

## 다각화 할인 및 기업 거버넌스\*1

우시지마 타츠오\*2

### 요약 미국

기업을 대상으로 한 연구에서는 다각화 할인(여러 산업에 다각화한 기업이 같은 산업의 전업기업보다 시장에서 낮게 평가되는 경향)의 존재가 널리 보고되고 있다. 본 연구에서는 2004~2012년의 연결사업세그먼트 데이터에 근거하여 일본기업에도 다각화 할인이 존재하는지, 일본기업의 다각화와 거버넌스는 어떻게 관련되어 있는지 검토한다. 분석 결과 다각화한 기업은 전업기업에 비해 6~7% 정도 시장에서 낮게 평가되고 있어 일본 기업에도 다각화 할인이 존재하는 것으로 나타났다. 또한 거버넌스의 질이 기업 가치의 중요한 규정 요인임, 다각화가 거버넌스의 가치 향상 효과를 약화시키는 것, 거버넌스의 기업 행동에 대한 영향이 다각화의 종료 때 강하게 나타나는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 일본 기업의 다각화에 에이전시 문제가 존재하고, 그것이 비효율적인 사업 계속이라는 형태를 취하기 쉬운 것을 시사하고 있다.

키워드 : 다각화, 기업 가치, 에이전시 문제, 기업 거버넌스

JEL 분류: G32, G34

## I. 소개

본고의 목적은 일본기업에 의한 사업의 다각화와 기업가치, 기업거버넌스의 관계를 2004~2012년의 기간에 대해 분석하는 것이다. 1990년대 중반부터 기업 금융 연구는 다각화 (conglomerate) 할인 (diversification/conglomerate discount)이라는 현상이 주목을 받고 있다.

공식 시장에서 현저하게 낮게 평가되고 있다는 것을 발견했다. 이 발견을 계기로 다각화가 기업 가치에 미치는 영향이 많은 연구자들에 의해 논의되었다. 따라서 핵심 주제 중 하나는 기업 거버넌스와 다각화의 관계입니다. 다음 절에서 소개하는 바와 같이, 많은 연구가 다각화 할인을 경영자에 의한 과도한 다각화의 추구가 가져온 주주가치의 파괴의 드러난 것으로 파악하고 있다.

Berger and Ofek (1995)과 Lang and Stulz (1994)는 다각화 된 미국 기업이 동일한 산업에서 활동하는 대표적인 전업 기업 포트폴리오에 비해 주식

일본에서도 다각화는 기업 가치 향상

\*1 본 연구는 과연비(독립행정법인 일본학술진흥회) 24530421의 조성을 받았다. \*2 아오야마 학원 대학 대학원 국제 매니지먼트 연구과 교수

## 다각화 할인 및 기업 거버넌스

연결되어 있지 않은가 아닌가 하는 문제의식은 널리 갖고 있다. 많은 일본 기업들이 '선택과 집중'의 목소리를 바탕으로 사업 분야를 좁혀 온 것은 기억에 새롭다. 그러나 다각화 된 일본 기업이 같은 산업의 전업기업에 비해 투자자로부터 할인되었는지는 충분히 분명하지 않다. 다각화 할인 추계에 필요한 연결 기반 사업 세그먼트 정보가 일본 기업에 대해 체계적으로 취득할 수 있게 된 것은 금세기에 들어서서 본격적인 연구를 가능하게 하는 규모에서의 데이터 축적은 더욱 최근까지 기다려야 했기 때문이다. 하지만, 이 제약은 현재는 거의 해소되고 있어 대규모 샘플에 기초한 다각화 디스카운트의 추계가 가능하게 되어 있다. 본고에서는 2004년부터 2012년의 기간에 주식 공개하고 있던 일본 기업(금융기관 제외)을 대상으로 다각화의 기업가치에 미치는 영향을 계측함과 동시에 그 기업 거버넌스와의 관계를 고찰한다. 한다. 추계 샘플은 연수로 약 27,300사(firm-years), 유니크 베이스로 약 3,900사(firms)를 커버하고 있어 포괄성이 높은 것으로 되어 있다. 샘플 기업의 다각화 상황은 닷케이 NEEDS FinancialQUEST 데이터베이스에서 취득한 연결 사업 세그먼트 데이터에 근거하여 파악하고, 일본 표준 산업 분류의 세분류(4자리) 기반으로 복수의 세그먼트를 가지는 기업을 다각화 화 기업으로 정의했다. 기업 가치의 측정에는 Berger and Ofek (1995)의 방법에 따라 다각화 기업의 각 세그먼트(전업 기업은 기업 전체)를 같은 산업의 전업 기업 중 중위의 평가 승수(기업 가치의 매출 비) 가진 기업에 매치시켜 갔다.

기업의 거버넌스 시스템은 이사회와 구성, 주식 보유의 집중도와 주주 구성 등 다양한 요인으로 이루어져 있다. 이러한 요인과 다각화의 관계를 가능한 한 포괄적으로 파악하기 위해, 본 논문에서는 Aman and Nguyen (2008)에 의해 고안된 지수를 기업 거버넌스의 질의 지표로서 사용한다. 이 지수는 닷케이 NEEDS-Cges (Corporate Governance Evaluation System)에 포함되는 3 카테고리 · 15 변수의 합성 변수이다.

이 종합 지수와는 별도로 범주별 하위 지수를 작성하고 거버넌스 시스템을 이사회, 소유 구조, 정보 공개로 나눈 분석도 실시한다. 이러한 지수의 평균을 다각화기업과 전업기업으로 비교하면 다각화기업이 유의하게 낮다. 즉, 경영자의 에이전시 문제는 다각화를 진행하고 있는 기업에서 보다 심각해질 가능성이 높다고 할 수 있다. 다각화가 기업 가치에 미치는 영향은 회귀 분석에 의해 추정되었다. 기업 규모와 이익

률, 유형·무형 자산에 대한 투자 등을 통제한 추계 결과는 일본 기업에도 통계적으로 유의한 다각화 할인이 존재함을 나타냈다. 즉, 다른 조건 일정으로 다각화 기업은 동일한 산업의 대표적인 전업 기업의 포트폴리오보다 낮게 투자자로부터 평가되고 있다. 평균 디스카운트의 크기는 6~7%이며, 미국 기업에 대해 전형적으로 보고되는 값(10~20%)보다는 작다. 그러나 기업 고정 효과를 포함한 추계에서도 거의 같은 크기로 안정적으로 나타난다는 점에서 일본 기업의 다각화 할인은 통계적으로 더욱 견고하다. 거버넌스 시스템은 기업 가치의 중요한 규정 요인이다. 기업간의 교차섹션에서 봐도 동일 기업내의 론지튜지널(경년적) 변화로 봐도 거버넌스의 질과 기업가치 사이에는 강한 정상관관이 있다. 거버넌스 시스템을 세분화 한 분석에 따르면, 특히 이사회와 구조는 강한

효과를 가지며, 기업과의 격차가 약한 독립적 인 외부 이사 비율이 높은 기업이 높은 평가를 받는다. 추세를 볼 수 있습니다. 또한 외국인 지주 비율과 기업 가치 사이에도 강한 양의 상관 관계가 발견되어 외국기관 투자자의 '말하는 주주'로서의 역할이 시사되는 결과가 되었다. 회귀 분석은 또한 거버넌스 시스템의 가치 향상 효과가 다각화에 의해 낮아지는 경향이 있음을 발견했다. 이 결과는 기업의 다각화로 인한 기업의 복잡성과 불투명화가 주주와 이사회 경영자 규율을 어렵게 만든다는 것을 시사한다. 기업 거버넌스가 다각화 행동에 미치는 영향은

<재무성 재무 종합 정책 연구소 “파이낸셜-리뷰” 2015년 제1호(통권 제121호) 2015년 3월>

각화의 시작 (전업 기업에 의한 다각화)과 끝 (다각화 기업에 의한 전업화)에 주목하여 분석했다. 프로 비트 분석의 결과, 거버넌스 기능이 뛰어난 이사회와 소유 구조를 가진 다각화 기업일수록 전업 기업이 될 확률이 높아지는 것을 알 수 있었다. 반대로 다각화의 시작에서 거버넌스 시스템의 강한 영향은 보이지 않는다. 이 결과는 주주와 경영자의 이해 불일치가 다각화의 시작보다 지속적으로 커지는 경향이 있음을 시사한다. 예를 들면, 경영자가 사업의 계속에 집착하고 불채산 사업이 정리되지 않고 기업 내에 축적되어 가면 다각화의 계속은 주주 가치의 저하를 초래할 것이다. 그러한 경향이 많은 일본 기업에 존재합니다.

존재하는 것은 "선택과 집중"이 구조화의 큰 주제가되어 온 것에서도 추측할 수 있다.

이 논문의 구조는 다음과 같습니다. 다음 절에서는 다각화 할인에 관한 연구를 특히 기업 거버넌스와의 관계에 주목하면서 검토한다. III절에서는 다각화, 기업 가치와 거버넌스 시스템의 계측에 대해 서술한다. IV절에서는 일본기업의 다각화 할인을 추계하는 것과 동시에 기업가치와 거버넌스와의 관계를 회귀분석의 틀에서 고찰한다. V절에서는 프로비트 회귀에 의해 거버넌스 시스템의 기업이 다각화 행동에 미치는 영향을 분석한다. 최종 절은 결론이다.

## II. 기업 다각화와 거버넌스

### II-1. 다각화와 기업 가치 다각화

가 기업 가치에 미치는 영향은 선형적으로 명확하지 않습니다. 다각화가 기업 가치를 높인다면 시너지(시너지 효과)가 사업간에 일할 필요가 있다. 시너지는 운영 시너지와 재무 시너지로 크게 나뉩니다. 오퍼레이팅 시너지란 넓은 의미에서의 범위의 경제성이다. 즉, 기업이 여러 사업을 동시에 운영함으로써 개별 사업이 독립 기업으로 활동하는 것보다 비용이 절감되거나 매출이 커져 기업 전체로서의 이익 획득 능력이 높아질 수 있음이다. 운영 시너지가 발생하는 기본 메커니즘은 비즈니스 간 자원 공유입니다. 동일한 기술을 여러 사업에서 활용함으로써 제품의 경쟁력을 높이거나 한 사업에서 축적한 브랜드 네임을 다른 사업의 판매 촉진에 활용하는 것이 구체적인 예로 생각된다. 재무 시너지는 자본 조달과 이용에 대한 시너지 효과이다. 현금 흐름의 변동 패턴이 다른 사업을 결합하면 모든 기업

신체의 현금 흐름 변동이 작아지기 때문에 기본 위험이 줄어들고 차입 여력이 향상됩니다. 코인 슈란스 효과라고 불리는 시너지이다. 재무 시너지는 내부 자본 시장의 활용에서도 태어난다. 내부자본시장이란 외부에서 조달한 자본이나 기업내에서 만들어진 현금흐름을 경영자가 사업(투자 기회)간에 배분해 나가는 구조이다. 기업과 투자자가 정보의 비대칭성이 크면 외부 자본 시장을 통한 자본 배분은 사업 투자 기회의 다과와 질을 반영하지 않는 비효율적인 우려가 있다. 기업내에 있는 경영자는 개별 사업의 실태와 전망을 잘 파악하고 있기 때문에 외부시장보다 효율적으로 자본을 배분하여 기업가치를 향상시킬 수 있다.

Williamson, 1975; Stein, 1997). 시너지의 존재는 사업의 성공을 보장하지 않습니다. 다각화로 시작한 사업이 불채산화하고 그것을 기업이 안고 계속하면 다각화가 기업 가치에 미치는 영향은 마이너스가 된다. 다각화로 인한 사업 라인의 증

가는 경영진의 정보 처리와

## 다각화 할인 및 기업 거버넌스

의사 결정의 부하 증가, 조직 구조 및 조직 프로세스의 복잡화 등의 문제를 초래하기 때문에 기업의 비용을 구조적으로 높이는 효과도 갖는다. 이러한 비용이 과대하게 발생 하는 경우에도 기업 가치는 낮아진다. 불채산 사업을 위해 우량 사업의 캐시 흐름이 낭비되거나 자본 예산 편성이 경직적이면 내부 자본 시장 때문에 자본 이용 효율이 저하 되는 기업 사회주의(corporate socialism) 문제가 발생 한다 (Scharfstein and Stein, 2000). 이러한 부정적인 재무 시너지가 크게 발생하는 경우에도 다각화의 경제적 가치는 마이너스가 된다.

이마와 부채의 장부가의 합), IV는이 기업의 모든 사업 부문이 산업의 대표적인 전업 기업과 동등하게 평가되었을 때 예상되는 가치(귀속가치)이다. 후자는 해당 해에 있어서의 세그먼트 매출액(S)에 그 세그먼트와 같은 산업에서 활동하는 전업기업의 매출액의 평가승수(V/S)의 중위수를 곱하여 추계되는 세그먼트 가치를, 모든 세그먼트에 대해 더해진 1). 실제 기업가치(V)가 이렇게 추계된 귀속 가치(IV)를 상회하고 있으면 초과가치는 플러스(프리미엄)가 되고, 하회하면 마이너스(할인)가 된다. 다각화가 기업 가치에 미치는 영향을 추정하기 위해 Berger and Ofek (1995)은 이러한 다각화 기업과 전업 기업의 시장 가치를 어떠한 형태로 한 미국 다각화 기업의 초

과 가치가 1986에서 비교할 필요가 있다. 그러나 한입에 년부터 1991년의 기간에 대해 유의하게 부정적이며, 다각화 기업이라고 해도 사업 포트폴리오 중 다각화 기업이 전업 기업에 비해 15% 정도 낮고 몸은 다양하고 비교된다 전업 기업은 시장에서 평가되고 있음을 발견했습니다. 그들은 사업에 따라 다릅니다. 사업의 조합이나 개별 사건의 추계에 의하면 다각화 기업에 대한 디스카운트는 매출 대인 자산이나 현금업의 특성의 차이가 충분히 통제되지 않고 비교할 필요가 있다. 그러나 한입으로 다각화 기업이라고 해도 사업 포트폴리오에서 비교할 필요가 있다. 그러나 한입으로 다각화 기업이라고 해도 사업 포트폴리오와 수익성이나 성장력 등 산업 레벨의 요인에 의해 플로우를 이용하여 세그먼트의 가중치나 평가승의 내린다. 비즈니스 조합의 내용은 다양하며 비교할 전문 기업 용은 다양하고 비교되어야 할 전업 기업은 기업에 따라 다르다. 더 나아가서 개별 기업과 특성 차이가 충분히 통제되지 않은 경우 수익률, 성장률 등 산업 레버리지 우려가 있다. Berger 등은 실험을 통해 다각화 효과가 0.5%의 양으로 나타났지만, 이는 기업 가치와 수익률의 비교로 해석될 수 있다. (1995)의 Langstaff 등은 다각화 기업에 대해 불리한 방법을 이용하여 다각화 기업은 다각화 기업의 가치를 그 기업의 실제는 다각화 기업의 가치를 기업의 실제 사업 기업의 가치를 해당 기업 가치에 비교함으로써 기업 가치에 영향을 미친다. 또 다른 연구는 다각화 기업은 포트폴리오의 가치와 비교함으로써 이 문제(때로 미국에서는 해체적 인수(bust-up)의 분석은 가치의 분석은 다음과 같이)의 파기에 대한 관심이 높아졌다. 이 때문에 다각화 할인의 발견은 많은 후속 연구를 만들어 냈다. 이들 연구는 거의 예외 없이 1995)의 방법을 답습하고, 통계적으로 유의한 할인을 크로스 섹션 추

$$(\ln(\overline{\quad})) = \quad (11)$$

$$\sum x = \sum x \quad (22)$$

여기서  $V$ 는 실제 기업 가치 (주식의 시가 총,  $V$ 는 실제 기업

총액과 **특칙의 장부 총액 합 부채와 장 외자의 합**은  $V$ 가 이 회사의 모든 곳,  $V$ 는 실제 기업 가치 (주식의 시가

사내보통직(正任)임원과 사외보통직(副任)임원에게 배정되는 것을 의미한다. 후자는 배정(任命)된 후 재임기간(在任期間)에 해당 세그먼트와 동일할진다. 후자는 해당 세그먼트의 임원(任員)과 매칭(對稱)된 기업에 대한 평가기준으로 동일한 취질(性質)형의 회사(企業)를 포함한다. 해당 세그먼트의 주요업종 평가승수(評價乘數)의 중위수를 곱하여 추계되는 세그먼트 내 활동하는 기업(企業)의 매칭형의 평가승수(評價乘數)의 중위수를 곱한다. 또 추계되는 세그먼트 기업수가 5개 미만인 경우에는 3개의 대표(代表)업종(業種)을 취질(性質)형의 회사(企業)와 일일(日一)의 유사(類似)를 갖는 대표(代表)업종(業種)에 대해 더한 것이다. 실제 기업가치(V)가 이렇게 추계 산업구분에서의 승수를 이용한다. 귀속가치(IV)를 상회하고 있으면 초과가치(Excess Value) 접근법과 동일하다.

하다. 그러면 마이너스(負)가치(負)가 된다. 그러면 마이너스(負)가치가 된다.

눈이 어떻게 볼까 추정된 미국 내각하 임명안 소파가 언제가? 년연인가?

의 기연에 대해 유익하게 유익형적 영향적이며, 비확하고 기형적일것임에 비해 % 정도 낮고 시 년  
 등등 발생하고. 있을것을 개개행단만 있을것을 기연유리한 비확하고 대출에 대한 선과 불확 광범을 고 앓았  
 그먼트 가중치를 매기고 판매는 대신 자산과 현금 흐름을 사용하여 세그먼트 가중치 야

<재무성 재무 종합 정책 연구소 “파이낸셜-리뷰” 2015년 제1호(통권 제121호) 2015년 3월>

맛으로 미국에서의 다각화 할인의 존재는 「정형화된 사실」이라고 할 수 있다. 다만, 할인이 다각화 그 자체에 유래하는가 하는 문제를 비롯해 해석이나 발생 메커니즘에 대해서는 많은 논의가 있다. 연구의 전반적인 동향에 대해서는 Martin and Sayrak (2003)과 Erdorf et al. (2013)이 정성껏 조사를 실시하고 있다.

## II-2. 다각화 및 에이전시 문제

다각화 할인의 발생 메커니즘에 대한 유력한 설명 중 하나는 경영자 (경영진)의 에이전시 문제이다. 즉, 경영자가 사적 편익을 누리기 위해 주주 이익의 저하를 초래하는 비효율적인 다각화를 진행하고 있을 가능성이 있다. 다각화가 경영자에게 사적 편익을 가져오는 이유는 몇 가지 생각된다. 첫째, 보상과 혜택은 다각화로 인한 기업 성장으로 증가하는 것입니다. 경영자 보상과 기업 규모 사이에는 일반적으로 양의 상관 관계가 존재한다. 경제적 이득 뿐만 아니라 보다 큰 기업을 경영함으로써 얻을 수 있는 만족감 등의 심리적 이득이나 사회적 명성도 다각화를 통한 임파이어 빌딩(empire building)으로 경영자를 향하게 할 가능성이 있다.

둘째, 엔트렌티먼트 (보신)입니다.

한다. 기업의 사업 포트폴리오는 다양하며, 어느 기업의 모든 사업에 통한 인재를 그 기업의 외부에서 찾아내는 것은 쉽지 않다. 이 때문에 기업이 다각화를 진행할수록 투자자가 기업 외부에서 경영자의 강제적인 교환을 도모하는 것이 어려워진다. 이 효과는 경영자가 자신에게 고유한 지식이나 경험이 살아있는 분야로 기업을 집중적으로 다각화하고 있는 경우에 특히 커질 것으로 생각된다(Shleifer and Vishny, 1989). 셋째는 인적자본의 가치 보전이다. 주주는 많은 기업에 투자함으로써 수익의 분산을 줄일 수 있습니다 (homemade diversification). 따라서 개별 기업은 위험을 줄이기 위해

사업의 다각화를 추진하는 것은 주주 가치에 기여하지 않는다. 그러나 경영자는 자신의 자산의 큰 비율을 기업 특수성이 강한 인적 자본으로 가지고 있으며, 그 가치는 기업의 존속에 강하게 의존한다 (Amihud and Lev, 1981). 따라서 주주 메리트가 없더라도 사업의 다각화를 추진하고 사업간의 코인 슈랑스 효과를 일으켜 기업의 존속 확률을 높이는 유인을 가진다. 미국 기업의 다각화와 거버넌스 시스템의 관계를 분석한 연구의 대부분이 다각화에 있어서의 에이

전시 문제의 존재를 시사하는 결과를 얻고 있다. Denis et al. (1997)은 경영자의 지주 비율과 외부 대주주 (블록홀더)의 소유 비율이 높은 기업일수록 다각화 수준이 낮다는 것을 발견했다. 전자의 변수가 주주와 경영자의 이해의 일치도, 후자가 주주에 의한 모니터링 강도를 나타내고 있다면, 이러한 관계는 에이전시 가설과 정합적이다. Hyland and Diltz(2002)는 또한 미국 기업의 다각화에 에이전시 문제를 시사하는 패턴을 많이 발견했다. 다만, 이들의 추계에 있어서는 경영자의 지주 비율과 기업의 다각화 확률의 관계는 유의하게 플러스이다. Anderson and Reeb (2003)은 창업자 가족의 주식 소유 비율이 높은 기업들도 다각화 정도가 낮고 주식 시장에서 높은 평가를 받는 경향이 있음을 보여주었다.

Berger and Ofek (1996)은 회사 지배권 시장에 주목하고, 할인이 큰 다각화 기업일수록 적대적 인수 타겟이 되기 쉽고, 인수 후에 해체되기 쉽다는 것을 발견하고 있다.

Jiraporn et al.(2006)은 인수방위책에 의해 적대적 인수의 위협과 주주의 권리가 약화되고 있는 기업만큼 다각화하기 쉽고, 시장에서 크게 할인되는 경향이 있다고 보고하고 있다.

Jiraporn et al. (2008)은 이사회의 역할에 주목하고, 타사 이사를 겸무하는 "바쁜"이사의 비율이 높은 다각화 기업일수록 할인

3) Aggarwal and Samwick (2003)은 경영자의 어떠한 동기가 비효율적인 다각화를 일으키고 있는지 이론 모델의 예측에 근거한 실증적인 식별을 시도하고 있다.

## 다각화 할인 및 기업 거버넌스

가 커지는 것을 발견했다. 이는 이사회에 의한 경영자 모니터링의 실효성 저하가 비효율적인 다각화를 조장하기 쉽다는 것을 시사한다. Berry et al. (2006)은 전업 기업에서는 기업의 실적 부진이 CEO 교체를 촉구하는 강한 효과를 가지는 반면 다각화 기업에서는 그러한 효과를 볼 수 없다고 보고하고 있다. Nam et al. (2006)은 주가 연동형 경영자 보수가 특히 다각화 기업에서 기업 가치의 향상을 가져온다는 것을 발견했다. 다만, Anderson et al.(2000)은 다각화기업과 전업기업에서는 거버넌스의 구조가 다르고 단순한 비교는 할 수 없다고 주의하고 있다.

Chen and Chen (2012)은 이사회, 소유 구조, 경영자 보수 등 다양한 거버넌스 요인을 종합적으로 분석하여 유효한 통치 메커니즘을 가진 다각화 기업일수록 사업 간 자본 배분이 효율적이다. 또한 시장에서 높이 평가되는 경향이 있음을 발견했다. Hoechle et al. (2012)은 많은 거버넌스 요인을 제어하는 회귀 분석에서 다각화 할인을 추정하고, 할인의 일부는 다각화 자체가 아니라 거버넌스 시스템의 효과를 포착한다고 결론이다.

## II-3. 일본 기업의 다각화 다각화

를 둘러싼 주주와 경영자의 이해 불일치는 일본 기업에서도 발생할 수 있다. 파탄한 가네보와 해체적인 구조화를 강요받은 다이이에 등의 사례는 일본 기업의 경영자도 엠파이어 빌딩의 성향과 무연하지 않다는 것을 보여준다. 대부분의 경영자는 내부 승진에 의해 선별되어 직원의 대리인으로서의 성격을 갖는 경향이 강하다. 기업 횡단 노동 시장이 작은 일본에서는 경영자뿐만 아니라 직원의 인적 자본의 가치도 기업의 존속에 강하게 의존하고 있으며 내부자 (경영자와 직원)에게 "보험 다각화에 대한 강한 수요가 있다고 생각되기 때문이다.

실증 분석은 또한 다각화가 주주 가치의 감소를 초래할 가능성을 보여준다. Lins and Servaes(1999)는 1992~1994년의 기간에 대해 일본 기업의 다각화 할인을 계측해 10% 정도의 할인을 발견했는데 계열이 비효율적인 다각화를 촉진할 가능성을 시사한다. 히라모토(2002)는 1995년도 동증상장기업의 초과가치를 계측하여 역시 10% 정도의 다각화 할인을 발견했다.

Fukui and Ushijima(2007)는 제조업 140개사의 다각화를 장기(1973~1998년)로 계측해 다각화기업의 토빈 Q가 전업기업보다 낮은 것, 이 경향은 사업의 연관성이 약하다. 다각화 기업에서 눈에 띄는 것으로 보고되었습니다.

이러한 1990년대 이전의 시기를 대상으로 한 연구는 데이터의 제약으로부터 모회사 단계 기반으로 다각화를 포착하고 있다. 이 접근법의 분명한 문제는 자회사를 통한 다각화가 무시된다는 것입니다. 연결 중심 회계 제도로 이행한 금세기에 대해서는 연결 기반 분석이 가능하다. 나카노·쿠보·요시무라(2002)는 1999~2002년도의 주식공개기업을 대상으로 연결기반에서의 다각화와 초과가치의 계측을 실시하여 다각화기업에 대한 5% 정도의 할인을 발견하고 있다. 이상을 정리하면 일본에서도 다각화가 기업 가치의 저하를 가져올 가능성은 높다고 할 수 있다. 다만, 데이터의 제약이 해소

되고 있음에도 불구하고 2000년 이후의 상황에 대해서 충분한 분석이 이루어지지 않았다는 과제가 있다. 다각화 기업에 의한 「선택과 집중」은 1990년대 말부터 구조화의 증대를 가져온 주요 요인의 하나였다

(Fukui and Ushijima, 2007). 다각화와 기업가치의 관계는 금세기에 들어서 변화하고 있을 가능성이 있다. 이하에서는 Berger and Ofek(1995)의 수법에 따라 2004~2012년에 있어서의 일본 기업의 다각화 할인을 추계하면 함께 기업의 거버넌스 시스템과 다각화의 관계를 분석한다.





## 다각화 할인 및 기업 거버넌스

5%가 넘는 기업은 샘플에서 제외되었고, 넘지 않는 기업은 일치하도록 모든 세그먼트의 매출을 등배로 조정했다. 금융업으로 분류되는 세그먼트는 전업기업(금융기관)과의 평가 승수의 매칭을 할 수 없기 때문에 그러한 세그먼트를 가진 기업도 샘플에서 제외했다.

표 1의 섹션 (1)은 각 연도의 샘플 기업 수와 다각화 기업 비율과 다각화 기업의 평균 세그먼트 수를 보여줍니다. 샘플에는 연간 3,000개 정도의 기업이 포함되어 있다. 기간 전체에서 보면 샘플이 커버하는 기업은 3,917사(연수는 27,307사)이다. 다각화 기업의 비율은 2000년대를 통해 51% 정도로 안정하고 있었지만 2011년부터는 상승하고 있다. 다각화 기업이 평균적으로 가지는 세그먼트수는 3.1 전후로 안정했지만 2011년부터 하락했다. 이는 같은 해 이후 다각화한 기업의 대부분이 다각화도가 낮은 기업이기 때문이다. 관측 기간을 통한 세그먼트 수의 최대 값은 11입니다.

섹션 (2)는 다각화 기업과 전업 기업의 초과 가치의 평균과 평균 차이의 검정 결과를 보여준다. 전업기업의 평균 초과가치는 일관되게 플러스인 반면, 다각화기업의 평균은 2004, 2005, 2006, 2011의 각 해에서 마이너스이다. 또한 모든 관측년에서 전업기업의 평균이 다각화기업의 그것을 상회하고 있으며, 그 차이가 1% 수준으로 유의한 해가 5년간 있었다. 차이가 가장 커진 2005년에는 다각화 기업은 전업기업에 비해 평균 9%포인트 정도 낮게 평가되었다. 기간 전체에서 본 초과 가치의 차이는 5% 포인트이며, 이 차이는 1% 수준에서 유의하다.

## III-2. 기업 거버넌스 기업의 거

버넌스 시스템은 주식 소유 및 이사회 구조와 같은 많은 요소로 구성됩니다. 이 논문에서는 이러한 요소를 포괄적으로 포착하기 위해 Aman and Nguyen (2008)이 고안했습니다.

거버넌스 지수를 사용하여 분석을 수행합니다. 이 지수는 닛케이 NEEDS-Cges 데이터베이스에 포함 된 다음 세 가지 범주 및 15 변수의 합성 변수입니다.

이사회 구조 ① 이

사 인원수(-) ② 상무 상당

이상의 이사 인원수(-) ③ 독립 사외 이사 비율

(+) ④ 감사원 인원/이사 인원(+)

소유구조

⑥ 외국인지주비율(+) ⑦ 지합

비율(-) ⑧ 안정보유비

율(-) ⑨ 임원 1인당 자사주

보유금액(+) ⑩ 스톡옵션 도입 더미(+)

정보공개

⑪ 과거 3년간의 감사의견의 회수(-) ⑫ 과거 3

년간의 회계방침 변경의 횟수(-) ⑬ 결산기말부터 단

독결산발표까지의 일수(-) ⑭ 동일일에 주주총회를 개최

한 회사 수(-) ⑮ 닛코 아이·열에 의한 웹사이트 충실도

평가(+)

변수 끝의 괄호 안의 +(-) 부호는 변수의 값이 클수록 기업 거버넌스의 질이 높다고 생각된다는 것을 나타낸다. 거버넌스 지수는 이들 변수 중에서 중위수보다 바람직한 (괄호 안이 +이면 크고, -이면 작음) 값을 갖는 변수의 수이다. 따라서 지수는 0 ~ 15의 정수 값을 취하고 거버넌스의 질이 높을수록 커집니다. Aman and Nguyen (2008)은 이 지수를 단년 교차 섹션에 대해 만들었으며 일본 기업 주식

6)이 상승은 2010 년 세그먼트 회계가 산업 접근 방식에서 관리 접근 방식으로 변경된 영향 일 수 있습니다. 본 논문에서는 동일한 JSIC 코드를 가진 세그먼트를 통합하여 하나의 세그먼트로 취급함으로써 "표시 다각화"를 제거하고 있지만 컨트롤이 충분하지 않을 가능성은 있다.



포착 할 수 있지만 개별 요인

의 효과를 모호하게 하는 단점도 가진다. 따라서 집계를 위의 범주 경향이 있다고 할 수 있다. 하위 지수의 평균 보기

별로 실시한 서브와 이 항목은 주로 이사회와 정보공시의 2분 -1. 회계모델의 정실화 결속을 전성, 거버넌스 시스템을 이사야의 변화에 의해

형적인 다각화 기업과 점인 기업에는 사업의 폭 이외에도 많은 차이가 있다. 회계모델의 정실화 회계수준과 정보공시분야는 분석도 실행

교하기 위해 하위항목을 살펴한다. 다. 소규모기업에서는 2008년부터 다각화하고 같은 요인을 컨트롤하여 기업가치를 비

전형적인 다각화기업과 전기업에는 사업폭 이외에도 많은 차이가 있다. 분석에는 다각화 임무거원의 지배권 지분구조 등 외부

다. 특색과 거버넌스 요인의 통제 부진을 본연의 거버넌스 요인인 거버넌스 요인을 컨트롤하고 있다는 다각화 디스커 등의 추계에 의하면,

다각화 할인은 많은 거버넌스 요인을 컨트롤하여 거버넌스 요인을 컨트롤하고 있다는 다각화 디스커 등의 추계에 의하면,

엔밸런스드 패밀리다. 회계 모델 러한 추계에 의하면, 다각화 할인은 많은 거버넌스 요인을 컨트롤해도 데이터는 기업( $\times$ )년(t)의

남아 있지만 크기는 작아집니다.

(i)  $\times$ 년(t)의 언밸런스드 패널이다. 회귀 모델은 폴 스페시피케이션에서 여러 변수와 같은 특성을 포함하였다. 데이터는

공식화

$$\text{전형적인 다각화 기업과 전업 기업의 경우,} \quad \begin{matrix} = + & + & + & ++ \\ = + & + & + & ++ \end{matrix} \quad (3) \quad (3)$$

꼭 이외에도 많은 차이가 있다. 본 절에서는 다양한 여기서 종속변수(EV)는 초과가치, Div는 다각화변수, Gov는 거버넌스 요인을 컨트롤하여 기업가치를 비교한 데 여기서 종속변수(EV)는 초과가치, Div는 트를 매개변수의 벡터는 기업 고정 효과이다. 다각화의 효과( ) 여기서 종속변수(EV)는 초과 요인 다각화 변수, Gov는 거버넌스 변수, Z는 코크 하기 계수이다. 지배력-다각화 가설(GP)을 정형화하여 계수 제1회( ) 하위분류 실시한다. 제어해야 할 시한다. 다각화 트를 매개변수의 벡터는 기업 고정 효과이다. 다각화의 효과( )의 안정성을 측정, 하나의 거버넌스 시스템이다. 트를 변수으로 복수를 계산하기 때문에 거버넌스 변수와 기업 고정 효과를 제외한 변수를 제외한다. 다각화변수( )로 주로 이용한다. 이 변수는 기업이 세분화 기반

[illegible]

크기는 작아진다.

타는 기업(i)×년(t)의 언밸런스  
 캐시 분석은 총자를 사용하여 결정했으나, 현금 및 기타 일반재(당초 분적 일일)에 의한 총 자산의 차이를 반영하기 보일 것임.  
 (은 후자)를 반영하기 보일 것임.  
 파케이션에서 다음 식과 같이 특정화하였다. 그렇다면 총 자산의 대수치, EBITDA (이자 지불, 세금, 상각 전 이익) / 매출, 자본 지출 / 매출

7) 상기 변수 중에서 안전보유 비율은 닛케이 NEEDS-Cges가 2005년에 정의를 변경하고 있기 때문에 2004년과 같은 해 이후에 데이터의 연속성이 없다. 지수의 연속성을 확보하기 위해 모든 기업에 대해 2004년의 안전보유비율은 2005년의 값으로 대체한 것을 이용했다.

8) Aman and Nguyen(2008)의 지수에서는 임원에 의한 주식소유의 정도를 1인당 자사주 보유금액(⑨)으로 파악하고 있지만, 보다 일반적이 척도는 전 임원에 의한 소유비율(임원지주 비율)로 따라서 개별 변수 수준 분석은 후자를 사용하기로 결정했습니다.

## 다각화 할인 및 기업 거버넌스

표 2 회귀 변수의 기술 통계량 비교

	전체 샘플 [27,307]		다각화 기업 전업 기업		
	평균	표준편차	평균	표준편차	
초과 가치					
다각화 더미 세그먼트 수 거버넌스					- -
지주 이사회 지수 소 유 구조 지수 정보 공개 지수					
이사 인원 독립 사외 이사 비율 외국인 지주 비율 지분 비율 임원 지주 비율					
총자산(대수) EBITDA / 매출 자 본 지출 / 매출 연구 개 발비 / 매출 마케팅 비용 / 매출 레버리지					

(주) 열쇠 괄호 안은 관측치수.

(자료)넷케이 NEEDS-FinancialQUEST, NEEDS-Cges 데이터베이스에 근거해 필자 작성.

고, 연구 개발비 / 매출액, 마케팅비 / 매출액, 레버리지 (유리자 부채 잔액 / 주식시가총액)을 고려한다. 마케팅비는 광고 선전비와 판매 촉진비의 합으로 정의했다. 모두 종속 변수는 매년 6 월 이전의 본 결산의 값입니다.

한다.

표 2는 각 변수의 기술 통계량을 전체 샘플과 다각화기업, 전업기업별로 정리한 것이다. 표 1에서 볼 수 있듯이 다각화 기업과 전업 기업과가치는 유의하게 다르다. 표 2에는이 차이가 있습니다. 각화 이외의 다양한 요인에서 유래 할 가능성을 보여줍니다. 있습니다. 다각화 기업은 전업 기업에 비해 유의하게

자산 규모가 크고 이익률이 낮고 기술과 마케팅 등 무형자산 투자성향이 낮다. 또한 많은 연구가 발견했듯이, 레바릿지는 다각화 기업이 유의하게 높다.

거버넌스 시스템에도 중요한 차이가 있습니다. 다각화 기업은 전업 기업보다 낮습니다. 다각화 기업의 거버넌스 품질은 전업기업의 그것보다 평균적으로 낮다. 개별 거버넌스 변수를 보면 외국인 지주 비율과 보유 비율의 평균은 다각화 기업이 높으며 역할 원주 비율은 전업기업이 높다(10). 또한,

9) 명백한 이상치는 추정 샘플에서 제외된다. 구체적인 기준은 Ushijima (2015)를 참조한다.

10) 임원지주 비율의 분포는 다각화기업, 전업기업과도 강한 양의 왜도를 가진다. 같은 비율의 중위수는 전체 샘플에서 0.023, 다각화 기업에서는 0.011, 전업 기업에서는 0.047이다.

&lt;재무성 재무 종합 정책 연구소 “파이낸셜-리뷰” 2015년 제1호(통권 제121호) 2015년 3월&gt;

표 3 다각화 할인 추계

					고정 효과	
다각화 더미						
세그먼트 수						
총자산(대수)						
EBITDA/매출						
자본지출/매출액						
연구개발비/매출액						
마케팅 비용/매출액						
이자부채/주식시가총액						
기업 고정 효과의 F 값 결정 계수 관측치 수	-	-	-	-		

(주) 괄호 안은 표준 오차. \*\*\*1% 수준에서 유의. \*\*5% 수준에서 유의. \*10% 수준에서 유의. Fama-MacBeth 추정법의 결정 계수는 각 연도의 교차 섹션 회귀 결정 계수의 평균값.

체역의 평균 인원수는 다각화 기업이 크다. 독립 사와 이사의 비율에 대해서는 다각화 기업과 전업기업에서 유의한 차이는 보이지 않는다.

#### IV-2. 다각화 할인 추정

표 3은 거버넌스 요인을 제외한 모델의 추정 결과를 나타낸다. (1), (2)는 기업 고정 효과를 포함하지 않는 풀드 크로스 섹션 (OLS) 추계이다. (1)에서는 다각화 더미, (2)에서는 사업 세그먼트 수를 각각 다각화 변수로 사용하고 있다. 추정 결과는 다각화 할인의 존재를 강력하게 시사한다. 다각화 더미의 계수는 마이너스이며, 다른 조건 일정으로 다각화 기업은 같은 산업의 대표적인 전업기업보다 낮게 평가되는 경향이 있음을 알 수 있다. 추정된 평균 할인은 6.9%이다. 이 값은 미국의 다각화 기업에 대해 일반적으로 보고된 10~20%의 디스카운

보다 작지만 높은 수준에서 통계적으로 유의하다. 세그먼트 수

의 계수도 유의하게 음수이며, 다각화가 진행되어 사업 세그먼트가 많을수록 할인이 커지는 것을 시사하고 있다. 그러나 전업 기업을 제외한 하위 샘플에서 이 공식을 추정하면 세그먼트 수의 계수의 유의성이 손실됩니다 (결과는 생략). 즉, (2)의 결과가 주로 반영하고 있는 것은 전업기업과 다각화기업의 차이이며 다각화기업간의 차이가 아닐 가능성이 있다. Berger and Ofek (1995)을 비롯한 미국 기업의 연구도 다각화의 진전이 단조롭게 기업 가치의 저하로 이어지는 것은 아님을 발견하고 있다.

다음으로 다각화 할인이 관측기간을 통해 안정적으로 나타나는지, 2004~2012년의 각 해를 서브샘플로 한 크로스 섹션 회귀로 검증했다. (3), (4)는 그들의 결과를 Fama

## 다각화 할인 및 기업 거버넌스

and MacBeth (1973)의 방법으로 정리한 것이다. 즉, 각 변수의 계수는 연간 회귀 계수의 평균이며, 표준 오차는 추정된 계수의 분산에 기초한다. 결과는 폴드 크로스 섹션 추정에 매우 가깝고 (1), (2)에 나타난 공변 관계가 단년의 크로스 섹션에서도 기본적으로 성립되어 있음을 보여준다. 다각화 더미의 계수는 9년 중 8년의 추계에서 1% 수준에서 유의하였으며, 값은  $-0.110 \sim -0.059$ 의 범위에 있었다. 마지막 해인 2012년에 대해서는 유의한 할인이 보이지 않았다.

(5), (6)은 기업 고정 효과를 포함한 추계의 결과이다. 사업의 다각화는 경영자의 의사결정의 결과이기 때문에, 다각화 할인의 추정에는 내생성의 문제가 따른다. 관찰된 할인은 다각화 자체가 아니며 의사 결정에 영향을 미치는 또 다른 요인에서 파생되었을 수 있습니다. 이러한 요인이 기간 동안 일정 (안정적)이면 고정 효과에 의해 바이어스를 제거할 수 있다. (5)는 다각화 더미를 이용한 추계 결과이다. 다각화 할인의 추정치는 폴드 크로스 섹션 추정에 비해 약간 작지만 높은 수준에서 유의하다. (6)의 세그먼트 수를 이용한 정식화의 경우 기업 고정 효과를 포함함으로써 다각화의 효과는 오히려 크게 추계되고 있다. Campa and Kedia (2002)는 기업 고정 효과 도입으로 미국 기업의 다각화 할인이 크게 작아진다고 보고했다. 이러한 결과에 대비하면 일본 기업의 다각화 할인은 통계적인 견고성이 높다고 할 수 있다.

## IV-3. 기업 거버넌스의 효과 표 4는 거버

넌스 요인을 고려한 추계의 결과이다. 다각화 변수로서는 다각화 더미만을 사용하고, (1)과 (2)는 거버넌스 지수, (3)과 (4)는 서브 지수, (5)와 (6)은 5개의 개별 변수에 의해, 각각 기업 간 거버나

시스템의 차이를 제어합니다. 홀수 번호는 폴드 크로스 섹션, 짝수 번호는 기업 고정 효과를 포함한 추계이다. 모든 추계에서 다각화 더미의 계수는 마이너스 또는 1% 수준에서 유의하다. 추계된 디스카운트의 크기는 폴드 크로스 섹션 추계로 6.4~7.2%, 고정 효과 추계로 5.7~5.9%로 되어 있어 거버넌스 요인을 컨트롤하지 않는 경우와 실질적으로 변함이 없다.

거버넌스 요인에 눈을 돌리면 (1)과 (2)에서 거버넌스 지수의 계수가 플러스이며 높은 수준에서 유의하다. 즉, 거버넌스의 질과 기업 가치 사이에는 크로스 섹션과 론지 튜지널에 강한 양의 상관 관계가 있습니다. (1)과 (2)를 비교하면 기업 고정 효과를 포함한 경우의 거버넌스 지수의 계수의 크기는 폴드 크로스 섹션 추계치의 절반 이하가 되고, 거버넌스 시스템이 기업 가치는 완전히 외생적인 요인이 아님을 시사하고 있다. 즉, 좋은 거버넌스 시스템이 기업 가치를 높이고 시장에서 높은 평가를 받고있는 기업이 좋은 거버넌스 시스템을 갖는 경향이 있을 수 있습니다.

하위 지수에 주목하면 폴드 크로스 섹션 추계 (3)와 고정 효과 추계 (4) 모두 이사회의 효과는 유의하게 플러스이다. 즉, 이사회의 감시 및 조언 기능을 높이는 것은 기업 가치의 향상을 가져온다. (3)에서는 소유구조의 계수도 유의하게 플러스이며, 주주에 의한 모니터링이나 경영자 인센티브에 뛰어난 소유구조를 가진 기업은 시장에서 높은 평가를 받고 있는 것을 알 수 있다. 단, 기업 고정효과를 포함한 추계에서는 소유구조의 효과는 작아지고 통계적 유의성도 상실된다( $p=0.13$ ). 정보 공개의 계수는 (3)에서 유의하게 마이너스이다. 이것은 직감에 반하는 결과이지만, 시장에서의 평가가 낮은 기업일수록 정보 공개에 노력하는 경향이 있을지도 모른다. 그러나 고정 효과를 포함

11) Ushijima(2015)는 본고의 데이터로 경향 스코어 매칭 추계를 실시해, 유의한 다각화 할인을 확인해 있습니다.

&lt;재무성 재무 종합 정책 연구소 “파이낸셜-리뷰” 2015년 제1호(통권 제121호) 2015년 3월&gt;

표 4 다각화 및 거버넌스 요인이 기업 가치에 미치는 영향

	(1)	(2) 고정 효과	(3)	(4) 고정 효과	(5)	(6) 고정 효과
다각화 더미						
거버넌스 지수						
이사회 지수						
모든 구조적 지수						
정보 공개 지수						
이사 인원						
독립 사외 이사 비율						
외국인 지주 비율						
지분 비율						
경영자 지주 비율						
총자산(대수)						
EBITDA/매출						
자본지출/매출액						
연구개발비/매출액						
마케팅 비용/매출						
이자부채/주식시가총액						
결정 계수						
기업 고정 효과의 F 값 관	-		-			
측치 수						

(주) 괄호 안은 표준 오차. \*\*\*1% 수준에서 유의. \*\*5% 수준에서 유의. \*10% 수준에서 유의.

추측에서 정보 공개의 효과는 중요하지 않습니다.

(5), (6)은 이사 인원, 독립 사외 이사 비율, 외국인 지주 비율, 보유 비율, 임원 지주 비율을 이용한 추계이다. 독립 사외 이사 비율의 계수는 (5)의 폴드 크로스 섹션 추계, (6)의 고정 효과 추계 모두 플러스 1% 수준에서 유의하다. 즉, 경영과

시끄러운 이사가 상대적으로 많은 기업은 시장에서 높이 평가되는 경향이 있다. 단속 관리 수의 계수는 (5)에서 유의하게 마이너스입니다. Yermack (1996)과 같은 국외 연구에서보고 그렇듯이 이사회 규모의 기업 가치에는 음의 상관관계가 있다. 이것은 이사회가 크다. 클수록 토론과 의사 결정의 속도, 유연성





<재무성 재무 종합 정책 연구소 “파이낸셜-리뷰” 2015년 제1호(통권 제121호) 2015년 3월>

표 5 다각화와 거버넌스의 교차 효과를 포함한 추계

	(1)	(2) 고정 효과	(3)	(4) 고정 효과
다각화 더미				
거버넌스 지수				
다각화 더미 x 거버넌스 지수				
이사회 지수				
다각화 더미×이사회 지수				
모든 구조적 지수				
다각화 더미 x 소유 구조 지수				
정보 공개 지수				
다각화 더미 × 정보 공개 지수				
총자산(대수)				
EBITDA/매출				
자본지출/매출액				
연구개발비/매출액				
마케팅 비용/매출				
이자부채/주식시가총액				
결정 계수				
기업 고정 효과의 F 값	-		-	
관측치 수				

(주) 거버넌스 지수, 이사회 지수, 소유 구조 지수, 정보 공개 지수는 모두 표본 평균을 뺀 값. 괄호 안은 표준 오차.

\*\*\*1% 수준에서 유의. \*\*5% 수준에서 유의. \*10% 수준에서 유의.

폴드 크로스 섹션 추정, (2)  
(4)는 고정 효과 추계의 결과를 각각 나타내고  
있다. 모든 추정에서 다각화 더미의 계수는

가지이며 높은 수준에서 유의하다. 추정된  
다각화 할인 값은 6 ~ 7 % 정도  
범위에 있으며 교차 효과를 고려하여 큰

## 다각화 할인 및 기업 거버넌스

좋은 변화는 보이지 않는다. 또한 (1)과 (2)에서는 거버넌스 지수의 주효과가 플러스로 유의하며 거버넌스가 기업가치를 향상시키는 효과를 확인할 수 있다. 한편, 이들 요인의 교차 효과는 (1), (2) 모두 유의하게 마이너스이다. 즉, 다각화와 거버넌스의 상호 작용에 있어서는 전자가 후자의 작용을 억제하는 마이너스 효과가 지배적이라고 생각된다. 추계된 계수에 근거하면 거버넌스의 개선이 다각화기업의 가치 향상을 초래하는 효과의 크기는 전업기업에서의 효과의 절반 이하가 된다.

서브 지수를 이용한 추계에 눈을 돌리면, (3)에서는 모든 교차 효과가 유의하게 마이너스가 되어

있다. 정보공개에 대해서는 앞의 추계와 마찬가지로 주효과도 마이너스가 되고 있어, 경제적인 의미가 분명하지 않지만, 이사회와 소유구조에 대해서는, 이러한 요인이 본래 가지는 가치 향상 효과가 다각화에 의해 줄어들고 있음이 분명합니다. 특히 소유구조의 효과 저하가 현저하다. 기업고정효과를 포함한 추계(4)에서는 이 경향이 더욱 명료하고, 이사회와 교차효과는 유의하지 않게 되는 반면, 소유구조의 교차효과는 마이너스 또한 1% 수준에서 유의하다. 또한 교차효과가 절대치로 주효과를 웃돌고 있어 소유구조의 효과는 다각화기업에 대해서는 약간 마이너스가 되고 있다.

## V. 기업 거버넌스와 다각화 행동

## V-1. 분석 방법

전절의 분석은 일본기업에도 다각화 디스카운트가 존재하는 것, 경영자를 기업 내외에서 올하는 거버넌스 시스템이 기업가치의 중요한 규정요인인 것, 그리고 다각화한 기업에서는 거버넌스의 가치 향상 효과가 약해지고 있음을 나타냈다. 일본 기업의 다각화 디스카운트는 에이전시 문제의 발로일까? 즉, 거버넌스의 약점이 경영자를 비효율적인 다각화로 향하게 하고 있는 것일까. 이 문제를 논의하기 위해 절에서는 거버넌스 시스템의 기업이 다각화 된 행동에 미치는 영향을 분석합니다.

표 2에서 볼 수 있듯이 다각화 된 기업의 거버넌스는 평균적으로 전업 기업보다 약합니다. 그러나 이것은 다각화가 현재 보이는 경영자 규율의 약점의 결과임을 반드시 의미하지는 않습니다. 많은 기업에서 다각화 한 후

시간이 지났습니다. 이들 기업이 다각화했을 때의 의사결정에 영향을 준 것은 당시의 거버넌스 시스템이며 현재의 것이 아니기 때문이다. 이 문제에 대처하는 한 가지 방법은 샘플 내의 전업기업에 주목하여 이들 기업의 다각화의 의사결정과 현재의 거버넌스와의 관계를 분석하는 것이다. 한편, 이미 다각화하고 있는 기업에는 다각화를 멈추고 전업기업으로 회귀(refocusing)하는 옵션이 있다. 이 의사결정에 영향을 미치는 것은 과거가 아닌 다각화 된 현재의 거버넌스 시스템입니다.

위의 고려 사항을 토대로 이 섹션에서는 두 가지 전환 확률 비율의 규정 요인을 프로 비트 모델로 추정한다. 첫번째 확률은 전문 기업의 다각화 확률이다. 즉, 전년( $t-1$ )에 전업기업이었던 기업이 당해( $t$ )에 다각화 기업이 될 확률이 기업의 거버넌스 특성에 의해 어떻게 변화하는지를 분석한다.

14) 그러나 거버넌스 지수의 주효과와 교차효과 계수의 합은 플러스이며 (1), (2)의 추계 모두 1% 수준에서 유의하게 0과 다르다. 따라서 다각화 기업에서도 거버넌스 시스템이 기업 가치를 향상시키는 효과는 존재한다.



## 다각화 할인 및 기업 거버넌스

표 6 전업 기업의 다각화 확률의 프로 비트 추계 결과

	(1)	(2)	(3)
거버넌스 지수			
이사회 지수			
모든 구조적 지수			
정보 공개 지수			
이사 인원			
독립 사외 이사 비율			
외국인 지주 비율			
지분 비율			
경영자 지주 비율			
총자산(대수)			
EBITDA/매출			
자본지출/매출액			
연구개발비/매출액			
마케팅 비용/매출			
이자부채/주식시가총액			
산업 내 다각화 기업 비율			
로그 우도			
의사 결정 계수 관			
측치 수			

(주) 괄호 안은 표준 오차. \*\*\*1% 수준에서 유의. \*\*5% 수준에서 유의. \*10% 수준에서 유의. 모든 추계에는 연도 더미 변수가 포함된다.

<재무성 재무 종합 정책 연구소 “파이낸셜 리뷰” 2015년 제1호(통권 제121호) 2015년 3월>

표 7 전업 화귀 확률의 프로 비트 추계

	(1)	(2)	(3)
거버넌스 지수			
이사회 지수			
모든 구조적 지수			
정보 공개 지수			
이사 인원			
독립 사외 이사 비율			
외국인 지주 비율			
지분 비율			
경영자 지주 비율			
비즈니스 세그먼트 수			
총자산(대수)			
EBITDA/매출			
순손실 더미			
자본지출/매출액			
연구개발비/매출액			
마케팅 비용/매출			
이자부채/주식시가총액			
산업 내 다각화 기업 비율			
로그 우도			
의사 결정 계수 관			
측치 수			

(주) 괄호 안은 표준 오차. \*\*\*1% 수준에서 유의. \*\*5% 수준에서 유의. \*10% 수준에서 유의. 모든 추계에는 연도 더미 변수가 포함된다.

## 다각화 할인 및 기업 거버넌스

의 계수는 마이너스이며, 다각화가 진행된 기업일수록 전업  
화할 확률은 낮아진다. 위의 결과를 살

펴보면 다각화의 시작과 끝에서 거버넌스의 효과가 크  
게 다르다는 것이 분명합니다. 다각화의 시작에서 거버넌  
스 시스템의 영향은 제한되어 있습니다. 엄청난 앰파이어  
빌딩과 같이 주주 가치 파괴가 사전에 강하게 예측되는 다  
각화는 일본 기업에서는 일반적으로 큰 문제가 아닐지도 모  
른다. 대조적으로, 다각화 종료의 의사 결정에서 거버넌스  
의 역할은 크며, 이사회와 소유 구조가 경영자에게 가져오  
는 규율의 강도에 따라 기업이 전업화할 확률이 달라진다.  
이러한 결과는 경영진의 에이전시 질문입니다.

주제가 다각화의 개시보다 계속에서 심각하다는 것을 시사  
한다. 다각화의 지속으로 주주와 경영자에게 이해 불일치  
가 일어나는 하나의 시나리오는 계속 가치가 마이너스가  
된 사업에 경영자가 집착하여 비효율적인 사업이 정리되지  
않고 기업 내에 축적된다. 가는 것이다. 이러한 경향이 많  
은 일본 기업에 존재할 것임은 구조조정에서 '선택과 집  
중'이 큰 주제가 되어 온 것으로부터도 추측할 수 있다. 일  
본 기업의 다각화에 있어서의 에이전시 문제는 주로 비효율  
적인 사업의 온존이며, 거버넌스 시스템의 역할은 필요한  
구조화의 실시를 경영자에게 촉구할 수 있다.

## VI. 결론

본고에서는 일본기업에 의한 사업의 다각화, 기업가치와  
거버넌스 시스템의 관계를 2004~2012년 기간에 주식공개  
하고 있던 기업의 포괄적 샘플을 이용하여 분석했다. 분석  
결과 미국 기업과 마찬가지로 일본 기업에도 다각화 할인  
이 존재하는 것으로 나타났다. 다른 조건 일정하게 다각화  
하고 있는 기업은 같은 산업의 대표적인 전업기업의 포트폴  
리오에 비해 6~7% 정도 낮게 시장에서 평가되는 경향이  
있다. 이 논문의 분석은 또한 거버넌스 시스템이 기업 가  
치와 다각화 행동의 중요한 규정 요인임을 보여주었다. 거  
버넌스의 다각화 행동에 미치는 영향은 다각화 종료 (전업  
회귀)의 타이밍에 집중되어 나타난다. 이는 일본 기업의 다  
각화에 있어서의 에이전시 문제가 경영자에 의한 비효율적  
인 사업의 계속이라는 형태를 취하기 쉽다는 것을 시사하  
고 있다.

이러한 결과는 프리 리미너리이며, 향후 연구를 통해 한  
층 더 검토가 필요하다는 것은 말할 필요도 없다. 미국 기  
업의 다각화 할인에 대해서는 내생성이나 데이터 의존성 등  
다양한 관점에서 견고성이 논의되고 있다. 일본 기업에 대해  
서도 마찬가지로 폭넓은 관점에서의 검토가 바람직하다. 다  
각화 할인과 밀접하게 관련된 연구 영역으로서 내부 자본  
시장의 문제가 있다. 본 논문의 분석에서 알 수 있듯이 다  
각화 기업에서 비효율적 인 사업이 온존하기 쉽다면 그러  
한 사업을 계속하기 위해 우량 사업의 현금 흐름이 낭비되  
는 기업 사회주의 문제가 많은 기업에서 발생할 수 있습니  
다. 내부 자본 시장의 효율성과 비효율성에 대해서도 일본  
기업을 대상으로 한 실증 연구의 진전이 바람직하다.



<재무성 재무 종합 정책 연구소 “파이낸셜-리뷰” 2015년 제1호(통권 제121호) 2015년 3월>

## 참고자료

- 히라모토 타츠야(2002) 「사업의 다각화와 기업 가치」  
"현대 금융" No. 12, pp.31-55.
- 나카노 마코토, 쿠보 나오야, 요시무라 행충 (2002) "다각화  
기업의 재무 구조 및 가치" 증권  
내리스트 저널, 40 권 12 호, pp.76-91.
- Aggarwal, R. K. 및 A. A. Samwick(2003), “왜 관리자는  
기업을 다각화합니까?  
기관 재검토”, Journal of Finance, Vol. 58,  
71-118 페이지 .
- 아만, H. 그리고 P. Nguyen(2008), “Do Stock  
가격은 기업 지배구조를 반영합니다.  
일본 기업의 품질?”, Journal of the  
일본 및 국제 경제, 22 권 , 647-662 페이지 .
- Amihud, Y. 및 B. Lev(1981), “위험 감소  
대기업의 경영동기로  
합병”, Bell Journal of Economics, Vol. 12,  
pp.605-617.
- Anderson, RC, TW Bates, JM Bizjak 및 ML  
Lemmon(2000) “기업 지배구조와  
기업다각화”, 재무관리, Vol. 29, pp.5-22.
- Anderson, RC 및 DM Reeb(2003) “창립 -가족 소유권, 기업 다  
각화 및 기업 활용”, 법률 및 법률 저널  
경제학, Vol. 46, pp.653-683.
- Berger, PG 및 E. Ofek(1995), "다각화가 기업 가치에 미치는 영  
향", 금융경제학 저널, Vol. 37, 39-65 페이지 .
- Berger, PG 및 E. Ofek(1996), “가치를 파괴하는 다각화된 기업  
의 파산 인수”, Journal of Finance, Vol. 51, pp. 1175-1200.
- Berry, TK, J. M. Bizjak, M. L. Lemmon 및 L.  
Naveen(2006), “조직의 복잡성  
및 CEO 노동 시장: Di-  
검증된 기업”, 기업 금융 저널, 12 권 , pp.797-817.
- Campa, J. M., S. Kedia (2002), “설명하다  
다각화 할인”, Journal of Financial, Vol. 57, pp.1731-1762.
- Chen, SS 및 Chen, IJ(2012), “기업  
다양한 규모의 기업의 거버넌스 및 자본 배분”, Journal of  
Banking & Finance, 36 권 , pp. 395-409.
- Denis, DJ, D. K. Denis 및 A. Sarin(1997), “대리인 문제, 지분  
소유권 및  
기업다각화”, Journal of Finance, Vol. 52, pp. 135-160.
- Erdorf, S., T. Hartmann-Wendels, N. Heinrichs, M.  
Matz (2013), "기업 다각화 및 기업 가치: 최근 문헌 조  
사", 금융 시장 및 포트폴리오 관리, Vol. . 27, pp.  
187-215.
- Fama, EF, JD MacBeth(1973), “위험, 복귀 및 균형: 실증적 테  
스트”, Journal of Political Economy, Vol. 81, 607 페이지-  
636.
- 후쿠이, Y. , T. 우시지마(2007), “기업  
일본 최대 제조업체의 다각화, 성과 및 구조 조정”, 일본 및 국제  
저널  
경제, 21 권 , 303-323 페이지 .
- Hyland, DC 및 JD Diltz(2002) “회사가 필요한 이유  
다양화: 실증적 검토”, 재무 관리, Vol. 31, pp.5-35.
- Hoechle, D., M. Schmid, I. Walter 및 D. Yermack (2012) “  
부실한 기업 지배구조로 인해 다각화 할인이 얼마나 설명될 수 있  
습니까?”, Journal of Financial  
경제학, 103 권 , 41-60 페이지 .
- Jiraporn, P., Y.S. Kim, W.N. Davidson, M.  
Singh(2006), “기업 지배구조, 주주 권리 및 기업 다각화: An  
실증적 분석,” Journal of Banking & Fi-nance, 30 권 , pp.  
947-963.
- Jiraporn, P. , Y.S. Kim, W. N. Davidson III

# 다각화 할인 및 기업 거버넌스

- (2008), “복수의 이사직과 기업 다양화”, *Journal of Empirical Finance*, 15 권 , 418-435 페이지 .
- Lang, L. 및 R. Stulz(1994), “토빈의 Q, 기업 다각화 와 기업 성과”, *정치경제학 저널*, Vol. 102, pp.1248-1280.
- Lins, K. 및 H. Servaes(1999), “국제 기업 다각화의 가치에 대한 증거”, *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 2215-2239.
- Martin, JD 및 A.Sayrak(2003), “기업 다각화 및 주주 가치 : A 최근 문헌조사”, *기업금융학회지*, 9 권 , pp. 37-57.
- Meyer, M., P. Milgrom 및 J. Roberts(1992), "조직 전망, 영향 비용 및 소유 변화", *경제 및 경영 전략 저널*, Vol. 1, pp.9-35.
- Morck, R., A. Shleifer, R. W. Vishny (1988), “경영권 소유와 시장 가치 평가”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp.293-315.
- Nam, J., C. Tang, J. H. Thornton Jr. , K. 원(2006)“ 대리 비용의 효과
- 단일 부문 및 다중 부문 기업 의 가치에 관한 연구 ”, *Journal of Corporate Finance*, 12 권 , pp. 761-782.
- Scharfstein, DS 및 JC Stein(2000), “ 내부자본시장의 어두운 면: 분할적 지대추구와 비효율적 투자”, *Journal of Finance*, Vol. 55, 2537 페이지-2564.
- Shleifer, A. 및 R. W. Vishny(1989), “경영 강화: 관리자별 투자 사례 , *Journal of Financial Economics*, 25 권 , pp. 123-139.
- Stein, J. C.(1997), “내부자본시장 그리고 기업 자원 경쟁 ”, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp.111-34.
- Ushijima, T.(2015), “ 기업의 다양화, 조직 및 가치”, *RIETI 토론 논문 시리즈(예정)*.
- Williamson, OE(1975), 시장과 계층- chies :분석 및 독점금지 영향, 자유 언론.
- Yermack, D.(1996), “더 높은 시장 가치 of Companies with Small Board of Directors”, *금융경제학저널*, Volume 2 40, pp. 185-211.