

지배주주의 프로핑과 기업가치

김동욱¹, 정민규², 김병곤^{3*}

¹부산경제진흥원 경제동향분석센터, ²경남과학기술대학교 벤처경영학과, ³창원대학교 경영학과

Controlling Shareholders' Propping and Corporate Value in Korean Firms

Dongwook Kim¹, Mingue Jung², Byounggon Kim^{3*}

¹Research and Analysis Team, Busan Economic Promotion Agency

²Department of Venture Business, Gyeongsang National University of Science and Technology

³Department of Business Administration, Changwon National University

요약 본 연구는 한국기업에서 지배주주에 의한 프로핑 현상과 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 특히 지배주주의 프로핑과 연관되는 부 이전수단을 확인하고, 이러한 부 이전수단이 기업가치에 부정적인 영향을 미치는가를 패널자료를 이용한 2SLS분석을 이용하여 분석하였다. 본 연구의 표본은 2004년부터 2014년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 지배주주가 존재하고, 관계사를 가지고 있는 총 4,077개의 기업-연도 자료를 사용하였다. 지배주주의 부 이전 수단 대용변수로는 관계사에 대한 장기공급계약, 자산 및 영업 양수도, 신용공여, 대여금, 지분출자가 사용되었다. 분석결과 부 이전변수 중에서 장기공급계약, 자산 및 영업 양수도, 신용공여, 대여금에서는 지배주주에 의한 프로핑 현상을 확인할 수 없었다. 그렇지만 출자지분에 대한 분석결과에서는 프로핑 현상을 확인할 수 있었다. 우리나라 기업에서 지배주주는 관계사에 대한 지분출자를 통해 프로핑을 발생시키고, 이러한 프로핑은 기업가치의 하락을 유발시키는 것으로 이해할 수 있었다. 우리나라 기업에서 관계사가 부실해지는 경우에 유상증자 참여나 신규 출자 등을 통해 자금을 지원함으로써 부실관계사의 회생을 도모하는 현실과 일치하는 결과로 이해할 수 있었다. 부실관계사에 지분을 출자한 기업은 투자전망이나 기업가치적 측면보다는 지배주주의 부실관계사 지원이라는 목적에 맞게 자금을 운용한 것이기 때문에 기업가치의 하락으로 이어지는 것으로 이해할 수 있었다.

Abstract This study aims to examine propping by the controlling shareholders and the corporate value of Korean firms with agency problems and propping perspectives. Propping refers to a transfer of resources from a higher ownership firm to a lower ownership firm, in order to prevent the latter from going bankrupt. This study used a sample of 4,077 companies listed on the KRX data exchange from 2004 to 2014. We used proxy variables such as long-term supply contracts, asset and business sales, credit facilities, loans, and equity investments to affiliates as wealth transfer instruments of the controlling shareholders. We found that propping occurred by the equity investment of affiliates in Korean firms. Also, we found that the Korean firm's value was decreased by the affiliate equity investment.

Keywords : 2SLS, Agency Problem, Corporate Value, Control Shareholder, Propping

1. 서론

기업의 지배주주는 자신의 기업통제권을 활용하여 기업자원을 자신에게 유리한 방향으로 이동시켜 사적 이익(private benefits)을 추구하고자 하는 유인을 가질 수 있다[1-4]. Johnson, Boone, Breach, and Friedman(2000)

은 지배주주는 자원이동을 통해 소액주주의 부(wealth)를 탈취(expropriate)하고자 하는 강한 동기를 가지고 있음을 밝히고 있다[5].

이처럼 지배주주는 소액주주의 부를 탈취하여 사적 이익을 추구하고자 하는 유인을 가지고, 탈취하는 부의 규모와 방법을 선택할 수 있음에도 불구하고, 지배주주

*Corresponding Author : Byounggon Kim(Changwon National University)

Tel: +82-10-4564-9732 email: bgkim@changwon.ac.kr

Received June 23, 2016

Revised August 12, 2016

Accepted September 9, 2016

Published September 30, 2016

는 어떠한 조건에서는 소액주주에게 이익이 되는 방향으로 자원을 이동시키는 경우도 있다[6]. 여러 나라에서 지배주주가 어려움에 처한 기업을 지원하기 위하여 개인 자산(private fund)을 투입한다는 증거도 제시되고 있다 [7-10]. 더욱이 Friedman, Johnson, and Mitton(2003)은 지배주주가 탈취의 옵션을 유보시켜 두거나, 미래에 발생할 이익에 대해 합법적으로 지분을 확보해 둘 목적으로 어려움에 직면한 기업으로 자원을 이동(prop up)시킬 수도 있다고 하였다[6].

이와 같이 부실한 관계사를 지원하기 위하여 자신의 개인적 부나 지배주주의 소유권이 높은 관계사의 부를 소유권이 낮은 부실관계사로 이전시키는 현상을 프로핑(propping)이라고 한다. Friedmand, Johnson, and Mitton(2003)과 Riyanto and Toolsema(2008)는 프로핑을 피라미드 소유구조에서 지원행위가 터널링(tunneling)과 반대 방향으로 일어난다는 의미에서 부(負)의 터널링(negative tunneling) 혹은 역 터널링(reverse tunneling)이라고 하였다[6, 11].

한국기업에서도 지배주주에 의한 프로핑 현상이 나타날 수 있다. 기업집단 내에 부실관계사가 생기면 부실관계사로 인해 기업집단 전체나 기업집단을 구성하고 있는 관계사들에 여러 가지 불이익이 발생할 수 있다. 이 경우 지배주주는 부실관계사로 인한 불이익을 최소화하고, 출자구조를 유지할 목적으로 부실관계사를 지원하고자 하는 유인을 가질 수 있다. 즉 부실관계사를 지원하기 위하여 관계사 간에 자원을 공유하거나 위험을 분담하는 방식의 의사결정을 할 수 있다.

따라서 본 연구에서는 한국기업에서 지배주주의 프로핑 현상을 분석하고, 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 특히 지배주주의 프로핑과 연관되는 부 이전수단을 확인하고, 이러한 부 이전수단이 기업가치에 부정적인 영향을 미치는가를 확인한다.

표본자료는 2004년부터 2014년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 총 4,077개 기업이다. 본 연구에서 분석하고자 하는 핵심적인 변수 간에는 상호 의존적인 영향관계가 존재할 수 있다. 즉 부 이전변수는 프로핑에 영향을 받는 내생변수이자 기업가치에 영향을 미치는 외생변수적 성격을 갖고 있다. 또한 본 연구에서 사용되는 자료는 횡단면자료(cross-section data)를 시간적으로 연결한 것이기 때문에 횡단면·시계열적 특성을 가지고 있을 수 있다. 따라서 본 연구에서는 자료의 특성을 반영하

고, 변수의 내생성문제를 해결하기 위하여 패널자료를 이용한 2단계최소자승법을 사용하여 분석한다.

2. 이론적 배경

프로핑(propping)은 지배주주의 소유권이 낮은 부실 기업을 지원하기 위하여 소유권이 높은 기업에서 소유권이 낮은 기업으로 부를 이전시키는 현상을 말한다[6]. 프로핑은 지배주주의 소유권이 낮은 부실기업을 지배주주 자신의 부나 소유권이 높은 관계사의 부를 이용하여 이들 기업을 지원하는 형태로 이루어진다. 그러므로 프로핑의 경우 관계사 간 자원 할당이 투자전망이나 기업가치적 측면보다는 지배주주의 의도에 최적인 방향(예, 부실관계사의 구제)으로 이루어진다.

이러한 프로핑은 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있지만, 지배주주의 미래의 부를 증가시키는 기회를 제공할 수도 있다. 관계사 간에 자원과 위험을 공유하고, 지원함으로써 성과가 좋지 못한 관계사가 회생을 하는 경우 자신이 제공한 프로핑 비용 이상을 회수할 수도 있기 때문이다.

이러한 프로핑은 기업집단의 소유구조가 피라미드 혹은 다계층구조인 경우에 용이하게 나타날 수 있다[6]. 이때 프로핑은 관계사 간의 내부거래(이전가격 설정, 장기공급계약), 기업자산 및 영업의 양수도, 대여금 조건의 조정, 지분출자, 신용공여(지급보증 및 담보제공) 등의 방법에 의해 이루어질 수 있다.

선행연구들에 의하면 지배주주의 기업통제권이 강하게 작용하고 있는 신흥시장의 경우에는 지배주주와 소액주주 간에 대리인문제로 인한 갈등이 심각하게 나타나고, 프로핑 현상이 발생할 수 있다고 하였다[12-16]. Freidman, Johnson, and Mitton(2003)은 투자자에 대한 법적 보호가 취약한 국가에서는 지배주주에 의한 프로핑이 감시되지도 않고, 방치되거나 징벌되지도 않는 경향이 있다고 하였다[6].

한국기업의 경우 관계사 간에 순환출자나 상품·서비스 등의 내부거래에 의해 상호의존적인 관계를 형성하고 있는 것이 일반적이기 때문에 특정 관계사가 부실화되더라도 구조조정을 통해 그 기업을 해체하거나 파산처리하는 데는 어려움이 따를 수 있다. 그러므로 특정 관계사가 부실화되더라도 관계사 간의 상호지원에 의해 유지시

키거나 회생을 도모하는 것이 일반적이다. 이로 인해 한국기업에는 지배주주가 관계사들로 하여금 부실관계사를 지원하도록 통제권을 행사하는 프로핑이 발생할 수 있다.

3. 실증분석의 설계

3.1 표본기업의 선정 및 분석대상 기간

본 연구에서 표본은 2004년부터 2014년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 지배주주가 존재하고, 관계사를 가지고 있는 총 4,077개의 기업-연도 자료를 선정하였다. 프로핑은 지배주주에 의한 대리인문제로 유발되고, 관계사간 부의 이전현상으로 나타나므로 지배주주와 관계사가 없는 기업은 본 연구의 표본에서 제외하였다.

이들 표본기업은 2004년 이후 분석 당해 연도에 결산 자료를 공표하여 회계자료를 입수할 수 있는 12월 결산 법인으로 표본기간동안 결산을 변경하지 않은 비금융업종 기업이다. 표본대상 기업에서 은행·보험·증권 등 금융업종의 기업을 제외시킨 것은 우리나라에서 은행·보험·증권산업은 규제산업으로 기업의 지배형태나 경영형태 등에서 비금융업종의 기업과 매우 다르기 때문이다. 분석에 필요한 데이터는 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE와 각 기업의 사업보고서(<http://dart.fss.or.kr>)를 이용하였다.

3.2 분석대상변수

3.2.1 부 이전 대응변수

지배주주에 의한 기업 간 부의 이전은 다양한 방법으로 이루어질 수 있다고 하였다. 본 연구에서는 상품과 서비스거래에 의한 부 이전의 대응변수로 관계사간 장기공급계약(*InSupply*), 자산 및 영업의 양수도에 의한 부 이전을 대응하기 위해서는 관계사간 자산 및 영업 양수도(*InAsset*), 자금지원 및 자금조달 수단에 의한 부 이전 대응지표로 관계사간 신용공여(*InCredit*), 대여금(*InLoan*), 지분출자(*InEquity*) 등의 더미변수를 사용한다. 어떤 기업에서 관계사에 대한 장기공급계약, 자산 및 영업 양수도, 신용공여, 대여금 제공, 지분출자 등이 이루어진 경우 각 더미변수에 1의 값을 부여한다.

3.2.2 프로핑 검증변수

프로핑은 지배주주의 소유권이 낮은 부실기업을 지원하기 위하여 소유권이 높은 우량기업의 자원을 이전시키는 것이라고 하였다. 이렇게 발생한 프로핑은 기업가치를 하락시키는 요인이 된다고 하였다. 따라서 본 연구에서는 프로핑의 검증변수로 지배주주의 소유권(*Owner*)과 재무건전성(*FinCredit*), 기업가치(*MB*)변수를 사용한다. 지배주주에 의해 프로핑이 발생한다면 지배주주의 소유권변수와 기업 재무건전성변수가 동시에 부 이전변수와 정(+)의 관계를 갖고, 부 이전 변수는 기업가치와 부(-)의 관계를 나타내게 된다.

지배주주의 소유권 수준은 지배주주(지배주주 본인 및 친족)가 보유하고 있는 소유지분율에 의해 측정한다. 기업의 재무건전성 측정은 한국신용평가에서 발표하고 있는 ‘KIS 신용평점’을 사용한다. KIS 신용평점은 부실 예측등급과 재무평점을 결합하여 전체 10등급으로 구분하고 있다. 1등급을 최상위등급으로 분류하고, 2등급과 3등급을 상급, 4등급~6등급을 중급, 7등급을 하급, 8등급~10등급을 불량으로 구분하고 있다. 중급 중에서도 4등급과 5등급은 각각 양호와 보통으로 분류하고, 6등급은 미흡으로 분류하고 있다. 따라서 본 연구에서는 최상위등급과 상급에 해당하는 1등급~3등급과 중급에서 4등급과 5등급에 해당하는 기업은 우량기업으로 분류하여(Moody's와 S&P 신용등급 기준으로는 각각 A3와 A-등급 이상에 해당) 재무건전성더미변수(*FinCredit*)에 1의 값을 부여한다. 중급의 6등급과 하급 및 불량에 해당하는 7등급~10등급기업을 재무적 취약기업으로 분류한다.

기업가치의 대응변수로 기업의 시장가치 대 장부가치(*market-to-book value, MB*)비율을 사용한다. 기업의 시장가치는 자기자본의 시장가치(시가총액)와 부채의 장부가치의 합으로 계산한다. 기업의 장부가치는 총자산의 장부가치로 계산한다.

3.2.3 기업특성 통제변수

Jensen(1986)이 제시한 통제가설(control hypothesis)에 따르면 부채는 지배주주의 대리인문제를 감소시킬 수 있는 규율효과를 발휘할 수 있다[17]. 부채의 규율효과가 존재한다면 경영을 책임지고 있는 지배주주에 의한 프로핑은 최소화 되고, 기업가치는 증가할 수 있다. 레버리지비율(*Lev*)의 측정변수는 총자산에서 부채가 차지

하는 비중(=부채/총자산)으로 측정한다.

기업의 수익성은 기업가치에 긍정적으로 영향을 미치는 요소이다. Servaes(1996)는 수익성이 낮은 기업은 수익성이 높은 유사기업에 비해 시장에서 할인되어 거래되는 경향이 있다고 하였다[18]. 그런데 프로핑의 관점에서 보면 수익성이 높은 기업은 관계사로부터 부가 이전되어 수익성이 높게 나타났을 수도 있다. 수익성의 대용 지표로 총자산에서 당기순이익이 차지하는 비중(=당기순이익/총자산)인 총자산순이익률(*Roa*)을 사용한다.

기업규모가 크다는 것은 내부능력의 축적이 높은 것으로 볼 수 있고, 기업규모의 확대는 규모의 경제를 향유할 수 있기 때문에 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 기업규모가 커지면 대리인비용의 발생 가능성도 높아진다. 특히 기업규모가 커지면 지배주주가 부를 이전시킬 수 있는 다양한 수단들을 활용할 수 있어 프로핑의 가능성은 증가할 수 있다. 기업규모변수(*Size*)를 측정하기 위해서는 총자산에 자연로그를 취한 값을 사용한다.

기업의 성장성이 높은 경우에는 시장으로부터 높은 평가를 받을 수 있기 때문에 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 한편으로는 성장성이 높은 기업에서는 지배주주에 의한 부 이전 기회가 증가할 수도 있다. 기업 성장성의 대용변수로 매출액증가율을 사용한다. 매출액증가율(*Grow*)은 전년대비 매출액 증가율(= (당해 연도 매출액-전년도 매출액)/전년도 매출액)로 측정한다.

기업의 잉여현금흐름은 지배주주의 부 이전에 영향을 미칠 수 있다. 지배주주의 소유권이 높은 우량기업에 잉여현금흐름이 많이 발생하는 경우에 지배주주는 재무건전성이 취약한 관계사를 지원하기 위해 우량기업의 잉여현금흐름을 활용하는 프로핑 현상이 나타날 수 있다. 잉여현금흐름변수(*Cash*)는 Lehn and Poulsen(1989)과 Chen and Steiner(2000)가 제시한 것과 같이 당기순이익에 감가상각비를 더하고 배당을 차감하여 구한 현금흐름(=당기순이익+감가상각비-배당)을 자기자본의 시장가치(=주가×발행주식수)로 나누어 계산한다[19, 20].

한편 본 연구의 분석기간 동안에는 전세계적으로 기업경영에 큰 영향을 미쳤던 금융위기가 포함되어 있다. 금융위기는 기업의 유동성이나 경영성과뿐만 아니라 기업의 경영행태에도 큰 영향을 미쳤을 것으로 예상할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 금융위기가 발생하여 본

격화되었던 2007년부터 2009년의 기간을 더미변수(*Crisis*)를 이용하여 통제하여 분석한다.

3.3 가설 설정 및 실증분석 모형

우리나라 기업에서 지배주주는 관계사간에 부를 이전시켜 부실관계사를 지원(프로핑)할 수 있다고 하였다. 즉 프로핑은 지배주주의 소유권이 낮은 부실기업을 지원하기 위하여 소유권이 높은 우량기업의 자원을 이전시키는 것이라고 하였다. 이때 부를 이전시키는 수단으로는 관계사 간의 내부거래(장기공급계약), 기업자산 및 영업의 양수도, 신용공여(채무보증 및 담보제공), 대여금 조건의 조정, 지분출자 등이 있다고 하였다.

따라서 본 연구에서는 먼저 다음과 같은 [가설1]을 설정하여 우리나라 기업에서 부 이전수단들이 프로핑과 연관되는가를 확인한다. 그런데 우리나라 기업에서 발생하는 프로핑이 지배주주에 의한 대리인문제로 발생한다면, 이는 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 [가설2]를 설정하여 우리나라 기업에서 프로핑이 부 이전 수단을 통해 기업가치에 부(-)의 영향을 미치는가를 확인한다.

[가설1] 한국기업에서 부 이전 수단들은 지배주주의 프로핑과 연관되어 있다.

[가설2] 프로핑과 연관된 부 이전 수단들은 기업가치에 부(-)의 영향을 미친다.

그런데 본 연구에서 분석하고자 하는 변수 간에는 상호 의존적인 영향관계가 존재하여 어느 한 변수를 독자적으로 내생(종속)변수 혹은 외생(독립)변수로만 볼 수 없는 부분이 있다. 즉 부 이전변수는 프로핑에 영향을 받는 내생변수이자 기업가치에 영향을 미치는 외생변수적 성격을 갖고 있으므로 이들 변수들의 관계를 일방의 영향관계로 분석하면 편의가 발생할 수 있다. 따라서 이러한 변수들의 관계를 분석하기 위해서는 오차항(*error term*)이 회귀변수(*regressor*)들과 상관관계가 없다고 가정하는 OLS(*ordinary least squares*)방법이나 각 방정식을 별개로 각각 분석하는 방법을 사용하는 것보다는 변수간의 상호 의존성(*interdependence*)을 반영하여 분석할 수 있는 2단계최소자승법을 사용하는 것이 바람직하다.

따라서 본 연구에서는 패널자료를 이용한 2단계최소

자승법을 사용하여 [가설1]과 [가설2]를 동시적인 관계로 분석한다. 이를 위해 [가설1]을 검증하는 [프로핑방정식]과 [가설2]를 검증하는 [기업가치방정식]을 설정한다.

[프로핑방정식]은 부 이전변수들이 지배주주의 프로핑과 연관이 되는가를 분석하는 모형이다. 프로핑 검증 변수인 지배주주지분율(*Owner*)과 재무건전성변수(*FinCredit*)를 설명변수로 하고, 부 이전 대응변수(*InSupply*, *InAsset*, *InCredit*, *InLoan*, *InEquity*)를 종속변수로 하는 회귀모형을 설정한다. [기업가치방정식]은 프로핑과 연관된 부 이전 수단이 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 모형이다. 부 이전 대응변수(*InSupply*, *InAsset*, *InCredit*, *InLoan*, *InEquity*)를 설명변수로 기업가치변수(*MB*)를 종속변수로 회귀모형을 설정한다. 지배주주가 모형에 포함된 부 이전 수단을 이용하여 프로핑을 한다면 [프로핑방정식]의 지배주주지분율변수(*Owner*)와 재무건전성변수(*FinCredit*)의 회귀계수는 유의한 정(+)의 값을 나타내고, [기업가치방정식]의 부 이전 대응변수의 회귀계수는 부(-)의 값을 동시적으로 나타내게 될 것으로 예상할 수 있다.

[프로핑방정식]

$$\text{부 이전 대응변수} = f(\text{지배주주지분율, 재무건전성, 레버리지비율, 수익성, 기업규모, 성장성, 잉여현금흐름, 금융위기})$$

[기업가치방정식]

$$\text{기업가치} = f(\text{부 이전 대응변수, 레버리지비율, 수익성, 기업규모, 성장성, 금융위기})$$

단,

- 부 이전 대응변수 = 장기공급계약(*InSupply*), 자산 및 영업 양수도(*InAsset*), 신용공여(*InCredit*), 대여금(*InLoan*), 지분출자(*InEquity*)
- 지배주주지분율(*Owner*) = 지배주주본인 및 친족 소유지분율
- 재무건전성(*FinCredit*) = KIS인용평점 5등급 이상인 경우 더미값 1 부여
- 기업가치(*MB*) = 기업의 시장가치/장부가치
- 레버리지비율(*Lev*) = 부채/총자산
- 수익성(*Roa*): 총자산순이익률 = 당기순이익/총자산
- 기업규모(*Size*) = ln총자산
- 성장성(*Grow*): 매출액증가율 = (당해 연도매출액 - 전년도 매출액) / 전년도 매출액
- 잉여현금흐름(*Cash*) = (당기순이익 + 감가상각비 - 배당) / 시가총액
- 금융위기(*Crisis*) = 2007년 - 2009년의 기간에 더미값 1 부여

4. 실증분석결과

4.1 표본기업 기술통계량

Table 1은 전체표본의 각 변수별 기술통계량을 나타낸 것이다. Table 1에서 장기공급계약변수(*InSupply*)는 평균 18.32%로, 관계사와 장기공급계약을 맺고 있는 표본기업은 18.32%이다. 자산 및 영업 양수도 변수(*InAsset*)는 평균 10.45%로, 관계사에 자산 및 영업을 양수도한 실적이 있는 표본기업이 10.45%이다. 신용공여변수(*InCredit*)의 평균은 51.17%로, 관계사에 신용공여를 제공하고 있는 표본기업이 51.17%이다. 대여금 변수(*InLoan*)의 평균은 17.86%로, 관계사에 대여금을 제공하고 있는 표본기업은 17.86%이다. 지분출자변수(*InEquity*)의 평균은 42.09%로, 전체표본기업 중에서 42.09%가 관계사에 지분을 출자하고 있다.

지배주주지분율(*Owner*)은 평균 10.62%이다. 재무건전성(*FinCredit*)이 우량한 표본기업은 62.57%이다. 기업가치(*MB*)는 최소 0.1883배에서 최대 4.8056배이고 평균 1.0801배이다. 레버리지비율(*Lev*)은 평균 44.04%이고, 수익성 지표인 총자산순이익률(*Roa*)은 평균 3.14%이다. 기업규모(*Size*)의 평균은 26.7220이고, 성장성 지표인 매출액증가율(*Grow*)은 평균 10.38%이다. 잉여현금흐름(*Cash*)은 평균 7.07%이다. 금융위기 기간에 포함되는 표본은 30.12%이다.

Table 1. Descriptive statistics

구분	Mean	Standard Deviation	Min	Max
<i>InSupply</i>	0.1832	0.3869	0.0000	1.0000
<i>InAsset</i>	0.1045	0.3059	0.0000	1.0000
<i>InCredit</i>	0.5117	0.4999	0.0000	1.0000
<i>InLoan</i>	0.1786	0.3830	0.0000	1.0000
<i>InEquity</i>	0.4209	0.4938	0.0000	1.0000
<i>Owner</i>	0.1062	0.1329	0.0000	0.8475
<i>FinCredit</i>	0.6257	0.4840	0.0000	1.0000
<i>MB</i>	1.0801	0.5737	0.1883	4.8056
<i>Lev</i>	0.4404	0.1911	0.0112	0.9930
<i>Roa</i>	0.0314	0.1003	-1.9251	0.9141
<i>Size</i>	26.7220	1.4668	22.3755	32.5234
<i>Grow</i>	0.1038	0.3761	-0.9814	7.5801
<i>Cash</i>	0.0707	0.4573	-9.6198	4.2379
<i>Crisis</i>	0.3012	0.4588	0.0000	1.0000

Table 2는 전체표본에 대한 각 변수들의 Pearson상관계수를 나타낸 것이다. 다중공성선 여부를 확인하기 위하여 분산팽창계수(variance inflation factor, VIF)를 측

정한 결과 각 독립변수의 VIF값은 1.02~1.90으로 통계적으로 허용되는 범위 내에 분포하였다.

Table 2. Correlation matrix

	<i>Supply</i>	<i>Asset</i>	<i>Credit</i>	<i>Loan</i>	<i>Equity</i>	<i>Owner</i>	<i>Credit</i>
<i>InSupply</i>	1.000						
<i>InAsset</i>	0.035**	1.000					
<i>InCredit</i>	0.043***	0.080***	1.000				
<i>InLoan</i>	-0.002	0.042***	0.203***	1.000			
<i>InEquity</i>	0.029**	0.055***	0.325***	0.119***	1.000		
<i>Owner</i>	-0.106***	-0.068***	0.004	-0.070***	0.069***	1.000	
<i>FinCredit</i>	0.002	0.019	-0.095***	-0.142***	-0.003	0.128***	1.000
<i>MB</i>	0.020*	0.075***	-0.042***	-0.017	-0.024*	-0.093***	0.067***
<i>Lev</i>	0.039***	0.046***	0.184***	0.137***	0.068***	-0.207***	-0.630***
<i>Roa</i>	0.023*	0.020*	-0.032*	-0.094***	0.050***	0.091***	0.412***
<i>Size</i>	0.137***	0.202***	0.244***	0.016	0.145***	-0.191***	0.045***
<i>Grow</i>	0.002	0.050***	-0.025*	0.000	0.001	-0.034**	-0.014
<i>Cash</i>	0.009	0.002	-0.019	-0.043***	0.083***	0.074***	0.188***
<i>Crisis</i>	0.008	-0.020	0.016	0.032**	0.134***	0.021*	-0.002
	<i>MB</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Cash</i>	<i>Crisis</i>
<i>MB</i>	1.000						
<i>Lev</i>	0.070***	1.000					
<i>Roa</i>	0.109***	-0.315***	1.000				
<i>Size</i>	0.107***	0.172***	0.168***	1.000			
<i>Grow</i>	0.090***	0.045***	0.111***	-0.005	1.000		
<i>Cash</i>	-0.061***	-0.182***	0.591***	0.033**	0.078***	1.000	
<i>Crisis</i>	0.015	-0.011	0.029**	-0.021*	0.007	0.029**	1.000

4.2 프로핑과 기업가치의 2SLS 분석결과

Table 3은 [프로핑방정식]과 [기업가치방정식]을 패널자료를 이용한 2단계최소자승법으로 분석한 결과이다. 부 이전 수단(장기공급계약, 자산 및 영업 양수도, 신용공여, 대여금, 지분출자)에 따라 다섯 가지 분석결과를 각각 제시하였다. 여기서 [프로핑방정식]의 지배주주지분율(*Owner*), 재무건전성(*FinCredit*)변수의 회귀계수가 정(+), [기업가치방정식]의 부 이전변수의 회귀계수가 부(-)의 관계로 동시에 나타나다면, 그 부 이전 수단을 통해 지배주주는 프로핑을 발생시킨다고 해석할 수 있다.

Table 3의 분석결과를 보면, 장기공급계약(*InSupply*), 자산 및 영업 양수도(*InAsset*), 신용공여(*InCredit*), 대여금(*InLoan*)에서는 이들 변수들이 동시에 정(+) 또는 부(-)의 관계로 나타나지 않고 있다. 즉 이들 부 이전 수단에서는 지배주주의 프로핑 현상을 확인할 수 없는

결과이다.

그렇지만 관계사간 지분출자(*InEquity*)에서는 프로핑 현상을 확인할 수 있는 결과를 보이고 있다. [부 이전방정식]에서 지배주주지분율변수(*Owner*)의 회귀계수는 0.1834($z=1.84$)로 10% 유의수준에서 통계적으로 유의한 정(+)의 영향관계를 보이고, 재무건전성변수(*FinCredit*)의 회귀계수는 0.0681($z=3.38$)로 1% 유의수준에서 유의한 정(+)의 관계를 보이고 있다. [기업가치방정식]에서는 지분출자변수(*InEquity*)의 회귀계수가 -0.4784 ($z=-2.28$)로 5% 유의수준에서 유의한 부(-)의 관계를 보이고 있다. 즉 프로핑 검증변수인 지배주주지분율(*Owner*), 재무건전성(*FinCredit*), 부 이전 수단변수(*InEquity*)의 회귀계수가 각각 정(+), 정(+), 부(-)의 값을 동시에 보여 관계사간 지분출자가 프로핑과 연관된다고 해석할 수 있다.

이러한 결과는 우리나라 기업에서 지배주주는 관계사에 대한 지분출자를 통해 프로핑을 발생시키고, 이러한 프로핑은 기업가치의 하락을 유발시키는 것으로 이해할 수 있다. 우리나라 기업의 경우 관계사가 부실해지는 경우에 유상증자 참여나 신규 출자 등을 통해 자금을 지원함으로써 부실관계사의 회생을 도모하는 현실과 일치하는 결과라고 할 수 있다. 부실관계사에 지분출자한 기업은 투자진망이나 기업가치적 측면보다는 지배주주의 부실관계사 지원이라는 목적에 맞게 자금을 운용한 것이기 때문에 기업가치의 하락으로 이어지는 것으로 이해할 수 있다.

5. 결론

본 연구는 한국기업에서 지배주주에 의한 프로핑 현상과 기업가치의 영향관계를 분석하였다. 특히 지배주주의 프로핑과 연관되는 부 이전수단을 확인하고, 이러한 부 이전수단이 기업가치에 부정적인 영향을 미치는가를 패널자료를 이용한 2SLS분석을 이용하여 확인하였다. 본 연구의 표본은 2004년부터 2014년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 지배주주가 존재하고, 관계사를 가지고 있는 총 4,077개의 기업-연도 자료를 사용하였다. 지배주주의 부 이전 수단 대응변수로는 관계사에 대한 장기공급계약, 자산 및 영업 양수도, 신용공여, 대여금, 지분출자가 사용되었다.

분석결과 부 이전변수 중에서 장기공급계약, 자산 및

Table 3. Empirical results of 2SLS with panel data

Long-term Supply Contracts										
<i>InSupply</i>	<i>Owner</i>	<i>FinCredit</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Cash</i>	<i>Crisis</i>	<i>Const</i>	Wald
Coefficient	-0.1730	0.0119	-0.0027	-0.0467	0.0320	0.0002	0.0171	0.0068	-0.6599	Chi(8)=49***
z-value	(-2.96)***	(0.75)	(-0.06)	(-0.61)	(5.47)***	(0.01)	(1.19)	(0.63)	(-4.27)***	
<i>MB</i>	<i>InSupply</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Crisis</i>	<i>Const</i>	Wald		
Coefficient	0.5776	0.2565	0.6034	-0.0004	0.0774	0.0133	0.8471	Chi(6)=89.31***		
z-value	(1.25)	(4.17)***	(6.47)***	(-0.02)	(3.69)***	(0.80)	(2.07)**	$R^2 = 0.0051$		
Asset and Business Sale										
<i>InAsset</i>	<i>Owner</i>	<i>FinCredit</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Cash</i>	<i>Crisis</i>	<i>Const</i>	Wald
Coefficient	-0.1351	0.0252	0.0031	0.1309	0.0259	0.0292	-0.0226	-0.0120	-0.5959	Chi(8)=29***
z-value	(-1.71)*	(1.74)*	(0.06)	(1.81)*	(2.43)**	(2.48)**	(-1.82)*	(-1.37)	(-2.09)**	
<i>MB</i>	<i>InAsset</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Crisis</i>	<i>Const</i>	Wald		
Coefficient	3.5873	0.3511	0.4348	-0.1252	-0.0472	0.0629	3.8933	Chi(6)=23.23***		
z-value	(2.97)***	(1.87)*	(1.86)*	(-2.39)**	(-0.82)	(1.70)*	(2.97)***	$R^2 = 0.0030$		
Credit Facilities										
<i>InCredit</i>	<i>Owner</i>	<i>FinCredit</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Cash</i>	<i>Crisis</i>	<i>Const</i>	Wald
Coefficient	0.1827	-0.0017	0.3839	-0.0766	0.0687	-0.0169	-0.0008	0.0211	-1.5233	Chi(8)=201**
z-value	(2.60)***	(-0.09)	(6.89)***	(-0.85)	(9.70)***	(-1.05)	(-0.05)	(1.70)*	(-8.12)***	
<i>MB</i>	<i>InCredit</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Crisis</i>	<i>Const</i>	Wald		
Coefficient	-1.3968	0.7702	0.5058	0.1104	0.0513	0.0474	-1.5381	Chi(6)=48.73***		
z-value	(-2.04)**	(2.88)***	(3.66)***	(2.35)**	(1.64)	(1.77)*	(-1.49)	$R^2 = 0.0177$		
Loan										
<i>InLoan</i>	<i>Owner</i>	<i>FinCredit</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Cash</i>	<i>Crisis</i>	<i>Const</i>	Wald
Coefficient	-0.1370	-0.0378	0.1477	-0.1312	0.0019	0.0138	0.0116	0.0271	0.0892	Chi(8)=69***
z-value	(-2.40)**	(-2.46)**	(3.25)***	(-1.78)*	(0.33)	(1.04)	(0.85)	(2.66)***	(0.59)	
<i>MB</i>	<i>InLoan</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Crisis</i>	<i>Const</i>	Wald		
Coefficient	-1.7370	0.6270	0.3827	0.0227	0.1019	0.0640	0.4616	Chi(6)=50.86***		
z-value	(-2.80)***	(3.93)***	(2.48)**	(1.79)*	(3.31)***	(2.26)**	(1.39)	$R^2 = 0.0035$		
Equity Investment										
<i>InEquity</i>	<i>Owner</i>	<i>FinCredit</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Cash</i>	<i>Crisis</i>	<i>Const</i>	Wald
Coefficient	0.1834	0.0681	0.4253	0.1254	-0.1231	0.0129	0.0716	0.1165	3.3708	Chi(8)=271**
z-value	(1.84)*	(3.38)***	(6.10)***	(1.26)	(-10.29)***	(0.78)	(4.12)***	(9.34)***	(10.57)***	
<i>MB</i>	<i>InEquity</i>	<i>Lev</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>	<i>Crisis</i>	<i>Const</i>	Wald		
Coefficient	-0.4784	0.4144	0.8433	-0.0681	0.0683	0.0741	2.8488	Chi(6)=87.28***		
z-value	(-2.28)**	(4.23)***	(6.84)***	(-2.26)**	(3.63)***	(2.62)***	(3.40)**	$R^2 = 0.0006$		

영업 양수도, 신용공여, 대여금에서는 지배주주에 의한 프로핑 현상을 확인할 수 없었다. 그렇지만 출자지분에 대한 분석결과에서는 프로핑 현상을 확인할 수 있었다. 우리나라 기업에서 지배주주는 관계사에 대한 지분출자를 통해 프로핑을 발생시키고, 이러한 프로핑은 기업가치의 하락을 유발시키는 것으로 이해할 수 있었다.

우리나라 기업에서 관계사가 부실해지는 경우에 유상증자 참여나 신규 출자 등을 통해 자금을 지원함으로써 부실관계사의 회생을 도모하는 현실과 일치하는 결과로 이해할 수 있었다. 부실관계사에 지분출자한 기업은 투자전망이나 기업가치적 측면보다는 지배주주의 부실관계사 지원이라는 목적에 맞게 자금을 운용한 것이기 때문에 기업가치의 하락으로 이어지는 것으로 이해할 수 있었다.

References

- [1] S. Grossman, O. Hart, "One Share One Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 175-202, 1988.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90044-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90044-X)
- [2] J. Zwiebel, "Block Investment and Partial Benefits of Corporate Control", *Review of Economic Studies*, 62(2), pp. 161-184, 1995.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2297801>
- [3] A. Shleifer, R. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 17, pp. 753-754, 1997.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- [4] M., Pagano, A. Roell, "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public", *Quarterly Journal of Economics*, 113(1), pp. 187-225, 1998.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1162/00335539855568>
- [5] S. Johnson, P. Boone, A. Breach, E. Friedman, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis: 1997-1998", *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 141-186, 2000.

- DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00069-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00069-6)
- [6] E. Friedman, S. Johnson, T. Mitton, "Propping and Tunneling", *Journal of Comparative Economics*, 31(4), pp. 732-750, 2003.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jce.2003.08.004>
- [7] T. Hoshi, A. Kashyap, D. Scharfstein, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics*, 106, pp. 33-60, 1991.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2937905>
- [8] M. Bertrand, P. Mehta, S. Mullainathan, "Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups", *Quarterly Journal of Economics*, 1, pp. 121-148, 2002.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1162/003355302753399463>
- [9] K. Bae, J. Kang, J. Kim, "Tunneling or Value Addition? Evidence from Mergers by Korean Business Groups", *Journal of Finance*, 57(6), pp. 2695-2740, 2002.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00510>
- [10] S. Joh, "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis", *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp. 287-322, 2003.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00068-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00068-0)
- [11] Y. E. Riyanto, L. A. Toolsema, "Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership", *Journal of Banking & Finance*, 32, pp. 2178-2187, 2008.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.044>
- [12] R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27, 1999.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- [13] L. Bebchuk, R. Kraakman, G. Triantis, "Stock Pyramids, Cross-ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights, in *Concentrated Corporate Ownership*, edited by Randall Morck. University of Chicago Press, 2000.
- [14] M. Faccio, L. H. P. Lang, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, 65, pp. 365-395, 2002.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- [15] S. Claessens, J. P. H. Fan, S. Djankov, L. H. P. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, 57, pp. 2741-2771, 2002.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- [16] K. V. Lins, "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp. 159-184, 2003.
- [17] M. C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, pp. 323-329, 1986.
- [18] H. Servaes, "The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave", *Journal of Finance*, 51, pp. 1201-1225, 1996.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb04067.x>
- [19] K. Lehn, A. Poulsen, "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transaction", *Journal of Finance*, 44(3), pp. 771-789, 1989.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb04390.x>
- [20] C. R. Chen, T. L. Steiner, "An Agency Analysis of Firm

Diversification: The Consequences of Discretionary Cash and Managerial Risk Considerations", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 14, no. 3, pp. 247-26, 2000.

DOI: <http://dx.doi.org/10.1023/A:1008350413455>

김 동 욱(Dong-Wook Kim)

[정회원]



- 2004년 2월 : 부산대학교 경영학과 (경영학석사)
- 2007년 8월 : 창원대학교 경영학과 재무론 (경영학박사)
- 2004년 4월 ~ 2008년 5월 : 부산발전연구원 전문위원
- 2008년 6월 ~ 현재 : 부산경제진흥원 경제동향분석센터 연구위원

<관심분야>

재무관리, 기업가치

정 민 규(Min-Geu Jung)

[정회원]



- 2008년 2월 : 경남과학기술대학교 창업대학원 창업학과 (창업학석사)
- 2012년 2월 : 창원대학교 경영학과 재무론 (경영학박사)
- 1996년 6월 ~ 2012년 6월 : 베스 트전자 대표
- 2012년 3월 ~ 현재 : 경남과학기술대학교 벤처경영학과 시간강사

<관심분야>

재무관리, 기업가치

김 병 곤(Byoung-Gon Kim)

[정회원]



- 1989년 2월 : 부산대학교 대학원 경영학과 (경영학석사)
- 1999년 8월 : 부산대학교 대학원 경영학과 (경영학박사)
- 1989년 6월 ~ 1996년 2월 : LG 경제연구원 책임연구원
- 2004년 9월 ~ 현재 : 창원대학교 경영학과 교수

<관심분야>

재무관리, 기업가치