

한국기업의 지배구조가 사업다각화와 기업가치에 미치는 영향 : 패널자료로부터의 함의

김 병 곤*
김 동 옥**

<요 약>

본 연구에서는 우리나라 외환위기 회복 이후기간인 1999년부터 2005년 7개년의 시계열을 갖는 377개 상장기업의 균형패널자료를 이용하여 기업지배구조와 사업다각화가 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 검증하였다.

실증분석결과에 의하면 첫째, 경영진지분율수준이 증가할수록 다각화수준이 증가하는 정(+)의 영향관계가 존재하여 경영진은 다각화를 통해 경영자 자신의 인적자본의 가치를 방어하고, 개인적 포트폴리오의 위험을 줄이고자 한다는 것을 알 수 있었다. 둘째, 다각화 수준에 영향을 미치는 다른 지배구조변수는 이사회 규모로서 이사회 규모가 클수록 다각화를 더 많이 추진한다는 것을 알 수 있었다. 이는 우리나라 기업의 이사회가 소유경영자의 지배로부터 독립적이지 못하여 경영감시기능이 취약한 것과 연관이 있는 것으로 파악되었다. 셋째, 다각화수준과 기업가치의 관계에서 다각화수준이 높을수록 기업가치가 증가하는 정(+)의 영향관계를 발견하였다. 우리나라 기업의 경우 사업다각화를 통해 내부자본시장을 창출함으로써 효율적으로 자원 할당이 가능하게 되고, 이익창출 사업부문과 손실발생 사업부문간의 손익흐름이 결합되어 세금절감효과를 가져오며, 사업이 집중화된 기업에 비해 부채부담능력이 증가하여 부채에 따른 세금절감효과를 발생시킬 수 있어 기업가치의 증가를 가져올 개연성이 있음을 알 수 있었다.

이러한 분석결과로부터 다음과 같은 시사점 얻을 수 있었다. 첫째, 우리나라의 기업의 주요한 다각화 동기중의 하나는 대리인문제가기 때문에 대리인문제로 인한 다각화 비용을 최소화 시킬 수 있는 정책이 마련될 필요가 있다. 둘째, 우리나라 기업의 경우 이사회가 소유경영자의 지배로부터 독립적이지 못한 경우가 많기 때문에 사업다각화와 관련된 경영자의 대리인문제가 많이 나타날 가능성이 있다. 따라서 이사의 독립성을 강화시켜 대리인문제를 축소시킬 수 있는 정책이 보다 강화될 필요가 있다. 셋째, 기업의 사업다각화는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 요소일 수 있기 때문에 과도한 다각화 억제정책은 기업가치의 최대화에 도움이 되지 않을 수도 있다. 따라서 기업에 대한 정부의 다각화 억제정책은 기업가치 최대화와 연계시켜 신중히 추진할 필요가 있다.

주제어 : 기업지배구조, 사업다각화, 기업가치, 패널자료분석, 패널 2단계 최소자승법

* 창원대학교 경영학과 조교수 (bgkim@changwon.ac.kr)

** 창원대학교 박사과정, 부산발전연구원 연구원 (kdw@bdi.re.kr)

I. 서론

기업이라는 유기체가 성공적으로 작동되기 위해서는 각 구성요소간의 조화와 일관된 방향성이 유지되어야 한다. 이는 구체적으로 기업이 어떻게 지배되고 조정되는가의 문제로 귀결될 수 있다. 특히 최근과 같이 세계경제의 글로벌화, 디지털화, 개방화가 급속히 진전되어 기업의 경영환경이 급격하게 변화하고 있는 상황에서는 이러한 문제가 더욱 중요할 수 있다. 소수의 경영자에 의한 기업통제나 지배는 그 입지를 잃어 가고, 효율적인 기업지배구조의 형성이 중요한 과제가 되고 있다.

기업의 지배구조(corporate governance structure)는 기업경영에 관한 의사결정을 담당할 기업경영자의 임명과 해임권한을 누가 가지며, 어떻게 그 권한을 행사하는가와 연관된다. 기업에 있어서 경영자와 주주, 그리고 대주주 경영자(소유경영자)와 외부주주간의 이해상충에 따라 여러 가지 대리인문제(agency problem)가 발생할 수 있다. 이러한 대리인문제를 예방하거나 완화 또는 적절히 해소하기 위해서는 효율적인 지배구조의 형성이 중요하다.

우리나라 기업들은 소유의 집중과 다각화에 의한 기업확장이라는 경영상의 특징을 보여 왔다. 전문경영자에 의한 책임 경영체제가 구축되지 못한 기업들이 많이 있고, 대주주에 의해 기업경영이 좌우됨으로써 경영 의사결정의 집중화와 경영자에 의한 私的利益(private benefits)추구 현상이 심각하게 발생하는 기업들도 많은 것이 현실이다. 또한 관련·비관련 다각화를 통해 기업확장을 추구함으로써 경제력 집중문제를 유발시키고, 전문성을 상실하여 기업경쟁력을 약화시킨다는 비판을 받고 있는 기업들도 많다. 이러한 과정에서 우리나라 기업의 사업다각화전략은 대주주가 사적이익을 추구하는 유용한 수단으로 인식되는 경향이 있었고, 우리나라 기업의 지배구조 문제와 연관되어 비판의 대상이 되어 왔다.

따라서 최근 국내 연구자들 사이에서는 기업이 사업다각화를 추진하는 동기는 무엇인가? 기업지배구조가 사업다각화전략에 영향을 미치는가? 기업지배구조와 사업다각화가 기업가치에 긍정(부정)적인 영향을 미치는가? 이러한 의문에 답을 찾고자 하는 관심들이 증가하고 있다.

외국의 경우 최근 사업다각화에 관한 연구들은 크게 두 가지 방향으로 이루어지고 있다. 즉, 다각화의 결과를 탐색하는 연구와 다각화의 동기를 밝히고자 하는 연구이다. 다각화의 결과를 밝히는 연구로는 Rumelt(1982), Lang-Stulz(1994), Berger-Ofek (1995), Comment-Jarrell(1995), Servaes(1996), Billet-Mauer(2000) 등이 있다. 이들은 대체로 기업의 다각화는 기업

가치의 하락을 유발하는 것으로 분석하고 있다. 전통적인 관점에서 설명되어 온 사업다각화가 기업의 수익성을 강화시키고, 비용의 감소를 가져온다는 시너지창출론적 관점(Ross·Westerfield·Jaffe(1993))과는 다른 결과들을 제시하고 있다. 이와 같이 사업다각화와 기업가치간에 부정적인 영향관계가 실증적으로 제시됨으로써 사업다각화의 목적이 시너지효과만을 추구하는 것이 아닐 수 있다는 의문이 제기되었다. 특히 기업들이 핵심역량과 무관하고, 비전문 영역으로까지 사업다각화를 추구하려는 경향이 있다는 것은 다각화를 추진하는 동기에 대한 관심을 증가시키는 요인이 되었다.

다각화의 동기를 밝히는 최근의 연구들은 주로 대리인이론(agency theory) 관점에서 이루어지고 있다. Amihud·Lev(1981), Jensen(1986), Stulz(1990), Shleifer·Vishny(1989), Lewellen·Loderer·Rosenfeld(1989), Denis·Denis·Sarin(1997), 구맹화·김병곤(1999), 운영섭·김성표(1999) 등은 기업다각화는 대리인문제와 깊이 연관되며, 이는 대리인비용을 유발시켜 기업가치의 감소를 가져온다고 하였다.

한편 기업지배구조가 사업다각화전략에 미치는 영향에 관한 연구는 Johnson·Hoskisson·Hitt(1993), Gibbs(1993), Goodstein·Gautam·Boeker(1994), Anderson·Bates·Bizjak·Lemmon(2000), Singh·Mathur(2004) 등이 있다. 경영진의 지분율, 이사회 규모와 구성, 사외이사의 비중, 외부주주의 존재, 기관투자자지분율 등이 기업의 사업다각화전략에 영향을 미칠 수 있음을 밝히고 있다. 대리인이론관점에서 경영진과 외부주주의 지분율이 높을수록, 이사회가 내부자의 지배를 덜 받을수록 다각화전략을 채택하지 않으려는 경향을 보인다고 하였다.

기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구로는 Baysinger·Buffer(1985), Rosenstein·Wyatt(1990), Lee·Rosenstein·Rangan·Davidson(1992), Hermaelin·Weisbach(1988) 등이 있다.

소유구조에 따라 대리인문제가 발생하는 유형이 다르기 때문에 그 대리인문제를 해소할 수 있는 다양한 형태의 지배구조가 존재하게 되고, 그 여부에 따라 기업성과도 영향을 받게 된다. Brown·Caylor(2004)는 지배구조가 우수할수록 수익성이 좋으며, 주주에 대한 보상도 크다고 하였고, Gompers·Ishii·Metrick(2001)은 90년대 미국기업의 지배구조는 주식수익률과 강한 상관관계를 가진다는 것을 확인하였다.

그런데 이러한 기업지배구조와 다각화전략, 기업가치간의 관계를 탐색하는 많은 연구에도 불구하고, 국내기업을 대상으로 기업지배구조, 사업다각화, 기업가

치를 연계시켜 분석한 연구는 부족한 실정이다. 특히 1997년 외환위기를 겪으면서 기업들이 강도 높게 행한 구조조정의 결과가 반영되는 1999년 이후기간을 대상으로 분석한 연구결과는 아직까지 제시되고 있지 못한 상황이다. 현재까지 국내의 기존 연구들은 기업지배구조와 기업가치, 사업다각화와 기업가치간의 관계에 대한 분석은 많이 이루어지고 있지만, 기업지배구조와 사업다각화, 기업가치간의 관계를 통합적으로 분석한 연구결과는 제시되고 있지 못한 상황이다.

따라서 본 연구에서는 기업지배구조와 사업다각화의 관계, 사업다각화와 기업가치의 관계, 기업지배구조와 기업가치의 관계를 살펴보고, 기업지배구조와 사업다각화의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향을 통합적으로 분석하고자 한다. 이러한 결과는 기업지배구조와 사업다각화, 기업가치간의 관계를 별개의 인과관계로 설명한 기존의 연구결과들을 보완해 줄 수 있을 뿐만 아니라 기업지배구조와 사업다각화, 기업가치 변수를 통합적으로 분석하는 결과를 제시한다는 점에서 기존의 연구들과 다른 차별적인 의의가 있을 것으로 생각한다.

분석기간은 1999년부터 2005년까지의 7개년이다. 연구대상은 2005년 말 현재 한국증권선물거래소에 상장되어 있는 377개 비금융업종이다. 본 연구에서 사용되는 자료는 횡단면 자료(cross-section data)를 시간적으로 연결한 자료이기 때문에 횡단면 자료에서 나타날 수 있는 이분산(heteroscedasticity)의 문제와 시계열 자료의 계열상관의 문제가 동시에 나타날 수 있다. 따라서 본 연구에서는 시계열·횡단면자료를 통합한 균형패널자료(balanced panel data)를 형성하여 분석하는 방법을 사용한다. 또한 오차항과 회귀변수들간의 상호의존성을 반영하여 분석할 수 있도록 패널자료를 이용한 2단계 최소자승법(2SLS, two stage least square method))을 사용한다.¹⁾ 본 연구에서 사용하는 패널자료는 377개의 개별기업이 횡단면단위(cross section unit)를 구성하고, 각 기업이 7개년간의 시계열(time series)를 갖는 균형패널자료이다. 자료분석을 위한 통계패키지로는 STATA 9.1을 이용한다.

1) 본 연구에서는 패널자료를 이용한 2단계 최소자승법을 패널 2단계 최소자승법 혹은 패널 2SLS법이라고 부른다.

II. 이론적 배경

2.1 기업지배구조가 사업다각화에 미치는 영향

기업지배구조는 기업의 사업다각화전략에 유의한 영향을 미칠 수 있다. 기업의 사업다각화전략이 대리인행동에 의해 발생된 부정적인 가치제안이라면, 대리인문제가 많이 발생하는 기업일수록 다각화를 많이 추진하게 된다. 기업지배구조를 구성하는 주요 변수(경영진지분율, 이사회 규모, 사외이사비율, 기관투자자지분율)들과 사업다각화의 영향관계를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 경영진의 지분율이 높아지면 경영진은 다양화되지 않은 재무자산이나 인적자본이 증가하게 되므로 기업의 위험을 축소시키고자 하는 유인을 갖게 된다(경영자 위험회피가설). 따라서 경영진은 사업다각화를 통해 기업의 위험을 낮추고자 하는 유인을 갖게 되므로 경영진지분율과 다각화수준간에는 정(+)의 영향관계가 나타나게 된다. 한편, 경영진의 지분율이 증가하면 경영진은 자신의 지분가치를 최대화하기 위해 기업위험을 증가시킬 수 있다. 기업의 위험이 증가하면 富(wealth)는 채권자에게서 주주에게로 이전되는 현상이 발생하게 된다(富이전가설). 이러한 가설이 성립된다면 경영진지분율과 다각화수준간에는 부(-)의 영향관계가 나타나게 된다.

둘째, 이사회 규모는 특정한 전략의 선택과 성과에 영향을 줄 수 있다. 이사회 규모가 클수록 우수한 경영자원을 활용할 가능성이 높아져 타당한 전략을 선택할 가능성이 높아지기 때문이다. 따라서 사업다각화가 기업가치의 하락요인이라고 한다면 이사회 규모가 클수록 경영진을 효율적으로 감시할 수 있게 되어(효율적 감시가설) 사업다각화 수준은 낮아지게 된다. 한편, CEO에 의해 이사회가 장악되거나 이사회 규모가 커짐으로 인해 이사회 운영이 비효율화되거나 감시기능이 약화된다면 준최적의 의사결정을 선택할 수 있다. 이 경우 다각화가 많이 이루어질 수도 있다.

셋째, 사외이사들은 인수·합병 같은 전략적 의사결정에 대한 평가를 통해, 혹은 비효율적이며 성과가 부진한 경영진의 교체를 통해 기업의 가치 증대에 기여할 수 있다. 그러므로 사외이사의 존재는 효율적 감시가설(efficient monitoring hypothesis)에 의해 다각화 의사결정과 관련된 경영자의 대리인문제를 축소시킬 수 있기 때문에 사외이사비율이 증가하면 다각화수준이 낮아지는 부(-)의 영향관계가 나타나게 된다.

넷째, 기관투자자는 외부주주로서 경영진의 경영활동을 감시하는 주요한 주체

라고 할 수 있다. 효율적 감시가설에 따르면 기관투자가의 지분율이 높을수록 다각화와 관련된 경영자의 대리인문제를 축소시킬 수 있어 기관투자가지분율과 사업다각화수준간에는 부(-)의 영향 관계가 나타나게 된다. 그러나 이해상충의 가설이나 전략적 제휴가설에 따르면 기관투자가는 경영진의 의사결정에 동조하기 때문에 대리인문제로 인한 다각화를 축소시키지 못할 수도 있다.

2.2 사업다각화가 기업가치에 미치는 영향

기업의 다각화는 주주에게 이익과 비용을 유발시키는 양면적인 성격이 있다. 다각화가 기업가치에 미치는 영향에 대한 제 가설을 살펴보면 다음과 같다.

먼저, 다각화가 기업가치의 증대를 가져온다는 가치증대가설과 관련된 것으로, 첫째, 운용효율성가설을 들 수 있다. 각 사업부문이 독립적으로 운영되는 경우보다는 하나의 기업내에서 여러 개의 사업부문으로 운영되는 경우에 운용의 효율성이 향상되고, 수익성이 높아질 수 있다(Berger-Ofek, 1995). 둘째, 내부자본시장의 효율성가설로서 다각화기업의 경우 외부자본시장보다 더 효율적으로 자원의 할당이 가능하고, 과소투자문제를 해결함으로써 개별사업기업에 비해 순현가가 0보다 큰 투자안에 더 많이 투자할 수 있게 된다(Stulz, 1990). 셋째, 공동보험효과가설로서 이익흐름(earning streams)이 다른 사업들을 결합함으로써 이익변동성이 축소되어 유사한 규모의 개별사업기업에 비해 다각화기업은 부채부담능력이 증가하고, 증가된 부채부담능력은 부채사용에 따른 세금절감효과(tax shield effect)를 발생시키게 된다(Lewellen, 1971). 넷째, 생산성효율가설로서 다각화기업은 비다각화기업보다 생산성이 높은 경향이 있다(Schoar, 2002).

다음으로 기업의 다각화가 기업가치의 감소를 가져온다는 가치감소가설로서, 첫째, 정보비대칭비용가설을 들 수 있다. 집중화된 기업보다 다각화된 기업에서 경영진과 사업부문 관리자간에 정보불균형 등 정보비대칭비용이 많이 발생하기 때문에 다각화기업의 가치가 더 낮게 될 수 있다(Berger-Ofek, 1995). 둘째, 상호보조효과가설로서 사업성이 불량한 사업부문을 지원하기 위해 제한된 투자자원에도 불구하고 가치가 낮은 사업에 과도하게 투자(overinvestment)하거나, 성과가 양호한 사업부문이 성과가 좋지 않은 사업부문을 지원(cross-subsidization)함으로써 기업가치의 하락을 유발시킬 수 있다. 셋째, 과잉투자가설로서 다각화기업은 기업가치를 저하시킬 수 있는 투자안을 수행하기 위해 임의적으로 자원을 할당함으로써 기업가치의 감소를 가져올 수 있다(Jensen, 1986). 즉 다각화된 기업일수록 증가된 차입능력과 잉여현금흐름으로

순현재가치가 부(-)인 투자안에 과잉투자할 가능성이 높아 기업가치가 하락할 수 있다.

2.3 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향

기업지배구조는 기업가치에 유의하게 영향을 미칠 수 있다. 기업지배구조를 구성하는 주요 변수(경영진지분율, 이사회 규모, 사외이사비율, 기관투자가지분율)들이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 경영진지분율과 기업가치간에는 정(+) 또는 부(-)의 관계로 나타날 수 있다. 대리인이론과 신호이론에 의하면 경영진지분율이 높을수록 외부지분의 대리인비용이 감소하고 기업이 양호하다는 신호로 받아들여져 기업가치가 상승하게 된다. 그러나 경영자 안주가설에 따르면 일정수준 이상의 지분율이 확보되면 경영자가 사적 소비동기를 충족시킬 가능성이 증가하여 기업가치는 감소하게 된다.

둘째, 일반적으로 이사회 규모가 크면 우수한 경영자원을 보다 더 잘 활용할 수 있기 때문에 기업가치는 높아지게 된다. 그러나 Yermack(1996)이 주장한 것처럼 이사회의 감시기능에 있어서 이사회 규모가 크다고 항상 더 효과적인 것은 아닐 수 있다. Yermack(1996)의 연구 결과에서는 이사회 규모가 작은 기업일수록 더 좋은 재무적 성과와 더 높은 Tobin's Q 효과를 거두고, 대리인 갈등을 더욱 효율적으로 완화시키는 것으로 나타났다.

셋째, 사내이사는 중요한 경영과 전략방침을 결정하지만, 사외이사는 감시 기능을 통해 이해관계자를 보호하는 역할을 함으로써 효과적인 감시자이며 경영진에 대한 중요한 규제장치가 될 수 있다. Fama(1980)와 Fama:Jensen(1983)은 사외이사들이 전문지식과 감시기능을 제공함으로써 회사의 가치를 증대시킨다고 주장하였다. Weisbach(1988)는 경영성과가 미흡할수록 사외이사의 비율이 증가한다고 보고하였다. 그러나 우리나라에서와 같이 사외이사가 경영진에 독립적이지 못하고 효율적으로 경영감시기능을 수행하지 못한다면 사외이사비율은 기업가치와 무관할 수도 있다.

넷째, 효율적 감시가설에 따르면 기관투자자의 지분율이 증가할수록 경영자의 대리인문제는 축소되어 기업가치는 증가하게 된다. 이 경우 기관투자가지분율과 기업가치간에는 정(+)의 영향 관계로 나타날 수 있다. 그러나 이해상충의 가설과 전략적 제휴가설이 성립한다면 기관투자자는 기업경영에 영향을 미치지 못하거나 경영자의 경영권을 강화시켜 주게 되어 대리인문제를 축소시키지 못하고, 기업을 감시함으로써 기대할 수 있는 유익한 효과를 기대할 수 없어 기관투자자의 지분율과 기업가치간에는 부(-)의 관계가 나타날 수 있다.

Ⅲ. 실증분석의 설계 및 분석대상 변수의 측정

3.1 표본기업의 선정 및 분석대상 기간

본 연구에서는 2005년 말 현재 한국증권선물거래소 유가증권시장에 상장된 702개 기업 중에서 다음과 같은 기준에 의해 377개 기업을 선정하였다.

- ① 2005년 말 현재 한국증권선물거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업
- ② 1999년 이후 계속하여 결산자료를 공표하여 회계자료를 입수할 수 있는 12월 결산법인으로 표본기간동안 결산기를 변경하지 않은 기업

표본대상 기업에서 은행·보험·증권업종의 기업을 제외시킨 것은 우리나라에 있어 은행·보험·증권산업은 규제산업으로 기업지배구조나 사업구조, 경영형태 등에서 비금융업종의 기업과 매우 다르기 때문이다.

본 연구에서 국내 상장기업을 대상으로 외환위기를 겪으면서 기업들이 강도 높게 행한 구조조정 결과에 반영되는 1999년 이후기간(1999년부터 2005년까지의 7개년)을 분석대상으로 하고 있다. 연구에 사용되는 자료는 횡단면자료(cross-section data)를 시간적으로 연결한 것이기 때문에 횡단면 자료에서 나타날 수 있는 이분산(heteroscedasticity)의 문제와 시계열 자료가 갖는 계열상관의 문제가 동시에 나타날 수 있다. 따라서 본 연구에서는 시계열·횡단면 자료를 통합한 패널자료(panel data)를 형성하여 분석하는 방법을 사용한다. 본 연구에서 사용되는 패널자료는 1999년에서 2005년까지의 7개년이고, 377개의 개별기업이 횡단면단위를 구성하고, 각 기업이 7개년간의 시계열을 갖는 균형패널자료이다.

3.2 가설 설정 및 실증분석 모형

기업지배구조가 사업다각화에 미치는 영향을 분석하기 위하여 앞의 이론적 배경에서 제시된 내용을 바탕으로 다음의 [가설 1]을 설정하였다.

[가설 1] 기업지배구조는 사업다각화에 영향을 미친다.

[가설 1]을 검증하기 위해서는 종속변수에 다각화수준변수, 기업지배구조변수에 경영진지분율, 이사회 규모, 사외이사비율, 기관투자자지분율을 두고 통제변수로 레버리지비율, 투하자본수익률, 위험, 부가가치율을 포함하는 [모형 1]과 같은 분석모형을 설정하였다.²⁾ 이때 i 기업의 t 기 오차항은 시간에 따른 기업특성효과(individual specific effect)와 기업에 따른 시간특성효과(time specific effect)를 복합적으로 반영할 수 있도록 기업효과(η_i), 시간효과(λ_t), 나머지 오차(e_{it})로 나누어 모형에 포함시켰다.

[모형 1]
$$DIVER_{it} = \alpha + \beta_1 MANE_{it} + \beta_2 BDSIZE_{it} + \beta_3 OUTDIR_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROIC_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 ADVALUE_{it} + \eta_i + \lambda_t + e_{it}$$

(1)

- 단, $DIVER_{it}$: i 기업의 t 기 다각화수준(=베리-허핀달지수)
- $MANE_{it}$: i 기업의 t 기 경영진지분율(=경영자지분율+이사지분율)
- $BDSIZE_{it}$: i 기업의 t 기 이사회 규모(=등기이사 수)
- $OUTDIR_{it}$: i 기업의 t 기 사외이사비율(=사외이사 수/경영진 수)
- $INST_{it}$: i 기업의 t 기 기관투자자지분율(=외국인지분율+국내기관투자자지분율)
- LEV_{it} : i 기업의 t 기 레버리지비율(=총부채/총자산)
- $ROIC_{it}$: i 기업의 t 기 투하자본수익률(=세후영업이익/평균투하자본)
- $RISK_{it}$: i 기업의 t 기 위험(=과거 10년간 ROA의 표준편차)
- $ADVALUE_{it}$: i 기업의 t 기 부가가치율(=부가가치액/매출액)
- η_i : i 기업특성효과
- λ_t : t 기의 시간특성효과
- e_{it} : 나머지 오차

사업다각화가 기업가치에 미치는 영향과 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해서 앞의 이론적 배경에서 제시된 내용을 바탕으로 다음의 [가설 2]와 [가설 3]을 설정하였다.

[가설 2] 사업다각화는 기업가치에 영향을 미친다.

²⁾본 논문에서는 사업다각화방정식이라고 명명하여 사용한다.

[가설 3] 기업지배구조는 기업가치에 영향을 미친다.

[가설 2]~[가설 3]을 테스트하기 위하여 종속변수에 기업가치변수 (*VALUE*)를 독립변수에 사업다각화변수 (*DIVER*) 및 기업지배구조변수(경영진지분율, 이사회 규모, 사외이사비율, 기관투자가지분율)와 통제변수(레버리지비율, 투하자본수익률)를 포함하는 [모형 2]와 같은 분석모형을 설정하였다.³⁾ 이때 *i*기업의 *t*기 오차항은 시간에 따른 기업특성효과(individual specific effect)와 기업에 따른 시간특성효과(time specific effect)를 복합적으로 반영할 수 있도록 기업효과(η_i), 시간효과(λ_t), 나머지 오차(e_{it})로 나누어 모형에 포함시켰다.

$$[\text{모형 2}] \quad \text{VALUE}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DIVER}_{it} + \beta_2 \text{MANE}_{it} + \beta_3 \text{BDSIZE}_{it} + \beta_4 \text{OUTDIR}_{it} + \beta_5 \text{INST}_{it} + \beta_6 \text{LEV}_{it} + \beta_7 \text{ROIC}_{it} + \eta_i + \lambda_t + e_{it} \quad (2)$$

- 단, *VALUE_{it}* : *i*기업의 *t*기 기업가치(=M/B비율)
- DIVER_{it}* : *i*기업의 *t*기 다각화수준(=베리-허핀달지수)
- MANE_{it}* : *i*기업의 *t*기 경영진지분율(=경영자지분율+이사지분율)
- BDSIZE_{it}* : *i*기업의 *t*기 이사회 규모(=이사수)
- OUTDIR_{it}* : *i*기업의 *t*기 사외이사비율(=사외이사수/경영진수)
- INST_{it}* : *i*기업의 *t*기 기관투자가지분율(=외국인지분율+국내기관투자가지분율)
- LEV_{it}* : *i*기업의 *t*기 레버리지비율(=총부채/총자산)
- ROIC_{it}* : *i*기업의 *t*기 투하자본수익률(=세후영업이익/평균투하자본)
- η_i : *i*기업특성효과
- λ_t : *t*기의 시간특성효과
- e_{it} : 나머지 오차

3.3 분석대상변수

3.3.1 사업다각화수준

사업다각화수준(*DIVER*)을 파악하기 위해 베리-허핀달지수를 대용치로 사용한다. 베리-허핀달지수는 1에서 허핀달지수를 차감한 것으로, 허핀달지수는 기업 내 모든 사업의 매출액 비중을 자승하여 합계한 값이다.⁴⁾ 따라서 베리-허핀

3)본 논문에서는 기업가치방정식이라고 명명하여 사용한다.

4)사업부문이란 기업의 하위단위인 보고실체(reporting entity)를 말하며, 다각화기업의 한 부문, 또는 사업부, 제품단위, 지역단위 등이 될 수 있다. 각 부문에서 얻어지는 수익이 전체 기업에서 중요한 부문을 차지하여야 하는데, 미국 회계기준에서는 기업전체 매출의 10% 이상을 창출하거나 전체 자산의 10% 이상을 사용할 때, 그리고

달지수는 (3)식과 같이 나타낼 수 있다.

$$DIVER=1-[\sum_{i=1}^n S_i^2/(\sum_{i=1}^n S_i)^2] \quad (3)$$

단, S_i : i 사업부문의 매출액
 n : 영위사업수

(3)식에서 영위사업수는 기업이 영위하고 있는 사업부문을 표준산업분류표 세 분류(SIC 4 digit) 기준에 따라 분류하였을 때 당해 기업이 영위하고 있는 사업의 수를 의미한다. 사업다각화가 많이 이루어진 기업은 베리-허핀달지수가 1에 근접하고, 집중화가 많이 이루어진 기업은 0에 수렴하게 된다.

3.3.2 기업가치변수

기업의 가치비율의 대용변수로 시장가치 대 장부가치(M/B: market-to-book value) 비율을 사용하였다. 이 M/B비율은 기업의 시가총액을 장부가치(book value of firm)로 나눈 비율로서, 기업의 시장가치는 자기자본의 시장가치와 부채의 장부가치이며, 기업의 장부가치는 총자산의 장부가치로 계산한다. 식으로 표현하면 다음과 같다.

사업부문의 영업이익(영업손실)이 전체 영업이익 절대치의 10% 이상일 때 사업부문으로 간주하고 부문별보고서를 외부용으로 작성하도록 하고 있다.

우리나라에서는 1996년 8월 재정경제부가 발표한 「증권제도개선 및 기업경영 투명성 제고방안」에 따라 매출, 수주액이 전체의 10%이상인 사업부문에 대해 사업부문별 경영정보를 공시하도록 하고 있다. 그러나 우리나라 기업은 아직까지 영위사업수와 사업부문별 매출액, 자산 등에 관한 정보를 표준산업분류기준에 따라 공시하고 있지 않기 때문에, 본 연구에서는 각 기업이 공시하고 있는 사업구성과 매출액구성을 기준으로 하여 연구자가 표준산업분류표에 따라 사업부문을 분류하여 영위사업수를 계산하였다. 한편, 기업의 매출액중에서 기타로 처리되어 사업부문 매출액 계산에 할당되지 않는 부분이 있는 경우에는 총매출액에서 각 사업부문이 차지하는 비율만큼 할당하여 계산하였고, 매출액 비중이 전체 매출액에서 10% 미만인 경우에도 표준산업분류기준으로 다른 사업으로 판단되는 경우 모두 분류하여 영위사업수 계산에 포함시켰다. 개별 기업이 영위하고 있는 사업에 대한 자료는 사업보고서 상의 사업구성과 매출구성을 참조하였는데, 한국신용평가정보의 KIS-VALUE, 상장회사협의회 TS-2000 및 각 기업의 사업보고서를 이용하였다. 사업구성이나 매출구성 자료가 표준산업분류기준에 따라 구분되어 있지 않은 경우에는 표준산업분류표를 참조하여 재분류하여 계산하였다.

허핀달지수계산에 있어서는 매출액기준 허핀달지수를 사용하였다. 우리나라 기업의 경우 개별기업의 사업부문별 매출액규모는 공시된 자료를 통해 어느 정도 파악할 수 있지만 사업부문별 자산규모는 파악하기 어렵기 때문이다.

$$\frac{M}{B} = \frac{ME+D}{TA} \quad (4)$$

단, M : 기업의 시장가치
 B : 자산의 장부가치
 ME : 자기자본의 시장가치 (=발행주식수×주가)
 D : 부채의 장부가치
 TA : 총자산의 장부가치

M/B비율이 1보다 큰 경우는 기업의 시장가치가 장부가치보다 높다는 것을 의미하고, 1보다 작은 경우에는 기업의 시장가치가 장부가치에 미달하여 기업가치가 낮음을 의미한다.

3.3.3 기업지배구조 변수

3.3.3.1 경영진지분율

경영진지분율(MANE)은 경영활동에 참여하고 있는 경영자 및 이사(등기이사+비등기이사)의 지분율의 합으로 측정한다. 경영진지분율은 한국신용평가정보(주)의 KIS-value와 상장회사협의회 TS-2000, 금융감독원의 기업공시자료(<http://dart.fss.or.kr/>) 등을 이용하여 구하였다.

3.3.3.2 이사회 규모

이사회는 회사의 업무집행에 관한 의사결정을 수행하는 기구이고, 대표이사는 이사회의 결정사항을 집행하는 기능을 담당하고 있다. 이사회를 구성하는 이사는 주주총회에서 선출되며, 이사회가 대표이사를 선출한다. 이사회는 대표이사의 업무집행을 감독하며, 대표이사가 업무집행을 불성실하게 하거나 부정직하게 한 경우에는 해임할 수 있다. 이사회 규모가 클수록 우수한 경영자원을 활용할 가능성이 높아지기 때문에 이사회 규모가 클수록 경영진을 효율적으로 감시·통제하여 경영진에 의한 대리인문제를 축소시킬 수 있다. 따라서 기업지배구조의 중요한 변수인 이사회 규모(BDSIZE)는 이사회의 이사(등기이사)총수로 구하였다.

3.3.3.3 사외이사비중

이사회는 업무집행에 관한 의사결정과 경영감시기능을 하는 것으로 되어 있다. 그러나 지배주주 또는 대표이사로부터 독립성을 확보하지 못하고 업무집행에 관한 의사결정과 경영감시라는 본연의 기능을 수행하지 못할 수 있다. 이러한 문제를 보완하기 위하여 사외이사제도를 도입하여 경영자에 대한 견제기능을

강화하고 있다. 사외이사비율이 높아지면 경영자에 의한 대리인문제가 축소되는 경향이 있다. 사외이사비율(*OUTDIR*)은 경영진에서 사외이사가 차지하는 비중(=사외이사 수/경영진 수)으로 구하였다.

3.3.3.4 기관투자가지분율

기관투자자와 같은 외부 주요 주주는 자금운영의 규모가 크고 상대적으로 높은 지분율을 보유하고 있기 때문에 기업경영을 감시할 유인을 가진다. 효율적 감시가설에 따르면 기관투자자의 지분율이 높을수록 경영자의 대리인문제가 축소되지만, 이해상충의 가설이나 전략적 제휴가설에 따른다면 경영진의 대리인문제를 축소시키지 못하게 된다. 기관투자가지분율(*INST*)은 외국인지분율과 국내 기관투자자⁵⁾지분율의 합으로 계산하였다.

3.3.4 통제변수

사업다각화와 기업가치에 영향을 미치는 변수로는 기업지배구조 변수뿐만 아니라 다른 여러 변수들이 존재할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 레버리지비율, 투자자본수익률, 위험, 부가가치율 등을 통제변수로 사용하였다.

3.3.4.1 레버리지비율

우리나라 기업들은 주로 차입금에 의해 다각화를 추진하였다면 레버리지비율이 높은 기업은 다각화를 많이 이루어졌을 것으로 예상할 수 있다. 한편, 레버리지비율은 부채사용에 따른 세금절감효과(*tax shield effect*)와 재무레버리지효과를 발생시킬 수 있어 기업가치에 정(+)⁵⁾의 영향을 미칠 수 있다. 레버리지비율(*LEV*)의 측정변수는 총자산에서 부채가 차지하는 비중(=부채/총자산)으로 측정하였다.

3.3.4.2 투자자본수익률

투자자본의 생산성은 투자자본수익률(*return on invested capital, ROIC*)로 측정한다. 투자자본수익률은 세후순영업이익을 평균투자자본으로 나눈 값이다. 이때 세후순영업이익은 영업활동에서 발생한 영업이익에서 현금으로 지불되는 세금을 차감하여 산출한다. 투자자본은 기업 본연의 영업활동에 투자된 자본으로 시설자본과 순운전자본의 합계를 말한다. 본 연구에서 투자자본은 대차대조

5) 국내기관투자자는 증권회사, 보험회사, 투자신탁회사, 은행(특수은행, 국책은행, 농·수협 중앙회 포함), 종합금융회사, 저축은행, 정부관리기금, 민간기금 및 각종 공제회를 포함한다.

표상의 유형, 무형고정자산에 유동자산과 비이자부담부채의 차액을 가산하여 계산(=유동자산+순유형자산+기타사업용자산-비이자발생부채)한다. 식으로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{투자자본수익률}(ROIC) = \frac{\text{세후영업이익}}{\text{평균 투자자본}} \quad (5)$$

단, 세후영업이익=영업이익+기타영업관련수익-기타영업관련비용-실효법인세
 평균 투자자본=(유동자산+순유형자산+기타사업용자산-비이자발생부채)×(기초+기말)/2

투자자본수익률은 매출액 세후순영업이익률(=세후순영업이익/매출액)과 투자자본회전율(=매출액/투자자본)의 곱으로 나타낼 수 있다. 따라서 투자자본수익률이 높다는 것은 투자자본의 수익성과 효율성이 높다는 것을 의미한다. 투자자본수익률이 높은 경우 사업다각화와 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다.

3.3.4.3 위험

위험(RISK)의 측정변수로는 분석 당해연도를 포함한 과거 10년간 총자산영업이익률(ROA)의 표준편차를 사용하였다. 우리나라의 기업의 경우 영업위험이 증가하면 기업위험을 분산시키기 위해 다각화를 추진하는 경우가 많다.

3.3.4.4 부가가치율

기업의 부가가치율은 부가가치액을 매출액으로 나눈 비율로서 소득율이라고도 하며, 매출액 중에서 생산활동에 참여한 생산요소에 귀속되는 소득의 비율을 나타낸다. 부가가치율이 높을수록 생산과정에서 통합도 및 능률이 높다는 것을 의미한다. 사업다각화와 관련해서 부가가치율이 높은 사업을 영위하고 있는 기업은 사업다각화로 인해 저부가가치 사업으로 확장될 가능성을 회피하기 위하여 사업다각화를 추진하지 않으려는 경향이 나타날 수 있다. 이 경우 부가가치율과 다각화지수간에는 부(-)의 영향관계가 나타나게 된다. 부가가치율(ADVALUE)의 측정변수로는 매출액에서 부가가치액이 차지하는 비중(=부가가치액/매출액)으로 계산하였다.

IV. 실증분석 결과

4.1 각 변수의 기술통계량

본 연구에서 전체표본에 대한 각 변수의 기술적 통계량을 요약하면 <표 IV-1>과 같다.

<표 IV-1>에서 기업가치(*VALUE*)는 최소 0.1390에서 최대 6.0540이고, 평균 0.8715이다. 다각화지수(*DIVER*)는 최소 0에서 최대 0.8429이고, 평균 0.1830이다. 경영진지분율(*MANE*)은 최소 0%에서 최대 77.50%이고, 평균 14.58%이다. 이사회 규모(*BDSIZE*)는 평균 6.5467명이고, 사외이사비율(*OUTDIR*)은 평균 26.25%이다. 기관투자자지분율(*INST*)은 평균 27.56%이다. 레버리지비율(*LEV*)은 평균 50.25%이고, 투하자본수익률(*ROIC*)은 평균 7.62%로 나타났다. 위험(*RISK*)은 평균 0.0509이고, 부가가치율(*ADVALUE*)은 22.28%이다.

<표 IV-1> 전체기업의 기술적 통계량

구분	관측치수(개)	평균	표준편차	최소	최대
기업가치(<i>VALUE</i>)	2,639	0.8715	0.4548	0.1390	6.0540
다각화지수(<i>DIVER</i>)	2,639	0.1830	0.2366	0.0000	0.8429
경영진지분율(<i>MANE</i>)	2,639	0.1458	0.1383	0.0000	0.7750
이사회 규모(<i>BDSIZE</i>)	2,639	6.5467	2.6768	1.0000	22.000
사외이사비율(<i>OUTDIR</i>)	2,639	0.2625	0.1190	0.0000	0.8750
기관투자자지분율(<i>INST</i>)	2,639	0.2756	0.2332	0.0000	0.9977
레버리지비율(<i>LEV</i>)	2,639	0.5025	0.2523	0.0576	4.7341
투하자본수익률(<i>ROIC</i>)	2,639	0.0762	0.1608	-1.4758	2.9520
위험(<i>RISK</i>)	2,639	0.0509	0.0788	0.0049	1.7535
부가가치율(<i>ADVALUE</i>)	2,639	0.2228	0.2428	-4.2997	3.9389

주) 표본은 2005년 말 현재 한국증권선물거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업 377개임. 총 관측치는 연간 377개 기업의 7개년 자료인 2,639개임. 기업가치(*VALUE*)=(자기자본의 시장가치+부채의 장부가치)/총자산의 장부가치, 다각화지수(*DIVER*)=베리-허핀달지수, 경영진지분율(*MANE*)=경영진보유주식수/총발행주식수, 이사회 규모(*BDSIZE*)=등기이사 수, 사외이사비율(*OUTDIR*)=사외이사 수/경영진 수, 기관투자자지분율(*INST*)=외국인지분율+국내기관투자자지분율, 레버리지비율(*LEV*)=총부채/총자산, 투하자본수익률(*ROIC*)=세후영업이익/평균 투하자본, 위험(*RISK*)=과거 10년간 *ROA*의 표준편차, 부가가치율(*ADVALUE*)=부가가치액/매출액

본 연구에 포함된 각 변수의 전체표본기간(1999년~2005년)의 자료를 이용하여 계산한 변수들간의 상관관계는 <표 IV-2>와 같다.

<표 IV-2> 전체표본기간(1999년~2005년)을 이용한 변수간의 상관계수

	VALUE	MANE	DIVER	BDSIZE	OUTDIR	INST	LEV
VALUE	1.0000						
MANE	-0.1643**	1.0000					
DIVER	0.0291	-0.0795**	1.0000				
BDSIZE	0.0119	-0.0608**	0.2178**	1.0000			
OUTDIR	0.0996**	-0.1762**	0.1743**	0.2232**	1.0000		
INST	0.1493**	-0.2169**	0.0562**	0.3391**	0.2806**	1.0000	
LEV	0.2878**	-0.2455**	0.1332**	-0.0383*	0.0570**	-0.1103**	1.0000
ROIC	-0.0061	0.0368*	0.0413*	0.1221**	0.0444*	0.2227**	-0.1054**
RISK	0.1131**	-0.0463**	-0.0343*	-0.0497**	-0.0111	-0.0937**	0.0406*
ADVALUE	-0.0918**	0.0424*	-0.0298	0.0851**	-0.0097	0.1359**	-0.2251**

	ROIC	RISK	ADVALUE
ROIC	1.0000		
RISK	-0.1472**	1.0000	
ADVALUE	0.2083**	-0.1185**	1.0000

주) 1999년~2005년의 전체표본기간을 대상으로 계산한 변수들간의 상관계수 표임.
 *, ** 는 각각 5%, 1%의 유의수준에서 유의함을 나타냄. 유의성 검정은 Pearson상관관계 검정임. 각 변수는 <표 IV-1>의 주)를 참조 바람.

4.2 모형 적합성 검정결과

<표 IV-3>는 전체기간(1999년~2005년) 자료를 이용하여 각 모형의 적합성을 검정한 결과이다. 먼저, 기업특성효과(η_i)의 존재여부를 검정($H_0: \sigma_{\eta}^2=0$)한 라그랑지 승수 검정결과를 보면, [모형 1](사업다각화방정식)과 [모형 2](기업가치방정식)의 g 통계량이 각각 5,351.76, 864.48로 모두 귀무가설을 기각하는 결과를 보이고 있다. 이는 기업특성효과 η_i 가 본 연구의 모형에 존재한다는 의미로 하우스만 검정에 의해 고정효과모형과 확률효과모형의 적합성을 검정할 필요가 있음을 보여주고 있다.⁶⁾

6) 라그랑지 승수 검정에서 g 통계량은 $\chi^2(2)$ 분포를 갖는데, g 통계량의 두 항을 분리하여 $\sigma_{\eta}^2=0$ 과 $\sigma_{\lambda}^2=0$ 의 귀무가설을 각각 $\chi^2(1)$ 으로 검정할 수 있다. 각각의 귀무가설($\sigma_{\eta}^2=0$ 과 $\sigma_{\lambda}^2=0$)이 모두 채택되는 경우에는 기업특성효과나 시간특성효과가 존재하지 않기 때문에 OLS를 이용하여 일치 추정량을 얻을 수 있지만, 그 중 하나라도 기각되는 경우에는 하우스만 검정(Hausman Test)에 의해 고정효과모형이나 확률효과모형의 적합도를 검정해 보아야한다. <표 IV-3>의 라그랑지 승수 검정결과는 [모형 1], [모형 2]에 대한 귀무가설 $\sigma_{\eta}^2=0$ 을 검정한 결과를 제시한 것으로 모든 모형

<표 IV-3>의 두 번째 란은 $E(n_i/X_{it})=0$ 이라는 귀무가설하에 각 모형에 대해 하우스만 검정을 실시한 결과이다. 하우스만 검정결과를 보면, 각 모형의 m 값이 각각 64.07, 24.62로 귀무가설을 기각하는 결과를 보이고 있다. 따라서 기업특성효과와 독립변수간에는 유의한 상관관계를 가진다고 할 수 있으므로 고정효과모형에 의한 계수 추정이 적합함을 알 수 있다.

<표 IV-3>의 세 번째란 즉, 고정효과모형의 적합성을 확인하기 위해 귀무가설 $n_i=0, \lambda_t=0$ 을 설정하고 F -검정을 실시한 결과를 보면, 각 모형의 F 값이 각각 39.91, 4.61로 귀무가설이 기각되는 결과를 보여 본 연구의 모형으로 고정효과모형이 적합함을 확인할 수 있다.

따라서 [모형 1]과 [모형 2]는 모두 고정효과모형으로 분석하는 것이 바람직한 것으로 평가된다.

<표 IV-3> 모형적합성 검정결과

[모형 1] 사업다각화방정식						
$DIVER_{it} = \alpha + \beta_1 MANE_{it} + \beta_2 BDSIZE_{it} + \beta_3 OUTDIR_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROIC_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 ADVVALUE_{it} + n_i + \lambda_t + e_{it}$						
[모형 2] 기업가치방정식						
$VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 DIVER_{it} + \beta_2 MANE_{it} + \beta_3 BDSIZE_{it} + \beta_4 OUTDIR_{it} + \beta_5 INST_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROIC_{it} + n_i + \lambda_t + e_{it}$						
구분	라그랑지 승수 검정 ($H_0 : \sigma_n^2 = 0$)		하우스만 검정 $H_0 : E(n_i/X_{it}) = 0$		F -검정 ($H_0 : n_i = 0, \lambda_t = 0$)	
	g 통계량	p값	m 통계량	p값	F값	p값
[모형 1]	5,351.76	0.0000	64.07	0.0000	39.91	0.0000
[모형 2]	864.48	0.0000	24.62	0.0009	4.61	0.0000

주) 전체기간(1999년~2005년)을 대상으로 [모형 1], [모형 2]에 대한 적합성을 검정하기 위해 라그랑지 승수 검정($H_0 : \sigma_n^2 = 0$), 하우스만 검정($H_0 : E(n_i/X_{it}) = 0$), F -검정($H_0 : n_i = 0, \lambda_t = 0$)을 실시한 결과임. 라그랑지 승수 검정은 기업특성효과(n_i)와 시간특성효과(λ_t)의 존재 여부를 검정하는 것임. 귀무가설이 기각되는 경우 오차항은 $n_i + \lambda_t + e_{it}$ 와 같이 되고, n_i 와 λ_t 의 존재 때문에 일반최소자승법(OLS)으로 효

에서 귀무가설 $\sigma_n^2 = 0$ 이 기각되는 결과를 보이고 있다. 따라서 $\sigma_n^2 = 0$ 에 대한 추가적인 검정 없이도 각 모형을 OLS로 추정하는 경우 일치 추정량을 구할 수 없다는 것을 알 수 있다.

올적인 추정량을 구할 수 없음을 의미함. 하우스만 검정은 η_i 와 λ_i 를 고정효과모형으로 추정할 것인가 혹은 확률효과모형으로 추정할 것인가를 검정하는 것임. 만약 $E(\eta_i/X_{it})=0$ 이라는 귀무가설이 채택될 경우에는 확률효과모형에 의한 GLS추정량이 일치성과 효율성을 가지게 되어 확률효과모형으로 추정하는 것이 바람직함. 만약 귀무가설이 기각된다면 GLS추정량은 불일치성을 가지게 되므로 고정효과모형에 의한 추정이 바람직하게 됨. F -검정은 고정효과모형의 적합성을 확인하기 위한 검정. 귀무가설이 기각되는 경우 고정효과가 존재하는 것으로 해석함.

4.3 고정효과모형에 의한 기업지배구조가 사업다각화에 미치는 영향분석 결과

<표 IV-4>은 전체기간(1999년~2005년)을 대상으로 고정효과모형에 의해 기업지배구조와 사업다각화간의 관계를 분석한 결과이다. <표 IV-4>을 보면, [모형 1]에서 경영진지분율변수(*MANE*)의 회귀계수는 0.0629($t=2.08$)로 사업다각화에 정(+)¹의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 경영진지분율수준이 증가할수록 다각화수준이 증가한다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 경영진의 지분율이 증가할수록 경영자 자신의 人的資本(human capital)의 가치를 방어하고, 투자자와 달리 분산 불가능한 개인적 포트폴리오(undiversified personal portfolios)의 위험을 줄이기 위해 다각화를 추진하고자 하는 유인이 증가한다는 것을 의미하는 것으로 경영자 위험회피가설을 지지하는 결과이다.

다른 지배구조의 변수의 경우 다각화수준에 유의하게 영향을 미치는 변수는 이사회 규모변수(*BDSIZE*)이다. 이사회 규모(*BDSIZE*)의 회귀계수는 0.0020($t=1.66$)으로 유의수준 10%에서 다각화수준과 정(+)¹의 영향관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 이사회 규모가 큰 기업이 다각화를 더 많이 추진한다는 것을 의미하는 것이다. 이러한 결과는 우리나라 기업의 이사회가 소유경영자의 지배로부터 독립적이지 못하여 경영감시기능이 취약한 것과 연관이 있는 것으로 보인다.

통제변수 중에서 사업다각화에 유의적으로 영향을 미치는 변수는 위험변수(*RISK*)인 것으로 나타났다. 위험변수(*RISK*)의 회귀계수는 0.0664($t=1.78$)로 유의수준 10%에서 다각화수준과 정(+)¹의 영향관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 우리나라 기업의 경우 영업위험이 증가하면 기업위험을 분산시키기 위해 다각화를 많이 추진하는 것으로 이해할 수 있다.

[모형 1a], [모형 1b], [모형 1c], [모형 1d]는 통제변수(*LEV*, *ROIC*, *RISK*, *ADVALUE*)을 통제한 상황에서 [모형 1]에 기업지배구조 관련 변수들을 개별적으로 포함시켰을 때 사업다각화에 미치는 영향을 분석한 결과이다.

[모형 1a]는 [모형 1]에 기업지배구조 관련 변수 중에서 경영진지분율변수만을 포함시킨 모형이다. 경영진지분율(*MANE*)의 회귀계수가 0.0686($t=2.28$)으로 유의수준 5%에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이는 경영진지분율과 다각화수준간에 정(+)¹의 영향관계가 존재하여 경영자위험회피가설이 여전히 지지됨을 보여주는 결과이다. 통제변수 중에서 사업다각화에 유의적으로 영향을 미치는 변수는 위험변수(*RISK*)인 것으로 나타났다. 이는 [모형 1]의 결과와 동일한 것으로 영업위험이 증가하면 기업위험을 분산시키기 위해 다각화를 많이 추진하는 것으로 이해할 수 있다.

[모형 1b]는 [모형 1]에 기업지배구조 관련 변수 중에서 이사회 규모변수(*BDSIZE*)만을 포함시킨 것이다. 이사회 규모변수(*BDSIZE*)의 회귀계수는 0.0021($t=1.74$)로 유의수준 10%에서 다각화수준과 정(+)¹의 영향관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 이사회 규모가 큰 기업이 다각화를 더 많이 추진한다는 것을 의미하는 것으로 [모형 1]의 결과와 동일하다. 통제변수 중에서는 위험변수(*RISK*)뿐만 아니라 부가가치율변수(*ADVALUE*)가 사업다각화에 통계적으로 유의미한 부(-)¹의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 부가가치율이 높은 기업은 사업다각화로 인해 저부가가치사업에 진출하여 부가가치율이 낮아질 가능성을 회피하고자 하는 유인이 큰 것으로 이해할 수 있다.

[모형 1c]와 [모형 1d]는 기업지배구조변수 중에서 각각 사외이사비율(*OUTDIR*)과 기관투자가지분율변수(*INST*)만을 포함시킨 모형으로 각 모형에서 사외이사비율(*OUTDIR*)과 기관투자가지분율(*INST*)변수는 다각화 수준에 유의하게 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 통제변수 중에서 위험변수(*RISK*)만이 사업다각화에 유의한 영향관계를 보였다.

이러한 결과를 종합해 보면 경영진지분율과 이사회 규모, 기업의 영업위험이 기업의 사업다각화에 정(+)¹의 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

<표 IV-4> 기업지배구조가 사업다각화에 미치는 영향에 관한 패널분석 결과

[모형 1] 사업다각화방정식					
$DIVER_{it} = \alpha + \beta_1 MANE_{it} + \beta_2 BDSIZE_{it} + \beta_3 OUTDIR_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROIC_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 ADVALUE_{it} + \eta_i + \lambda_t + e_{it}$					
구분	[모형 1]	[모형 1a]	[모형 1b]	[모형 1c]	[모형 1d]
상수항	0.1542 (10.64**)	0.1714 (19.79**)	0.1693 (16.13**)	0.1780 (18.30**)	0.1846 (22.57**)
MANE	0.0629 (2.08**)	0.0686 (2.28**)	-	-	-
BDSIZE	0.0020 (1.66*)	-	0.0021 (1.74**)	-	-
OUTDIR	0.0217 (0.93)	-	-	0.0158 (0.69)	-
INST	-0.0055 (-0.39)	-	-	-	-0.0063 (-0.44)
LEV	0.0053 (0.47)	0.0044 (0.39)	0.0015 (0.13)	0.0025 (0.23)	0.0012 (0.11)
ROIC	-0.0092 (-0.60)	-0.0089 (-0.59)	-0.0084 (-0.55)	-0.0086 (-0.56)	-0.0076 (-0.50)
RISK	0.0664 (1.78*)	0.6911 (1.85*)	0.0687 (1.84*)	0.0704 (1.89*)	0.0707 (1.89*)
ADVALUE	-0.0148 (-1.55)	-0.0150 (-1.57)	-0.0162 (-1.70*)	-0.0149 (-1.56)	-0.0153 (-1.60)
F값	39.91**	42.97**	40.66**	41.64**	42.80**
R ²	0.0072	0.0057	0.0048	0.0037	0.0035

주) 베리-허핀달지수로 측정된 다각화지수(DIVER)를 기업지배구조변수(MANE, BDSIZE, OUTDIR, INST)와 통제변수(LEV, ROIC, RISK, ADVALUE)를 이용하여 고정효과모형으로 패널분석한 결과임. 각 변수는 <표 IV-1>의 주)를 참조하기 바람. 패널자료는 377개의 개별기업이 횡단면 단위를 구성하고, 각 기업이 7개년(1999년~2005년)의 시계열을 갖는 균형패널자료임. 회귀계수 옆의 ()안의 숫자는 t값임. *, **는 각각 유의수준 10%, 5%에서 유의적임을 나타냄.

4.4 고정효과모형에 의한 사업다각화와 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향분석 결과

<표 IV-5>는 고정효과모형에 의해 사업다각화와 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향 관계를 분석한 결과이다. <표 IV-5>를 보면 [모형 2]에서 베리-허핀달지수(BHI)로 측정된 다각화수준변수(DIVER)의 회귀계수가 0.1069(t=1.30)로 비유의적으로 나타났다. 이는 다각화수준(DIVER)과 기업가치(VALUE)간에는 유의한 영향관계가 존재하지 않는다는 것을 의미한다.

한편, 기업지배구조변수 가운데 기업가치에 유의하게 영향을 미치는 변수로는 사외이사비율(*OUTDIR*)과 기관투자가지분율(*INST*)변수인 것으로 나타났다. 사외이사비율변수(*OUTDIR*)의 회귀계수는 0.1999($t=2.20$)로 사외이사비율이 높을수록 기업가치가 높아진다는 것을 알 수 있다. 이는 사외이사가 경영자를 효율적으로 감시·통제함으로써 경영자의 대리인문제를 축소시켜 기업가치가 높아지는 것으로 이해할 수 있다.

기관투자가지분율변수(*INST*)의 회귀계수는 0.4787($t=8.57$)로 기관투자가지분율이 높을수록 기업가치가 높아지는 것으로 나타났다. 이는 기관투자자의 지분율이 증가할수록 경영자의 대리인문제를 축소시켜 기업가치가 증가할 것이라는 효율적 감시가설을 지지하는 결과이다.

통제변수의 경우 기업가치에 통계적으로 유의하게 영향을 미치는 변수는 레버리지비율(*LEV*)과 투자자본수익률(*ROIC*)인 것으로 나타났다. 레버리지비율변수(*LEV*)의 회귀계수는 0.5160($t=12.26$)으로 레버리지비율이 높을수록 기업가치가 증가하는 것으로 나타났다. 이는 부채의 조달이 세금절감효과나 재무레버리지효과 등에 의해 기업가치에 긍정적으로 영향을 미친다는 것을 의미한다. 투자자본수익률변수(*ROIC*)의 회귀계수는 0.1192($t=2.03$)로 투자자본수익률이 높을수록 기업가치가 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 투자자본수익률이 높을수록 투자자본의 수익성과 효율성이 높게 평가되어 기업가치가 증가하는 것으로 이해할 수 있다.

[모형 2a], [모형 2b], [모형 2c], [모형 2d]는 통제변수(*LEV*, *ROIC*)을 통제된 상황에서 [모형 2]에 기업지배구조 관련 변수들을 개별적으로 포함시켰을 때 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과이다.

[모형 2a]는 [모형 2]에 기업지배구조 관련 변수 중에서 경영진지분율 변수만을 포함시킨 모형이다. 경영진지분율변수(*MANE*)의 회귀계수는 0.1159($t=0.97$)로 통계적으로 비유의적으로 나타났다. 통제변수 중에서 기업가치에 유의적으로 영향을 미치는 변수는 레버리지비율(*LEV*)과 투자자본수익률(*ROIC*)인 것으로 나타났다. 이러한 결과는 다른 지배구조변수를 모두 포함한 [모형 2]의 결과와 동일한 것이다.

[모형 2b]는 [모형 2]에 기업지배구조 관련 변수 중에서 이사회 규모변수만을 포함시킨 모형이다. 이사회 규모변수(*BDSIZE*)의 회귀계수는 0.0048($t=0.98$)로 통계적으로 비유의적으로 나타났다. 통제변수 중에서 기업가치에 유의적으로 영향을 미치는 변수는 레버리지비율(*LEV*)과 투자자본수익률(*ROIC*)로 다른 지배구조변수를 모두 포함한 [모형 2]의 결과와 동일하다.

[모형 2c]는 [모형 2]에 기업지배구조 관련 변수 중에서 사외이사비율변수를 포함시킨 모형이다. 사외이사비율변수 (*OUTDIR*)의 회귀계수는 0.2074 ($t=2.28$)로 통계적으로 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 사외이사비율이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 의미로 [모형 2]의 결과와 동일하다. [모형 2c]의 통제변수 중에서 기업가치에 유의적으로 영향을 미치는 변수는 역시 레버리지비율변수 (*LEV*)과 투자자본수익률변수 (*ROIC*)인 것으로 나타났다.

[모형 2d]는 [모형 2]에 기업지배구조 관련 변수 중에서 기관투자가지분율변수를 포함시킨 모형이다. 기관투자가지분율변수 (*INST*)의 회귀계수는 0.4796 ($t=8.59$)으로 통계적으로 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 [모형 2]의 결과와 동일한 것이다. 통제변수 중에서 기업가치에 유의적으로 영향을 미치는 변수는 역시 레버리지비율변수 (*LEV*)과 투자자본수익률변수 (*ROIC*)인 것으로 나타났다.

이러한 결과를 종합해 보면 [모형 2]처럼 사업다각화변수와 지배구조변수를 모두 동시에 하나의 모형에 포함시켜 분석한 결과와 각각의 변수를 하나씩 포함시켜 분석하였을 때의 결과는 동일하다는 것을 알 수 있다. 즉 기업지배구조 관련 변수 중에서 사외이사비율과 기관투자가지분율이 기업가치에 정(+)의 영향을 미치고, 통제변수 중에서 레버리지비율과 투자자본수익률이 기업가치에 정(+)의 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

<표 IV-5> 사업다각화와 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 패널분석 결과

[모형 2] 기업가치방정식					
$VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 DIVER_{it} + \beta_2 MANE_{it} + \beta_3 BDSIZE_{it} + \beta_4 OUTDIR_{it} + \beta_5 INST_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROIC_{it} + \eta_i + \lambda_t + e_{it}$					
구분	[모형 2]	[모형 2a]	[모형 2b]	[모형 2c]	[모형 2d]
상수항	0.3438 (6.15**)	0.5868 (17.60**)	0.5745 (13.83**)	0.5462 (14.50**)	0.4609 (14.53**)
<i>DIVER</i>	0.1069 (1.30)	0.1068 (1.28)	0.1078 (1.29)	0.1074 (1.28)	0.1189 (1.44)
<i>MANE</i>	0.1456 (1.23)	0.1159 (0.97)	-	-	-
<i>BDSIZE</i>	0.0058 (1.19)	-	0.0048 (0.98)	-	-
<i>OUTDIR</i>	0.1999 (2.20**)	-	-	0.2074 (2.28**)	-
<i>INST</i>	0.4787 (8.57**)	-	-	-	0.4796 (8.59**)
<i>LEV</i>	0.5160 (12.26**)	0.4759 (11.21**)	0.4712 (11.19**)	0.4817 (11.37**)	0.4989 (12.00**)
<i>ROIC</i>	0.1192 (2.03**)	0.1705 (2.87**)	0.1706 (2.87*)	0.1678 (2.83*)	0.1251 (2.13**)
F값	4.61**	4.58**	4.69**	4.63**	4.64**
R ²	0.0890	0.0565	0.0565	0.0583	0.0806

주) MB비율로 측정된 기업가치변수 (*VALUE*)를 다각화지수 (*DIVER*) 및 기업지배구조변수 (*MANE*, *BDSIZE*, *OUTDIR*, *INST*)와 통제변수 (*LEV*, *ROIC*)를 이용하여 고정효과모형으로 패널분석한 결과임. 각 변수는 <표 IV-1>의 주)를 참조하기 바람. 패널자료는 377개의 개별기업이 횡단면 단위를 구성하고, 각 기업이 7개년(1999년~2005년)의 시계열을 갖는 균형패널자료임. 회귀계수 옆의 ()안의 숫자는 t값임. *, **는 각각 유의수준 10%, 5%에서 유의적임을 나타냄.

4.5 기업지배구조와 사업다각화의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향 분석결과

본 연구에서 분석하고자 하는 변수들 간에는 상호 의존적인 영향관계가 존재하여 어느 한 변수를 독자적으로 내생(종속)변수 혹은 외생(독립)변수로만 볼 수 없는 경우가 있다. 예를 들어, 사업다각화변수는 기업지배구조에 영향을 받는 내생변수이자 기업가치에 영향을 미치는 외생변수적 성격을 갖고 있으므로 이들 변수들의 관계를 일방의 영향관계로 분석하면 偏倚가 발생할 수 있다. 따라서

이러한 변수들의 관계를 분석하기 위해서는 오차항(error term)이 회귀변수(regressor)들과 상관관계가 없다고 가정하는 OLS(ordinary least squares) 방법이나 각 방정식을 별개로 각각 분석하는 방법을 사용하는 것보다는 변수간의 상호 의존성(interdependence)을 반영하여 분석할 수 있는 2단계최소자승법(2SLS : 2 stage least square regression)을 사용하는 것이 바람직하다. 특히, 본 연구에 사용하고 있는 자료는 횡단면·시계열 특성을 반영하고 있기 때문에 패널자료를 이용한 2단계최소자승법에 의해 분석하는 것이 바람직하다고 할 수 있다.

따라서 아래에서는 377개 기업의 횡단면단위를 구성하고, 1999년부터 2005년까지 7개년 시계열자료를 갖는 균형패널자료를 이용하여 패널 2SLS 분석을 실시하였다. 패널 2SLS 분석을 위해서 [모형 1], [모형 2]의 사업다각화방정식과 기업가치방정식을 연립방정식체계로 구성하여 분석하였다. 패널 2SLS분석을 실시한 결과는 <표 IV-6>과 같다.

<표 IV-6> 고정효과모형을 이용한 패널 2SLS 분석결과

사업다각화방정식								
$DIVER_{it} = \alpha + \beta_1 MANE_{it} + \beta_2 BDSIZE_{it} + \beta_3 OUTDIR_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROIC_{it} + \beta_7 RISK_{it} + \beta_8 ADVALUE_{it} + \eta_i + \lambda_t + e_{it}$								
회귀계수	0.0629	0.0020	0.0217	-0.0055	0.0053	-0.0092	0.0664	-0.0148
t값	2.08**	1.66*	0.93	-0.39	0.47	-0.60	1.78*	-1.55
F값 39.91								
기업가치방정식								
$VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 DIVER_{it} + \beta_2 MANE_{it} + \beta_3 BDSIZE_{it} + \beta_4 OUTDIR_{it} + \beta_5 INST_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROIC_{it} + \eta_i + \lambda_t + e_{it}$								
회귀계수	4.786	-0.1582	-0.0039	0.0796	0.5107	0.4671	0.1922	
t값	1.87*	-0.64	-0.42	0.51	5.75**	6.59**	1.93*	
F값 1.90								

주) *는 10%수준에서 유의적이고, **는 5%수준에서 유의함.
전체 표본기업의 7개년 자료를 이용하여 고정효과모형으로 패널 2SLS분석한 결과임. 각 변수는 <표 IV-1>의 주)를 참조하기 바람.

먼저, 사업다각화방정식의 패널 2SLS 분석결과를 보면, 기업지배구조 관련 변수 중에서 사업다각화에 유의미하게 영향을 미치는 변수는 경영진지분율변수

(*MANE*)와 이사회 규모변수(*BDSIZE*)이다. 경영진지분율변수의 회귀계수는 0.0629($t=2.08$)로 우리나라 기업들의 경영진지분율이 다각화수준에 정(+)¹의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 경영진의 지분율이 증가할수록 경영자 자신의 인적자본의 가치를 방어하고 개인적 포트폴리오 위험을 줄이기 위해 다각화를 추진한다는 것을 의미한다. 이사회 규모변수(*BDSIZE*)의 회귀계수는 0.0020($t=1.66$)로 유의수준 10%에서 정(+)¹의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 이사회 규모가 큰 기업이 다각화를 더 많이 추진한다는 것을 의미하는 결과이다. 우리나라 기업의 경우 이사회가 소유경영자의 지배로부터 독립적이지 못하여 대리인문제로 인한 다각화의 추진을 효율적으로 통제하지 못하는 것과 연관이 있는 것으로 이해된다. 통제변수의 경우 위험변수(*RISK*)의 회귀계수가 0.0664($t=1.78$)로 사업다각화에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 영업위험이 증가하면 기업의 위험을 분산시키기 위해 다각화를 많이 추진하는 것으로 이해할 수 있다.

기업가치방정식의 분석결과를 보면, 다각화수준변수의 회귀계수는 4.786($t=1.87$)으로 다각화수준이 높을수록 기업가치는 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 앞의 단순 패널분석에서 다각화와 기업가치간에 유의미한 관계를 발견하지 못한 것과는 차이가 나는 것이다. 즉, 우리나라 기업의 경우 사업다각화를 통해 내부자본시장을 창출함으로써 효율적으로 자원 할당이 가능하게 되고, 이익창출 사업부문과 손실발생 사업부문간의 손익흐름이 결합되어 세금절감효과를 가져오며, 사업이 집중화된 기업에 비해 부채부담능력이 증가하여 부채에 따른 세금절감효과를 발생시킬 수 있어 기업가치의 증가를 가져올 개연성을 보여 주는 것이다.

지배구조가 기업가치에 영향을 미치는 변수는 기관투자가지분율(*INST*)인 것으로 나타났다. 기관투자가지분율변수(*INST*)의 회귀계수는 0.5107($t=5.75$)로 기업가치에 정(+)¹의 영향을 미치는 것으로 나타나 효율적 감시가설을 지지하는 결과를 보이고 있다. 기관투자자들은 경영진의 경영활동을 효율적으로 감시함으로써 경영자의 대리인문제를 감소시켜 기업가치를 증가시키는 것으로 이해할 수 있다. 통제변수 중에서 기업가치에 유의하게 영향을 미치는 변수는 레버리지비율변수(*LEV*)와 투자자본수익률변수(*ROIC*)인 것으로 나타났다. 레버리지비율변수(*LEV*)의 회귀계수는 0.4671($t=6.59$)로 레버리지비율이 높을수록 기업가치는 증가하는 것으로 나타났다. 이는 부채의 조달이 세금절감효과나 재무레버리지효과 등에 의해 기업가치에 긍정적으로 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다. 투자자본수익률(*ROIC*)변수의 회귀계수는 0.1922 ($t=1.93$)로 투자자본수

익률이 높을수록 기업가치는 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 투자자본의 수익성과 효율성이 높아져 시장으로부터 더 높게 평가되는 것으로 이해할 수 있다.

<표 IV-7>은 단순 패널분석결과와 패널 2SLS분석결과를 비교한 것이다. 패널 2SLS 분석 결과가 패널분석 결과와 서로 다른 점은 기업가치방정식에서 패널분석에서는 다각화 수준이 기업가치에 미치는 유의한 영향관계를 발견할 수 없었지만 패널 2SLS 분석에서는 정(+)의 영향 관계를 발견할 수 있었다. 또한 지배구조변수에 있어서도 경영진지분율과 사외이사비중, 기관투자자지분율이 기업가치에 영향을 미치는 것으로 나타났지만 패널 2SLS 분석에서는 기관투자자지분율만이 유의미한 관계를 갖는 것으로 나타났다.

<표 IV-7> 패널분석결과와 패널 2SLS분석결과 비교표

방정식 변수	사업다각화방정식		방정식 변수	기업가치방정식	
	패널분석결과	패널 2SLS 분석결과		패널분석결과	패널 2SLS 분석결과
<i>MANE</i>	+ **	+ **	<i>DIVER</i>		+ *
<i>BDSIZE</i>	+ *	+ *	<i>MANE</i>		
<i>OUTDIR</i>			<i>BDSIZE</i>		
<i>INST</i>			<i>OUTDIR</i>	+ **	
<i>LEV</i>			<i>INST</i>	+ **	+ **
<i>ROIC</i>			<i>LEV</i>	+ **	+ **
<i>RISK</i>	+ *	+ *	<i>ROIC</i>	+ **	+ *
<i>ADVALUE</i>			-		

주)분석모형에서 유의적으로 나타난 변수들만 표시한 것임. *는 10%수준에서 유의적이고, **는 5%수준에서 유의함.

V. 결론

본 연구에서는 한국 기업의 기업지배구조와 사업다각화가 기업가치에 미치는 영향을 패널자료 분석법을 이용해 실증적으로 검증하였다. 사업다각화방정식에서는 레버리지비율, 투자자본수익률, 위험, 부가가치율을 통제한 상황에서 기업지배구조변수(경영진지분율, 이사회 규모, 사외이사비율, 기관투자자비율)가 사업다각화에 미치는 영향을 분석하였으며, 기업가치방정식에서는 레버리지비율,

투자자본수익률을 통제된 상황에서 사업다각화변수 및 기업지배구조변수(경영진 지분율, 이사회 규모, 사외이사비율, 기관투자자비율)가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 표본기업은 2005년 12월 말 현재 한국증권선물거래소 유가증권 시장에 상장되어 있는 377개 기업을 대상으로 하였으며, 분석기간은 1999년부터 2005년까지 7개년이었다. 패널자료는 377개의 개별기업이 횡단면단위(cross section unit)를 구성하고, 각 기업이 7개년간의 시계열(time series)을 갖는 균형패널자료를 사용하였다.

사업다각화방정식을 분석한 결과는 다음과 같다. 경영진지분율이 사업다각화에 통계적으로 유의한 영향을 미치고, 대리인비용가설에 의해 설명이 될 수 있는 것을 알 수 있었다. 경영진지분율수준이 증가할수록 다각화수준이 증가하는 영향관계가 존재하여 경영진은 다각화를 통해 경영자 자신의 人的資本(human capital)의 가치를 방어하고, 개인적 포트폴리오(undiversified personal portfolios)의 위험을 줄이고자 한다는 것을 알 수 있었다. 다각화 수준에 유의하게 영향을 미치는 다른 지배구조변수는 이사회 규모로서 이사회 규모가 클수록 다각화를 더 많이 추진한다는 것을 알 수 있었다. 이러한 결과는 우리나라 기업의 이사회가 소유경영자의 지배로부터 독립적이지 못하여 경영감시기능이 취약한 것과 연관이 있는 것으로 파악되었다.

기업가치방정식을 분석한 결과는 다음과 같다. 단순 패널분석법에 의한 분석에서는 사업다각화정책이 기업가치에 미치는 영향관계를 발견할 수 없었다. 그러나 패널 2SLS 분석에서는 다각화수준이 높을수록 기업가치가 증가하는 정(+)의 영향관계를 발견하였다. 우리나라 기업의 경우 사업다각화를 통해 내부자본시장을 창출함으로써 효율적으로 자원 할당이 가능하게 되고, 이익창출 사업 부문과 손실발생 사업부문간의 손익흐름이 결합되어 세금절감효과를 가져오며, 사업이 집중화된 기업에 비해 부채부담능력이 증가하여 부채에 따른 세금절감효과를 발생시킬 수 있어 기업가치의 증가를 가져올 개연성이 있음을 알 수 있었다.

이상의 결과는 다음과 같은 시사점을 제시하고 있다. 첫째, 우리나라의 기업의 주요한 다각화 동기중의 하나는 대리인문제이기 때문에 대리인문제로 인한 다각화비용을 최소화 시킬 수 있는 정책이 마련될 필요가 있다. 둘째, 우리나라 기업의 경우 이사회가 소유경영자의 지배로부터 독립적이지 못한 경우가 많기 때문에 사업다각화와 관련된 경영자의 대리인문제가 많이 나타날 가능성이 있다. 따라서 이사회 독립성을 강화시켜 대리인문제를 축소시킬 수 있는 정책이 보다 강화될 필요가 있다. 셋째, 기업의 사업다각화는 기업가치에 긍정적인 영향을 미

치는 요소일 수 있기 때문에 과도한 다각화 억제정책은 기업가치의 최대화에 도움이 되지 않을 수도 있다. 따라서 기업에 대한 정부의 다각화 억제정책은 기업가치 최대화와 연계시켜 신중히 추진할 필요가 있다.

본 연구에서는 이러한 분석결과에도 불구하고 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 첫째, 본 연구에서 분석대상 기간으로 선정한 1999년~2005년 기간은 외환위기를 회복한 이후 기간이지만 외환위기의 여파에 따른 기업 외부환경의 영향이 매우 컸던 기간이다. 따라서 이러한 외부적인 영향관계를 모두 통제하고 분석했어야 하지만 본 연구에서 설정한 모형이 이러한 요인을 반영하지 못한 부분(예 : 구조조정 효과 등)이 있을 수 있다. 둘째, 표본의 선정에 있어 가능한 많은 기업을 표본에 포함시켜 표본선정과정에서 발생할 수 있는 편의(selection bias)를 최소화하고자 하였지만 여전히 생존기업 편의 등 표본선정에 따른 편의가 상존해 있을 가능성이 있다. 셋째, 각 기업의 영위사업수 및 허편달 지수 등을 계산하는데 있어 공시된 매출액 구성을 기준으로 표준산업분류표에 따라 연구자가 분류하는 과정에서 주관적 판단이나 오류가 포함되어 있을 가능성이 있다. 넷째, 기업지배구조를 통합적으로 반영할 수 있는 지배구조지수(점수) 등을 포함시켜 분석할 필요가 있었음에도 불구하고 자료 입수에 어려움이 있어 본 연구에 포함시키지 못한 연구상의 한계가 있다.

이러한 한계점에도 불구하고, 본 연구의 결과는 외환위기 이후 기간의 패널자료를 이용하여 우리나라 기업지배구조와 사업다각화, 기업가치의 상호 영향 관계를 분석함으로써 기업지배구조가 사업다각화와 기업가치를 향상시키는 정책을 수립하고자 하는 정부의 정책방향에 시사점을 제공할 수 있을 것으로 생각한다.

참고문헌

- 구맹희·김병곤(1999), “대리인문제와 사업다각화가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구,” *재무관리연구*, 26(2), 1-26.
- 구맹희·김병곤·박상현(2001), “사업다각화는 기업가치를 감소시키는가?” *증권학회지*, 29, 215-242.
- 김병곤·김동욱(2005), “사업다각화가 기업가치에 미치는 영향 : 외환위기 회복 이후기간 패널자료분석,” *경영학연구*, 34(5), 1535-1554.
- 박헌준·신현한·최완수(2004), “한국기업의 대리인비용과 기업가치:외국인 지분의 역할,” *경영학연구*, 33(2), 655-682.
- 윤영섭·김성표(1999), “사업다각화와 대리인문제가 기업가치에 미치는 영향,” *재무연구*, 12(1), 1-37.
- 전상경(2003), “규모의 확대와 사업다각화에 따른 기업가치의 변화 : 구조조정 의 영향을 중심으로,” *증권학회지*, 32(1), 219-254.
- Agrawal, A. and C. R. Knoeber(1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
- Amihud, Yakov and Baruch Lev(1981), "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers," *Bell Journal of Economics* 12, 605-617.
- Anderson, R. C., T. W. Bates, J. Bizjak, and M. L. Lemmon(2000), "Corporate Governance and firm Diversification," *Financial Management*, 21, 5-22.
- Baltagi, Badi H.(1995), *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons, *England*.
- Baysinger, B. and H. Buttler(1985), "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effect of Changes in Board Composition," *Journal of Law, Economics and Organization*, 1, 101-124.
- Berger, P. G. and E. Ofek(1994), "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.
- Berger, Philip G. and Eli Ofek(1995), "Diversification's effect on firm

- value," *Journal of Financial Economics*, 37, pp.39–65.
- Billet, M. T. and D. C. Mauer(2000), "Diversification and the value of internal capital market : The case of tracking stock," *Journal of Banking and Finance*, 24, 1457–1490.
- Breusch, T. and A. R. Pagan(1980), "The Lagrange Multiplier Test and its Application to Model Specification in Econometrics," *Review of Economic Studies*," Vol. 47, 239–253.
- Brown, L. D., and M. L. Caylor. "Corporate Governance and Firm Performance," Working Paper, Georgia State University, 2004
- Chen, S. S. and K. W. Ho(2000), "Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value: The Singapore Evidence," *International Review of Financial Analysis*, 9, 315–326.
- Comment, Robert and Gregg A. Jarrell(1995), "Corporate focus and stock returns," *Journal of Financial Economics*, 37, 67–87.
- Demsetz, H.(1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the firm," *Journal of Law and Economics*, 26, 375–390.
- Denis, David J., Diane K. Denis and Atulya Sarin(1997), "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification," *Journal of Finance*, 52, 135–160.
- Denis, David J., Diane K. Denis and Atulya Sarin(1999), "Agency Theory and The Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies," *Strategic Management Journal*, 20, 1071–1076.
- Eisenberm T, and Sundgren, S, and Wells M T, "Larger Board Size and decreasing Firm Value in small Firms," *Journal of Financial Economics*, 48, 1998, 35–54.
- Fama, E.(1980), "Agency Problem and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 88, 288–307.
- Gibbs, P.(1993), "Determinants of Corporate Restructuring: Relative importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow," *Strategic Management Journal*, 14, 51–68.
- Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*,

- 118, 2003, pp. 107–155
- Goodstein, J., K. Gautman, and W. Boeker(1994), "The Effects of Board Size and Diversify on Strategic Change," *Strategic Management Journal*, 15, 241–250.
- Graham, J. R., M. L. Lemmon, and J. Wolf(2002), "Does Corporate Diversification Destroy Value?," *Journal of Finance*, 57, 695–720.
- Hausman, J. A.(1978), "Specification Tests in Econometrics," *Econometrica*, 46, 1251–1272.
- Hermaelin, B. E. and M. S. Weisbach(1988), " The Determinants of Board Composition," *Rand Journal of Economics*, 19, 589–606.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 350–360.
- Jensen, Michael C.(1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers," *American Economic Review*, 76, 323–329.
- Johnson, R. A., R. E. Hoskisson, and M. A. Hitt(1993), "Board of Director Involvement in Restructuring: The Effects of Board versus Managerial Controls and Characteristics," *Strategic Management Journal*, 14, 33–50.
- Lang, L. H. P. and R. M. Stulz(1994), "Tobin' s Q, Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102, 1248–1280.
- Lee, C., S. Rosenstein, N. Rangan, and W. N. Davidson(1992), "Board Composition and Shareholder Wealth: The Case of Management Buyout," *Financial Management*, 21, 58–72.
- Lewellen, Wilbur G., Claudio Loderer and Ahron Rosenfeld(1989), "Mergers, executive risk reduction, and stockholder wealth," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, 459–472.
- May, Don O.(1995), "Do managerial motives influence firm risk–reduction strategies?," *Journal of Finance*, 50, 1291–1308.
- Montgomery, Cynthia A.(1994), "Corporate Diversification," *Journal of Economics Perspectives*, 8, 163–178.

- Rosenstein, S. and J. G. Wyatt(1990), "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 26, 175–191.
- Ross, S., R. Westerfield, and J. Jaffe(1993), *Corporate Finance*, Burr Ridge, Illinois: Irwin.
- Rumelt, R.(1982), "Diversification Strategy and Profitability," *Strategic Management Journal*, 3, 359–369.
- Servaes, Henri(1996), "The value of diversification during the conglomerate merger wave," *Journal of Finance*, 51, 1201–1225.
- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny(1989), "Managerial entrenchment : The case of manager–specific investments," *Journal of Financial Economics*, 25, 123–139.
- Singh, M., I. Mathur and K. Gleason(2004), "Governance and Performance Implications of Diversification Strategies: Evidence from Large U. S. Firm," *Financial Review*, 39, 489–526.
- Steiner, Thomas L.(1996), "A Reexamination of the Relationships between Ownership Structure, Firm Diversification, and Tobin's Q," *Quarterly Journal of Business and Economics*, 35, 39–48.
- Stulz, Rene M.(1990), "Managerial discretion and optimal financing policies," *Journal of Financial Economics*, 26, 3–27.
- Villalonga, B.(2004) "Diversification Discount or Premium? New Evidence from BITS Establishment Level Data," *Journal of Finance*, 59, 475–502.
- Weisbach. M.(1988), "Outside Directors and Turnover," *Journal of Financial Economics* 20, pp.431–460.
- Wernerfelt, B. and C. Montgomery(1988), "Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance," *American Economic Review*, 78, 246–250.
- Whited, T.(2001), "Is it Efficient Investment that Cause the Diversification Discount?," *Journal of Finance*, 56, 1667–1692.
- Yermack, D.(1996), "Higher Market Value of Companies with a Small Board of Director," *Journal of Financial Economics*, 40, 185–211.