

한국기업의 소유구조와 기업가치

김 남 곤

동덕여자대학교 전임강사

< 목 차 >

- | | |
|-----------|----------|
| I. 서론 | IV. 결론 |
| II. 선행연구 | 참고문헌 |
| III. 실증분석 | Abstract |

Key words(중심용어): 소유구조매트릭스(corporate governance), 현금흐름권일치도(firm value), 기업지배구조(cash flow rights), 기업가치(control rights)

국 문 요 약

IMF 위기이후 한국의 기업지배구조 개선은 기업경영의 투명성과 책임성 제고와 함께, Global standard로서의 영미법계 기업지배 메커니즘에 접근하는 방향으로 전개되었는데, 대륙법계 국가는 대주주에 의한 기업지배를 핵심적 측면으로 다루고 있고, 영미법계 국가는 투자자의 법적 보호에 기업지배구조의 중점을 두고 있다. 기업지배구조의 핵심적 측면을 어디에 두는가는 국가별로 차이가 존재할 수 있지만, 보다 좋은 기업지배구조를 발전시켜 나가기 위해서는 양자의 적절한 조화가 필요하다. 본 연구는 소유구조매트릭스가 기업가치에 미치는 영향에 관한 고찰로, 기업가치와 소유구조의 상호관계에 관하여 분석하였다. 기업가치를 나타내는 변수로 Tobin' s q와 산업조정된 EV/EBITDA를 사용하여 현금흐름권일치도가 소유구조매트릭스를 통하여 기업가치에 미치는 영향에 관하여 분석하였는데, 복합오차모형에서 1% 유의수준과 연립방정식모형에서 10% 유의수준으로 현금흐름권일치도가 크면 기업가치를 증가시킬 수 있는 반면, 현금흐름권과 경영지배권의 괴리도가 큰 경우에는 기업가치의 하락을 가져올 수 있다. 이러한 결과를 통하여, IMF 위기 이후 진행된 영미법계 기업지배 메커니즘으로의 접근과 더불어 대륙법계 기업지배 메커니즘의 개선방향에 있어 지배주주의 현금흐름권과 경영지배권의 일치는 투자자 보호와 대주주의 기업지배의 적절한 조화를 통한 기업가치 상승의 필요조건이라 할 수 있다.

I. 서론

1997년 외환위기로 인한 IMF 차관공여 조건에는 기업지배구조의 개선에 관한 내용이 포함되어 있다.¹⁾ 다른 나라의 경우 IMF의 차관공여 조건은 주로 금융기관 구조조정에 초점이 맞춰졌던 반면 한국의 경우 이례적으로 기업지배구조의 개선에 관한 조항을 포함하고 있는 것이다. 한국의 기업지배구조가 워낙 낙후되어 있기 때문이었는가, IMF의 과도한 요구였는가, 외환위기의 원인과 그 처방에 관한 평가는 차치하고, IMF 외환위기를 기점으로 대마불사의 관행이 사라지면서 한국 기업은 지배구조에서 상당한 변화를 경험하였다.

기업지배구조는 소유와 경영의 분리로 인해 발생하는 대리인 문제를 해결하는 기업과 관련된 이해관계자의 균형과 견제 시스템이다. ²⁾ 대륙법계 국가와 영미법계 국가가 각기 다른 기업지배구조 형태를 택하고 있는데, 집중형소유구조(concentrated ownership) 특징을 가진 대륙법계 지배구조 메커니즘을 내부통제모형(insider model)이라 하고, 소유분산형(dispersed ownership) 특징을 가진 영미법계 지배구조 메커니즘을 외부통제모형(outsider model)이라 한다.

외부통제모형은 법률체제에 의해 외부투자자의 권한이 적극적으로 보호되고 기업지배구조의 중심이 기업의 외부자들에 있는 반면, 내부통제모형은 기업의 의사결정과정에서 주주뿐만 아니라 경영자, 종업원, 금융기관 등 모든 이해관계자들을 고려하는 이해관계자모형(stakeholder model)에 기초하고 있다. 외부통제모형은 상법 내에 주주를 보호하는 조항이 명시되어 있고, 증권법에서 소액투자자 보호를 강조하는 반면, 내부통제모형은 법적 규제에 있어서 소액투자자를 배제시키고 내부적인 활동을 진행시키는데 대한 규제가 미약하다. 외부통제모형에서는 기관투자자들이 가장 크고 가장 활동적인 주주인 반면, 내부통제모형에서는 기관투자자의 활동이 미약하며, 존재하더라도 활동영역이 제한된다. 외부통제모형에서는 기관투자자가 핵심적 영향력을 발휘하고, 투자결정에 대한 정보를 제공받기 위해 신뢰성 있는 공적 정보의 흐름을 필요로 하므로 시장 중심 체계를 갖추고, 공개자본시장이 발달해 있어서 이러한 공시 중심 체제라고 표현하기도 한다. 반면에 내부통제모형에서는 장기적 상호관계를 형성할 수 있는 은행을 중심으로 자본을 형성하며, 부채비율이 높다. 또한 은행이 자본 매개를 담당하므로, 공개정보 보다는 내부정보가 더 많고, 규제내용도 공시의 엄격한 요건보다는 투기활동을 금지하는 것에 초점을 맞추어 기업을 감독한다. 조직구조와, 투표권 차별, 소액주주 참여제한 등으로 소유경영자의 경영권이 유

1) The letter of Intent of the government of Korea describes the policies that Korea intends to implement in the context of its request for financial support from the IMF. December 3, 1997. Memorandum on the Economic Program 34. The government recognizes the need to improve corporate governance and the corporate structure...

2) Economic Report of the President(2003)

기업지배구조는 경제적 효율성을 증진시키는 중요한 요소로서 경영진, 이사회, 주주, 기타 이해관계자 사이의 모든 관계를 규정하는 것이다. OECD Principle(1999)

기업이 지휘, 통제를 받는 정책과 절차의 집합체를 의미한다. Mood's(2002)

기업에 자금을 제공한 투자자들이 투자에 대한 수익을 보장받기 위해 경영진의 자원분배에 대한 의사결정을 감독하고 통제하는 방법을 의미한다. Sheifer & Vishny(1997)

지된다.

일본과 독일에서는 기업의 외부장기자금 조달이 주로 은행으로부터 장기차입에 의해 이루어져 기업과 은행간의 긴밀한 거래관계가 매우 중요시된다. 또한 일본과 독일의 파산관련 법률은 기업의 이해관계자 보다 은행 등 채권자의 이익을 우선적으로 보호하고 있다. 기업이 파산하는 경우에 금융기관의 채권이 우선적으로 보호받으므로 기업은 은행과 장기적인 거래관계를 유지하여 비교적 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있다. 또한 기업은 장기적인 관점에서 종업원 또는 거래처와의 유대관계를 중시한다. 따라서 일본과 독일에서는 은행이 기업경영에 대한 중요한 감시 기능을 수행하고 종업원과 거래처 등도 경영감시기능을 하고 있다.

미국과 영국에서는 기업의 외부장기자금 조달이 주로 자본시장을 통해 이루어지고 주식시장을 이용한 기업인수시장이 발달하여 시장기능에 의한 경영감시를 중요시한다. 주식시장의 시장기능에 의한 경영 감시가 이루어지기 위해서는 주식시장이 선진화되어 기업정보가 주식시장을 통해 정확하게 공시되어야 하며 공개된 기업정보를 분석할 수 있는 전문가가 충분히 확보되어야 한다. 즉, 미국이나 영국의 기업지배구조는 자본시장의 선진화를 전제로 하고 있다.

내부통제모형인 대륙법계 국가는 대주주에 의한 기업지배를 핵심적 측면으로 다루고 있는 반면, 외부통제모형인 영미법계 국가는 투자자의 법적 보호에 기업지배구조의 중점을 두고 있다. 대주주에 의한 기업지배는 기업의 장기성장 발전을 위한 투자를 촉진할 수 있는 반면, 투자자의 법적 보호는 기업의 원활한 자금조달을 가능하게 하므로, 기업지배구조의 핵심적 측면을 어디에 두는가는 국가별로 차이가 존재할 수 있지만, 보다 좋은 기업지배구조를 발전시켜 나가기 위해서는 양자의 적절한 조화가 필요하다.

IMF위기 후 한국 기업지배구조 시스템은 투자자의 법적 보호를 강화하는 방향으로 전개된 반면, 대주주에 의한 기업지배를 통해 어떻게 효율적으로 기업가치를 극대화시킬지에 대해서는 제도, 정책적 측면에서의 발전에 미약한 점이 있다. 따라서, 본 연구의 공헌은 IMF 위기 후 기업의 소유구조를 평가하고, 현금흐름권 일치도에 따라 기업가치에 미치는 영향에 대하여 패널자료를 이용하여 분석한 것이다. 소유구조에 관한 선행연구가 대부분 외환위기 이후 2개년 이하의 단기간의 분석기간을 가지고 있는 반면, 본 연구는 IMF 위기 이후 보다 장기간에 걸친 분석기간을 설정하여 모형의 설명력을 높였다. 또한 현행 공정거래법상의 소유구조 규제에 있어서 이러한 점을 반영하여 개선할 필요가 있음을 제시하고자 한다.

II. 선행연구

소유구조가 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향에 관해서는 여러가지 상이한 주장들이 존재한다. 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)에 의하면 높은 지분을 가진 경영자의 경우 기업가치가 하락한다면 자신도 상당한 피해를 입게 되므로 기업가치 극대화를 위해 노력할 수밖에 없다는 것이다. 따라서 경영자의 지분이 낮을수록 대리인비용이 많이 발생하여 경영성과는 하락하는 결과를 예측한다. Ang, Cole, and Lin(2000)은 1,700개 이상의 미국 중소기업에 대

상으로 1992년 자료를 가지고 소유구조와 대리인 비용의 관계에 대해 연구한 결과, 경영자가 주주일 때, 그리고 최대주주의 지분이 높을수록 대리인 비용은 감소하는 것으로 보고하였다.

경영자안주가설(managerial entrenchment hypothesis)에 의하면 높은 지분을 가진 경영자 또는 지배대주주는 충분한 의결권을 소유하고 있으므로 일반주주의 이익에는 위배되거나 자신의 사적 이익을 증가시킬 수 있는 결정을 마음대로 추구할 수 있다는 것이다. 경영자 또는 지배대주주들이 기업가치의 관계없이 자신들의 이익만을 추구할 경우 기업가치가 상승하기 어렵고, 경영자의 지분과 기업가치 사이에는 음의 관계가 성립되게 된다. 따라서, 경영자는 자신의 지분이 증가하여 주주총회나 이사회에 대한 지배권이 높아지면 사적이익에 부합되는 의사결정을 내릴 수 있기 때문에 기업성과가 저하된다. Stulz(1988)는 경영자의 지분이 높아지면 경영자는 사적이익 추구에서 발생하는 효용이 자기 지분가치의 증가에서 발생하는 효용보다 높아져 안주하려는 동기를 갖게 된다고 하였다.

절충가설로는 Morck, Schleifer and Vishny(1988)의 연구가 대표적인데, 이사회 지분이 5%가 될 때까지는 토빈Q가 증가하다가 지분이 5%보다 많아지면 토빈Q가 감소하고 지분이 25%를 넘어서면 토빈Q가 다시 증가함을 보였다.

<표 1> 선행연구의 가설과 특성

가 설	저 자	특 성
이해일치가설	Ang, Cole, and Lin(2000)	1,700개 미국 중소기업을 대상으로 1992년 자료를 가지고 분석
	Lemmon and Lins(2002)	동아시아 8개국의 1997~1998년 자료를 바탕으로 연구
	Claessens, Djankov, Lang (2000)	9개 동아시아 국가의 2,980개 기업을 대상으로 소유와 경영의 괴리 정도를 분석
경영자안주가설	Stulz(1988)	경영자 지분에 따른 효용 분석
	최우석, 이우백(2005)	2001년에서 2003년까지의 비금융업을 대상으로 분석
	강원, 신현한, 장진호(2005)	2003년 9월 한국개발연구원이 발표한 대규모 기업집단 소유구조 자료를 이용
절충가설	Morck, Schleifer and Vishny(1988)	이사회 지분에 따른 토빈Q에 대한 실증분석
신호가설	Leland and Pyle(1977)	내부주주와 외부주주간의 정보비대칭성 분석
무관련가설	조명현(1998)	1991년 Fortune 500 manufacturing firm에 대해 분석
	Demsetz and Lehn(1985)	기업성과와 경영자 지분에 대한 연립방정식 모형 분석

Leland and Pyle(1977)에 의해 제시된 신호가설(Signaling hypothesis)은 내부주주와 외부주주 간에는 정보 비대칭성이 존재하기 때문에 내부주주가 기업의 미래 성과에 대해 보다 높은 예측 능력을 가진다고 가정한다. 미래 전망이 밝으면 내부주주는 자신의 지분을 높일 것이고, 반대의 경우에는 자신의 지분을 내릴 것으로 예측된다. 따라서 내부주주가 자기지분을 높이고 낮추는 것을 시장은 그 기업의 미래 수익에 대한 신호로 받아 들일 수 있다.

조명현(1998)은, 1991년 Fortune 500 manufacturing firm에 대해서 OLS 분석을 한 결과, 내부지분율과 Tobin's Q는 7% 이하에서는 유의적으로 양의 관계를, 7%이상 38%이하에서는 유의적으로 음의 관계를, 그리고 38% 이상의 내부지분율에 대해서는 비유의적으로 양의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 설비투자과 연구개발투자에 대한 OLS 분석에서도, Tobin's Q에 대한 분석결과와 마찬가지로, 내부지분율이 7%까지는 투자수준도 함께 상승하고, 38%까지는 투자수준이 하락하며, 내부지분율 38%이상의 범위에서는 투자수준이 다시 상승하는 관계를 가져서, 내부지분율이 투자에 영향을 미치고, 따라서 기업가치에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나, Simultaneous regression에서는 투자가 기업가치에 영향을 미치고, 기업가치가 내부지분율에 영향을 미치는 결과가 나왔으며, 그 역의 관계는 성립하지 않았다. 이러한 사실로부터 내부지분율에 대한 외생성에 대한 가정이 OLS 분석 결과를 잘못 해석하게 한 것으로 결론짓고 있다.

Demsetz(1983)과 Demsetz and Lehn(1985)에 의해 주장된 무관련가설에 따르면 경영자는 기업성과에 따라 자신의 지분을 최적으로 바꾸기 때문에 경영자 지분은 독립변수로 취급할 수 없고 내생변수로 봐야 한다는 것이다. 따라서 실증분석을 할 때는 기업성과와 경영자 지분 사이의 관계를 직접 관찰해서는 안되고, 지분 결정모델과 기업성과 결정모델을 동시에 고려해야 한다.

Black, Jang, Kim (2003)은 기업지배구조 지수를 구성하여, 3) 기업가치에 대한 OLS 회귀분석을 통해 기업지배구조가 기업가치를 설명하는 중요한 요소임을 입증하였다. 최대주주가 법인이고 특수관계인 지분이 최대주주 지분과 같은 경우, Ownership disparity = 0이 되어 의결권과 소유권의 괴리가 없는 것으로 전제한 부지수를 사용하였는데, 본 연구에서는 최대주주가 법인이고 특수관계인 지분이 최대주주 지분과 같은 경우는, 최종소유자가 직접 출자분 없이 경영권만 행사하는 경우이기 때문에 의결권과 소유권의 괴리도가 가장 큰 경우로 전제하였다.

Lemmon and Lins(2002)는 동아시아 8개국의 1997~1998년 자료를 바탕으로 연구한 결과, 경영진의 의결권승수가 누적수익률에 유의적인 음의 영향을 주고 있음을 발견하였다. Lins(2003)도 18개 이머징 마켓의 1995년 자료를 가지고 조사한 결과, 경영진의 의결권승수가 기업의 Tobin's Q에 부정적 영향을 주는 것으로 보고하였다. 그러나, Mitton(2002)은 동아시아 5개국에 대해 조사한 결과 의결권승수가 누적주식수익률에 유의적인 영향을 주지 않는 것을 발견하였다.

Claessens, Djankov, Lang (2000)은 9개 동아시아 국가의 2,980개 기업을 대상으로 소유와 경영의 괴리 정도를 분석하였다. 모든 국가에서 피라미드 구조와 상호출자를 통하여 의결권이 현금흐름권을 초과하였으며, 가족 지배기업과 중소기업에서 소유와 경영의 괴리 현상이 나타났다. Claessens, Djankov, Lang (2000)은 현금흐름권과 경영지배권 괴리도 분석에서 출자구조의 최소 연결관계를 기준으로 경영지배권을 계산하였는데, 본 연구에서는 최소 지분으로 최대 지배권을

3) 주주 권리, 이사회, 시외이사, 감사, 공시제도, 소유권 일치 정도를 결합한 지수

행사하는 현실적 측면을 설명하기 위해 당해 기업의 직접 지분과 간접 지분을 포함하여 경영지배권을 계산하였다.

최우석, 이우백(2005)은 2001년부터 2003년까지 증권거래소에 계속 상장된 비금융업 소속 1,616개 표본종목의 패널자료를 이용하여 소유지배구조와 기업성과와의 연관성에 대한 실증적 증거를 제시하였다. 오너간접경영형태 방식의 기업을 지배권 소유권 괴리도가 높은 기업의 대용치로 보고, 소유 지배권 괴리도와 기업성과간의 관련성이 낮음을 오너경영방식의 관점에서 지지하였다.

강원, 신현한, 장진호(2005)는 2003년 9월 한국개발연구원이 발표한 대규모기업집단 소유구조 자료를 이용하여, 대규모기업집단 지배주주의 지배 소유 괴리도와 소속기업의 기업가치 및 경영성과간의 관계를 살펴 보았다. KDI보고서는 공정거래위원회가 수집한 대규모기업집단의 소유지분 자료를 이용하여 1999년과 2002년말 기준으로 기업집단 내 각 기업의 지배주주의 지배권, 현금흐름권, 의결권승수, 괴리도를 보고하였다. 강원, 신현한, 장진호(2005)의 연구 결과, 장부가치 대비 시장가치로 측정된 상장,등록기업들의 기업가치는 지배주주의 의결권승수와 음의 상관관계를 보이지 않았으며, 소유지배구조와 기업가치를 동시에 결정짓는 Two stage least squares를 사용해도 같은 결과를 얻었다. 이러한 연구 결과는 의결권승수가 높은 기업의 기업가치 및 경영성과가 낮을 것이라는 지배주주의 소액주주 착취가성을 지지하지 않는다.

강형철, 박경서, 장하성(2006)은 기업집단에 속한 모든 상장 및 비상장계열사의 출자자료를 바탕으로 피라미드구조를 지수화하는 방법론을 개발하였다.⁴⁾

박광우, 박래수, 황이석(2005)은 2003년 설문자료에 포함된 426개 상장기업들 중 기업특성관련 자료를 구할 수 있는 비금융기업들로서 358개 기업을 선택하여 기업지배구조와 주주부의 관계를 분석하였는데, 국내상장기업들은 기업지배구조가 건전하고 배당수익률이 높을수록 기업가치가 높게 평가되며, 기업지배구조가 좋은 기업일수록 평균적으로 높은 배당수익률을 보이고 있음을 발견하였다.

선행연구와 비교하여 본 연구는 기존연구에서 주로 사용되고 있는 소유지배괴리도의 반대개념인 현금흐름권 일치도를 소유구조매트릭스로부터 정의하고, 이를 현금흐름권과 경영지배권의 일치정도를 나타내는 척도로 사용하였다. 따라서 종전의 실증연구가 대주주 지분율이나 기관투자가 지분율 등을 이용한 소유구조에 관한 평면적 연구였다면, 본 연구는 소유구조매트릭스를 이용한 소유구조에 관한 입체적 분석이라고 할 수 있다. 소유구조에 관한 선행연구가 대부분 외환위기 이후 2개년 이하의 단기간의 분석기간을 가지고 있는 반면, 본 연구는 IMF 위기 이후 보다 장기간에 걸친 분석기간을 설정하여 모형의 설명력을 높였다. 본 연구에서 공헌하고자 하는 바는, 한국기업의 순환출자구조를 반영하는 현금흐름권,경영지배권 일치도 개념을 사용함으로써, 대주주에 의한 기업지배 정도를 나타내는 보다 정확한 소유구조 척도에 따른 기업가치 효과 분석이라고 할 수 있다.

4) 수직화지수=1 (직접출자의 총합/직,간접 출자의 총합)

III. 실증분석

1. 연구 자료 및 변수의 정의

본 연구는 2000년~2005년을 분석기간으로 하여, 분석에 필요한 회계자료와 투자 및 기업지배구조 관련 자료는 TS 2000과 KISLINE에서 수집하였으며, 주가자료는 Fn Data에서 수집하였다. 금융업을 제외한 상장기업 중 12월 결산법인을 분석 대상으로 선정하였으며, 분석기간 중에 자산 재평가를 실시한 기업을 제외하였다. 한국 표준 산업 중분류 체계에 따른 산업더미와 2000년에서 2005년을 구분하는 연도더미를 추가하여 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 관하여 분석하였는데, 변수의 정의는 다음과 같다.⁵⁾

Tobin's q_{it} : Tobin's q ratio⁶⁾, EV/EBITDA: 산업조정된 EV/EBITDA

CAF: 현금흐름권, CF: 현금흐름권 · 경영지배권 일치도

(TD): 총부채, (TA): 총자산, (LS): 매출액의 자연대수

(LA): 기업연령의 자연대수

2. 연구방법의 검토 및 실증분석방법

기업가치를 나타내는 변수로 Tobin's q ⁷⁾와 EV/EBITDA를 사용하여 소유구조매트릭스를 통하여 기업가치에 미치는 영향에 관하여 분석하였다. 기업지배구조를 측정하는 변수로 기업지배구조개선센터가 발표하는 지배구조 점수는 Global standard로서의 지배구조 점수라 한다면, 국내 기업의 거미줄식 출자를 통한 주식가치의 왜곡을 설명하는 변수로서 현금흐름권 · 경영지배권 일치도 (the ratio of cash flow rights to control rights)에 대한 분석이 필요하다.

Lemmon & Lins(2003)의 현금흐름권 괴리도는 피라미드 구조에서 현금흐름권⁸⁾과 경영지배권⁹⁾의 일치 · 불일치 정도를 설명하는데, 현금흐름권 괴리도가 1이면 현금흐름권과 경영지배권

5) 소유구조와 기업가치, 성과간의 관계와 관련한 선행연구에서 사용된 통제변수를 분류하면 최우석,이우백(2005)은 부채비율,고정자산비율,기업규모,창립년수,매출액성장률,배당성향, 김우택, 장대홍, 김경수(1993)는 연구개발비, 광고선전비, 부채총액, 주당대체우너가, 계열기업 소속여부, 김영숙, 이재춘(2000)은 기업규모, 연구개발비율, 광고비율, 재무레버리지, 박기성(2002)은 광고집약도, 연구개발집약도, 산업수익성, 기업규모, 부채비율, 강준구, 백재승(2001)은 총자산로그, 부채비율, 총자산대비 현금흐름비율, 총자산대비 자본적지출비율, 김병호(2001)은 연구개발비 비율, 광고비 비율, 고정부채비율, 부채비율, 기업규모 등을 사용하고 있다.

6) $d(q)$ 는 산업조정된 Q (industry adjusted Tobin's q)이고, $D(q)$ 는 증분기준 Q 이다.

7) Tobin's q 는 기업의 시장가치를 대체원가로 나눈 비율이다. Tobin은 q 와 투자와의 인과관계를 고찰하고자 하였다. 그는 한계점에서 q 가 1보다 크면 신규투자의 가치가 비용을 초과하기 때문에 기업은 투자유인을 가진다고 주장하였다. 만약 그러한 투자기회가 모두 사용된다면, q 는 1로 수렴하게 될 것이다.

8) 실질소유권(real ownership rights)

9) 의결권(voting rights)

이 일치하는 경우이고, 현금흐름권 괴리도가 1보다 크면 클수록 현금흐름권과 경영지배권의 불일치 정도가 심화되는 것을 의미한다.

경영지배권이 0.325이고, 현금흐름권이 $0.283 \times 0.325 = 0.092$ 이 되어 현금흐름권 괴리도는 $\frac{0.325}{0.092} = 3.534$ 가 된다. Z기업에 대해서는, 경영지배권이 0.624, 현금흐름권이 $0.283 \times 0.325 \times 0.624 = 0.0574$ 이며, 현금흐름권 괴리도가 $\frac{0.624}{0.0574} = 10.873$ 가 되어, Z기업의 현금흐름권과 경영지배권의 불일치 정도가 Y기업보다 크다.

현금흐름권과 경영지배권의 불일치 정도를 나타내는 방식으로는 위와 같이 비율로 계산하는 방법¹⁰⁾과 차이를 이용하는 방법¹¹⁾ 및 1과 비율 역수의 차이로 계산하는 방법¹²⁾이 있다. 비율로 계산하는 방식은 지배주주가 적은 지분을 가지고 상대적으로 높은 지분의 지배권을 행사하는 괴리현상을 적절하게 측정할 수 있고, 지배권과 소유권의 차이를 지표로 이용할 경우는 분모에 해당하는 소유권의 값에 관계없이 일정한 변화를 측정할 수 있다. 1과 비율 역수의 차이로 소유지배 괴리도를 측정하는 방식은 경영지배권과 현금흐름권의 차이를 경영지배권으로 표준화 시킨 개념이다.

Claessens, Djankov, Lang (2000)은 출자구조에서 최소 연결관계를 기준으로 Y기업의 경영지배권이 0.283이고, Z기업의 경영지배권도 0.283로 측정하여 현금흐름권 괴리도를 계산하였고, 본 연구에서는 최소 지분으로 최대 지배권을 행사하는 현실적 측면을 설명하기 위해 당해 기업의 직접 지분과 간접 지분을 포함하여 경영지배권을 계산하였다.

공정거래위원회는 소유지분율(현금흐름권)과 의결권지분율(경영지배권)을 근거로 기업집단별 소유지배괴리도와 의결권승수를 발표하고 있는데, 지배주주의 소유지분율을 지배주주가 직접 소유하고 있는 지분만으로 산정하고 있으며 간접지분을 통한 실질적인 소유지분율에 대해서는 고려하고 있지 않다.¹³⁾ 또한 지배주주의 소유지분율을 산정하는 데 있어 동일인의 지분 및 친역친

10) $d_{lr} = \frac{x_i}{y_i}$, x_i : cash flow rights, y_i : control rights (김선구, 류근관, 빈기범, 이상승; 2003)

11) $d_{2r} = y_i - x_i$ (KDI 보고서; 2003)

12) $d_{3r} = 1 - \frac{x_i}{y_i}$ (김진방, 2005, 한국 제벌의 소유구조, 남남출판사)

13) 공정거래법 시행령 제17조(상호출자제한기업집단등의 범위)③제2항제4호의 규정에 따른 동일인 및 동일인의 친족의 소유지분율은 각각의 계열회사별로 기업집단의 동일인 및 동일인의 친족이 보유한 주식의 지분율[각각의 계열회사의 발행주식총수(「상법」 제369조 및 제370조의 규정에 따른 의결권 없는 주식을 제외한다. 이하 이 조에서 같다)에서 동일인 및 동일인의 친족이 보유하고 있는 주식의 비율을 말한다]에 각각의 계열회사의 자본총계 또는 자본금중 큰 금액을 곱하여 산출된 수치를 합산한 후 각각의 계열회사의 자본총계 또는 자본금중 큰 금액의 합계액으로 나누어 산출한다. <신설 2005.3.31>

④제2항제4호의 규정에 따른 동일인 및 동일인관련자의 의결지분율은 각각의 계열회사별로 동일인 및 동일인관련자가 보유한 주식의 지분율(각각의 계열회사의 발행주식총수에서 동일인 및 동일인관련자가 보유하고 있는 주식의 비율을 말한다)에 각각의 계열회사의 자본총계 또는 자본금중 큰 금액을 곱하여 산출된 수치를 합산한 후 각각의 계열회사의 자본총계 또는 자본금중 큰 금액의 합계액으로 나누어 산출한다. <신설 2005.3.31>

의 지분만을 계산에 포함시키고 있으며 임원 및 비영리재단의 지분은 소유지분으로 산정하지 않고 있으며, 자기주식을 제외한 보통주 중 지배주주의 지분과 계열사 지분 합을 전체 보통주로 나누는 비율을 의결지분율로 산정한다.¹⁴⁾ 공정거래위원회는 소유지분을 산정에서와는 달리 의결지분율을 계산하는 데 있어서는 지배주주의 지분으로 동일한 및 친인척의 지분뿐 아니라 임원 및 비영리재단의 지분도 포함하여 산정하고 있다.

현금흐름권 일치도는 현금흐름권 괴리도(Cash flow rights leverage)의 반대개념으로서, 한국의 경우처럼 소유구조가 복잡화된 순환출자 형태를 가질 때는 계열회사의 내부소유구조(internal shareholding structure)를 고려하여 현금흐름권과 경영지배권의 일치·불일치 정도를 측정한다.

현금흐름권 일치도는 다음과 같은 과정을 통하여 도출된다.

j 기업의 주식 소유지분을 식 (28)과 같이 구분한다.

$$(1) \quad c_j + m_j + f_j = 1 \quad j=1, \dots, n$$

c_j : 지배주주 지분, m_j : 기타주주 및 소액주주 지분

f_j : 계열회사 지분, n : 계열회사 수

식(28)은 식(29)로 나타낼 수 있다.

$$(2) \quad c + m + f = e : \text{Vector notation}$$

계열회사의 내부소유구조(internal shareholding structure)를 $S=(S_{ij})$ 로 정의하면, 식(29)는 식(30)으로 표현할 수 있고, 식(30)을 정리하면 식(31)이 된다.

$$(3) \quad c + m + Se = e$$

$$(4) \quad e = (I - S)^{-1}c + (I - S)^{-1}m$$

내부소유구조를 고려한 지배주주의 현금흐름권 일치도는 $CF\left(\frac{(I-S)^{-1}c_j}{c_j + f_j}\right)$ 가 된다. 기업집단의 내부소유구조가 존재하지 않는 $(S_{ij})=0$ 인 경우 현금흐름 일치도는 $CF\left(\frac{c_j}{c_j + f_j}\right)$ 가 되고, $f_j=0$ 이면, CF는 1이 되어 현금흐름권과 경영지배권이 일치하는 것을 의미하고, $c_j=0$ 이면, CF는 0이 되어 현금흐름권과 경영지배권의 불일치 정도가 가장 큰 것을 의미한다. c_j 는 지배주주 지분으로 직접 소유지분(direct ownership)이고 자연인 소유지분이며, f_j 는 계열회사 지분으로 간접 소유지분(indirect ownership)이고 법인 소유지분이다.

패널자료¹⁵⁾를 이용한 분석에서는 개별기업들의 효과와 시점간 효과를 구별하여 모수를 추정

14) 상법 제369조(議決權) ②會社가 가진 自己株式은 議決權이 없다.

③會社, 母會社 및 子會社 또는 子會社가 다른 會社의 發行株式의 總數의 10分の 1을 초과하는 株式을 가지고 있는 경우 그 다른 會社가 가지고 있는 會社 또는 母會社의 株式은 議決權이 없다. [新設 84:4:10]

하는데, 복합오차모형(error componenet model)의 주요관심은 횡단 변동(cross sectional variation or heterogeneity)에 따른 추정량의 산출에 있다. 복합오차모형에서는 잔차항의 체계적 성향으로 인해 개별기업이 다른 기업보다는 더 크고 또는 특정 시점에서 다른 시점에서보다 크다는 점을 감안하여 모수를 추정한다. 이러한 개별효과(individual effects)와 시간효과(time effects)를 모형내에 감안하는 방법에 따라 고정효과모형(fixed effects model)과 랜덤효과모형(random effects model)¹⁵⁾로 나뉜다.

$$(5) y_i = i\alpha_i + X_i\beta + \varepsilon_i: \text{고정효과모형}$$

$$(6) y_{it} = \alpha + \beta' X_{it} + u_i + \varepsilon_{it}: \text{랜덤효과모형}$$

검정방법에는 Breusch Pagan(1980)이 제안한 LM방법과 Hausman검정방법이 있다. LM은 자유도 1을 가지는 카이제곱 분포이며, W는 점근적으로 자유도 K를 가지는 카이제곱 분포이다.

$$(7) LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{e' DDe}{e'e} - 1 \right]^2$$

$$(8) W = \chi^2[K] = \left[b - \hat{\beta} \right] \sum \hat{\sigma}^{-1} \left[b - \hat{\beta} \right]$$

본 연구에 사용된 복합오차모형은 다음과 같다.

$$(Tobin's Q)_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(CAF)_{it} + \alpha_2(CF)_{it} + \alpha_3(TDTA)_{it-1} + \alpha_4(LS)_{it} + \alpha_5(LA)_{it} \\ + \sum \alpha_k Industry + \sum \alpha_j Year + \varepsilon_{it}$$

$$d(EV/EBITDA)_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(CAF)_{it} + \alpha_2(CF)_{it} + \alpha_3(TDTA)_{it-1} + \alpha_4(LS)_{it} + \alpha_5(LA)_{it} \\ + \sum \alpha_j Year + \varepsilon_{it}$$

<표 2> 요약 통계량

전체변수의 분석기간은 2000년에서 2005년이고, 표본은 유가증권시장법인 중 비제조업체이다. 현금흐름권(CAF)과 현금흐름권일치도(CF)에 대해서는 IMF 이전의 1990년에서 1995년에 대해 IMF 이후 통계량과 비교분석하였다. TDTA는 부채비율, LS는 매출액의 자연대수, LA는 기업업령의 자연대수를 의미한다.

	Mean	Standard deviation	Q1	Median	Q3
Tobin's q	0.902	0.675	0.644	0.791	0.995
EV/EBITD	7.851	2.206	3.190	5.100	8.080

15) Corss sections over time 또는 pooled cross section time series data

16) 확률효과모형

A					
CAF	0.203	0.175	0.024	0.188	0.327
CF	0.555	0.400	0.091	0.630	1.000
TDTA	0.519	0.536	0.344	0.489	0.641
LS	7.649	1.575	6.619	7.457	8.498
LA	3.267	0.855	3.200	3.500	3.700

3. 분석 결과

<표2>에는 기술통계량이 기록되어 있는데, 기업가치를 나타내는 변수인 Tobin's q의 평균은 0.902이고 EV/EBITDA의 평균은 7.851이고, Tobin's q의 중간값은 0.791이고 EV/EBITDA의 중간값은 5.100이다. 소유구조매트릭스를 통해 도출된 현금흐름권(CAF)은 0.203의 평균값을 갖고, 현금흐름 일치도(CF)는 제3사분위수가 1로서, 지배주주의 현금흐름권과 경영지배권이 일치하는 경우인 반면, 제1사분위수는 0.091으로서 현금흐름권의 불일치 정도가 큰 경우이다.

<표3>은 소유구조매트릭스를 통하여 기업가치에 미치는 영향에 관한 복합오차모형분석 결과로서, Tobin's q에 대해서는 현금흐름권에 대해서 5% 유의수준으로 양의 값(0.152)을 갖고, 현금흐름권 일치도에 대해서도 1% 유의수준으로 양의 값(0.013)을 갖는다.

<표 3> 복합오차모형 추정 결과

CAF: 현금흐름권, CF: 현금흐름권 · 경영지배권 일치도

TDTA: 부채비율, LS: 매출액의 자연대수, LA: 기업연령의 자연대수

괄호 안의 값은 t values이다.

* 는 10% 유의수준, **는 5% 유의수준, *** 는 1% 유의수준을 나타낸다.

	Tobin's q	d(EV/EBITDA)
Intercept	0.681 (3.81***)	2.243 (0.44)
CAF	0.152 (2.42**)	7.884 (2.60***)
CF	0.013 (2.61***)	2.157 (3.64***)
TDTA	0.859 (9.67***)	2.613 (4.36***)
LS	0.009 (0.96)	3.951 (-2.73***)
LA	0.067 (-3.31***)	1.336 (-0.46)
산업터미	포함	불포함
연도터미	포함	포함
R-sq	0.150	0.106

<표 4> 연립방정식모형 추정 결과

CAF: 현금흐름권, CF: 현금흐름권 · 경영지배권 일치도

TDTA: 부채비율, LS: 매출액의 자연대수, LA: 기업연령의 자연대수
괄호 안의 값은 t values이다.

	Tobin's q	d(EV/EBITDA)
Intercept	0.738 (2.24**)	-2.141 (-0.71)
CAF	0.853 (1.78*)	7.314 (1.81*)
CF	0.605 (1.88*)	3.963 (1.83*)
TDTA	0.929 (9.44**)	2.449 (1.81*)
LS	-0.022 (-0.79)	-2.472 (-1.04)
LA	-0.081 (-1.57)	3.719 (0.64)
산업터미	포함	불포함
연도터미	포함	포함
Adj R-sq	0.556	0.030
F Value	81.16***	2.69***

산업조정된 EV/EBITDA에 대한 분석에서도 현금흐름권 일치도는 기업가치에 대하여 유의적 관계를 나타낸다. (1% 유의수준)

EV/EBITDA는 기업가치를 평가하는 대표적인 방법으로, 전체기업의 EV/EBITDA보다는 산업내에서의 EV/EBITDA가 기업가치를 평가하는데 보다 의미있는 값이라 할 수 있는데, 산업조정된 EV/EBITDA에 대하여 현금흐름권 일치도에 따라 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타난다.

Demsetz(1985)는 기업가치와 소유지배구조 변수의 내생성 문제를 지적하였는데, 그는 기업가치가 변함에 따라 소유지배구조가 다시 조정되기 때문에 소유지배구조에서 기업가치로의 일방적인 인과관계를 설정할 수 없다고 주장하였다. 또한, 조명현(1998)의 연구 결과에서는 내부지분율에 대한 외생성 가정이 OLS 분석 결과를 잘못 해석하게 한 것으로 분석되어, 투자가 기업가치에 영향을 미치고 기업가치가 내부지분율에 영향을 미치는 결과가 나왔다.

$$(CF)_i = a_0 + a_1(Tobin's\ Q)_i + a_2(CAF)_{i-1} + a_3(TDTA)_i + a_4(LS)_i + a_5(LA)_i + \varepsilon_i$$

$$(Tobin's\ Q)_i = b_0 + b_1(CAF)_i + b_2(CF)_i + b_3(TDTA)_{i-1} + b_4(LS)_i + b_5(LA)_i + \varepsilon_i$$

본 연구에서는 기업가치와 소유구조의 내생성 문제를 해결하기 위해 Two stage least squares 모델을 사용하였다. 첫번째 모델에서는 현금흐름권일치도가 기업가치, 전년도 현금흐름권, 기업규모, 부채비율, 기업연령에 의하여 결정되고, 두번째 모델에서는 기업가치가 현금흐름권, 현금흐름권일치도, 기업규모, 부채비율, 기업연령에 의하여 결정된다. <표4>는 Two stage least squares를 사용한 실증분석 결과로서, Tobin's q에 대해서 10% 유의수준으로 양의 값(0.605)을 갖고, EV/EBITDA에 대해서도 10% 유의수준으로 양의 값(3.963)을 갖는 것으로 나타났다.

IV. 결 론

IMF위기 후 한국 기업지배구조 시스템은 투자자의 법적 보호를 강화하는 방향으로 전개된 반면, 대주주에 의한 기업지배를 통해 어떻게 효율적으로 기업가치를 극대화시킬지에 대해서는 제도, 정책적 측면에서의 발전에 미약한 점이 있다. 따라서, 본 연구의 공헌은 IMF 위기 후 기업의 소유구조를 평가하고, 현금흐름권 일치도에 따라 기업가치에 미치는 영향에 대하여 패널자료를 이용하여 분석한 것이다. 소유구조에 관한 선행연구가 대부분 외환위기 이후 2개년 이하의 단기간의 분석기간을 가지고 있는 반면, 본 연구는 IMF 위기 이후 보다 장기간에 걸친 분석기간을 설정하여 모형의 설명력을 높였다.

선행연구와 비교하여 본 연구는 기존연구에서 주로 사용되고 있는 소유지배피리도의 반대개념인 현금흐름권 일치도를 소유구조매트릭스로부터 정의하고, 이를 현금흐름권과 경영지배권의 일치정도를 나타내는 척도로 사용하였다. 따라서 종전의 실증연구가 대주주 지분율이나 기관투자가 지분율 등을 이용한 소유구조에 관한 평면적 연구였다면, 본 연구는 소유구조매트릭스를 이용한 소유구조에 관한 입체적 분석이라고 할 수 있다. 본 연구에서 공헌하고자 하는 바는, 한국 기업의 순환출자구조를 반영하는 현금흐름권, 경영지배권 일치도 개념을 사용함으로써, 대주주에 의한 기업지배 정도를 나타내는 보다 정확한 소유구조 척도에 따른 기업가치 효과 분석이라고 할 수 있다. 또한 현행 공정거래법상의 소유구조 규제에 있어서 이러한 점을 반영하여, 소유구조매트릭스를 이용한 출자총액 제한과 상호출자 규제를 개선할 필요가 있다.

기업의 소유구조, 현금소유권과 경영권의 괴리, 기업의 이해관계를 조정하는 경영시스템은 기업의 경영활동에 영향을 미치게 되는데, 본 연구는 소유구조매트릭스가 기업가치에 미치는 영향에 관한 고찰로, 기업가치와 소유구조의 상호관계에 관하여 분석하였다. 기업가치를 나타내는 변수로 Tobin's q와 EV/EBITDA를 사용하여 현금흐름권일치도가 소유구조매트릭스를 통하여 기업가치에 미치는 영향에 관하여 분석하였는데, 복합오차모형에서 1% 유의수준과 연립방정식모형에서 10% 유의수준으로 현금흐름권일치도가 크면 기업가치를 증가시킬 수 있는 반면, 현금흐름권과 경영지배권의 괴리도가 큰 경우에는 기업가치의 하락을 가져올 수 있다. 이러한 결과를 통하여, IMF 위기 이후 진행된 영미법계 기업지배 메커니즘으로의 접근과 더불어 대륙법계 기업지배 메커니즘의 개선방향에 있어 지배주주의 현금흐름권과 경영지배권의 일치는 투자자 보호와 대주주의 기업지배의 적절한 조화를 통한 기업가치 상승의 필요조건이라 할 수 있다.

참 고 문 헌

- 강원, 신현한, 장진호, 2005, 대규모기업집단의 지배 소유 괴리도와 기업가치 및 경영성과 간의 관계분석, 재무연구
- 강형철, 박경서, 장하성, 2006, 한국 재벌기업집단의 그룹구조 결정요인에 관한 연구, 재무연구
- 김경목, 2003, 소유구조가 연구개발투자에 미치는 영향, 경영학연구
- 김동환, 2005, 순환출구제와 관련된 몇 가지 법경제학적 논점, 한국금융연구원
- 김영숙, 이재춘, 2000, 기업가치와 소유구조와의 연관성, 증권학회지
- 김진방, 2003, 한국 재벌의 소유와 지배: 1997~2002, 경제발전연구
- 김현중, 2006, 기업성과에 대한 소유지배구조의 영향분석, 한국경제연구원
- 박광우, 박래수, 황이석, 2005, 기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구, 증권학회지
- 박경서, 백재승, 2001, 재벌기업의 대주주 경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가?, 재무연구
- 박경서, 이은정, 장하성, 대주주의 존재가 한국기업의 지배구조에 미치는 영향, 재무연구, 2004
- 박래수, 윤석현, 2001, 내부주주, 외부주주 및 은행의 기업감시효과에 관한 실증적연구, 금융학회지
- 신현한, 2006, 기업지배구조의 개념, 대규모기업집단 체제의 현황과 정부의 정책방향, 전경련 연구보고서
- 이해영, 이재춘, 1999, 기업소유구조와 기업가치와의 관계 - 패널자료로부터 근거, 재무관리연구
- 임영재, 전성인, 2006, 환상형 순환출자 규율의 도입방안, KDI
- 장대홍, 김우택, 김경수, 박상수, 2001, 재벌의 효율성 - 소유지배구조와 재무행태, 효율성에 관한 실증적 탐색, 한림과학원총서
- 최우석, 이우백, 2005, 오너경영과 기업성과에 관한 실증연구, 재무연구
- Ang, James S., Rebel A. Cole, and James Wuh Lin, 2000, Agency costs and ownership structure, The Journal of Finance
- Bebchuk, Lucian, Reinier Kraakman, and George Triantis, 1999, Stock pyramids, cross ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights, working paper
- Berndt, Markus, 2000, Global differences in corporate governance systems - theory and implications for reforms, Harvard law and economics discussion paper
- Black, Bernard S., Hasung Jang, Woochan Kim, 2003, Does Corporate Governance affect Firm Value?: Evidence from Korea, CGS
- Breusch, T., and A. Pagan, 1980, The LM test and its applications to model

- specification in econometrics, *Review of Economics Studies*
- Cho, Myeong Hyeon, 1998, Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Larry H.P. Lang, 2000, The separation of ownership and control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics*
- Demsetz, Harold and Lehn, K., 1985, The structure of corporate ownership: cause and consequence, *Journal of political economy*
- Grossman, Sanford and Oliver Hart, 1986, The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy*
- Grossman, Sanford and Oliver Hart, 1988, One share one vote and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*
- Hirsch, B. T., & Seaks, T.G., 1993, Functional form in regression models of Tobin's q, *Review of Economics and Statistics*
- Hoshi, T., Kashyap, A., Scharfstein, D., 1991, Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups, *Quarterly Journal of Economics*
- Jaang, Daehong T., Kyung Soo Kim, Woo Tack Kim, Sangsoo Park, 2002, Cross Shareholding and Corporate Financial Policy: the case of Korea, working paper
- Jensen, Michael C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*
- Joh, Sung Wook, 2003, Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis, *Journal of Financial Economics*
- La Porta, Rafael, florencio Lopez de Silanes and Andrei Shleifer, April 1999, corporate ownership around the world, *The journal of finance*
- La Porta, Rafael, florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishy, 2002, Investor Protection and corporate Valuation, *Journal of Finance* 57
- Leland, Hayne E. and David H. Pyle, 1977, Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *Journal of finance*
- Lemmon, Michael L. and Karl V. Lins, 2003, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, *Journal of Finance*
- Lindenberg, E. and S. Ross, 1981, Tobin's q and Industrial Organization, *Journal of business*
- Lins, Karl V., 2003, Equity ownership and firm value in emerging markets, *Journal of financial and quantitative analysis*
- Mitton, Todd, 2002, A cross firm analysis of the impact of corporate governance on

- the East Asian financial crisis, *Journal of financial economics*
- Mork, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1988, Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of financial economics*
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, 1986, large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, September 1992, Liquidation Values and debt capacity: A market equilibrium approach, *The journal of finance*
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, 1997, A survey of corporate governance, *Journal of Finance*
- Stulz, R. M., 1988, Managerial control of voting rights: Financing policies and market for corporate control, *Journal of Financial Economics*

Abstract

Shareholding structure and Firm Value

Kim, Nam Gon*

The Korean economy has experienced many changes in corporate governance since the IMF crisis, therefore the crisis brought an enormous change to Korean firms. Corporate governance deals with the rights and responsibilities of a controlling shareholder, company's management and various stakeholders. Corporate governance affects market confidence as well as firm value. Therefore good corporate governance is essential to firm value. Both the legal protection of investors and some form of concentrated ownership are essential elements of a good corporate governance system. Legal protection and large investors are complementary in an effective corporate governance system. The most enthusiastic assessments of American corporate governance system come from those who put greater emphasis on the role of legal protection than on that of large investors. In contrast, advocates of the German and Japanese corporate governance system point to the benefits of permanent long term investors relative to those of takeovers.

This paper, from the perspective of firm value, analyzes the effect of the shareholding matrix after the IMF crisis. This paper employs two proxies of firm value, Tobin's Q and EV/EBITDA, and study whether firm valuation varies with corporate governance.

The primary findings are summarized in the following way. Using a sample of non-financial firms listed on the Korea Stock Exchange over the 2000~2005 period, the test results indicates that the firm valuation depends critically on Cashflow Rights Ratio. Specifically, this paper finds a significant and positive correlation between Tobin's q or industry-adjusted EV/EBITDA and high Cashflow Rights Ratio.

Taken together, these results suggest that the successful corporate governance systems rely on some combination of concentrated ownership and legal protection of investors, therefore good corporate governance is essential to increase the firm value.

■ 논문접수일 : 2008 9월 19일, 논문심사일 : 2008년 10월 20일, 게재확정일 : 2008년 11월 20일

* Full-time Lecturer, Dongduk Women's University