

# 기업 출자의 효율성에 관한 실증연구

1차 초고 2003.5.17

전태홍(홍익대)

Tel. 016-369-2430

e-mail: thj2274@hongik.ac.kr

송홍선(예금보험공사)

Tel.011-9735-2140

e-mail: dna0214@kdic.or.kr

## I. 문제제기

참여정부 들어 출자총액제한제도를 두고 논란이 계속되고 있다. 한편에서는 규제의 불가피성을, 다른 한편에서는 동 제도의 실효성, 글로벌스탠더드 등의 관점에서 제도의 폐지를 주장하고 있다. 정부는 심화되는 경제력 집중과 재벌기업의 소유와 지배간의 괴리 문제를 해결하기 위해서 출자총액제한제도가 당분간 불가피하다는 입장이다. 출자총액제한제도가 이같은 규제목적 달성을 수 있음은 이미 이론적으로 증명되고 있다(김진방, 2002). 그러나 규제의 실효성에 대한 연구는 이론과는 반대의 결과로 나타나고 있다. 최정표(2002)는 공정거래법에서 1987년 재벌규제 관련 제도를 도입한 이후를 대상으로 규제제도의 실효성을 실증했는데, 여러 가지 재벌 규제 조치들에도 불구하고 동 기간 동안 경제력 집중이 오히려 심화되고 있다는 결과를 제시하고 경제력 집중 억제정책에서 지배구조 개선정책으로 발상 대전환을 제언하고 있다. 황인학(2001)도 출자총액제한제도의 운영이 일관되지 못하고 환경부적합하며, 글로벌 스탠더드와 배치될 뿐 만 아니라 동 제도가 시행되는 동안 경제력 집중은 심화되었음을 주장하고 있다.

그러나 이 같은 연구결과들이 동 제도의 경제력 집중의 억제 효과 자체를 부인하는 것이라고 할 수는 없다. 다시 말해, 동 제도가 있었음에도 경제력 집중이 심화되었다는 것은 재벌의 경제력 확장이 그 만큼 강하다는 반증일 수도 있기 때문이다. 때문에 동 제도의 존속과 관련한 논란은 쉽게 합의점을 찾지 못하는 상황이다.

본고는 출자총액제한제도가 경제력 집중을 억제했는가 하는 관점에서 벗어나 기업출자에 대해 자본시장 투자자들은 어떻게 평가하고 있는가 하는 관점에서 기업의 출자 행위, 나아가 출자총액제한제도를 평가할 필요가 있다고 판단한다. 출자(equity investment) 역시 기업의 투자 행위이므로 기업가치면에서 기업 출자가 긍정적이지 못하다면 기업 출자행위의 타당성은 반감될 것이기 때문이다. 출자총액제한제도 역시 자본시장에서 평가를 참고할 필요가 있는 것이다. 이론적으로 기업간 출자는 피출자기업에 대한 현금흐름권을 확보하는 수익성차원에서 이루어질 수도 있고 피출자기업을 통제하기 위한 지배권확보 차원에서 이루어질 수 있다. 출자가 수익성 확보차원에서 이루어진다면 정보비대칭을 해소하여 내부자본시장의 효율성을 향상시키는 효과를 가져올 수 있다. 이 경우 출자는 기업가치를 높이는데 기여할 수 있다. 한편 출자가 지배주주의 계열사에 대한 지배권 확보차원에서 이루어질 경우 출자 의사결정에서 피출자기업의 수익성은 무시될 가능성이 크고 이 경우 출자를 통한 내부자본시장의 효율성이 저하되고 지배주주와 소액주주 사이의 이해상충문제가 악화될 수 있다. 이 경우는 출자는 출자기업의 가치를 파괴할 수 있다. 실제 기업의 출자 유인에 이러한 두 가지 유인이 혼합되어있다고 볼 때 출자의 가치효과는 실증적으로 분석해야 된다고 생각된다. 또한 재벌계열기업과 비재벌기업간의 출자의 가치효과를 분석함으로써 출자총액제한제도를 둘러싼 논란에 일정한 함의를 얻을 수 있을 것으로 생각된다.

## II. 한국 기업과 기업간 출자

기업간 출자(equity investment)는 한국 기업에게 독특한 현상으로 인식되곤 했다. 그런데 외국과 비교를 해 보니 기업간 출자가 한국에만 고유한 현상은 아니었으며 자본시장이 발달하지 못한 은행중심 금융제도를 채택한 나라들에서 쉽게 발견되는 현상인 것으로 나타났다.

나라별 기업지분의 소유분포를 살펴보면 다음과 같다. 기업지분(corporate equity)의 소유 분포는 나라마다 역사적 특징이 있다. 주식을 보유할 능력이 있는 조직화된 집단이 누구냐의 문제인데, 이는 소유와 경영의 분리 정도, 기관투자가의 형성 방식 등과 밀접한 관련이 있다.

<표 1>를 보면 자본시장 중심의 미국과 은행중심의 일본, 독일, 한국간에 기업지분의 소유분포에서 상당한 차이가 있다. 미국은 상업은행이 기업주식을 전혀 보유하고 있지 않은데 일본은 거래기업과의 상호주식보유, 독일은 상업은행들의 주식예탁(share depository) 기능<sup>1)</sup> 등으로 은행이 상당한 수준의 기업 지분을 보유한 채 의결권을 행사하고 있다. 보험은 미국, 일본, 독일 공히 기관투자가로서 기업 지분을 상당수준 보유하고 있다. 기타 금융기업의 역할은 뮤추얼펀드의 투자비중이 높은 미국 등에서 핵심적인 역할을 한다. 미국의 경우 기타금융기업이 기업지분의 44.1%를 보유하고 있으며 이중 뮤추얼펀드를 비롯한 각종 펀드가 32.7%를 보유하고 있다.

한국, 일본, 독일 등은 비은행금융기업 대신 비금융기업이 타법인의 지분을 대규모로 보유하고 있는 것이 특징적이다. 미국은 타법인 출자가 전무하지만 한국은 20%, 일본은 27%, 독일은 43%에 달한다. 자본시장이 발달하지 못한 이들 나라에서 기업간 출자가 일반화되는 것은 재무이론으로도 쉽게 설명이 되어진다. 즉, 내부자금이나 준내부자금(은행자금)으로 투자자금을 전액 충당하지 못하는 상황에서 정보비대칭문제를 해결하고 안정적으로 자금을 조달하는 방법은 내부자본시장을 형성하는 것이다. 기업간 출자는 자본시장이 미발달한 나라에서 내부자본시장 형성의 촉매제이자 내부자본시장의 중요한 자금조달수단으로서의 역할을 수행한다고 볼 수 있다.

<표 1> 주요국 기업지분의 소유 분포(%)

	한국(2002)	미국(2002)	일본(1987)	독일(1988)
정부	7.3	1.0	0.9	4.6
은행	28.7	0.0	20.5	10.4
보험		7.7	17.7	8.8
기타금융기업		44.1(32.7)	5.3	-
비금융기업	20.0	0.0	27.0	43.0
개인	19.4	35.7	23.9	21.1
외국인	24.5	11.5	4.7	12.1

자료: 『자금순환표』, 한국은행, Flow of Fund, FRB, Canals(1997).

주: 1) 한국, 미국은 자금순환표 상의 금융기업을 포함한 데이터이며, 일본은 상장비금융기업, 독일은 증권예탁원 통계로써 비금융기업 기준임.

2) 기타금융기업에는 투자회사, 각종 펀드, 신탁 등을 포함. 미국은 금융기업(뮤추얼펀드 제외)을 포함한 기업 주식 소유분포이며, 전체 주식발행잔액중 비금융기업의 발행주식 비중은 67%임.

그런데 기업에 의한 타기업 지분 보유는 시장구조, 기업조직 등에 의미있는 영향을 준다. 출자는 시장구조면에서 시장집중 혹은 수직계열화 혹은 비관련 다각화 등에 따른 경제력의 일반집중의 문제를 야기할 수 있다<sup>2)</sup>. 기업조직 면에서는 출자가 피출자 기업에 대한 지배권

1) 독일은 70년대 후반만 하더라도 상장기업 지분의 50~55%을 상업은행들이 고객으로부터 예탁을 받아 의결권을 행사했다.(Canals, 1997)

2) 1987년에 대규모 기업집단에 대한 출자총액제한제도는 기업간 출자를 통해 대규모 기업집단으로 경제력이 집중되는 폐해를 억제하기 위해 도입된 대표적인 제도이다.

의 행사를 동반하므로 기업집단(business group)의 형성을 의미하게 된다. 독일에서 기업간 출자는 60년대 이래 지속된 특징으로 이원적인 이사회제도와 함께 적대적 인수합병을 어렵게 하는 주된 이유가 된다. 일본에서도 기업간 출자는 케이레츠내 계열기업간의 결속을 강화하는 대표적인 수단이다. 기업출자에는 기업의 실물투자와는 분명히 다른 유인(incentive)이 동반될 수 있다.

실물투자가 미래의 현금흐름에 대한 투자라면 지분 출자는 미래의 현금흐름과 잔여통제권(residual control right)에 대한 투자라고 볼 수 있다. q투자이론에 따르면 합리적인 경제주체는  $q > 1$  이면 실물투자(공장증설)를 하고,  $q < 1$ 이면 해당 생산라인을 보유한 타기업의 지분을 인수(출자)하는 것이 합리적이지만, 출자로 인한 잔여통제권의 가치를 합리적 경제주체의 효용함수에 포함할 경우  $q > 1$ 인 경우에도 타법인에 대한 출자가 일어날 수 있다.

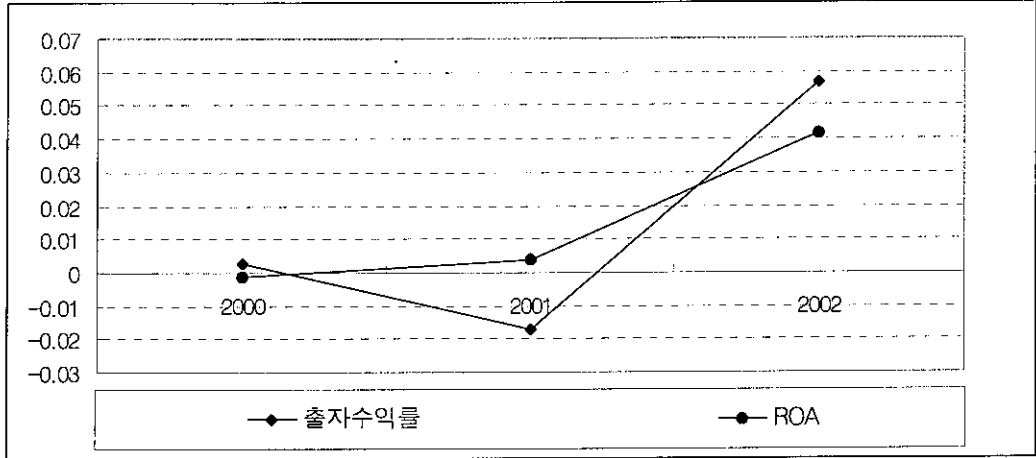
기업간 출자가 일반화된 독일, 일본, 한국 등에서는 출자 후 지배권 획득으로 지배주주가 얻는 사적 편익(private benefit)이 클 것으로 추측이 가능하다. 실제로 독일, 일본, 한국 기업의 의결권의 가치를 보면 독일, 한국, 일본 기업이 미국 기업보다 훨씬 높다는 것이 확인된다. 미국 기업의 의결권가치는 10.5%로 추정(Zingales, 1995)된 반면 독일은 26.3%(Hoffmann-Burchardi, 1999), 한국은 86.3%(송홍선, 2001)로 추정되었다<sup>3)</sup>. 은행중심 금융제도를 취한 나라에서 의결권의 가치가 상대적으로 크다는 것은 지배주주가 출자를 통해 사적편익을 얻을 가능성이 크다는 것을 시사하고 따라서 은행중심 금융체제를 갖는 국가에서는 출자를 통한 지배권 확대(empire building)가 출자의 주요한 유인이 될 수 있다.

그렇다면 출자에 의한 현금흐름은 어떤가? 만일 지배권 획득과 부실계열사 지원이 출자의 주요한 유인이라면 이러한 유인은 현금흐름권을 통한 수익성 확보와 상충을 일으킬 수 있다. 최근 SK 글로벌 사태의 발단이 된 SK 글로벌의 SK 증권 우회 지원은 이러한 상충을 극명하게 보여준다. 주지하듯이 1998년 SK 증권은 영업용순자본비율 하락으로 적기시정조치(경영개선명령)에 따라 생존이 불확실한 가운데 SK 증권의 최대출자자였던 SK 글로벌이 부실계열사인 SK 증권의 역외펀드투자 손실을 부당하게 부담함으로써 SK 글로벌 주주들에게 손실을 입힌 것이 사건의 본질이다. 또한 SK 그룹 오너의 2002년 3월 워커힐 주식과 SK C&C와 SK 글로벌이 보유한 SK(주) 주식을 고가에 맞교환한 것도 오너가 그룹 소유구조의 정점인 SK(주) 주식 매집을 최대화할 목적으로 이루어진 것으로 계열사인 SK C&C와 SK 글로벌에게 손실을 입혔다.

이렇듯 지배권 행사와 부실계열사지원 목적으로 출자가 이루어진다면 자산운용의 관점에서 출자로부터 투자수익률은 그리 높지는 않을 것으로 예상할 수 있으며 피출자기업의 수익성은 출자를 결정을 하는 주요한 요인이 아닐 수 있다고 판단할 수 있다. 실제로 본 논문이 거래소, 코스닥, 외감 대상 제조기업 1522개 샘플기업을 대상으로 출자로부터 투자수익률을 계산해 보았다. 상장사협의회가 제공하는 1522개 제조업의 2000-2002년 평균 ROA는 0.015%이고 관계회사투자유가증권 대비 지분법평가손익(출자수익률)은 0.014%로 출자수익률이 조금 낮았지만 별 차이가 없었다. 기간별로 보면 2000년과 2002년에는 출자수익률이 조금 높게 나타나고 있다.

<그림 1> 제조업의 수익성(ROA)과 출자수익률

3) 그 외 영국은 13.3%, 이탈리아 82% 등으로 추정되고 있다. 이렇게 볼 때 의결권가치는 자본시장 중심 금융제도가 발달한 나라에서는 낮게 나타나고 은행 중심 금융제도에서는 높게 나타나고 있다.



주: ROA = 순이익/총자산, 출자수익률 = 지분법평가순이익/관계회사투자유가증권

그런데 최근 문제가 되고 있는 SK 그룹의 경우 조금 달랐다. SK 글로벌은 2000-2002년 동안 평균 ROA(-0.02)보다 출자수익률(0.05)이 더 높았다. 그리고 SK(주)는 2002년<sup>4)</sup> ROA가 0.02, 출자수익률도 0.02로 차이가 없었다. 이렇게 볼 때 출자가 비록 지배권 확대 차원에서 이루어지더라도 피출자 기업의 가치와 무관하게 이루어지지 않는다는 것을 시사한다. 이상을 종합해 볼 때 출자에 대한 평가는 좀더 엄밀한 방법론에 따라 이루어질 필요가 있다. 본 논문은 다음과 같이 실증분석을 시도할 것이다. 우선, 한국기업의 출자 효율성을 출자의 공시 효과를 통해 분석한다. 둘째, 출자의 동인은 무엇인가. 지배권 행사 가설이 타당하다면 출자는 단기적으로 기업의 가치를 파괴할 것이며, 피출자기업의 수익성이 의미 있는 변수라면 출자는 단기적으로 기업의 가치를 상승시킬 것이다.

### III. 연구방법

#### 1. 출자의 공시효과: Event Study

기업출자의 가치 효과를 출자를 전후해 자본시장에 나타난 비정상수익률(AR: Abnormal Return)을 통해 측정하는 사건연구(event study)를 통해 측정한다. 개별 기업의 비정상수익률은 시장모형을 사용해 추정한다. 시장모형(market model)에서 비정상수익률은 실제수익률과 기대수익률간의 차이인 회귀모형의 잔차(residual)로서 다음과 같이 정의된다.

$$AR_{jt} = R_{jt} - E[R_{jt} | X_t]$$

여기서  $AR_{jt}$  : j 기업의 t시점에서의 일별 비정상수익률

$R_{jt}$  : j 기업의 t시점에서의 일별 추가수익률

$E[R_{jt} | X_t]$  : 비정상수익률  $X_t$  아래서 j 기업의 t시점에서의 일별 기대수익률

4) 2001년과 2000년 특수관계자 유가증권 데이터를 구할 수 없어서 2002년 실적만 보고했음.

비정상수익률( $X_j$ )은 시장수익률( $R_{mt}$ )을 이용한 시장모형을 통해 추정할 경우, 다음과 같이 표시될 수 있다.

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

여기서,  $R_{mt}$  :  $t$ 시점에서의 시장전체의 일별주가수익률  
 $\hat{\alpha}_j, \hat{\beta}_j$  : 시장모형을 이용하여 추정된 기업  $j$ 의 계수값

따라서 기업의 일별 비정상수익률( $AR_{jt}$ )은 다음과 같이 표현된다.

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

$n$ 개 기업의 일별 평균비정상수익률(AAR: Average Abnormal Return)은 개별 기업의 비정상수익률을 이용하여 다음 식에 의해 계산하였다.

$$AAR_t = \frac{(\sum_{j=1}^n AR_{jt})}{n}$$

S시점에서 M시점까지 사건기간 동안의 평균누적비정상수익률(CAR: Cumulative Abnormal Return)은 다음과 같이 계산된다.

$$CAR_{sm} = (\sum_{t=s}^m AR_{jt})$$

본 연구에서는 추정기간(estimation period)을 사건일( $t=0$ ) 이전 -220~-21으로 하고, 사건기간(event period)은 -20~20로 하였다.

사건연구에서 흔히 나타나는 비정상수익률에 대한 통계 검증은 다음과 같이 수행했다. 우선 본 연구는 분석에서 나타날 수 있는 횡단면 종속성 문제가 존재하지 않아 이와 관련된 테스트는 하지 않았다. 기업마다 출자시점이 다르기 때문이다. 둘째, 무거래(non-trading)에 따른 추정의 편기(bias) 문제는 무거래 자료는 샘플에서 배제하는 방법으로 해결하려 했으나 샘플기간동안 무거래 자료는 존재하지 않았다. 셋째, 비정상수익률(CAR)값의 유의성을 검토하기 위해 t-test와 비모수적인 순위합검정(Wilcoxon rank sum test)을 수행하였다. 개별 CAR 값은 사건(event)이 없는 경우  $AAR_t$ 와  $CAR_{sm}$ 의 기대값이 0이므로 샘플기업의  $AR_{jt}$ 와  $CAR_{sm}$ 의 횡단면 자료에 대해 t-test를 실시하였다. 그리고 재벌 계열기업과 비재벌 기업 등 본고에서 고려하는 여러 그룹간의 차이를 검증하는데는 t-test와 순위합검정을 함께 수

행했다.

## 2. 연구가설

비정상수익률을 설명하기 위해 OLS 분석과 로짓분석을 수행한다. 기업의 출자는 주주가 치 제고를 목적으로 이루어질 수도 있고, 경영자가 사적 편익을 추구하는 과정에서 이루어질 수도 있다. 출자가 후자의 목적이라면 출자기업에서 피출자기업으로 혹은 그 반대방향으로 부의 이전(tunnelling)이 발생할 수 있다. 그리하여 출자를 설명하는 변수로 출자기업과 피출자기업의 재무적 특성 변수들과 출자기업의 비재무적 특성, 특히, 소유지배 특성을 나타내는 변수들을 고려하였다. 또한 경영자의 사적 유인이 출자기업의 형태, 다각화의 성격, 피출자기업의 성격 등에 따라 차이가 있는지를 검토하기 위해 관련 더미변수들을 설명변수로 고려했다. 실증분석의 가설은 다음과 같다.

*가설 1. 출자기업의 비정상수익률(CAR)은 피출자기업의 수익성이 클수록 높다. 피출자기업의 수익성이 클수록 출자로 인한 기업가치 증대효과가 있으므로 비정상수익률은 증가할 것이다.*

*가설 2. 출자기업의 레버리지가 높을수록 파산위험에 따라 출자기업의 비정상수익률은 상승 혹은 하락한다.*

레버리지가 높을수록 파산위험이 증가하기 때문에 투자자들은 부정적으로 반응할 수 있으나, 레버리지가 높음에도 출자를 할 경우 그 만큼 출자의 기대수익률을 높이는 signalling 효과(Ross, 1977)로 인해 투자자들이 긍정적으로 반응할 수 있다.

*가설 3. 출자기업의 지배주주지분율이 높을수록 한국의 오너-경영자제도 아래서는 내부주주와 외부주주간 대리인문제로 인해 출자기업의 비정상수익률은 하락한다.*

이 가설은 통상적인 대리인문제 설정과 반대되는 것이나 기업집단내에서 피출자기업이 계열기업인 경우 부의 이전(tunnelling)에 의해 지지된다.

## 3. 실증 분석

### 가. 자료

본 연구는 2001년 한 해 동안 출자가 이루어진 거래소 상장기업을 대상으로 필요한 표본 기업을 추출했다. 2001년을 표본기간으로 선정한 것은 이때부터 IMF 위기로부터 상대적으로 기업활동이 안정화되었고, 또 2001년 4월부터 30대 재벌에 대한 출자총액제한이 다시 부활되는 가운데 유예(1년)되는 기간이어서, 이 제도 시행이후의 기업의 출자 행태를 파악하는데 의미있는 기간이라고 판단했기 때문이다.

2001년 동안 상장기업 중에서 타법인에 출자한 기업은 총 395개였다. 395개 기업은 금감원 기업공시자료로부터 구했다. 그런데 출자 방식은 보통주(구주) 매입, 유상증자 매입, 전환사채 같은 주식연계채권 매입 등의 다양한 형태로 이루어지고 매입방식도 크게 공모매입,

사모매입으로 구분될 수 있다. 본 연구는 이 중에서 보통주(구주) 매입만을 표본기업으로 선정했다. 구주 매입의 경우 공모든 사모든 차이를 두지 않았는데, 이는 감독원의 출자 공시에는 여기에 대한 정보가 없기 때문이기도 하다. 또한 유상증자형태의 출자는 구주로부터 권리가 자연 발생하는 것이므로 제외했다. 이렇게 선정된 기업이 199개이다.

그리고 199개 선정 기업 중에서 본 연구에 필요한 피출자기업에 대한 재무정보가 없는 기업은 부득이 제외했다. 피출자기업 중에는 외감법인, 기타법인 등 재무정보를 금감원에 미제출한 기업들이 상당수 있었다. 또한 특정 사업프로젝트 자체가 법인적인 기업의 경우 계속기업(going concern)으로 볼 수 없다고 판단하여 표본에서 제외했다. 그리고 마지막으로 시장모형으로 추정된 비정상수익률의  $R^2$ 가 10% 미만인 선정 기업은 최종 표본에서 제외했다. 그래서 최종적으로 107개 기업이 최종 샘플로 선정되었다. 107개 기업중 2001년 4월 현재 30대 재벌 계열기업은 39개, 그 외 기업이 68개이다(<표 4> 참조). 그리고 회귀분석을 위해 사용된 기업 특성변수들은 2000년말 기준으로 추출했다.

### 나. 기초통계량

비정상수익률(CAR)은 이벤트기간을 (-20일~20일), (-8일, 4일), (-1일, 1일)로 해서 계산했다. 그리고 회귀분석을 위해 채택된 변수들은 다음과 같다. 출자기업의 부채비율은 총부채/자기자본, 피출자기업의 수익성 변수로는 총자산 대비 순이익으로 계산한 ROA, 출자기업 지분율은 최대주주 1인과 특수관계인 및 계열사 지분을 합친 지배주주지분율을 사용했다. 그리고 통제변수로 총자산의 로그값, 피출자기업의 자본금 대비 피출자 금액 비중 등을 변수로 채택했다.

<표 2> 기초통계량

	CAR (-20, 20)	CAR (-8, 4)	CAR (-1, 1)	ln 총자산	지배주주 지분율	부채비율	ROA	피출자/ 자본금
평균값	0.017	-0.007	-0.012	13.66	28.9	1.57	-0.13	6.14
중앙값	-0.022	-0.017	-0.013	13.57	26.7	1.35	-0.03	0.49
표준편차	0.26	0.12	0.05	1.62	15.24	2.28	0.33	35.7
왜도	1.21	0.55	0.21	0.24	0.62	5.35	-5.03	8.9
첨도	3.77	1.36	2.98	-0.71	-0.25	45.24	35.73	85.32
%positive	41.1	40.2	39.3	-	-	-	-	-

<표 2>의 기초통계량은 우리나라 기업들의 타법인 출자의 성과에 대한 기본적인 정보를 제공하고 있다. CAR의 평균값들은 사건 기간에 따라 다소 차이가 있지만 대체로 음의 비정상수익률을 보여주고 있다. 이는 기업의 타법인 출자가 시장 투자자들로부터 적극적이고 긍정적인 평가를 받지 못하고 있음을 시사한다. 더구나 표본 전체로 보았을 때 출자에 의해 양의 비정상 수익률이 발생하는 경우보다 음의 비정상 수익률이 발생하는 경우가 더 많은 것으로 나타났다. CAR(-20,20)의 경우 107개 표본기업들 중에서 41%인 44개 기업만이 출자의 공시효과가 양의 값을 보였다. CAR(-8,4)의 경우 39%인 43개가 양의 비정상수익률을 나타냈으며 CAR(-1,1)의 경우에도 음의 비정상수익률을 보인 곳이 더 많았다. 따라서 평균적으로 보았을 때 한국기업의 출자는 기업가치를 향상시키는 사건이라고 보기 어렵다.



<표 3> 상관계수

	CAR (-20,20)	CAR (-8,4)	CAR (-1,1)	총자산	내부지분	부채비율	ROA	피출자비율
CAR(-20,20)	1							
CAR(-8,4)	0.17***	1						
CAR(-1,1)	0.39***	0.19***	1					
총자산	0.13*	0.03	0.04	1				
내부지분	-0.09	-0.06	-0.03	-0.01	1			
부채비율	0.04	-0.04	0.03	0.19***	-0.00	1		
ROA	0.08	0.08	-0.01	0.01	0.03	-0.03	1	
피출자비율	0.08	0.04	-0.09	0.03	-0.05	0.00	0.09	1

주: \*\*\*, \* 는 각각 1%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

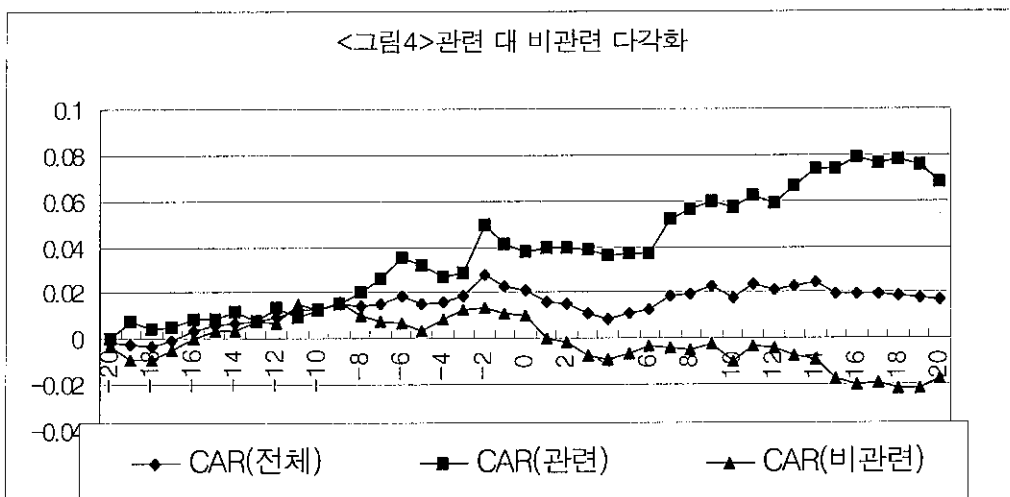
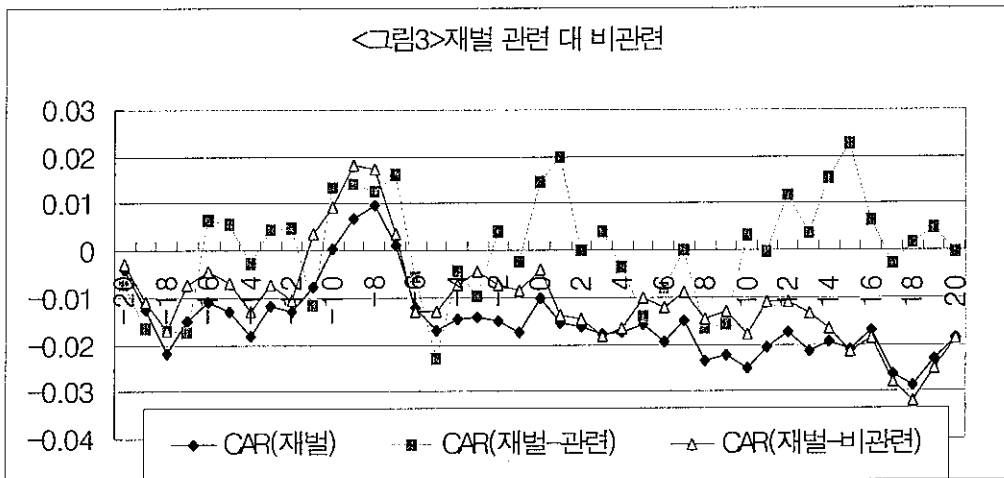
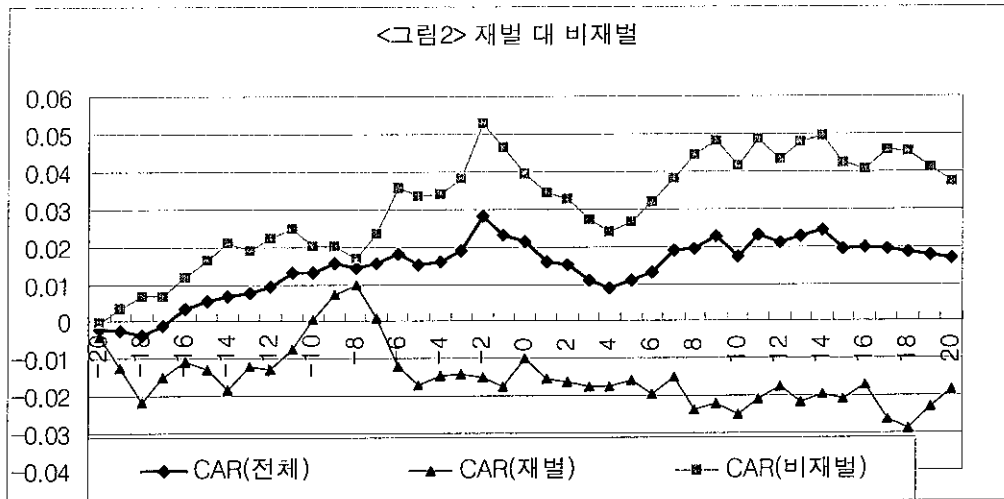
#### 다. 공시효과 분석: 누적비정상수익률(CAR)

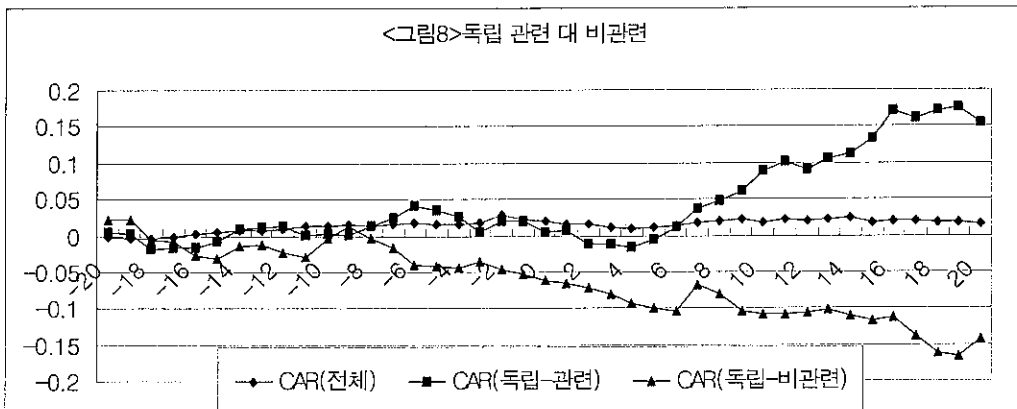
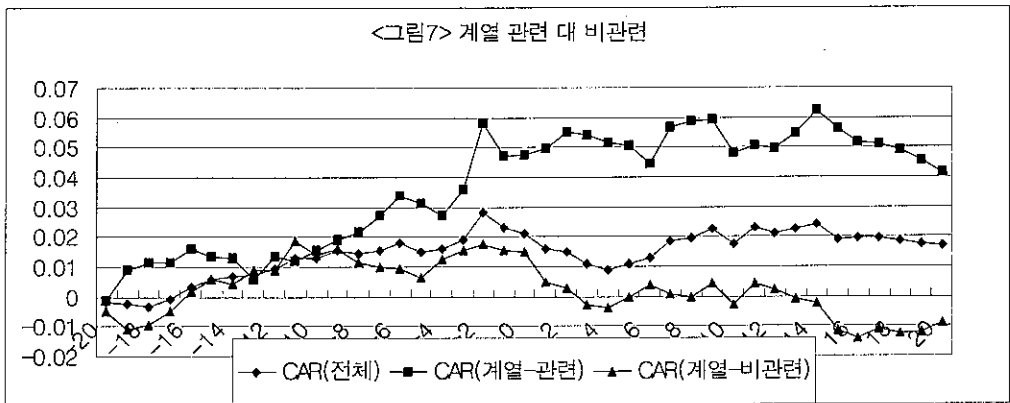
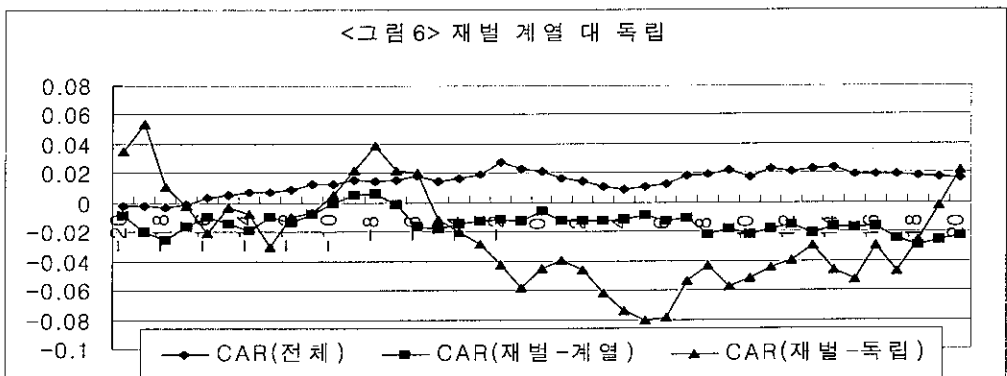
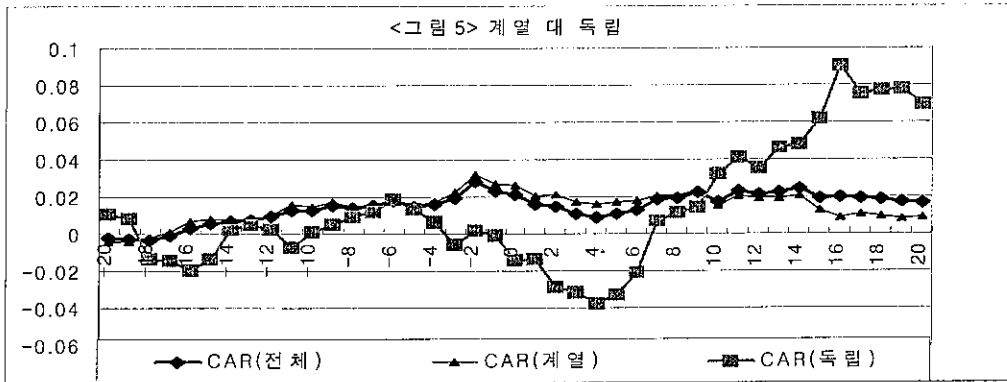
##### (1) 시계열 특성

사건을 전후한 비정상누적수익률의 시계열 특성을 살펴보기 위해 CAR(-20,20)을 자세히 분석해 보았다. 출자기업이 30 재별인가 여부, 피출자 기업이 출자 기업의 계열기업인가 아니면 독립 기업인가 여부, 피출자 기업이 산업분류상 출자기업의 관련 다각화인가 아니면 비관련 다각화 인가 여부에 따라 시계열적 특성을 살펴보았다. 또한 30대 재별이 계열기업 대 독립기업에 출자한 경우, 30대 재별이 관련다각화 대 비관련 다각화를 한 경우, 비재별 기업이 계열과 독립기업에 출자한 경우, 비재별기업이 관련다각화와 비관련 다각화를 한 경우를 나누어 비정상수익률의 특성을 검토하였다.<그림 2~ 8 참고> 시계열 분석으로부터 얻을 수 있는 결과는 다음과 같다.

첫째, 비재별 기업이 재별보다 출자 효율성이 높았다.(그림 2). 비재별 기업의 CAR(-20,20)은 양의 값을 보인데 비해 재별 계열기업은 음의 값을 보였다. 둘째, 출자가 관련다각화 방식으로 이루어질 때 비정상수익률은 높았으며 30대 재별도 마찬가지였다(그림3, 4). 셋째, 피출자기업이 출자기업의 계열기업인 경우가 독립기업인 경우보다 성과가 우월했으며(그림 5), 출자기업이 재별인 경우에도 마찬가지였다(그림 6). 이는 계열회사가 아닌 타법인에 대한 출자보다 이미 계열기업에 추가적으로 출자를 하는 경우가 비정상수익률이 높다는 것으로 해석할 수 있겠다. 다만, 출자기업이 재별 계열기업이면서 피출자회사가 독립기업인 경우는 샘플수가 너무 작아 경제적인 의미를 부여하기는 어렵다.

넷째, 피출자기업이 회사형태로는 계열기업이면서 산업분류상으로 관련다각화일 때가 계열기업-비관련 다각화일 때 보다 성과가 우월했으며(그림 7) 마찬가지로 독립기업-관련다각화가 독립기업-비관련 다각화보다 성과가 우월하다.(그림 8)





## (2) 횡단면 분석

여기서는 사건 기간별로 측정된 비정상수익률의 통계적 유의성을 테스트했다. 그룹별 통계량은 t-통계량이며 그룹간 통계량 검정은 비모수적인 부호합검정 결과를 보고했다. 재벌 계열기업의 주가는 출자에 대해 부정적인 반응을 보였으며 비재벌들은 대체로 양의 반응을 보였으나 통계적으로 유의하지 않았고 (-1,1) 기간에는 통계적으로 유의한 음의 반응을 보였다. 이렇게 볼 때 재벌계열기업이든 비재벌기업이든 기업의 출자 행위는 자본시장에서 긍정적으로 평가되지 않고 있음을 알 수 있다.

출자 방식이 관련다각화일 경우 출자기업의 주가는 양의 반응을 보였으며 (-20,20) 기간 동안에는 통계적으로도 유의했다. 비관련 다각화일 경우 출자기업의 주가는 음의 값을 보였으며 (-8,4)기간과 (-1,1)기간은 통계적으로도 유의했다. 그리고 관련/비관련 다각화 간의 차이도 대체로 통계적으로 유의했다. 투자자들은 출자 대상이 관련/비관련에 따라 민감하게 반응한다는 것을 알 수 있다. 피출자 기업이 출자기업의 계열기업인 경우와 출자기업과 관련이 없는 독립기업인 경우의 주가 반응은 이벤트기간에 따라 달랐는데, (-1, 1)기간 외에는 통계적으로도 유의하지 않았다.

한편 관련/비관련 다각화 여부를 재벌 계열사 여부와 관련지어 검토해 보았다. 재벌계열사가 비관련 다각화 출자를 한 경우가 관련다각화를 한 경우보다 대체로 더 높은 비정상수익률을 보였으며 (-1,1) 기간은 통계적으로 유의했다. 출자기업이 비재벌기업인 경우도 마찬가지로 관련다각화 출자가 더 높은 비정상수익률을 보였으며 통계적으로도 대체로 유의했다.

그리고 재벌기업과 비재벌기업이 관련다각화 출자를 하는 경우 둘 간에 차이가 있는지, 또 비관련 다각화 출자를 할 때 둘 간에 차이가 있는지를 살펴보았는데, 모두 통계적으로 유의하지 않았다. 피출자기업이 출자기업의 계열기업인가에 따른 구분은 주가 반응면에서 유의미한 차이가 없었다. 그러나 피출자기업이 출자기업의 계열기업이라 하더라도 출자기업이 재벌 계열기업인가 비재벌 기업인가 하는 차이는 통계적으로 유의미하였으며, 재벌기업인 경우 비정상수익률이 더 높았다. 마지막으로 피출자기업이 계열기업이면서 사업분류상 관련다각화인 경우가 비관련다각화인 경우보다 비정상 수익률이 높았다.

<표 4> 사건기간별, 그룹별 누적비정상수익률

	전체	재벌	비재벌	차이	관련	비관련	차이	계열기업	독립기업	차이
표본수	107	39	68		43	64		93	14	
CAR(-20,20)	0.017 (0.68)	-0.018 (-0.70)	0.037 (1.03)	-0.55 (-0.94)	0.068 (1.50)*	-0.017 (-0.61)	0.085 (-1.67)*	0.009 (0.38)	0.069 (0.67)	-0.060 (-0.43)
CAR(-8,4)	-0.007 (-0.57)	-0.025 (-1.54)	0.004 (0.22)	-0.029 (-1.04)	0.021 (1.01)	-0.025 (-1.86)*	0.046 (-2.19)**	-0.001 (-0.11)	-0.042 (-1.20)	-0.041 (-0.92)
CAR(-1,1)	-0.012 -2.391* *	-0.001 (-0.13)	-0.018 (-2.58)**	0.017 (-2.18)**	-0.010 (-0.98)	-0.013 (-2.64)**	0.003 (-0.30)	-0.012 (-2.27)**	-0.015 (-0.81)	0.041 (-0.06)
	재벌-관련	재벌-비관련	차이	비재벌-관련	비재벌-비관련	차이	재벌-관련	비재벌-관련	차이	
표본수	11	28		32	36		11	32		
CAR(-20,20)	-0.018 (-0.37)	-0.018 (-0.58)	0.000 (-0.25)	0.097 (1.68)*	-0.016 (-0.36)	0.113 (-1.69)*	-0.018 (-0.37)	0.097 (1.68)*	-0.115 (-0.20)	
CAR(-8,4)	0.002 (0.07)	-0.035 (-1.81)*	0.037 (-1.06)	0.027 (1.04)	-0.018 (-0.93)	0.045 (-1.76)*	0.002 (0.07)	0.027 (1.04)	-0.025 (-0.52)	
CAR(-1,1)	0.014 (1.39)	-0.006 (-1.03)	0.020 (-1.62)*	-0.018 (-1.40)	-0.019 (-2.49)* *	0.001 (-0.08)	0.014 (1.39)	-0.018 (-1.40)	0.032 (-0.59)	
	재벌-비관련	비재벌-비관련	차이	재벌-계열	재벌-독립	차이	비재벌-계열	비재벌-독립	차이	
표본수	28	36		35	4		58	9		
CAR(-20,20)	-0.018 (-0.58)	-0.016 (-0.36)	-0.002 (-0.16)	-0.023 (-0.853)	0.020 (0.20)	-0.043 (0.61)	0.029 (0.81)	0.122 (0.76)	-0.093 (-0.33)	
CAR(-8,4)	-0.035 (-1.81)*	-0.018 (-0.93)	-0.017 (-0.38)	-0.016 (-0.99)	-0.097 (-1.91)	0.081 (-1.44)	0.008 (0.45)	-0.030 (-0.56)	0.038 (-0.46)	
CAR(-1,1)	-0.006 (-1.03)	-0.019 (-2.49)* *	0.013 (-1.33)	-0.001 (-0.19)	0.002 (0.12)	-0.003 (-0.04)	-0.018 (-2.44)**	0.008 (0.25)	-0.026 (-1.39)	
	재벌-계열	비재벌-계열	차이	계열-관련	계열-비관련	차이	독립-관련	독립-비관련	차이	
표본수	35	58		33	60		10	4		
CAR(-20,20)	-0.023 (-0.85)	0.029 (0.81)	-0.052 (-1.09)	0.417 (0.94)	-0.009 (-0.30)	0.426 (-1.26)	0.154 (1.19)	-0.142 (-1.08)	0.296 (-1.13)	
CAR(-8,4)	-0.016 (-0.99)	0.008 (0.45)	-0.024 (-0.73)	0.032 (1.38)	-0.019 (-1.42)	0.05 (-2.13)**	-0.017 (-0.37)	-0.107 (-2.49)*	0.090 (-1.27)	
CAR(-1,1)	-0.001 (-0.19)	-0.018 (-2.44)**	0.017 (-2.09)**	-0.009 (-0.083)	-0.013 (-2.41)* *	0.004 (-0.06)	-0.013 (-0.50)	-0.021 (-1.57)	-0.008 (-0.56)	

주: 1) ( )안은 개별 자료는 t-통계량, 차이에 대한 통계량은 Wilcoxon 순위합검정값을 보고했음. 2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준임.

## 라. 회귀분석

회귀분석은 다음과 같이 OLS와 Logit모형으로 사용했다. 종속변수는 두 가지 비정상수익률(CAR)을 사용했다. 하나는 CAR(-20, 20)으로 본 논문이 이벤트기간으로 정한 전체기간을 대상으로 한 비정상수익률이며, 다른 하나는 이벤트의 효과가 비교적 집중된 것으로 판단되는 CAR(-8, 4)를 사용했다.

독립변수는 다음과 같다. 우선 출자기업의 지배주주 지분율은 최대 주주 1인, 특수관계인, 그리고 계열법인의 지분을 합한 것이다. 출자기업의 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 값이며 피출자기업의 ROA는 총자산 대비 순이익으로 계산했다. 그리고 비재무변수들을 더미변수로 사용했다. 출자기업이 재벌기업이면 1, 그렇지 않으면 0, 피출자 기업이 출자기업의 계열기업이면 1, 독립기업이면 0, 피출자기업이 사업분류상 관련다각화인 경우 1, 그렇지 않으면 0으로 두는 더미들을 각각 고려했다. 단, 재벌 계열기업은 2001년 4월 현재 공정거래위원회가 정한 30대 재벌계열기업이다.

또한 출자기업이 재벌기업이면서 피출자기업이 관련다각화기업(재벌-관련다각화)인 경우를 1로 둔 더미, 출자기업이 재벌기업이면서 피출자기업이 비관련다각화(재벌-비관련다각화)인 경우를 1로 둔 더미, 출자기업이 비재벌기업이면서 피출자기업이 관련다각화(비재벌-관련다각화)인 경우를 1로 둔 더미를 각각 모형에 반영하였다. 그리고 마지막으로 출자기업이 재벌기업이면서 피출자기업이 계열기업(재벌-계열)인 경우를 1로 둔 더미, 재벌-독립인 경우를 1로 둔 더미, 비재벌-계열인 경우를 1로 둔 더미를 각각 고려했다.

### <OLS 모형>

$$CAR(-8, 4) = \beta_0 + \beta_1 \text{출자기업 내부지분율} + \beta_2 \text{출자기업 사외이사비율} + \beta_3 \text{출자기업 로그자산} \\ + \beta_4 \text{출자기업부채비율} + \beta_5 \text{피출자 ROA} + \beta_6 \text{각종 더미변수들}$$

### <로짓모형>

$$y = \beta_0 + \beta_1 \text{출자기업 내부지분율} + \beta_2 \text{출자기업 사외이사비율} + \beta_3 \text{출자기업 로그자산} \\ + \beta_4 \text{출자기업부채비율} + \beta_5 \text{피출자 ROA} + \beta_6 \text{각종 더미변수들}$$

$$\text{여기서 } y = 1 \text{ if } CAR(-8, 4) \geq 0 \\ = 0 \text{ if } CAR(-8, 4) < 0$$

실증결과는 다음과 같다.

첫째, 출자기업과 피출자기업의 재무특성은 사건기간과 무관하게 비정상수익률에 대해 통계적으로 유의하지 않았다. 출자기업의 레버리지와 비정상수익률간의 관련성은 통계적으로 유의하지 않았다. 피출자기업의 수익성과 출자기업 비정상수익률간의 양의 관계도 통계적으로 유의하지 않았다. 특히, 피출자기업의 수익성이 출자기업의 주가반응에 유의미한 영향을

주지 못했다는 것은 우리나라 기업의 출자 유인이 수익성을 향상을 통한 기업가치 제고일 가능성이 작다는 것을 시사한다.

통제변수로 사용한 피출자액 대비 피출자기업 자본금 변수 역시 유의하지 않았으며 다만 통제변수로 모형에 포함한 총자산 변수가 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있어 자산규모가 클수록 비정상수익률은 커지는 것으로 나타났다. 재무특성이 인수기업의 비정상수익률에 대해 통계적으로 유의하지 않은 것은 사모 주식(private equity)의 인수기업을 대상으로 실증분석을 한 강준구·백재승(2002)에서도 확인되고 있다.

둘째, 지배주주 지분율은 비정상수익률에 대해 음의 계수값을 보였다. CAR(-20,20)의 경우 OLS모형에서 10% 수준에서 통계적으로 유의했으나 logit 모형에서는 유의하지 않았다. 반대로 CAR(-8, 4)의 경우 OLS모형에서는 지배주주 지분율이 통계적으로 유의하지 않았으나 Logit모형에서는 통계적으로 유의했다. 음의 계수값은 지배주주 지분율이 높은 기업에서 출자는 기업가치에 단기적으로 부정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다.

이는 대주주지분율이 높을수록 대리인문제가 완화되어 출자로 인한 비정상수익률에 긍정적으로 영향을 미친다는 통상적인 대리인문제와는 다른 결과이다. 그러나 앞서 지적했듯이 우리나라같이 지배주주가 소수의 지분만을 가지고 법인 출자를 통해 지배권을 행사하는 CMS구조아래서는 기업은 현금흐름권보다는 통제권 획득을 위해 출자할 유인이 강하게 존재하므로 음의 계수값은 이런 실정을 반영하는 것으로 해석할 수 있다.

셋째, 더미변수 중에는 30대 재벌 더미가 CAR(-20,20)과 CAR(-8,4) 모두 OLS(1)에서 통계적으로 유의한 음의 계수값을 보이고 있다. 재벌계열기업은 비재벌기업에 비해 출자에 따른 양의 비정상수익률이 낮게 형성될 수 있음을 의미한다. 이는 앞서 시계열분석과도 일치하는 실증결과인데, 이로써 출자와 관련하여 투자자들 사이에 재벌discount가 존재함을 알 수 있다.

넷째, 관련다각화 더미는 CAR(-8,4)의 Logit(1)에서 유의하게 양의 계수값을 보였다. 즉, 관련다각화일수록 비정상수익률이 높게 형성된다는 것이다. 이는 앞서 시계열 분석과도 일치하는 연구결과이다. 한편 피출자기업의 출자기업에 대한 계열기업 여부는 비정상수익률에 유의하게 영향을 미치지 않았다.

다섯째, 재벌/비재벌, 관련/비관련, 계열/독립기업 그룹간의 교차효과를 더미변수로 고려한 결과는 대체로 유의하지 않았다. 재벌/비재벌-관련/비관련 다각화 더미의 교차항들은 모든 모형들에서 통계적으로 유의하지 않았으며 통계적으로 안정적인 관계가 발견되지 못했다.

<표 5> 실증결과(I)

종속변수는 누적비정상수익률CAR(-20,20)이며 설명변수 중 내부지분율은 동일인, 특수관계인, 계열법인의 합, 레버리지는 총부채/총자산, 발행기업의 ROA는 순이익/총자산, 출자금액/피출자기업 자본금임. ( ) 안은 t 통계량이며, 유의수준은 \*, \*\*는 각각 10%, 5%을 나타냄.

		OLS(1)	Logit(1)	OLS(2)	Logit(2)	OLS(3)	Logit(3)
결 편		-0.262 (-1.04)	-4.818 (3.16)*	-0.308 (-1.22)	-4.507 (1.98)	-0.262 (-1.04)	-7.928 (4.76)**
인수기업	발행기업						
총자산 로그		0.035 (1.78)*	0.309 (3.19)*	0.029 (1.57)	0.286 (2.79)*	0.039 (2.01)**	0.341 (4.04)**
지배주주 지분율		-0.003 (-1.85)*	-0.007 (0.28)	-0.003 (-1.72)*	-0.006 (0.20)	-0.003 (-1.75)*	-0.006 (0.18)
총부채/ 총자산		0.005 (0.48)	0.155 (1.14)	0.009 (0.84)	0.166 (1.47)	0.004 (0.37)	0.160 (1.04)
	ROA	0.112 (1.48)	1.205 (1.65)	0.108 (1.42)	1.184 (1.59)	0.119 (1.56)	1.223 (1.69)
	피출자/ 자본금	0.003 (0.53)	0.004 (0.28)	0.000 (0.40)	0.004 (0.21)	0.004 (0.63)	0.005 (0.42)
30대재벌더미		-0.118 (-1.84)*	0.953 (2.72)				
계열/독립더미		-0.091 (-0.12)	0.505 (0.65)				
관련/비관련 더미		0.050 (0.91)	-0.582 (1.63)				
재벌*관련다각화 더미				-0.082 (-0.81)	0.452 (0.28)		
재벌*비관련 다각화 더미				-0.078 (-1.06)	0.690 (1.14)		
비재벌*관련 다각화 더미				0.099 (1.54)	0.882 (2.70)		
재벌*계열기업 더미						-0.256 (-2.44)**	1.873 (4.37)**
재벌*독립기업 더미						-0.197 (-1.23)	1.358 (1.06)
비재벌*계열기업더미						-0.131 (-1.47)	0.812 (1.24)
Adjusted R <sup>2</sup>		0.059		0.131		0.053	



<표 6> 실증결과(II)

종속변수는 CAR(-8,4)이며 설명변수는 실증결과(I)과 동일함

		OLS(1)	Logit(1)	OLS(2)	Logit(2)	OLS(3)	Logit(3)
절편		-0.212 (-1.81)*	-1.341 (0.269)	-0.207 (-1.76)*	-1.301 (0.18)	-210 (-1.78)*	-4.229 (1.46)
인수기업	발행기업						
총자산 로그		0.202 (1.67)*	0.155 (0.89)	0.228 (1.93)*	0.178 (1.25)	0.247 (2.05)**	0.216 (1.84)
내부지분율		-0.099 (-1.01)	-0.028 (3.62)*	-0.108 (-1.10)	-0.29 (3.88)**	-0.083 (-0.84)	-0.025 (2.96)*
총부채/ 총자산		-0.008 (-0.08)	0.041 (0.20)	-0.025 (-0.26)	0.025 (0.08)	-0.028 (-0.28)	0.019 (0.04)
	ROA	0.023 (0.23)	0.820 (0.99)	0.021 (0.21)	0.825 (1.01)	0.040 (0.41)	0.095 (1.21)
	회차자/ 자본금	0.001 (0.01)	0.005 (0.55)	-0.001 (-0.02)	0.005 (0.37)	0.015 (0.16)	0.006 (0.56)
30대재벌더미		-0.203 (-1.70)*	0.316 (0.33)				
계열/독립더미		0.096 (0.91)	-0.406 (0.37)				
관련/비관련 더미		0.148 (1.41)	0.883 (3.58)*				
재벌*관련다각화 더미				-0.078 (-0.67)	-0.480 (0.33)		
재벌*비관련 다각화 더미				-0.17 (-1.34)	0.386 (0.37)		
비재벌*관련 다각화 더미				0.144 (1.26)	0.783 (2.13)		
재벌*계열기업 더미						-0.222 (-1.16)	0.595 (0.46)
재벌*독립기업 더미						-0.211 (-1.78)*	1.189 (0.67)
비재벌*계열기업더미						-0.015 (-0.08)	0.101 (0.02)
Adjusted R <sup>2</sup>		0.015		0.080		0.06	

#### IV. 요약 및 결론

앞서 분석에서 보았듯이 기업은 일상적으로 타법인에 대해 출자를 한다. 출자는 비단 재벌에만 국한된 현상은 아니며, 궁극적으로는 자신이 통제하는 기업의 경계(boundary)를 어디까지 할 것인지, 다시 말해 생산공정의 어느 경계까지 내부화할 때 기업가치 효과가 제고되고 기업 효율이 극대화될 것인가 하는 전략적 판단과 관련이 있는 것이다. 따라서 출자에 대한 결정은 어디까지나 내부화로 인한 기업 효율성 관점이 될 필요가 있으며, 출자총액제한제도에 대한 평가도 그 연장선상에 이루어질 필요가 있다고 판단된다.

우리 분석에 따르면 IMF 이후 우리기업의 출자에 대해 자본시장 투자자들은 그리 우호적이지 않았다. 출자를 전후해 비정상수익률이 마이너스인 경우가 오히려 더 많아 출자로 인해 시장수익률보다 낮은 실적을 보였다. 출자에 대해 이처럼 우호적이지 않은 투자자의 반응은 비정상수익률에 대한 계량분석에서 이유를 찾을 수 있는데, 기업의 출자 결정이 피출자기업의 수익성 등 재무적 성과와 통계적으로 유의한 관련이 없는 것으로 나타난 반면 지배주주와 소액주주간 이행상충을 야기할 수 있는 지배주주지분율에 의해 유의하게 설명이 되고 있다. 출자가 자본시장에서 우호적이지 않는 단적인 이유가 된다.

특히, 재벌규제의 대상이 되는 30대 재벌 계열기업의 출자 행태에 관해서는 자본시장 투자자들이 더욱 우호적이지 않았다. 재벌 계열기업의 출자 행위는 자본시장에서 재벌 discount factor로 작용하는 것으로 나타났다. 따라서 재벌 계열 기업들은 자신의 출자가 기업가치의 제고에 긍정적으로 작용할 수 있다는 평가를 받을 수 있도록 보다 합리적인 출자 결정이 이뤄질 필요가 있다.

## 참고문헌

- 강준구·백재승, “기업집단(재벌)의 효율성과 주주 부의 극대화 : 신주발행을 중심으로”, 『재무연구』 제 15권 1호, 2000.
- 김진방, “출자총액제한의 비교정확”, 기업구조와 전략연구회 발표문, 2002.
- 류근관, “출자총액제도의 현황과 문제점”, 금융연구회 발표문, 2003.
- 송홍선, “자본시장과 기업의 통제권 가치”, 『금융연구』 제 15권 제 2호, 한국금융연구원, 2001.
- 이동걸·이건범, 『30대 기업집단 계열사의 출자 및 투자행태 분석』, 한국금융연구원, 2002.
- 정형찬, “한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론 고안”, 『재무관리연구』 제 14권 제 2호, 1997, p.273-312.
- 황인학, “출자총액 채규제에 대한 비판적 검토”, 정책보고서 2001-02, 한국경제연구원.
- Brown,S. and J.Warner, "Using daily stock returns: the case of event studies", *Journal of Financial Economics* 14, 1985, p.3-31.
- Canals,J., *Universal Banking : International Comparisons and Theoretical Perspectives*, Clarendon Press, Oxford, 1997.
- Cornett,M.M.and G.Hovakimian and D.Palia and H.Tehrani, "The impact of the manager-shareholder conflict on acquiring bank returns", *Journal of Banking & Finance*, vol.27, no.1, 2003, p.103-132.
- Lease,R .& McConnell,J. & Mikkelson,W.(1983) "The market value of control in publicly traded corporations", *Journal of Business*,57.
- Zingales,L.(1995) "What determines the value of corporate votes? ", *Quarterly Journal of Economics*, Nov.
- Hoffmann-Burchardi, U.(1999) "Corporate governance rules and the value of control: A study of German dual-class shares", *Financial Markets Group(FMG) Discussion Paper no.315*, March, London School of Economics.