

기업지배구조와 주주의 부*

백재승
한국외국어대학교
(jbaek@hufs.ac.kr)

기업지배구조와 관련한 기업가치 변화를 대상으로 상당수 연구가 진행되어 왔다. 본 연구는 국내 주식시장에서 기업지배구조와 관련한 경제적인 사건에 대해 실제 주식시장의 반응을 관찰·조사함으로써 기업지배구조의 교육과 연구에 보다 직접적이고 유용한 자료를 제공하는 것이 목적이다. 이를 위해 각 사건의 개요, 시장의 반응과 평가 및 주주의 부에 미친 영향을 분석하였다.

본 연구는 총 8개의 주제에 대해 14개 기업의 과거 사례를 조사하였다. 기업가치 변화가 긍정적인가, 부정적인가를 기준으로 구분하면 긍정적인 변화를 가져온 사례는 5개, 부정적인 변화를 가져온 사례는 4개, 두 효과가 혼재된 사례 5개로 구성되었다. 세부내용은 다음과 같다. 계열기업 지분 고가 매입 사례(LG화학), 해외 사모신주인수권부사채 발행 사례(두산, 현대산업개발), 국내 사모전환사채 발행 사례(한솔제지, 한진, 대한알루미늄), 제3자배정 방식의 유상증자 사례(빙그레, 경남기업, SK증권), 계열기업간 내부거래를 통한 계열기업 지원 사례(삼성SDI), 계열 분리 사례(현대중공업), 신주인수권의 포기 사례(CJ엔터테인먼트), 지주회사를 통한 투명성 확보 사례(이수그룹) 등이다.

주제어: 기업지배구조, 기업가치, 주주의 부, 대리인문제, 연계거래, 유상증자, 지주회사

1. 서론

기업지배구조와 기업가치에 관하여 진행되어온 상당수 기존연구에 의하면 기업의 지배구조와 기업가치는 양(+)의 관계를 보여 우수한 지배구조 시스템을 구축하고 있는 기업일수록 기업성파가 우수한 것으로 조사되었다. 몇 가지 주요연구를 예로 들면, Johnson, Boone, Breach, and Friedman (2000)은 25개국의 신흥자본시장을 대상으로 한 연구에서 투자자 보호 수준, 관련 법규의 효율성 등의 지배구조 관련 변수가 환율의 변동성과 주식시장 성과와 같은 지표를 설명한다고 하였다. 이와 같은 Johnson et al. (2000)의 연구를 동아시아

국가경제에서 활동하고 있는 개별기업 차원에서 분석한 Mitton (2002)는 공시제도의 질이 우수할수록, 자본시장의 투명성이 높을수록, 외부주주의 소유집중도가 높을수록, 핵심사업에 대한 역량이 우수할수록 주가성파가 우수하다는 결과를 제시하였다. 또한 Lemmon and Lins (2001)는 아시아 금융위기 기간 동안 지배주주의 소유-지배권 괴리도가 클수록 주가하락이 컸다는 사실을 보여줌으로써 기업지배구조와 기업가치의 관계에 관한 실증적 증거를 제공하였다. 한편 국내시장을 대상으로 상세한 기업정보를 이용하여 이와 유사한 연구결과도 제시되었다. 관련연구로서, Joh (2003)는 소유구조상 계열기업 지분(wedge)이 많은 기업일수록 비재벌 독립기업에 비해 기업성파가 저조하다는 사

* 본 사례연구는 경영교육연구 투고논문으로서 기업지배구조 관련 경영교육과 연구를 목적으로 진행되었습니다. 여기서 조사한 과거 사례는 경영교육과 연구에 사용되는 것으로서 이에 위배될 수 있는 인용은 삼가해 주시기 바랍니다. 본 연구는 2006학년도 한국외국어대학교 교내학술연구비의 지원에 의하여 이루어진 것임.

실을 발견하였다. Baek, Kang, and Park (2004)는 이에 확장된 연구로서 외국인투자자의 소유지분이 많은 기업, 또는 ADR발행기업처럼 상대적으로 공시의 질이 높은 기업일수록 금융위기 기간 동안 가치손실이 작았다는 결과를 제시함으로써 국내에서도 기업지배구조가 기업가치에 영향을 미친다는 사실을 확인시켜 주었다. 나아가 Baek, Kang, and Lee (2006)에서는 사모유상증자를 이용한 재벌 계열기업간 지분매입을 통해 부의 이전현상이 나타날 가능성이 높다는 결과를 발견하였다.

이와 같은 배경에 입각하여 본 연구는 1997년부터 2003년까지 국내 주식시장에서 발생한 기업지배구조와 관련한 경제적인 사건에 대해 실제 주식시장의 반응을 관찰·조사함으로써 기업지배구조의 교육과 연구에 보다 직접적이고 유용한 자료를 제공하려 한다. 이를 위해 본 연구는 총 8개의 주제에 대해 14개 기업의 과거 사례를 조사하였다. 각 사례는 사건의 개요, 시장의 반응과 평가 및 주주의 부에 미친 영향을 분석하였다. 기업가치 변화가 긍정적인 변화를 가져온 사례는 5개, 부정적인 변화를 가져온 사례는 4개, 두 효과가 혼재된 사례 5개로 구성되었다. 세부내용은 다음과 같다. 지배주주와 계열기업간 보유지분의 저가매도·고가매입 사례(LG화학), 지배주주의 해외사모신주인수권부사채 인수 사례(두산, 현대산업개발), 지배주주 또는 계열기업의 국내사모전환사채 발행 및 인수사례(한솔제지, 한진, 대한알루미늄), 지배주주와 관련한 제3자배정 방식의 유상증자 사례(빙그레, 경남기업, SK증권), 계열기업간 내부거래를 통한 계열기업 지원 사례(삼성SDI), 계열분리 사례(현대중공업), 지배주주의 신주인수권 포기 사례(CJ엔터테인먼트), 지주회사를 통한 투명성 확보 사례(이수그룹) 등이다.

II. 사례연구

2.1 계열기업 지분 고가 매입: LG화학(주)

• 개요

2002년 4월 24일 국내 주식시장에서 LG그룹 상장계열기업인 LG화학(주)가 비상장계열기업인 LG석유화학(주)의 경영권을 확보하는 차원에서 보유하고 있던 LG투자증권(주) 지분 4.5%를 대주주와 특수관계인에게 매각하고 그 매각대금으로 LG석유화학(주) 지분 13.98%를 역시 대주주와 특수관계인으로부터 주당 15,800원에 사들여 LG석유화학(주)에 대한 지분을 40%까지 높이기로 했다는 이사회 결정이 알려지면서 주가가 하한가로 떨어졌다. 뿐만 아니라 LG그룹 계열 상장종목 중 LG상사(주), LG생활건강(주) 등 2개 종목만 상승했을 뿐 19개 종목이 동반 하락하면서 무더기로 약세를 나타냈다. 이러한 주가하락은 대주주와 계열기업간의 불투명한 내부 연계거래(related party transaction) 때문인 것으로 평가된다.

실제로 LG화학(주)는 1999년 당시 비상장기업이던 LG석유화학(주)에 대한 보유지분(100%) 가운데 70%를 대주주와 특수관계인에게 주당 5,500원에 매각했고, 그로부터 3년이 지난 2002년 4월에 위와 같이 동일한 주주로부터 주당 15,800원에 매입함으로써 대주주와 특수관계인에게 막대한 시세차익을 발생시켰다. 또한 2000년 4월에는 대주주와 특수관계인으로부터 비상장회사인 LG칼텍스정유(주) 주식과 LG유통(주) 주식을 매입했다. 이 때 주식시장에서는 LG석유화학(주) 주식의 매각가격과 LG칼텍스정유(주) 주식의 매입가격에 대한 적정성 논란이 일면서 LG화학(주) 주가가 크게 하락한 바 있다.

이러한 동일인에 대한 지분 매각·매입은 그룹 내 대주주간 경영권 재편을 위한 지분이동이라고 하지만, 이 과정에서 막대한 시세차익이 발생하고 이러한 시세차익은 대주주 개인이 아닌 계열기업의 자금이 원천이 되어 발생한다는 점에서 계열기업 주식을 소유하고 있는 다수 소수주주의 부에 상당한 악영향을 가져올 수 있게 된다. 예를 들어, 구분준 LG필립스LCD(주) 사장은 2002년 들어 수차례에 걸쳐 총 5,762,800주(12.75%)의 LG석유화학(주)의 주식을 매도함으로써 13.88%였던 지분율이 1.13%(509,000주)로 낮아졌는데 이러한 주식 매도량은 총 973억원에 해당하는 금액으로 LG석유화학(주) 매입단가가 5,500원임을 감안할 때 총 660억원 상당의 시세차익을 거두었다. 이 매각대금을 이용해 구분준 사장은 다른 계열기업인 LG투자증권(주) 주식 304만주(720억원)를 사들여 지분율을 2.43%까지 늘렸다.¹⁾

• 시장반응 및 평가

이에 대해 외국계 증권사들은 LG화학(주)에 대해 기업지배구조에 대한 불신을 근거로 투자 의견을 낮추고 매도 의견을 쏟아냈다. 골드만삭스증권은

다음 날인 2002년 4월 25일 LG화학(주)의 LG석유화학(주) 지분 매입 결정은 수익 차원에선 이득일지 몰라도 LG그룹의 기업지배구조에 대한 의문을 부각시켰다는 점에서 부정적(negative)인 사건이라고 밝히면서 LG화학 주가는 단기적인 추가 약세가 예상된다고 하였다. 또한 LG화학(주)의 지분 매입이 석유화학 계열사에 대한 지배력 강화를 위한 조치였다는 LG화학(주) 경영진의 논리에 대해 골드만삭스측은 정면으로 반박했다. LG화학(주)가 매입 이전에 이미 LG석유화학(주) 지분의 26.02%를 보유한 최대주주일 뿐만 아니라 원재료 수급 구조상 안정적인 관계를 유지하고 있어 LG석유화학(주) 지분 13.98% 추가 인수로 LG화학(주)와 LG석유화학(주)의 관계에 중요한 변화가 생길 수 없다고 강조했다. 또한 1999년 6월 LG화학(주)으로부터 LG석유화학(주) 주식을 5,500원에 2,740만주를 인수한 지배주주가 이득을 볼 수 있도록 한 조치로 해석될 수 있다고 분석했다. HSBC증권도 LG화학(주)의 매입 가격산정이 잘못됐다고 공박하고 기업지배구조 위험 증가에 따라 '매도'로 투자 의견을 하향조정하고 목표가격을 52,000원에서 35,000원으로 낮추었다.

시장모형(market model)²⁾로 측정한 주식매입

1) 이하 본문에서는 대주주와 특수관계인을 통칭하여 '지배주주(controlling shareholder)' 또는 '지배주주 일가(controlling family)'라고 한다.
 2) 이하 본 연구에서 사용된 시장모형(market model)의 모수추정기간(estimation period)은 사건일 전 220일에서 21일(-220일~21일)까지의 기간을 사용하였다. 공시일의 비정상초과주가수익률은 시장모형을 통해 산정한 기대수익률과 실제수익률간의 차이가 되는데 기대수익률은 산업평균주가수익률을 이용하여 다음과 같이 계산하였다.

$$E(R_{jt}) = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt}$$

여기서, $E(R_{jt})$: t시점에서의 표본기업 j의 기대수익률
 $\hat{\alpha}_j, \hat{\beta}_j$: 시장모형을 이용하여 추정된 표본기업 j의 계수값
 R_{mt} : t시점에서의 해당기업이 소속한 일별산업평균주가수익률

다음으로, 사건일 전후 비정상초과주가수익률(AR)은 다음과 같은 식을 이용하여 구하였다.

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$$

여기서, AR_{jt} : t시점에서의 표본기업 j의 초과수익률
 R_{jt} : t시점에서의 표본기업 j의 주가수익률
 $(\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$: t시점에서의 표본기업 j의 기대수익률[E(Rjt)]

공시일 주변 LG화학(주)의 CAR(-1,1)는 <표 1>에서와 같이 $\Delta 9.88\%$ (시가총액 손실 2,775억원)로 측정되어 계열기업 주식의 고가매입이 LG화학(주)의 주식을 보유하고 있는 주주의 부에 커다란 손실을 입히게 되었다는 사실을 알 수 있다. 또한 <그림 1>에서도 알 수 있듯이 공시일 전후 -20일~+20일간의 CAR 추이는 계열기업간 불투명한 주식거래 행위가 상당한 부의 훼손을 초래할 수 있다는 증거를 제시해 주고 있다.

LG화학(주)이 LG석유화학(주)의 지분 13.98%를 지배주주 일가로부터 매입하겠다는 이사회 결정

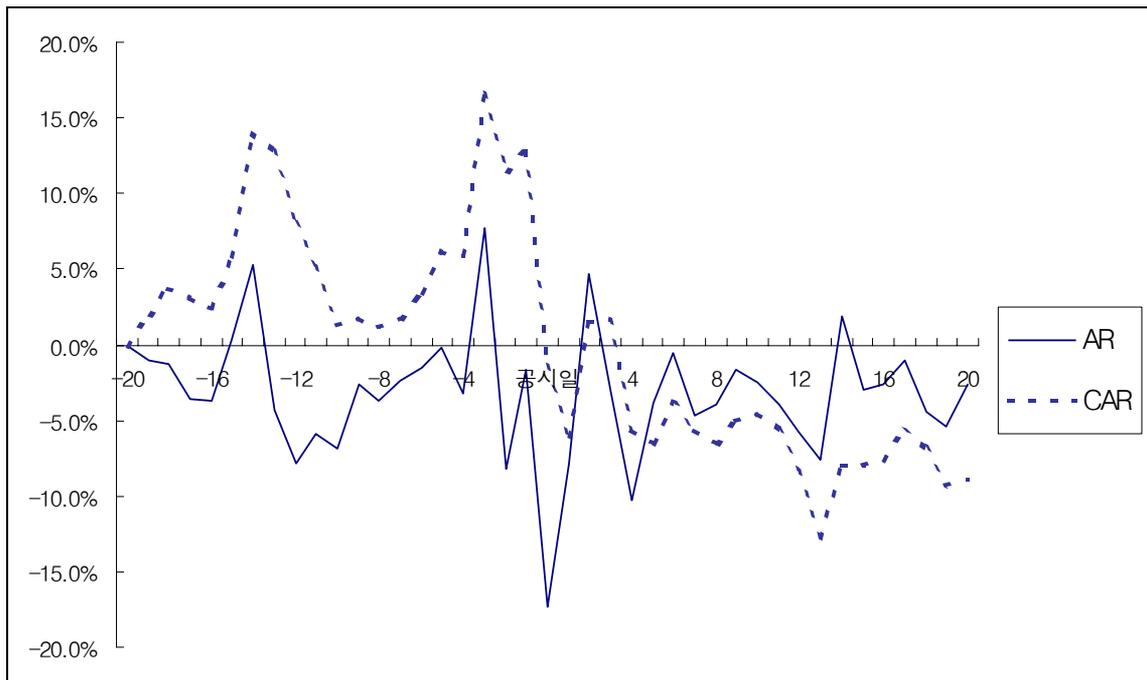
이후 LG그룹 상장계열사들의 시가총액은 약 3조4천억원이 하락한 것으로 평가되었다(매일경제신문, 2002년 5월). 2001년말 기준으로 LG그룹 지배주주 일가의 LG그룹 전체 계열사에 대한 지분은 약 4%이므로 LG그룹 지배주주 일가는 1,300억 원 이상의 금전적 손실을 보았다고 볼 수 있다. 따라서 LG그룹 지배주주 일가가 LG석유화학(주) 주식의 매도로 약 660억원의 매매차익을 얻었다 하더라도 그룹 전체적으로 볼 때 LG그룹 지배주주 일가는 내부 연계거래를 통해 금전적 손실을 보았다고 평가할 수 있다.

<표 1> 사건일 주변 비정상누적초과주기수익률 및 시가총액 변화

CAR(-1,1)	CAR(-5,5)	시가총액	시가총액 변화 (-1일~1일)	시가총액 변화 (-5일~5일)
$\Delta 9.88\%$	$\Delta 2.69\%$	28,089	$\Delta 2,775$	$\Delta 756$

* 단위: 억원

<그림 1> 주식매입 공시일 주변 LG화학 비정상(누적)초과주기수익률 추이



2.2 해외 사모 신주인수권부사채(BW) 발행

2.2.1 두산(주)

- 개요

2003년 2월 12일 금융감독위원회는 두산(주)가 1999년 7월 12일 분리형 신주인수권부사채(Bond with Warrants, BW)를 발행하면서 사채의 대부분을 국내공모 발행하였음에도 불구하고 해외사모로 신고하여 유가증권신고서를 제출하지 않은 점에 대해 증권거래법 위반혐의로 5억원의 과징금을 부과하였다. 또한 기타 지배구조와 관련한 개선조치로서 사외이사를 신규선임하고 지배주주 일가의 일부가 회사 경영에서 퇴임토록 하였다. 1999년 7월 12일 해외로 발행한 1억달러BW를 대부분 지배주주 일가가 다시 취득하고, 이 때 시가보다 훨씬 낮은 9,460원의 행사가격으로 지배력 및 차익을 획득하였다는 것이다. 2002년 10월 28일 언론으로부터 공식적인 문제제기가 일어난 지 4개월만의 조치이다.

- 시장반응 및 평가

해외BW 발행을 공시한 날(1999.7.12) 주변 시

장반응은 대체로 긍정적이었으나 금융감독위원회의 조치가 발표된 날(2003.2.12) 주변 시장의 반응은 비정상누적초과주가수익률(CAR)과 시가총액 모두에서 두산(주)의 기업가치에 불리한 결과를 낳은 것으로 평가할 수 있다. 아래 <표 2>에서와 같이 발행 공시일 주변 CAR(-5,5)와 CAR(-20,20)은 각각 $\Delta 2.17\%$ 와 $\Delta 2.63\%$ 로서 주가수익률 하락이 나타났고, 이에 따라 -5일~+5일을 계산하여 볼 때도 시가총액 손실($\Delta 34$ 억원, $\Delta 41$ 억원)이 기록되었다.

2.2.2 현대산업개발(주)

- 개요

2003년 7월 23일 현대산업개발(주) 이사회와 정몽규 회장은 보유하고 있는 리픽싱옵션(refixing option, 주가하락에 따른 행사가 조정가능 조항)이 첨부된 83회 사모신주인수권부사채(1999년 5월 발행)의 신주인수권 행사가격을 리픽싱 이전의 수준으로 환원하며, 리픽싱옵션이 없는 86회 사모신주인수권부사채(1999년 8월 발행)의 신주인수권은 전량 무상소각 조치한다고 밝혔다. 이 발표가 있기 두 달 전인 2003년 5월 27일 참여연대가 각 언론의 발표를 통해 정몽규 회장이 해외발행 리픽

<표 2> 사건일 주변 비정상누적초과주가수익률 및 시가총액 변화

	CAR(-1,1)	CAR(-5,5)	CAR(-20,20)
해외 BW 발행 공시일 (1999. 7.12)	5.97%	$\Delta 5.84\%$	5.21%
공식적인 문제 조치일 (2003. 2.12)	$\Delta 1.36\%$	$\Delta 2.17\%$	$\Delta 2.63\%$

	시가총액	시가총액 변화 (-1일~1일)	시가총액 변화 (-5일~5일)	시가총액 변화 (-20일~20일)
해외 BW 발행 공시일 (1999. 7.12)	5,617억원	335억원	$\Delta 302$ 억원	269억원
공식적인 문제 조치일 (2003. 2.12)	1,563억원	$\Delta 21$ 억원	$\Delta 34$ 억원	$\Delta 41$ 억원

상업선부BW의 신주인수권을 대량보유하고 있어, 지배권 확대를 위해 편법 또는 불법으로 발행한 것이 아니냐는 의혹이 제기된 지 만 2개월 만에 나온 결정이다.

이 사례는 정 회장과 현대산업개발(주)가 리픽싱 옵션을 삭제하여 신주인수권 행사가격을 올리고 사외이사 과반수 선임 및 보상위원회 설치 등 지배구조 개선조치를 취하겠다고 하여 시장에 긍정

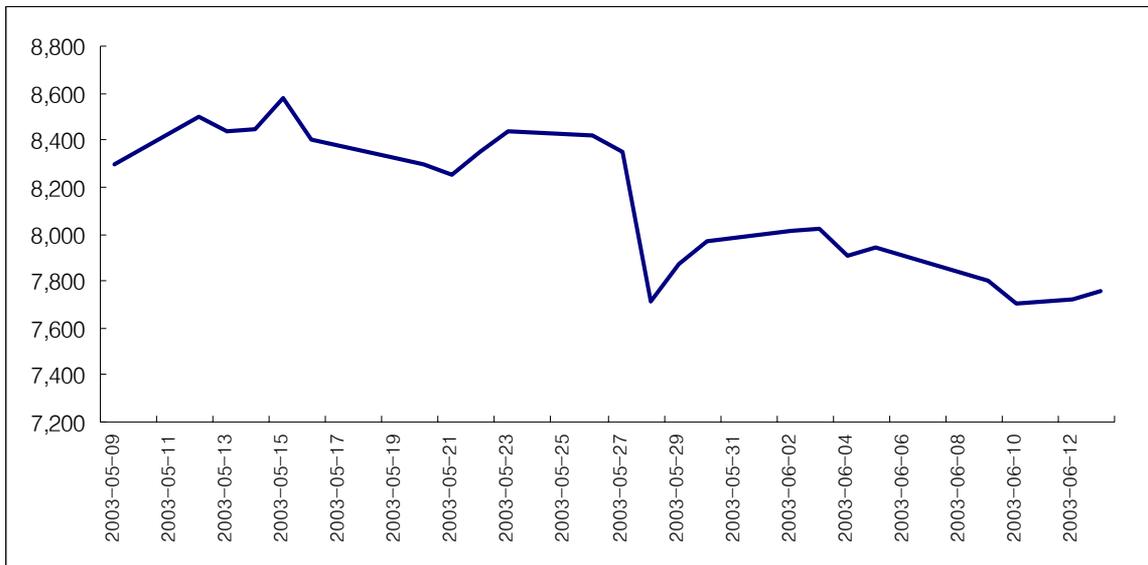
적인 정보를 전달한 사건으로 볼 수 있다. 즉, 1999년 5월과 8월 각각 1억달러씩 총 2억달러의 BW를 발행하고 대주주일가가 각각 85%와 50%를 취득하였는데, 앞서 설명한 두산(주)와는 달리 신주인수권의 권리행사와 잠재이득을 포기함으로써 기업지배구조위험이 감소하여 주가가 상승한 경우이다.

<표 3> 사건일 주변 비정상누적초과주가수익률 및 시가총액 변화

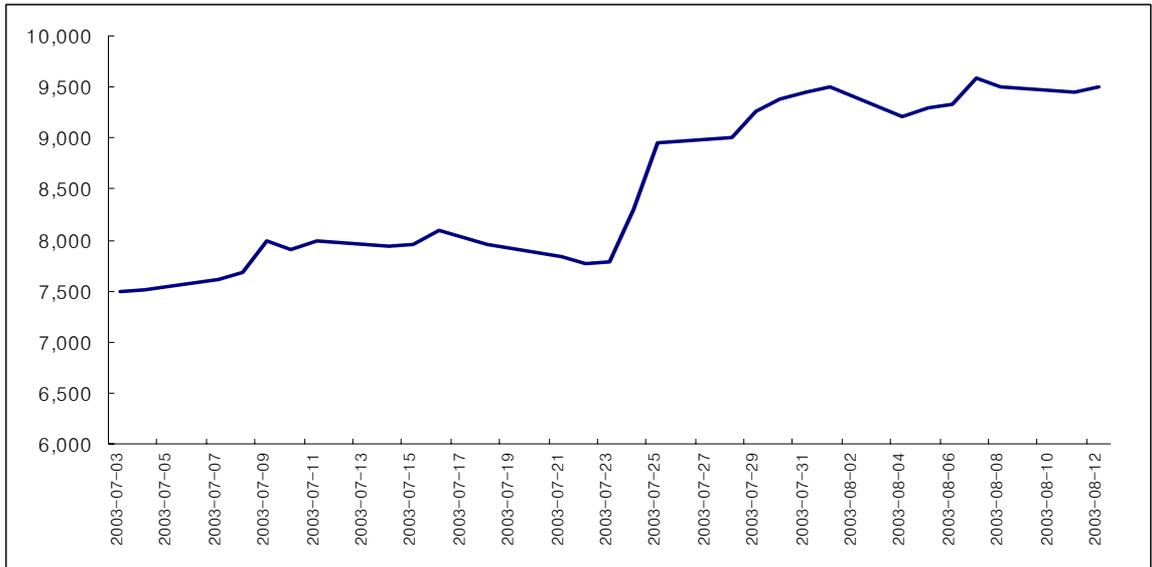
	CAR(-1,1)	CAR(-5,5)	CAR(-20,20)
해외 BW 발행 공시일 (1999. 5.20)	7.25%	0.47%	32.31%
공식적인 문제 제기일 (2003. 5.27)	△9.75%	△9.83%	1.21%
정몽규 회장 포기발표일 (2003. 7.23)	15.49%	19.26%	28.49%

	시가총액	시가총액 변화 (-1일~1일)	시가총액 변화 (-5일~5일)	시가총액 변화 (-20일~20일)
해외 BW 발행 공시일	6,873억원	498억원	32억원	2,221억원
공식적인 문제 제기일	6,370억원	△621억원	△626억원	△77억원
정몽규 회장 포기발표일	6,144억원	952억원	1,183억원	1,750억원

<그림 2-1> 문제 제기일 (2003.5.27) 주변 현대산업개발 주가 추이



<그림 2-2> 포기 발표일 (2003.7.23) 주변 현대산업개발 주가 추이



• 시장반응 및 평가

해외BW 발행 공시일 주변 CAR은 CAR(-1,1)과 CAR(-5,5)가 양(+)과 음(-)으로 혼재된 양상을 나타냈다. 하지만 언론의 공식적인 문체 제기일과 정몽규 회장의 포기 발표일 주변의 CAR은 매우 대조적인 주가반응을 보였다. <표 3>, <그림 2-1, 2-2>에서와 같이 문체 제기일 주변 CAR과 주가는 상당한 규모의 음(-)의 값을 보이다가, 포기 발표일 주변 CAR과 주가는 그보다 큰 상승폭을 그렸다. 하락규모보다 상승규모가 상대적으로 크다는 사실은 지배구조 개선에 대한 기대감이 더 크게 작용한다는 점을 시사해주고 있다.

23 국내 사모 전환사채(CB) 발행

2.3.1 한솔제지(주)³⁾

• 개 요

1997년 3월 27일 한솔그룹의 주력 계열기업인 한솔제지(주)는 시설자금 조달을 위해 300억원 규모의 무기명식 이권부 사모전환사채를 연 5%의 이율(만기보장수익률 7%, 2000년 12월 31일 만기)로 발행하였다. 주식으로의 전환조건은 전환가격 16,000원, 발행일 다음 날로부터 상환기일 1개월 전까지 전환청구할 수 있는 것이었다. 전환가격 16,000원은 발행일 전 시장가격 16,800원보다 5.0% 낮은 가격이다. 인수기업은 동일계열에 속하는 한솔화학이며, 300억원 전액을 인수하였다.

흥미로운 사실은, 같은 날 한솔화학(주)가 한솔

3) 이 한솔그룹 사모전환사채 발행사례는 Baek, Kang and Lee(2006)에서 일부 참고하였다.

제지(주)의 사모전환사채를 인수함과 동시에 100억원 규모의 사모전환사채를 발행하였고, 이를 전량 한솔제지(주)가 인수하였다는 것이다. 한솔제지(주)는 한솔화학(주)의 전환사채 매입과 함께 동일한 조건으로 발행된 한솔CSN(주), 한솔텔레콤(주)의 사모전환사채를 전량 매입하였다(한솔CSN 50억원, 한솔텔레콤 50억원). 이와 같은 계열기업 간 거래를 통해 한솔제지(주)는 100억원의 순자금을 조달할 수 있게 되었다. 이는 그룹의 주력인 한솔제지(주)로 계열기업의 자금이 이전된 사례로 볼 수 있다.

또한 1996년말 재무상태를 비교할 때 한솔화학(주)가 한솔제지(주)보다 우량한 것으로 파악되었다.⁴⁾ 하지만, 한솔화학(주)가 발행하고 한솔제지(주)가 인수한 사모전환사채의 발행조건이 한솔제지(주)가 발행하고 한솔화학(주)가 인수한 사모전환사채의 발행조건에 비해 낮지 않다는 점에서 해당 사모전환사채 발행에서 한솔제지(주)에게 유리한 결과를 가져온 것으로 보인다. 보다 구체적으로 한솔화학(주)와 한솔제지(주) CB의 만기보장수의

률은 모두 7%인데 반해, 한솔화학(주)가 발행한 CB의 전환가격은 시가의 70% 수준으로 한솔제지(주)가 발행한 CB보다 낮았다. 이러한 발행조건은 한솔화학(주)에게 불리한 거래였고, 따라서 한솔화학(주)의 가치 극대화에 역행할 수 있다는 점을 보여준다. 채권발행 공시일 당시 한솔그룹 지배주주 일가는 한솔제지(주)의 12.13%, 한솔화학(주)의 2.63% 지분을 보유하고 있었다.

• 시장반응 및 평가

발행기업인 한솔제지(주)와 인수기업인 한솔화학(주)의 소유구조는 <표 4-1>과 같다. 지배주주 일가의 직접소유지분(cashflow rights, 현금흐름지분 또는 소유권이라고도 함)과 통제가능지분(voting rights, 지배권이라고도 함)을 합산한 지배주주 일가의 대주주총지분은 한솔화학(주) 2.63%, 한솔제지(주) 12.13%로서 한솔제지(주)에 대한 지배권이 훨씬 크다.⁵⁾ 시장모형을 이용하여 공시일 주변 -5일~+5일의 비정상누적초과주

<표 4-1> 발행기업과 인수기업의 소유구조

	지배주주 일가 직접소유지분	지배주주 일가 간접소유지분	계열기업 지분
한솔화학	0%	2.63%	한솔제지 14.05%, 우리사주 15.84%, 기타계열 0%
한솔제지	10.64%	1.49%	삼거실업(비상장) 5.26%, 기타계열 0%

4) 보다 구체적으로 이의 근거를 설명하면 다음과 같다. 1996회계연도말 기준으로 한솔화학(주)의 부채비율은 128%로 한솔제지(주)의 233% 보다 낮았고, 자기자본이익률(ROE) 측면에서도 한솔화학(주)는 ROE가 12%인 반면 한솔제지(주)는 7.9%에 머물러 한솔화학(주)가 한솔제지(주)보다 우수한 성과를 나타냈기 때문이다.

5) 본 연구에서 사용한 소유권(Cashflow right)과 지배권(Voting right)의 계산방법은 다음과 같다. 甲이 乙의 지분을 15%, 乙이 丙의 지분을 20%, 甲이 丙의 지분을 30% 보유하고 있다고 가정해보자. 甲의 丙에 대한 Cashflow right은 $30\%+15\%\times 20\%=33\%$ 로 산출된다. 그리고 甲의 丙에 대한 Voting right은 $30\%+15\%=45\%$ (weakest chain을 적용한 경우), 또는 $30\%+20\%=50\%$ (weakest chain을 적용하지 않을 경우)이다. 여기서 weakest chain은 소유권구조 흐름에서 지분수준이 가장 낮은 것을 이용하는 방법으로서 이 예에서는 15%와 20% 가운데 15%를 적용하였다. 만일 丁이 丙의 지분을 보유하고 있고, 甲이 丁의 지분을 보유한 경우 위와 같고 같은 방법으로 甲의 丁에 대한 Cashflow right과 Voting right을 계산한 다음 이를 합산한다. 이상과 같은 소유권과 지배권의 차이를 소유-지배권 괴리도(disparity between cashflow rights and voting rights)라고 한다. 이에 대한 보다 자세한 내용은 Claessens, Djankov and Lang(2000)에 잘 기술되어 있다.

<표 4-2> 발행 공시일 주변 비정상누적초과주가수익률 및 시가총액 변화

	CAR(-1,1)	CAR(-5,5)
한솔화학	1.49%	△2.71%
한솔제지	0.51%	2.35%

	시가총액	시가총액 변화 (-1일~1일)	시가총액 변화 (-5일~5일)	지배주주 일가 지분가치 변화 (간접지분 포함) (-1일~1일)	지배주주 일가 지분가치 변화 (간접지분 포함) (-5일~5일)
한솔화학	123,502	1,840	△3,347	48	△88
한솔제지	363,137	1,852	8,534	225	1,035

* 단위: 백만원

가수익률(CAR)을 계산해 본 결과, <표 4-1, 4-2>에서와 같이 한솔그룹의 지배주주 일가는 한솔제지(주) 보유지분에서 1,035백만원의 이득을 올리고, 한솔화학(주) 보유지분에서는 88백만원의 손실을 시현하여 947백만원 정도의 차익이 산출되었다.

2.3.2 한진(주)

- 개요

1997년 3월 17일 한진그룹의 한진(주)는 시설 자금 조달을 위해 100억원 규모의 사모전환사채를 연 8%의 이율(만기보장수익률 11%)로 발행하였다. 사모전환사채의 전환가격은 15,000원(발행 당시 한진(주)의 주당 시장가격은 16,500원)이며, 발행일 다음 날로부터 상환기일 1개월 전까지 전환 청구할 수 있는 조건으로 발행되었다. 그리고 이 사모전환사채는 전량 동일계열에 속하는 한진해운(주)가 인수하였는데, 발행기업인 한진(주)와 인수기업인 한진해운(주)의 소유구조를 고려하여 사건일 주변 비정상누적초과주가수익률(CAR)과 시가총액 변화를 조사한 결과는 두 기업에 대해 모두 부정적이었지만, 특히 인수기업인 한진해운(주)에

게 보다 불리한 결과를 야기하였다.

- 시장반응 및 평가

한진해운(주)가 인수한 한진(주)의 사모전환사채의 전환가격이 발행 당시 시장가격보다 낮은 가격이었기 때문에 인수기업인 한진해운(주)에게 유리한 주식거래가 될 것으로 보이나, 시장반응은 이와는 반대로 나타났다.

<표 5-1>과 같이 한진해운(주)의 지배주주 일가 직접소유지분은 19.46%인데 반해 한진(주)에 대한 지배주주 일가 직접소유지분은 24.40%로서 한진(주)에 대한 지배주주 일가의 현금흐름지분(cashflow right) 집중도가 높은 반면, 간접소유지분을 합한 지배권(voting right)의 경우에는 한진해운(주)에 대한 보유비중이 컸다. 따라서 소유구조 상에서는 어느 기업이 중요도가 높은가에 대한 판단이 어렵다. 하지만 공시일 주변 주가반응과 이를 통한 시가총액 변화는 한진해운(주)에게 상대적으로 더 불리한 상황으로 전개되었다는 것을 <표 5-2>를 통해 알 수 있다.

이는 계열기업 자금조달에 동일계열기업이 참여하여 전체적으로 양(+)의 주주가치를 창조하지 못

<표 5-1> 발행기업과 인수기업의 소유구조

	지배주주 일가 직접소유지분	지배주주 일가 간접소유지분	계열기업 지분
한진해운	19.46%	9.51%	한진 26.69%, 대한항공 12.02%, 정석기업 5.62%
한진	24.40%	0.00%	0.00%

<표 5-2> 발행 공시일 주변 비정상누적초과주가수익률 및 시가총액 변화

	CAR(-1,1)	CAR(-5,5)
한진해운	△1.58%	△21.45%
한진	△1.78%	△2.72%

	시가총액	시가총액 변화 (-1일~1일)	시가총액 변화 (-5일~5일)	지배주주 일가 지분가치 변화 (간접지분 포함) (-1일~1일)	지배주주 일가 지분가치 변화 (간접지분 포함) (-5일~5일)
한진해운	194,380	△3,071	△41,694	△890	△12,079
한진	116,797	△2,079	△3,177	△507	△775

* 단위: 백만원

하고, 인수기업인 한진해운(주) 주주의 부가 계열 발행기업인 한진(주)로 이전된 사례로 볼 수 있다.

2.3.3 대한알루미늄(주)

- 개요

1998년 3월 6일 현대그룹 계열 중 재무상태가 상대적으로 좋지 않은 대한알루미늄(주)가 운영자금 조달목적으로 사모전환사채 1,000억원을 발행하여 현대중공업(주), 현대자동차(주), 현대상선(주), 고려산업개발(주), 인천제철(주), 현대산업개발(주), 현대종합상사(주), 현대엘리베이터(주) 등 8개 계열기업에 매각하였다. 발행조건은 만기 1년9개월(1999년12월31일)에 표면금리가 없고 만기보장 수익률은 18%이며, 당시 발행된 대기업

1년짜리 회사채 금리가 연 22% 수준인 것과 비교하면 약 4% 포인트 정도 낮은 것으로 발행되었다. 주식전환가격은 액면가인 주당 5,000원으로, 이 회사의 전일 시장가격 3,850원보다 약 30% 높게 프리미엄 조건으로 발행되었다. 이는 결과적으로 현대중공업(주) 등 비교적 실적이 나은 계열사들이 시중금리보다 싼 값에, 그것도 주식투자에는 불리한 조건으로 자금을 빌려준 셈이라고 볼 수 있다.

대한알루미늄(주)는 이와 유사한 형태의 전환사채를 1998년 1월 500억원을 포함해 1995년 이후 총 4,000여억원을 발행해 계열사 등에 매각한 바 있다. 이 기업은 1996년과 1997년 2년 연속 자본이 잠식돼 1998년에도 자본잠식에서 벗어나지 못하면 증권거래소 관리종목으로 떨어지게 될 예정이었다. 특히 1997년에는 당기순손실 1,087억원을 시현하여 누적결손(자본잠식) 규모가 1,470억원으

로 늘어났는데, 이는 영업부문에서는 78억원의 이익을 냈지만 환차손이 450억원에 이른데다 차입금 이자 등 금융비용도 크게 늘어났기 때문이었다. 이런 상황에서 계열사들이 전환사채를 매입한 것은 향후 이를 주식으로 전환할 경우 자본금이 늘어나 자본잠식 상태에서 벗어날 수도 있기 때문으로도 해석할 수 있다.

대한알루미늄(주)는 재무구조 개선을 위해 외국

자본도입 등을 적극 추진하다가 결국 2000년 미국 알루아社로 역시 사모주식 매각을 통해 현대그룹에서 분리되어 매각되었다.

• 시장반응 및 평가

아래 <표 6>에서와 같이 발행기업인 대한알루미늄(주)는 발행 공시일 주변 CAR(-1,1)과 CAR

<표 6> 발행 공시일 주변 비정상누적초과주가수익률 및 시가총액 변화

		CAR(-1,1)	CAR(-5,5)
인수기업	고려산업개발	△8.33%	△10.55%
	인천제철	△1.18%	△2.46%
	현대산업개발	0.45%	△3.37%
	현대엘리베이터	4.31%	5.93%
	현대상선	△2.09%	25.68%
	현대종합상사	2.71%	7.50%
	현대자동차	△6.06%	△16.05%
	인수기업 평균	△1.46%	0.95%
발행기업	대한알루미늄	1.71%	23.08%

	CAR (-1,1)	CAR (-5,5)	인수일 현재 시가총액	시가총액 가중 CAR (-1,1)	시가총액 가중 CAR (-5,5)	시가총액 변화 (-1일~1일)	시가총액 변화 (-5일~5일)
고려산업개발	△8.33%	△10.55%	46,904	△0.10%	△0.05%	△48	△61
인천제철	△1.18%	△2.46%	187,200	△0.06%	△0.12%	△27	△56
현대산업개발	0.45%	△3.37%	325,140	0.04%	△0.29%	18	△134
현대엘리베이터	4.31%	5.93%	336,168	0.38%	0.86%	177	244
현대상선	△2.09%	25.68%	300,300	△0.16%	1.92%	△77	943
현대종합상사	2.77%	7.75%	286,044	0.21%	0.58%	97	271
현대자동차	△6.06%	△16.05%	2,353,541	△3.72%	△9.92%	△1,744	△4,620
평균	△1.46%	0.95%	시가총액 계	△3.41%	△7.27%	△1,604	△3,412
			3,835,297				
대한알루미늄	1.71%	23.08%	176,430	1.71%	23.08%	3,047	34,861

* 인수기업 중 현대중공업은 당시 비상장기업으로 주가 측정 제외 (1999년에 상장)

** 단위: 백만원

(-5,5)를 이용한 시가총액이 각각 3,047백만원, 34,861백만원 증가하였으나, 사모CB를 인수한 계열기업의 기업가치 변동을 시가총액으로 가중하여 측정할 경우 CAR(-1,1)과 CAR(-5,5)에서 각각 $\Delta 1,604$ 백만원과 $\Delta 3,412$ 백만원으로 산출되었다.

이 사례도 앞서 언급한 한솔그룹이나 한진그룹에서와 같이 재벌구조에서 계열기업이 시장가보다 높은 인수가격으로 사모를 통해 다른 계열기업을 지원하는 경우 이들 인수기업으로부터 발행기업으로 부의 이전 현상이 나타날 수 있다는 것이라고 볼 수 있다.

2.4 제3자배정 유상증자와 주주의 부

2.4.1 빙그레(주)

- 개요

1998년 1월 3일 한화그룹에서 계열 분리하여 독립한 빙그레(주)는 1998년 11월 27일 제3자배정방식(사모, private securities offering)으로 1,639,344주(기발행주식의 34.82%, 발행금액 100억원)의 유상증자를 결의했다고 증권거래소에 공시하였다. 신주의 발행가격은 6,100원이며(공시일 전일 종가는 6,910원으로서 13.3% 할인된 가격으로 발행), 사흘 뒤인 11월 30일을 납일일로 최대주주인 김호연 회장에게 전량배정하기로 하였다. 이번 유상증자로 빙그레(주)의 자본금은 225억원에서 306억원으로 증가하며, 최대주주 김호연 회장의 지분율도 28.2%에서 46.5%로 증가하였다.

- 시장반응 및 평가

제3자배정방식 즉, 사모에 의한 유상증자는 대규모의 지분이 특정인에게 발행됨으로써 기업의 주주권, 특히 지배권에 있어서 심대한 변화를 가져올 수 있다는 점에서 주요한 재무정책이 될 수 있다. 그럼에도 불구하고, 1999년 10월 사모전환사채의 발행규모와 발행가격 산정에 대한 금융감독위원회의 규제가 있기 전까지는 이사회 결의만 있으면 발행조건에 대해 별다른 제재없이 사모방식의 유상증자를 실시할 수 있었기 때문에 다수 기업이 사모유상증자를 통해 자본조달을 수행하였다.

주식시장에서 관찰된 주가 추이를 보면, 빙그레(주)의 최대주주에 대한 사모유상증자는 한화그룹에서 독립한 후 경영권을 안정적으로 확보하려는 지배주주의 노력으로서 긍정적인 평가를 내린 것으로 판단된다. 이러한 지배주주의 지분을 확대에는 두 가지 상반된 영향이 작용할 수 있다. 하나는 경영권 분쟁 가능성이 낮아짐으로써 경영권 프리미엄의 하락이고, 다른 하나는 기업가치가 과소평가 상태를 전달하는 효과(Leland and Pyle, 1977)이다. 이 경우는 후자의 영향이 지배적이었던 것으로 추측된다. 유상증자 이전에 지배주주 1인이 이미 28.2%의 지분을 보유하고 있고, 주식시장에서 빙그레(주)의 주가가 상당 폭 저평가되었기 때문이다.

<표 7-1>에서와 같이 공시일 이후 주가는 계속 상승하는 추세를 보여 1999년 1월말에 12,500원, 2004년 8월에는 22,800원까지 상승하였다. 또한 <표 7-2>과 같이 발행 공시일 주변 단기 비정상초과주가수익률도 가파른 양(+)의 값을 보여

<표 7-1> 빙그레 월별 주가 추이

2004.8	2003.8	2002.8	2001.8	2000.8	1999.8	1999.1
22,800원	13,550원	10,850원	6,800원	8,040원	18,200원	12,500원

* 월말 종가 기준

<표 7-2> 발행 공시일 주변 비정상누적초과주가수익률 및 시가총액 변화

	CAR(-1,1)	CAR(-5,5)	CAR(-10,10)
Market model	9.62%	10.36%	3.93%
KOSPI adjusted CAR	9.95%	18.08%	9.19%
Industry adjusted CAR	10.06%	14.31%	14.79%

	시가총액	유상증자 후 대주주지분 비중	유상증자 후 대주주지분 시가총액	대주주지분 시가총액 변화 (-1일~1일)	대주주지분 시가총액 변화 (-5일~5일)	대주주지분 시가총액 변화 (-10일~10일)
Market model	34,900	46.5%	16,229	1,561	1,681	638
KOSPI adjusted				1,615	2,933	1,491
Industry adjusted				1,633	2,322	2,399

* 단위: 백만원

** 여기서, 일별산업조정누적초과주가수익률(Industry adjusted CAR)과 일별시장조정누적초과주가수익률(KOSPI adjusted CAR)은 다음과 같이 기업의 수익률에서 산업수익률(시장수익률)을 차감한 일별산업(시장)조정초과주가수익률(AR)을 계산하였다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

즉, 공시일 t일후 해당기업 i의 일별주가수익률(R_{it})에서 해당일자의 일별산업수익률 또는 일별종합주가수익률(R_{mt})을 차감한 값을 공시기업의 일별산업조정초과주가수익률 또는 일별시장조정초과주가수익률(AR)로 계산하였다. 기업의 공시일 전후 j일 동안의 산업조정누적초과주가수익 또는 시장조정누적초과주가수익률(CAR)은 아래와 같이 계산하였다.

$$CAR (Industry adjusted or KOSPI adjusted) = \sum_{t=공시일}^{t=j일} AR_{it}$$

최대주주로 하여금 경영권 안정을 기하고, 초과수익을 획득한 기회를 제공하였다.

2.4.2 경남기업(주)

- 개요

2000년 2월 2일 대우그룹 계열 경남기업(주)는 사모유상증자 방식으로 무의결권 우선주 총 7,600,000주를 발행하고, 이를 또 다른 계열기업인 (주)대우가 주당 5,000원, 총 380억원에 인수하였다. 이 때 발행가액 5,000원은 시가 815원에 비해 약 6.13배 높은 가격이다. 자금조달의 목적

은 현물출자를 통한 차입금 상환이었다. 따라서 이렇게 출자전환을 통해 취득한 주식은 채권금융기관 상호간의 매매, 부실전담기구로 이전, 채권금융기관이 제3자에게 일괄 또는 분할양도하는 경우 및 별도로 정하는 경우를 제외하고는 2000년 12월 31일까지 처분이 금지되는 단서조항이 있었다.

- 시장반응 및 평가

소유구조상 발행기업(경남기업)과 인수기업(대우)의 주요 주주를 살펴보면, 경남기업(주)의 경우 계열기업이 주요 주주로서 위치를 차지하고, 지배주주는 간접지분을 포함하여 총 3.1%를 보유하고

<표 8-1> 발행기업(경남기업)과 인수기업(대우)의 주요 주주

경남기업(주)		(주)대우	
(주)대우	9.74%	UBS (스위스연방은행)	2.89%
대우중공업(주)	6.05%	지배주주	0.00%
대우통신(주)	3.94%		
대우전자(주)	11.11%		
지배주주 (간접지분)	3.10%		

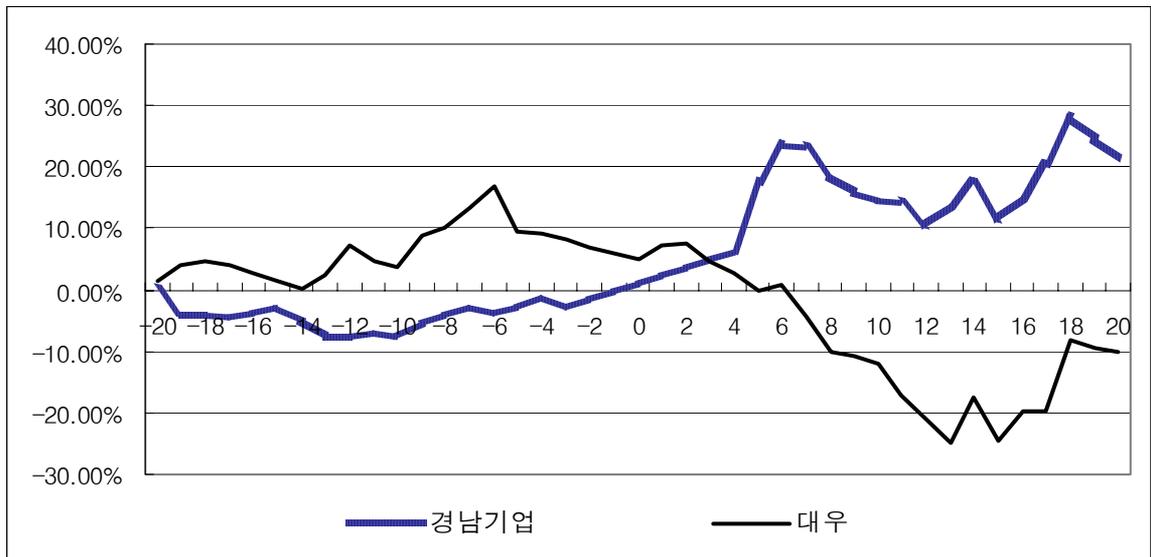
<표 8-2> 발행 공시일 주변 비정상누적초과주기수익률 및 시가총액 변화

	CAR(-1,1)	CAR(-5,5)
경남기업	1.27%	19.79%
대우	1.42%	△19.24%

	시가총액	시가총액 변화 (-1일~1일)	시가총액 변화 (-5일~5일)	지배주주 일가 지분가치 변화 (간접지분 포함) (-1일~1일)	지배주주 일가 지분가치 변화 (간접지분 포함) (-5일~5일)
경남기업	32,463	412	6,424	13	199
대우	58,912	826	△11,196	0	0

* 단위: 백만원

<그림 3> 발행 공시일 주변 비정상누적초과주기수익률 추이 (공시일 = 0)



있다. 하지만 인수기업인 (주)대우의 경우 UBS (스위스연방은행)이 2.89%를 보유하고 있는 것을 제외하고는 일정 지분 이상의 주요 지분을 보유한 주주는 존재하지 않은 상태로 파악되었다. 발행 공시일 주변 발행기업과 인수기업의 주가 추이는 상당한 차이를 보여 <표 8-2>와 <그림 3>에서와 같이 발행기업의 CAR은 큰 폭의 양(+)의 값을 보인 반면, 인수기업의 CAR은 음(-)의 값을 나타내 인수기업 주주의 부가 발행기업 주주의 부로 이전 되었을 가능성이 높음을 알 수 있다.

(3,810,000주), 지배주주(최태원회장, 1,240,000주) 등으로 구성되었다. 계열기업이 발행한 주식을 사모를 통해 동일계열소속 기업이 인수하였다는 점에서 이 사례는 위 1번의 계열기업 지분 고가 매입에도 해당될 수 있다. 인수기업 가운데 SKC(주)를 제외한 계열기업이 비상장기업인 관계로 주가를 측정할 수 없었기 때문에 SKC(주)만을 대상으로 인수기업과 발행기업 주가를 분석한 결과는 <표 9>와 같다.

• 시장반응 및 평가

2.4.3 SK증권(주)

• 개요

2000년 12월 21일, SK그룹의 SK증권(주)는 총 28,860,000주의 유상증자를 사모방식을 통하여 실시한다고 시장에 공시하였다. 주당 발행가격은 6,930원(당시 시장가격은 1,500원이었으므로 362.0%의 프리미엄부 발행)이었으며, 인수기업은 계열기업인 SK건설(14,430,000주), SKC(5,050,000주), SK에너지판매(4,330,000주), SK옥시케미칼

발행 공시일 주변 주가추이를 조사한 결과, 인수기업인 SKC(주)의 주가수익률은 하락한 반면, 프리미엄부로 사모주식을 발행한 SK증권(주)의 주가수익률은 상승한 것으로 나타났다. 나아가 SK증권(주)의 시가총액은 발행 공시일 주변에서 단기간에 큰 폭으로 상승하는 양상을 보였는데, (-5일~5일)에는 무려 498억원이 증가하였다. 결과적으로 볼 때, SKC(주)를 포함한 계열기업의 사모인수를 통해 SK증권(주)에 대한 그룹 및 지배주주의 지분 강화와 경제적 이득이 발생한 사례로 볼 수 있다.

<표 9> 발행 공시일 주변 비정상누적초과주가수익률 및 시가총액 변화

	지배주주 일가 지분 (간접소유지분 포함)	CAR(-1,1)	CAR(-5,5)	CAR(-20,20)
SKC	8.46%	△2.74%	△5.79%	△17.47%
SK증권	13.62%	0.28%	14.96%	46.78%

	시가총액	시가총액 변화 (-1일~1일)	시가총액 변화 (-5일~5일)	지배주주 일가 지분가치 변화 (간접지분 포함) (-1일~1일)	지배주주 일가 지분가치 변화 (간접지분 포함) (-5일~5일)
SKC	92,588	△2,537	△5,361	△215	△454
SK증권	333,045	△2,631	49,824	127	6,786

* 단위: 백만원

2.5 계열기업간 내부거래를 통한 계열기업 지원:
삼성SDI(주)

• 개요

2001년 3월 26일 증권시장이 폐장된 후, 삼성 SDI(주)는 이진희 삼성그룹 회장의 아들인 이재용 상무가 당시 경영하고 있던 ‘e삼성인터내셔널’ 주식 90만주를 주당 4,054원, 총 36억5천만원에 계열 기업 투자 목적으로 사흘 후인 2001년 3월 29일에 매입한다는 공시를 하였다.

• 시장반응 및 평가

공시 다음날인 2001년 3월 27일부터 주가가 폭락하기 시작하여 3월 30일까지 4일 동안 19.5%가 하락하였다. 이러한 4일 동안의 주가하락으로 주주들이 부담한 시가총액 손실액이 무려 6,077억 원에 달하였고, 종합주가지수 하락폭을 감안하더라도 약 4,780억원의 손실을 입은 것으로 추정되었다. 그리고 주가하락은 이후 1주일 후인 2001년 4월 6일까지 2주 동안 지속되었으며, 장기적으로 이러한 손실은 회복되지 않은 것으로 조사되었다.

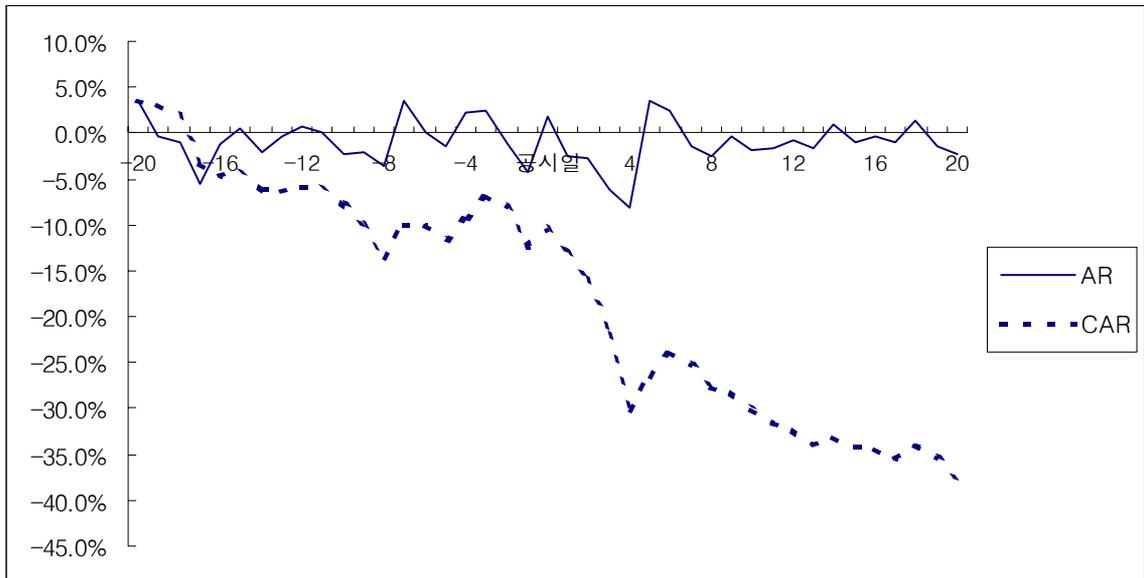
본 연구에서 시장모형으로 측정한 공시일 주변 CAR도 이러한 추세를 그대로 반영하고 있는데,

<표 10> 사건일 주변 비정상누적초과주గు수익률 및 시가총액 변화

CAR(-1,1)	CAR(-5,5)	CAR(-20,20)	시가총액	시가총액 변화 (-1일~1일)	시가총액 변화 (-5일~5일)
△4.94%	△16.42%	△37.98%	31,129	△1,538	△5,111

* 단위: 억원

<그림 4> 공시일 주변 삼성SDI 비정상(누적)초과주గు수익률 추이



CAR(-5,5)의 경우 $\Delta 16.42\%$ 로서 시가총액이 5,111억원 감소한 것으로 측정되었다.

이렇게 주가가 큰 폭으로 하락한 이유는 삼성 SDI(주)가 주식매입을 공시하면서 투자 목적이라고 발표하였으나, 투자자들은 이를 부당한 내부거래로 판단하여 주식을 대량 매도하였기 때문이다. 즉, 주식시장에서는 이재용상무가 인터넷사업을 정리하면서 자신이 대주주로 있는 인터넷 지주회사인 e-삼성(주)과 e-삼성인터넷내셔널(주), 가치네트(주), 시큐아이닷컴(주)의 보유지분을 삼성 계열사 등에 전량 매각키로 한 조치의 일환이라고 알려졌다. 이러한 기업가치의 급격한 하락은 거래내용을

보다 객관적이고 투명하게 밝힘으로써 투자자를 설득하고 신뢰를 얻지 못하여 유발된 것이라고 볼 수 있다.

2.6 계열분리: 현대중공업(주)

• 개요

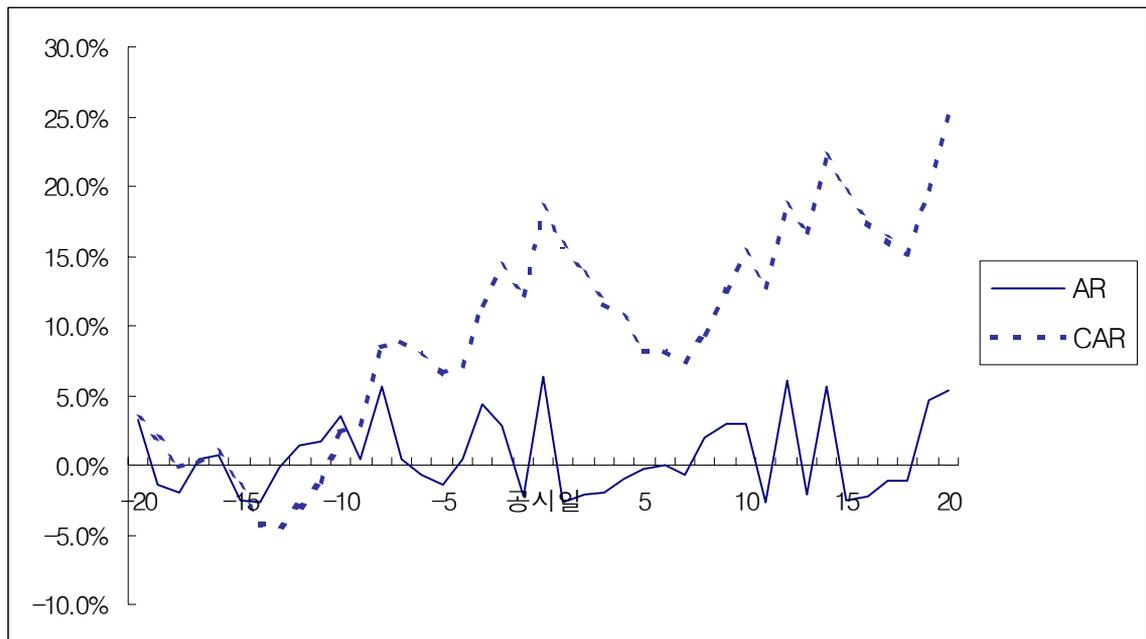
2002년 1월 28일 현대중공업(주)의 주가가 계열분리 소식으로 52주 신고가를 경신했다. 공정거래위원회로부터 계열분리 승인을 받아 재계 12위의 신설그룹으로 출발하게 된 현대중공업은 전날인

<표 11> 사건일 주변 비정상누적초과주가수익률 및 시가총액 변화

CAR(-1,1)	CAR(-5,5)	CAR(-20,20)	시가총액	시가총액 변화 (-1일~1일)	시가총액 변화 (-5일~5일)
1.46%	2.28%	25.17%	23,826	348	543

* 단위: 억원

<그림 5> 계열분리 공시일 주변 현대중공업 비정상(누적)초과주가수익률 추이



2002년 1월 27일에 2,050원(6.22%) 상승한 데 이어 다음 날인 1월 28일에도 2,150원(6.53%) 올라 35,100원을 기록하였다.

그 동안 재무적 부담이 됐던 현대그룹 계열사에 대한 지원은 더 이상 없을 것이고, 악재로 작용했던 계열기업 투자유가증권 손실도 하이닉스반도체를 제외하면 발생할 가능성이 거의 없을 것이라는 기대감이 반영되었기 때문이다. 또한 이들 위험이 줄어든 만큼 정상적인 수익성이 주가에 반영될 것으로 예상되며, 이에 따라 시장의 consensus에 따르면 적정 주가가 상향조정되면서 4만원 이상으로 평가되었다.

• 시장반응 및 평가

현대중공업(주)는 현대그룹과의 계열분리 과정에서 지급보증을 포함한 계열기업간 지분 및 채무관계를 정리하면서 재무상태 호전 및 기업지배구조 투명성이 개선된 대표적인 기업으로 거론되고 있다. <표 11>의 공시일 주변 CAR은 이 사건이 기업가치 증진에 기여하였음을 보여주고 있다. 특히, CAR(-20,20)의 경우 25.17%(시가총액 543억원)의 높은 상승률을 기록하였다. <그림 5>의 단기 비정상(누적)초과주가수익률 추이도 상승하는 추세를 확인시켜주고 있어 기업지배구조 개선이 기업가치 상승에 직접적으로 기여할 수 있다는 사실을 보여주는 사례이다.

2.7 신주인수권의 포기: CJ엔터테인먼트(주)

• 개 요

2002년 4월 25일 이재현 제일제당(현. CJ) 회장은 헐값에 사들였다는 의혹을 받아온 계열기업 CJ엔터테인먼트(주) 발행 신주인수권 6,002,000주를 전액 무상 소각함으로써 시가 1,100억원(공시일 당시 시장가격: 주당 16,700원)에 육박하는 재산상의 권리를 포기한다고 발표하였다. 이 사건은 대주주가 스스로 기업의 지배구조 위험을 감소시키려는 노력을 행함으로써 장기적으로 기업의 가치에 도움을 줄 수 있는 사례로 평가받을 수 있는 것으로서 시장의 반응도 상당히 호의적으로 나타났다.

• 시장반응 및 평가

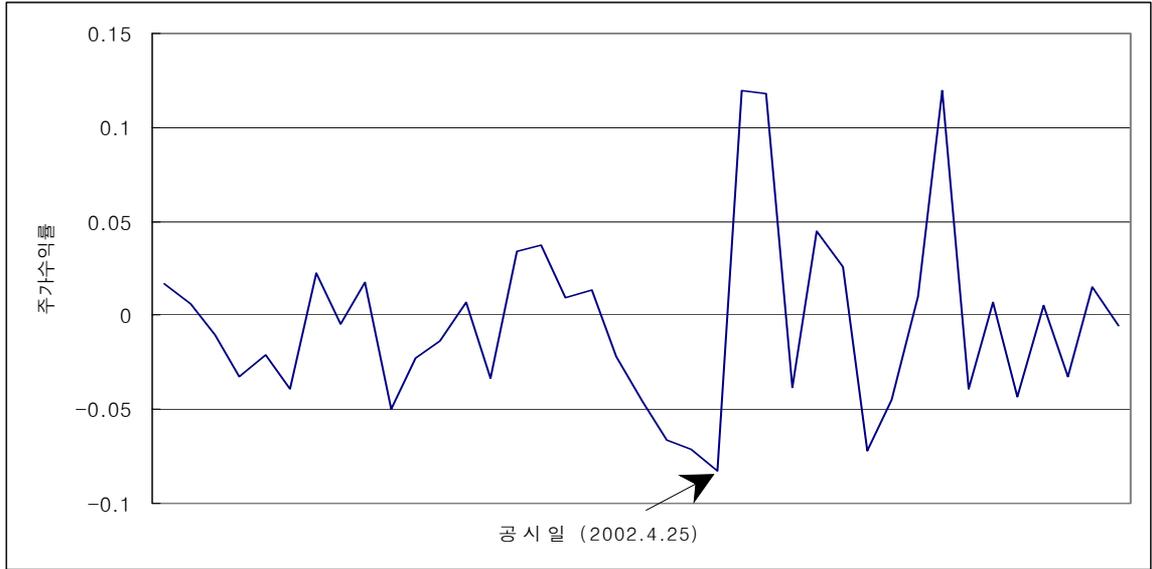
주식시장(코스닥시장)에서는 이러한 재벌 대주주 경영자(owner manager)의 신주인수권 자진 소각 조치에 대해 물량압박에 의해 발생할 수 있는 주가 하락으로부터 야기될 수 있는 소수주주 부의 손실을 보호함으로써 경제적인 혜택을 줄 수 있는 것으로 간주되어 긍정적인 반응이 연이어 관찰되었다. 그리고 재벌 대주주경영자와 외부투자자간의 불신을 해소하고, 정보불균형(information asymmetry)으로부터 야기될 수 있는 대리인비용을 감소시켜 경영활동의 투명성과 책임성을 높이는 사건으로 인식하였다. 이에 따라 아래 <표 12>, <그림 6>에서와 같이 포기 발표일 이전 지속적인 하락세를 보이

<표 12> 사건일 주변 비정상누적초과주가수익률 및 시가총액 변화

CAR(-1,1)	CAR(-5,5)	CAR(-20,20)	시가총액	시가총액 변화 (-1일~1일)	시가총액 변화 (-5일~5일)
5.14%	10.31%	6.19%	2,394	123	247

* 단위: 억원

<그림 6> 주식매각 공시일 전후 1개월간 CJ엔터테인먼트 일별주가수익률 변화



던 주가도 거래량 증가와 함께 큰 폭으로 상승 (2002년 4월 25일 종가 16,700원 → 2002년 4월 30일 종가 20,100원으로 사흘 만에 20.4%의 주가수익률 상승을 기록)하였다. CAR로 계산한 발표일 주변 시가총액 또한 상당한 증가세를 시현하였다. 이는 주주의 부를 보호하는 기업지배구조 정책이 시장에서 어떻게 평가되는가를 잘 보여주는 사례로 평가된다.

28 지주회사를 통한 투명성 확보: 이수그룹

• 개요

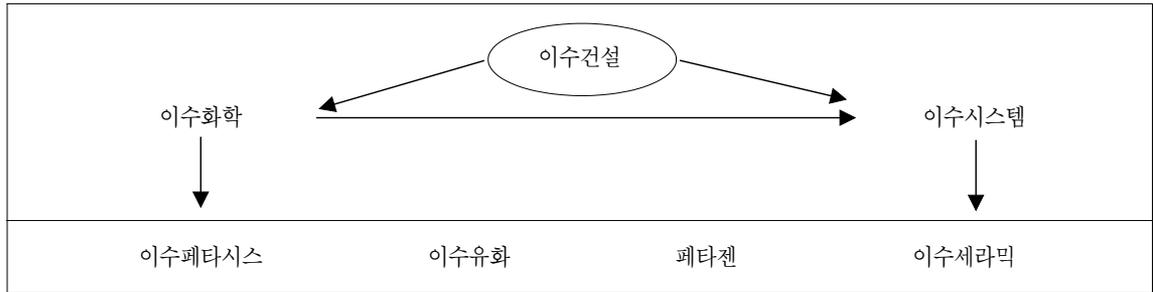
흔히 계열기업간 복잡한 출자구조는 가공자본을 양산하고 출자단계가 많아질수록 지배주주의 의견권이 부풀려져 지배주주의 소유권-지배권 간에 괴리도(disparity between cashflow rights and voting rights))가 커지게 된다. 이에 대한 기업 지배구조의 대안으로 지주회사를 통한 출자구조의

투명성 확보가 제시되고 있다. 정부는 우리나라에서 지주회사 구축을 권고하는 방안으로, 지주회사 요건을 자산규모 1,000억원 이상, 자기자본 대비 부채비율 100% 이하이던 것을 2006년 4월 21일에 자산규모 1,000억원 이상, 자기자본 대비 부채비율 200% 이하로 완화하는 방침을 추진한다고 발표하였다.

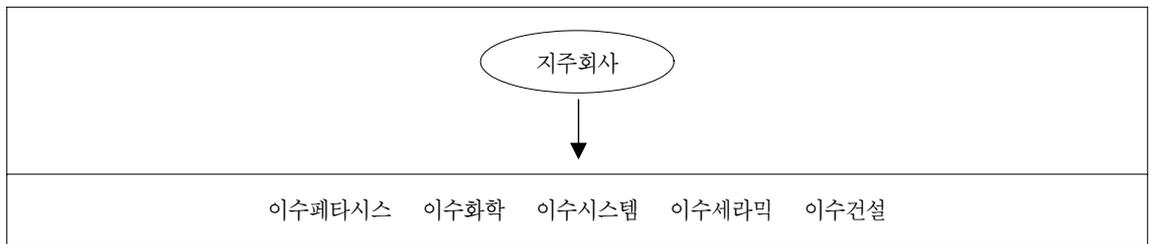
지주회사 체제는 원칙적으로 각 계열기업이 지주회사의 지배권 하에서 계열기업간 채무보증 없이 독립기업으로서 독자경영을 수행하는 구조이다. 따라서 계열기업의 지원 없이 생존해야 하는 독립·책임경영이 강화되고, 이에 따라 주주의 신뢰를 강화 또는 회복할 수 있는 기업시스템이다. 또한 소유구조 측면에서는 계열사간 순환출자(circular ownership)가 없어 가공자본에 의한 계열확장이 어렵게 되어 대주주가 지배권을 위해 자회사에 대한 지분을 유지해야 하는 부담을 지니므로, 외형 추구를 지향하는 형태의 경영활동이 어렵다는 경영정책상의 변화 또는 결과를 가져온다. 이와 더불어

<그림 7> 지주회사 전환에 따른 계열기업 지배구조 변화 및 상장 계열기업 주가 추이

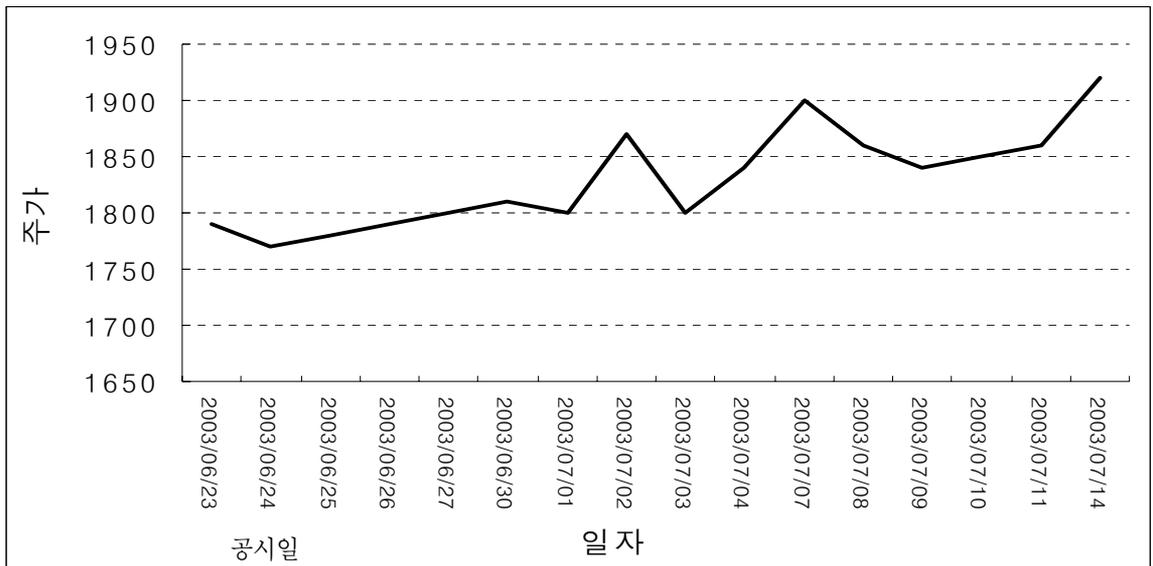
• 지주회사 이전



• 지주회사 이후



• 공시일 (2003.6.23) 이후 상장계열기업(이수페타시스) 주가 추이



지주회사의 주(主) 수입원은 자회사로부터의 배당금이므로 자회사의 배당지급 증가를 유도함으로써 주주권에 대한 현금흐름이 우량해지는 효과가 있다.

2003년 6월 23일 이수그룹은 공정공시를 통해 지주회사로의 전환을 발표하였다. <그림 8>과 같이 지주회사 이전에 이수건설(주), 이수화학(주), 이수시스템(주)를 중심으로 순환출자를 통해 계열기업의 소유구조를 형성하던 이수그룹은 이수(주)를 중심으로 소유구조를 개편함으로써 지주회사 체제를 구축하게 되었다.

• 시장반응 및 평가

지주회사 전환 발표에 대한 주식시장의 반응은 대체로 긍정적으로 나타났는데, 이러한 주가반응은 지주회사 전환에 따라 계열기업간 지배구조가 투명해지는 개선효과에 대한 기대감으로 평가되었다. <그림 7>은 이수그룹의 상장기업인 이수페타시스의 주가 추이를 나타낸 것인데, 2003년 6월 23일 1,790원을 보인 이 회사의 주가는 2주 후인 2003년 7월 14일에는 1,920원(수익률 7.26%)을 기록하면서 지속적인 상승세를 시험하였다.

이수그룹과 유사하게 풀무원(주), 농심(주) 등도 지주회사 전환을 발표하였는데, 역시 시장의 반응은 호의적이었다.⁶⁾

III. 요약

기업지배구조가 기업가치의 변화에 유의적인 영향을 미치는가에 관하여 진행되어온 국내외 연구에 의

하면 지배구조와 기업가치는 양(+)의 관계를 보여 우수한 지배구조 시스템을 구축하고 있는 기업일수록 기업성도가 우수한 것으로 조사되었다. 이와 같은 기존연구의 결과에 대해 본 연구에서는 1997년부터 2003년까지 국내 주식시장에서 발생한 기업지배구조와 관련한 경제적인 사건에 대해 실제 주식시장의 반응을 관찰·조사함으로써 기업지배구조의 교육과 연구에 보다 직접적이고 유용한 자료를 제공하려 한다. 이를 위해 본 연구는 총 8개의 주제에 대해 14개 기업의 과거 사례를 조사하였다. 각 사례는 사건의 개요, 시장의 반응과 평가 및 주주의 부에 미친 영향을 분석하였다. 평가방법으로는 시장모형(market model)을 주로 이용하였다.

기업가치 변화가 긍정적인가, 부정적인가를 기준으로 구분하면 긍정적인 변화를 가져온 사례는 5개, 부정적인 변화를 가져온 사례는 4개, 두 효과가 혼재된 사례 5개로 구성되었다. 기업가치에 긍정적인 결과를 가져온 사례는 현대산업개발(주) 지배주주의 해외사모신주인수권부사채에 대한 리픽싱 옵션 삭제 및 신주인수권의 포기, 빙그레(주) 지배주주의 주가 저평가시기를 이용한 안정적 지분의 확보, 현대중공업(주)의 계열분리, CJ엔터테인먼트(주) 지배주주의 신주인수권 포기, 이수그룹의 지주회사를 통한 투명성 확보 등이다. 기업가치에 부정적인 결과를 가져온 사례는 LG화학(주)의 계열기업 보유지분의 지배주주에 대한 보유지분의 저가매도·고가매입, 두산(주) 지배주주의 해외사모신주인수권부사채 인수, 대한알루미늄(주)의 지배주주 또는 계열기업의 국내사모전환사채 인수, 삼성SDI(주)의 계열기업간 내부거래를 통한 계열기업 지원 등이다. 기타 긍정적 효과와 부정적 효과가 관련기업간에 혼재되어 나타난 사례는 지배주주

6) 비금융 일반지주회사는 이외에도 녹십자(주), 대교네트워크(주), 대우통신(주), 대웅(주), 세아홀딩스(주), SK엔론(주), LG(주) 등이 있다. 또한 금융지주회사로는 우리금융지주(주), 세종금융지주(주), 신한금융지주(주), 동원금융지주(주), 하나금융지주(주) 등이 설립되었다. 현행 법률상 금융·비금융기업을 동시에 소유한 지주회사 설립은 금지되어 있다.

와 관련한 제3자 배정 방식의 유상증자(경남기업, SK증권), 지배주주 또는 계열기업의 국내사모전환사채 발행 및 인수(한솔제지, 한진) 등이다.

이와 같은 사례연구의 결과에 비추어볼 때, 국내에서도 기업지배구조위험이 기업의 현금흐름 또는 자본비용을 크게 변동시켜 기업가치를 변화시키는데 유의적인 재무요인으로 작용한다는 사실을 알 수 있다. 본 연구의 결과는 향후 기업지배구조와 관련한 교육에 유용한 자료로 사용되고, 주주가치 즉 기업가치 제고방안을 수립하는데 이바지할 수 있을 것으로 기대된다.

종합할 때, 지배구조를 고려한 기업의 조직효율성 연구가 그 중요성에 비해 아직까지 미흡하고 그 효과에 대해 논쟁의 여지가 많다는 점을 고려할 때, 본 연구는 실제 국내 주식시장의 사례를 통해 기업지배구조위험이 기업에 미치는 영향을 평가하였다는데 의의가 있다.

참고문헌

- 인터넷 전자신문 및 일간지 각 호 (동아일보, 머니투데이, 매일경제신문, Korea Herald)
- 한국증권업협회, “증권시장지” 각 호
- Bae, K. H., Kang, J.-K., Kim, J. M., 2002. Tunneling or value addition? Evidence from merger by Korean business groups, *Journal of Finance* 57, 2695-2740.
- Baek, J. S., Kang, J.-K., Park, K. S., 2004. Corporate governance and firm value: Evidence from Korean financial crisis, *Journal of Financial Economics* 71, 265-313.
- Baek, J. S., Kang, J.-K., Lee, I. M., 2006. Business groups and tunneling: Evidence from private securities offerings by Korean Chaebol, *Journal of Finance* 61, *Forthcoming*.
- Barclay, M., Holderness, C., 1989. Private benefits from control of corporations, *Journal of Financial Economics* 25, 371-395.
- Berglof, E., Perotti, E., 1994. “The governance structure of the Japanese financial keiretsu,” *Journal of Financial Economics* 36, pp. 259-284.
- Classens, S., Djankov, S., Lang, L. 2000, “The separation of ownership and control in East Asian corporations”. *Journal of Financial Economics* 58, pp.81-112.
- Cronqvist, H., Nilsson, M., 2003. The choice between rights offerings and private equity placements, *Working Paper*, University of Chicago.
- Demsetz, H., Lehn, K., 1985. The structure of corporate ownership: cause and consequence, *Journal of Political Economy* 93, 375-390.
- Hertzel, M., Smith, R. L., 1993. Market discounts and shareholder gains for placing equity privately, *Journal of Finance* 48, 459-485.
- Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Joh, S. W., 2003. Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics* 68, 287-322.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., Friedman, E., 2000. Corporate governance in the Asian financial crisis, *Journal of Financial Economics* 58, 141-186.

- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 2000. Tunneling. *American Economic Review Papers and proceedings* 90, 22-27.
- Kang, J.-K., Shivdasani, A., 1996. Does the Japanese governance system enhance shareholder wealth? Evidence from the stock-price effects of top management turnover, *Review of Financial Studies* 9, 1061-1095.
- Kang, J.-K., Stulz, R. M., 2000. Do banking shocks affect borrowing firm performance? An analysis of the Japanese experience. *Journal of Business* 73, 1-23.
- Kato, K., Schallheim J. S., 1993. Private equity financings in Japan and corporate grouping (keiretsu), *Pacific-Basin Finance Journal* 1, 287-307.
- Khanna, T., Palepu, K.G., 2000. Is group affiliation profitable in emerging markets: An analysis of diversified Indian business groups, *Journal of Finance* 55, 867-891.
- Lamont, O., 1997. Cashflow and investment: Evidence from internal capital markets, *Journal of Finance* 52, 83-109.
- La Porta R., Florencio, L., Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world, *Journal of Finance* 54, 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52, 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1999. The quality of government. *Journal of Law, Economics and Organization* 15, 222-279.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.
- Leland, H. E., Pyle, D. H., 1977. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *Journal of Finance* 32, 371-387.
- Lemmon, M., Lins, K., 2001. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. Unpublished working paper, University of Utah.
- Mitton, T., 2002. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 64, 215-241.
- Myers, S., Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Shin H. H., Park, Y. S., 1999. Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean Chaebols, *Journal of Corporate Finance* 5, 169-191.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1986. Large Shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Wruck, K. H., 1989. Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings, *Journal of Financial Economics* 23, 3-28.

Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Korean Stock Market

Jae-Seung Baek*

Abstract

Numerous studies have examined the relationship between firm performance and governance measures adopted by firms and find that generally there is a positive relationship between good governance and firm value. For example, Johnson, Boone, Breach, and Friedman (2000) show that for a sample of 25 emerging countries, governance variables, such as investor protection indices and the quality of law enforcement, explain more of the variation in exchange rates and stock market performance. Extending Johnson et al. (2000) to firm-level data of five East Asian countries, Mitton (2002) finds that firms with higher disclosure quality, greater transparency, higher outside ownership concentration, and corporate focus experienced better stock price performance. Lemmon and Lins (2001) also show that during the Asian financial crisis, firms in which controlling owner-managers owned more of the control rights, but fewer cash flow rights, suffered more loss of share values. Using detailed firm-specific governance variables in the Korean market, Joh (2003) shows that chaebol firms with high equity ownership by affiliated firm underperformed relative to independent firms. Baek, Kang, and Park (2004) further show that firms with higher ownership concentration by unaffiliated foreign investors and those with higher disclosure quality experience a smaller reduction in their share value. In contrast, chaebol firms with concentrated ownership by controlling family shareholders and those in which the controlling shareholders' voting rights exceed their cash flow rights experience a larger drop in the value of their equity. In this study, we provide several direct evidences regarding corporate governance and firm value in Korean stock market.

Key Words: Corporate Governance, Firm Value, Shareholder Wealth, Agency Problem, Related Party Transaction, Holding Company

* Hankuk University of Foreign Studies