

경영학석사 학위논문

선박금융기관의 소유구조와 경영성과
분석

A Study on the Impact of Ownership Structure of
Ship Financial Institutions on Their Performance

지도교수 이 기 환



2013年 2月

한국해양대학교 해사산업대학원

선박금융학과

지문진



경영학석사 학위논문

선박금융기관의 소유구조와 경영성과
분석

A Study on the Impact of Ownership Structure of
Ship Financial Institutions on Their Performance

지도교수 이 기 환



2013年 2月

한국해양대학교 해사산업대학원

선박금융학과

지문진

본 논문을 지문진의 경영학석사 학위논문으로
인준함.

위원장 이 재 민 ㉠

위 원 김 강 혁 ㉠

위 원 이 기 환 ㉠



2012年 12月

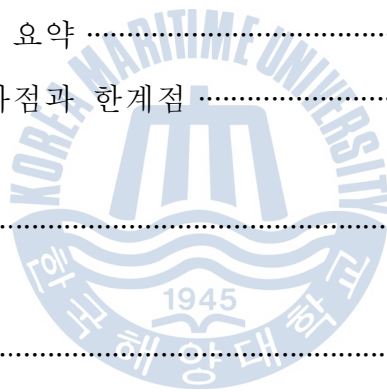
한 국 해 양 대 학 교 해 사 산 업 대 학 원

선 박 금 용 학 과

< 목 차 >

Abstract	i
제1장 서론	1
제1절 연구의 배경과 연구의 목적	1
제2절 연구방법과 범위	2
제2장 이론적 배경	4
제1절 선박금융의 특징과 현황	4
1. 선박금융의 특징	4
2. 선박금융의 현황	6
제2절 소유구조와 경영성과의 이론적 틀	7
1. 거래비용이론	7
2. 대리인이론	9
제3절 기업소유구조와 경영성과에 관한 연구	10
제4절 금융기관의 소유구조에 관한 연구	19
제3장 연구가설 및 분석모형	21
제1절 가설의 설정	21
제2절 변수의 조작적 정의	23
제4장 실증분석	25

제1절 표본집단과 분석자료	25
1. 연구기간과 표본집단	25
2. 측정변수의 기술통계량	25
제2절 가설검정	26
1. [가설 1]의 검정	26
2. [가설 2]의 검정	28
3. [가설 3]과 [가설 4]의 검정	31
4. 가설검정 결과	35
제5장 결 론	38
제1절 연구결과의 요약	38
제2절 연구의 시사점과 한계점	39
부 록	40
참고문헌	41



< 표 목 차 >

<표 2-1> 선박금융기관 대출 현황	6
<표 4-1> 연구 표본의 분포	25
<표 4-2> 기술통계량	26
<표 4-3> 공공선박금융기관과 민간선박금융기관 성과의 집단통계량	27
<표 4-4> 공공선박금융기관과 민간선박금융기관의 성과 차이	28
<표 4-5> 글로벌 금융위기 전후 선박금융기관 성과의 정규성 검정	29
<표 4-6> 글로벌금융위기 전후 선박금융기관 성과의 대응표본 통계량	30
<표 4-7> 글로벌금융위기 전후의 선박금융기관의 성과 차이 ..	30
<표 4-8> 글로벌 금융위기 전후 공공선박금융기관 성과의 정규성 검정	32
<표 4-9> 글로벌 금융위기 전후 공공선박금융기관 성과의 Wilcoxon 부호순위 검정 통계량	32
<표 4-10> 글로벌 금융위기 전후 민간선박금융기관 성과의 정규성 검정	33
<표 4-11> 글로벌금융위기 전후 민간선박금융기관 성과의 대응표본 통계량	33
<표 4-12> 글로벌금융위기 전후의 민간선박금융기관의 성과 차이	34
<표 4-13> 연구가설 검정 결과	37

Abstract

A study on the impact of ownership structure of ship financial institutions on their performance

Ji, Moonjin

Department of Ship finance

Graduate School of Maritime Industry

Korea Maritime University

The purpose of this thesis is to analyze the business performance difference based on the ownership structure type in the aspect of profitability and stability. In order to conduct this analysis in two aspects, the ship financial institutions have been classified into two groups: public and private. The outcome difference between two groups has been verified through ROE(Return On Equity) and ROA(Return On Assets) and through BIS capital adequacy ratio. To verify the outcome difference of two groups targeted for this study, T-test and descriptive statistics has been performed using SPSS 12.0. Data on ROE, ROA, and BIS capital adequacy ratio were collected through the annual reports, financial report, and IR report which were issued by 17 financial institutions indexed in Marine Money from 2006 to 2011.

The important results of this thesis are as follows.

First of all, the difference of ROE and ROA between private and public ship financial institutions is statistically significant, but no difference has been shown in terms of stability to be measured through BIS capital adequacy ratio.

To test the business performance difference according to the ownership structure types before and after the global financial crisis, we examined the outcome difference in the ship financial institutions in terms of profitability and stability. However, in the event that the analysis is performed in public and private financial institutions, the business outcome difference before and after the global financial crisis has been shown for private financial institutions and has not been shown for public financial institutions.

It is meaningful that this study is the first work which examined the difference of the operating performance by the ownership structure types of ship financial institutions. However, that the small sample for this empirical study is a limitation of this thesis.



제1장 서론

제1절 연구의 배경과 연구의 목적

2008년 말 글로벌금융위기 이후 해운 및 조선산업의 최대 관심사는 선박금융의 역할이었다. 전통적으로 최대 선박금융 제공자였던 유럽 금융기관의 신용경색으로 인해 전 세계 해운기업은 선박금융의 조달에 큰 어려움을 겪게 되었다. 새로운 금융조달원을 찾아 나선 해운기업은 아시아금융시장에 눈을 돌렸으며, 중국은 막대한 외환보유고를 바탕으로 자국의 조선산업에 유리한 선박금융정책을 적극적으로 실시하였다.

아시아 최초의 선박투자회사제도를 실시하는 등 선박금융에 혁신적인 관심을 가져왔던 우리나라는 글로벌 금융위기 이후 지나친 금융경색으로 인해 해운 및 조선산업의 경쟁력 약화를 초래하였다.

이에 정부는 자산관리공사를 통해 해운기업의 부실선박을 인수하여 유동성 위기를 겪고 있는 국적선사를 지원하였으며, 또한 부산 문현단지를 중심으로 부산의 금융중심지를 지정하고 해양금융과 파생금융을 특화하는 것으로 하였고 그 후 선박금융공사설립을 추진하는 등 선박금융에 관심을 보이고 있다.

선박금융에 대한 산업적 관심은 매우 높으나 실질적으로 금융을 제공하는 금융기관의 입장에서는 여전히 해운은 위험한 투자대상으로 인식되고 있다. 이는 해운산업이 순환변동이 매우 큰 산업이라는 문제도 존재하지만 해운산업에 대한 이해의 부족과 선박금융에 대한 전문능력 부족도 주요 원인으로 지적되고 있다.

또한 이러한 특성으로 인해 선박금융에 특화된 전문금융기관의 필요성이 제기되고 있기도 하다. 선박금융에 특화된 금융기관의 필요성이 해운 및 조선산업 전반에서 제기되고 있고 선박금융공사의 설립에 대한 법안이 국회에 발의 되었다.

하지만 선박금융에 특화된 또는 보다 심화된 금융기관에 대한 연구가 부족한 현실에서 선박금융기관에 대한 이해를 높일 수 있는 연구의 필

요성 또한 높다고 할 수 있다. 본 연구는 선박금융에 특화 또는 심화된 금융기관의 특성을 살펴보고 시사점을 도출하고자 하는데 연구의 목적이 있다.

특히 현재 국내에서 선박금융을 취급하고 있는 금융기관이나 앞으로 선박금융에 특화된 금융기관을 설립하여야 되는 우리나라의 입장에서는 선박금융기관의 특성에 대한 연구가 미진하므로 선박금융기관의 설립에 관한 의사결정에 유용한 정보를 제공할 수 있을 것으로 사료된다.

본 연구는 선박금융기관의 특성을 금융기관의 소유구조와 성과를 중심으로 분석해보고자 한다. 일반기업의 소유구조와 성과에 관한 연구는 풍부하게 이루어지고 있으나 선박금융기관의 소유구조와 성과에 관한 연구는 거의 전무한 현실에서 선박금융을 취급하는 세계 주요 금융기관을 중심으로 다음과 같은 사항을 고찰해 보고자 한다.

첫째, 선박금융기관의 소유구조에 따른 금융기관의 수익성 차이를 밝히고자 한다.

둘째, 선박금융기관의 소유구조에 따른 금융기관의 안정성 차이를 밝히고자 한다.

소유구조와 기업경영성과간의 관계에 관한 문제는 많은 논의가 있었으나 소유구조에 따른 금융기관 경영성과를 분석한 연구는 미진한 것으로 생각된다. 따라서 본 연구에서 선박금융을 취급하는 세계 주요 금융기관의 소유구조에 따른 경영성과의 차이를 분석하는 것은 선박금융기관의 설립 등을 추진하고 있는 현실에서 의미 있는 시사점을 제공할 것으로 생각된다.

제2절 연구방법과 범위

본 연구는 선박금융을 취급하는 세계 주요 금융기관의 소유구조와 금융기관의 경영성과를 분석하기 위한 것으로 금융기관의 소유구조가 대표적인 성과지표인 수익성과 안정성에 미치는 영향을 규명하고자 한다.

이러한 본 연구의 목적을 효과적으로 달성하기 위하여 문헌연구와 실증연구를 병행하였다.

문헌연구에서는 소유구조와 경영성과의 이론적 틀을 고찰하고 기업 소유구조와 경영성과간의 관계를 분석한 선행연구를 검토하여 연구의 동향을 파악하였다. 일반 기업의 소유구조와 다른 양상을 보이던 금융기관의 소유구조와 성과간의 관계를 분석한 최근 연구를 검토하였다.

문헌연구를 통해 도출된 연구가설을 검증하기 위해 세계 주요 선박금융기관 18개사의 6년간 Annual Report 및 Financial Report 자료를 표본으로 선정하여 분석대상으로 하였다.

본 연구는 가설검정을 위해 SPSS 12.0 통계패키지를 이용하여 기술통계량, 독립표본 T-test, 대응표본 T-test, Wilcoxon 부호순위 검정을 실시하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다.

제1장은 연구의 목적, 배경 그리고 연구의 방법 및 구성을 기술한 서론 부분으로서, 본 연구를 수행하게 된 근본적 동기와 배경을 기술하였다.

제2장은 본 연구의 이론적 고찰부분으로 소유구조와 성과간의 이론적 틀을 정리하였고, 기업소유구조와 성과, 금융기관의 소유구조와 성과간의 선행연구를 검토하여 연구모형과 연구가설을 도출하기 위한 근거를 마련하였다.

제3장은 문헌연구에 의한 이론적 근거를 토대로 가설의 설정, 변수의 조작적 정의 등 실증조사 설계에 관하여 기술하였다.

제4장은 취득한 자료를 토대로 선박금융기관의 소유구조가 경영성과에 미치는 요인을 규명하고 관계 가설을 검증하였다.

마지막으로 제5장에서는 본 연구의 결론을 도출하고, 연구의 결과가 선박금융기관의 설립과 운영전략에 주는 시사점을 살펴보며, 아울러 연구의 한계와 향후 연구과제를 제시하였다.

제2장 이론적 배경

제1절 선박금융의 특징과 현황

1. 선박금융의 특징

선박확보에 소요되는 자금조달에 주안점을 두고 이루어지는 해운기업의 재무(shipping finance) 활동은 다른 기업재무와는 차별화되는 특성을 갖고 있다. 첫째, 해운재무는 자본집약적(capital intensity)이라는 점이다. 즉 해운업을 영위하는데 필요한 선박을 확보하기 위해서는 많은 자금이 소요되는 바, 해운업은 자본집약도가 높은 산업이며 또한 부채비율이 높은 산업이기도 하다.

둘째, 해운기업에 대한 자본구조와 정보는 매우 제한되어 있다는 점이다. 최근에 이르러 해운기업의 증시시장이 증가하였지만 전통적으로 해운기업은 선주 개인에 의해 경영되는 매우 폐쇄적 경영구조를 갖고 있었던 것으로 평가되고 있다. 이로 인해 해운기업의 재무구조에 대한 정보가 시장을 통해 공개되는 정도가 미미하였으며, 자금제공 기관인 은행 등은 해운기업의 신용 및 투자안을 평가하는데 있어 많은 애로에 직면하기도 한 것으로 알려져 있다.

셋째, 자금차입자인 선주와 대여자인 금융기관 사이에 자금활용 및 대출기관에 대한 이해가 일치하지 않는 경우가 발생하고 있다. 해운경기 변동이 심하여 자금을 대출해 주는 은행은 가능하면 대출기관을 단기로 하여 위험을 줄이려고 하는 반면에 차입자인 선주는 자금을 가능하면 장기간 활용할 수 있기를 바란다.

넷째, 선박금융을 통해 확보된 선박의 운항으로 형성되는 해운시장의 변동이 크다는 점이다. 이로 인해 선박금융의 차입 및 대출의 기간에 대해서 차입자와 대출자는 유연하게 대처할 필요가 있다.

선박금융은 이상에서 살펴본 특성 외에도 다음과 같은 특성을 지니고 있다. 첫째, 무엇보다도 선박금융은 국제금융의 성격을 지니고 있다. 이는 선박이 세계 여러 국가를 항해하는 특수한 성격을 지닌 자산인 데다가 거래규모가 크기 때문이다. 특히 대형 선박거래의 경우 세계 여러 금융기관들이 협조융자(syndicated loan)형태로 금융을 제공해 주는 경우가 점차 증가하는 추세에 있고, 선주들 또한 국내외 금융기관을 불문하고 자신에게 가장 유리한 금융을 제공해 주는 금융기관의 자금을 이용하는데 익숙해져 있다.

둘째, 선박금융은 해당 선박을 담보로 제공한 후 그 선박이 창출하는 경제적 이익으로 원리금을 상환하는 프로젝트파이낸스(project finance)의 일종이며, 본선담보가 제공된다는 점에서 자산담보부금융(asset based finance)이고, 또한 실선주 등의 지급보증이 제공되는 기업재무의 성격이 종합된 금융이다.

셋째, 선박금융은 그 원리금 상환재원이 해당 선박이 창출하는 경제적 이익이므로 선박의 사용연수(수익창출기간) 및 수익력 등을 고려한 10년 이상의 장기금융이 대부분이다.

넷째, 선박금융은 대체로 미 달러화를 결제통화로 하고 있다. 이는 선박의 운항수입이 대부분 미 달러화이어서 중장기성 자금조달에 수반되는 환위험을 회피하기 위하여 선주나 금융기관 모두 미 달러화를 선호하기 때문이다.

다섯째, 선박금융에 있어 준거법은 대부분 영국법에 따르고 있다. 아울러 선박건조자와 선주사이에 체결되는 선박건조계약도 영국법을 준거법으로 하는 경우가 대부분이다. 이는 일차적으로 영국법이 세계 해운시장에서 주도권을 행사해 왔고, 선박에 대한 보험부보나 금융제공이 상당부분 런던금융시장을 통하여 이루어지고 있기 때문이다.

2. 선박금융의 현황

2008년 하반기 미국발 금융위기로 전 세계 금융산업이 위기에 직면하여 각국은 정부재정을 부실 금융기관에 지원하여 현재는 상당히 회복국면에 접어들고 있는 것으로 평가되고 있다. 특히 선박금융은 전통적으로 독일, 네덜란드, 프랑스, 영국 등 유럽계 은행이 주된 역할을 담당하는 가운데, 미국과 일본의 금융기관이 일부 참여하여 온 것으로 평가되고 있다. <표2-1>은 세계 주요선박금융 취급기관의 선박금융대출현황을 보여주고 있다.

<표 2-1> 선박금융기관 대출 현황

pos.	Bookrunner	Deal Value \$m	No.	Share(%)
1	DNB Bank ASA	9,243	59	13.5
2	Nordea Markets	8,136	33	11.9
3	ING	3,102	20	4.5
4	Mitsubishi UFJ Financial Group	3,034	8	4.4
5	Citi	2,492	10	3.6
6	Deutsche Bank	2,361	7	3.5
7	ABN AMRO Bank	1,957	12	2.9
8	Bank of America Merrill Lynch	1,903	11	2.8
9	Wells Fargo Securities	1,689	9	2.5
10	Sumitomo Mitsui Financial Group	1,617	11	2.4
11	JPMorgan	1,469	7	2.2
12	Swedbank First Securities	1,280	5	1.9
13	Mizuho	1,173	17	1.7
14	BNP Paribas	915	8	1.3
15	RBS	765	3	1.1
16	SG Corporate & Investment Banking	754	5	1.1
17	Danske Bank	672	3	1.0
18	Credit Agricole CIB	655	3	1.0
19	SEB	593	3	0.9
20	OCBC	560	2	0.8
	Total	68,446	244	100.0

주: 2011년 신디케이트론 주관사 실적기준

자료: Marine Money

제2절 소유구조와 경영성과의 이론적 틀

기업의 소유구조(ownership structure)는 기업소유주의 구성내역, 즉 대주주, 경영자, 기관투자가, 종업원, 일반투자자 등의 지분내역을 의미하는데, 이는 기업형태의 발전과 깊은 관계가 있다. 즉, 기업발전초기의 가족지배기업형태가 기업의 확장에 따라 외부자금이 필요하게 되면서 금융지배기업의 형태로 발전하게 된다. 또한 직접금융의 창구인 자본시장이 발전하게 되면서 소유분산이 광범위하게 이루어지는 경영자 지배기업의 형태로 전환되어 기업의 소유구조는 복잡하게 되었다.

기업의 소유구조는 기업의 투자결정, 자본조달결정, 배당결정 등 기업 의사결정에 영향을 미쳐 궁극적으로는 기업 가치를 변화시키게 된다. 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 관하여 Berle and Means(1932)는 근대기업에 있어서 주식소유의 분산은 소유와 경영을 분리시키는 직접적인 이유가 된다고 주장하였다.

이러한 소유와 경영의 분리는 경영자가 주주의 이익과 상반된 입장에 놓일 수 있다는 가능성을 제기한 이래로 많은 학자들의 연구가 이루어져 왔다. 그 후 소유구조에 대한 연구는 Williamson(1979)의 거래비용론, Jensen and Meckling(1976)의 대리인이론의 두 가지 관점에서 이론적인 체계를 갖추게 되었다.

1. 거래비용이론

거래비용이론(transaction cost theory)은 드물게도 경제학자들에 의해 논의된 경영학 이론으로 기업의 범위는 시장에서의 거래비용과 내부조직 비용의 상대적 크기에 따라 결정된다는 것이다.

Coase(1937)에 의해 처음 발표된 거래비용 경제학 이론으로 시장과 기업조직의 경제구분이 이루어지는 논리를 처음 설명하였다. 그 후 Williamson(1981)등에 의해 크게 발전된 이 이론은 오늘날 기업조직의 거시전략과 경영관리 활동의 기능별 여러 이슈에 대해 매우 설득력 있

는 논리적 근거를 제공하는 것으로 평가받고 있다.

이 거래비용이론은 기업과 시장 사이의 효율적인 경계(efficient boundary)를 설명하는 이론이다. 즉, 기업의 제반경영활동은 경제적인 거래(economic transaction)의 연속으로 정의될 수 있으며, 결국 기업조직이 시장으로부터 형성되는 이유는 일정한 범위의 거래가 기업조직 경계 안의 내부적 거래로 이루어지는 것이 시장에서 이루어지는 경우보다 상대적으로 비용이 적게 들어 효율적인 경우가 발생하기 때문이다. 결국 기업은 조직 경영 활동의 범위 가운데 어느 부분을 내부에서, 어느 부분은 외부 거래를 통하여 경영활동을 수행할 것인가와 같은 의사결정을 이루게 되고 그 결과 조직의 경계가 결정된다는 것이다.

그런데 거래비용이론에 따르면 거래의 당사자가 거래의 성립을 위해 지불해야 할 비용은 크게 세 가지 관점에서 발생한다. 첫째, 거래 당사자들은 자기중심적인 이기적 성향(self-opportunism)을 가지므로 거래의 당사자들이 거래를 성실하게 수행할 수 있도록 하는 감독비용(monitoring cost)이 발생하고, 둘째, 실제 거래를 성립하는데 필요한 거래당사자간 정보의 제약성(information asymmetry)을 극복하기 위한 조정비용(coordination cost)이 발생한다. 혹은 결과적으로 제한된 합리성(bounded rationality)의 문제에 따른 비용이 발생하는 것이다. 셋째, 거래에 투자되는 거래 당사자들의 자산이 그 특정거래에 국한될 경우 거래에 소요되는 비용이 상대적으로 증가한다는 것이다. 특히 자산의 고정성(asset specificity)이 높을수록 이기적 행동성향과 정보제약성의 문제는 상대적으로 더욱 증가할 것이며 이 경우 조직 내부적으로 거래가 이루어지는 것이 상대적으로 효율적이고 결국 조직이 시장으로부터 생성된다는 것이다.

기업은 결국 비용최소화를 통한 경쟁력을 도모하는데, 이러한 행위의 목적은 기업이윤극대화이다. 기업의 경영활동을 통해 발생하는 이익은 주주에 대한 배당과 사내유보로 축적되고, 그 기업의 성과가 좋을수록 가치가 높게 평가되어 기업소유구조에 영향을 주는 것을 의미하는 것으

로 보아야 한다.

2. 대리인이론

기업은 자본제공자인 주주와 채권자, 기업경영을 담당하는 경영자를 비롯하여 종업원, 소비자 등 많은 이해관계자를 갖고 있으며, 이런 이해관계자들은 기업을 중심으로 상호간 직·간접적인 복잡한 이해관계에 놓여있다. 그런데 이들 집단들의 이해는 상호 일치되는 경우도 있으나 많은 경우 불일치 내지는 상충하게 된다. 대리인이론(agency theory)은 이런 이해 관계자집단들의 이해상충문제를 규명하고 이에 따르는 비용발생과 기업가치의 변동을 분석하여 부작용을 최소화하고자 하는 이론 체계로서 주로 주주, 채권자, 경영자 상호관계에 초점을 맞추고 있다.

먼저, 주주와 경영자간의 이해상충을 보면, 첫째, 경영자는 사적정보를 가지고 있으며 주주와 경영자간에는 정보의 불균형이 발생한다. 따라서 주주를 비롯한 시장참가자들은 기업의 미래 기대현금흐름이나 고려 중인 투자안의 수익전망 등에 대하여 알지 못함으로써 기업가치를 잘못 평가하게 되고, 이로써 나타나게 되는 손실 또는 기회비용은 자기자본의 대리인비용(agency cost equity)을 형성한다. 둘째, 경영자의 경영활동에 관한 주주의 관찰가능성의 한계로 인하여 양자 간 갈등이 발생한다. 이는 경영자의 도덕적 해이 또는 노력회피가 발생하게 되는데, 이를 방지하기 위해 주주는 내부통제제도의 정비 등 여러 조치를 강구하게 되는데 이로 인해 발생하는 비용 또한 자기자본의 대리비용을 형성한다. 셋째, 경영자의 과도한 특권소비가 주주와 경영자간 갈등을 일으킨다.

다음, 주주와 채권자간의 이해상충을 보면, 양자 간에는 위험선호 정도에 차이를 나타냄으로써 위험투자안의 선택에서 갈등이 발생할 수 있으며, 주주의 비 최적투자 즉 과소투자가 채권자와 갈등을 유발한다.

끝으로, Titman(1984)은 기업과 고객 간 그리고 기업과 종업원간에도 대리인문제가 발생될 수 있음을 지적하고 있다.

제3절 기업소유구조와 경영성과에 관한 연구

앞서 제1절에서 소유구조이론으로서 거래비용이론과 대리인이론을 살펴보았는데, 이하에서는 대리인이론에 입각하여 소유구조와 기업가치 및 성과와의 관계를 연구한 국내외의 선행연구들을 고찰하고자 한다.

기업경영자의 주식지분율이 증가함에 따라 기업가치가 어떻게 달라지느냐 하는 것은 일찍부터 많은 학자들의 관심대상이 되어왔는데 이에 관하여는 대체로 다음과 같이 이해일치가설, 경영자안주가설, 절충가설이 있다.

1. 이해일치가설

이해일치가설(convergence of interest hypothesis)은 경영자의 주식지분율이 증가하면 경영자와 외부주주사이의 갈등이 줄어들고 상호간 이해관계가 일치함으로써 경영자는 주주를 위한 경영을 하게 되므로 경영자의 지분율이 증가할수록 기업가치는 증가한다는 주장이다. 즉 경영자의 지분율이 증가하면서 경영자의 이익추구행동은 자연스럽게 기업가치를 증대시키는 방향으로 작용하게 되고 이는 결국 외부주주의 이해와 일치하게 된다는 것이다.

이와 같은 이해일치가설을 옹호하는 연구로는 Jensen and Meckling(1976), Fama(1980), Demsetz and Lehn(1985), Holderness and Sheehan(1988), Ang, Cole and Lin(2000), Bernard and Kraakman(2002), Bilter, Moskowitz and Vissing-Jorgensen(2005), 조지호·정성훈(2009) 등의 연구를 들 수 있다.

Jensen and Meckling(1976)에서 이해일치가설은 최초로 대리인비용이론을 제시한 Jensen과 Meckling(1976)에 의하여 주장되었다. Jensen과 Meckling은 주주들로부터 효율적인 통제가 이루어지지 않을 경우 경영자들은 그들 자신들만을 위한 경영활동을 전개함으로써 기업의 자원을 낭비하고 기업가치를 하락시킬 수 있다고 주장하였으며, 이와 같이 주주

와 경영자간의 이해상충으로 발생하는 제반비용을 대리인비용(agency costs)으로 정의하였다. 따라서 경영자의 소유주식지분율이 증가할수록 대리인비용이 감소되어 기업가치는 증가한다는 것이다.

Fama(1980)는 경쟁시장 하에서 경영자 서비스의 시장가격은 미래에 있을 수 있는 도덕적 해이를 모두 반영하는 것이라 하였다. 비록 어느 한 시점에서 경영자의 불성실한 행위가 포착되지 않고 지나쳤다고 생각할지라도 이는 사후적 조정을 통하여 경영자의 보수에 정확하게 모두 반영된다는 것이다. 따라서 경영자가 자신의 현재 보수를 극대화하기 위해서는 자신의 자의적인 기업행위를 최대한으로 자제할 것이며, 주주의 이익극대화를 위해 최선을 다하게 될 것이라 주장하였다.

Demsetz and Lehn(1985)은 기업소유구조가 달라짐에 따라서 기업가치의 차이가 발생한다는 가정을 실증적으로 분석하였다. 이들은 1976년부터 1980년까지 5년간에 걸쳐 미국의 511개 대기업을 대상으로 대주주지분율과 회계적 수익률을 조사한 후 대주주지분율을 독립변수로, 회계적 수익률을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다. 특히 대주주지분율은 대주주 5인의 지분율과 대주주 20인의 지분율을 구분하여 회귀분석을 실시한 결과 대주주지분율과 회계적 수익률간에는 정(+)의 상관관계가 존재한다는 사실을 밝혔다.

Holderness and Sheehan(1988)은 시장에서 영업활동을 활발히 전개하는 기업 중 대주주(개인 또는 기관) 지분율이 50%이상인 대주주 기업 집단과 동일 산업에 속하며 기업규모가 비슷하나 대주주지분율이 20%미만인 여타 기업집단을 비교대상으로 선정하여 소유구조에 따른 기업가치의 차이를 분석하였다. 즉 기업가치의 대용변수로 회계적 수익률과 Tobin's Q비율을 사용하였으며 이들 변수가 표본 집단 간 유의적인 차이가 존재하는지를 분석하였는바, 회계적 수익률은 두 집단 간 유의적인 차이를 발견할 수 없었으나 Tobin's Q비율의 경우에는 유의적인 차이를 발견할 수 있었다.

Ang, Cole and Lin(2000)은 1997년 미국 연방준비제도이사회(FRB)에

서 발간한 소기업금융 국가서베이(National Survey of Small Business Finance ; NSSBF)에서 발췌한 1,708개의 소기업을 대상으로 경영자 소유지분율과 대리인비용과의 관계를 분석하였다. 분석결과 소유지분율이 낮은 외부경영자(outsider)에 의하여 경영되는 기업은 대리비용이 비교적 높게 나타났으며 전체적으로 대리인비용과 경영자의 소유지분율간에는 부(-)의 상관관계를 보이고 있어 Jensen and Meckling의 견해와 일치하는 것으로 나타났다. 따라서 이는 경영자 소유지분율이 증가할수록 대리인비용이 감소되어 기업가치가 증가한다는 이해일치가설을 지지하는 연구결과로 볼 수 있다.

Bilte·Moskowitz·Vissing-Jorgensen(2005)은 기업가의 노력과 부에 관한 대리인이론을 테스트한 결과 기업가의 소유지분은 외부의 부와 함께 증가함을 발견하였다. 기업의 노력은 소유지분율과 함께 증가하며, 이들의 노력은 기업성과를 증대시킨다는 것을 보여주었다. 왜 기업가가 기업지분에 있어서 대규모적으로 분산된 지분을 집중하려 하는지를 이해하는데 대리인 비용이 도움이 된다는 것을 기업의 횡단면식 데이터로부터 보여주고 노력의 정도가 기업성과의 영향을 미침을 암시한다.

조지호·정성훈(2009)은 2000년~2006년의 기간 동안 코스닥 기업의 인수합병성과를 측정한 결과 임원내부지분율과 기업가치간 유의한 양의 관계를 보여주고 있어 이해일치가설과 일치하고 있다.

2. 경영자안주가설

경영자안주가설(managerial entrenchment hypothesis)은 기업가치 침해가설이라고도 하는 것으로 이해일치가설과는 달리 경영자의 주식지분율이 증가함에 따라 경영자는 자신의 개인적 이익을 위해 행동함으로써 기업가치는 하락하게 된다는 내용이다. 즉 경영자는 주식지분율이 증가함에 따라 반대세력을 견제할 만한 충분한 의결권을 확보하고 자신의 위치를 확고히 지킬 수 있기 때문에 외부주주의 이해관계를 소홀히 하고 자신의 사적이익을 추구함으로써 기업가치가 하락한다는 것이다. 즉,

소유지분과 기업가치와는 음(-)의 관계를 갖는다는 것이다.

이와 같은 경영자안주가설을 옹호하는 연구로는 Jensen and Ruback(1983), Demsetz(1983), Fama and Jensen(1983), Jensen(1986), 국찬표·박영석·이정진(1997), 최정표·함시창·김희탁(2002), Zuobao Wei et al.(2005), 신민식·신찬식·김지영(2009)등의 연구를 등 수 있다.

Jensen and Ruback(1983)은 기업지배권시장에서의 경영권확보경쟁을 통하여 보다 적합한 경영자가 궁극적으로 기업의 경영권을 차지한다고 주장하였다. 이는 외부통제기능이 효과적으로 작동하고 있다는 것을 의미한다. 이들은 기업지배권시장이 효율적으로 기능할 때 시장감독기능에 의한 압력은 소유와 경영이 분리된 전문경영자형기업의 전문경영자에 대해 더 크게 작용하기 때문에 소유가 분산된 기업일수록 기업의 성과가 주주가 원하는 방향으로 나타난다고 주장하였다. 반면 기업주식의 대부분을 소유경영자가 가지고 있는 소유경영자형 기업의 경우는 소유경영자가 자신의 지위와 보수를 지키고 방어할 수 있으므로 시장의 통제기능을 벗어나 기업가치의 극대화보다는 자신의 사적효용을 증가시킬 가능성이 높기 때문에 기업성과가 하락한다고 하였다.

Demsetz(1983)와 Fama and Jensen(1983) 등은 경영자의 소유지분이 낮은 상황에서는 시장유도기능, 경영자 인력시장, 기업지배권시장 등의 역할로 인하여 경영자가 기업가치 극대화를 위하여 노력하게 되나 상당한 소유지분을 가진 경영자는 자신의 이익을 보장할 수 있는 충분한 의결권이나 영향력을 지니게 되어 기업가치 극대화에 위배되는 의사결정을 할 수 있다고 하였다.

Jensen(1986)은 유휴현금흐름(free cash flow)이 발생하는 기업의 운용에 있어서 경영자는 주주의 부의 극대화로부터 이탈될 수 있음을 지적하였다. 여기에서 유휴현금흐름은 순현가가 0보다 큰 투자안에 소요되는 자금을 초과하는 현금흐름을 의미한다. 즉 경영자는 항상 매출액을 증대하고 기업규모를 늘리고자 하는 유인을 갖게 되는데 경영자가 유휴현금흐름으로 낮은 수익성의 투자안에 투자하거나 비효율적인 기업운영

에 낭비하는 것을 방지하기 위해서는 이와 같은 유휴현금흐름을 주주들에게 배분할 수 있도록 적절한 통제가 필요하다고 하였다.

국찬표·박영석·이정진(1997)은 우리나라의 50대 기업집단 재무담당 임원들을 대상으로 각 기업에서 행하는 재무의사결정의 목표, 재무의사결정시 개별기업과 그룹전체의 비중에 관하여 설문조사를 실시하였다. 조사결과를 보면 각 기업에서는 투자안선택이나 자본조달 등에 관한 재무의사를 결정함에 있어서 주주의 부의 극대화 목표보다는 매출액증대 등 기업의 외형을 늘리는 데에 더 관심을 두고 있으며, 또한 각종의 재무의사 결정시 자기기업의 개별적 이해관계보다는 그룹전체의 이해관계를 더 중요하게 고려하는 것으로 나타났다. 이와 같은 현상에 대하여 연구자들은 우리나라 특유의 재벌기업집단에 의한 소유지배구조의 결과이며 이로 인하여 적정규모를 초과하는 과잉투자(over investments)가 발생할 가능성이 있음을 지적하였다. 이와 같은 이들의 연구결과를 내부지분율이 상승하여 기업의 통제권이 커질수록 외부주주의 이해관계를 소홀히 하고 대주주 1인 또는 소유경영자의 사적이익을 추구한다는 경영자 안주가설을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

최정표·함시창·김희탁(2002)은 금융과 건설을 제외한 508개 상장기업의 1996년부터 2000년까지의 5년간 자료를 가지고 우리기업들의 지배구조가 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치고 있으며, 높은 부채비율과 과잉투자가 기업의 지배구조와 어떠한 관계가 있는지를 실증적으로 규명하고자 하였다. 기업가치 대용변수로서는 가장 많이 연구에 사용되었던 Tobin's Q 대신 시장가치 대 장부가치비율(MB)을 선택하였으며, 기업지배구조의 대용변수로서 명시적으로 지배대주주지분율(=대주주 1인지분율+기타주주지분율)을 사용하였다. 분석방법은 연립방정식 추정방식과 복합오차모형(ECM) 추정방식을 사용하여 3SLS(3단계최소자승법)으로 추정한 결과 이들의 결과는 우리나라 기업들의 가치는 지배대주주의 지분율이 50%에 이를 때까지 하락한다고 하였고 이 결과를 기초로 기업지배구조가 선진화될 경우 기업가치는 11 ~22% 정도 상승하며, 이에

따라 주가도 40~150%까지 상승할 수 있을 것이라 예측 하였다. 이러한 의미는 지배대주주의 지분을 상승은 기업의 가치를 하락시킨다는 경영자 안주가설을 매우 안정적으로 지지하는 것으로 볼 수 있다.

Zuobao Wei et al.(2005)은 1991년~2001년 동안을 연구기간으로 하고, 5,284개 중국 증권시장에 상장된 기업을 표본으로 한 연구결과 기관 투자자와 Tobin's Q간 의미 있는 부(-)의 관계를, 외국인투자자지분과는 정(+)의 관계를 발견하였다.

신민식·신찬식·김지영(2009)은 1986년1월부터 2007년 12월까지 상장된 기업 중 일정한 조건을 충족하는 521개 기업을 대상으로 한 실증분석결과 대주주지분율은 기업가치에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났음을 발견하였다.

3. 절충가설

절충가설(compromise hypothesis)은 경영자의 지분율이 증가함에 따라 기업가치가 어떻게 변하느냐 하는 것은 앞에서 설명한 두 가설에서처럼 일률적으로 증가, 또는 감소하는 것이 아니라 경영자의 지분율의 정도와 기업이 처해진 상황에 따라 달리 나타날 수 있다는 주장이다. 즉 경영자의 지분율이 달라짐에 따라 경영자가 자신의 이해관계를 주주의 입장과 일치시키려는 성향과, 반대로 경영자가 기업의 자원을 자신의 사적이익을 위하여 사용하려는 성향은 경영자지분율의 크기에 따라 달라질 수 있으며 각국의 자본시장과 기업제도, 특히 기업지배권 시장의 효율성 여부에 따라서도 달라질 수 있다는 것이다.

이와 같은 절충가설을 지지하는 연구로는 Morck, Shleifer and Vishny(1988), Stulz(1988), McConnell and Servaes(1990), Choi(1998)을 비롯하여 김주현(1992), 장대홍·김우택·김경수·박상수(1999), 이해영·이재춘(1999), Anderson and Reeb(2003), 윤병섭·심준섭(2004), 박범진

(2007)등 비교적 많은 연구가 있다.

Morck, Shleifer and Vishny(1988)는 포춘지 선정 500대 기업 중 371개 기업을 대상으로 Tobin's Q비율을 기업가치를 나타내는 대용변수로 하여 경영자 소유지분율과 기업가치와의 비선형성 관계를 횡단면회귀분석을 이용하여 분석하였다. 분석결과를 보면 경영자 소유지분율이 5% 이하의 구간에서는 지분율 증가에 따라 기업가치가 상승하고, 지분율이 5%~25%의 구간에서는 반대로 기업가치가 하락하며, 지분율이 25% 이상인 구간에서는 다시 상승하는 N자형 상관관계로 나타났다. 이와 같은 관계에 대하여 이들은 경영자들은 서로 상반된 두 가지 성향, 즉 이해일치성향과 경영자안주성향을 동시에 가지고 있으나 경영자지분율이 달라짐에 따라 상대적으로 어떤 성향이 보다 강하게 나타나는가에 따라 기업가치가 달라진다고 주장하고 있다.

Stulz(1988)는 M&A시장 등 기업인수시장에서의 기업인수가격이 기업가치를 결정한다고 보고 이와 같은 기업가치가 경영자의 주식지분율로 결정되는 내부의결권에 의하여 어떻게 영향을 받는가를 분석하였다, 즉 기업가치는 기업인수자가 기업을 인수하기 위하여 지불하는 프리미엄과 기업인수를 성공시킬 확률의 함수라 할 수 있다. 그런데 경영자의 내부의결권이 높아질수록 적대적 기업인수에서 인수기업은 인수를 성공시키기 위하여 보다 많은 프리미엄을 제시하여야 하므로 기업가치가 상승한다. 그러나 반대로 일정지분율 이상부터는 경영자 내부지분율이 상승할수록 기업인수를 성공시킬 가능성이 점차 줄어들므로(내부지분율 50%이상에서는 적대적 기업인수가 성공할 가능성은 0%)경영자지분율 상승에 따라 기업가치는 오히려 감소한다고 주장하였다.

McConnell and Servaes(1990)는 Morck, Shleifer and Vishny(1988)를 지지하는 증거를 제공하였는데, 1976년, 1986년, 1988년의 3개 연도에 걸쳐 미국 뉴욕증권거래소(NYSE)와 아메리칸 증권거래소(AMEX)에 상장된 기업을 대상으로 한 실증연구에서 성장률이 높은 기업과 낮은 기업의 Tobin's Q비율과 부채비율 및 지분비율과의 관계에 대하여 횡단면

(cross-sectional)으로 회귀분석을 실시하였다. 분석결과 기업가치와 내부자지분율은 강한 곡선관계를 나타내었는바, 지분율이 낮은 수준에서는 지분율 증가에 따라 기업가치가 상승하였으나 지분율이 높은 수준에서는 지분율 증가에 따라 기업가치가 오히려 하락하는 것으로 나타났다.

Choi(1998)는 1991년 Fortune지에 실린 미국 500개의 제조기업 중 326개의 기업을 대상으로 기업의 소유구조와 투자규모를 통한 기업가치와의 관계를 분석하였다. 내부자지분율(insider ownership)과 투자규모(= 자본적지출액+R&D투자액)는 비단조적관계(non-monotonic relation)를 나타내었는바, 지분율이 7%이하에서는 두 변수가 정(+)의 관계를 나타내었고, 지분율이 7%~38% 사이에서는 부(-)의 관계를, 지분율이 38% 이상에서는 다시 정(+)의 관계를 나타내었다. 또한 이 연구에서는 내부자지분율이 투자를 통하여 기업가치에 일방적으로 영향을 미치는 것이 아니라, 반대로 투자규모가 기업가치를 통하여 기업의 소유구조에도 영향을 미치는 양방향의 영향관계에 있는 것으로 나타났다.

김주현(1992)은 1986년~1990년의 5년간 상장기업중 267개 회사를 표본으로 선정하여 소유구조와 기업가치의 관계를 분석하였다. 기업가치의 대응변수는 Tobin's Q비율을 사용하는데 분석결과 대주주지분율 40%까지는 대주주지분율과 기업가치가 부(-)의 상관관계를 나타내었으나, 40%를 초과하는 수준에서는 정(+)의 상관관계로서 U자형 관계를 나타내었다. 그러나 이들 변수의 상관관계는 통계적 유의성이 높지 못하였다.

장대홍·김우택·김경수·박상수(1999)는 1989년, 1991년 동안 상장제조업 중 각각 161개, 269개의 기업을 선정하여 지배주주의 지분율과 기업가치와의 관계를 분석하였다. 지배주주의 지분율은 직접지분과 계열사보유지분을 합한 지분율이며 기업가치는 Tobin's Q비율을 사용하였다. 분석결과는 대주주 지분율이 0%~16%구간에서는 이해일치가설이 16%~31%구간에서는 경영자안주주의가설이, 31%를 초과하는 구간에서는 다시 이해일치가설이 통계적으로 유의성있게 나타나, 앞에서 설명한

Morck, Shleifer and Vishny(1988)의 연구결과와 비교할 때 비록 대주주 지분율의 구조적 전환점은 서로 다르나 내부자지분율과 기업가치의 관계가 N자형으로 동일하게 나타남을 입증하였다.

이해영·이재춘(1999)은 1987~1996년까지 10년간 한국거래소 상장기업 중 168개 기업을 표본으로 선정하여 대주주 1인 지분율과 기업가치의 관계를 횡단면 자료와 시계열 자료를 결합한 패널자료추정법을 이용하여 분석하였다. 특히 이들은 기업가치의 대용변수로 시장가치 대비 장부 가치비율(P/B ratio)을 이용하였으며 통제변수로서 해당기업의 광고비지출액, 기업규모, 레버리지, 30대재벌 소속여부 등을 포함하여 분석을 실시하였다. 분석결과 대주주1인 지분율이 25%까지는 지분율이 증가함에 따라 기업가치는 하락하다가 지분율이 25%를 넘어서는 기업가치가 상승하는 U자형 관계를 나타내었다.

Anderson and Reeb(2003)은 S&P 500으로부터 설립자 및 가족의 소유지분과 기업성과와의 관계를 분석한 결과 양자간에는 비선형이며 가족구성원이 CEO일 때 성과가 그렇지 않을 때 보다 더 좋다는 결과를 도출하면서, 가족기업이 조직구조로서 효율적이라는 것을 주장하였다.

윤병섭·심준섭(2004)은 88개 상장회사의 1995년~2000년의 연간자료 528개를 연구대상으로 하여 대주주 1인 지분율과 기업가치간 관계를 분석한 결과 U자형의 곡선관계, 즉 절충가설을 지지함을 발견하였다.

박범진(2007)은 2000년부터 2003년까지 코스닥시장에 상장된 12월 결산법인 1,499개에 대해 소유구조와 기업가치와의 관계를 실증분석한 결과 비선형관계를 보이고 있어 이해일치가설과 경영자안주가설이 혼재된 절충가설을 지지하였다.

제4절 금융기관의 소유구조에 관한 연구

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer(2000)은 92개국의 데이터를 통해 정부소유의 은행이 금융시스템발전, 경제성장률, 생산성증가율에 미치는 영향을 평가하여 정부소유는 집중적이며, 생산성에 부정적인 영향을 미쳐 금융시스템 발전을 저해하며 경제성장률을 제한한다고 분석하였다.

Wanniarachchige and Suzuki(2011)는 인도의 금융시스템 개혁에 따른 소유구조의 변화가 은행의 경영성과에 어떤 영향을 미치는지를 연구하기 위해 인도에 진출한 외국계 은행과 인도은행의 경영효율성을 2002년~2009년의 자료를 바탕으로 비교분석하였다. 인도은행은 국유은행과 국영은행, 민간상업은행으로 구분하였으며, DEA(자료포락분석)를 이용하여 수익, 비용, ROA, 순부실자산비율, 지점망에 대한 효율성을 분석하였다. 그 결과 외국계 은행의 효율성이 상대적으로 더 높았으며, 인도은행은 소유구조에서 국가의 소유지분이 높은 은행일수록 상대적으로 효율성이 더 높은 것으로 보고되었다.

Berger, Hasa and Zhou(2009)는 중국의 38개 상업은행을 소유구조에 따라 정부소유의 4대 대형은행과 4대 은행을 제외한 정부소유은행, 국내 민간은행, 외국계 은행으로 구분하여 효율성을 측정하였다. 1994년~2003년의 데이터를 이용하여 측정한 결과 중국의 4대 정부소유은행의 효율성이 가장 낮았으며, 대형 외국계은행이 가장 효율성이 높았다. 또한 외국계 지분 투자를 받은 은행의 효율성이 외국계 지분투자를 받지 않은 은행에 비해 효율성이 높은 것으로 보고되었다.

Lin and Zhang(2009)은 1997년~2004년까지 기간 동안 중국 은행의 패널자료를 이용하여 중국은행의 소유구조 유형에 따른 경영성과를 분석하였다. 분석결과 중국의 4대 국유 상업은행의 수익성과 자산의 효율성이 민간은행과 외국은행에 비해 낮은 것으로 분석되었다.

Azofra and Santamaria(2011)은 1996년~2004년까지의 기간 동안 스페인 상업은행을 대상으로 하여 소유권과 통제권이 경영실적에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 스페인 상업은행의 지배소유구조의 유형을 지

배소유자가 없는 은행과 개인, 정부, 저축은행, 이사진, 기업, 펀드, 기타 금융기관 등이 지배소유자인 은행으로 구분하여 경영효율성과 현금흐름에 대한 통제권 등을 분석한 결과 소유구조와 통제구조의 격차가 적을수록 지배력이 집중되고 있음을 밝혔으며, 소유집중과 은행의 성과는 역의 관계가 있다고 분석하였다.

Cornett, Guo and Tehranian(2010)은 금융기관의 정부소유와 정부의 금융시스템 개입이 은행의 성과에 미치는 영향에 대해 동아시아 16개국 은행의 1989년~2004년의 데이터를 이용하여 조사하였다. 아시아 금융위기 전후의 국영은행과 민간은행의 특징을 비교한 결과 2001년 이전에는 국영은행이 민간은행에 비해 비효율적인 경영을 하였으며 신용위험이 더 높다는 사실을 밝혔다. 그리고 1997년~2000년 기간 동안 아시아 금융 위기를 겪은 아시아 국가들의 국영은행은 현금흐름, 핵심자본, 신용수준이 금융위기 이전에 비해 크게 저하되었으나 금융위기 이후 불량채권, 현금흐름, 핵심자본, 대출관리 등에서 민간은행과의 격차를 감소시킨 것으로 보고하였다.

Kobeissi and Sun(2010)는 소유구조 및 기타 관련 요인이 은행성과의 다양성에 미치는 영향을 중동과 북부 아프리카지역의 은행을 대상으로 조사하였다. 그 결과 민간은행이 국영은행보다 성과가 더 높았으며, 특히 외국계 민간은행은 주식시장성과에서도 국영은행에 비해 높은 성과가 나타난 것으로 분석하였다.

제3장 연구가설 및 분석모형

제1절 가설의 설정

금융기관의 소유구조와 성과에 대한 연구는 소유구조 유형에 따른 성과의 차이를 살피고 있다. 특히 성과의 차이를 나타내는 소유구조의 유형은 정부소유와 민간소유의 형태로 크게 대별하여 분석한 결과 정부소유보다 민간소유의 금융기관이 상대적으로 높은 성과를 나타내고 있음을 밝히고 있다. La Porta and Lopez-de-Silanes, and Shleifer(2000), Berger, Hasa and Zhou(2009), Lin and Zhang(2009), Cornett, Guo and Tehranian(2010), Kobeissi and Sun(2010) 등 대부분의 선행연구는 국가소유의 은행보다 민간은행의 성과가 더 높은 것으로 분석하였다. 하지만 Wanniarachchige and Suzuki(2011)는 국가의 소유지분이 높은 은행일수록 상대적으로 효율성이 더 높다는 상반된 결과를 보고하였다.

선행연구를 종합한 결과 대부분의 연구가 국영은행에 비해 민간은행이 효율적인 경영활동을 함에 따라 성과가 더 높은 것으로 보고하고 있으나 일부 연구는 국영은행이 국가기반의 신용도를 평가 받음으로써 민간은행에 비해 조달 금리 등에서 경쟁우위가 발생하여 더 높은 수익성이 나타난다고 보고하였다. 따라서 본 연구에서는 선행연구를 바탕으로 선박금융을 취급하는 금융기관의 경영성과를 소유구조의 유형에 따라 차이가 발생하는지를 수익성과 안정성 측면에서 분석하기 위해 [가설 1]을 설정하였다.

1. 공공선박금융기관과 민간선박금융기관의 수익성과 안정성은 차이가 있을 것이다.
 - 1-1 공공선박금융기관과 민간선박금융기관의 자기자본이익률에는 차이가 있을 것이다.
 - 1-2 공공선박금융기관과 민간선박금융기관의 총자산순이익률에는 차이가 있을 것이다.

1-3 공공선박금융기관과 민간선박금융기관의 BIS자기자본비율은 차이가 있을 것이다.

Cornett, Guo and Tehranian(2010)은 1997년 아시아 금융위기 전후의 국영은행과 민간은행의 성과를 동아시아 16개국 은행의 1989년~2004년의 데이터를 이용하여 분석한 결과 국영은행이 민간은행에 비해 비효율적인 경영을 하였으며 금융위기 전후의 경영성과에서 국영은행과 민간은행의 차이가 발생하는 것으로 보고하였다.

본 연구는 선박금융을 취급하는 금융기관의 성과가 소유구조 유형에 따라 글로벌금융위기 전후로 차이가 발생하는지를 분석하기 위해 다음과 같이 [가설 2], [가설 3], [가설 4]를 설정하였다.

2. 글로벌 금융위기 전후 선박금융기관의 수익성과 안정성은 차이가 있을 것이다.
 - 2-1 글로벌 금융위기 전후 선박금융기관의 자기자본순이익률은 차이가 있을 것이다
 - 2-2 글로벌 금융위기 전후 선박금융기관의 총자산순이익률은 차이가 있을 것이다
 - 2-3 글로벌 금융위기 전후 선박금융기관의 BIS자기자본비율은 차이가 있을 것이다
3. 글로벌 금융위기 전후 공공금융기관의 수익성과 안정성은 차이가 있을 것이다.
 - 3-1 글로벌 금융위기 전후 공공금융기관의 자기자본순이익률은 차이가 있을 것이다
 - 3-2 글로벌 금융위기 전후 공공금융기관의 총자산순이익률은 차이가 있을 것이다
 - 3-3 글로벌 금융위기 전후 공공금융기관의 BIS자기자본비율은 차이가 있을 것이다

4. 글로벌 금융위기 전후 민간금융기관의 수익성과 안정성은 차이가 있을 것이다.
- 4-1 글로벌 금융위기 전후 민간금융기관의 자기자본순이익률은 차이가 있을 것이다
- 4-2 글로벌 금융위기 전후 민간금융기관의 총자산순이익률은 차이가 있을 것이다
- 4-3 글로벌 금융위기 전후 공공금융기관의 BIS자기자본비율은 차이가 있을 것이다

제2절 변수의 조작적 정의

1) 선박금융기관

Marine Money에서 매년 발표하는 선박금융대출 세계 순위권에 드는 금융기관이다.

2) 공공선박금융기관

중앙정부, 지방정부 또는 정부가 운영하는 공공펀드나 공공기관이 최대주주이거나 정부지분이 30% 이상인 금융기관이다.

3) 민간선박금융기관

영리를 목적으로 하는 민간기업 또는 전문투자자가 최대주주이거나 정부지분이 30% 이하인 금융기관이다.

4) 자기자본순이익률

(순이익/자기자본)*100, 자기자본의 성과를 파악하는 지표이다.

5) 총자산순이익률

(순이익/총자산)*100, 기업의 총괄적 수익성을 나타내는 지표이다.

6) BIS자기자본비율

BASEL II Tier 1 capital ratio를 뜻한다.

7) 글로벌 금융위기

2008년 9월 15일 미국 투자은행 리먼브러더스 파산에서 시작된 글로벌 금융 위기를 뜻한다.



제4장 실증분석

제1절 표본집단과 분석자료

1. 연구기간과 표본집단

본 연구의 목적은 선박금융을 취급하는 금융기관의 성과가 소유구조 유형에 따라 차이가 발생하는지를 실증분석 하는데 있다. 이를 위해 본 연구가 사용하는 연구표본 대상은 2006년부터 2011년까지 Marine Money 에서 발표한 세계 선박금융기관 리그 순위에 발표된 선박금융기관을 대상으로 한다.

<표 4-1> 연구 표본의 분포

구분	2006	2007	2008	2009	2010	2011	계
공공선박금융기관	4	4	4	4	4	4	24
민간선박금융기관	13	13	13	13	13	13	78
소계	17	17	17	17	17	17	102

Marine Money는 선박금융을 취급하는 주요 금융기관을 조사하여 선박금융기관 리그 순위를 발표하고 있다. 매년 20개~30개 정도의 금융기관을 발표하고 있다.

본 연구에서는 Marine Money의 리그 순위에 발표된 금융기관들을 대상으로 2006년~2011년 사이의 Annual Report, Financial Report, IR 자료 등을 입수할 수 있는 금융기관을 대상으로 하였다. 그 결과 17개 금융기관의 6년간 자료를 입수하여 총 102개의 표본을 수집하여 분석에 사용하였다.

2. 측정변수의 기술통계량

T-test에 사용되는 변수의 기술통계량은 <표 4-2>와 같다. 평균통계

량을 보면 자기자본순이익률은 9.5684%, 총자산순이익률은 0.4768%, BIS자기자본비율은 10.6226%로 나타났다. 대주주 유형은 공공금융기관과 민간금융기관을 나타내는 더미변수이며, 금융위기 구분은 금융위기 이전(2006~2007년)과 금융위기 이후를 나타내는 더미변수이다.

<표 4-2> 기술통계량

구분	N	최소값	최대값	평균	표준편차
자기자본순이익률	102	-42.70044	50.19875	9.5684154	11.58831460
총자산순이익률	102	-1.65228	1.92657	.4767663	.53125353
BIS자기자본비율	102	6.00000	16.30000	10.6226471	2.62542365
대주주 유형	102	.00000	1.00000	.2352941	.42627724
금융위기 구분	102	1.00000	2.00000	1.6666667	.47373246
유효수	102				

- 주) 1. 대주주 유형은 1=공공금융기관, 0=민간금융기관임.
 2. 금융위기 구분은 1=금융위기 이전(2006~2007년), 2=금융위기 이후(2008년~2011년)임.

제2절 가설검정

1. [가설 1]의 검정

금융기관의 소유구조와 성과에 대한 연구는 소유구조 유형에 따른 성과의 차이를 살피고 있다. La Porta & Lopez-de-Silanes and Shleifer(2000), Berger, Hasa and Zhou(2009), Lin and Zhang(2009), Cornett, Guo and Tehranian(2010), Kobeissi and Sun(2010) 등 대부분의 선행연구는 국가소유의 은행보다 민간은행의 성과가 더 높은 것으로 분석하였다. 하지만 Wanniarachchige and Suzuki(2011)는 국가의 소유

지분이 높은 은행일수록 상대적으로 효율성이 더 높다는 상반된 결과를 보고하였다.

본 연구에서는 [가설 1]을 검증하기 위해 T-test를 실시하였다.

<표 4-3>과 같이 공공금융기관과 민간금융기관의 성과에 대한 집단 통계량을 살펴보면 공공금융기관 24개, 민간금융기관 78개의 표본분포를 나타냈으며, 자기자본순이익률은 공공금융기관이 15.9%, 민간금융기관이 7.6%로 나타났으며, 총자산순이익률은 공공금융기관이 0.69%, 민간금융기관이 0.41%로 나타났다. 안정성을 나타내는 BIS자기자본비율은 공공금융기관이 11.1%, 민간금융기관이 10.5%로 나타났다.

<표 4-3> 공공선박금융기관과 민간선박금융기관 성과의 집단통계량

	대주주유형	N	평균	표준편차	평균의 표준오차
자기자본순이익률	공공선박금융기관	24	15.929302	9.5982374	1.95923201
	민간선박금융기관	78	7.611219	11.4950251	1.30155529
총자산순이익률	공공선박금융기관	24	.686243	.4531471	.09249827
	민간선박금융기관	78	.412311	.5394226	.06107758
BIS자기자본비율	공공선박금융기관	22	11.125416	2.5172742	.51383644
	민간선박금융기관	73	10.467948	2.6543301	.30054371

선박금융기관의 소유구조유형에 따른 두 집단 간의 차이를 분석하기 위해 독립표본 T-test를 시행한 결과는 <표 4-4>와 같다. 자기자본순이익률의 차이는 약 8.3%이며 유의확률 0.002(<0.05)로 통계적으로 유의수준 95%에서 유의한 차이를 보이고 있다. 총자산순이익률의 차이는 약 0.27%이며 유의확률 0.026(<0.05)으로 유의수준 95%에서 유의한 차이를 보여주고 있다. 반면 BIS자기자본비율의 차이는 0.66%의 차이를 보였으나 유의확률 0.286(>0.05)으로 유의한 차이를 보여주지 못하였다.

위의 결과는 선박금융을 취급하는 금융기관의 성과는 수익성 측면에서는 공공금융기관이 민간금융기관에 비해 더 높은 성과를 나타냈으나

안정성 측면에서는 차이가 나지 않고 있다. 공공금융기관의 수익성이 민간금융기관에 비해 더 높은 것은 대부분의 선행연구의 결과와는 상이한 것이나, Wanniarachchige and Suzuki(2011)의 연구결과와는 부합하는 것으로 파악된다. 이는 선박금융의 경우 취급 금융기관이 대부분 유럽권 은행으로 선진금융시장을 가지고 있다는 점과 선박금융의 특성상 달러를 기반으로 한 국제금융이 발생한다는 점에서 달러의 조달금리 측면에서 경쟁력을 가지는 공공금융기관의 수익성이 더 나올 수 있는 것으로 해석이 가능하다. 가설검정의 결과는 [가설 1]의 세부가설 중 수익성과 관련된 [가설 1-1], [가설 1-2]는 채택되었으나 [가설 1-3]은 기각되었다.

<표 4-4> 공공선박금융기관과 민간선박금융기관의 성과 차이

구분		Levene의 등분산 검정		평균의 일성에 대한 t-검정						
		F	유의 확률	t	자유도	유의 확률 (양쪽)	평균차	차이의 표준 오차	차이의 95% 신뢰구간	
									하한	상한
자기자본 순이익률	등분산이 가정됨	.655	.420	3.214	100	.002	8.3180	2.58810	3.18335	13.45281
	등분산이 가정되지 않음			3.536	45.153	.001	8.3180	2.35215	3.58104	13.05512
총자산 순이익률	등분산이 가정됨	.133	.716	2.253	100	.026	.27393	.121578	.032723	.5151399
	등분산이 가정되지 않음			2.471	44.880	.017	.27393	.110844	.050663	.4971994
BIS 자기자본 비율	등분산이 가정됨	.104	.748	1.074	100	.286	.65746	.612376	-.55746	1.872405
	등분산이 가정되지 않음			1.104	40.030	.276	.65746	.595276	-.54560	1.860539

2. [가설 2]의 검정

글로벌 금융위기 이전의 시기가 해운시황이 역대 최고의 호황이었던 점과 글로벌 금융위기 이후 최악의 시황을 기록하고 회복이 더딘 점을 감안한다면 선박에 많은 금융을 제공한 선박금융기관의 경우 글로벌 금

금융위기 전후로 많은 성과의 차이가 발생할 가능성이 존재한다. 실제로 2008년 9월 발생한 글로벌 금융위기의 여파로 Lloyds TSB, Dekka Bank, Bank of Ireland, Fortis 등의 선박금융기관이 파산하고 HSH, KFW 등이 축소되는 등의 일련의 사태가 나타난 상황을 고려할 때 글로벌 금융위기가 선박금융을 취급하는 금융기관의 성과에도 영향을 미쳤을 것으로 판단되어 이를 실증하기 위해 금융위기 전후의 선박금융기관의 수익성과 안정성에 차이가 있을 것이라는 [가설 2]를 설정하고 대응표본 T-test를 실시하였다.

대응표본 T-test를 시행하기 이전에 표본에 대한 정규성 검정을 수행한 결과는 <표 4-5>과 같다. 정규성 검정 결과 Kolmogorov-Smirnov와 Shapiro-Wilk의 유의확률이 모두 0.05 이상이므로 정규성이 확보되어 대응표본 T-test를 시행할 수 있음을 확인하였다.

<표 4-5> 글로벌 금융위기 전후 선박금융기관 성과의 정규성 검정

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	통계량	자유도	유의확률	통계량	자유도	유의확률
자기자본순이익률	.141	17	.200	.962	17	.675
총자산순이익률	.189	17	.107	.931	17	.228
BIS자기자본비율	.110	17	.200	.954	17	.528

글로벌금융위기 전후의 선박금융기관 성과에 대한 대응표본 통계량을 살펴보면 표본인 17개 금융기관에 대하여 자기자본순이익률은 금융위기 이전 16.2%, 금융위기 이후 6.3%로 나타났으며, 총자산순이익률은 금융위기 이전 0.75%, 금융위기 이후 0.34%로 나타났다. BIS자기자본비율은 금융위기 이전 8.8%, 금융위기 이후 11.5%로 나타났다.

<표 4-6> 글로벌금융위기 전후 선박금융기관 성과의 대응표본 통계량

		평균	N	표준편차	평균의 표준오차
자기자본순이익률	금융위기 이전	16.155450	17	3.3328580	.8083368
	금융위기 이후	6.274898	17	8.1904141	1.9864672
총자산순이익률	금융위기 이전	.747406	17	.3336813	.0809296
	금융위기 이후	.341446	17	.4020664	.0975154
BIS자기자본비율	금융위기 이전	8.816471	17	1.9354964	.4694268
	금융위기 이후	11.525735	17	1.9158371	.4646588

주 : 금융위기이전(=2006년~2007년), 금융위기이후(2008년~2011년)

자기자본순이익률의 글로벌 금융위기 전후의 평균차이는 약 9.9%이며 유의확률 0.000(<0.05)으로 유의수준 95%에서 유의한 차이를 보이고 있다. 총자산순이익률의 차이는 약 0.41%이며 유의확률 0.000(<0.05)으로 유의수준 95%에서 유의한 차이를 보였으며 BIS자기자본비율의 차이는 -2.7%이며 유의확률 0.000(<0.05)으로 유의한 차이를 보여주었다.

위의 결과는 선박금융을 취급하는 금융기관 역시 글로벌 금융위기의 여파로 전후의 성과가 차이가 난다는 것을 알 수 있다. 글로벌 금융위기 이후에 자기자본순이익률과 총자산순이익률 등 수익성은 저하된 반면 안정성을 나타내는 BIS자기자본비율은 상승한 것을 알 수 있다. 즉 글로벌 금융위기 이후 선박금융을 취급하는 금융기관은 수익성 보다 안정성 확보에 더 많은 노력을 기울였다고 판단할 수 있다. [가설 2]는 세부 가설 모두가 채택되었다.

<표 4-7> 글로벌금융위기 전후의 선박금융기관의 성과 차이

		대응차					t	자유도	유의 확률 (양쪽)
		평균	표준 편차	평균의 표준 오차	차이의 95% 신뢰구간				
					하한	상한			
자기자본 순이익률	금융위기 이전-이후	9.880552	6.681550	1.620514	6.445215	13.31588	6.097	16	.000
총자산 순이익률	금융위기 이전-이후	.4059601	.3681854	.0892981	.2166567	.5952636	4.546	16	.000
BIS자기 자본비율	금융위기 이전-이후	-2.70926	2.211277	.5363135	-3.84619	-1.57233	-5.052	16	.000

3. [가설 3]과 [가설 4]의 검정

Cornett, Guo and Tehranian(2010)은 아시아 금융 위기 전후의 국영 은행과 민간은행의 성과를 동아시아 16개국 은행의 1989년~2004년의 데이터를 이용하여 분석한 결과 국영은행이 민간은행에 비해 비효율적인 경영을 하였으며 금융위기 전후의 경영성과에서 국영은행과 민간은행의 차이가 발생하는 것으로 보고하였다.

글로벌 금융위기 이전의 시기가 해운시황이 역대 최고의 호황이었던 점과 글로벌 금융위기 이후 최악의 시황을 기록하고 회복이 더딘 점을 감안한다면 선박에 많은 금융을 제공한 선박금융기관의 경우 글로벌 금융위기 전후로 많은 성과의 차이가 발생할 가능성이 존재한다. 또한 소유구조의 유형으로 구분하여 보면 영리를 추구에 중점을 둔 민간금융기관이 공공금융기관에 비해 호황기에 더 적극적으로 경영활동을 영위하였을 가능성이 높다. 따라서 금융기관의 소유유형에 따라 글로벌 금융위기 전후의 경영성과의 차이를 검정하기 위해 글로벌 금융위기 전후 공공금융기관과 민간금융기관의 수익성과 안정성의 차이를 검정하기 위해 [가설 3]과 [가설 4]를 설정하였으며 이들을 여기서 검정하고 있다.

글로벌금융위기 전후 공공선박금융기관의 성과에 대한 가설검정을 위한 표본이 4개사로 정규분포를 가정하기 어려워 우선적으로 정규성 검정을 수행하였다. 정규성 검정의 결과를 살펴보면 <표 4-8>과 같이 Kolmogorov-Smirnov는 정규성을 확보할 수 있는 유의확률을 얻을 수 없는 반면 Shapiro-Wilk는 유의확률이 모두 0.05 이상이므로 정규성이 확보되었다. 하지만 정규성 검정을 위한 두 통계값이 상반된 결과가 나타나 정규성에 대한 확신이 없어 비모수 통계인 Wilcoxon 부호순위 검정을 통해 가설검정을 시행하였다.

<표 4-8> 글로벌 금융위기 전후 공공선박금융기관 성과의 정규성 검정

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	통계량	자유도	유의확률	통계량	자유도	유의확률
자기자본순이익률	.177	4	.	.985	4	.930
총자산순이익률	.337	4	.	.836	4	.184
BIS자기자본비율	.284	4	.	.860	4	.259

공공선박금융기관의 글로벌 금융위기 전후의 성과 차이를 분석한 결과는 <표 4-9>와 같다. 글로벌 금융위기 전후의 자기자본순이익률의 부호순위 검정결과는 유의확률은 0.273(>0.05)로 통계적으로 유의한 차이가 나타나지 않았으며, 총자산순이익률과 BIS자기자본비율의 부호검정 결과 또한 0.715(>0.05)와 1.000(>0.05)으로 유의한 차이를 보이지 않았다.

<표 4-9> 글로벌 금융위기 전후 공공선박금융기관 성과의 Wilcoxon 부호순위 검정 통계량

	자기자본순이익률	총자산순이익률	BIS자기자본비율
	글로벌 금융위기 이후-이전	글로벌 금융위기 이후-이전	글로벌 금융위기 이후-이전
Z	-1.095(a)	-.365(a)	.000(b)
근사 유의확률(양측)	.273	.715	1.000
a 양의 순위를 기준으로.			
b 음의 순위의 합계는 양의 순위의 합계와 같습니다.			
c Wilcoxon 부호순위 검정			

위의 결과는 선박금융을 취급하는 공공금융기관은 글로벌 금융위기 전후의 경영성과 차이가 발생하지 않았다는 것으로 글로벌 금융위기 이전의 과열된 해운시황에서도 안정적인 경영활동을 영위한 것으로 판단할 수 있다. 따라서 [가설 3]은 세부가설 모두가 기각되었다.

글로벌금융위기 전후의 민간선박금융기관 성과에 대한 가설검정을 위한 대응표본 T-test를 시행하기 이전에 표본에 대한 정규성 검정을 수

행한 결과는 <표 4-10>과 같다. 정규성 검정 결과 Kolmogorov-Smirnov와 Shapiro-Wilk의 유의확률이 모두 0.05 이상이므로 정규성이 확보되어 대응표본 T-test를 시행할 수 있음을 확인하였다.

<표 4-10> 글로벌 금융위기 전후 민간선박금융기관 성과의 정규성 검정

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	통계량	자유도	유의확률	통계량	자유도	유의확률
자기자본순이익률	.139	13	.200	.943	13	.494
총자산순이익률	.226	13	.068	.898	13	.127
BIS자기자본비율	.147	13	.200	.912	13	.196

글로벌금융위기 전후의 민간선박금융기관 성과에 대한 대응표본 통계량을 살펴보면 표본인 민간선박금융기관 16개사의 자기자본순이익률은 금융위기 이전 15.6%, 금융위기 이후 3.6%로 나타났으며, 총자산순이익률은 금융위기 이전 0.75%, 금융위기 이후 0.24%로 나타났다. BIS자기자본비율은 금융위기 이전 8.2%, 금융위기 이후 11.6%로 나타났다.

<표 4-11> 글로벌금융위기 전후 민간선박금융기관 성과의 대응표본 통계량

		평균	N	표준편차	평균의 표준오차
자기자본순이익률	금융위기 이전	15.648303	13	3.5169022	.9754132
	금융위기 이후	3.592678	13	7.0687663	1.9605230
총자산순이익률	금융위기 이전	.753669	13	.3749676	.1039973
	금융위기 이후	.241633	13	.3635709	.1008364
BIS자기자본비율	금융위기 이전	8.225385	13	1.2849213	.3563730
	금융위기 이후	11.589231	13	1.8132362	.5029012

주 : 금융위기이전(=2006년~2007년), 금융위기이후(2008년~2011년)

민간선박금융기관의 글로벌 금융위기 전후의 성과 차이를 분석하기 위해 대응표본 T-test를 시행한 결과는 <표 4-12>와 같다. 자기자본순이익률의 차이는 약 12.1%이며 유의확률 0.000(<0.05)으로 통계적으로

유의한 차이를 보이고 있다. 총자산순이익률의 차이는 약 0.51%이며 유의확률 0.000(<0.05)으로 유의수준 95%에서 유의한 차이를 보였으며 BIS자기자본비율의 차이는 -3.4%이며 유의확률 0.000(<0.05)으로 유의한 차이를 보여주었다.

<표 4-12> 글로벌금융위기 전후의 민간선박금융기관의 성과 차이

		대응차					t	자유도	유의 확률 (양쪽)
		평균	표준 편차	평균의 표준 오차	차이의 95% 신뢰구간				
					하한	상한			
자기자본 순이익률	금융위기 이전-이후	12.0556	4.99385	1.38504	9.03786	15.0733	8.704	12	.000
총자산 순이익률	금융위기 이전-이후	.512035	.322570	.089464	.317108	.706962	5.723	12	.000
BIS자기 자본비율	금융위기 이전-이후	-3.3638	1.92720	.534510	-4.5284	-2.1992	-6.29	12	.000

위의 결과는 선박금융을 취급하는 민간금융기관은 글로벌 금융위기의 전후의 성과가 차이가 난다는 것을 알 수 있다. 글로벌 금융위기 이후에 자기자본순이익률과 총자산순이익률 등 수익성은 크게 저하된 반면 안정성을 나타내는 BIS자기자본비율은 상승한 것을 알 수 있다. 즉 글로벌 금융위기 이후 선박금융을 취급하는 민간금융기관은 수익성이 큰 폭으로 감소하여 경영에 어려움을 겪었으며 안정성 확보에 보다 더 많은 노력을 기울였다고 판단할 수 있다. [가설 4]는 세부가설 모두가 채택되었다.

연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 선박금융을 취급하는 금융기관을 소유구조 유형에 따라 공공금융기관과 민간금융기관으로 구분하여 수익성과 안정성의 차이를 검정한 결과 수익성에서는 공공금융기관이 민간금융기관에 비해 높은 성과 차이를 보였으나 안정성에서는 차이를 보여주지 못하였다. 이는 공공금융기관의 국가기반의 신용도를 바탕으로 한 조달금리 경쟁우위에 기인하

는 것으로 판단되며, 대부분의 선행연구의 결과와는 상이한 것이나 Wanniarachchige and Suzuki(2011)의 연구결과와 부합되는 것이다. 반면 안정성 측면에서는 소유구조의 유형에 따른 차이가 없는 것으로 나타났다.

둘째, 선박금융을 취급하는 금융기관의 경영성과는 해운시황이 최고의 호황이었던 글로벌 금융위기 이전과 최악의 시황으로 반전된 글로벌 금융위기 이후의 차이가 있다는 추정 가능한 분석결과를 얻었다. 하지만 소유구조의 유형에 따라 글로벌 금융위기 전후의 성과를 분석한 결과는 차이를 나타낸 민간금융기관과 달리 공공금융기관은 글로벌 금융위기 전후의 성과가 수익성과 안정성 측면에서 차이가 발생하지 않았다는 결과를 얻었다. 이는 공공금융기관은 해운시황에 크게 의존하지 않고 균형적인 선박금융을 제공하는 등 안정적인 경영활동을 수행하였다고 판단된다.

4. 가설검정 결과

연구가설검정 결과를 요약 정리하면 다음의 <표 4-13>과 같다.

실증적 연구결과를 통하여 검정된 연구가설들의 특성들을 종합하여 살펴보면 다음과 같다.

첫째, [가설 1]은 부분적으로 지지되고 있다. 선박금융 취급기관의 소유구조 유형에 따라 수익성은 자기자본순이익률과 총자산순이익률에서 통계적으로 유의한 차이가 나타나 [가설 1-1]과 [가설 1-2]는 채택되었으나 안정성을 검정하는 [가설 1-3]은 BIS자기자본비율이 유의한 차이가 나타나지 않아 기각되었다. 선박금융기관의 소유구조 유형에 따라 공공금융기관과 민간금융기관 간에 수익성은 차이가 있으나 안정성에서는 차이가 발생하지 않았다. 선박금융이 달러 기반의 국제금융의 특성을 가지고 있으므로 공공금융기관의 높은 신용도가 조달금리 경쟁우위를 가져와 공공금융기관의 수익성이 민간금융기관보다 높은 것으로 판단된다.

둘째, [가설 2]는 채택되었다. 선박금융기관의 성과는 수익성과 안정

성측면에서 글로벌 금융위기 전후로 유의한 차이가 나타남을 확인할 수 있었다. 하지만 [가설 3]과 [가설 4]의 결과를 연계하여 분석하면 공공금융기관은 글로벌 금융위기 전후의 성과가 통계적으로 유의한 차이가 발생하지 않은 반면 민간금융기관은 유의한 차이가 나타났다. 즉 글로벌 금융위기 전후의 해운시황의 변화에서 공공금융기관은 안정적 경영활동을 영위한 반면 민간금융기관은 시황에 부합되는 호황에는 적극적으로 수익성을 강조하는 경영활동을 한 반면 불황기에는 안정성을 강조하는 경영활동을 추구한 것으로 판단된다.



<표 4-13> 연구가설 검정 결과

가설	가설내용	채택 여부
가설 1	공공금융기관과 민간금융기관의 수익성과 안정성은 차이가 있을 것이다.	
가설 1-1	공공금융기관과 민간금융기관의 자기자본이익률에는 차이가 있을 것이다..	채택
가설 1-2	공공금융기관과 민간금융기관의 총자산순이익률에는 차이가 있을 것이다.	채택
가설 1-3	공공금융기관과 민간금융기관의 BIS자기자본비율은 차이가 있을 것이다.	기각
가설 2	글로벌 금융위기 전후 금융기관의 수익성과 안정성은 차이가 있을 것이다..	
가설 2-1	글로벌 금융위기 전후 금융기관의 자기자본순이익률은 차이가 있을 것이다	채택
가설 2-2	글로벌 금융위기 전후 금융기관의 총자산순이익률은 차이가 있을 것이다	채택
가설 2-3	글로벌 금융위기 전후 금융기관의 BIS자기자본비율은 차이가 있을 것이다	채택
가설 3	글로벌 금융위기 전후 공공금융기관의 수익성과 안정성은 차이가 있을 것이다	
가설 3-1	글로벌 금융위기 전후 공공금융기관의 자기자본순이익률은 차이가 있을 것이다	기각
가설 3-2	글로벌 금융위기 전후 공공금융기관의 총자산순이익률은 차이가 있을 것이다	기각
가설 3-3	글로벌 금융위기 전후 공공금융기관의 BIS자기자본비율은 차이가 있을 것이다	기각
가설 4	글로벌 금융위기 전후 민간금융기관의 수익성과 안정성은 차이가 있을 것이다.	
가설 4-1	글로벌 금융위기 전후 민간금융기관의 자기자본순이익률은 차이가 있을 것이다다	채택
가설 4-2	글로벌 금융위기 전후 민간금융기관의 총자산순이익률은 차이가 있을 것이다	채택
가설 4-3	글로벌 금융위기 전후 공공금융기관의 BIS자기자본비율은 차이가 있을 것이다	채택

제5장 결 론

제1절 연구결과의 요약

본 연구의 목적은 선박금융기관의 소유구조 유형에 따른 성과의 차이를 수익성과 안정성 측면에서 분석하는데 있다. 선박금융기관의 소유구조 유형에 따른 성과의 차이를 분석하기 위해 공공선박금융기관과 민간선박금융기관으로 구분하여 수익성을 자기자본순이익률과 총자산순이익률 차이를 검정하였다. 또한 안정성은 BIS자기자본비율을 이용하여 차이를 검정하였다.

본 연구에서 사용한 연구표본 대상은 Marine Money가 발표하는 세계 주요 선박금융기관 중에서 17개 금융기관의 2006년부터 2011년까지 6년간의 Annual Report, Financial Report, IR 자료 등에서 입수한 데이터를 기반으로 자기자본순이익률, 총자산순이익률, BIS자기자본비율 등을 도출하여 선박금융기관의 소유구조 유형에 따른 차이를 독립표본 T-test, 대응표본 T-test, Wilcoxon 부호순위 검정법을 활용하여 검정하였다.

본 연구는 SPSS 12.0 통계패키지를 이용하여 기술통계량과 독립표본 T-test, 대응표본 T-test, Wilcoxon 부호순위 검정법을 실시하였다. 연구결과는 다음과 같다.

분석결과 공공선박금융기관과 민간선박금융기관은 자기자본순이익률과 총자산순이익률 등 수익성 측면에서는 통계적으로 유의한 차이가 나타났으나, BIS자기자본비율로 측정한 안정성에서는 유의한 차이를 보이지 않았다. 또한 글로벌 금융위기 전후의 성과의 차이를 소유구조 유형으로 검정한 결과 선박금융기관은 전체적으로 글로벌 금융위기 전후로 성과의 차이가 수익성과 안정성 측면에서 발생하였다. 하지만 공공금융기관과 민간금융기관으로 구분하여 글로벌 금융위기 전후의 성과 차이를 분석한 결과 민간금융기관은 성과의 차이를 보이고 있는 반면 공공금융기관은 글로벌 금융위기 전후의 성과 차이가 통계적으로 나타나지 않았다.

제2절 연구의 시사점과 한계점

본 연구는 다음과 같은 시사점을 얻었다.

첫째, 선박금융기관의 성과를 분석한 결과 공공선박금융기관의 수익성이 민간선박금융기관의 수익성보다 높은 것을 확인하였으며, 안정성에서는 차이가 발생하지 않았다. 따라서 선박금융전문기관을 설립할 경우 공공금융기관의 형태가 바람직하다는 주장을 뒷받침할 수 있다.

둘째, 글로벌 금융위기 전후의 선박금융기관의 성과를 소유구조 유형에 따라 분석한 결과 공공선박금융기관은 글로벌 금융위기 전후의 성과에 차이가 발생하지 않았으나 민간선박금융기관은 성과의 차이가 발생하였다. 즉, 민간선박금융기관은 시황의 변화에 따라 경영활동의 결과가 큰 차이가 발생하나 공공금융기관은 급변하는 시황에서도 안정적인 경영활동을 수행한 것으로 판단된다. 따라서 선박금융전문기관을 설립할 경우 현재와 같은 해운불황기에는 공공선박금융기관의 형태가 더 효과적이라는 주장을 뒷받침 할 수 있다.

본 연구의 한계와 미래 연구방향은 다음과 같다.

첫째, 실증연구의 대상이 되는 표본기업의 수가 한정적이며, 일부 표본은 연구대상에 포함하지 못한 한계가 존재한다. 표본수의 한계로 인해 보다 많은 변수의 투입과 실증분석에 한계가 존재하였다. 향후 표본기업수의 증가에 따라 더 많은 변수를 투입하여 실증해 봄으로서 다양한 연구결과를 산출할 수 있을 것으로 판단한다.

둘째, 세계 각국의 다양한 금융기관이 연구의 대상이어서 동일한 형태의 재무적 자료의 입수에 한계가 존재하며 선박금융기관의 성과를 다각도에서 파악하지 못하였다.

셋째, 공공금융기관 표본의 수가 적어 집단간 표본의 수에서 차이가 발생하여 선박금융기관의 특징을 다양하게 파악하지 못하였다.

부 록

<연구대상 선박금융기관>

구분	은행	본사위치
공공	ABN AmRO	네덜란드
	BNP Paribas	프랑스
	DnB NoR	노르웨이
	ICBC	중국
민간	Bank of America	미국
	BSCH	스페인
	Citi	미국
	Danske bank	덴마크
	Deutsch Bank	독일
	DZ bank	독일
	JPMorgan	미국
	Mizuho	일본
	Nordea	스웨덴
	RBS	영국
	SEB	스웨덴
	Swedbank	스웨덴
	Wells Fargo	미국

참고문헌

[국내문헌]

- 국찬표·박영석·이정진(1997), “한국기업집단의 투자결정과 자본비용”, 재무연구, 제13권, 제1호, pp.101-129.
- 김병용·이현상(2007), “국내은행의 지배구조가 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 대한경영학회지, 제20권, pp.2405-2430.
- 김영숙·이재춘(2000), “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”, 증권학회지, 제26집, pp.173-197.
- 김우택·장대홍·김경수(1993), “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구”, 재무연구, 제6호, pp.55-75.
- 김주현(1992), “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”, 재무연구 제5권, 제1호, pp.129-154.
- 노주혁(2008), “우리나라 공기업의 선진화 방안에 관한 연구”, 전문대학교 박사학위 논문.
- 박경서·이은정·장하성(2003), “기업의 소유지배구조가 주식투자행태에 미치는 영향에 관한 연구”, 증권학회지, pp.38-39.
- 박범진(2007), “코스닥 상장법인의 소유구조 및 사외이사와 기업가치의 간의 관련성분석”, 재무관리연구, 제24권, 제4호, pp.45-73.
- 신민식·신찬식·김지영(2009), “자금조달설정, 배당정책 및 소유구조간의 상호관계와 이러한 재무정책들이 기업가치에 미치는 영향”, 기업경영연구, pp.237-258.
- 이기환·오학균·신주선·황두건(2011), 「선박금융원론」, pp.22-27.
- 이해영·이재춘(1999), “기업소유구조와 기업가치와의 관계-패널자료로터 근거”, 재무관리연구, 제16권, 제2호, pp.98-118.
- 장대홍·김우택·김경수·박상수(1999), “기업의 지배, 조직구조 및 가치”, 금융학회지, 제4권, 제1호, pp.107-145.
- 조지호·정성훈(2009), “코스닥시장에서 인수합병에 따른 성과와 소유구조”, 재무관리연구, 제26권, 제2호, pp.33-61.

최정표·함시창·김희탁(2002), “우리기업들의 기업지배구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구”, 한국경제학회, 제10차 국제학술대회.

[외국문헌]

Ang, J, A. Cole and J. Lin(2000), “Agency costs and ownership structure”, *Journal of Finance*, 55(1), pp.81-106.

Ball, R., S. P. Kothari and A. Robin(2000), “The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, 29, pp.1-51.

Barth, J. R., G. Caprio Jr. and R. Levine(2001), “Banking systems around the globe: do regulation and ownership affect performance and stability?” NBER Conference Report Series. University of Chicago Press, Chicago and London, pp.31-88.

Bilteer, M.P., T.J. Moskowitz and A.Vissing-Jorgensen(2005), “Testing agency theory with entrepreneur effort and wealth”, *Journal of Finance*, 60(2), pp.539-579.

Black, Bernard and Kraakman Reinier(2002), “Delaware’s takeover law: The uncertain search for hidden value”, *Northwestern University Law Review*, 96, pp.521-566.

Booth, L., M. M. Cornett and H. Tehranian(2002), “Board of directors, ownership, and regulation,” *Journal of Banking Finance*, 26, pp.1973-1996.

Bound, J., D. A. Jaeger and R. M. Baker(1995), “Problems with instrumental variables estimation when the correlation between the instruments and the endogenous explanatory variable is weak,” *Journal of American Statistical Association*, 90, pp.443-450.

Brown, C. and S. Dinc(2005), “The politics of bank failures: evidence from emerging markets,” *Quarterly Journal of Economics*, 120,

- pp.1413-1444.
- Choi, M. H.(1998), "Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 47, pp.103-121.
- Coase, Ronald H.(1937), "The nature of the firm", *Economica*, 4, pp.386-405.
- Cornett, M. M. , G. Hovakimian, D. Palia, and H. Tehranian(2003), "The impact of the manager-shareholder conflicts on acquiring bank returns," *Journal of Banking Finance*, 27, pp.103-131.
- Cornett, M. M. , L. Guo, S. Khaksari and H. Tehranian(2010), "The impact of state ownership on performance differences in privately-owned versus state-owned bank: an international comparison," *Journal of Financial Intermediation*, 19, pp.74-94.
- Demirguc-Kunt, A. and H. Huizinga(2004), "Market discipline and deposit insurance," *Journal of Monetary Economics*, 51, pp.375-399.
- Demsetz, H.(1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, 26, pp.375-390.
- Dewenter, K. L. and P. H. Malatesta(2001), "State-owned and privately-owned firms: an empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity," *American Economics Review*, 91, pp.320-334.
- Dinc, S.(2005), "Politicians and banks: political influences on government-owned banks in emerging Markets," *Journal of Financial Economics*, 77, pp.453-479.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen(1983), "Separation of ownership and control." *Journal of Law and Economics*, 26, pp.301-325.
- Fama, E. F.(1980), "Agency Problems and the Theory or the Firm", *Journal of political Economy*, 88(2), pp.288-307.

- Holderness, Clifford G. and D. P. Sheehan(1988), "The Role of majority shareholders in publicly held corporations", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 317-346.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback(1983), "The Market for Corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, 13, pp.5-50.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- Jensen, M.(1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, 76, pp.323-329.
- Kane, E.J.(2000), "Capital movement, banking insolvency, and silent runs in the Asian financial crisis," *Pacific-Basin Finance Journal*, 8, pp.153-175.
- Khwaja, A.I., and A. Mian(2005), "Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market." *Quarterly Journal of Economics*, 120, pp.1371-1411.
- Kobeissi, Nada and Xian Sun(2010), "Ownership structure and bank performance: evidence from the middle East and North Africa Region", *Comparative Economic Studies*, 52, pp.287-323.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. A. Shleifer(2002), "Government ownership of banks," *Journal of Finance*, 57, pp.265-302.
- McConnell, J. and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp.595-612.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny(1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 20(1), pp.293-315.

- Okuda, H., and S. Rungsomboon(2006), "Comparative cost study of foreign and Thai domestic banks in 1990.2002: Its policy implications for a desirable banking industry structure," *Journal of Asian Economics*, 17, pp.714-737.
- Sapienza, P.(2004), "The effects of government ownership on bank lending," *Journal of Financial Economics*, 72, pp.357-384.
- Stulz, R.(1988) "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, 20(3), pp.445-457.
- Titman, Sheridan(1984), "The effect of capital structure on a firm's liquidation decision", *Journal of Financial Economics*, 13, pp.137-151.
- Wanniarachchige, M.K. and y. Suzuki(2011), "How does ownership affect bank performance?: The case of indian commercial banks?" *International Business & Economics Research Journal*, 10(3), pp.71-82.
- Wei, Z., F. Xie and S. Zhang(2005), "Ownership structure and firm value in china's privatized firms: 1991-2001", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(1), pp.87-108.
- Williamson, O. E.(1979), "Transaction cost economics: The governance of contractual relations", *Journal of Law and Economics*, 22, pp.3-61.
- Williamson, O. E.(1981), "The economics of organization: the transaction cost approach", *American Journal of Sociology*, 87, pp.548-577.
- Zulverdi, D., I. Gunadi and B. Pramono(2007), "Bank portfolio model and monetary policy in Indonesia," *Journal of Asian Economics*, 18, pp.158-174.

감사의 글

논문을 마치고 ‘감사의 글’을 적으면서 지난 대학원 생활이 주마등처럼 떠오릅니다. 이미 많은 지식을 가지고 현업에 계신 분들에 비해 많이 부족한 자신에게 수없이 채찍질을 하며 무던히도 발버둥 쳤던 제 모습과 그 모습에 지지와 격려를 아끼지 않으셨던 지인들과 더불어 감사의 마음을 전하고자 합니다.

무엇보다 부족한 저를 언제나 사랑과 정성으로 키워주시며 진로를 결정함에 있어 어떠한 결정도 믿어주시고 든든한 버팀목이 되어 주시는 부모님께 먼저 감사를 드립니다. 본 논문이 나오기까지 부족한 저에게 많은 지도편달을 하여주신 이기환 교수님께 진심으로 감사를 드립니다. 또한 바쁘신 가운데 세심한 논문 지도로서 논문을 심사하여주신 이재민 교수님, 김강혁 박사님께 감사드립니다. 처음 선박금융이라는 과정을 시작한 저희들에게 많은 가르침을 주신 교수님들께 감사드립니다. 대학원 2년 동안 낯선 환경의 저에게 원활한 적응을 할 수 있게 도움을 주었던 선나씨, 태현씨, 연구실 식구들, 선박금융1기분들 그리고 옆에서 묵묵히 지켜봐준 친구들에게 감사드립니다. 제게 많은 도움을 주셨음에도 미처 생각해 내지 못한 주위의 수많은 분들께 죄송스러움을 표하며 제게 주신 관심과 격려에 다시 한 번 감사를 드립니다.