울산대학교 경영학 연구논문집 제4권 2호 pp 1~21, 1997
Journal of Management Vol 4, No 2, pp 1~21, 1997
University of Ulsan

경영권시장의 도입을 위한 고찰*

김기호
경영학부 경영학 전공

<요 약>

본 연구에서는 우리나라에서도 효과적인 퇴출과 규모축소를 위한 경영권시장이 필요한지를 살펴 보았다 산업기술, 정보기술 그리고 경영기술의 발전은 원가의 절감과 생산성의 증대를 가져와 초과생산능력을 보유하는 산업이 발생하고 있으며, WTO체제의 출범과 함께 심화되는 국제경쟁으로 말미암아 경쟁력을 상실하는 기업이 증가하고 있다 경쟁력을 잃은 기업은 종국적으로 부도가 나고, 이는 직접적인 이해당사자 뿐만아니라 국민경제 전체에 악영향을 끼치게 된다. 최근 우리나라의 거대기업들도 이러한 부도위기에 처하고 있는 것이나, 최근 들어 제조업 종사인력이 계속적으로 감소하고 있는 사실이 이를 입증하고 있다.

우리나라 기업에게도 퇴출이나 규모축소가 필요하다는 사실을 살펴보기 위해 1986년부터 1995년말까지 계속적으로 상장되어 있던 158개의 기업을 대상으로 표본기간 10년간의 투자효율성을 측정하여 보았다. 그 결과, 우리나라 기업의 대부분은 음의 NPV사업에 막대한 투자를 해온 사실을 확인하였다. 그동안 여러가지 이유로 상장폐지된 기업이 제외되어 Survivorship Bias를 감안하면 과투자의 문제는 아주 심각하다고 할 수 있다 이러한 과투자의 문제는 기업의 규모와 업종분류에 관계없이 보편적이었으며, 대기업의 경우가 중소기업보다 훨씬 더 심각함을 알 수 있었다 이러한 사실은 자본시장의 엄격한 통제가 필요함을 의미하며, 이러한 통제System의 하나로 효과적인 경영권시장기능이 도입되어 활성화됨으로써 불필요한 자원의 낭비를 막을 수 있을 것이다

A Study on the Introduction of the Market for Corporate Control

Kim, Kee-Ho
Professor of Management School of Business Administration

* 이 논문은 1995년도 울산대학교의 연구비에 의하여 연구되었음

<Abstract>

This study examined the need for the introduction of the market for corporate control as an effective mean of exit and downsizing in Korean firms Four investment performance measures are calculated for 158 sample firms using the data for the 10 year period from 1986 to 1995

The results are as followings

1 Most of the listed Korean firms invested more fixed assets than could be done by internally generated funds The capital needed are financed by new equity sales, added borrowings, and sometimes, decrease of net working capital

2 Among 158 sample firms, 131 firms show negative investment performance

3 The bigger the firms are, the worse the investment performance are

4 Considering the survivorship bias in the selection of sample firms, actual over-capacity problems in Korean firms could be more severe than those reported in this study

5 Since the above results are derived under the assumption that Korean stock market is efficient, the above conclusion may differ if market is not efficient

Ⅰ. 서 언

기업의 인수·합병에 대하여 선진국에서는 그 동안 많은 연구가 진행되어 왔다 기업인수가 일어나는 동기에 관한 연구(Boot(1992), Berkovitch and Narayanan(1993)), 기업인수시에 발생하는 주가변동에 관한 연구(Pound and Zeckhauser(1990), Lang, Stulz and Walkling(1991), Kaplan and Ruback(1995)), 인수시에 지급하는 지급방법의 선택에 관한 연구(Amihud, Lev and Travlos(1990), Brown and Ryngaert(1991)), 대상기업 경영자의 대응방법에 따른 주주와 경영자 부의 변화(Agrawal and Walkling(1994)), 그리고 기업인수를 방어하기 위한 제 방안의 효과(Ryngaert(1988), Eckbo(1990), Malatesta and Thompson(1993)), 기업인수 기업을 외국인과 내국인으로 구분할 때 인수프리미엄에는 어떠한 차이가 존재하는가에 관한 연구(Kang(1993), Dewenter(1995)) 및 기업인수의 성과(Martin and McConnell(1991), Clark and Ofek(1994)) 등에 관한 많은 연구가 있었다

그러나 우리 나라에서 그간 행해진 기업인수·합병의 대부분은 정부에 의해 주도된 다윤적인 것이거나, 기존에 이미 계열관계에 있던 기업간에 이루어져 온 비중이 매우 크다[1] 뿐만 아니라, 기업인수시장이 대기업에 의해 주도되어 온 구매자시장이었기 때문에 비경쟁적인 시장여건하에서 주로 대기업에 의해 기업인수가 이루어져 온 관계로 엄밀한 의미의 경영권시장(The market for corporate control)[2]이 존재하였다고 판단하기는 어렵기 때문에 상대적으로 이 분야에 대한 연구가 활발하게 이루어지지 못하였다 이러한 결과는 1997

1 공정거래위원회, "공정거래", 1995 2

2 경영권시장이란 한 집단으로 부터 다른 집단으로 기업의 지배권이 이동되는 거래가 일어나는 시장메카니즘을 일컫는 것으로 Takeovers라고도 한다 이러한 지배권의 이동이 일어나는 거래방법으로 대표적인 것이 합병, 인수(주식 혹은 자산), Leveraged Buy-outs, Management Buy-outs, Proxy Fight등이다

년도 초까지 법적으로 대주주의 지배권을 보호해 왔기 때문이며, 이러한 이유와 더불어 합병사례의 숫적인 제한과 자료의 부족 등에 기인한다. 김 규영과 조 현상(1996)의 연구와 주 상용(1997)의 연구에서는 1980년대에 발생한 합병사례를 이용하여 통제집단과의 재무비율과 주식수익율의 누적비정상수익율의 차이를 비교 분석하였으나, 두 연구 모두 합병기업과 통제기업간에 유의적인 차이를 발견하지 못하였다. 이러한 연구결과는 우리나라의 합병이 경제적근거에서 발생한 것이 아니라, 다른 이유에 의한 것임을 나타내는 것으로 추측할 수 있다. 이러한 관점에서 경제적근거에 바탕을 둔 진정한 의미의 경영권시장의 도입필요성을 검토하여 볼 시점이다.

최근에 한보, 삼미, 진로, 대농과 기아 등과 같은 거대기업들이 부실화되면서 여러 가지 경제·사회문제를 야기시킨 결과, 기업인수시장이 담당하는 사발적 퇴출시장의 필요성이 제기되고 있으며, 이의 활성화를 위해 법규의 제정 및 개정에 관한 논의가 이루어지고 있다.[3] 80년대의 부실기업처리방안으로 이용되어온 정부주도의 산업합리화 제도는 WTO시대에는 불가능하게 됨에 따라 민간차원의 산업정책 수단으로 인수, 합병제도의 활성화를 고려하는 시점에 도달하였다고 볼 수 있다. 그러나 무자비한 약육강식의 시장풍토가 국민정서에 맞지 않는다거나, 재벌의 도덕성이 의심받고 있는 우리 나라의 현실에서 재벌에게로의 부의 편중이 심화될 수 있는 자유로운 M&A의 허용은 현 경영진의 근시안적 경영을 가지고 올 뿐 아니라, 경영권 방어에 소요되는 낭비가 많이 생겨 효율적이지 못하다는 반론도 있다.[4]

본 연구에서는 우리 나라에서 경영권 시장의 도입이 필요한지를 두 가지 관점에서 살펴보고자 한다. 첫째로는 M&A가 활성화 된 선진국의 예를 이용하며 M&A의 기능이 무엇인지를 살펴보고 우리 나라의 경우도 이러한 배경에 적용될 수 있는지를 살펴봄으로써 간접적으로 M&A의 필요성을 판단할 것이며, 둘째로는 보다 직접적인 관점에서 과거 10년간 우리 나라 기업이 행한 투자의 효율성을 주식시장의 평가를 이용하여 수익성지수를 측정하여 봄으로서 경영권 시장의 도입 필요성을 분석해 보고자 함이 본 연구의 목표이다. 수익성지수가 양의 숫자이면 기업에서 행한 투자가 양의 순현재가치를 가지는 사업에 투자하였음을 의미하며, 반대의 경우에는 부의 순현재가치를 가지는 사업에 투자를 행하여 기업의 가치가 하락하였음을 의미한다.

Ⅱ. 효과적인 퇴출과 규모축소를 위한 기업인수·합병의 필요성

1. 과학기술의 발전

1990년대의 세계 경제 환경은 과거의 산업혁명때 처럼 과학기술의 발전으로 자본집약적인 산업으로 이행하고 있으며, 이에따라 기업은 원가의 절감과 생산성의 증대로 말미암아 획기적인 수요의 증가가 수반되지 않는 산업분야에서는 기업의 생산능력이 과다하여 유휴생산능력을 보유하게 되었다. 1970년대 10배에 가까운 원유가격의 증가는 에너지 절약 장

3 구 증권거래법 200조 1항의 주식의 대량소유의 제한(10%)을 1997년 4월 개정하여 삭제하였다.

4 Jensen, M., "The Modern Industrial Revolution, Exit, and Control Systems" The Journal of Finance, Vol 18, No 3 July 1993, p 852

책과 에너지 절약 기술의 발전을 가져 왔을 뿐만 아니라 여러 가지의 산업기술의 발전(Tire산업, 컴퓨터산업, 통신산업, 자동차 산업)을 촉발시키는 계기가 되었다 이러한 기술의 발전은 기업조직과 사회에 엄청난 영향을 미치고 있는 것이다 생산성의 증대에 부응하는 수요의 증가가 수반되지 않는 경우 불황이 발생할 수도 있을 것이며, 기술의 급격한 발전은 현재의 기술을 진부화 시킬수도 있다 첨단 신기술을 이용한 설비의 도입은 개별기업에게는 생산성을 증대시키나, 업계전반적으로는 공급초과현상을 초래하여 어려움에 처할수도 있다 18세기 후반 새로운 에너지의 생산수단에의 이용과 19C 수송수단과 통신수단의 발달은 대량생산과 대량분배를 가능케 하여 생산성이 증대되어 과대생산능력을 보유하게 되어 결국 불황으로 연결된 제2차 산업혁명에서 처럼 이를 효과적으로 자원의 재분배를 일으켜서 구조재조정을 일으킨 수단은 바로 기업인수·합병이었다 이때 미국에서는 1895년부터 1904년의 10년동안 약 1800여기업이 M&A에 의해 157개 기업으로 축소되었다[5]

2. 경영기술의 발전

이러한 기술발전과 함께 조직내에서의 인간의 작업방식도 많은 변화를 가져왔다 특히 통신 수단과 PC의 발전은 조직이 작고, 입지의 중요성이 감소하는 가상 조직의 탄생을 가져오게 되었고, 과거에 일반적으로 규모가 크고, 관료적인 조직구조를 변화시키는 과정중에 있다 경영방식에도 엄청난 변화를 가져와 일본에서 만들어진 Total Quality Control, Just In Time, Flexible Manufacturing System와 같은 경영기법이 전세계적으로 확산되어 조직의 효율은 더욱 증대되게 되었으며, 그 결과 많은 분야에서 현재의 생산능력은 수요에 비해 과잉을 초래하게 된 것이다

3. 경쟁의 심화

WTO체제의 출범으로 세계경제는 더욱 극심한 경쟁상태로 돌입하게 되었으며, 이에 따라 한 기업의 과잉생산능력 보유의 문제는 한 국가 내에서의 문제로 한정되지 않고 전세계적인 문제로 확산됨을 의미한다 다시 말해서, 세계경제의 상호의존성이 증대 될수록 과잉생산능력의 문제는 세계화되고, 서로 상충되는 결과를 지닌다

이러한 경쟁의 세계화는 동구권 국가와 중국을 비롯한 동남아시아 국가들의 자본주의로의 이행으로 더욱 심화될 예정이다 10억이 넘는 중국의 저임금 잠재 근로자의 세계경제로의 진입은 우리 나라와 같은 중진국 뿐만 아니라 선진국의 경제로 하여금 엄청난 구조조정을 거치게 할 것이다 우리나라 기업들은 저임금이 아닌 새로운 경쟁우위분야를 찾아내어 산업구조를 재조정하지 못한 경우에는 계속적인 불황과 부실기업의 양산이 예상된다 아래 <표 1>은 올해들어 발생한 우리나라 상장기업의 부도현황을 요약한 것이다 1996년도에 6개이던 상장회사의 부도는 1997년 7월까지 12사의 부도로 늘어 남으로써 구조조정의 필요성이 더욱 증대되고 있음을 알 수 있다[6] 올해 들어 새로이 신설된 부도방지유예협약에 따라 부도가 유예된 3개의 재벌그룹인, 대농(21개 계열사), 진로(23개 계열사) 및

5 Jensen(1993, p 837)에 의하면 1976년부터 1990년까지 미국에서는 약 35,000건의 M&A거래가 일어났으며, 거래금액은 1992년 기준 2.6 trillion 달러에 이름

6 주간매경, "부도기업 그 이후", 1997 9 17 pp 14-34

기아(28개 계열사)까지 포함한다면 과거에 그 유래를 찾아 볼수 없던 거대기업의 부도상황이 발생하고 있음을 알 수 있다

이러한 우리나라 경제의 어려움은 제조업에 종사하는 근로자의 숫자에서도 여실히 나타나고 있다. 1988년도에 290만명으로 최대를 기록한 이후 계속적으로 감소하여 1990년도 286만명, 1992년도 268만명, 1994년도 256만명, 1996년도 254만이던 것이 1997년 6월말 현재 244만명으로 1986년도의 241만명이래 가장 낮은 숫자를 보여주고 있다[7]

변화되는 환경에서의 적응이 어렵다고 국가로부터 보호를 원하는 것은 문제점을 더욱 장기간 지연시키는 효과만 있을 뿐이다. 과거의 사회주의 경제가 체험한 것처럼 국내 혹은 국제경쟁으로부터의 보호는 조직의 능률을 더욱 저하시킬 뿐이다 Porter(1990)[8]가 말한 것처럼 가장 성공적인 경제는 적자생존의 과정인 냉심한 경쟁을 통하여 효율성을 추구할 때 실현 가능한 것이기 때문이다

<표1> 1997년도 부도기업 현황

회 사 명	법정관리 신 청 일	법정관리 개시 결정일	부 도 일	업 종
삼 립 식 품	97 5. 15	-	97. 5 15	음 식 료
삼 미	97 3 18		97 3 19	도 소 매
삼 미 특 수 강	97. 3 18	-	97 3 19	1 차 금 속
삼 아 세 화	97. 1. 29	-	97 1 31	화 학
세 양 선 박	97 2. 10	-	97. 2 2	운 수
유 성	97 5. 8	-	97 5 6	섬 유
태 성 기 공	97. 7 1	-	97 6 28	기 계 장 비
태 화 쇼 핑	97 6 16	-	97 6. 15	도 소 매
한 보 철 강	97 1 28	97. 8 27	97 2 22	1 차 금 속
한 신 공 영	97 5 30	-	97 6 2	건 설
한 주 통 산	97 8 22	-	97 8 18	도 소 매
환 영 철 강	96 12 28	97. 6. 30	96 12 27	1 차 금 속

4. 자발적 퇴출과 규모축소의 어려움

최근 급증하는 상장기업의 계속적인 부도사태와 부도유예협약에 의해 부도가 유예된 거대 재벌그룹의 발생은 우리나라에서도 효과적인 퇴출시장이나 규모축소를 위한 제도적 장치가 필요함을 의미한다 이러한 제도가 효과적으로 기능하지 못하기 때문에 퇴출이 지연됨으로써 발생하는 문제점이 아주 심각할 수 있다는 것을 시급 현재의 기아자동차의 처리문제에서 엿볼수 있다

문제의 핵심은 퇴출이 필요한 기업이 실지로 퇴출이나 규모의 축소를 자발적으로 실행하는 것이 상당히 어렵다는데에 있다 과잉생산능력을 보유한 기업이 스스로 그 필요성을

7 노동부 자료

8 Porter, M, Competitive Advantage of Nations, Free Press, New York, 1990

인식하고 있는 경영자가 드물 뿐만 아니라, 그 필요성을 인지하고 있다 하더라도 다른 동종기업이 먼저 퇴출하기를 기다리면서 투자를 지속하는 것이 대부분의 현실이다 모든 경영자와 기업이 이러한 사고를 가지고 투자를 계속하는 경우 퇴출은 지연되고, 종국적으로는 사회의 부를 낭비하게 되는 결과를 초래하게 된다

경영자가 기업의 규모를 줄이거나 퇴출을 원한다 하더라도 종업원과 경영자의 미래에 대한 불안, 고통 때문에 일반적으로 퇴출에 저항하는 것이 일반적인 현상이다[9] 노조와의 여러 가지 명시적인 그리고 암묵적인 협약 때문에 자연스러운 퇴출은 거의 불가능한 것이 우리 나라의 현실이다 이러한 협약을 무효화시키고 자발적인 퇴출이나 규모축소를 달성하기가 현실적으로 불가능하므로, 초과생산능력을 지닌 우리 나라 기업의 대부분은 부도에 이르고, 종국적으로는 제3자 인수 혹은 파산에 이르러 사회적으로 유용한 자원의 낭비가 초래되며, 그 과정에서 해당기업의 주주와 채권자 뿐만 아니라 주식시장 및 금융시장에도 악영향을 미치게 되어 국가경제 전체가 어려움에 직하고 있는 것이 오늘의 현실이다

5. 효과적인 사회·경제적 통제시스템

사회적으로 이러한 자원의 낭비를 줄일수 있는 제도적인 장치가 필요하다 이러한 목적의 제도적 장치로 회사내부의 통제시스템과 자본시장을 들 수 있다[10]

회사내부의 통제시스템으로 주주총회, 이사회를 들 수 있으나, 우리나라의 경우 과잉투자를 이유로 규모축소나 퇴출을 주주총회나 이사회를 통하여 실현하기는 어렵다고 보여진다 왜냐하면, 대부분의 상장기업이 소수의 대주주에 의해 소유권이 지배당하고 있을 뿐만 아니라, 지배주주에 의해 임명된 임원이 이사회에서 최고경영자의 뜻과 상충되는 결의를 하는 것이 인심적으로 어렵기 때문이다 최근 들어 주주총회에서 기관투자가나 소액투자자의 역할이 증대되고 있으며, 이사회에서 사외이사 제도를 도입하는 등 이사회의 기능이 강화되는 방향으로 변화되는 추세에 있으나, 기업규모 결정과 같이 그 영향이 막대한 중요의 사결정의 경우, 객관적인 결론을 도출하기는 어렵다 이러한 배경에서 보면, 기업의 규모를 축소하거나 퇴출시키는 기능을 자본시장에만 맡겨져 있다고 해도 과언이 아니다

우리 나라는 증권거래법을 통하여 경영권을 창업주에게 보호해 왔을 뿐만 아니라 종업원을 위한 지나친 고용보장조치 때문에 인수기업의 유인을 저해해 왔으며, 재벌그룹기업의 출자총액제한(순자산의 25%이내), 엄격한 유상증자요건(납입 자본금의 50%이하로서 1000억원 이내), 은행대출금의 출자전환 제한(금융회사의 경우 40%, 기타 10%이내), 그리고 상장개매수시의 의무공개비율(50%+1주)의 제한등 여러 가지 제제(부동산 매각시 차익과세등)에서도 기업의 퇴출을 저해하는 요소가 많아, 현재까지 제기능을 못해 온 것이 사실이다 선진국에서는 기업인수·합병을 효과적인 퇴출시장과 규모축소의 수단으로 이용해 온 바와 같이 우리나라에서도 이에 대한 활성화가 절실히 요청된다

---

9 Jensen, M, Op cit, pp 847-850

10 Jensen은 본문에서 언급된 두가지 통제시스템 이외에도 제품시장에서의 평가에 의한 통제와 법적인 통제시스템을 추가로 들고 있으나, 상대적인 의미에서 그 효과가 불확실하다

Ⅲ. 연구방법 및 가설

1. 연구방법

한 기업의 현금흐름은 아래와 같이 정의 될 수 있다.[11]

$$OCF_t = NCS_t + \triangle NWC_t + CF_t(S) + CF_t(B)$$

OCF_t t기의 영업활동에 의한 현금흐름

NCS_t t기의 순고정자산 투자액[12]

$\triangle NWC_t$ t기의 순운전자본 투자액[13]

$CF_t(S)$ t기의 주주에게 지급된 현금흐름[14]

$CF_t(B)$ t기의 채권자에게 지급된 현금흐름[15]

기업이 영업활동에서 생성한 현금의 흐름은 (1)식의 오른쪽 항에 포함된 4가지 용도로 사용될 수 있음을 의미한다. 즉, 기업의 영업현금흐름은 고정자산의 투자에 사용될 수 있으며, 기업의 단기지급능력을 향상시키기 위해 순운전자본에 투자할 수도 있으며, 주주에게 배당(혹은 자사주매입등)으로 지급되거나, 채권자에게 이자(혹은 원금의 상환)의 형태로 지급될 수도 있는 것이다

기업의 목표인 가치극대화를 달성하기 위해서는 과대 혹은 과소 자본비용보다 투자가 일어나지 않도록 영업현금흐름의 배분을 효율적으로 행하여야 한다 투자보수율이 자본비용보다 낮은데도 투자를 계속하는 것은 기업의 가치를 하락시키게 된다

본 연구에서는 우리 나라 기업의 과거 현금흐름의 배분이 효율적으로 이루어져 왔는지를 검토하기 위해서는 적절한 기준이 필요하다 이를 위해 과거 10년간 지급해온 주주와 채권자로의 현금흐름을 1995년도 기말의 가치로 환산하고, 95년말의 주주지분가치와 채권자지분가치를 합한 금액을 개별기업의 기준가치(V_{95})로 정의 하였다 즉,

V_{95} $B_{95} + S_{95} + \sum CF_t(S)(1+\rho)^{n-t} + \sum CF_t(B)(1+r)^{n-t}$,

ρ 자기자본비용

r 무위험이자율

B_{95} 95년말의 부채가치

S_{95}[16] 95년말의 자기자본의 시장가치

t 1986, · · ·, 1995

n 1995

---

11 Ross, Westerfield, Jordan, Fundamentals of Corporate Finance, Irwin, 1995, pp 31-38

12 NCS_t = 유형고정자산$_t$ + 무형고정자산$_t$ − 유형고정자산$_{t-1}$ − 무형고정자산$_{t-1}$ + 감가상각$_t$ (유형과 무형고정자산)의 식에 의해 KIS-FAS를 이용하여 계산하였음

13 $\triangle NWC_t$ = (유동자산$_t$ − 유동부채$_t$) −(유동자산$_{t-1}$ − 유동부채$_{t-1}$)

14 $CF(S)_t$ = 배당금$_t$ − Net New Equity Raised$_t$ 이며, Net New Equity Raised$_t$ = $t-1$기의 보통주와 우선주의 자본금 증가액과 t기의 주식발행초과금을 합하여 계산함

15 $CF_t(B)$ = 지급이자와 할인료$_t$ + 사채이자$_t$ − (장기부채$_t$ − 장기부채$_{t-1}$)

16 95년말의 보통주와 우선주의 발행주식수와 년말종가를 이용하여 계산함

1995년도말을 기준으로 계산된 기준가치는 95년말의 기업가치와 그동안 배당 혹은 자기자본의 조달로 주주에게 분배된 현금흐름을 그 기업의 주주의 자본비용으로 재투자한 것으로 가정하여 95년말의 가치로 환산한 금액과 채권자에게 지불된 현금흐름은 무위험이자율로 재투자하였다고 가정하여 95년말의 가치로 환산한 금액의 합계인 것이다 본 연구에서는 각기업의 위험이 시로

다를수 있다는 점을 고려하여 위험에 대한 조정을 하기위해 각 기업의 자본비용을 계산하여 기준가치계산에 반영하였다 주식의 위험도(b)를 측정하기 위해서 아래의 시장모형을 이용하였다 17)

$r_{it} = a_i + b_i r_{mt} + e_{it}$

r_{it} t기의 I기업의 주식수익율

r_{mt} t기의 종합주가지수의 수익율

e_{it} 잔차

우리나라 기업의 과거 10년간의 투자효율성을 판단하기 위해 그동안 투자에 사용한 현금흐름을 주주와 채권자에게 배분했을때의 가치를 계산할 수 있다 이때 현금흐름의 배분을 실제와 달리 행하였을 때 95년말의 주식가치와 기타 현금흐름에의 영향을 어떻게 가정하느냐에 따라 위에서 계산된 기준가치와 비교할 추정가치는 여러 가지가 나타날 수 있다 본 연구에서 대상으로 삼은 첫 번째 가정은 만약 기업이 그 동안 행해온 고정자산 투자와 순운전자본에의 투자를 주주와 채권자에게 배분한다면 그 기업의 주식가격은 85년도말의 주가를 유지한다는 가정이다 이상의 가정이 실현된다면 기업의 95년말의 기준가치 (V_{95}^a)는 아래와 같다 즉,

$$V_{95}^a = B_{95} + S_{95} + \sum (NCS_t + \Delta NWC_t)(1+k)^{n-t} + \sum CF_t (S)(1+\rho)^{n-t} + \sum CF_t (B)(1+r)^{n-t}$$

k 기업의 가중평균자본비용

기업이 10년동안 행해온 고정자산 투자와 순운전자본 투자를 행하지 않았다고 가정할때 85년도 말의 주가를 10년후에도 유지한다고 보기는 어렵다 이러한 점을 고려하여 만약 과거 10년간에 걸친 순운전자본 투자와 고정자산 투자를 행하지 않고 주주와 채권자에게 배분하였다고 하는 경우 10년후의 주가를 0으로 될것으로 가정하고 기업의 95년말 기준가치, V_{95}^b는 다음과 같다

$$V_{95}^b = B_{95} + \sum (NCS_t + \Delta NWC_t)(1+k)^{n-t} + \sum CF_t (S)(1+\rho)^{n-t} + \sum CF_t (B)(1+r)^{n-t}$$

이상의 가정외에 10년간의 고정자산 투자와 순운전자본 투자를 없앴을 때 주가는 85년

17 시장모형이외에도 주식의 체계적위험 베타와 기대수익율을 추정하는 방법으로 CAPM모형과 Empirical Market Line을 이용할 수 있다 CAPM모형을 이용하면 절편이 R_f 혹은 Zero Beta Portfolio의 수익율과 같아야 한다는 제약조건이 있으며, 이 값은 시간의 변화에 따라 변동가능하나 Beta는 추정기간동안 일정하다는 가정을 근거로 하고 있다 Empirical Market Line을 이용하면 매기간 (주로 월별자료) Cross-section 자료를 이용하여 절편과 기울기를 추정함으로 절편과 기울기가 표본기간동안 일정하지 않아도 된다는 장점이 있다 시장모형은 기울기와 절편이 표본기간 동안 일정해야 한다는 강한 가정을 근거로 하고 있다

말 수준을 유지하나, 주주에게의 현금흐름 지급은 불가능하였을 것이란 가정과 과거 10년간 행한 순운전자본과 고정자산 투자를 주주와 채권자에게 모두 배분하는 경우, 주가도 0일뿐더러 그 동안 행한 배당 및 주주에게로의 현금흐름의 지불도 불가능하였을 것이란 가정하에 95년말의 기준가치, V_{95}^{c} 와 V_{95}^{d} 를 계산하면 다음과 같다

$$V_{95}^{c} = B_{95} + S_{86} + \sum (NCS_t + \Delta NWC_t)(1+k)^{n-t} + \sum CF_t(B)(1+r)^{n-t}$$
$$V_{95}^{d} = B_{95} + \sum (NCS_t + \Delta NWC_t)(1+k)^{n-t} + \sum CF_t(B)(1+r)^{n-t}$$

V_{95}^{a}와 V_{95}^{b} 를 비교하면 V_{95}^{a}가 V_{95}^{b} 보다 항상 큰 값이 되며, V_{95}^{c} 는 V_{95}^{d}보다 항상 크다 그러나 나머지 기준가치들간의 관계는 현금흐름의 크기에 따라 서로 크기와 부호가 상반될 수도 있기 때문에 일률적으로 규정할 수 없다. 이상에서 계산된 기준가치 V_{95}^{a}, V_{95}^{b}, V_{95}^{c}, V_{95}^{d}는 기업규모의 크기에 따라 큰 영향을 받을 것이므로 V_{95}를 이용하여 표준화한 기업의 투자성과의 척도를 아래와 같이 정의하였다

$$\text{척도 } 1 = \frac{V_{95} - V_{95}^{a}}{V_{95}}$$

$$\text{척도 } 2 = \frac{V_{95} - V_{95}^{b}}{V_{95}}$$

$$\text{척도 } 3 = \frac{V_{95} - V_{95}^{c}}{V_{95}}$$

$$\text{척도 } 4 = \frac{V_{95} - V_{95}^{d}}{V_{95}}$$

계산된 척도가 양의 값으로 유의하면, 우리나라 기업의 과거 10년간 고정자산 투자와 순운전자본 투자가 효율적으로 신행되어 왔음을 의미하며, 반대의 경우에는 고정자산 투자와 순운전자본 투자의 효율이 아주 낮아 과대투자가 되어왔음을 의미한다

2. 가설의 설정

이러한 척도의 유의성을 검증하기 위해 t 검정을 실시할 것이며, 검증을 위한 본 연구의 귀무가설은 다음과 같다

귀무가설(1) t (척도1) = 0
귀무가설(2) t (척도2) = 0
귀무가설(3) t (척도3) = 0
귀무가설(4) t (척도4) = 0

이상의 유의성 검증은 표본기업 전체뿐만 아니라 기업의 규모별, 산업별 분류에 따라서도 행하였다

Ⅳ. 자료와 실증검증

1. 자료와 기초통계

본 논문은 한국의 상장기업중 제조업에 속한 기업을 분석의 대상으로 삼았다 본 논문의 분석 대상기간은 1986년초부터 1995년말까지이다 분석 대상기간동안 계속적으로 상장되어 온 기업은 168개이었다

대상기업의 연도별 순운전자본투자와 고정자산투자 및 주주에게로의 현금흐름 및 채권자로의 현금흐름은 KIS-FAS 자료를 이용하여 추출되었으며, 투자의 성과척도를 계산하기 위해 필요한 주가자료는 연말 종가자료를 이용하였다. 기업의 자기자본비용을 계산하기 위해 KIS-SMAT의 월별 주가수익율 자료를 이용하였다

分析에 필요한 자료중 Missing Value가 있는 기업을 제외하고 표본기업으로 선정된 업체는 총 158개이었다 이들 기업을 대상으로 순운전자본투자와 고정자산투자 그리고 주주로의 현금흐름과 채권자로의 현금흐름을 연도별로, 기업규모별[18]로 계산한 결과는 다음 <表 2>과 같다

<表 2> 연도별 현금흐름의 요약

단위 천만원

구분(N)	연도	⊿NWC	NCS	CF(S)	CF(B)
전체	1986	251 3	803 2	-136 7	-33 8
(158)	1987	-111 7	1447 4	-324 8	77 7
	1988	350 5	1914 8	-871.4	-220 6
	1989	602 4	1916 6	-1063 2	-569 6
	1990	-561 8	2348 5	-284 7	-795 0
	1991	-955 3	4226 4	-543 1	-646 1
	1992	-1470 3	3004 9	-600 6	1693 2
	1993	485 0	3577 7	-776 0	806 1
	1994	260 5	4883 0	-1490.1	-225 7
	1995	-802 4	7851.9	-1065 8	-728 6
대기업	1986	455 8	1564.3	-319.5	-186 3
(69)	1987	-415 6	2854 2	-723 1	135 5
	1988	560 5	3954 7	-1887 6	-616 4
	1989	1230 3	3943.3	-2295 1	-1361 3

18 규모는 기업의 자본금크기에 따라 150억원 이상은 대기업, 50억 150억의 기업은 중기업, 50억 미만인 기업은 소기업으로 분류하였다 1990년대의 자본금 크기를 기준으로 삼기위해 중간시점인 1993년도의 년말기준 자본금을 분류의 기준으로 삼았다

	1990	-1165.6	4826.0	-651 3	-2014.8
	1991	-2022.4	8500.6	-1280.6	-1396.1
	1992	-3350.3	6014.4	-1340.8	3576.1
	1993	782 2	7306.9	-1693.5	1424.7
	1994	925.6	9907 4	-3342.6	-1205.2
	1995	-1840.1	16700.6	-2204.6	-2024.5
중기업	1986	96.4	216 8	6 6	117.8
(57)	1987	121.2	460.3	-23.3	73.4
	1988	244.9	428.0	-98 1	82.9
	1989	122.5	437.7	-150.5	12.4
	1990	-91.6	519.9	-15 8	180.9
	1991	-149 4	1086.7	32.2	-21.3
	1992	-30 8	873.0	-49.7	232.5
	1993	347.4	903.5	-119.9	339 0
	1994	-336.8	1259 4	-93.8	687 7
	1995	71 7	1259 1	-262.5	417.5
소기업	1986	86 2	206.3	1 9	24 8
(32)	1987	128.7	172 3	-2.9	39.4
	1988	85.8	164.6	-57 8	92 3
	1989	103.1	181.0	-32 9	100.9
	1990	-97.4	263.7	27.0	96 8
	1991	-89.9	602.7	22 6	-141 6
	1992	19 3	313 0	13 9	235 1
	1993	89 3	300.2	33.7	304.4
	1994	-109.6	504.1	17 1	259.3
	1995	-121.8	515 1	-41 3	24 4

윗표를 보면 우리나라 기업들은 1986년도 평균 80 3억원의 고정자산투자와 25 1억원의 순운전자본투자를 위해 영업현금흐름 전부와 13 6억원의 자기자본조달과 3 4억원의 부채를 조달하였음을 알 수 있다 표본기간중 마지막 연도인 95년에는 785 2억원의 고정자산투자를 위해 영업현금흐름 전체와 자기자본조달 106 6억원, 부채조달 72 8억원 뿐만 아니라 순운전자본을 80.2억원 감소시켜 필요한 재원으로 활용하였음을 알 수 있다 즉, 우리나라의 상장기업들은 표본기간 10년 동안 기업내부의 조달원천인 영업현금흐름보다 훨씬 많은 금액을 고정자산의 확대에 투자하였고, 부족한 재원을 주식의 발행을 통한 자기자본의 증대(표본기간 10년동안), 부채의 조달(표본기간중 7년에 해당), 그리고 때로는 순운전자본을 감소시킴으로써 투자 재원이 조달되었음을 보여 주고 있다 이러한 고정자산의 확대가 양의 NPV투자안에 해당한다면 투자이후 획기적인 영업현금흐름의 증대로 이어질 것이며, 주가가 상승하여 기업가치의 증대가 이루어질 것이다 그러나 반대의 경우에는 납기지급능력의

악화, 자본구조의 부채의존도 심화로 이어져 지급불능에 빠질 가능성이 증대될 것이다

이러한 현금흐름의 배분을 기업의 규모별로 살펴보면, 대기업의 경우 고정자산 투자가 86년도 156.4억원에서 1995년도 1,700억원으로 증대되었으며, 이러한 고정자산의 투자는 순운전자본의 감소와 자기자본의 조달, 부채의 조달로 이루어져 왔음을 알 수 있다 규모가 작을수록 고정자산의 확대속도는 느리며, 투자재원을 영업현금흐름에 의존하는 비중이 높아짐을 자기자본 조달액과 부채의 조달금액이 양의 상태에 있는 햇수가 많이 있음을 보고 심작할 수 있다

이러한 자료는 우리나라의 상장기업들이 지난 10년간 계속적으로 성장정책을 추구해 왔다는 사실을 의미하며, 상장중소기업보다는 상장대기업에서 보다 많은 고정자산투자가 이루어져 왔음을 알 수 있다 물론 대기업일수록 중소기업보다 절대액으로 볼 때 더 많은 투자가 이루어지는 것이 당연하나, 영업현금흐름에서 차지하는 상대적인 크기도 대기업이 중소기업보다 크므로 과투자의 문제점은 대기업의 경우가 중소기업보다 심각하다고 할 수 있다 이러한 투자의 효율성이 양의 순현재가치를 지니는 것인지를 검토하기 위해서는 주식시장의 평가를 이용하여 기업가치의 증대가 이루어 졌는지를 검토하여야 한다

2. 성과척도의 검정결과

(1) 검증의 결과

앞에서 제시된 4개의 성과척도를 규모별, 업종별, 그리고 전체 표본기업에 대해서 계산된 결과를 제시하면 다음 <表 3>와 같다 기업이 그 동안 행해온 고정자산 투자와 순운전자본에의 투자를 주주와 채권자에게 배분한다면 그 기업의 주식가격은 85년도 말의 주가를 유지한다는 가정하에 계산된 기준가치, V_{95}^{a} 와 과거 10년간에 걸친 순운전자본 투자와 고정자산 투자를 행하지 않고 주주와 채권자에게 배분하였다고 하는 경우 10년후의 주가가 0으로 될것으로 가정한 기준가치, V_{95}^{b}는 나름대로 합리적이다 그러나 10년간의 고정자산 투자와 순운전자본 투자를 없앴을 때 주가는 85년말 수준을 유지하나, 주주에게의 현금흐름 지급은 불가능하였을 것이란 가정은 실지의 주주현금흐름자료가 음의 수치가 많아 V_{95}^{c}가 V_{95}^{a} 보다 과대 평가되는 경향을 가질 것이므로 척은 그에따라 과소평가될 것이다 V_{95}^{d} 도 같은 이유로 V_{95}^{b}보다 과대평가되어 척도4는 과소평가된다 그러므로 앞으로의 분석은 척도1과 척도2를 중심으로 이루어 질 것이며, 그 중에서도 척도2가 가장 합리적이라 여겨진다

<表 3> 투자성과 척도의 요약

구분	N	척도1 (t값)	척도2 (t값)	척도3 (t값)	척도4(t값)
전체	158	-10 (-46)*	-09 (-43)*	-14 (-47)*	-13 (-45)*
대기업	69	-16 (-33)*	-15 (-31)*	-21 (-36)*	-20 (-35)*
중기업	57	-07 (-36)*	-06 (-35)*	-10 (-26)*	09 (-25)*
소기업	32	-05 (-62)*	04 (-51)*	-05 (-60)*	04 (-49)*
음식료품 제조업	23	-04 (-51)*	-04 (-46)*	-05 (-63)*	-04 (-58)*
섬유제품 제조업	18	-06 (-54)*	-06 (-50)*	-07 (-56)*	-07 (-52)*
의복 및 모피제품 제조업	3	-12 (-11)	-11 (-11)	-17 (-15)	17 (-15)
가죽, 가방, 마구류 및 신발 제조업	2	-60 (-11)	-57 (-11)	-76 (-12)	-73 (-12)
펄프, 종이 및 종이제품 제조업	7	-08 (-30)**	-07 (-28)**	-10 (-35)*	-09 (-34)**
코크스,석유정제,핵연료	1	-18 ( )	-17 ( )	-22 ( )	20 ( )
화합물 및 화학제품 제조업	34	-05 (-66)*	-04 (-56)*	-06 (-70)*	-05 (-61)*
고무,플라스틱제품 제조업	7	-10 (-21)***	-10 (-20)***	15 (-23)***	14 (-22)***
비금속광물제품 제조업	13	-05 (-41)*	-04 (-35)*	06 (-43)*	-05 (-38)*
제1차금속산업	11	-27 (-13)	-27 (-12)	-31 (-13)	-30 (-12)
조립금속제품 제조업	4	-03 (-12)	-02 (-09)	-04 (-20)	03 (-18)
기계 및 장비 제조업	4	-10 (-23)***	-09 (-21)	-17 (-20)	16 (-19)
전기기계 및 전기변환장치 제조업	4	-05 (-16)	-04 (-14)	-09 (-18)	-09 (-17)
영상,음향 및 통신장비 제조업	13	-13 (-17)	-11 (-16)	-27 (17)	-26 (-16)
의료정밀광학기기 및 시계 제조업	1	-07 ( )	-03 ( )	-08 ( )	-04 ( )
자동차 및 트레일러 제조업	6	-45 (-14)	-42 (-14)	-63 (-15)	60 (-14)
기타 운송장비제조업	3	-04 (-08)	-03 (-06)	-07 (-09)	-07 (-08)
가구 및 기타제조업	3	06 (-109)*	-04 (-100)*	-05 (-100)*	-04 (-77)**
전기 가스 및 증기업	1	-06 ( )	-06 ( )	-06 ( )	-06 ( )

* 1%의 유의 수준에서 유의함
** : 5%의 유의 수준에서 유의함
*** : 10%의 유의 수준에서 유의함

표본기업 전체의 성과를 살펴보면 성과척도 4개 모두가 1%의 유의수준에서 負의 유의한 값을 보여주고 있다. 이는 우리 나라 기업의 10년간 투자성과가 아주 나쁘다고 할 수 있으며, 음의 NPV를 가지는 투자안에 과도한 투자가 이루어져 왔음을 의미한다. 성과척도 중 가장 현실적이라고 여겨지는 척도2의 경우 -0.9로써 과거 10년동안 행해온 고정자산과 순운전자본투자를 행하지 않고 주주와 채권자에게 분배하고 이들로 하여금 증권시장에 투자케 하였다면 얻을수 있었던 총가치보다 기준가치인 V_{95}의 90%만큼 가치의 상실이 발생하였음을 의미한다. 이러한 성과척도를 기업의 규모별로 살펴보면 기업의 규모와 성과척도는 서로 반비례함을 알 수 있다. 척도2를 살펴보면 대기업이 -1.5, 중기업은 -0.6, 소기업은 -0.4로 모두 1%의 유의수준에서 유의한 부의 값을 나타내고 있어 모든 기업이 투자효율성이 낮으나 기업의 규모가 클수록 그 정도는 더욱 심해짐을 알 수 있다. 이러한 사실은 기업의 규모를 감안하고 난 후에도 대규모 기업일수록 과대투자의 문제가 심각하게 발생되

고 있음을 의미한다 왜냐하면, 성과척도의 계산과정에서 각 기업의 기준가치, V_{t0} 로 나누어 줌으로써 기업규모의 크기를 표준화시켰기 때문이다

이러한 성과척도를 산업별로 구분할 때에도 예외 없이 모든 업종에서 부의 값을 가지고 있음을 알 수 있다 이러한 과대투자의 문제는 몇몇 기업의 문제가 아닌 우리 나라 모든 기업이 공통적으로 겪고 있는 문제점인 것이다

(2) 개별기업의 분석

158개의 표본기업을 대상으로 계산한 성과측도를 척도2의 크기에 따라 순위를 결정하여 상위 30개사와 하위 30개사를 제시한 것이<表 4>이다

<표 4> 개별기업의 투자성과척도

순위*	회 사 명	척도1	척도2	척도3	척도4
1	한보철강공업	-24 2906	-24 0944	-27 1038	-26 9075
2	쌍용자동차	-20 5124	-19 8405	-27 3851	-26 7133
3	국제상사	-11 3125	-10 6780	-13 8398	-13 2053
4	코리아써키트	-9 9859	-9 0260	-22 1083	-21 1485
5	금호타이어	-3 4287	-3 3566	-4 6948	-4 6228
6	유림	-3.1480	-3.0903	-3 9267	-3.8690
7	인켈	-2.7024	-2 4587	-3.8822	-3.6385
8	한화종합화학	-2 1283	-1 9914	-2 5524	-2 4156
9	통일중공업	-2 2003	-1 9849	-4 1911	-3 9758
10	대우중공업	-2 0524	1 9563	-3 9787	-3 8826
11	기아자동차	2 1178	-1 8458	-3 4801	-3 2082
12	대한펄프	-1 8251	-1 7903	-1 9716	-1.9368
13	유공	-1.8488	-1.6573	-2.1936	-2 0021
14	한솔제지	-1 5957	-1 5748	-2 0986	-2 0777
15	내쇼날푸라스틱	-1 6516	-1 5516	-2 3620	-2 2620
16	코오롱	-1.4457	-1 3892	-1.7198	-1 6633
17	진로인더스트리즈	-1 4450	-1 3665	-2 3457	-2.2672
18	대우전자	-1 41648	-1 35484	-2 77669	-2 71504
19	효성TIC	-1 38101	-1 34456	-1 53479	-1 49834
20	선경인더스트리	-1 34093	-1 30317	-1 64659	-1 60882
21	동양시멘트	-1 35733	-1 28825	-1 47944	-1 41035
22	삼영화학공업	-1 31779	-1 21127	-1 76489	-1.65837
23	한화기계	-1 39056	-1 20605	-1.86143	-1 67691
24	동양철관	-1 22492	-1 14774	-1.52662	-1 44944
25	두산유리	-1 20477	-1 12969	-1 36633	-1 29125
26	삼립지에프	-1 10888	-1 07084	-1 11097	-1 07293

앞표의 계속

27	동양석판	-1 06648	-0.97107	-1.03744	-0.94203
28	효성기계공업	-1.07555	-0.96724	-2.13584	-2.02753
29	아남전자	-1.07978	-0.95822	-1.36349	-1.24192
30	제일합섬	-0.99760	-0.94957	-1.10296	-1.05493
.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.
129	LG전자	-0.10181	-0.05202	-0.39145	-0 34166
130	경남모직	-0 09712	-0 04583	-0.32587	-0.27458
131	한창	-0.05420	-0 03935	-0.61348	-0 59863
132	세원	-0.03351	0 00491	-0.06952	-0.03109
133	맥슨전자	-0.11884	0 00632	-0.64432	-0.51916
134	조선내화	-0.03146	0 00657	-0.07560	-0.03757
135	삼성전기	-0.06460	0 01167	-1 38526	-1 30899
136	삼성전관	-0.03433	0 01572	-0.57026	-0 52021
137	미원	-0.03857	0 01776	-0.20911	-0.15277
138	한국제지	-0 02323	0.03180	-0.37446	-0.31944
139	신동방	0.01805	0 04876	0 02171	0.05242
140	동아제약	-0.01966	0 05943	-0 26897	-0.18987
141	롯데삼강	0 03328	0 06143	0 02832	0 05647
142	동일고무벨트	-0 05537	0 06214	-0.07508	0.04243
143	대한모방	0 01654	0 07127	-0 10081	-0 04608
144	조선선재	0 05641	0.08448	0.01179	0 03986
145	녹십자	0 02442	0 09906	0.00814	0 08278
146	아세아시멘트공업	0.06032	0 10685	0.00750	0 05402
147	대한전선	0 04947	0.13068	-0 04226	0 03894
148	삼성전자	0.12176	0.13425	-0.02570	-0.01321
149	한일합섬	0.08105	0.14416	-0.13913	-0.07602
150	중앙염색가공	0.08512	0.16160	0.21706	0 29353
151	고려제강	0.11322	0 17190	0.16312	0 22180
152	대한중석	0.10175	0.20209	-0.16174	-0.06140
153	중외제약	0.22027	0 27310	-0.09281	-0 03998
154	태평양패션	0.28983	0.32299	-0 03222	0 00094
155	삼진화학	0.40083	0.41034	0.22005	0.22956
156	제일물산공업	0 40732	0.45039	0.43909	0.48216
157	현대미포조선	0.54064	0 66611	0.74184	0 86731
158	서울식품공업	0.72760	0.78124	0 42441	0 47805

* 순위는 성과측도2가 불량한 순서를 의미함

<表 4>에서 보면 전체 158개 기업중 성과측도2의 기준으로 131개가 負의 값을 보여주고 있어 우리 나라 대부분의 기업에서 과잉투자로 인한 투자효율성의 문제점을 지니고 있음을 알 수 있다. 투자성과가 가장 나쁜 한보철강을 위시하여 현재 부도유예협약에 가입되어 있는 기아자동차가 -1.84로 11위에 기록되어 있으며, 전반적으로 과대 투자되었다고 인식된 자동차산업의 쌍용자동차도 -1.98로 2위를 기록하고 있다. 투자성과 가장 우량한 기업으로는 서울식품공업이 나타났으며, 현대미포조선과 세일물산공업이 그 뒤를 잇고 있다. <表 5>에서는 이러한 투자성과를 기업규모별로 대기업의 경우 상하위 10개 기업, 중·소기업의 경우 상하위 5개씩의 기업을 투자성과 척도2의 기준으로 배열한 것이다.

<표 5 > 개별기업의 투자성과척도

순위*	회 사 명	규모**	척도1	척도2	척도3	척도4
1	한보철강공업	1	-24.2906	-24.0944	-27.1038	-26.9075
2	쌍용자동차	1	-20.5124	-19.8405	-27.3851	-26.7133
3	국제상사	1	-11.3125	-10.6780	-13.8398	-13.2053
4	금호타이어	1	-3.4287	-3.3566	-4.6948	-4.6228
5	인켈	1	-2.7024	-2.4587	-3.8822	-3.6385
6	한화종합화학	1	-2.1283	-1.9914	-2.5524	-2.4156
7	통일중공업	1	-2.2003	-1.9849	-4.1911	-3.9758
8	대우중공업	1	-2.0524	-1.9563	-3.9787	-3.8826
9	기아자동차	1	-2.1178	-1.8458	-3.4801	-3.2082
10	유공	1	-1.8488	-1.6573	-2.1936	-2.0021
.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.
60	삼성전관	1	-0.03433	0.01572	-0.57026	-0.52021
61	미원	1	-0.03857	0.01776	-0.20911	-0.15277
62	한국제지	1	-0.02323	0.03180	-0.37446	-0.31944
63	동아제약	1	-0.01966	0.05943	-0.26897	-0.18987
64	아세아시멘트공업	1	0.06032	0.10685	0.00750	0.05402
65	대한전선	1	0.04947	0.13068	-0.04226	0.03894
66	삼성전자	1	0.12176	0.13425	-0.02570	-0.01321
67	한일합섬	1	0.08105	0.14416	-0.13913	-0.07602
68	대한중석	1	0.10175	0.20209	-0.16174	-0.06140
69	현대미포조선	1	0.54064	0.66611	0.7418	0.8673
1	코리아써키트	2	-9.98586	-9.02601	-22.1083	-21.1485
2	유림	2	-3.14798	-3.09025	-3.9267	-3.8690
3	내쇼날푸라스틱	2	-1.65158	-1.55156	-2.3620	-2.2620
4	삼영화학공업	2	-1.31779	-1.21127	-1.7649	-1.6584

5	동양철관	2	1.22492	-1.14774	-1.5266	-1.4494
.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.
53	녹십자	2	0.02442	0.09906	0.00814	0.08278
54	중외제약	2	0.22027	0.27310	-0.09281	-0.03998
55	태평양패션	2	0.28983	0 32299	-0 03222	0.00094
56	삼진화학	2	0.40083	0.41034	0.22005	0.22956
57	서울식품공업	2	0.72760	0.78124	0 42441	0.47805
1	대한펄프	3	-1.82509	-1.79029	-1 97164	-1.93684
2	동방아그로	3	-0.93446	-0.90851	-0.94482	-0.91887
3	한독약품	3	-0.90260	-0.80616	-0.85506	-0 75861
4	부산주공	3	-0.81634	-0.76031	-0.79359	-0 73755
5	범양식품	3	-0.81605	-0.68115	-0.74862	-0.61371
.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.
28	동일고무벨트	3	-0.05537	0.06214	-0.07508	0.04243
29	조선선재	3	0.05641	0.08448	0 01179	0.03986
30	중앙염색가공	3	0.08512	0.16160	0 21706	0.29353
31	고려제강	3	0.11322	0.17190	0.16312	0.22180
32	제일물산공업	3	0.40732	0.45039	0 43909	0 48216

* 표4와 동일

** 규모 1은 대기업, 2는 중기업, 3은 소기업임.

대기업의 경우, 성과측도가 양의 값인 경우에 그 값은 아주 낮으나, 음의 성과측도를 가진 기업은 아주 낮은 음의 값을 가지고 있어, 성과측도가 음의 값으로 편향되어 있음을 알 수 있다 이러한 추세는 중·소기업의 경우에도 동일하게 나타나고 있으나 그 정도는 대기업보다 약함을 알 수 있다[19]

이상의 결과를 종합하면, 우리나라 기업들은 과거 표본기업 10년동안 행한 투자의 효율성이 극히 저조하였으며, 이러한 현상은 규모가 큰 기업일수록 그 정도가 더욱 심하였고, 업종별 분류에 따라서도 대부분의 업종에서 보편적으로 일어나고 있었음을 알 수 있었다 다시말해서, 우리나라 기업들은 대부분(158개의 기업중 131개) 구조조정의 필요성을 안고 있으며, 사회의 사원의 낭비를 절감하기위한 통제시스템이 기능하지 않는 한 제2의 기아자동차, 한보 등의 사태가 재연될 것을 예견할 수 있다.

19 표본기업을 업종별로 분류하여 각업종에서 성과 척도2 가 가장 우수한 기업과 가장 불량한 기업을 부록에 제시하였음

V. 요약 및 결론

본 연구에서는 우리나라에서도 효과적인 퇴출과 규모축소를 위한 경영권시장이 필요한지를 살펴 보았다 산업기술, 정보기술 그리고 경영기술의 발전은 원가의 설감과 생산성의 증대를 가져와 현재의 생산능력이 수요보다 많아 초과생산능력을 보유하는 산업이 발생하고 있으며, 이는 WTO체제의 출범과 함께 심화되는 국제경쟁으로 말미암아 경쟁력을 상실하는 기업이 증가하고 있다 한 기업의 생산능력이 필요이상으로 과다할 때에는 이를 조정하여 환경의 변화에 적응할 수 있어야 하나, 기업을 둘러 싼 여러 가지 법적, 경제적, 사회적 그리고 기업내적 여건은 자발적인 구조조정이 아주 어려운 것이 현실이다 그래서, 경쟁력을 잃은 기업은 종국적으로 부도가 나고, 이는 직접적인 이해당사자 뿐만아니라 국민경제 전체에 악영향을 끼치게 된다 최근 우리나라의 거대기업들도 이러한 부도위기에 처하고 있으며, 최근 들어 제조업 종사인력의 고용인원이 계속적으로 감소하고 있는 사실이 이를 입증하고 있다.

우리나라 기업들도 퇴출이나 규모축소가 필요하다는 사실을 살펴보기위해 1986년부터 1995년말까지 계속적으로 상장되어 있던 158개의 기업을 대상으로 표본기간 10년간의 누적효율성을 측정하여 보았다 과거 10년간 지급해온 주주와 채권자로의 현금흐름을 1995년도 기말의 가치로 환산하고, 95년말의 주주지분가치와 채권자지분가치를 합한 금액을 개별기업의 기준가치(V_0)로 정의 하였다 이때 현금흐름의 배분을 실제와 달리 행하였을 때 95년말의 주식가치와 기타 현금흐름에의 영향을 어떻게 가정하느냐에 따라 위에서 계산된 기준가치와 비교할 4가지의 추정가치를 이용하여 기준가치와의 차이를 계산하고 이를 표준화시켜 성과척도를 산출하였다 그 결과, 우리나라 기업의 대부분은 음의 NPV사업에 누적안에 막대한 투자를 해온 사실을 확인하였다 그동안 여러가지 이유로 상장폐지된 기업이 제외되어 Survivorship Bias가 존재함을 감안하면 과투자의 문제는 아주 심각하다고 할 수 있다 이러한 과투자의 문제는 기업의 규모와 업종분류에 관계없이 보편적이었으며, 기업의 규모를 감안하더라도 상장 대기업의 경우가 상장 중소기업보다 훨씬 더 심각함을 알 수 있었다 이러한 사실은 자본시장의 엄격한 통제가 필요함을 의미하며, 이러한 통제 System의 하나로 효과적인 경영권시장기능이 도입되어 활성화됨으로써 불필요한 자원의 낭비를 막을 수 있을 것이다.

본 연구의 결론, 즉 우리나라 대부분의 상장기업은 심각한 과투자의 문제점을 가지며, 기업의 규모와 업종의 구분없이 보편적인 현상이라는 것은 우리나라 주식시장의 가격결정이 효율적이라는 가정하에 도출된 것으로 이러한 가정의 현실성에 따라 다른 결론이 유추될 수도 있다는 점이 본 연구의 한계이다 이러한 한계를 극복한 방법론을 이용한 연구가 이루어져 보다 효율적인 사회 경제적 통제시스템을 고안함으로써 기업의 효율성이 제고될 수 있을 것이다

참 고 문 헌

김 규영, 조 현상, 1996 "한국에서의 기업합병에 관한 실증적 연구", 증권학회지, 제 19집 1-26

주 상용, 1997, "국내 합병·피합병기업 특성 비교", 재무관리연구, 제 14권 제 1호,

269-299

Agrawal, A. and R. A. Walkling, 1994, Executive careers and compensation surrounding takeover bids, Journal of Finance, Vol 49. No 3, 985-1014

Amihud, Y, B. Lev and N G. Travlos, 1990, Corporate control and the choice of investment financing The case of corporate acquisitions, Journal of Finance, Vol. 45, No. 2, 603-616.

Berkovitch, E and N Khana, 1990, How target shareholders benefit from value-reducing defensive strategies in takeovers, Journal of Finance Vol. 45, No. 1, 137-156

Boot, A W A., 1992, Why hang on to losers? Divestitures and takeovers, Journal of Finance Vol 46, No 2, 653-669

Brown, D. T and M K. Ryngaert, 1991, The mode of acquisition in takeovers taxes and asymmetric information, Journal of Finance Vol 46, No 2, 653-669

Clark, K and e Otek, 1994, Mergers as a Means of Restructuring Distressed firms An Empirical Investigation, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 29, No 4, 541-565

Dewenter, K, L, 1995, Does the market react differently to domestic and foreign takeover announcement? Evidence from the U S chemical and retail industries, Journal of Financial Economics 35, 63-97.

Eckbo, B. E, 1990, Valuation Effects of Greenmail Prohibitions, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 25, No 4, 491-505.

Jensen, M C, 1993, The Modern Industrial Revolution, Exit and the Filure of Internal Control Systems, The Journal of Financr Vol 48, No 3, pp 831-880

Kang, J., 1993, The international market for corporate control Mergers and acquisitions of U S, firms by Japanese firms, Journal of Financial Economics 34, 345-371.

Kaplan, S. N and R S Ruback, 1995, The Valuation of Cash Flow Forecasts An Empirical Analysis, Journal of Finance, Vol 50, No. 4, 1059-1093

Lang, L., R M. Stulz and R A Walking, 1991, A test of the free cash flow hypothesis The case of bidder returns, Journal of Financial Economics 29, 315-335

Maletesta, P H. and R Thomson, 1993, The Government Regulation and Structural change in the corporate acquisitions market The impact of the Williams Act, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 28, No. 3, 363-379

Martin, K. J. and J J McConnell, 1991, Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover, Journal of Finance, Vol. 46, No 2, 671-687.

Porter M., 1990, Competitive Advantage of Nations, Free Press, New York.

Pound, J. and R Zeckhauser, 1990, Clearly heard on the Street The effect of Takeover rumors on stock prices, Journal of Business 63, 291-308

Ross, S., R Westerfield and B Jordan, 1995, Fundamentals of Corporate Finance, Irwin

Ryngaert, M, 1988, The effect of poison pill securities on shareholder wealth, Journal of Financial Economics 20, 377-417

부록 업종별 대표기업의 성과 측도

회 사 명	업종분류	척도 1	척도 2	척도 3	척도 4
삼립지에프	1500	-1 10888	-1.07084	-1 11097	-1 07293
조선맥주	1500	-0.84639	-0 81050	-0.95603	-0 92014
롯데삼강	1500	0 03328	0 06143	0 02832	0 05647
서울식품공업	1500	0.72760	0 78124	0 42441	0 47805
코오롱	1700	-1 44568	-1.38917	-1 71983	-1 66332
효성TIC	1700	-1 38101	-1 34456	-1 53479	-1 49834
한일합섬	1700	0 0811	0 1442	-0 1391	-0 0760
중앙염색가공	1700	0 0851	0.1616	0 2171	0 2935
유림	1800	-3 1480	-3 0903	-3.9267	-3 8690
부흥	1800	-0 6707	-0 5912	-1 2391	-1 1596
태평양패션	1800	0 2898	0.3230	-0 0322	0 0009
국제상사	1900	-11.3125	-10 6780	-13.8398	-13 2053
조광피혁	1900	-0 6881	-0.6432	-1.3836	-1 3387
대한펄프	2100	-1 8251	-1 7903	-1.9716	-1 9368
한솔제지	2100	-1 5957	-1 5748	-2 0986	-2 0777
대원제지공업	2100	-0 30076	-0 26169	-0 46827	-0.42920
한국제지	2100	-0 02323	0 03180	-0 37446	-0 31944
유공	2300	-1 84876	-1 65729	-2 19359	-2 00212
한화종합화학	2400	-2.12825	-1 99143	-2 55241	-2 41560
동방아그로	2400	-0.93446	-0.90851	-0 94482	-0 91887
중외제약	2400	0 22027	0 27310	-0 09281	-0 03998
제일물산공업	2400	0.40732	0 45039	0 43909	0 48216
금호타이어	2500	-3.42868	-3 35660	-4 69484	-4 62276
내쇼날푸라스틱	2500	-1 65158	-1 55156	-2 36200	-2 26198
동일고무벨트	2500	-0 05537	0 06214	-0.07508	0 04243
삼진화학	2500	0.40083	0 41034	0 22005	0 22956
동양시멘트	2600	-1 35733	-1 28825	-1 47944	-1 41035
두산유리	2600	-1 20477	-1 12969	-1 36633	-1 29125
조선내화	2600	-0.0315	0 0066	-0 0756	-0 0376

앞표의 계속

아세아시멘트공업	2600	0.0603	0.1068	0.0075	0.0540
한보철강공업	2700	-24.2906	-24.0944	-27.1038	-26.9075
동양철관	2700	-1.2249	-1.1477	-1.5266	1.4494
영풍	2700	-0.2197	-0.1624	-0.1750	-0.1177
고려제강	2700	0.1132	0 1719	0.1631	0.2218
삼화왕관	2800	-1.02802	-0.85016	-0.8622	-0.6843
대림통상	2800	-0.33455	-0.24940	-0 6242	-0.5391
조선선재	2800	0 05641	0 08448	0.0118	0 0399
대한중석	2800	0.10175	0.20209	-0 1617	-0.0614
대우중공업	2900	-2.05236	-1.95627	-3.9787	-3.8826
한화기계	2900	-1.39056	-1.20605	-1 8614	-1.6769
동양물산기업	2900	-0.33125	-0 26366	-0 5547	0.4871
대동공업	2900	0.25083	-0.17614	-0.3374	-0 2627
진로인더스트리즈	3100	-1.44497	-1.36645	-2.3457	-2 2672
LG전선	3100	0.40903	0.36390	-0.8527	-0.8076
금호전기	3100	-0.23238	-0.18130	-0.4636	-0.4126
대한전선	3100	0.04947	0.13068	-0.0423	0.0389
코리아써키트	3200	-9.98586	-9.02601	-22.1083	-21 1485
인켈	3200	-2.70241	-2 45871	-3.8822	-3.6385
삼성전관	3200	-0.0343	0.0157	-0.5703	-0.5202
삼성전자	3200	0.1218	0 1343	-0.0257	-0 0132
범한정기	3300	-0.7399	-0.2793	-0 8393	-0.3786
쌍용자동차	3400	-20.5124	-19.8405	-27.3851	-26 7133
통일중공업	3400	-2.2003	-1.9849	-4 1911	-3 9758
현대자동차	3400	-0 7177	-0.5444	-0.9872	-0 8139
대원강업	3400	-0.5348	-0 4233	-0.7891	-0 6777
효성기계공업	3500	-1.0756	-0 9672	-2.1358	-2 0275
한진중공업	3500	-0.5813	-0.5357	-0.8516	-0.8060
현대미포조선	3500	0.54064	0.66611	0 74184	0.86731
영창악기제조	3600	-0.68684	-0.50754	-0.61158	-0.43229
모나미	3600	-0 56587	-0 43440	-0.58098	-0 44951
대일화학공업	3600	-0.50398	-0.35703	-0.43603	-0.28908
삼천리	4000	-0 62981	-0 57881	-0.63993	-0.58892