

# 상장제조기업의 소유구조와 기업가치

황 동 섭\*

## Ownership Structure and Firm Value

< 목 차 >

I. 서 론	IV. 결 론
II. 선행연구의 검토와 연구가설	참고문헌
III. 실증분석	ABSTRACT

### I. 서 론

Berle와 Means(1932)가 소유의 과도한 분산과 소유와 통제의 분리가 기업의 경영성공에 부정적인 영향을 초래할 수 있다는 가설을 발표한 이래 소유구조와 성과에 관한 많은 연구가 이루어져왔으며, 대체로 다음과 같은 세 가지 연구 결과를 도출하고 있다.

첫째, 이해일치(convergence of interest)가설로 경영자의 소유지분율과 성과는 (+)의 상관관계를 갖는다.<sup>1)</sup> 이는 소유와 경영의 분리에 따라 소유경영자는 주주의 이해와 상충되는 의사결정을 할 수 있다는 대리문제(agency problems)로부터 출발한다. Jensen과 Meckling(1976)은 소유경영자의 지분이 증가하면 외부주주와의 이해가 일치하게 되어 대리비용(agency cost)이 감소하므로 기업 가치는 증가한다고 한다.

둘째, 경영자안주주의(management entrenchment)가설로 경영자가 높은 지분을 소유해서 통제를 받지 않는 경우 자신의 효용을 극대화하기 위해 활동할 수 있으며, 이로 인해 기업의 가치가 낮아질 수 있다. 이 경우 경영자의 소유지분과 성과는 (-)의 관계를 갖게 된다.<sup>2)</sup>

\* 탐라대학교 사회과학부

1) Bradley(1980), Jensen과 Ruback(1983), Hunt(1986), Oswald와 Jahera(1991), Zajac과 Westphal(1994) 등의 연구가 있다.

2) Monsen et al.(1968), Radice(1971), Bothwell(1980), Fama와 Jensen(1983), Hambrick과 Finkelstein

## 참 동 설

셋째, 경영자의 지분소유 정도에 따라 기업가치에 미치는 영향이 다르다는 절충가설이 있다.<sup>3)</sup> Morck et al.(1988)은 경영자의 지분이 증가함에 따라 기업가치가 처음에는 증가하다가 감소하며, 다시 증가하는 “N”자형의 모습을 갖는다고 한다. McConell과 Survaes(1990)도 내부지분율과 성과 사이에 “역 U”자형의 비선형관계가 존재함을 밝히고 있다.

결국 어느 정도의 지분율에서 어떤 가설이 지지되는지는 실증적인 문제라고 할 수 있다. 그 동안 우리나라 기업을 대상으로 이루어진 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구의 대부분은 1997년 말의 경제위기 이전을 대상으로 하고 있어서 기업 지배구조가 더 잘 갖춰진 미국의 연구결과를 그대로 원용하는 데는 한계가 있었다.<sup>4)</sup> 김주현(1992)은 1986~1990년을, 김우택 외 2인(1993)은 1988년을, 박기성(2002)은 1994~1996년을, Joh(2001)는 1993~1997년을 대상으로 하였다. 최근 김병호(2002)는 1999년과 2000년을 대상으로 이익일치가설과 경영자기득권유지가설에 대한 횡단면회귀분석을 실행하였는데, 임원지분율이 5-30% 구간에서는 토빈의 Q가 유의적으로 감소하고, 다른 구간에서는 증가하지만 유의성이 없다고 하였다. 여전히 경제위기 이후를 대상으로 한 연구는 부족한 실정이다.

본 논문은 경제위기 이전부터 계속해서 성장되어 온 제조기업들의 경제위기 이후 기간을 대상으로 소유구조가 기업가치에 미치는 효과에 대해 분석해보고자 한다. 최근 3년간의 패널자료를 이용하며, 소유구조를 나타내는 대용변수로는 대주주1인지분율을 이용한다. 경제위기 이후 자본시장과 기업 경영의 투명성이 높아졌지만 여전히 적은 지분만을 소유한 지배주주에 의한 기업에 대한 통제가 계속되고 있다는 것이 일반적인 시각이다. 그러므로 김병호(2002)에서 사용된 임원지분율 보다는 기존의 선행연구에서 많이 이용된 대주주1인 지분율이 더 설득력이 있을 것으로 생각된다. 아울러 기업집단에 속한 기업과 그렇지 않은 기업의 소유구조와 기업가치는 다른 모습을 보일 것으로 생각된다.

---

(1987) 등의 연구가 있다.

3) Hermalin과 Weisbach(1991), Wright et al.(1996)등의 연구가 있다. 우리나라 기업을 대상으로 한 연구로는 김주현(1992)과 김우택 외 2인(1993), 이해영과 이재춘(1999), 박기성(2002)과 김병호(2002)의 연구가 있는데, 이들 연구 결과는 대부분은 “U”자형의 모습을 띠고 있다. 한편, 박경서와 백재승(2001)은 기업의 소유구조는 기업가치 및 자본구조 등에 의해 내생적으로 결정된다고 한다.

4) Gedajlovic and Shapiro(1998)는 미국, 캐나다, 영국, 독일, 프랑스를 대상으로 소유구조와 성과의 관계를 비교 연구한 결과 국가마다 다를 수 있음을 밝히고 있다.

우리나라의 경우 1994년까지 기존 지배주주만이 10%이상의 지분 소유가 허용되었고, 1997년 말까지 외국인의 주식소유가 제한되었으며, 1998년까지 적대적 기업인수와 외국인에 의한 기업인수가 제한되는 등 지배주주들이 낮은 지분을 소유하고도 기업에 대한 경영권을 가질 수 있게 제도적인 뒷받침이 이루어졌다.

## II. 선행연구의 검토와 연구가설

Jensen과 Meckling(1976)이 주주와 경영자의 이해관계가 서로 다를 수 있다는 대리이론(agency theory)의 관점에서 경영자의 지분율이 높을수록 주주와 경영자의 이해가 일치되어 기업가치가 높아지게 된다고 한 이래로 이를 지지하는 많은 연구가 이루어져왔다. 그러나 Demsetz(1983), Fama와 Jensen(1983) 등에 의하면 경영자의 지분율이 일정수준을 넘어서게 되면 주변의 위협으로부터 자신의 지위에 대해 안정감을 갖게 되어 기업가치에 반하여 자신의 사적이익을 추구할 가능성이 존재하기도 한다. 최근에는 경영자의 보유지분율의 크기에 따라서 기업가치가 다르게 될 수 있음을 보인 연구들이 많다. Stults(1988), McConnell과 Survaes(1990), Wright et al.(1986)은 경영자의 지분율과 기업 성과가 비선형적인 곡선관계에 있음을 밝히고 있지만 변곡점은 모두 다르게 나타나고 있다. 그리고 Morch et al.(1988)는 경영자의 지분율이 5%에 이를 때까지는 기업성과가 증가하지만, 그 수준을 넘어서 25%에 이를 때까지는 감소하며, 25%를 넘어서게 되면 다시 증가하는 "N"자형의 비선형관계에 있음을 밝히고 있다.

우리나라의 최근 연구로 김주현(1992)은 대주주 지분율 40%를, 이해영과 이재춘(1999)은 지분율 25%를, 박기성(2002)은 대주주 지분율 49%를 변곡점으로 하여 "U"자형의 모습을 보인다고 했다.<sup>5)</sup> 이는 대주주의 지분율이 낮은 수준에서는 지분율이 증가함에 따라서 사적이익을 추구할 가능성이 높아지지만, 일정 수준을 넘어서면 사적이익 추구로 발생하게 되는 비용이 증대하게 되어 경영자와 주주의 이해관계가 일치하는 모습을 보이는 절충가설이 지지되는 결과이다.

재벌기업의 경우 오히려 통치되는 그룹 회장에게 거의 모든 권한이 집중되기 때문에 소유와 통제의 분리에 따른 대리문제가 최소화될 수 있을 것이다. 그러나 소수지분율이 소수에 불과하기 때문에<sup>6)</sup> 사적이익을 추구하려는 성향이 강하게 나타나 대리비용을 발생시켜 성과를 떨어뜨리는 요인으로 작용하기도 할 것이다. La Porta et al.(1999)는 세계에서 규모가 큰 기업에서의 주요한 대리문제는 지배주주가 소수주주들의 부를 빼돌리는 것을

- 
- 5) 김우택 외 2인(1993)은 대주주가 직접 경영에 참여하는 경우 기업가치는 지분 20%까지는 증가하며, 20-25%에서는 그 반대로 감소하다가 25%이상에서는 다시 증가하는 모습을 보인다고 한다. 그러나 전문경영체제인 경우는 기업가치가 지분과 함께 단조적으로 감소한다고 했다. 김병호(2002)는 임원지분율이 5%까지는 토빈의 Q가 증가하고, 5%부터 25-30%까지는 유의적으로 감소하다가 30%를 넘어서면 다시 증가한다고 했다.
- 6) 1992년에 2.2%에 달했던 이견회 삼성그룹 회장의 보유지분율이 2002년 0.45%로 감소하는 등 2002년 현재 우리나라 재벌 총수들이 실제 보유중인 계열사 지분이 10년 전인 92년의 30% 수준에 불과한 것으로 나타났다. 소수 지분을 가진 재벌 총수가 계열사의 상호출자를 통해 전 계열사를 지배하는 '황제식 경영'의 강도가 더욱 심화되고 있다(한국일보, 2003. 3. 9).

## 황 동 석

제한하는 것이다. 이는 특히 소수주주보호제도가 미비하거나 지배주주의 재량권을 통제할 기구가 존재하지 않을 경우 더 심각하다. Johnson et al.(2000)은 지배주주는 자신들의 부를 증가시키기 위해 기업의 자원을 빼돌리려는 강한 동기를 갖게 된다고 한다.

이상의 연구결과를 참고로 하여 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정한다.

내부지분율이 일정 수준에 도달할 때까지는 성과가 낮아지다가, 그 수준을 넘어서게 되면 성과는 증가하는 모습을 보일 것이다. 그리고 재벌기업의 경우 소수 지분을 갖고 있는 오너 1인에게 모든 권한이 집중되므로 내부지분율이 낮은 수준에서는 기업가치와 (-)의 관계, 일정 수준을 넘어서면 (+)의 관계가 비재벌 기업에서보다 더 강하게 나타날 것이다.

### III. 실증분석

#### 1. 표본기업 및 자료의 선정

본 연구는 1995년 1월 1일부터 2002년 3월 31일까지 계속해서 상장되어 있는 12월 결산 상장제조기업들 중 산업고정효과를 통제하기 위해 업종별 모기업수가 30개 이상인 6개 업종에 속한 기업들만을 대상으로 하였다. 업종분류는 증권시장에서 적용되고 있는 업종별 분류기준에 의하되, 업종특성별로 세분하여 분류한 한국상장회사협의회 상장법인 업종 분류기준을 따랐다. 1998년부터 2001년까지 계속해서 공인회계사 감사의견이 적정인 기업만을 대상으로 하였으며, 분석에 필요한 자료는 한국상장회사협의회 상장회사총람 CD를 이용하였으며, 분석에 필요한 자료를 구할 수 없는 기업은 제외하였다. 실증분석기간은 1997년말의 경제위기 이후인 1999년부터 2001년까지로 한다. 30대 기업집단에 관한 자료는 공정거래위원회의 <2001년도 대규모기업집단 소속회사 현황>(2001년 4월 2일 기준)을 이용한다.

#### 2. 회귀분석모형

우리나라 상장제조기업의 소유구조와 기업가치의 관계를 알아보기 위해 다음과 같은 회귀식을 설정한다.

$$\begin{aligned} \text{기업가치} = & \alpha + \beta_1 \text{지분율} + \beta_2 \text{지분율}^2 + \beta_3 \text{규모} \\ & + \beta_4 \text{부채비율} + \beta_5 \text{시장점유율} + \beta_6 \text{산업더미} + \beta_7 \text{재벌더미} \end{aligned}$$

### 상장제조기업의 소유구조와 기업가치

종속변수인 기업가치를 나타내는 대용변수로는 Tobin's Q비율을 이용한다.<sup>7)</sup>

독립변수로는 대주주1인지분율과 기업규모, 부채비율, 그리고 시장점유율을 이용한다. 기업규모는 총자산의 자연대수를 이용하며, 부채비율은 부채총계를 자본총계로 나눈 비율을 이용한다. 시장점유율은 해당 기업의 매출액을 그 기업이 속해있는 업종의 매출액으로 나누어 산출한다. 산업고정효과를 통제하기 위해서 산업더미를 이용하며, 재벌기업을 통제하기 위해 재벌더미변수를 이용한다. 아울러 소유구조와 기업가치사이의 비선형성을 검증하기 위해 지분율을 제공한 변수를 이용하여 회귀분석을 실행해본다. 그리고 지분율의 대용변수로 대주주1인지분율에 기타주주 지분율을 더한 총지분율을 이용한 분석도 함께 해본다.<sup>8)</sup>

### 3. 분석 결과

[표 1] 기술통계

<표본기업 전체>

구분	1999년	2000년	2001년	N
대주주1인지분율	30.22	31.44	31.77	147
총지분율	51.02	53.67	56.83	
토빈의 Q	0.861	0.759	0.811	

<30대 재벌 계열기업>

대주주1인지분율	30.82	32.79	32.89	34
총지분율	51.53	58.05	59.86	
토빈의 Q	0.9344	0.7859	0.8691	

<비재벌 독립기업>

대주주1인지분율	30.04	31.03	31.44	113
총지분율	50.87	52.35	55.93	
토빈의 Q	0.839	0.751	0.793	

[표 1]에는 표본기업에 대한 기술통계가 나타나 있다. 30대 재벌 계열기업의 내부지분율이 30대 재벌에 속하지 않은 기업들보다 조금 더 높으며, 매년 지분율이 증가하고 있는데,

7) 본 연구에서는 Tobin's Q ratio를 다음과 같이 산출하였다.

$$\text{토빈의 Q비율} = \frac{\text{연말 총가} \times \text{발행주식수} + \text{부채 총계}}{\text{자산 총계}}$$

8) 김주현(1992)은 우리나라 기업의 경우 계열기업의 상호출자 지분이나 대주주1인 분류에 포함되지 않지만 대주주와 관련이 많은 주주지분이 기타주주를 형성하므로 총지분율을 이용해서 회귀분석을 실행하였다.

## 활동성

이는 경제위기 이후 정부의 강력한 재무구조 개선 요구에 기업들이 자본을 늘린 것<sup>9)</sup>과 기업인수합병의 활성화 등 변화된 자본시장에서 경영권을 지키기 위한 노력의 결과로 보인다. 토빈의 Q도 시장지배력이 더 높은 재벌 계열기업들이 일반기업들보다 조금 더 높게 나타나고 있다.<sup>10)</sup>

[표 2] 회귀분석 결과 - 표본기업전체

구분	(1)	(2)	(3)	(4)
대주주1인지분율	-.29391** (-2.069)	-.36069 (-.721)		
대주주1인지분율 <sup>2</sup>		9.062245E-04 (.039)		
총지분율			-.37171** (-2.599)	-.82392 (-1.120)
총지분율 <sup>2</sup>				4.273276E-03 (.623)
부채비율	.02923*** (1.835)	.02920*** (1.826)	.03216** (2.060)	.03020*** (1.893)
ln자산총계	-3.48742 (-1.446)	-3.50114 (-1.446)	-3.45052 (-1.444)	-3.55709 (-1.481)
시장점유율	1.04033* (2.819)	1.04033* (2.819)	1.30255* (2.756)	1.01285* (2.766)
재벌더미	6.25024 (.869)	6.26901 (.868)	7.34247 (1.025)	7.38972 (1.029)
산업더미	포함	포함	포함	포함
수정된 R <sup>2</sup>	.29014	.28499	.30243	.29931
F	6.96747*	6.29016*	7.32987*	6.66952*
N	147	147	147	147

. ( )안은 t값, \* 1% 유의수준에서 유의함, \*\* 5%, \*\*\* 10%

표본기업 전체를 대상으로 회귀분석한 [표 2]의 결과를 보면, 대주주 지분율이 일정수준에 도달하기까지는 기업가치가 감소하다가 일정 수준을 넘어서게 되면 기업가치가 증가한다는 가설은 지지되지 못하는 것으로 나타났다. (2)식을 보면 아래로 볼록한 "U"자형의 모습을 보이지만 유의성이 없다. 그러나 선형관계를 조사한 (1)식을 보면 대주주 지분율과 토빈의 Q가 (-)의 유의한 관계를 나타내 대주주 지분율이 증가하면 이사회나 기업외부로

9) 표본기업들 중 재벌 계열기업들의 부채비율은 1999년 151.23%에서 2001년 128.83%으로 크게 낮아졌다.

10) 재벌기업들의 시장점유율은 일반기업들의 1.37%보다 훨씬 더 높은 11.77%이다.

### 상장제조기업의 소유구조와 기업가치

부터 자신의 지위를 안전하게 지킬 수 있게 되어 자신의 사적이익을 우선시한다는 안주주의가설이 지지되는 것으로 보인다. 총지분율을 이용한 (3)식과 (4)식의 경우에도 연구결과는 같다. 이는 앞에서 살펴본 선행연구 결과와는 다른 모습인데, 경영권 보호장치가 대폭 완화된 불확실한 경영환경에서 지배주주가 자신의 경영권을 지키기 위해 지분율을 높였으나 수익의 개선을 가져오지 못한 것에 기인한 것으로 보인다.<sup>11)</sup> 부채비율은 지분율과 (+)의 관계를 보여 부채의 규율효과가 작용하는 것으로 볼 수 있다. 시장점유율도 (+)의 관계를 보이는데, 시장점유율이 높은 기업의 경우 시장에서 지배적 위치를 차지하고 있으므로 수익성이 높게 나타나게 된다.

[표 3] 회귀분석 결과 - 30대 재벌기업

구분	(1)	(2)	(3)	(4)
대주주1인지분율	-0.37386 (-1.683)	-0.42154 (-0.424)		
대주주1인지분율 <sup>2</sup>		6.027531E-04 (.049)		
총지분율			-0.50313*** (-2.599)	-2.18031 (-1.314)
총지분율 <sup>2</sup>				.01391 (1.024)
부채비율	-0.01958 (-.362)	-0.01908 (-.340)	-0.02760 (-.518)	-0.02805 (-.527)
ln자산총계	-6.34417E-03 (-.001)	-.04071 (-.007)	.20640 (.035)	.41630 (.070)
시장점유율	.55675 (1.178)	.54881 (1.079)	.42034 (.877)	.25543 (.506)
산업더미	포함	포함	포함	포함
수정된 R <sup>2</sup>	.57805	.56501	.58957	.59036
F	6.65106*	5.67641*	6.92542*	6.28428*
N	34	34	34	34

. ( )안은 t값, \* 1% 유의수준에서 유의함. \*\* 5%, \*\*\* 10%

30대 재벌에 속한 기업을 대상으로 회귀분석한 [표 3]의 결과를 보면, 대주주1인지분율을 이용한 경우는 유의성이 없으며, 총지분율을 이용한 경우 (-)의 관계를 보여 지분율이 증가함에 따라 기업가치가 감소함을 볼 수 있다. 이는 표본기업 전체를 대상으로 회귀분

11) [표 1]의 기술통계를 보면 내부지분율은 꾸준히 증가하고 있으나 토빈의 Q는 오히려 감소하고 있다.

## 활동설

석한 [표 2]의 결과와 같다. 비재벌 기업들을 대상으로 회귀분석한 [표 4]의 결과도 총지분율과 토빈의 Q가 (-)의 관계를 보여 재벌기업의 경우와 같다. 그러나 재벌기업의 설명력이 더 높게 나타나고 있다.

[표 4] 회귀분석 결과 - 일반기업

구분	(1)	(2)	(3)	(4)
대주주1인지분율	-.25262 (-1.427)	-.46327 (-.770)		
대주주1인지분율 <sup>2</sup>		2.902060E-03 (.367)		
총지분율			-.37927** (-2.198)	-.77582 (-.843)
총지분율 <sup>2</sup>				3.903148E-03 (.439)
부채비율	.03209*** (1.818)	.03199*** (1.804)	.03415** (1.987)	.03225*** (1.812)
ln자산총계	-4.91781 (-1.459)	-4.97822 (-1.469)	-5.36399 (-1.616)	-5.59436 (-1.658)
시장점유율	1.18215 (.756)	1.18155 (.752)	1.67196 (1.088)	1.71672 (1.110)
산업더미	포함	포함	포함	포함
수정된 R <sup>2</sup>	.20245	.19569	.22311	.21697
F	4.15889*	3.72498*	4.57392*	4.10348*
N	113	113	113	113

( )안은 t값, \* 1% 유의수준에서 유의함, \*\* 5%, \*\*\* 10%

이상의 결과는 대주주 지분율이 일정수준에 도달하기까지는 기업가치가 감소하다가 일정 수준을 넘어서게 되면 기업가치가 증가한다는 가설이 지지되지 못하며, 대신에 지분율과 토빈의 Q 사이에 (-)의 선형관계가 있는 것으로 나타나 경영자 안주주의 가설이 지지되는 것으로 볼 수 있다. 이는 지분 소유비중이 높아지면 경영자는 자신의 지위를 유지할 영향력을 지니게 되어 기업가치에 반하는 행동을 하게 되며, 경영자의 권한과 재량권을 강화시켜 모니터링 기능을 약화시켜 적대적 M&A를 억제하거나 개인적 이익을 추구하도록 한다는 Fama와 Jensen(1983), Stultz(1988), Hambrick과 Finkelstein(1987) 등의 주장과 맥을 같이한다고 볼 수 있다.

## IV. 결 론

본 연구는 IMF 경제위기 이후 경영투명성을 높이기 위해 지분소유한도를 철폐하고 기업인수시장을 활성화하는 등 많은 제도적인 변화가 일어난 이후 기간을 대상으로 우리나라 상장제조기업의 소유구조와 기업가치의 관계에 대해 분석해보았다. 분석 결과는 “U”자형의 곡선관계이거나 “N”자형으로 지분을 구간별로 다른 모습을 보일거라는 가설과는 달리 대주주 지분율이 토빈의 Q와 (-)의 단순한 선형관계를 보여, 지분율이 증가함에 따라서 기업가치가 감소한다는 안주주의 가설을 지지하는 것으로 보인다. 이는 대주주의 경영권을 보호해주던 제도가 대폭 완화되면서 경영권에 위협을 느낀 대주주들이 지분율을 늘렸지만 기업의 성과가 뒷받침되지 못한 때문으로 보인다.

지분율의 증가가 기존 주주의 경영권과 이익을 지키는데 이용되고 경영성과로 이어지지 못한다면 기업가치는 하락할 수밖에 없을 것이다. 이러한 기업들에서 기존 대주주의 사적 이익 추구를 막을 수 있는 제도적인 장치의 보완이 필요하다. 그러므로 현재 추진되고 있는 기업 지배구조 개선정책은 의미를 갖게 되며, 자본시장에서 냉정한 평가를 받을 수 있게 해야 할 것이다. 그러나 본 연구는 경영자의 지분율을 엄격하게 구분하지 못한 한계를 갖고 있다.

## 참 고 문 헌

- 김병호, “기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구: 임원지분율을 중심으로”, 증권학회지 제30집(2002), pp.391-434.
- 김우택·장대홍·김경수, “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구”, 재무연구 제6호(1993), pp. 55-75.
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”, 재무연구 제5호(1992), pp. 129-154.
- 박기성, “소유구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin-Q의 관계에 관한 연구”, 증권학회지 제30집(2002), pp.297-325.
- 이해영·이재춘, “기업소유구조와 기업가치와의 관계 - 패널자료로부터 근거”, 1999, pp.91-118.
- Berle, A. A. & G. C. Means, *The Modern corporation and Private Property*, New York Macmillan 1932.

- Bothwell, J., "Profitability, Risk, and the Separation of Ownership from Control", *Journal of Industrial Economics*(1980 March), pp.303-317.
- Bradly, W., "The Issue Decision of Manager-Owners under information Asymmetry", *Journal of finance* 53(1987 December), pp.1245-1260.
- Demsetz, H., "The Structure of Ownership and The Theory of The Firms", *Journal of Law and Economics* 26(1983 June), pp.375-390.
- Fama, E.F. & M. C. Jensen(a), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*(1983 June), pp.301-326.
- Gadajlovic, E. R. and Shapiro, D. M., "Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries", *Strategic Management Journal* 19(1998), pp.533-553.
- Hambrick, D. C. and Finkelstein, S., "Managerial Discretion: A Bridge between Polar Views of Organizations", In Cummings, L. L. and Staw, B. M.(eds.), *Research in Organizational Behavior*, Greenwich, CT: JAI Press, pp.369-406.
- Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S., "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*(1991 Winter), pp.101-112.
- Hunt, H., "The Separation of Corporate Ownership and Control: Theory, Evidence, and Implications", *Journal of Accounting Literature* 5(1986), pp.85-124.
- Jho, Sung Wook, "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis", *Journal of Financial Economics* (2001 December).
- Jensen, M., and Meekling, W., Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(1976). pp.305-360.
- Jensen, M., and R. Ruback, "The market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics* 11(1983 April), pp.5-50.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., and Shleifer, A., "Tunneling", *American Economic Review Papers and Proceedings* 90(2000), pp.22-27.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., and Shleifer, A., "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance* 54(1999), pp.471-517.
- McConnel, J. J. and H. Servaes, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics*(1995), pp.131-157.
- Morck, R., A. Schleifer and R. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 20(1988), pp.293-315.
- Monsen, R., J. Chin and D. Cooley, "The Effect of Separation of Ownership Control on

- the Performance of the Large Firms”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 82, No. 3,(1968), pp.435-451.
- Radice, H., “Control Type, Profitability and Growth in Large Firms: An Empirical Study”, *Economic Journal* 81(1971 September), pp.547-562.
- Oswald, S. L. and Jahera, J. S., “The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study”, *Strategic Management Journal* 12(1991), pp.321-326.
- Stultz, R., “Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and The Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics* 20(1988), pp.25-54.
- Wright, P., Ferris, S. P., Sarin and Awasthi, V., “Impact of Corporate Insider, Blockholder, and Institutional Equity Ownership on Firm Risk Taking”, *Academy of Management Journal* 39(1996), pp.441-463.
- Zajac, E. J. and Westphal, J. D., “The Costs and Benefits of Managerial Incentives and Monitoring in Large U.S. Corporations: When is more not better?”, *Strategic Management Journal* 15(1994), pp.121-142.

## ABSTRACT

### Ownership Structure and Firm Value

Hwang, Dong-Sub

This paper investigates the relationship between ownership and value of manufacturing companies listed in the KSE. In this study, samples are 147 firms continuously listed in the KSE from 1995 to 2002. The period of empirical tests is from 1999 to 2001.

I find evidence of a significant monotonic relationship in Tobin's Q. According to empirical results, Tobin's Q of firm decreases as insider ownership increases. This relationship could be explained by management entrenchment hypothesis.

