 효과를 가지는 무형자산에의 투자형태로 간주될 수 있으며 기업의 경영성과와는 정(+)의 관계가 기대된다. 회계적 수익률은 추가수익률과 더불어 경영성과의 대응변수로 자주 사용 되어지는 지표로 영업성과의 대응변수로는 매출액 영업이익률을 사용하였다. 일반적으로 기업의 규모가 크면 규모의 경제라든지 대외협상의 이점과 같은 것이 존재한다고 인식할 수 있고, 반면 기업의 규모가 작기 때문에 급속한 환경변화에 보다 더 잘 적응할 수 있고 수익률이 높은 업종으로의 전환이 용이하다는 인식도 가능하기 때문에 기업의 규모가 이와 같이 기업의 성과에 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위해 기업 규모(size)를 통제 변수로 추가하였다. 통제변수 외에 경영성과에 영향을 줄 수 있다고 예측되는 건설업체 여부 및 재벌 소속 여부를 더미변수로 추가하였다.

3.3 연구모형

경영성과의 척도인 MTB와 ROA를 종속변수로 놓고 기업규모, 영업성과, 연구개발강도, 광고강도 등을 설명변수로 하여 H1, H2의 모형을 설정하고, 분석은 Pooled-Ols 모형을 사용하였다. 패널모형은 Hausman Test를 통하여 내생성문제를 통제할 수 있고, LM-Test 및 Chow-Test 을 통하여 고정 및 확률효과(Fixed, Random Effect) 측정에 용이한 점이 있으나, 결측 자료로 인하여 외국인지분율과 경영성과의 인과관계, 기관투자자지분율과 경영성과의 인과관계에서는 패널분석을 수행할 수 없다. 또한 LSDV(Least Squares Dummy Variable) Regression 등을 고려할 수 있지만, 이들 모형 역시 결측 자료의 영향을 받으므로, 모형의 간명성을 위해 3가지 경우 모두 수행 가능한 Pooled-Ols를 사용하여 분석하였다. 또한 소유지분구조와 경영성과와의 인과관계를 통한 제조업과 건설업간의 통계적 차이검증을 위하여 건설업 여부를 더미변수로 놓아 분석하였으며, 소유지분구조가 경영성과에 미치는 영향을 살펴며 또한 모형의 간명성을 유지하고자 소유지분 구조별로 모형을 설정하여 분석하였다.

$$CP_j = \beta_0 + \beta_1 x_{1j} + \beta_2 x_{2j} + \beta_3 x_{3j} + \beta_4 x_{4j} + \beta_5 x_{5j} + \epsilon_j$$

where, $CP_j = ROA$ or MTB , $j = 1, \dots, 3310$

$x_1 = \text{Int or For or Com, each cure} \cdot \text{Int(내부지분율), For(외국인지분율), Com(기관투자자지분율)}$ / $x_2 = \text{size(기업규모변화율)}$ / $x_3 = \text{Osr(영업성과변화율)}$ / $x_4 = \text{R\&D(연구개발강도변화율)}$ / $x_5 = \text{Adv(광고강도변화율)}$ / $e = \text{독립적인 측정 오차}$

$$CP_j = \beta_0 + \sum_{i=1}^5 \beta_i x_{ij} + I_6 + I_7 + \epsilon_j$$

$x_1 = \text{Int or For or Com, each cure}$ / $x_2 = \text{size(기업규모변화율)}$ / $x_3 = \text{Osr(영업성과변화율)}$ / $x_4 = \text{R\&D(연구개발강도변화율)}$ / $x_5 = \text{Adv(광고강도변화율)}$ / $I_6 = \text{재벌더미변수}$ / $I_7 = \text{건설더미변수}$ / $e = \text{독립적인 측정 오차}$

3.4 실증분석 결과

표 1의 각 변수에 대한 기술통계량을 사전 점검해 보면, 전체 표본 총계에서 종속변수인 MTB는 평균이 .89로 표본 전체의 평균 기업 가치는 장부가치보다 낮게 시장에서 평가가 이루어짐을 알 수 있다. 이를 건설 및 제조 기업으로 나누어 분석해보면 건설업은 .85로 제조업의 MTB비율보다 약 .05만큼 적어 건설업이 제조업보다 시장에서 기업 가치를 낮게 평가받고 있음을 알 수 있다. 또한 제조업의 ROA는 .02인 반면, 건설업 ROA는 .03으

로 건설업이 제조업보다 자산대비 수익성이 높음을 알 수 있다. 주요주주별 지분율을 살펴보면 제조기업의 평균 내부지분율은 37.61%, 외국인지분율은 8.14%, 기관투자자지분율은 14.22%인 반면, 건설기업은 35.43%, 8.21%, 13.62%로 전반적으로 제조 기업에 비하여 낮은 주요주주 지분 점유율을 가진 것으로 나타났다. 표 2의 상관관계분석 결과 나타난 각 변수 간 피어슨 상관계수를 보면, 종속변수 MTB와 가장 상관관계가 높은 독립변수는 외국인 지분율로 .251로 유의하게 나타났으며 내부 지분율은 역의 상관관계를 나타내었다. 또한 ROA 역시 외국인 지분율과 가장 높은 상관관계(.225)를 나타냈으며 .01수준에서 통계적으로 유의하다. 기관투자자 지분율은 ROA과 역의 상관관계를 찾을 수 있었다. 다중공선성에 대한 추가적인 분석을 실시하였을 때, 모든 변수에서 공차한계가 .10보다 크고, 분산팽창인수(VIF)가 10보다 훨씬 작은 값을 보여 변수들 중 다중공선성에 크게 문제가 되는 변수는 없다고 판단된다.

[표 1] 기술통계량분석

[Table 1] Descriptive Statistics Analysis

구분	업종	N	평균
내부지분	총괄	3,310	37.45
	건설업	240	35.43
	제조업	3,070	37.61
외국인지분	총괄	2,880	8.15
	건설업	210	8.21
	제조업	2,670	8.14
기관투자자등	총괄	1,500	14.18
	건설업	113	13.62
	제조업	1,387	14.22
MTB	총괄	3,310	0.89
	건설업	240	0.85
	제조업	3,070	0.90
ROA	총괄	3,310	0.02
	건설업	240	0.03
	제조업	3,070	0.02

[표 2] 상관관계분석

[Table 2] Correlation Analysis

구분	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1)	1								
(2)	-.105**	1							
(3)	-.157**	.103**	1						
(4)	.251**	.225**	-.213**	1					
(5)	-.020	-.051*	-.124**	.029	1				
(6)	.139**	.065**	-.185**	.494**	-.021	1			
(7)	.130**	.102**	-.158**	.425**	-.010	.838**	1		
(8)	.163**	.015	-.060**	.173**	-.060	.250**	.286**	1	
(9)	.090**	.078**	.008	.149**	-.065*	.017	.042*	.122**	1

주)(1)MTB,(2)ROA,(3)내부지분율,(4)외국인지분율,(5)기관투자자지분율,(6)기업규모,(7)영업성과,(8)연구개발강도,(9)광고강도

3.4.1 가설1의 검증 결과

Pound(1992), Abrahamson & Park(1994), Jung & Kwon(2001) 등이 주장한 적극적 감시 가설의 견지 하에 주요주주지분율과 MTB, ROA간의 관련성을 실증분석한 결과 외국인지분율은 MTB에 정(+)의 영향을 끼쳐 외국인투자자의 지분율 증가는 기업의 장기적 경영성과(MTB)에 긍정적 영향을 준다는 선행 연구의 결과를 지지 하였다. 그러나 내부지분율은 MTB에 부정적 영향을 미친 것으로 나타나 기업의 소유구조가 집중됨에 따라서 발생하는 비용 때문에 소유구조의 집중도와 기업의 성과는 정(+)의 상관관계가 성립되지 않는다는 경영자 안주가설을 지지하였다. 반면 기관투자자지분율과 MTB와의 관련성은 앞선 선행 연구의 적극적 감시가설과 달리 유의적인 결과를 도출하지 못하였다. 연구모형의 설명력은 각각 내부지분율과 MTB가 5.8%, 외국인지분율과 MTB가 7.9%, 기관투자자지분율과 MTB가 5.4%이며 0.01에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 소유구조와 ROA의 연동성을 살펴보면 선행 연구 결과와 같이 내부 지분율 및 외국인 지분율의 증가는 ROA에 정(+)의 영향을 미치나 기관투자자 지분율의 증가는 부(-)의 영향을 미치어 선행연구의 기관투자자의 적극적 감시가설과는 상이한 결과를 도출하였다.

[표 3] 소유구조와 MTB와의 관계
[Table 3] Relationships Between Ownership Structure and MTB

소유구조의 대응변수	구 분	N	Beta	t	VIF	수정된 R ²	F
내부 지분율	기업규모	3,310	.077	2.471	3.401	.058	41.953***
	영업성과	3,310	.005	.155	3.440		
	연구개발강도	3,310	-.126	7.098***	1.104		
	광고강도	3,310	.074	4.342***	1.016		
	내부지분율	3,310	-.135	-7.872***	1.036		
외국인 지분율	기업규모	2,880	-.008	-.245	3.677	.079	50.217***
	영업성과	2,880	.004	.130	3.448		
	연구개발강도	2,880	.124	6.554***	1.110		
	광고강도	2,880	.043	2.338	1.044		
	외국인지분율	2,880	.225	10.780***	1.363		
기관 투자자 지분율	기업규모	1,500	.072	1.379	4.275	.054	18.212***
	영업성과	1,500	.037	.694	4.410		
	연구개발강도	1,500	.159	5.715***	1.229		
	광고강도	1,500	.064	2.518	1.027		
	기관투자자 지분율	1,500	-.006	-.224	1.007		

* p<0.10 ** p<0.05 *** p<0.01

[표 4] 소유구조와 ROA와의 관계

[Table 4] Relationships Between Ownership Structure and ROA

소유구조의 대응변수	구 분	N	Beta	t	VIF	수정된 R ²	F
내부 지분율	기업규모	3,310	-.041	-1.302	3.401	.030	21.228***
	영업성과	3,310	.158	4.982***	3.440		
	연구개발강도	3,310	-.022	-1.215	1.104		
	광고강도	3,310	.074	4.284***	1.016		
	내부지분율	3,310	.119	6.814***	1.036		
외국인 지분율	기업규모	2,880	-.219	-6.363***	3.677	.071	45.280***
	영업성과	2,880	.238	7.147***	3.448		
	연구개발강도	2,880	-.016	-.845	1.110		
	광고강도	2,880	.069	3.768***	1.044		
	외국인지분율	2,880	.224	10.695***	1.363		
기관 투자자 지분율	기업규모	1,500	-.066	-1.241	4.275	.019	6.688***
	영업성과	1,500	.138	2.561	4.410		
	연구개발강도	1,500	.045	1.598	1.229		
	광고강도	1,500	.072	2.791**	1.027		
	기관투자자 지분율	1,500	-.044	-1.733*	1.007		

* p<0.10 ** p<0.05 *** p<0.01

3.4.2 가설2의 검증 결과

두 번째 가설인 “지분구조에 따른 건설기업과 제조기업간의 경영성과 차이에 대한 검증” 결과 내부지분율과 건설업유무, 외국인지분율과 건설업유무, 기관투자자지분율과 건설업유무 모두 MTB 와 ROA에 통계적으로 차이를 주지는 못하는 것으로 나타나 건설업은 제조업과는 매우 다른 산업적 특성을 지녔음에도 불구하고 지분구조에 따른 경영성과의 차이는 발견하지 못하였다. “내부·외국인·기관투자자 지분율에 따른 건설업과 제조업간의 MTB 차이”를 살펴보면 내부지분율은 -.022, 외국인지분율은 -.013, 기관투자자지분율은 -.024의 결과치를 산출하였으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 모형의 설명력은 내부지분율, 외국인지분율, 기관투자자지분율 순으로 6.4%, 7.9%, 6.0%이며 F값은 각각 33.083, 36.098, 14.689으로 유의수준 .01에서 유의하였다. 또한 “내부·외국인·기관투자자지분율에 따른 건설업과 제조업간의 ROA 차이”를 살펴보면 각각 내부지분율은 .023, 외국인지분율은 .014, 기관투자자지분율은 .012의 결과치를 산출하였으나 통계적으로 모두 유의하지 못하였다.

[표 5] 소유구조에 따른 건설업과 제조업 MTB의 비동질성
 [Table 5] Non Homogeneity of MTB between
 Constructure Industry and Manufacture
 Industry According to Ownership Structure

소유구조의 대응변수	구분	N	Beta	t	VIF	수정된 R^2	F
내부 지분율	기업규모	3,310	.029	.899	3.804	.064	33.083***
	영업성과	3,310	.024	.757	3.505		
	연구개발강도	3,310	.130	7.320***	1.110		
	광고강도	3,310	.067	3.926***	1.026		
	건설업 터미	3,310	-.022	-1.313	1.008		
	재벌 터미	3,310	.081	4.394***	1.191		
외국인 지분율	내부지분율	3,310	-.143	-8.320***	1.047	.079	36.098***
	기업규모	2,880	-.019	-.534	3.952		
	영업성과	2,880	.009	.281	3.513		
	연구개발강도	2,880	.125	6.582***	1.120		
	광고강도	2,880	.041	2.254	1.049		
	건설업 터미	2,880	-.013	-.703	1.007		
기관 투자자 지분율	재벌 터미	2,880	.021	1.079	1.219	.060	14.689***
	외국인지분율	2,880	.221	10.425***	1.409		
	기업규모	1,500	.018	.335	4.701		
	영업성과	1,500	.062	1.167	4.507		
	연구개발강도	1,500	.164	5.896***	1.233		
	광고강도	1,500	.057	2.257	1.035		
기관 투자자 지분율	건설업 터미	1,500	-.024	-.976	1.005	.060	14.689***
	재벌 터미	1,500	.087	3.214***	1.167		
	기관투자자지분율	1,500	.000	.011	1.014		

* p<0.10 ** p<0.05 *** p<0.01

[표 6] 소유구조에 따른 건설업과 제조업 ROA의 비동질성
 [Table 6] Non Homogeneity of ROA between
 Constructure Industry and Manufacture
 Industry According to Ownership Structure

소유구조의 대응변수	구분	N	Beta	t	VIF	수정된 R^2	F
내부 지분율	기업규모	3,310	-.064	-1.928	3.804	.031	16.152***
	영업성과	3,310	.167	5.226***	3.505		
	연구개발강도	3,310	-.018	-1.022	1.110		
	광고강도	3,310	.072	4.168***	1.026		
	건설업 터미	3,310	.023	1.315	1.008		
	재벌 터미	3,310	.041	2.195	1.191		
외국인 지분율	내부지분율	3,310	.116	6.625***	1.047	.072	32.676***
	기업규모	2,880	-.231	-6.466***	3.952		
	영업성과	2,880	.244	7.250***	3.513		
	연구개발강도	2,880	-.013	-.701	1.120		
	광고강도	2,880	.069	3.756***	1.049		
	건설업 터미	2,880	.014	.753	1.007		
기관 투자자 지분율	재벌 터미	2,880	.026	1.307	1.219	.019	5.255***
	외국인지분율	2,880	.219	10.265***	1.409		
	기업규모	1,500	-.094	-1.701	4.701		
	영업성과	1,500	.151	2.787**	4.507		
	연구개발강도	1,500	.048	1.695	1.233		
	광고강도	1,500	.070	2.702*	1.035		
기관 투자자 지분율	건설업 터미	1,500	.012	.471	1.005	.019	5.255***
	재벌 터미	1,500	.048	1.753	1.167		
	기관투자자지분율	1,500	-.041	-1.579	1.014		

p<0.10 ** p<0.05 *** p<0.01

4. 결론 및 논의

본 연구에서는 우리나라 경제의 특징을 감안하여 IMF 외환위기 이후인 1998년부터 2007년까지 10개년 동안 거래소에 연속 상장된 12월 결산 기업 중 완전 자본 잠식이 한 차례도 없었던, 제조기업 307개사와 건설기업 24개사로 표본을 구성하여, 주요 지분율과 경영성과와의 관계, 소유구조에 따른 건설업과 제조업간의 성과차이에 대하여 실증 분석하여 보았다.

첫 번째 가설의 실증분석 결과 외국인지분율은 MTB에 정(+)의 영향을 미치어 외국인투자자의 지분율이 증가는 기업의 장기적 경영성과(MTB)에 긍정적 영향을 준다는 선행 연구의 결과를 지지 하였다. 그러나 내부지분율은 MTB에 부(-)의 영향을 미친 것으로 나타나 경영자 이익수렴가설이 아닌 Demsetz 등이 주장한 경영자 안주 가설을 지지 하였다. 그러나 기관투자자지분율과 MTB와의 관련성은 여러 선행 연구의 적극적 감시가설과 달리 유의적인 결과를 밝혀낼 수 없었다. 소유구조와 ROA의 연동성을 살펴보면 내부 지분율 및 외국인 지분율의 증가는 ROA에 정(+)의 영향을 미치어 앞선 여러 연구의 결과를 지지하였으나, 기관투자자지분율의 증가는 부(-)의 영향을 미치어 선행연구의 기관투자자의 적극적 감시가설과는 다른 실증 분석 결과를 나타내었다. 두 번째 가설인, “지분구조에 따른 건설기업과 제조기업간의 경영성과 차이”에 대한 검증 결과 내부지분율과 건설업유무, 외국인지분율과 건설업유무, 기관투자자지분율과 건설업유무 모두 MTB와 ROA에 통계적으로 차이를 주지는 못하는 것으로 나타나 판매형식, 발주, 생산, 수익의 인식, 가격 및 기간의 탄력성, 정부의 정책에 대한 의존도 등 건설업은 제조업과는 매우 다른 산업적 특성을 지녔음에도 불구하고 지분구조에 따른 건설기업과 제조기업의 경영성과에는 차이는 없음을 알 수 있었다.

본 연구에서 얻을 수 있는 시사점은 다음과 같다. 첫째, 기업의 소유구조와 경영성과 측면에 있어, 외국인 지분율의 증가는 선행 연구와 동일하게 우리나라 기업의 미래 성장성(MTB)향상에 긍정적인 영향을 주는 결과를 도출하였으나, 내부지분율 증가는 MTB에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 소유가 집중될수록 경영자와 주주간의 이해가 일치되어 대리인 비용이 줄고 기업의 경영성과가 향상된다는 기존의 연구와는 상반되는 결과로서 한국기업에 있어서, 소유의 집중에 따른 대리인 비용의 절감효과보다 올바른 주식 분산을 통하여 기업 가치에 반하는 경영자의 행위를 제어, 감시하는 효율적 주식의 분산이야말로 기업가치 극대화를 추구하는 적극적 방법임을 유추 할 수 있으며, 이를 바탕으로 향후

효율적인 기업 가치를 위한 가장 최적의 소유구조의 분산에 대한 추가 연구도 필요할 것으로 보인다. 또한 기업 가치 향상을 통하여 주주의 부를 극대화 하려는 경영자는 주식의 액면 분할, 우리 사주 발행 등과 같은 적극적인 주식 분산의 방법을 통하여 기업의 가치를 향상시킬 수 있음을 고려해야 할 것이다. 둘째, 관계 지분율의 증감(내부·외국인기관 투자자 지분율)에 따른 기업의 MTB와 ROA에 대한 관련성에 있어 건설업과 제조업간에는 서로 차이가 없음을 발견할 수 있었다. 이는 시장기능에 의한 소비자의 선택에 따라 판매 여부가 결정되는 제조업과는 달리 선(先) 판매후(後) 생산 형태의 상이한 판매 및 생산 방식을 갖더라도 판매 방식에 따른 성과 차이는 존재하지 않음을 발견할 수 있었다.

본 연구는 위의 분석 결과에도 불구하고 다음과 같은 한계를 가지고 있다. 첫째, 우리나라 기업들의 경우 계열 기업의 상호 출자 지분 등은 기타주주법인이나 기타주주 개인을 형성하는 경우가 많아 계열법인들이 가지고 있는 지분의 경우 대부분이 내부지분율에서 제외 될 가능성이 있으며 이로 인하여 분석에 사용된 내부지분율은 위장 분산된 지분이 포함되어 있지 않을 가능성이 있다. 둘째, 건설업이 가진 고유한 특성에도 불구하고 분석에 사용된 샘플의 충분한 확보가 미진하였다는 점이다. 연구의 신뢰성을 높이기 위하여 표본의 조사 기간을 10년으로 설정하다 보니 2007년 연 도말 기준으로 상장된 건설기업 37개 기업 중 자본잠식기업 9개사 및 데이터 오류기업 4개사가 제외되어 24개 기업만을 표본으로 사용하였다. 또한 건설업만이 가진 산업특성 즉, KOSPI에 상장된 종합 건설업 등록업체수가 기타 산업에 비하여 현저히 적고, 경기 변동에 매우 민감하여 타 산업보다 자본 잠식 기업이 상대적으로 많은 점 등도 건설기업의 샘플 수 확보에 영향을 주었다. 이러한 건설기업 성과비교에 있어서 샘플 수에 대한 문제는 국내·외 건설기업의 성과비교 연구를 통하여 분석 및 보완이 필요할 것이다.

References

[1] Ang. J. S, Cole. R. A, and Lin. J. W, "Agency Costs and Ownership Structure", The Journal of Finance, Vol. 55, Issue. 1, pp. 81-106, Feb, 2000.
 [2] Bradford. W, "The Issue Decision of Manager-Owner under Information Asymmetry", The Journal of Finance, Vol. 42, No. 5, pp. 1245-1260, Dec, 1987.
 [3] CAK, "2007 Financial Statements of Construction Industry", Construction Association of Korea, 2008

[4] Choi. Sang-Gill, and Kim. Kang-Soo, "An Analysis of the Trends of the Construction Industry with Asset & capital Trunover of the Korean Construction Industry", The Journal of Industrial Sciences, Vol. 9, 2001.
 [5] Demsetz. H, and K. Lehn, "The Structure of Ownership and The Theory of The Firms", Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2, pp 375-390, Jun, 1983.
 [6] Demsetz. H, and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership : Cause and Consequences", Journal of Political Economy, Vol. 93, No. 6, pp 1155-1177, Dec, 1985.
 [7] Fama. Eugene F, "Agency problems and the theory of the firm", Journal of Political Economy, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307, Apr, 1980.
 [8] Herman. E. S, "Corporate Control, Corporate Power", Cambridge University Press, Cambridge, London, pp. 58-59, 1981.
 [9] Hwang. Dong-Sub, "Ownership and performance : in consideration of firm size", Korean Business Education Review, Vol. 28. pp. 483-494, 2002.
 [10] Holderness. C. G, and Sheehan. D. P, "The Roll of Majority Shareholders in Publicly held Corporations: An Exploratory Analysis", Journal of Finanacial Economics, Vol. 20, pp. 317-346, Jan-Mar, 1988.
 [11] Jun. Young-Soon, "The Association Between Foreign and Domestic Institutional Ownership and Earnings Quality", Korean Management Review, Vol. 32, No. 4, pp. 1001-1032, 2003.
 [12] Jensen C. Michael, and Meckling H. William, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue. 4, pp. 305-360, Oct, 1976.
 [13] Jung. Koo-Yul, and Kwon. Soo-Young, " Ownership Structure and Earnings Informativeness: Evidence from Korea", The International Journal of Accounting, Vol 37, Issue. 3, pp. 301-325, 2001.
 [14] Khanna. T, and Palepu. K, "Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governanc", NBER Working Paper, No. 6955, Feb, 1999.
 [15] Kamerscehen. D, "The Influence of Ownership and Control on Profit Rates", The American Economic Review, Vol. 58, No. 3, pp. 432-447, Jun, 1968.
 [16] Michael C. Jensen, and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", Journal of Financial

- Economics, Vol. 3, Issue. 4. pp. 305-360, Oct, 1976.
- [17] Morck. Randall, Shleifer. Andrei, and Vishny. Robert W, "Management Ownership and Market Valuation An Empirical Analysis", Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 293-315, Jan-Mar, 1988.
- [18] McConnell. John J., and Servaes. Henri., "Addition evidence on equity ownership and corporate value" Journal of Financial Economics, Vol. 27, pp. 595-612, 1990.
- [19] McConnell. John J., and Servaes. Henri., "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", Journal of Financial Economics, pp. 131-157, 1995.
- [20] Park. Jung-Hun, and Noh. Eun-Jung, "Effects of a firm's ownership structure on agency costs: Focusing on the effects of foreign ownership and top management ownership", Management Accounting Review, Vol. 8, No. 1, pp. 143-164, 2008.
- [21] Pound John, "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight", Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 237-265, Jan-Mar, 1988.
- [22] Stano Miron, "Monopoly Power, Ownership Control and Corporate Performance", The Bell Journal of Economics, Vol. 7, No. 2, pp. 672-679, Aut, 1976.
- [23] Villalonga. Belen and Amit. Raphael, "How Do Family Ownership, Control and Management Affect firm value?", Journal of Financial Economics, Vol. 80, Issue. 2, pp. 365-417, May, 2006.
- [24] Wang. Se-Jong, "Construction Industry and National Economy", CERIK Report, pp. 23-39, 1995.
- [25] Wruck, K. H., "Equity Ownership Concentration and Firm Value Evidence from Private Equity Financing", Journal of Financial Economics, Vol. 23, Issue. 1, pp. 3-28, June, 1989.

김 대 룡(Dae-Lyong Kim)

[정회원]



- 1990년 2월 : 동국대학교 통계학과(이학사)
- 1994년 12월 : 아이오와주립대 통계학과 (이학석사)
- 1996년 12월 : 네브라스카대 보험계리학과 (경영학석사)
- 2003년 12월 : 네브라스카대 재무관리학과 (경영학박사)
- 2005년 3월 ~ 현재 : 동국대학교 경영대학 경영학과 교수

<관심분야>

재무관리, 선물옵션, 포트폴리오 관리

임 기 수(Lim, Kee Soo)

[정회원]



- 2008년 2월 : 동국대학교 경영대학원 경영학과 (경영학석사)
- 2010년 2월 : 동국대학교 경영대학원 경영학과 재무관리전공 (재무관리 박사과정 수료)

<관심분야>

재무관리, 투자론, 금융기관 관계론