

기업의 소유 구조와 의결권의 가치¹⁾

김기호

경영대학 경영학부

<요약>

본 연구는 구형우선주를 발행한 한국상장기업을 대상으로 의결권의 가치에 영향을 미치는 요소들이 무엇인지를 Zingales의 모형을 이용하여 분석하였다. 그 결과 가설에서 설정한 것처럼 보통주와 우선주의 가격차이비율은 경영권을 획득하여 기업을 지배할 경우 얻을 수 있는 Private Benefits의 기대값의 크기에 의존함을 발견하였다. 표본기간인 1996년부터 1999년 4년간의 자료를 포함시킬 때, 지배대주주가 얻을 수 있는 Private Benefits의 크기가 기업 전체 Cashflow 중 20~30%이었다. 기대 Private Benefits은 경영권을 획득하였을 때 얻을 수 있는 Private Benefits과 소액주주가 보유한 지분이 경영권의 향배를 결정짓는 확률의 개념을 의미하는 Shapley Value를 변형시킨 Relative Shapley Value를 총주식중 의결권있는 주식의 비중으로 나눈 값의 곱으로 나타난다. 이외 의결권의 가치에 영향을 미치리라 예상되는 여러 통제변수를 분석에 포함시킨 결과, 우선주식의 유동성과 재벌그룹의 소속여부는 의결권의 가치에 음의 영향을 미쳤으며, 배당수익률의 차이와 기업규모는 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Ownership Structure and the Value of the Vote in the Korean stock Market

Kee Ho Kim

College of Business Administration

1) 이 논문은 2000년도 울산대학교 대학 연구비지원에 의하여 작성되었음.

<Abstract>

This paper studies the determinants of the value of voting rights for Korean Listed firms which issued old fashioned preferred stock for the period from 1996 to 1999, by using Zingales model. Results support the hypothesis that the value of a vote is determined by the expected private benefits shareholders will receive for their vote in case of assuming the control of a firm. For the whole sample period, up to 20 - 30% of the variation of the voting premium are explained by this factor. The expected private benefit is the function of private benefit obtainable by controlling the company and the probability that the fraction of stock owned by small shareholders is pivotal in a control contest. While the relative liquidity of preferred stock over common stock and a dummy variable whether a firm is chaebol related shows negative effects, the difference of dividend yields and the size of the firm have positive effects to the voting premiums.

I. 서 론

1930년대 초반 Berle and Means(1932)는 현대 기업에 있어서 주식소유의 분산은 기업의 소유와 경영의 분리로 귀결되며, 소유와 경영이 분리된 상태에서 기업의 소유자와 경영자의 이해가 반드시 일치하지 않음을 문제점으로 지적하였다. 그 이후 Manne(1965), Jensen and Meckling(1976), Fama(1980), Shleifer와 Vishny (1986, 1997) 등이 이러한 이해 불일치에 의하여 발생할 수 있는 대리인 문제에 관하여 논의를 계속하여 왔다. 이들의 공통적인 논의의 시발점은 소유와 경영이 분리됨으로써 주주에게 배분되어야 할 기업의 자원들이 경영자 자신에게로 왜곡·분배될 수 있는 기회와 유인을 제공하게 되었다는 점이다. 특히 Jensen과 Meckling(1976)은 주주를 두 그룹, 기업의 지배권을 소유한 경영자 주주 집단과 경영에 참여하지 못하는 소액주주 집단으로 구분하고, 이들 두 집단이 동일한 미래의 소득을 지금 받도록 되어 있지만, 경영자 주주 집단은 자신들에게 더 많은 미래 소득을 배분할 수 있는 기회와 유인을 지니고 있다고 지적하였다. 즉, 경영자 주주 집단은 자신의 미래소득을 증대시킬 수 있는 투자결정과 자본조달 결정을 행함으로써 외부주주 집단에 배분해야 할 뜻을 축소시킬 수 있다는 것이다.

본 논문에서는 자본시장에서 의결권의 가치가 어떻게 평가되고 있는지를 살펴봄으로써 경영자 집단이 미래소득을 자신에게로 왜곡시키고 있는지를 간접적으로 검증해 보고자 한다. 전통적 재무 이론에 의하면, 미래의 모든 발생 가능한 상황에서 소득 분포가 동일한 두 증권은 가격이 같아야 한다. 이러한 논거는 시장의 완전성, completeness, 투자자의 동질적 기대 여부에 관계없이 항상 성립해야 한다. 동일한 회사에서 발행하고, 정관에서 규정한 미래소득의 배분이 동일한 두 증권이 의결권에만 차이가 존재한다면 이 두 증권의 가격 차이는 경영자 주주 집단의 기업 지배를 통한 자신의 이익 추구 능력 때문에 발생하는 것이라고 할 수 있다. 이러한 두 증권의 가격에 차이가 있다는 사실은 두 증권 미래의 수익 분포가 동일하지 않음을 의미하므로, 동일한 미래소득을 규정한 정관상의 규정이 경영자 주주 집단의 투자결정과 자본조달 결정에 의해 왜곡되고 있음을 의미한다.

의결권은 그 자체로는 가치가 없다. 그럼에도 불구하고 의결권의 가치가 발생하는 이유는 의결권을 소유하여 기업을 지배할 수 있게 되면, 비록 정관상의 배당권은 동일하게 규정되어 있다 하더라도 미래 소득 분포를 자신에게 유리하게 변화시킬 수 있는 힘이 주어지기 때문이다.

Lease, McConnel and Mikkelsen(1983)은 의결권에 차이가 있는 두 종류 주식의 가격 차이를 이용하여 미국에서는 의결권의 가치가 5.4%이었고, Bergstrom과 Rydqvist(1990)는 Sweden 주식시장은 6.5%의 가격 차이가 존재함을 발견하였다. Horner(1988)는 스위스를 대상으로 20%, Megginson(1990)은 영국을 대상으로 13.3%의 가격차이를 발견하였다. Levy(1982)는 이스라엘을 대상으로 45.5%, Zingales(1994)는 이태리의 경우에 82%의 가격 차이가 존재함을 발견하였다. 우리나라의 경우, 의결권이 부여되지 않았으나, 배당권이 우월한 구형 우선주보다 보통주의 가격이 100% 이상 가격 차이가 존재하고 있다. 이러한 가격 차이는 우선주의 우월한 배당권을 고려하지 않은 수치이다. 이러한 배당권의 가치를 고려하면 가격 차이는 더욱 더 커짐을 알 수 있다.

이렇게 많은 가격 차이가 연구 기간 4년 동안 계속적으로(1996-1999) 존재하고 있다는 사실은 이러한 가격 차이가 일시적인 가격 왜곡 현상이라고 볼 수 없음을 의미한다. 한국의 투자자들은 의결권의 가치를 배당권 보다도 더 높이 평가하고 있다는 사실을 의미한다.

본 연구의 목적은 이러한 엄청난 가격 차이가 존재하는 이유를 찾아내고, 이러한 가격 차이를 결정짓는 요소를 확인해 보는 데에 있다.

의결권의 가치를 계산하고 이 가치에 미치는 주식의 소유구조의 영향을 알아보기 위하여 보통주와 우선주를 동시에 발행하고 있는 회사를 대상으로 연말종가를 비교하여 차액을 계산하였다. 이 차액은 보통주와 우선주의 발행조건의 차이 때문이라고 할 수 있다. 우선주는 지금 현재 크게 두 가지 종류가 발행되어 있는데 신형우선주와 구형우선주가 그것이다. 이중에서 신형우선주는 최저배당율을 발행조건에 포함하고 있어 성격상 부채에 가깝다. 그러므로 본 연구의 대상으로는 부적합하다. 그러나 구형우선주는 발행조건이 의결권이 없으며, 배당은 보통주 배당보다 액면가의 1%를 더 받게 되어 있다. 그러므로 한국의 구형우선주는 외국의 무의결권주에 가깝다. 즉 보통주와 구형우선주의 가격차이는 액면가의 1%와 의결권이 없기 때문에 발생하는 것이라고 볼 수 있다. 이렇게 계산된 두 주식의 가격차이를 종속변수로 하고, 기업의 주식소유 분산도를 나타내는 Relative Shapley Value를 이용한 설명변수와 기타 통제변수들, 즉 배당수익률의 차이, 기업의 규모, 주식의 유동성 차이, 정부지분의 크기, 5%이상을 소유하고 있는 제1대주주, 제2대주주의 지분율 등을 설명변수로 하여 회귀분석을 실시하였다. 그 결과 가설에서 설정한 것처럼 보통주와 우선주의 가격차이비율은 경영권을 획득하여 기업을 지배할 경우 얻을 수 있는 Private Benefits의 기대값의 크기에 의존함을 발견하였다. 주식의 유동성과 재벌 그룹 소속 여부의 경우에는 가설에서 설정한대로 -의 유의한 결과를 얻었으나, 배당 수익률의 차이와 규모의 경우에는 가설과는 달리 +의 유의한 결과가 도출되었다. 규모가 클수록 의결권의 가치가 높은 것은 한국의 경우, 경영권 시장이 아직까지 대기업에 국한된 것이 아닌가 추정되며, 배당 수익률의 차이가 +의 효과를 보이는 것은 배당 수익률의 차이가 큰 기업일수록 EPS가 크고, 배당금이 높았으며, 주식 가격이 저 평가된 우량 기업이어서 이들을 대상으로 경영권을 가질 때 Private Benefit을 얻을 수 있는 기회가 존재하기 때문으로 추정할 수 있었다. 요약하면, 한국 기업의 의결권의 가치는 주식 소유의 분산도가 높은 비 재벌 그룹에 속하는 대기업으로서, 배당 수익률이 높은 우량 기업일수록 높게 나타났다.

II. 모형

기업을 경영할 수 있는 권리, 즉 경영권은 그 자체로 가치가 있다. 경영권을 가지게 해주는 수단이 바로 의결권이다. 그러므로, 경영권을 가지고 있지 않은 소액주주라 하더라도 경영권에 대한 경쟁이 높을수록, 즉 서로 다른 집단간에 경영권에 관한 분쟁이 생길 때에는, 의결권을 가진 주식의 가치가 상승하게 될 수 있다. 즉, 의결권의 가치가 상승할 수 있다. 특히 둘 이상의 경영진간의 경영권 투쟁이 심해지고, 소유구조의 분포가 소액주주가 지니고 있는 나머지 주식이 경영권의 향배를 결정할 수 있을 경우에는 더욱더 의결권의 가치가 증대될 수 있다. 그러므로 의결권의 가치는 경영권의 경쟁정도와 경영권을 획득했을 때 향유할 수 있는 권리의 크기, 두 가지에 의해 결정된다고 볼 수 있다. 만약 경영권을 가졌을 때 향유할 수 있는 권리가 없다면, 대규모의 지분을 보유할 이유도 없으며, 우리나라의 재벌 기업들이 경영권 유지를 위해 계열사간 상호출자에 의해 경영권을 확보하고자 노력할 필요도 없을 것이다. 그러나, 우리나라 재벌 기업의 경우, 30대 기업집단의 경우, 지배 대주주의 평균 보유지분이 10%이며, 계열사 보유지분이 40%로 50%의 지분을 보유²⁾하고 있다는 사실은 경영권을 보유하였을 때 생기는 이익이 막대하게 큼을 나타내는 간접적인 증거라 할 수 있다. 그러므로 지배 대주주가 존재하여 경영권에 대한 경쟁이 존재하지 않는 경우에는 의결권의 가치가 낮아질 것이다. 반대로 지배 대주주가 존재하지 않는 상황에서는 경영권에 대한 경쟁이 일어날 수 있을 것이며, 그에 따라 의결권의 가치는 더욱 크게 될 것이다. 그러므로 소액주주가 지닌 의결권의 가치는 주식의 소유구조에 의해 결정될 것이다. 이러한 경우, 소액주주가 지닌 의결권의 전략적 가치를 결정하는 소유구조의 차이를 측정하는 변수로 Shapley의 값을 들 수 있다. 이러한 Shapley Value를 이용하여 의결권의 가치를 이태리와 미국을 대상으로 연구한 Zingales의 모형을 요약하면 다음과 같다.

1. Zingales 의 모형(1995)

의결권(Voting Rights)이 가치가 있는 이유는 의결권을 대량 보유하여 지배권을 가지게 되면 배당 이외의 원천으로부터 소득을 얻을 수 있기 때문이다. 그러나 소액주주에게도 똑같은 논리가 적용되지는 않는다. 주식의 시장가격이 한계 투자자가 느끼는 주식의 가격을 반영한다고 보면, 의결권의 가치는 의결권을 가짐으로써 획득할 수 있는 초과수익의 기대값을 반영한다고 볼 수 있다.

의결권의 차이가 존재하는 여러 종류의 주식이 발행되어 있을 때 경영권을 매입하고자 하는 기업인수가 의결권이 있는 (큰) 주식을 매입할 때 Premium을 지불해야 하는 이유를 Zingales(1994, 1995)는 모형화 하였다.

어떤 기업의 경영권을 추구하는 두 사람이 있다고 가정하자. 이 기업이 발행한 주식은 두 종류로 의결권을 가진 보통주와 의결권이 없는 무의결권주가 있다고 가정하자. B_i 를 i 가 경영권을 소유했을 때 얻을 수 있는 사적인 이득(Private Benefits)이라고 하고, y_i 를 i 가 회사를 운영하는 경우, 획득할 수 있는 현금흐름이라고 하자. 사적인 이득은 경영권을 보유한 자에게 모두 귀속되며, 현금흐름은 모든 주주에게 균등하게 배분되어야 할 것이

2) 장대홍, 기업인수권 시장과 계열사 출자, 2000년 9월, Mimeo. p. 2.

다. 경영권에 관심을 가진 한 사람의 입장에서 경영권 인수를 위한 공개매수를 제안할 때 그는 두 가지 제약 조건을 고려하게 될 것이다.

첫 번째는 공개매수 제안에 주주들이 응하게끔 하여야 할 것이며, 둘째로 경쟁자의 제안 보다는 높은 가격을 제시해야 할 것이다. 첫 번째 제약 조건은 다음과 같다.

$$Pv \geq \frac{y_1}{P_{nv}} \quad \text{and} \quad Pnv \geq \frac{y_1}{N} \quad (1)$$

Pv 는 경영권을 획득하기 위해서 제시해야 할 의결권을 가진 주식에 대한 매수가격이며, Pnv 는 의결권 없는 주식에 대한 매수가격이다. N 은 의결권을 가진 주식과 가지지 않은 두 가지 주식의 총 발행량이다. 의결권 가진 주식을 소유한 주주의 경우 공개매수에 응하지 않더라도 y_1 현금흐름의 소유지분만큼을 얻을 수 있으므로 최소한 y_1/N 이하의 가격으로는 공개매수에 응하지 않을 것임을 의미한다. 의결권 없는 주식을 소유한 주주는 의결권이 없으므로 y_1/N 보다 높은 프리미엄을 요구할 수 없기 때문에 y_1/N 에 만족할 것이다.

두 번째 제약 조건, 즉 경영권에 관심 있는 경쟁자를 능가하는 매수가격을 제시해야 하는 것을 식으로 표시하면,

$$Pv \geq \frac{y_2}{N} + \frac{B_2}{N_v} = \left[\frac{N_v}{N} * y_2 + B_2 \right] * \frac{1}{N_v} \quad (2)$$

Nv 는 의결권 가진 주식의 숫자이다. 위 식 (2)의 오른쪽 부분은 경영권의 경쟁 상대가 의결권 가진 주식에 대하여 제시할 수 있는 최대의 가격이다. 경영권을 획득하기 위해서는 상대방이 제시할 수 있는 제안가격보다 높을 때 가능하기 때문이다.

위의 두 가지 제약 조건을 만족시키는 최저가격은 경영권의 경쟁자가 존재하지 않는 오직 한사람만이 공개매수를 제안할 때이다. 이는 Grossman 과 Hart(1980) 가 제시한 Free-rider Problem을 극복할 수 있는 가격조건이기도 하다. 즉,

$$Pv = y_1/N \quad \text{and} \quad Pnv = y_1/N. \quad (3)$$

경영권의 경쟁자가 존재할 때는 두 가지 제약조건을 모두 만족시키는 가격조건은 아래와 같다.

$$Pv \geq \frac{y_2}{N} + \frac{B_2}{N_v} \quad \text{and} \quad Pnv = y_1/N. \quad (4)$$

의결권이 있는 주식과 없는 주식의 가격 차이($Pv - Pnv$)는 $\frac{y_2}{N} + \frac{B_2}{N_v} \geq y_1/N$ 의 조건이 만족된다면 아래와 같을 것이다.

$$Pv - Pnv = \frac{y_2 - y_1}{N} + \frac{B_2}{N_v} \quad (5)$$

만약 경영권을 경쟁하는 두 사람의 회사 운영능력이 동일하다고 가정하면 ($Y1 = Y2$),

위의 식 (5)는 경쟁자의 1주당 Private Benefit 과 같게 될 것이다. 이때 가격차이를 비율로 나타내기 위해 P_{nv} 로 양변을 나누면, 두 주식의 가격차이비율은 다음과 같다.

$$\frac{P_v - P_{nv}}{P_{nv}} = \frac{B_2}{N_v} * \frac{1}{P_{nv}} = \frac{B_2}{y_1} \times \frac{N}{N_v} = \frac{B_2}{y_1} \times \frac{1}{\pi} \quad (6)$$

여기서 π 는 총 주식 중 의결권 있는 주식의 비중이 된다. 위 식 (6)는 의결권 있는 주식과 의결권 없는 주식의 가격차이는 경영권을 가짐으로써 획득할 수 있는 Private Benefit의 크기를 의결권 주식의 비중으로 나눈 값과 비례함을 알 수 있다.

여태까지 살펴본 이론적 모형은 경영권을 대상으로 경쟁하는 경쟁자가 둘 이상이라는 가정 하에 만들어진 것이다. 그러나 경영권의 경쟁이 존재하지 않는 일상적인 가격에서 만들어진 의결권 있는 주식과 없는 주식의 가격차이는 식(6)에서 제시된 값보다는 적을 것이다. 즉 일상적인 가격은 미래에 그러한 경영권 분쟁이 일어날 가능성을 고려한 기대값만을 반영할 것이기 때문이다. 그러므로 일상적인 가격차이는 식(6)을 미래에 경영권 경쟁이 일어날 확률 ϕ 로 곱하여야 할 것이다. 즉,

$$V_p = \phi \times V_{pcc} = \phi \times \left(\frac{B}{y} \right) \times \frac{1}{\pi} \quad (7)$$

V_{pcc} : 경영권 경쟁이 존재할 때의 의결권의 가치

V_p : 경영권 경쟁이 존재하지 않는 일상적인 상황에서의 의결권의 가치

2. Shapley Value

그러면 미래에 경영권 경쟁이 일어날 가능성을 결정하는 요소는 무엇일까? 만약 지배대주주가 존재하여 50% 이상의 지분을 보유하고 있다면 경영권 경쟁이 일어날 가능성은 거의 0에 가까울 것이다. 만약 지배대주주가 없으면서 보유지분이 많은 대주주가 여럿 있을 경우에는 이러한 경영권 경쟁이 일어날 가능성이 아주 높을 것으로 추측할 수 있다. 그러므로 주주의 소유구조가 집중되어 있는가? 아니면 넓게 퍼져 있는가? 하는 것이 이러한 확률을 결정짓는 중요한 요소가 될 것이다. 이러한 개념을 잘 규정해 주는 것이 Shapley Value이다. Shapley Value란 일종의 확률로서 소액주주가 지난 주식지분이 의결권 행사 시에 결과를 결정짓는 중요지분(pivot)이 될 가능성을 의미한다. 즉

$$\begin{aligned} \phi_i &= \frac{1}{n} \sum_{s=1}^n \frac{1}{c(s)} \sum_{s \ni i} [V(s) - V(s-i)] \\ &= \sum_{s=1}^n \frac{(s-1)!(n-s)!}{n!} \sum_{s \ni i} [V(s) - V(s-i)] \end{aligned} \quad (8)$$

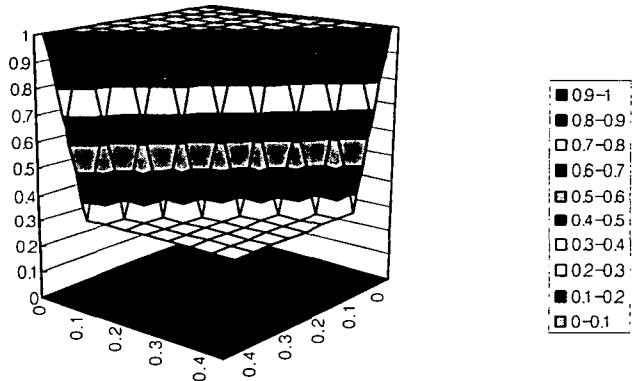
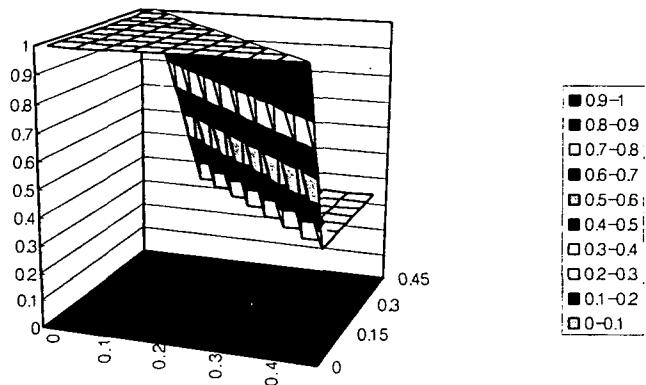
ϕ_i = i 의 Shapley Value

$c(s)$: i 를 포함하는 규모 S 의 연합을 형성할 수 있는 숫자

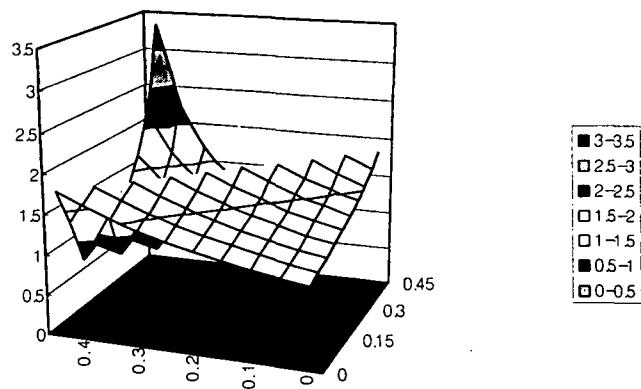
$v(s) = 1$: 50% 이상의 지분을 형성하는 경우

0 : 50% 미만의 지분을 형성하는 경우

Shapley 의 값을 소액주주가 보유한 지분으로 나누면 Relative Shapley Value(Φ) 가 된다. 가상의 자료를 이용하여 소액주주를 제외한 대주주가 둘이고, 이들의 보유지분을 각각 하나의 축으로 하여 Shapley Value 와 Relative Shapley Value를 계산하여 도시해 보면 다음 <그림 1>과 <그림 2>와 같다. <그림 1>은 계산된 Shapley Value를 3차원 공간에서 보여주기 위해 축을 달리한 두 개의 그림이다. 제1 대주주와 제2 대주주가 소유한 지분의 합계가 50%미만일 때에는 소액주주가 지니고 있는 나머지 지분이 경영권의 향배를 결정 지울 수 있는 중요지분이 될 확율이 1이 됨을 알 수 있다. <그림 2>는 <그림 1>에서 계산된 Shapley Value를 소액주주가 지닌 지분비율로 나누어 소액주주가 보유한 지분 단위당 영향력을 나타낸 그림이다.



(그림 1)Shapley Value



(그림 2) Relative Shapley Value

3. 실증분석을 위한 모형의 설계

식(7)의 의결권 프리미엄 식에서 ϕ 의 대용변수로 Relative Shapley Value를 사용하면, 다음과 같다.

$$V_p = \left(\frac{B}{y} \right) \times \frac{\phi}{\pi} \quad (9)$$

식(9)의 B , Private Benefit을 Y 의 일정 비율 β 에 해당한다고 보면, 아래 식으로 요약 할 수 있다.

$$V_p = \beta \cdot \left(\frac{\phi}{\pi} \right) \quad (10)$$

위의 식(10)은 본 연구의 목적인 기업의 소유구조와 의결권의 가치를 관련시키는 기본 관계식이다. 이외에 소유구조와 의결권의 가치와의 관계를 파악하기 위해서 두 종류의 주식 특성을 요약하는 특성의 차이를 반영하기 위해 몇 가지 통제변수를 사용하여 추정해야 할 회귀모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} V_{pit} = & \alpha + \beta \left(\frac{\phi}{\pi} \right)_{it} + \gamma(\text{배당수익률차이})_{it} + \delta(\text{주식유동성})_{it} + \zeta(\text{규모})_{it} \\ & + \eta(\text{재벌그룹소속})_{it} + uit \end{aligned} \quad (11)$$

III. 가 설

식 (11)에서 제시된 추정모형을 이용하여 가설을 설정하면 다음 표와 같다.

<표1>의결권의 가치와 설명변수의 관계에 대한 예상

설명변수	관계의 방향
절편	0
주식의 소유구조	+
우선주와 보통주의 배당수익률의 차이	-
기업의 규모	-
재벌 기업 소속	-
주식의 유동성	-

본 연구에서 가장 중요한 가설은 Relative Shapley Value를 총 주식 중 의결권 가진 주식의 비중으로 나눈 주식 소유구조의 분산화가 의결권의 가치에 미치는 영향력에 관한 것이다. 이 값이 추정하고자 하는 것은 B(Private Benefit)를 Y(Cash Flow)로 나눈 값이므로 β 의 값의 당연히 +일 것으로 기대된다. Relative Shapley Value가 클수록 경영권을 대상으로 경쟁하는 경쟁자가 출현할 수 있는 가능성을 높이게 되고, 이러한 가능성의 증가는 소액주주가 소유한 주식이 경영권의 향방을 결정하는 중요한 역할을 하게 될 가능성이 높아짐으로 의결권의 가치는 더욱 증대된다고 할 수 있다. 발행된 주식 중 의결권 가진 주식의 비중이 낮을수록 이러한 의결권의 가치는 더욱 커지게 될 것이다.

본 연구에서 설정한 모형이 의결권의 가치를 결정하는 모든 요소를 포함하고 있다면 절편은 0일 것이다.

우선주와 보통주, 즉 의결권이 없는 주식과 의결권 있는 주식의 배당수익률의 차이는 -일 것으로 예상된다. 종속변수인 두 주식의 가격의 차이 비율은 배당액이 동일하다고 가정하였을 때의 의결권의 가치를 의미한다. 그러므로 우월한 배당권을 감안한 순수 의결권의 가치는 추정된 가격차이비율과 우월한 배당권을 합하여야 된다.³⁾ 이러한 사실을 감안하면 γ 의 부호는 음이 되어야 할 것이다. 일반적으로 기업의 규모가 크면 클수록 경영권에 대한 경쟁은 일어나기 어렵다. 그래서 ξ 의 값은 음수를 보일 것을 예상할 수 있다.

또 하나 의결권의 가치에 영향을 미칠 수 있는 요소로 주식의 유동성을 들 수 있다. 주식의 유동성이 현저하게 낮으면 거래비용이 높다고 볼 수 있으며, 이는 해당주식의 가격이 상대적으로 유동성이 높은 주식보다 낮아진다고 볼 수 있다. 의결권 없는 주식과 의결권 있는 주식의 상대적인 유동성의 크기는 두 주식가격 차이비율에 -의 효과를 가질 것이다.

마지막으로 중요한 변수 한 가지는 이미 알려져 있는 바와 같이 한국의 재벌 기업들은 계열사간 상호 출자를 통하여 경영권을 확보하고 있다고 볼 수 있다. 25대 기업⁴⁾ 계열군에 속하는 기업과 그렇지 않은 기업을 분리하여 분석하면, 재벌 그룹에 속하는 기업일수록 경영권 경쟁이 일어날 가능성은 낮아져서 -의 방향을 보일 것이다.

3) 의결권을 가진 주식과 의결권을 가지지 않은 주식의 가격차이비율은 순수한 의결권의 가치와 배당금의 차이 ε 을 영구 연금화한 가치비중, 즉 $\varepsilon / (\rho \cdot Pnv)$ 를 포함하고 있으므로, 순수의결권에 의한 가격차이비율은 $\varepsilon / (\rho \cdot Pnv)$ 를 감해주어야 함.

4) 재벌그룹에 속하는 계열기업도 시간이 변함에 따라 변화할 것이나, 자료의 제약으로, 1999년도말 기준으로 작성된 자료에 의거하였다.

IV. 실증 분석

1. 자료

본 연구의 표본으로 보통주와 구형우선주를 동시에 발행하고 있는 기업을 대상으로 1996년부터 1999년까지의 기간을 표본기간으로 정하였다. 표본기간을 1996년 이후로 한 것은 1996년부터 지분율 자료가 정확하게 수집·집계되었다는 사실 때문이었으며, 또 한가지 이유는 1995년도에 상법이 개정되어 우선주를 발행하는 경우, 상법개정 이후부유법준유법준터는 정관에 최저배당율을 기재한 신형우선주만을 발행할 수 있도록 되어 있어, 95년도까지 구형우선주를 발행한 기업을 대상으로 어느 정도 표본의 크기를 확보하기 위함이었다. 우선주와 보통주를 동시에 발행하고 있는 기업 중에서 본 연구에서 필요한 여러 가지 자료, 즉 대주주의 지분율 자료, 배당률에 관한 자료, 주식의 거래량 자료 등을 모두 구한 기업을 대상으로 관련자료를 요약하면 다음 <표2>와 같다.

<표2> 자료의 요약

	1996	1997	1998	1999	1996-1999
가격차이비율(%)	118.3	173.1	84.3	54.3	106.8
배당수익율차이(%)	1.51	2.74	0.95	0.89	1.51
의결권주식비중(π)	0.87	0.87	0.87	0.91	0.88
RSV	1.27	1.25	1.18	1.27	1.24
주식유동성	1.05	0.81	0.98	3.13	1.51
규모(100만)	237,560	163,073	346,533	862,837	408,418
제1대주주지분율(%)	16.4	19.5	22.7	19.2	19.5
제2대주주지분율(%)	6.3	9.0	7.4	9.3	8.0
정부지분율(%)	1.3	1.4	1.2	0.9	1.2
재벌기업의 숫자	34	39	41	41	155
표본숫자	96	96	96	101	389

(1) 표본의 선정

우선주를 발행하고 있는 기업 중에서 구형우선주가 아닌 신형우선주(96년도에는 신형우선주가 별로 없었으나, 1999년도에는 크게 늘어남) 혹은 전환우선주(대유리젠트, 신한은행)를 삭제하였다.⁵⁾ 이렇게 확인된 우선주 발행기업들의 보통주가격과 우선주가격을 연말 종가를 이용하여 가격차이를 계산하였다. 이때 이용된 주가자료는 현대증권의 주가데이터를 이용하였다. 계산된 가격차이중 Outlier에 해당하는 평화은행은 표본에서 삭제하였다. 평화은행은 1999년 말 기준 보통주 1560원 우선주 166,000으로 심각한 가격왜곡이 존재함을 알 수 있다. 뿐만 아니라, 우선주가격이 존재하지 않는 3개기업(근화제약, 삼성증권, 핵심텔레텍)과 99.12.22 매매거래가 정지된 로커스도 표본에서 제외하였다. 이렇게 선정된 표본기업 중에서 Shapley Value 계산에 필요한 지분율 자료, 기타 통제변수의 자료가 구득 불가능한 기업을 3개(금호건설, 쌍용제지, 현대자동차 서비스) 제외하고 1996년부터 1998년까지 각각 96개 기업, 99년도에 101개의 기업, 총 389의 기업이 표본으로 선정되었다.

5) 일반적으로 주식코드가 5로 끝나는 것이 구형우선주이나 그 중에는 5로 끝나더라도 신형우선주가 있기 때문에 이의 확인을 위하여 증권거래소에서 발행하는 증권시장지를 참고하였다.

(2) 의결권 유무에 따른 주식의 가격차이 비율

본 연구의 종속 변수에 해당하는 가격차이 비율은 다음 식에 의해 계산되었다.

$$\text{가격차이 비율}(\%) = \frac{(\text{보통주의 가격} - \text{우선주의 가격})}{\text{우선주의 가격}} \times 100$$

분모를 의결권 없는 주식, 즉 우선주로 한 이유는 가격차이 비율을 가지고 연구한 기존의 문헌들이 이 방법을 채택하였으며, 본 연구도 이러한 타 국가의 연구와 비교가 가능하도록 동일한 방법을 적용하였다. 보통주와 우선주의 가격차이비율은 1997년에 173.1%로 최대를 나타내었다가 1999년에는 54.3%로 그 차이가 급격히 감소되고 있음을 알 수 있다. 표본기간 1996년부터 1999년까지의 4년간의 평균은 106.8%로 미국, 영국 등 기타 선진국의 10% 내외의 가격차이비율보다 압도적으로 높게 나타나고 있다. 이탈리아의 경우, 가격차이비율이 80%로 외국의 예 중에서 가장 높은 비율을 보여주었으나, 한국의 경우에는 이보다도 훨씬 더 높은 가격차이비율을 보여주고 있어 그 이유에 대한 분석이 필요하다.

(3) Relative Shapley Value

표본기업을 대상으로 Shapley Value를 계산하기 위해서는 대주주 지분율에 관한 자료가 필요하다. 본 연구에서는 5% 이상 지분을 보유한 자만을 대주주로 인식하여 식(8)의 Shapley Value를 계산하기 위한 게임의 참가자로 보았다. 이와 관련된 지분율 자료는 증권 거래소에서 수집하였다.⁶⁾⁷⁾ 지분율 자료를 토대로 대주주의 숫자를 확인한 결과 5% 이

6) 증권 거래법 제 200조의 2의 ①항에 의하면,

“주권 상장 법인 또는 협회 등 특별 법인의 주식 등을 대량 보유(본인과 그 특별 관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의합계가 당해 주식 등의 총수의 100분의 5 이상인 경우를 말한다)하게 된 자는 그날부터 5일 이내에 그 보유 현황을 금융감독 위원회와 증권 거래소에 보고하여야…” 보고하게끔 되어 있어 이에 보고된 자료를 모은 것이다.

7) 특별 관계자의 범위는 증권거래법 시행령 제10조의3(특별관계자의 범위)에 제시되어 있다. 특별관계자는 특수관계인 및 공동보유자를 말하며, “특수관계인”이라 함은 다음 각호의 1에 해당하는 자를 말한다.

1. 본인이 개인인 경우에는 다음 각목의 1에 해당하는 자

가. 배우자(사실상의 혼인관계에 있는 자를 포함한다. 이하 같다)

나. 6촌이내의 부계혈족 및 4촌이내의 부계혈족의 처

다. 3촌이내의 부계혈족의 남편 및 자녀

라. 3촌이내의 모계혈족과 그 배우자 및 자녀

마. 배우자의 2촌이내의 부계혈족 및 그 배우자

바. 입양자의 생가의 직계존속

사. 출양자 및 그 배우자와 출양자 양가의 직계비속

아. 혼인외의 출생자의 생모

자. 본인의 금전 기타 재산에 의하여 생계를 유지하는 자 및 생계를 함께 하는 자

차. 본인이 단독으로 또는 그와 가족 내지 차목의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30이상을 출자하거나 기타 임원의 임면등 법인 기타 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우 당해 법인 기타 단체와 그 임원

카. 본인이 단독으로 또는 그와 가족 내지 차목의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30이상을 출자하거나 기타 임원의 임면등 법인 기타 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우 당해 법인 기타 단체와 그 임원

2. 본인이 법인 기타 단체인 경우에는 다음 각목의 1에 해당하는 자

가. 임원

나. 계열회사 및 그 임원

다. 단독으로 또는 제1호 각목의 관계에 있는 자와 합하여 본인에게 100분의 30이상을 출자하거나 기타 임원의 임면등 본인의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 개인 및 그와 제1호 각목의 관계에 있는 자와 단체(계열회사를 제외한다. 이하 이 호에서 같다) 및 그 임원

상의 지분을 소유한 대량주주의 수가 최대로 많은 곳이 6명이었다. 제1대주주부터 확인된 5% 이상 보유자를 대주주로 간주하고, 나머지 소유지분을 소액주주 지분으로 처리하여 소액주주의 Shapley Value를 식 (8)을 이용하여 계산하고, 이를 소액주주의 지분율로 나누어 Relative Shapley Value를 계산하였다. 이러한 방법으로 계산된 Relative Shapley Value의 값은 표본기간 전시간을 통해서 평균이 1.24이었으며, 표본기간내 각 연도별 자료도 1.18에서 1.27의 범위에서 안정적인 결과를 보여주고 있다.⁸⁾

(4) 총 주식 중 의결권 있는 주식의 비중(π)

총 주식 중 의결권 있는 주식의 비중, π 는 각 연도 말 보통주 발행주식수를 각 연도 말 보통주와 우선주의 발행주식수를 합한 숫자로 나눈 값으로 하였다. 이와 관련된 자료는 한국신용 평가 주식회사에서 제공하는 KIS-FAS를 이용하여 계산되었다. 표본기간 전 기간 동안 0.87에서 0.91에 해당하는 수치로 안정적인 경향을 보이고 있으며, 한국의 상장기업이 표본기간동안 평균적으로 보통주식의 숫자가 우선주식의 수보다 약 7배 이상에 해당함을 알 수 있다.

(5) 배당 수익률의 차이

우선주 배당금액과 보통주 배당금액의 차이를 계산하고, 이를 우선주 가격으로 나눔으로써 배당 수익률의 차이를 계산하였으며, 이에 필요한 자료는 KIS-FAS에서 추출하였다. 계산된 배당 수익률의 차이를 살펴보면 1999년의 0.89%에서 1997년의 2.74%로 변동이 심함을 알 수 있다. 이러한 배당 수익률의 변동은 우선주 가격의 변화에 기인한다. 상대적으로 주가가 높았던 시기인 1998년과 1999년도에는 배당 수익률이 낮고 주가가 상대적으로 낮았던 1996년과 1997년도에는 배당수익률이 높게 나타난 것이다.

(6) 주식의 유동성

보통주와 우선주의 가격차이 비율이 상대적인 유동성의 부족 때문에 영향 받을 것이라는 가정 하에 두 주식의 유동성을 측정하여 설명변수의 하나로 사용하였다. 이를 위해 보통주와 우선주의 연간 거래량 자료를 현대증권의 주가자료를 이용하여 추출하고, 이를 각각의 거래량을 각각의 연도 말 발행주식 수로 나누어 각각의 거래 회전률을 계산한 다음, 우선주 회전률을 보통주 회전률로 나누어 유동성 변수로 사용하였다. 1996년부터 1998년까지 보통주와 우선주의 회전률은 평균적으로 비슷한(0.81-1.05) 수치를 보여주나, 1999년도에는 우선주의 거래량이 급증하고(3.13) 있음을 알 수 있었다.

(7) 재벌 그룹

보통주와 우선주의 가격차이비율이 재벌 그룹에 속하는 경우와 그렇지 않은 경우에 영향력의 차이가 존재하는지를 알아보기 위해 재벌 그룹에의 소속여부를 더미변수로 사용하였다. 한국 신용 평가(주)에 의뢰하여 1999년도 기준 25대 기업집단⁹⁾에 소속하는 기업체의

라. 본인이 단독으로 또는 그와 가족 내지 다목의 관계에 있는 자와 합하여 100분의 30이상을 출자하거나 기타 임원의 임면등 단체의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 경우 당해 단체 및 그 임원

8) 주주를 5% 이상 소유한 대주주, 1%이상 5%미만의 기타주주, 그리고 1%미만을 소유한 소액주주로 구분하고 이들 3인이 참가하는 게임이라 가정하고 Shapley Value를 계산해 보았으나, 5%이상 참가자 전원을 포함시킨 경우보다 의결권의 가격차이비율을 설명하는 정도가 약하여 그 결과는 제시하지 않았음.

명단을 입수하여 재벌 그룹에 소속하는 경우 1, 아니면 0을 부과하였다. 1996년도에 재벌 그룹에 소속된 표본 숫자가 34개 기업이었으나, 1997년도에는 39개, 1998년과 1999년도에는 41개로 늘어남을 알 수 있다. 389개의 총 표본 기업 중 155개가 재벌 그룹에 소속된 기업이었다.

(8) 규모

기업체의 규모를 나타내는 지표로 여러 가지가 있을 수 있다. 매출액, 총 자산의 규모 등이 주로 규모의 크기를 나타내는 변수로 이용될 수 있으나, 본 연구의 주제가 보통주와 우선주의 가격차이가 일어나는 원인을 규명하는 것이 그 목적이므로, 보통주식의 연말 시장 가치(Market Capitalization)를 규모변수로 사용하였다.¹⁰⁾ 1996년도의 2,370억원에서 1999년도에는 8,628억원으로 자기자본의 시장가치가 급증하고 있음을 알 수 있다. 회귀분석에서는 연말시장가치값에 log를 취하여 변환시켜 행하였다.

2. 회귀분석의 결과

주식의 소유구조가 의결권의 가치에 미치는 영향을 알아보기 위해 먼저 소유구조의 분산도($\frac{\Phi}{\pi}$)와 배당수익률의 크기를 설명변수로 하는 기본관계식을 대상으로 회귀분석을 실시한 결과를 제시하면 다음 표와 같다.

<표 3> 회귀모형 $V_{pit} = \alpha + \beta(\frac{\Phi}{\pi})_{it} + \gamma(\frac{\epsilon}{P_{nv}})_{it} + uit$ 의 분석 결과

	1996	1997	1998	1999	1996-1999
α	42.1 (24.94)*	119.9 (34.70)***	62.73 (12.45)***	33.54 (18.81)*	61.48 (12.96)***
β	51.9 (16.29)***	30.80 (21.77)	11.13 (8.40)	13.33 (12.23)	26.41 (8.37)***
γ	-0.74 (2.40)	3.16 (2.86)	6.60 (3.03)**	2.20 (1.42)	4.99 (1.22)**
$R^2(%)$	9.84	3.19	7.52	2.94	6.09
n	96	96	96	101	389

() 안의 수치는 표준오차임.

* 10% 유의 수준에서 유의함.

** 5% 유의 수준에서 유의함.

*** 1% 유의 수준에서 유의함.

9) 25대 기업 집단의 명칭은 다음과 같다.(가나다 순)

고합, 금호, LG, 롯데, 대림, 동국제강, 동부, 동양, 두산, 삼성, 쌍용, 새한, SK, 신세계, 아남, 영풍, 제일
제당, 진로, 코오롱, 한화, 한솔, 한진, 현대, 효성, 대우

10) 매출액과 총 자산을 규모변수로 하는 경우에도 분석결과에는 큰 차이가 존재하지 않았음.

소유구조의 분산도를 나타내는 Relative Shapley Value를 총 주식중 보통주의 비중(π)으로 나눈 설명변수의 회귀계수는 1998년과 1999년 11.13과 13.33으로 아주 낮았으나, 1996년과 1997년에는 51.9와 30.80으로 아주 높았다. 이 회귀계수, β 는 앞에서 언급된 바와 같아 ($\frac{B}{Y}$), 즉 cashflow 중 Private Benefit 이 차지하는 비중의 의미를 지니고 있으므로 표본기간 전반기에는(1996년과 1997년) 한국기업의 지배구조가 선진화되어 있지 않은 시기로 볼 수 있으며, 이에 따라 경영권을 소유하는 경우 얻을 수 있는 Private Benefit이 아주 큰 비중을 차지한다고 볼 수 있으며, 후반기에는(1998과 1999) 이러한 Private Benefit을 얻을 수 있는 기회가 점점 적어지고 있음을 나타낸다고 볼 수 있다. 그러나 1996년도의 수치가 1% 수준에서 유의한 경우를 제외하고는 통계적으로 유의한 수치는 아니었다. 표본기간 4년 동안의 자료를 종합하면 cashflow의 26.41%에 해당하는 비중이 Private Benefit으로 얻을 수 있었다라고 할 수 있다. 비록 표본기간 4년 중 1년만이 유의한 통계량을 보여주고 있으나, 4년간의 자료를 종합한 경우, 1%수준에서 유의할 뿐만 아니라, β 의 부호는 원래 가설에서 설정한 방향(+)과 일치하고 있다.

배당수익률의 차이변수의 회귀계수 γ 를 살펴보면 96년도에는 가설에서 설정한대로 음의 부호를 보여주고 있으나, 1997년도부터 1999년까지는 +의 부호를 보여주고 있다. 이러한 사실은 우선주와 보통주의 배당금액이 차이가 클수록 보통주 의결권의 가치가 감소하게 됨을 의미한다. 이러한 결과는 Zingales(1994, 1995)가 다룬, 이탈리아와 미국의 예와는 반대된다. 1998년도의 6.60만이 5%유의 수준 하에서 유의한 통계량을 보여주고 있으며, 표본기간 전체의 경우, 4.99로 1%수준에서 유의한 결과를 보여주고 있다. 모형에서 살펴본 바와 같이 γ 가 의미하는 것은 자본비용(ρ)의 역수이다. γ 를 이용하여 한국기업의 자본비용을 역산해보면 약 15%에서 20%의 수준에 있음을 추정할 수 있다.

위의 회귀식은 연도별로 약 3-10%의 R2를 보여주고 있으며, 표본기간 전체로는 6.09% 설명력을 보여주고 있다.

위 모형의 절편은 33.54%에서 119.9%의 범위에서 변화하면서 통계적으로 유의한 수치를 보여주고 있다. 특히 4개년 중 3개년은 1% 수준에서 유의하다. 이렇게 통계적으로 유의한 절편이 생기게 된 이유는 모형의 설정에서 misspecification이 발생하였거나, 혹은 소유구조의 분산도를 나타내는 Relative Shapley Value가 소액주주가 가지는 의사결정권의 크기를 적절히 반영하지 못하기 때문일 것이다. 우선 가설에서 설정된 바와 같이 의결권의 가치에 영향을 미치는 설명변수로 추정할 수 있는 여러 변수를 포함시키는 회귀 분석을 행한 결과는 다음과 같다.

<표 4> 회귀모형 $V_{pit} = \alpha + \beta(\frac{\phi}{\pi})_{it} + \gamma(\text{배당수익률차이})_{it} + \delta(\text{주식유동성})_{it} + \zeta(\text{규모})_{it}$
 $+ \eta(\text{재벌그룹소속})_{it} + uit$ 의 분석 결과

	기본모형	모형1	모형2	모형3	모형4
α	61.48 (12.96)***	-39.47 (60.17)	-49.63 (60.21)	-119.53 (70.65)*	-144.86 (72.61)**
β	26.41 (8.37)***	27.47 (8.37)***	26.24 (8.37)***	25.08 (8.36)***	26.93 (8.45)***
γ	4.99 (1.22)***	5.13 (1.22)***	4.93 (1.22)***	4.73 (1.22)***	4.69 (1.22)***
ζ		3.99 (2.32)*	4.73 (2.35)**	7.97 (2.91)***	8.55 (2.93)***
δ			-4.06 (2.15)*	-4.36 (2.16)**	-4.33 (2.16)**
η				-20.37 (10.86)*	-19.98 (10.85)*
제1대주주 지분율					0.42 (0.29)
R ² (%)	6.09	6.81	7.66	8.50	9.01

() 안의 수치는 표준오차임.

* 10% 유의 수준에서 유의함.

** 5% 유의 수준에서 유의함.

*** 1% 유의 수준에서 유의함.

<표3>에서 행한 기본식에 규모 변수를 추가하여 회귀 분석을 행한 결과, 규모 변수의 회귀 계수는 10% 수준에서 유의한 결과를 보여주었으며, 설명 변수로 유동성과 재벌그룹의 소속여부 등을 포함시킨 경우에도 5% 혹은 1% 유의수준에서 유의하였다. 기본모형에서 유의한 절편을 얻었던 것과는 달리 설명변수로 규모와 유동성, 재벌사의 소속여부 등을 추가한 경우에는 비유의한 절편값을 얻었다. 이는 기본 식에서 발생하였던 Misspecification이 의결권 가치에 영향을 미치는 요소를 제외시킴으로써 발생하였던 것으로 추정할 수 있다. β 와 γ 도 모두 1% 유의 수준에서 유의한 결과를 보여주었으며, 기본 식에서 얻었던 회귀 계수와 거의 비슷한 값을 보여주고 있다. 전체 회귀식의 설명력도 6.09%에서 6.81%로 증가되었다. 그러나 회귀 계수가 가설에서 설정한 바와 같이 -가 아니라 +를 보여주고 있어 한국에서는 기업의 규모가 클수록 의결권의 가치가 증가하고 있음을 알 수 있다. 이러한 사실은 기업의 규모가 커질수록 경영권 경쟁이 일어날 가능성은 낮아지더라도 경영권을 획득할 경우 얻을 수 있는 Private Benefit이 크기 때문이 아닐까 여겨진다. 주식의 유동성을 설명 변수로 추가한 결과, 회귀 계수의 방향은 기대한 바와 같이 -를 보여주고 있으며, 10% 혹은 5%의 유의 수준에서 유의한 것으로 우선주의 유동성이 높을수록 의결권 가치는 낮아지고 있음을 알 수 있었다.

재벌 그룹에 소속하는가의 여부도 의결권의 가치에 유의한 영향을 보여주었으며, 기대한

바처럼 그 부호가 -로 재벌사에 소속된 기업의 경영권에 대한 경쟁이 일어날 가능성은 낮아지게 됨을 확인하였다. 그러나 제1대주주 지분율과 제2대주주 지분율, 정부지분율을 포함시키는 경우 주식 소유의 분산도 변수와 상관관계가 높을 것으로 예상되는 바 Multicollinearity의 문제가 있을 것으로 추정되어 결과를 제시하지 않았다. 이상의 결과를 요약하면, 한국의 주식시장에서 주식 소유구조의 분산도가 높은 비 재벌 그룹에 속하는 기업으로써 규모가 큰 기업일수록, 그리고 우선주 배당 수익률이 높은 기업일수록 경영권 경쟁이 일어날 가능성이 높아 의결권의 가치가 증가한다고 할 수 있다.

이러한 결과 중에서 가설에서 제시된 이론적인 모형과 가장 부합되지 않는 것이 배당 수익률의 차이 변수의 회귀 계수가 +의 부호를 가진다는 것이다. 이론적인 모형에서 제시한 내용은 우선주의 가격에는 보통주보다 우월한 배당권의 가치가 포함되어 있기 때문에 이를 제외시키면 순수 의결권의 가치는 커지게 된다. 즉, 본 연구에서의 종속 변수인 두 주식의 가격 차이 비율은 의결권과 우월한 배당권의 가치를 모두 포함하고 있으므로 순수 의결권의 가치를 구하기 위해서는 우월한 배당권의 가치를 감해주어야 한다. 그러므로 우월한 배당권의 가치를 설명 변수로 사용할 때 회귀 계수는 -의 부호를 가지는 것이 이론의 모형상 적절하다. 그러나 본 연구 결과에 의하면, 어떠한 회귀 변수를 삽입하는 경우에도 배당 수익률의 차이를 이용한 회귀 변수의 회귀 계수는 통계적으로 유의한 양의 수치 (4.69-5.13)를 보여주고 있는 것이다. 한국에서 보통주와 우선주의 배당 수익률의 차이는 우선주 가격의 차이 때문에 발생하는 것이라 볼 수 있다. 즉, 우선주는 특히 본 연구에서 대상으로 하고 있는 구형 우선주의 경우에는 보통주보다 액면가의 1%에 해당하는 금액을 추가하여 배당으로 받게 되어 있기 때문에 배당금액의 차이는 기업간 거의 동일함으로, 배당수익률의 차이는 결국 우선주 가격에 기인한다고 볼 수 있다. 우선주 가격이 높을수록 배당 수익률은 떨어지고, 우선주 가격이 낮을수록 배당 수익률은 올라갈 것이다. 배당 수익률 차이에 대한 회귀 계수가 양이 된 것은 결국 우선주 가격이 낮을수록 의결권의 가치가 증가함을 의미하는 것이다. 이러한 사실을 확인하기 위해 배당 수익률 차이가 평균보다 낮은 그룹과 평균보다 높은 그룹으로 분리하여 그 기업의 수익성과 주가를 연도별로 비교하여 보았다.

<표 5> 배당 수익률 차이에 따른 기업의 특성 비교

	1996		1997		1998		1999	
	그룹 1	그룹 2	그룹 1	그룹 2	그룹 1	그룹 2	그룹 1	그룹 2
우선주 가격	10657	4699	4235	1969	13922	11619	21193	10778
보통주 가격	25409	9577	11396	5661	7774	5506	16499	5414
배당 수익률의 차이(%)	0.5	3.05	0.61	6.80	0.09	2.52	-0.50	4.19
EPS	185	28086	-1789	2158	-10509	2149	454	2225
우선주 배당금	746	761	359	706	344	687	468	1290
보통주 배당금	689	653	321	600	320	580	474	1103
n	58	38	63	33	62	34	71	30

그룹 1 : 배당 수익률의 차이가 평균 이하인 기업

그룹 2 : 배당 수익률의 차이가 평균 이상인 기업

EPS : Earning Per Share

<표 5>를 보면 배당 수익률의 차이는 우선주 가격의 차이에 기인하고 있음을 알 수 있다. 배당 수익률의 차이가 큰 기업은 우선주 가격뿐만 아니라 보통주 가격도 낮은 기업이었으며, 4개년 모두 이러한 추세를 보여주고 있다. 한 가지 흥미로운 사실은 배당 수익률의 차이가 큰 기업이 주당 순이익도 압도적으로 끌 뿐만 아니라, 배당금의 금액 자체도 더 큰 금액이라는 사실을 4개년 모두에서 파악할 수 있었다. 이러한 사실은 배당 수익률의 차이가 큰 기업이 비록 주가는 낮지만 수익성 면에서 우월한 기업임을 확인 시켜 주는 것이다. 이러한 점을 고려하면, 배당 수익률의 차이에 대한 회귀 계수가 $-$ 가 예상되는데도 $+$ 가 나타난 이유가 주식시장의 가격이 왜곡되어 있기 때문이라고만 볼 수는 없다. 주가가 낮은 우량 기업의 경영권을 획득함으로써 Private Benefit을 최대로 얻을 수 있기 때문에, 이렇게 저 평가된 기업의 의결권이 높게 평가되기 때문이라고 추정할 수 있다.

V. 결론

주주의 권리로 배당권과 의결권이 있다. 선진국의 경우, 배당권의 권리가 주식 가치 중 90% 내외를 차지하고, 나머지 10% 내외가 의결권에 의한 가치 비중이라 알려져 있다. 그러나 한국 기업의 경우, 의결권을 가진 보통 주식과 의결권이 없고, 액면가의 1%만의 추가 배당권을 가진 우선 주식의 가격보다 두 배 이상(두 주식 가격 차이가 우선주의 107%에 해당) 높다는 사실은 배당권의 가치 비중보다, 의결권에 의한 가치 비중이 더 높다는 사실을 의미한다. 한국 기업의 경우, 의결권의 가치가 높은 이유는 무엇이며, 의결권의 가치에 영향을 주는 요소는 어떠한 것들이 있는지 탐구해 보고자 Zingales의 모형을 이용하여 1996년부터 1999년까지 구형 우선주를 발행한 389개의 기업을 대상으로 회귀 분석을 행하였다. Zingales의 모형에 의하면 의결권의 가치는 두 가지 요소에 의해 결정된다. 첫째는 경영권을 획득하여 기업을 지배하는 경우 얻을 수 있는 Private Benefit의 크기이며, 두 번째로 이면 기업의 경영권을 획득하고자 하는 경쟁의 정도라고 할 수 있다. 경영권 경쟁의 정도는 주식 소유 구조가 분산되어 있을수록 높다고 볼 수 있으며, 이러한 주식 소유 구조의 분산도를 측정하는 변수로 Relative Shapley Value를 총 주식 중 의결권 있는 주식의 비중으로 나눈 값을 사용하였다. 이 때의 회귀 계수가 기업의 전체 Cashflow 중 Private Benefit의 비중을 의미하는바, 한국 기업의 경우 연도별로 차이가 심하나 낮을 때는 10% 수준이었고, 높을 때는 50% 이상에 이르고 있었다. 표본 기간 전체를 포함하는 경우 20% 이상에 이르고 있어 한국 기업의 경우, 의결권의 가치가 높은 것이 경영권을 소유하는 경우에 얻을 수 있는 Private Benefit의 크기가 매우 크기 때문으로 여겨진다. 이 외, 의결권 가치에 영향을 미치리라고 예상되는 우선주와 보통주의 배당 수익률 차이, 규모, 주식의 유동성, 재벌 그룹 소속 여부 등의 통제 변수를 이용하여 표본 기간 전 기간을 대상으로 회귀 분석한 결과 주식의 유동성과 재벌 그룹 소속 여부의 경우에는 가설에서 설정한대로 $-$ 의 유의한 결과를 얻었으나, 배당 수익률의 차이와 규모의 경우에는 가설과는 달리 $+$ 의 유의한 결과가 도출되었다. 규모가 클수록 의결권의 가치가 높은 것은 한국의 경우, 경영권 시장이 아직까지 대기업에 국한된 것이 아닌가 추정되며, 배당 수익률의 차이가 $+$ 의 효과를 보이는 것은 배당 수익률의 차이가 큰 기업일수록 EPS가 크고, 배당금이 높았으며, 주식 가격이 저평가된 우량 기업이어서 이들을 대상으로 경영권을 가질 때

Private Benefit을 얻을 수 있는 기회가 존재하기 때문으로 추정할 수 있었다. 요약하면, 한국 기업의 의결권의 가치는 주식 소유의 분산도가 높은 비 재벌 그룹에 속하는 대기업으로서, 배당 수익률이 높은 우량 기업일수록 높게 나타났다. 한국 기업 중 재벌 그룹에 속하는 기업들은 계열사간 출자에 의해 소유 구조가 아주 복잡하게 얹혀 있다. 주식의 소유 구조를 측정함에 있어 계열사간 출자 관계를 확인하여 지분 비율을 계산함으로써 보다 정확한 소유 구조를 파악할 수 있으므로, 보다 정확한 지분관계를 이용한 연구가 향후 필요하다.

참고문헌

- 장대홍, 기업인수권 시장과 계열사 출자, 2000. 9. Mimeo.
- Barclay, M. J., and C. G. Holderness, 1989, "Private Benefits from Control of Public Corporations," Journal of Financial Economics, 25, pp. 371-395.
- Bergstrom, C. and K. Rydqvist, "The Determinants of Corporate Ownership, An Empirical Study on Swedish Data." Journal of Banking and Finance, 14, 1990. pp. 237-253.
- Berle, A. and G. Means, 1932, The Modern Corporation and Private Property, Macmillan, New York.
- DeAngelo, H., and L. DeAngelo, 1985, "Managerial Ownership of Voting Rights," Journal of Financial Economics, 14, pp. 36-39.
- Fama, E., 1980, "Agency Problems and the Theory of Firm," Journal of Political Economy, 88, pp. 288-307.
- Grossman, S., and O. Hart, 1980, "Takeovers Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation," Bell Journal of Economics, 11, pp. 42-69.
- Horner, M., 1988, "The Value of the Corporate Voting Right," Journal of Banking and Finance, 12, pp. 69-83.
- Jensen, M. and W. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3, pp. 305-360.
- Lease, R., J. McConnel, and W. Mikkelsen, 1983, "The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations," Journal of Financial Economics, 11, pp. 439-471.
- Lease, R., J. McConnel, and W. Mikkelsen, 1984, "The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations," Journal of Business, 57, pp. 443-467.
- Levy, H., 1982, "Economic Evaluation of Voting Power of common Stock," Journal of Finance, 38, pp. 79-93.
- Manne, H. G., 1965, "Mergers and the Market for Corporate Control," Journal of Political Economy, 73, pp. 110-120.
- Megginson, W., 1990, "Restricted Voting Stock, Acquisition Premiums, and the Market for Corporate Control," The Financial Review, 25, pp. 175-198.
- Shleifer, A., and R. Vishny, 1986, "Large Shareholder and Corporate Control," Journal

- of Political Economy, 94, pp. 461-488.
- Shleifer, A., and R. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance," The Journal of Finance, 52, pp. 737-782.
- Zingales, L., 1994, "The Value of the Voting Rights: A Study of the Milan Stock Exchange Experience," The review of Financial Studies, 7, pp. 125-148.
- Zingales, L., 1995, "What Determines the Value of Corporate Votes?" Quarterly Journal of Economics, pp. 1047-1073.