

韓國証券市場での市場開放が所有構造決定要因に及ぶ影響

李海永* · 李在春**

The Impact of Opening the Market on the Determinants of Ownership Structure in Korea Stock Market

<目 次>

I. 序論	IV. 實證 分析結果
II. 所有構造決定要因	V. 結論
III. 實證分析	参考文献
	國文概要

概 要

本研究は株式市場の開放という環境要因が韓國での所有構造の決定要因に影響與えるのかを確認し、株式市場の開放前後を区分して、企業の所有構造を決定付ける要因がどのように變化していったのかを横断面資料と時系列資料を結合するパネル資料(panel data)推定法を適用して分析した。本研究の實證分析期間は1987年1月から2001年12月までの15年間であり、抽出した標本企業の数は130ヶ社である。

本研究での獨立變數としては資産特異性、収益性、財務政策、配當政策、成長性、危険、企業規模、機關投資家の持分率、30大財閥・非財閥企業の假變數を從屬變數としては大株主1人当たりの持分率を使用した。

本研究の結果は一つ目、本研究で提示された模型が相當な意味を持つが、模型の説明力は比較的強く、提示された決定要因が大株主1人当たりの持分率を9~11%ほどの説明がされている。二つ目、本研究で提示された株式市場の開放という環境的な要

* 江南大學校 經營學部 教授(第1著者)

** 極東情報大學 經營學科 副教授(共同著者)

접수일자 : 2003-4-20 게재확정일자 : 2003-11-18

因が所有構造を説明する意味を持つ変数になっている。三つ目、本研究で提示された全ての決定要因が統計的に意味を持つ変数になっている。但し、規模の変数だけが標本期間により、統計的な有意性と回帰係数の符號に一貫性が現れていない。四つ目、株式市場の開放を前後した時點で分け、所有構造の決定要因の變化を分析した結果、株式市場の開放以前には所有構造の決定要因が安定性と一貫性が現れていない。

キーワード：所有構造決定要因、株式市場開放、パネル資料(panel data) 推定法

I. 序論

企業の所有構造(ownership structure)とは企業所有主の構成内譯、即ち大株主、経営者、機関投資家、従業員、一般投資家などの持分内譯を意味する。企業の所有構造は巨視的には制度による大きな違いが形成され、具体的には所屬社會によって去來の特性資産の特異性、価値觀、經濟的な紛争の解決方式、金融システムの特徴より影響を受けることで知られている。

FamaとJensen(1983)は企業が廣範圍に分散された所有構造を持つようになった狀況を代理人費用の觀點から示唆した後に、DemsetzとLehn(1985)によって所有構造の決定要因を實証的に探そうとする最初の試みをなした。二人は所有構造に及ぶ原因変数を代理人費用の節減と關連して企業規模、統制可能性、経営者の個人的な選考度及び、政府規制などの4つの要因として設定し、實証的な分析の結果、全ての原因変数が株主の持分に有意的な影響を及ぼすことを發見した。彼らの研究は以後、所有構造に對する實証研究は所有構造と財務政策変数との關連性を分析しながら展開されはじめた。CrutchleyとHansen(1989)は経営者の持分に影響が及ぶ企業の特性変数は分散費用、發行費用、利益の分散、企業規模などが有意的な要因になっているのを發見した。Jensen, SolbergとZorn(1992)は企業の内部者の持分、負債及び配当政策の3つの政策変数を相互原因変数とした研究結果の内部持分に影響を及ぼす要因としては企業特性変数の中の企業規模だけが有意的な負(-)の關係を持つと主張した。Bathala, MoonとRao(1994)は株価収益率の変動性、R & Dと廣告費の支出、資産の成長性、企業規模、負債比率、機関投資家の持分率を説明変数として使用し、経営者の持分と負債政策の決定に影響を与える要因を分析した。

韓國では所有構造決定要因の最初の研究は林雄基(1989)によってなされた。彼は所有構造決定要因として、企業規模、事業危險、創業以後の事業年數、大株主1人の取

締役の参与率を提示し、従属変数である大株主1人当たりの持分は公表持分資料と推定持分資料で区分した。実証的な分析の結果、事業危険だけ大株主の持分に有意的な正の関係を現わして、企業規模は模型によって部分的に有意的な正の関係を現わし、企業の事業年数や大株主1人の取締役の参与程度は非有意的であることを発見した。金錫龍(1991)は林雄基の研究を發展させ、大株主1人当たりの持分だけでなく、これに影響を与える可能性がある廣範囲な持分、即ち關係會社及び關連財團の保有株式を含んだ所有集中度を使用し、所有構造の決定要因を分析した。分析結果、全体標本の場合、企業規模の変数は所有集中度と非有意的な負の關係を表した。鞠燦杓と鄭鈞和(1996)は所有構造を資本構造及び、配当と同時に決定される財務政策的な変数とみてLISRELを利用し、その決定変数を把握しようとした。金喆中(1996)は所有構造、資本構造及び、配当決定要因を分析した。また、張輝龍と朴鍾甲(1999)は財務構造と成長政策を従属変数とする回帰模型として所有構造との關係を分析し、洪英復(1999)は株式大量所得制限措置が有効な期間前後、IMF管理体制前後の所有廣造決定要因の大株主の持分率にどのような変化をもたらすかを分析した。

韓國における所有構造の決定要因に關する現在までの研究が保たれている限界点を要約すると、次の通りである。

第一に、従属変数である所有集中度に影響を及ぼす要因を主に代理理論に立脚し、斷片的に考慮してきたので、所有構造の決定要因に付いての包括的な把握が不十分である。第二に、所有構造の決定要因を推定するための模型に付いての研究方法が横斷面の分析や時系列の分析に限られている。横斷面の分析や時系列の分析による模型は、その意味が制限的であるしかない。即ち、横斷面の資料と時系列の資料を結合したパネル資料(panel data)からの研究が提示されていない。第三に、先行研究が多様な形態で遂行されたが、株式市場の開放のような所有構造の外生的な環境が變化した場合の環境變化の前後に對する体系的な研究が行われていない。

従って、この様な問題点を改善し、所有構造に影響を与える要因を先行研究の変数の他に韓國の實情を勘案した多様な変数を深層的に分析し、韓國の上場企業の所有構造決定要因がどのように變化しているのかを具体的に分析する研究が必要である。また、株式市場の開放のように、所有構造に至大な影響を及ぼす企業の所有構造の環境が畫期的に變化した点を勘案すれば、今までの特定時点や一定期間の分析よりは急激な環境變化の前と後の比較分析が一層の意味を持つであろう。

本研究の目的は一つ、韓國の上場企業の所有構造要因を識別するために、理論的な模型を設定し、上場企業の横斷面の資料と時系列の資料を結合したパネル(panel)資料を利用し、理論的な模型を実証的に分析すること。もう一つは、株式市場の開放という、環境要因が韓國での所有構造の決定要因に影響を与えるのかを確認し、株式市場

の開放前後を区分して企業の所有構造を決定する要因がどのように変化したのかを分析することである。

本研究の文獻的な研究方法と實証的な研究方法を並行して使用している。文獻的な研究方法を通して、企業の所有構造の決定要因に關した理論的な論議と既存研究に於いては変數選定、檢定方法などを考察し、これを土台に所有構造と決定要因間の關係を説明する模型を提示していく。また、實証的な研究方法を通して提示した模型を實証的に檢定していく。特に、本研究では決定要因になる横斷面資料と時系列資料を結合したパネル資料(panel data)を作成し、後に最尤推定法(maximum likelihood estimation)で推定するパネル資料(panel data)推定方法を研究方法として使用する。

II. 所有構造決定要因

1. 資産特異性

資産特異性とは、ある企業の資産価値が使用企業での用途が大きく、他の企業では特に用途がないことを意味する。従って、研究開發の投資などは資産特異性を表す指標と見ることが出来る。FamaとJensen(1993)による資産特異性と所有廣造との關係は企業が資産特異性が高い投資をするほど、大株主や經營者はより多くの株式の持分を保有しようとする事實に論理的な根據を置いている。即ち、資産の特異性と所有集中度は正の關係をもつ。一方、Bathala, MoonとRao(1994)は特異性が大きい資産に對するR&Dと廣告費の支出は企業の恣意的な投資を意味する故、この様な支出に負債を使用したら、負債使用による代理人費用が増加され、この時に意思決定者は總代理人費用を最小化するためには内部の持分を増やすと主張した。しかし、韓國での實証分析結果は外國の研究結果とは違う。即ち、韓國での研究結果は金錫龍(1991)、鞠燦杓と鄭鈞和(1996)、金健宇(1997)から見られるように、資産の特異性と所有集中度の間に負の關係が見られる。

2. 収益性

Herman(1981)は企業主は一般的に収益性を高いものと予想し、有望企業に對する企業公開を回避したり、株式分散を憚り、反對に収益展望がよくない事業の場合、より活潑な株式の公開、分散する傾向が見られると主張している。

韓國の場合、金錫龍(1991)は總資産營業利益や賣上額營業利益率を代用變數として使

用した収益性と大株主1人当たりの持分の所有集中度は非有意的な負の関係を持つと発表した。また、この結果を統計的収益性のため、大株主や所有経営者が持分の保有を多くしないと説明している。しかし、鞠燦杓と鄭鈞和(1996)の研究では総資産営業利益率や売上額営業利益率を代表変数として使用した収益性と大株主1人当たりの持分の所有集中度は有意的な正の関係を表す。

3. 財務政策

所有構造と企業の財務政策の結果である負債比率との関係に付いての論理的な根拠はJensenとMeckling(1976)の代理理論により提示された。代理理論によると、経営者は自身の持分を高めることによって、自己資本の代理人費用を減少させられ、また、負債を増加させたら、外部の自己資本の調達必要性が減少されるので、自己資本の代理人費用を減少させることができるので、内部者の持分である経営者の持分率と負債比率は正の関係を持つと主張した。一方、所有集中度と負債比率の間の負の関係を主張する論文も提示されている。大株主は所有持分が低くなるほど、財務危険を深刻には認識しないので、負債使用を増加させるというFriendとHasbrouck(1987)の研究は負債比率と大株主の持分率は負の関係があることを主張している。

韓国で成し遂げられた所有構造と負債比率の間の関係を実証的に分析した研究でも鞠燦杓と鄭鈞和(1996)、金喆中(1996)は有意的な正の関係を、申連修と林炳振(1999)は有意的な負の関係を発見し、一貫性のある結論に至っていない。

4. 配当政策

EckboとVerma(1994)は実証分析結果、現金配当の大きさは経営者の持分と共に減少し、機関投資家の持分と共に増加することを明らかにし、その理由は配当所得に対する大株主は重課税になったり、機関投資家は非課税になるからだと主張した。また、経営者は純営業利益が大きいほど、経営者の誇示的な消費を増やすこともできるという点も経営者が配当を先行しない理由として上げている。

韓国の実証的な研究である鞠燦杓と鄭鈞和(1996)の研究は大株主が配当を憚る理由として重課税問題を新株発行時の大株主の持分が高まるほど、實権による大株主の持分が低くなる可能性が大きくなるため、大株主の持分と配当性間には有意的な負の関係があると主張している。

5. 成長性

Bathala, MoonとRao(1994)は情報非対称の観点での成長性が持分と正の影響を及ぼすもの、即ち、成長性が高い場合の内部経営者の成長の展望に関する優越な情報を持って、他の外部株主よりも多く持分を持つと主張した。これらは子業の成長性に對する代用値として過去の總資産の増加を利用したが、過去の成長が未來の利益創出の可能性と成長潜在力を反映する程度まで、経営者は自身の持分を増やすのに主著しないとみた。

成長性と所有構造に對する韓國の研究は外國の研究とは違う見解を見せている。金喆中(1996)は成長機会が大きい時、その企業に集中投資したら危険も大きくなるので、分散投資機会を見失い、大きな損失の負担になるので、内部経営者はその損失を減らすために自身の持分を減少させると主張した。また、金健宇(1997)も大株主の持分率と成長性は負の關係を持っていると発表した。その理由は成長性が高い会社は大株主の自己資産の調達よりもむしろ、負債の資本調達の方に多きな依存をしているからだとして主張した。

6. 危険

FamaとJensen(1992)は經營環境の不確實性は經營者の危険回避による經營者持分を減少させるであろうと主張している。また、Bathala, MoonとRao(1994)は總資産營業利益率の標準偏差を使用し、測定した企業の危険が大きくなるほど、大株主は持分擴大を回避するため、危険と大株主の持分率との負の關係を持つと主張した。

金錫龍(1991)は市場模型の標準誤差として測定した企業の危険度が高いほど、經營者の裁量行使に對する監視が難しくなるので、所有集中による統制力の確保として、經營者を監視する誘因が増加していくため、危険度と大株主の所有集中度とは有意的な正の關係があると発表した。しかし、洪英復(1999)は企業の体系的な危険が高いほど、所有集中度は低くなり、大株主1人は企業危険が高くなるほど、危険分散の必要性を感じ、所有集中度を減少させるとみた。また、普通株のベータとして危険を測定した金喆中(1996)の研究も危険と所有集中度間に有意的な負の關係が見られる。

7. 企業規模

Bathala, MoonとRao(1994)の研究によると、企業規模が大きくなるに従って、經營

者は個人資産の限界と個人的な借入の難しさ、そして企業に対する集中投資による危険の増加などから自身が経営する企業に対する投資が難しくなる。よって、企業規模と大株主の持分率は負の関係を持つと予想する。

韓国での実証的な分析結果も外國の研究結果とおおよそ一致している。即ち、自己資本の市場価値を規模の代用物として使用した 鞠燦杓と鄭鈞和(1996)の研究結果と總資産や資本金の帳簿価値を規模の代用物として使用した金健宇(1997)、金喆中(1998)、申連修と林炳振(1999)の研究結果からも規模と所有集中度間の関係は有意的な負の関係を表している。

8. 機關投資家 持分率

機關投資家の所有集中度に対する役割については戦略的な一致仮説の見解が提起されている。即ち、機關投資家が既存の業務連繫に因る投資企業の経営者と相互が助け合うようになるという戦略的な一致仮説によると、機關投資家の持分率が高まることは事実上の大株主の持分を減少させる役割をするので、機關投資家の持分率と大株主の持分率は負の関係を持つものと予想できる。Bathala、MoonとRao(1994)の研究によると、機關投資家が保有した普通株の持分は経営者の持分と有意的な負の関係を持つものと表している。韓國の鞠燦杓と鄭鈞和(1996)の研究と金健宇(1997)の研究も各々の機關投資家の持分率は大株主1人当たりの持分と有意的な負の関係を持つと発表した。

9. 30大財閥企業と非財閥企業の可否

財閥系列社は社長団會議、基調室(秘書室)を通した内部監視及び、統制を受けると同時に債権者である銀行からは授信業務管理規定、そして、政府からは構成取引法が適用されるため、非財閥企業と相異した所有構造を持つものと予想される。また、財閥企業が非財閥企業に比べ、債権者の代理人費用及び、債権者の代理人費用及び、経営者の代理人費用が少ないことを推定される。従って、財閥企業の所有集中度は低いものと予想される。

30大財閥企業・非財閥企業の仮変數と所有構造間の関係を分析した韓國の実証的な研究結果は一致していない。即ち、鞠燦杓と鄭鈞和(1996)の研究では財閥企業・非財閥企業の仮變數が大株主1人の持分率と有意的な差異がないのと、そして申連修と林炳振(1999)の研究では有意的なものと表われている。

III. 實證 分析

1. 分析期間と標本企業の選定

本研究の實証分析期間は1987年1月から2001年12月までの15年間行った。本研究で1987年度を始める時点とした理由は1987年から公正取引法に基づき資本総額基準に企業集団が指定され、また、授信業務限度管理が強化されたので、本研究で必要な財閥・非財閥の仮変數 (dummy variable)が測定できたからである。

本研究で使用する標本企業は2001年末、現在の韓國証券取引所に上場されている會社を対象に次の基準で標本企業を選定した。① 分析対象期間中、繼續して上場している企業、② 分析対象期間中、本研究に必要な會計資料をもらえる企業、③ 分析対象期間中、資本蚕食が100%以上の場合がない企業、④ 分析対象期間中、決算期を繼續して12ヶ月維持している企業、⑤ 分析対象期間中、業種変更せず証券取引所の所屬産業の分類に同一の産業に屬した企業、⑥ 比較的活發な取引を行っている企業を対象にしたため、6ヶ月以上の取引がない企業は除外した。

以上の基準を充足し、實証分析に最終的に選定された標本は130ヶ企業である。本研究に必要な會計資料は韓國上場會社協議會で發刊している“上場會社總覽”から抜粋した。具体的には韓國上場會社協議會の上場會社Database Package Systemである企業情報ウェアハウス(warehouse) TS2001を使用した。また、必要な収益率の資料は韓國信用評価の信評-KAISTの収益率の資料を利用した。

2. 獨立變數と從屬變數の定義

本研究で使用した獨立變數は次の通りである。資産特異性と収益性を表す代用變數として式(1)のCHAと式(2)のPROを財務政策と配当政策の計量的な代用物としては式(3)のFINと式(4)のDVD、成長性は賣上額成長率である式(5)のGROを、危険を測定する代用變數としては企業が他人資本を使用しない時の普通株ベータである式(6)のBRKを、企業規模は式(7)のSIZを、機關投資家の持分率は式(8)のINRを、最後に30大財閥系列の企業群に屬した企業と屬さない企業を仮變數である式(9)のCHBを各企業別に各年度別で測定して利用した。

$$CHA = (\text{研究開發費} + \text{廣告費}) / \text{賣上額} \quad (1)$$

$PRO = 1$ 株当たりの現金の流れ(cash flow)

(2)

$FIN = \text{總負債} / \text{自己資本}$

(3)

$DVD = \text{配当金} / \text{平均株価}$

(4)

$GRO = (\text{当期賣上額} - \text{前期賣上額}) / \text{前期賣上額}$

(5)

$BRK = \beta^L / [1 + (1 - \tau) B / S]$

(6)

$SIZ = \ln(\text{總資産の帳簿価値})$

(7)

$INR = \text{少額法人持分率}$

(8)

$CHB = \text{30大財閥} \cdot \text{非財閥企業の仮変数}$

(9)

式(6)で β^L に関する資料は信評-KAISTの収益率資料の週刊収益率資料を使用し、毎年測定した。また、財務leverageの比率のB/Sに関する資料は總負債の平均帳簿価値と自己資本の平均市場価値を利用し、法人税率(τ)は毎年の実際起業が納付した法人税などを法人税差減前純利益と分けて使用した。また、式(7)のような總資産の帳簿価値に自然対数を選んで変数を測定した理由は他の獨立変数が比率資料が多く、これに均衡を合わせ、獨立変数と從屬変数間の線型關係を充足させるためである。式の(9)を測定するために30大財閥企業の可否は公正取引委員會が毎年4月に發表する30大の大規模企業集団及び、系列社の現況資料を利用した。公正取引委員會は1987年から總資産規模が4,000億ウォン以上の企業を大規模企業の企業集団と指定し、1993年からの資産總額基準の上位30位までのグループを指定基準を変更し、2001年までを指定した。

本研究で從屬変数である韓國の上場企業の所有構造変数は大株主1人当たりの持分率を使用した。既存の所有構造決定要因に関する實証研究を見ると、所有構造を表す変数として5大株主による所有集中度、最大株主持分、經營者持分、内部持分などが状況によって使用された。しかし、韓國の場合、現實的に所有と經營が分離されていない点を勘案し、大株主の1人当たりの持分率を使用することが妥当である。従って、本研究では各年度別に標本企业の大株主1人の持分率は次の(10)のOWNと測定した。

$$OWN = \text{大株主1人の持分率} \quad (10)$$

3. 推定模型の設定

以上から説明した所有構造変数と決定要因変数をもって、本研究からは次のように多重回帰模型を使用した。

$$OWN_{jt} = \beta_0 + \beta_1 CHA_{jt} + \beta_2 PRO_{jt} + \beta_3 FIN_{jt} + \beta_4 DVD_{jt} + \beta_5 GRO_{jt} + \beta_6 BRK_{jt} + \beta_7 SIZ_{jt} + \beta_8 INR_{jt} + \beta_9 CHB_{jt} + \beta_{10} EVT_{jt} + u_{jt} \quad (11)$$

但し、 $j=1, 2, \dots, 130$, $t=1987, 1988, \dots, 2001$

$EVT_{jt} = 0 : t=1987, \dots, 1991$, $EVT_{jt} = 1 : t=1992, \dots, 2001$

式(11)で u は誤差値で、 EVT は本研究では1992年に始められた株式市場開放という環境要因に影響を及ぼすかを分析するための仮変数である。韓国政府は1991年9月30日に“外国人の株式買取引法などに關する規定”を制定し、同年11月30日には株式市場の開放日程を確定し、1992年1月3日から外国人に対して、初の國內直接証券投資が許可され、1992年6月11日に外国人の株式擴大方案を作ったので、本研究では株式市場開放時点を1992年にし、所有廣造の外生的な環境變化を反映した。即ち、式(11)により、株式市場の開放という環境變数が所有集中度に及ぶ影響が確認されたら、本研究では全標本期間(1987-2001)を株式市場の開放を中心に前と後の二つの期間で區分し、株式市場の開放前(1987-1991)を第1期間とし、開放後を第2期間(1992-2001)として、各期間に對して各所有構造の決定要因の變化を分析した。

本研究ではまず、所有構造の決定要因を求めるために式(11)に与えられた模型をパネル資料(panel data)に一番一般的な確立効果模型(random effect model)推定法で推定しようと思う。本研究で使用するパネル資料(panel data)は130ヶの個別企業が横斷面の單位を構成し、各企業が15年間の時系列をもつ均衡パネル資料(balanced panel data)である。パネル資料(panel data)推定法は最尤推定法(MLE: maximum likelihood estimation)で、ログ尤度函数(logarithm likelihood function)を極大化させる δ 値を區間探索(grid search)を使って求めた方法である。本研究でパネル資料推定法を使用する理由はパネル資料がもつ長所にある。パネル資料の長所は横斷面資料や時系列資料を一緒に利用し、資料の情報価値を高め、また資料の数が豊富になるので、自由度を増加させて説明變數間の多重共線性(multicollinearity)の問題を解決できるところにある。

IV. 實證 分析結果

確立効果模型の推定方法を遂行するためには、 δ 値について區間探索を実施しなければならない。全期間については式(11)を先に0.1, 0.2, . . . , 0.9のように0.1を區間とし、 δ 値を代入し、ログ尤度函數の L が最大になる δ の範圍をもとめた後にまた 0.0 1を區間で L の最大値をもとめた結果、 $\delta=0.47$ の時、 $L=4501.47$ になり、最大となる。

模型(11)に對して最尤推定法で回歸分析した結果は[表 1]の1列目のようになる。[表 1]の1列目から見られる様に、回歸模型は統計的に1%の有意水準で有意性があるものと表われた。但し、模型の説明力が比較的低く、本研究で提示された説明變數が大株主1人当たりの持分率の変動を9.7%程度で説明すると表われている。そして、式(11)の回歸分析の結果の株式市場の開放をいうのは、環境要因を仮變數とした結果は變數が有意水準5%に意味があり、要因が大株主1人当たりの持分率を決めると表している。

株式市場の開放という外生的な環境要因が意味する變數になることにより、株式市場の開放時点の1992年を基準に開放前と開放後に所有集中度の決定要因を比較するためには第1期間と第2期間で式(11)についてEVT變數を除外し、パネル資料推定法を使用して回歸分析した。第1期間のパネル資料は130ヶ企業の5年間の時系列資料で構成し、第2期間のパネル資料は130ヶ企業の10年間の時系列資料で構成した。各期間について區間探索をした結果は第1期間について、 $\delta=0.83$ で、この時 $L=1814.33$ で、第2期間については $\delta=0.58$ で、この時 $L=2936.26$ であった。第1期間と第2期間について最尤推定法で回歸分析した結果は各々 [表 1]の二列目三列目のようになる。ここで見られるように第1期間と第2期間で式(11)に与えられた回歸模型は統計的に1%の有意水準で有意性のあるものと表われた。但し、第1期間での模型の説明力が第2期間よりも明らかに下がっている。即ち、第1期間では本研究で提示した説明變數が大株主1人の持分率の変動を6.9%程度、そして第2期間では11.1%程度で説明している。

[表 1] 回帰分析結果

変數	全期間(1987-2001)	第1期間(1987-1991)	第2期間(1992-2001)
β_0	0.0785(3.254)*	0.1980(6.798)*	-0.0670(-1.739)***
β_1	0.2810(2.192)**	-0.3120(-1.279)	0.2800(1.887)***
β_2	$6 \times 10^{-7}(2.421)**$	$-2 \times 10^{-7}(-0.546)$	$5 \times 10^{-7}(1.932)***$
β_3	-0.0016(-2.842)*	-0.0012(-0.801)	-0.0016(-2.601)*
β_4	0.4610(4.472)*	0.0354(0.170)	0.4610(4.088)*
β_5	-0.0290(-2.735)*	0.0054(0.463)	-0.0387(-3.111)*
β_6	-0.0250(-2.251)**	-0.0260(-2.009)**	-0.0239(-1.691)***
β_7	-0.0007(-0.202)	-0.0290(-4.994)*	0.0213(3.743)*
β_8	-0.1030(-6.598)*	0.0239(1.526)	-0.1270(-5.741)*
β_9	-0.0610(-7.103)*	-0.0230(-1.713)***	-0.0024(-3.847)*
β_{10}	0.0106(1.849)**		
R^2	0.097	0.069	0.111
Regression F	20.882*	5.273*	17.963*
n	1950	650	1300

()内は t値である。

* 有意水準 1%から統計的に有意

**有意水準 5%から統計的に有意

***有意水準 10%から統計的に有意

また、本研究で提示した決定要因の変數がある程度の意味をもって、期待される變數の符号方向が前で提示した理論と一致するのを見るために[表 1]の回帰係數の結果を要約すると次の7通りになる。

一つ、本研究では所有集中度と關連した決定要因として資産特異性、収益性、企業の財務政策と配当政策、成長性、經營危險、企業規模、機關投資家の持分率、財閥可否などを提示したが、全期間では企業規模を除外した全變數である。第2期間では全變數が大株主1人の持分率を説明してくれる統計的に有意的な變數になっている。

二つ、期間別到大株主1人当たりの持分率の決定要因が株式市場開放を前後し、構造的に相異に変化した。特に株式市場開放前と後を比較した時、株式市場開放の全期間では大株主1人当たりの持分率を説明する變數が特別な説明力も持てなく、統計的な有意性も落ちてくる反面、株式市場開放後には諸股の変數が大株主1人当たりの持分率を説明する全般的な能力が高められ、統計的な有意性も高まっているのが見られる。この様に、推定結果は株式市場の開放がそれなりに企業の支配構造を決定するの

に、合理性と透明性を高めるのに貢献したと解釋できる。

三つ、資産の特使性の変數と収益性の変數及び、機關投資家の持分率の変數が大株主1人の持分率に与える影響を見ると、株式市場開放前には統計的に有意性が落ちてくるのに、負(-)の符号を持っていたのが株式市場開放後には統計的に有意でありながら正(+)の符号を持つものと表われ、二つの変數とも理論と符合するものと述べられた。

四つ、財閥・非財閥企業の仮変數に對する回歸係數の符号は理論と符合されている。特に、財閥・非財閥企業の仮変數に對する推定係數の値が株式市場開放前(-0.023)より、開放後(-0.0024)に絶対値がより低くなっている。一般的に財閥企業の場合、相互出資で大株主は低い持分率を持って、系列企業の經營權を實質的に行使できるものと知られている。即ち、財閥企業の場合、大株主1人当たりの持分率が他の非財閥企業より低い。従って、推定係數の絶対値が低くなるというのは株式市場開放後に財閥企業の場合、大株主が經營權の掌握のため、相對的に開放前よりも高い持分率を維持しなければならなかったということを表すため、株式市場の開放が企業の所有支配に肯定的に影響を与えたという意味をもつものと解釋できる。

五つ、企業の財務政策を表す負債比率及び、經營危險を表す他人資本を使用しない時の普通株のbataが大株主1人の持分率に与える影響は理論的に、全ての正と負の影響与えるものが可能で、本研究の推定結果はこの變數と大株主1人の持分率間の關係は各々負の關係を見せている。従って、韓國上場企業の場合、大株主1人の持分率と負債比率との關係は代理理論を従わなく、負債比率が高く、財務危險が増加するほど、大株主は持分を縮小させることがわかる。また、經營環境の不確實性を表す經營危險が大きいほど、大株主は危險を回避し、持分を縮小させている。

六つ、配当政策を表す配当收益率と所有集中度とは正の關係を表し、既存の研究とは違う結果を見せている。この結果は配当が高いほど、大株主は配当を好み、持分率を高めると間接的に推測するだけで、明確に究明するには難しい。また、成長性に對しては韓國の先行研究の結果と一致するが、外國の研究結果とは違い、大株主1人当たりの持分率と成長性間の關係は負の關係が見られる。

七つ、企業規模の変數に對しては回歸係數の符号は全期間で期待とは異なり、統計的に意味を持つ變數ではない。しかし、第2期間では反對の結果が表われている。その理由は企業規模を測定する變數に起因したものと解釋できる。

V. 要約と結論

本研究は企業の所有構造と決定要因間の関係を分析し、横断面要因と時系列要因を結合する理論的な模型を提示し、この提示した模型を韓国証券市場の資料を利用して実証的な分析を行った。また、株式市場の開放という環境要因が韓国での所有構造の決定要因に影響を与えるかを確認し、株式市場の開放前後を区分、企業の所有構造を決定付ける要因がどのように変化したのかを分析した。そして、本研究の実証的な研究方法では横断面資料と時系列資料を結合するパネル資料(panel data)推定法を適用した。本研究で取扱う実証分析期間は1987年1月から2001年12月までの15年間で、抽出した標本企業の数は130社である。

本研究の結論を実証分析結果から要約すると、次の通りである。一つ、本研究で提示された模型が相当な意味を持つが、模型の説得力は比較的強く提示された決定要因が大株主1人当たりの持分率の変動を9~11%で説明している。二つ、本研究で提示された株式市場の開放というのは環境的な要因が所有構造を説明する意味をもつ変数になっている。三つ、本研究で提示された全ての決定要因が統計的に意味をもつ変数になっている。但し、規模の変数だけが標本期間によって統計的な有意性と回帰係数の符号に一貫性が見られない。四つ、株式市場の開放を前後した時点で分け、所有構造の決定要因の変化を分析した結果、株式市場の開放前後には所有構造の決定要因が安定性と一貫性が見られない。

また、本研究は既存の研究に比べ、次のような点から特徴が見られる。一つ、この分野初の研究で横断面資料と時系列資料を結合し、パネル資料を利用して企業の所有構造と決定要因間の関係を分析した。二つ、株式市場の開放という環境要因が所有構造の決定要因に与える影響を初分析をした。三つ、経営危険の計量的な代用物として企業が他人資本を使用しなかった時の市場ベータを初めて使用し、この変数が統計的に有意的な決定要因であることを発表した。

最後に本研究がもつ限界点を要約すると、次の通りである。一つ、大株主1人当たりの持分率の計算による正確性の問題である。本研究では利用可能な全ての資料を活用し、客観性と正確性を基づくことに努力してきたが、偽装分散の可能性、資料自体の信頼性不足などに因る問題を完全に解決できなかった。二つ、本研究は計量化が難しいその他の決定要因の変数と所有集中度間の関係を明らかにできていない。従って、この変数と決定要因間の関係を究明するために、より体系的で、包括的な研究が行われなければならない。三つ、本研究では所有構造に影響を与える環境要因を株式市場の開放という変数で制限している。環境的な要因の例を上げれば、IMF管理体制

韓国証券市場での市場開放が所有構造決定要因に及ぶ影響

などは研究では考慮できていない。

以上の問題点を改善し、企業の所有構造と決定要因間の関係をより客観的に究明する理論的なモデルを開発して実証的な分析ができる精巧な研究が継続されなければならないであろう。

參考文獻

- 公正取引委員會、大規模企業集團の所屬會社の現況、1987-2001.
- 鞠燦杓と鄭鈞和、“韓國企業の所有構造決定要因に關する實証的な研究：線型構造模型を応用して” 財務研究、第12号、韓國財務學會、1996.10, pp.249-285.
- 金健宇、所有構造資本構造の關係、研究報告書 97-02、韓國租稅研究院、1997.3.
- 金錫龍、“企業所有構造の決定要因に關する實証的な研究” 經營學研究、第20卷 第2号、韓國經營學會、1991.5, pp.215-257.
- 金喆中、“所有構造、資本調達政策及び、配当政策の相互關連性に關する研究” 財務管理研究 第13卷 第1号、韓國財務管理學會、1996.6, pp.51-78.
- 申延修と林炳振、“企業所有構造の決定要因に對する實証的な研究” 産業經濟研究、第12卷 第4号、1999.8, 韓國産業經濟學會, pp.143-161.
- 林雄基、“韓國企業の所有構造の決定要因” 財務研究、第2号、韓國財務學會、1989.12, pp.1-27.
- 張輝龍と朴鍾甲、“經營者の内部持分率と企業の財務構造及び、成長性策” 財務管理研究、第16卷 第1号、韓國財務管理學會、1999.6, pp.61-82.
- 洪英復、“韓國上場企業の所有構造決定要因の變化” 1999年 秋季學術發表會 發表論文集、韓國財務學會、1999.11.6, pp.1-24.
- Bathala, C.T., "Determinants of Managerial Stock Ownership: The Case of CEOs," *Financial Review*, International Finance Corporate, Vol.23, February 1996, pp.127-147.
- Bathala, C.T., K.P. Moon, and R. P. Rao, "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective," *Financial Management*, Financial Management Association, Vol.31, Autumn 1994, pp.38-50.
- Crutchley, C.E. and R.S. Hansen, "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends," *Financial Management*, Financial Management Association, Vol.18, Winter 1989, pp.36-46.
- Demsetz, H. and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, Vol.93, December 1985, pp.1155-1177.
- Eckbo, B.E. and S. Verma, "Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy," *Journal of Corporate Finance*, Vol.1, March 1994, pp.33-62.
- Fama, E.F. and M.C. Jensen, "Agency Problem and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, University of Chicago Press, Vol.36, 1993, pp.327-349.
- Friend, I. and J. Hasbrouck, "Determinants of Capital Structure," in A. Chen(ed.),

Research in Finance, Vol.7, Greenwich: CT, JAI Press, 1988, pp.1-19.

Herman, E.S., *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge London: Cambridge University Press, 1981.

Jensen, G.R., D.P. Solberg, and T. S. Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, University of Washington, Vol.27, June 1992, pp.247-263.

Jensen, M.C. and W.H. Meckling, "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, University of Rochester, Vol.3, October 1976, pp.305-360.

Prowse, S.D., "The Structure of Corporate Ownership in Japan," *Journal of Finance*, American Finance Association, Vol.47, July 1992, pp.1120-1140.

< 국문초록 >

한국증권시장에서 시장개방이
소유구조결정요인에 미치는 영향

이 해 영* · 이 재 춘**

본 연구는 주식시장의 개방이라는 환경 요인이 한국에서 소유구조의 결정요인에 영향을 주는가를 확인하고, 주식시장의 개방 전후를 구분하여 기업의 소유구조를 결정짓는 요인이 어떻게 변화하였는지를 횡단면 자료와 시계열 자료를 결합하는 패널자료(panel data)추정법을 적용하여 분석하였다. 본 연구의 실증분석기간은 1987년 1월부터 2001년 12월까지의 15년간이었으며, 추출된 표본기업의 수는 130개사이다.

본 연구에서 독립변수로는 자산특이성, 수익성, 재무정책, 배당정책, 성장성, 위험, 기업규모, 기관투자자 지분율, 30대 재벌·비재벌 기업의 가변수를, 종속변수로는 대주주1인 지분율을 사용하였다.

본 연구의 결과로는, 첫째, 본 연구에서 제시된 모형이 상당한 의미를 가지나, 모형의 설명력은 비교적 낮아 제시된 결정요인들이 대주주1인 지분율의 변동을 9-11% 정도 설명하고 있다. 둘째, 본 연구에서 제시된 주식시장의 개방이라는 환경적인 요인이 소유구조를 설명하는 의미있는 변수가 되고 있다. 셋째, 본 연구에서 제시된 모든 결정요인들이 통계적으로 의미있는 변수가 되고 있다. 다만 규모 변수만이 표본기간에 따라 통계적 유의성과 회귀계수 부호에 일관성을 보이고 있지 못하다. 넷째, 주식시장의 개방을 전후 한 시점으로 나누어 소유구조의 결정요인의 변화를 분석한 결과 주식시장 개방 이전에는 소유구조의 결정요인들이 안정성과 일관성을 보이지 못하고 있다.

주제어 : 소유구조결정요인, 주식시장 개방, 패널자료(panel data) 추정법

* 강남대학교 경영학부 교수

** 극동정보대학 경영학과 부교수