

기업통제를 위한 소유권 집중도와 경영성과*

유승훈(교신저자)
부산대학교 경영학과 교수
(shyu@pusan.ac.kr)

남현정(제1저자)
동명대학교 금융·회계학과 겸임교수
(hjinam0131@pusan.ac.kr)

박춘광(공동저자)
동명대학교 금융·회계학과 교수
(pcg0518@tu.ac.kr)

본 연구의 목적은 국내 상장 제조기업을 대상으로 소유구조가 기업성과에 미치는 영향을 분석하는데 있다. 구체적으로 의결권(voting right)을 나타내는 단순지분율과 기업성과 사이의 관련성을 알아보고, 소유권 집중도가 반영된 통제지분율과 기업성과 사이의 관련성 차이를 규명해보는 것이다.

2000년부터 2011년까지 5206개 시계열 자료를 대상으로 패널분석, Fama-MacBeth, Newey and West 그리고 Cluster-in 방법론을 사용하여 분석한 결과 단순지분율과 통제지분율이 성과에 미치는 영향이 다르게 나타났다. 특히 Cluster-in 방법론을 사용한 추정에서 외부대주주의 단순지분율은 ROA(return of asset)에 유의한 영향을 미치지 못하나 외부대주주의 통제지분율은 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났고 Fama-MacBeth, Newey and West 분석에서 경영자의 단순지분율은 Tobin's Q에 유의한 영향을 미치지 못하나 경영자의 통제지분율은 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 Fama-MacBeth, Newey and West 분석에서 기관투자자의 단순지분율은 TFP(total factor productivity)에 유의한 영향을 미치지 못하나 기관투자자의 통제지분율은 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이상의 연구결과는 단순지분율 분석에서 성과와의 관련성을 설명하지 못했던 주요변수들이 통제지분율 분석에서 설명력을 가질 수 있고, 주주가 기업에서 행사하는 의결권과 실질적 통제권이 서로 다르다고 볼 수 있는 직접적인 근거가 될 수 있을 것이다.

주제어: 소유권 집중도, 통제권, 경영성과, 패널분석, Fama-MacBeth, Newey and West, Cluster-in

1. 서론

한국기업들의 기업지배구조에 대한 국제투자자들의 평가에서 Credit Lyonnais Security Asia (CLSA)가 2005년에 시행한 국가별, 기업별 지배구조 분석 결과 한국 지배구조 등급순위는 전체 아시아 10개 신흥국가 중 6위로써 매우 낮은 평가를

받았고, 세계 신흥시장국가의 100대 기업에 대한 평가에서 14개 국가 중 11위로 나타났다. 2006년 국제경영개발연구원(IMD) 국가경쟁력보고서의 기업지배구조순위에서 중국본토 45위보다 낮은 52위로 하위권에 머물렀다.

한국 지배구조의 현위치가 매우 취약함에 따라 대리인 비용 완화를 위하여 경영자의 규율장치로서의 소유구조 연구가 이루어지고 있고(김병호, 2004;

황동섭, 2006; Wei, 2002), 기업지배구조의 결정 요인 중 하나인 소유구조 분석을 통하여 한국 실정에서 기업이 어떠한 소유구조를 가질 때 기업성과가 좋은가를 연구해보고자 한다.

기업 경영의 목적인 기업가치의 극대화, 즉 주주 가치의 극대화 동인을 소유구조 분석을 통해 알아보는 것은 대리인 비용 완화를 통한 효율적인 소유구조를 가진 기업이 가치가 높을 것이라고 보는 Jensen and Meckling(1976)관점과 일치한다. 이를 바탕으로 대리인 비용이 완화된 효율적인 소유구조 연구는 한국 기업의 지배구조 개선에 직접적인 도움이 될 수 있을 것이다.

그러나 소유구조가 기업경영의 목적인 기업가치의 극대화에 영향을 미친다는 연구들로 인하여(Short and Keasey, 1999, Hu and Izumida, 2008) 최근 지배구조에 관한 많은 관심과 가능성이 제기되고 있음에도 불구하고 기존연구(김추현, 김건우, 1997; 정경수, 2001; 송영렬·김홍기, 2008; McConnell and Servaes, 1990; Wei, 2002; Roodposhti and Chashmi, 2010)는 기업지배구조를 단순히 의결권을 나타내는 단순지분율로써 소유구조를 분석하였다는 한계점이 존재하며 주주들의 실질적 통제의 정도가 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구가 미진하다.

따라서 의결권(voting right)을 반영한 단순지분율과 기업성과 사이의 관련성과 통제권(control right)을 고려한 통제지분율과 기업성과 사이의 관련성 차이를 규명할 것이다. 또한 단순지분율과 통제지분율로 분류한 소유구조가 자산이익율(ROA: return of asset), Tobin's Q, 총요소생산성(TFP: total factor productivity)에 어떤 영향을 미치는지를 분석할 것이다. 이를 위해 패널분석, Fama-MacBeth, Newey and West 그리고 Cluster-in 방법론을 통해 본 연

구의 모형이 실증적 타당성을 가지는지에 대한 가설 검증을 실시할 것이다.

본 연구의 결과는 학문적인 면에서 기존의 단순지분율과 기업성과 사이의 관련성 연구에 통제지분율과 기업성과 사이의 관련성 연구를 부가하여 기업지배구조 연구의 범위를 넓히는데 기여할 수 있다. 한편 통제권 분석이라는 새로운 소유구조 도입을 통하여 실무적으로 기업운영의 통제권을 분석해내어 투자자에게 투자를 위한 다른 시각 및 결과를 제시할 수 있을 것으로 보인다.

II. 선행연구

선행연구들 중에서 본 연구와 가장 관련성이 높은 주제는 소유구조 연구와 소유권 집중도 관련 연구이다. 본 연구에서는 소유구조 연구를 확장하여 실질적 지배권을 반영한 소유권 집중도 연구를 추가하여 단순지분율과 기업성과 사이의 관련성을 알아보고 통제지분율과 기업성과 사이의 관련성을 규명하고자 한다.

2.1 소유구조 연구

2.1.1 경영자지분율

경영자가 보유하고 있는 지분율과 기업성과 사이의 관련성에 대한 연구는 많은 연구자들에 의해 상당부분 연구가 진척되었으나 연구자들마다 상이한 연구결과를 제시하고 있어 아직 명확한 관계가 확립되지 않았다. 경영자의 지분율과 기업성과 사이의 관련성에 관한 연구 결과는 크게 네 가지로 요약할

수 있다.

경영자 지분율과 기업성과 사이의 관계에 대하여 기존 문헌에서는 유인일치가설에 의하여 양(+)의 관련성을 주장하거나(McConnell and Servaes, 1990; Hermalin and Weisbach, 1998; Joh, 2003; 박기성, 2002; 최우석과 이우백, 2005, 송영렬·김홍기, 2008), 오히려 기득권 보호가설에 의하여 음(-)의 관련성을 제시하거나(Shleifer and Vishny, 1997; Mitton, 2002; Hu and Izumida, 2008, Roodposhti and Chashmi, 2010), 혹은 보호막 가설에 근거하여 역U자형 관계를 주장하거나(McConnell and Servaes, 1990; Hermalin and Weisbach, 1991; Short and Keasey, 1999; 조동근·변민식, 2008, 김우택 외, 1993) 마지막으로 경영자 지분율과 기업 성과는 아무런 관련성이 없다고 제시하였다.(Demsetz and Lehn, 1985; Holderness and Sheehan, 1988; Loderer and Sheehan, 1989; Denis and Denis, 1994; Loderer and Martin 1997).

이상의 연구에서 알 수 있듯이 경영자 지분율과 기업 성과에 관련된 많은 연구들이 이루어져 왔지만, 상이한 연구결과로 인하여 명확한 관계의 정립이 필요하다.

기존의 연구는 경영자 지분율에 따른 기업성과를 시장성과인 Tobin's Q(Edward and Weichenrieder, 2009; Ma, Naughton and Tian, 2010; 김우택 외, 1993)와 회계학적 성과인 ROA(Joh, 2003; Hu and Izumida, 2008; 송영렬·김홍기, 2008)로 분류하였다는 점에서 한계가 있으며 검증의 강건성 확보를 위하여 Tobin's Q, ROA 뿐만 아니라 경제학적 성과 측정법인 TFP를 도입하여 경영자 지분율과 성과 사이의 관련성을 다양한 측정을 통하여 분석이 필요하다. 또한 기존의 회귀분석(Joh, 2003;

Edward and Weichenrieder, 2009; Roodposhti and Chashmi, 2010; 김우택 외, 1993; 송영렬·김홍기, 2008)과 패널분석 중 어떠한 분석이 더욱 적합한지 판단하여 시장상황에 따른 경영자 지분율과 기업성과 사이의 관계를 고려한 명확한 관계 정립이 필요하다. 한편 Fama-MacBeth, Newey and West 그리고 Cluster-in 방법론 등을 추가하여 다양한 분석 방법을 통한 모형의 강건성 확보가 필요하다.

2.1.2 외부주주지분율

기관투자자에 관한 연구를 살펴보면 Shleifer and Vishny(1986)는 경영진이 추진하고 있는 경영전략을 개선할 필요가 있거나 이윤을 극대화하기 위해 경영진 교체가 필요한 경우, 기관투자자들이 효율적으로 경영진을 감시 할 수 있다고 하였다. Hambrick and Finkelstein(1995)은 많은 소액주주보다 소수의 외부대주주에 의해 주식이 보유되는 기업이 경영에 대한 감시가 더 효과적이라고 제시하였다. 또한 Pound(1988)는 기관투자자가 기업경영에 적극적으로 관여해 의결권을 행사하기 보다는 주식을 매도하는 방법으로 기업에 대한 평가를 대신하는 월스트리트룰(wall street rule)을 따른다는 가설을 제시하였다. Hoskisson et al.(1994)은 진입과 퇴출 장벽으로 인하여 기관투자자는 경영의사결정에 참여하려는 적극적인 의사를 가지며 경영자에게 압력을 행사하기도 한다고 논의하였다. 국내 연구로 권경택·홍규태(2004)는 기관투자자가 기업가치 및 회계적 성과에 긍정적인 기여도가 있다는 사실을 확인하였으며 김성우·이기환(2005)은 기관투자자의 소유지분율이 Tobin's Q로 측정된 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 하였다.

이상의 국내외 연구에서 기관투자자 지분율이 기업 성과에 영향을 미치는 것을 확인하였으나 기관투자자의 개념이 나라별로 자본시장의 구조가 상이하고 유가증권 운영에 관한 규제가 서로 다르기 때문에(김성우 등, 2012) 기관투자자 지분율의 정확한 측정을 통한 분석이 요구된다. 또한 IMF 외환위기 이후 국내 증권시장에 글로벌 스탠다드한 금융시스템이 도입되었고 이에 따라 기관투자자들이 실질적으로 의미있는 역할을 수행하고 있는가를 검증해 볼 필요가 있다.

외부대주주에 관한 논문을 살펴보면 Shleifer and Vishny(1986)는 외부주주의 지분율이 높을수록 경영자를 모니터링할 유인이 높아짐에 따라 적대적 M&A의 가능성이 증가한다고 하였다. Alchiana and Demsetz(1972)는 대량의 주식을 소유한 외부주주가 경영을 적극적으로 모니터링할 가능성이 높다고 하였다. 외부대주주는 소액으로 투자한 소액투자자에 비해 기업의 경영성과가 자신의 부와 보다 밀접한 관련성을 가진다. 따라서 자신이 가지고 있는 대규모 보유주식을 이용하여 주주총회에서 의결권을 행사함으로써 경영진을 효율적으로 감시, 통제할 수 있는 역할을 수행하게 된다(Core, et al., 1999; 신성욱, 2007; Finkelstein and Hambrick, 1989; Core, et al., 1999 등). Hirschman(1970)은 해당 조직에 대해서 상당한 애착과 충성심을 발휘하여 이탈 대신 적극적인 항의나 개입의 방식을 택하기 때문에 지배주주가 항의나 개입을 통하여 기업경영을 통제함에 따라 기업의 지배구조가 효율적이 될 가능성이 높아질 것으로 볼 수 있다.

반면 Demsetz(1986)는 외부주주가 그린메일(경영권을 담보로 보유주식을 경영권이 약한 대주주에게 비싸게 되파는 행위)의 발생가능성을 높여 적대적 M&A를 막으려 한다고 보았다. Schmidt(1996),

Cremer(1995), Burkart et al.(1997)은 외부주주가 너무 강력한 지배권을 가지고 있는 경우 경영자는 언제든지 해고 될 수 있다는 점 때문에 기업은 특수한 인적 자본의 개발을 덜하게 되어 지배주주의 높은 지분율이 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 하였다.

외부대주주에 관한 이상의 기존 문헌은 기업 경영에 양(+) 또는 음(-)의 영향을 미칠 수 있다고 제시하고 있어 외부대주주와 기업에 미치는 영향에 대한 관계정립이 필요하다.

2.2 소유권 집중도 연구

Demsetz and Lehn(1985)은 511개 미국기업을 대상으로 허핀달 지수(herfindahl index)를 사용하여 소유권 집중도를 측정하였으며, 소유권 집중도와 회계적 성과와의 관련성을 분석한 결과 경영자 주식보유 집중도와 기업 성과간 유의한 관련성을 밝히지 못하였다. Mudambi and Nicosia(1998)은 영국의 금융기업을 대상으로 소유권 집중도를 측정하기 위하여 허핀달 지수를 사용하여 분석한 결과 지분율을 중심으로 한 소유권(지분율로 측정)과 실질적 통제권(지분율을 허핀달 지수로 측정)이 기업 성과에 다른 영향을 미치고 있다는 것을 밝혀내었다. Ferguson and Ferguson(1994)은 미국 사법부가 기업 합병 가이드라인에서 허핀달 지수를 사용하였다고 언급하였다. Clark and Wojcik(2003)는 기업지배구조와 주식가격 변동성과의 관계를 알아보기 위해 독일의 프랑크푸르트 증권거래소의 거래 상위 30위 기업들을 대상으로 연구를 시행하였고 허핀달 지수를 사용하여 소유권 집중도를 측정하여 기업지배구조의 대위변수로 사용하였다. Sumiati(2011)는 인도네시아 공기업을 대상으로 소유권 집

중도와 경영 성과와의 관련성을 분석하기 위해 소유권 집중도를 허핀달 지수를 사용하여 분석한 결과, 소유권 집중도가 성과(ROA)에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

이상의 연구는 허핀달 지수와 관련된 많은 연구들(기업의 점유율, 다각화 정도, 소유 집중도 등) 중 소유권 집중도를 알아본 연구이다. 허핀달 지수가 커질수록 점유율의 높은 불균등도를 나타내며 경쟁의 정도가 낮다고 볼 수 있으며 조직 구조가 단순하다는 것을 의미한다. 소유 집중도 차원에서는 허핀달 지수가 커질수록 소유권 집중도가 높아져 통제권이 커질 것으로 볼 수 있다.

기업의 소유구조 연구에서 단순지분율 연구가 상당부분 진척된 것에 비하여 단순지분율 연구에서 한 단계 더 나아간 소유권 집중도 관련 연구는 아직 미흡한 단계에 있고, 소유권 집중도와 기업 성과간 관련성을 한국시장을 대상으로 분석한 연구가 필요하다.

2.3 통제권 연구

Cubbin and Leech(1983)는 기업 통제에 주주들의 분산이 영향을 미친다고 제시하였으며 그 후 기업지배구조 분야의 연구에서 주주들의 통제권 측정에 관한 연구가 진행되었다(Leech, 1987, 2002; Pohjola, 1988; Rydqvist, 1986; Zingales, 1994; Zwiebel, 1995; Edward and Weichenrieder, 2009).

Leech(1987)는 Simple-Game-Theoretic Model에 근거하여 통제권을 측정하였고 기업 통제를 투표 게임(voting games)에서 통제지표로 정의하여 소유구조를 기업 소유권 집중도와 기업 통제 사이의 관련성으로 설명해내었다.

Trangadisaikul(2007)은 소유 집중도를 반영한

통제권과 기업성과와의 관련성을 태국기업을 대상으로 연구하였으며 경영자 통제권이 기업성과에 통계적으로 유의한 영향을 미치고 있다는 사실을 확인하였다.

지금까지 살펴본 바와 같이 소유구조 연구에서 경영자 지분율과 기업성과 관련 연구는 많이 진척되었으나 상이한 연구 결과로 인하여 결과의 명확한 정립이 필요하며, 허핀달 지수를 토대로 통제권을 분석한 연구는 기업 경영에 실질적인 영향을 미치는 변수이나 한국시장을 대상으로 한 연구가 이루어지지 않았다. 소유권 집중도를 토대로 도출한 통제권과 기업 성과 관련 연구는 아직 집중적인 연구가 이루어지지 않은 분야로 한국시장을 대상으로 연구가 필요하다.

III. 연구설계

소유구조 분석을 통한 기업의 효율적 지배구조 구축을 위하여 기업지배구조를 결정하는 핵심요인 중 하나인 소유구조 분석을 통해 기업가치의 극대화의 동인을 규명하기 위한 연구가설을 설정하려고 한다.

주주의 통제권은 본질적으로 주식 보유지분율뿐만 아니라 주식의 집중과 분산의 정도를 고려하여 결정됨에 따라 소유권 집중도가 반영된 주주의 통제권과 기업성과와의 관련성을 알아보고자 한다.

3.1 연구가설의 설정

소유구조를 결정하는 첫 번째 요인은 대리인 문제이며, 대리인 문제가 경영자 지분율, 기관투자자 지분율, 외부대주주 지분율, 개인투자자 지분율에 영

향을 미친다(Trangadisaiikul, 2007). 대리인 비용이 높은 기업은 기업가치가 낮아질 수 있으므로 기업은 효율적인 소유구조를 구축하여 기업가치를 높이고자 한다.

소유와 경영이 분리된 기업은 대리인 문제가 발생하며 경영자는 주주의 부를 증가시키기 위한 의사결정이 아닌 자신의 효익을 적극적으로 추구함으로써 대리인 문제를 야기시킬 수 있다(신성욱, 2011). 이것이 주주와 대리인의 이해상충을 유발하는 원인이 되며 투자자는 대리인 비용으로 인하여 기업가치의 극대화가 이루어질 수 없다는 것을 인식하고 있고, 이는 기관투자자, 외부대주주, 개인의 투자에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

이해일치 가설에서는 경영자의 보유지분율이 높을수록 대리인 비용 완화로 인하여 기업성고가 향상될 것이라고 제시하며(Hermalin and Weisbach, 1998; 박기성, 2002) 정보의 불균형 존재를 부각한 연구에서는 높은 소유경영자지분율이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 신호일 수 있고(신성욱, 2007) 신호가설에서는 경영자가 높은 기업가치를 외부투자자에게 전달하는 신호로 자신의 소유지분을 이용한 다(Leland and Pyle, 1977)고 주장한 것으로 보아 상기에 제시된 선행연구는 모두 경영자 지분율의 증가는 기업성고에 긍정적인 작용을 하고 있음을 보여주는 근거가 된다.

대리인 비용 완화를 위하여 경영자의 규율장치로서의 소유구조는 기업성고에 긍정적인 영향을 미칠 수 있고(김병호, 2004; 황동섭, 2006; Wei, 2002) 이는 외부주주들의 투자 유인이 될 수 있기 때문에 대리인 문제 완화를 위한 기업의 통제장치는 기업향상을 유도할 수 있다(Zajac and Westphal, 1994; Joh, 2003; Ma, et al., 2010).

경영자 지분율과 기업성고 간의 관련성 연구에 이

어 경영자 지분율에 대한 깊이있는 연구로 소유집중도를 고려한 경영자 지분율과 기업성과 관련성 연구가 이루어졌고, 허핀달 지수를 이용한 소유권 집중도 연구가 깊이있게 다루어졌다. Dometz and Lehn (1985), Mudambi and Nicosia(1998), Sumiati and Agustia(2011) 등은 소유권 집중도가 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다고 보았다. 한편 경영자 지분율에 관한 보다 정밀한 연구로 Leech(1987)는 소유권 집중도와 통제권이 관련성이 있음을 제시하였고 Leech(1988, 2002), Pohjola(1988), Rydqvist (1986), Zingales(1994), Zwiebel(1995)는 통제권에 중심을 두고 기업지배구조를 분석하였다.

주주의 통제권은 본질적으로 주식 보유지분율뿐만 아니라 주식의 집중도와 분산의 정도로 결정되며(Trangadisaiikul, 2007) 경영자 통제권은 기업성과에 양(+)의 영향을 미칠 수 있다.

이상의 선행연구를 바탕으로 한국시장을 대상으로 분석하며 다음과 같은 가설을 설정한다.

H1: 대리인 비용 완화를 위한 경영자 통제권은 기업성과와 양(+)의 관련성이 있을 것이다.

소유구조를 결정하는 두 번째 요인으로 경영자가 만족할 만한 성과를 내지 못했을 때, 외부투자자의 탈출전략(exit strategy) 또는 항의전략(voice strategy)은 외부주주(기관투자자, 외부대주주, 개인투자자)의 지분보유에 부정적인 영향을 미친다(Hirschman, 1970; Hirschman, 1993). 탈출전략은 투자회수 전략 또는 기업청산 전략이라고도 하며 기업성과가 부진할 때 외부주주가 주식매도 의사결정을 취하는 것이며 항의전략은 주식매도시 가격하락을 우려하여 기업경영, 성과, 운영에 영향을 미칠 수 있는 권리를 행사하는 것을 말한다.

먼저 지배주주(기관투자자, 외부대주주)가 탈출전략을 취하는 경우는 대량의 주식이 시장에 유출됨으로 인하여 인수합병을 하고자 하는 기업에게 호재로 작용할 수 있다. 이 때의 지배주주의 주식은 적대적 인수합병의 수단으로써 사용될 수 있기 때문에 기업 경영은 기관투자자와 외부대주주의 주식보유량에 상당한 영향을 받게 되며 이들의 주식소유가 경영자의 감시 통제 수단이 될 수 있다. 또한 Pound(1988)는 기관투자자가 기업경영에 적극적으로 관여해 의결권을 행사하기 보다는 주식을 매도하는 방법으로 기업에 대한 평가를 대신하는 월스트리트룰(wall street rule)을 따른다는 가설은 지배주주의 주식보유가 경영자의 감시 통제 수단이 됨에 따라 기업 성과를 높일 수 있다는 근거가 될 수 있다.

다음으로 지배주주가 탈출전략보다 항의전략을 취하는 경우는 상당한 양의 보유주식 처분시 주가가 하락에 대한 우려로 사실상 탈출전략을 꺼리게 되기 때문이다. 따라서 기관투자자와 외부대주주는 탈출전략보다는 기업경영, 운영, 전략에 실질적 권리를 행사하여 경영자 교체를 요구할 수도 있으며 (Shldifer and Vishny, 1986) 경영자를 감시하고 통제하는 항의전략을 시도하여 기업성과를 높이는데 기여할 수 있다(Hoskisson et al., 1994; Hambrick and Finkelstein, 1995).

지배주주의 기업운영에 대한 전반적인 감시활동은 경영자의 기업효율성을 높이려는 유인을 발생시키고 이는 곧 기업성과를 높이려는 행위에 부합된다고 할 수 있다(Alchian and Demsetz, 1972; Core et al., 1999; 신성욱, 2007).

한편 개인투자자에 관한 연구에서 박종성 등(2005)은 주식시장의 3대 매매주체를 개인, 기관투자자 및 외국인 투자자로 제시하였듯이 개인투자자는 기업 소유구조 분석에서 영향력 있는 투자자로 볼 수 있

다. 변영훈(2005)은 개인투자자가 1998-2003년 동안 12.3%의 수익을 달성하였다는 사실을 확인하였으며, Schlarbaum et al.(1987)은 뮤추얼펀드와 개인투자자의 성과를 비교하였으나 차이를 발견하지 못하였다는 것으로 보아 개인투자자들은 투자 판단을 통해 효율적 투자를 결정하는 효율적 투자주체가 된다(Odean, 1999). 외환위기 이후 소액 주주 운동 등을 통하여 개인투자자들이 경영참여에 적극적으로 나서면서 소액주주들에 의한 경영감시 활동이 존재한다고 볼 수 있다. 이것은 개인투자자가 기업통제에 간접적인 영향을 미쳐 기업성과를 높이는 존재로 볼 수 있는 근거가 될 수 있다.

이상의 선행연구를 바탕으로 외국의 선행연구에 있는 가설을 한국시장을 대상으로 분석하며 아래와 같은 가설을 설정한다.

- H 2: 외부주주들의 통제권은 기업성과와 양(+)의 관련성이 있을 것이다.
- H 2a: 기관투자자의 통제권은 기업성과와 양(+)의 관련성이 있을 것이다.
- H 2b: 외부대주주의 통제권은 기업성과와 양(+)의 관련성이 있을 것이다.
- H 2c: 개인투자자의 통제권은 기업성과와 양(+)의 관련성이 있을 것이다.

3.2 연구모형

기업의 소유구조는 지배구조를 구성하는 가장 중요한 요소로 인식됨과 동시에 다른 지배구조장치를 결정하는데 있어서 매우 중요한 영향을 미친다. 즉, 기업지배구조는 경영자를 감시하고 견제하는 다양한 장치들로 해석될 수 있는데 경영자를 감시할 가장 큰 유인을 가진 존재는 주주라는 점에서 주주의 구

성과 분포로 구성된 소유구조 분석은 기업지배구조의 가장 중요한 축을 형성한다. 단순지분율과 통제지분율로 측정된 소유구조가 기업의 ROA, Tobin's Q와 TFP에 어떠한 영향을 미치는지를 알아보고자 하였다.

연구 문제는 의결권(voting right)을 나타내는 단순지분율과 기업성과 사이의 관련성을 알아보고, 통제권(control right)을 나타내는 통제지분율과 기업성과 사이의 관련성을 규명해보는 것이다. 단순지분율과 성과 사이의 관련성을 알아보는 일반적 분석과 기업의 실질적 통제권을 나타내는 통제지분율과 성과 사이의 관련성을 비교하여 차이를 분석하며 성과는 ROA, Tobin's Q와 TFP로 구분하여 분석모형을 설정하였다.

$$ROA = a_1 + a_2 \text{Own}(\%) + a_3 \text{Institution}(\%) + a_4 \text{Blockholder}(\%) + a_5 \text{Individual}(\%) + a_6 \text{Leverage} + a_7 \ln(\text{size}) + a_8 \text{Growth} + a_9 \text{Risk} \dots \langle \text{식 1} \rangle$$

$$ROA = \gamma_1 + \gamma_2 \text{Own}(\alpha) + \gamma_3 \text{Institution}(\alpha) + \gamma_4 \text{Blockholder}(\%) + \gamma_5 \text{Individual}(\alpha) + \gamma_6 \text{Leverage} + \gamma_7 \ln(\text{size}) + \gamma_8 \text{Growth} + \gamma_9 \text{Risk} \dots \langle \text{식 2} \rangle$$

$$\text{Tobin's Q} = \beta_1 + \beta_2 \text{Own}(\%) + \beta_3 \text{Institution}(\%) + \beta_4 \text{blockholder}(\%) + \beta_5 \text{Individual}(\%) + \beta_6 \text{Leverage} + \beta_7 \ln(\text{size}) + \beta_8 \text{Growth} + \beta_9 \text{Risk} \dots \langle \text{식 3} \rangle$$

$$\text{Tobin's Q} = \delta_1 + \delta_2 \text{Own}(\alpha) + \delta_3 \text{Institution}(\alpha) + \delta_4 \text{blockholder}(\%) + \delta_5 \text{Individual}(\alpha) + \delta_6 \text{Leverage} + \delta_7 \ln(\text{size}) + \delta_8 \text{Growth}$$

$$+ \delta_9 \text{Risk} \dots \langle \text{식 4} \rangle$$

$$\text{TFPAss} = \zeta_1 + \zeta_2 \text{Own}(\%) + \zeta_3 \text{Institution}(\%) + \zeta_4 \text{blockholder}(\%) + \zeta_5 \text{Individual}(\%) + \zeta_6 \text{Leverage} + \zeta_7 \ln(\text{size}) + \zeta_8 \text{Growth} + \zeta_9 \text{Risk} \dots \langle \text{식 5} \rangle$$

$$\text{TFPAss} = \eta_1 + \eta_2 \text{Own}(\alpha) + \eta_3 \text{Institution}(\alpha) + \eta_4 \text{blockholder}(\%) + \eta_5 \text{Individual}(\alpha) + \eta_6 \text{Leverage} + \eta_7 \ln(\text{size}) + \eta_8 \text{Growth} + \eta_9 \text{Risk} \dots \langle \text{식 6} \rangle$$

단, Own(%):경영자지분율, Institution(%):기관투자자지분율, Blockholder(%):외부대주주지분율, Individual(%):개인투자자지분율, Own(α):경영자통제지분율(경영자지분율의 Cubbin-Leech 지수), Institution(α):기관투자자통제지분율(기관투자자지분율의 Cubbin-Leech 지수), Individual(α):개인투자자통제지분율(개인투자자지분율의 Cubbin-Leech 지수), Blockholder(α):외부대주주통제지분율(외부대주주지분율의 Cubbin-Leech 지수), ROA:영업이익/총자산, Tobin's Q:(자기자본의 장부가치+부채)/총자산, TFPAss:TFF(매출액 = B₀ + B₁(매출원가) + B₂(고정자산) + ê 식을 이용하여 추정함)/총자산, ln(size):ln(총자산), Leverage:부채의 장부가치/자기자본의 장부가치, Growth:ln(당기매출액/전기매출액), Risk:당기이전 5년간의 총자산영업이익율(영업이익/총자산)의 표준편차

3.3 방법론

본 논문은 시계열 데이터와 횡단면 데이터가 결합

된 패널데이터를 사용하였다. 패널데이터는 횡단면 관측치를 시계열과 결합시켜 보다 많은 자료로 구성되기 때문에 가변성을 보다 면밀히 포착할 수 있고 변수 간 다중공선성의 문제가 적게 발생한다. 또한 독립적으로 변동할 수 있는 관측치의 수가 커짐에 따라 보다 효율적인 추정이 이루어진다(Gujarati, 2003).

패널데이터를 분석함에 있어 관측치가 통합된 자료 모형(pooled OLS)과 이분산 및 자기상관의 존재 가정 하의 임의효과모형(random effect estimation) 및 고정효과모형(fixed effect estimation)을 사용하였다. 그러나 pooled OLS는 설명할 수 없는 요인들이 오차항에 존재할 수 있는데 이들이 설명변수들과의 상호작용을 일으키게 되면 종속변수에 영향을 미쳐 추정에 편의가 발생한다. 따라서 관찰 불가능한 요인들을 제거한 모형인 임의효과모형(random effect estimation) 및 고정효과모형(fixed effect estimation)을 사용하여 분석하는 것이 적절하다(Wooldridge, 2006).

본 논문에서는 F 검정을 실행하여 pooled OLS와 패널 분석간의 적합한 분석모형을 찾아내고자하였으며 또한 관찰불가능한 요인들과 설명변수들간의 상관관계를 검증하기 위하여 하우스만 검증(hausman test)을 실행하였다.

Peterson(2009)은 고정효과 및 임의효과 모형은 패널데이터의 잔차간의 횡적 상관성을 고려하지 않고 있음을 지적하고 있다. 이에 본 연구에서는 횡적 상관관계를 고려한 Clustered standard error 추정법(Peterson 2008; Wooldridge 2003)과 Newey and West standard error(1987)추정법 더불어 기본적인 Fama-MacBeth(1973)추정법 분석을 통하여 결과의 통계적 강건성을 검증하였다.

Peterson(2008)과 Thompson(2006)의 분석결

과에 의하면 군집추정의 표준오차는 관측기간이 충분히 긴 경우 정확하지만 짧은 경우 편의의 정도가 비교적 큰 것으로 나타나고 있다. Fama-MacBeth (1973) 방법 역시 군집추정과 마찬가지로 횡적 상관관계의 구조에 대한 제약을 부과하지 않는다는 점에서 장점이 있으나 중심극한 정리를 적용할수 있는 만큼의 표본크기가 되지 않으면 즉 관측기간이 짧은 경우 t 통계량의 적합성에 문제가 있을수 있다는 단점이 있다. Newey and West 추정법 역시 시계열 자료를 감안한 모형이므로 시계열기간의 확보가 중요하다. 이에 통계적 강건성을 확보를 위하여 상기 방법론들을 적용하였으며 12년의 시계열 기간 데이터를 확보하였다.

3.4 변수의 조작적 정의

3.4.1 소유구조 변수

(1) 단순지분율로 측정된 소유구조

① 경영자 지분율

경영자 지분율은 최대주주 및 그 특수관계인의 주식소유 지분율로 측정하였으며 최대주주 및 그 특수관계인은 경영자와 그의 친인척, 계열사 등으로 이루어져 있고, 이를 경영자의 의사와 일치하는 집단으로 볼 수 있다. 경영자지분율은 최대주주 및 그 특수관계인으로 측정하였다.

Own: 최대주주 및 그 특수관계인의 지분/총지분

② 기관투자자 지분율

기관투자자 지분율을 측정하기 위해서는 모든 기관투자자의 지분율을 고려하여 분석하는 것이 적절

하다. 그러나 기관투자자 지분율의 공시는 의무공시 사항이 아니기 때문에 정확히 측정할 수 있는 방법이 존재하지 않는다. 그러나 금융감독원에서는 5% 이상 주식을 보유한 주주를 공개할 것을 의무화함에 따라 사업보고서에서 5% 이상 주식을 보유하고 있는 주주를 파악할 수 있었고, 따라서 5% 이상의 주식을 보유한 주주 중 기관투자자 지분율을 측정하였다.

Institution: 5% 이상 주식을 보유한 기관투자자 지분/총지분

③ 외부대주주 지분율

증권거래법에서는 발행주식 총수 또는 출자총액의 10% 이상의 주식을 소유한 자는 임원의 임면 등 당해 법인의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있다고 보기 때문에 10% 이상의 주주를 주요주주로 명명하고 있다. 본 연구에서는 10% 이상 주식을 보유한 주주를 외부대주주로 보았다.

Blockholder: 10%이상의 주식을 보유한 주주의 지분(경영자, 경영자의 특수관계인, 기관투자자 제외)

④ 개인투자자 지분율

증권거래법에 따르면 기타주주(개인)는 모든 개인 투자자 중 소액개인과 최대주주 및 그 특수관계인 그리고 10% 이상 주식을 보유한 개인을 제외한 모든 개인을 의미한다. 소액주주는 1% 미만과 3억원 미만 중 적은 금액의 주식 또는 출자총액을 보유한 주주로서 본 논문 연구대상에서 제외시켰다. 따라서 개인투자자 지분율은 기타주주(개인)의 지분율로써 측정하였다.

Individual: 개인의 지분율(최대주주 및 그 특수관계인, 10%이상 주식을 보유한 개인 제외)

(2) 통제지분율로 측정된 소유구조

통제지분율은 허핀달 지수를 측정한 후 그 값을 정규분포로 전환한 후 누적확률함수값으로 구한다. 먼저 허핀달 지수 측정은 아래와 같다.

$$H = \sum(m_i)^2 \dots\dots\dots \langle \text{식 5} \rangle$$

단 m_i : 주주별 그룹의 주식보유퍼센트

다음으로 주주별 통제지분율 측정으로 Cubbin과 Leech(1983)의 접근방법을 따라 Cubbin-Leech 지수(α)값을 사용하였다. 특정 투자 그룹과 다른 투자 그룹과의 상대적인 소유주식비율 측정법인 이 방법은 Leech(1987)에 의해 채택되었고 Simple-Game-Theoretic Model에 기초를 두고 있다. Cubbin-Leech 지수는 특정 그룹 대비 다른 그룹들이 보유하고 있는 주식의 비율로 측정되어지기 때문에 소유비율 측정법과는 다르게 주식의 집중화와 분산화 된 정도를 파악할 수 있는 강점이 있으며 주주들의 기업주식보유 집중이 기업통제에 영향을 미치는 영향력을 알 수 있다. Cubbin-Leech 지수(α) 측정은 아래와 같다.

$$\alpha_i = F \left[\frac{m_i}{\sqrt{H - m_i^2}} \right] \dots\dots\dots \langle \text{식 6} \rangle$$

단, F: 표준정규분포함수, m_i : 특정 그룹의 지분율,
H: 허핀달지수

Cubbin-Leech 지표는 표준정규분포의 Z값을 사

용하여 95% 유의수준에서 정규곡선내의 값으로 계산되며 따라서 Cubbin-Leech 지표(a)의 값의 범위는 정규분포의 한쪽 면을 나타내므로 0.5~1사이의 값을 갖는다. 지분율로 측정된 소유구조는 일반적인 지배구조 측정의 수단이며, 본 논문의 핵심변수인 통제지분율로 나타낸 소유구조는 게임이론에 근거하여 표준정규분포로 전환한 누적확률함수값이므로 주식의 소유권 집중도가 반영된 값으로 볼 수 있다.

3.4.2 성과변수

① 자산이익률(ROA)

ROA는 자산이익률로써 기업자산이 얼마나 효율적으로 이용되었는가를 나타낸다. 기업성과의 회계학적 측정에 근거하여 자산과 영업이익을 이용하여 자산이익률을 구하고자 하였다.

$$ROA: \text{영업이익}/\text{총자산}$$

② Tobin's Q

Tobin's Q는 기업의 총시장가치를 기업의 자산대체원가(replacement cost)로 나눈 비율이다. 그러나 Tobin's Q는 부채의 시장가치와 자산의 대체원가가 현실적으로 측정이 어렵다는 단점 때문에 Chung and Pruitt(1994)가 제안한 대체적 방법을 사용하였다. 기업성과 측정은 아래와 같다.

$$\text{Tobin's Q: } (\text{자기자본의 시장가치} + \text{부채의 장부가치}) / \text{총자산장부가치}$$

③ 총요소생산성(TFP)

성과의 측정은 기술 효율성과 경제성장의 핵심 결

정요인인 TFP로 측정하였다. TFP는 총투입량을 단위당생산량의 관점에서 본 기업성과 측정법이며 전체 생산요소의 결합적 투입에 전체 산출규모의 비율로생산성을 측정하기 위한 가장 대표적인 경제학적인 방법이다. 총요소생산성이 감소하는 추세에 있다면 매출원가와 고정자산 등의 증가에 비하여 생산성이 점차 낮아지고 있음을 의미한다.

TFP 측정을 위하여 재무제표와 손익계산서 자료를 토대로 매출원가와 고정자산을 독립변수로 선정하였으며, 종속변수로써 매출액을 선정하여 잔차값 측정을 위하여 회귀분석을 시행하여 총요소생산성을 도출하였다. Lichtenberg(1992), Lichtenberg and Pushner(1995), Lichtenberg and Lehr(1996)의 방법론에 따르면, 총요소생산성 수치는 제조기업의 생산기능의 측정에 기초를 두어 계산하며 일반적으로 제조기업의 총요소생산성이 다른 업종에 비해 높다고 하였다. 여기서 총요소생산성을 도출하는 식은 아래와 같다.

$$\hat{Y} = \text{총산출물} = \beta_0 + \beta_1(\text{노동} + \text{원재료}) + \beta_2(\text{자본}) + e \dots\dots\dots \langle \text{식 7} \rangle$$

위의 식을 측정상의 문제로 인하여 노동과 원재료를 매출원가로써, 자본을 고정자산으로써 측정하였고, 그 식은 다음과 같다.

$$\text{매출액} = \beta_0 + \beta_1(\text{매출원가}) + \beta_2(\text{고정자산}) + \hat{e}_i$$

$$Y(\text{actual sales}) - \hat{Y} = \text{TFP} \dots\dots \langle \text{식 6} \rangle$$

TFP 값에서 변수들간의 편차를 줄이고 종속변수와의 보다 강력한 선형관계를 유도하기 위해 TFP 값을 총자산으로 나누어 정규화한 값을 성과에 대한

대리변수로 사용하였다.

$$TPFAss: \frac{\text{총요소생산성}(total\ factor\ production)}{\text{총자산}}$$

3.4.3 통제변수

① 규모

일반적으로 기존의 선행연구에서 많이 사용한 기업규모에 대한 대리변수는 매출액의 자연로그값, 총자산의 자연로그값, 종업원 수 등이다. Wald(1999)은 총자산으로 규모를 측정하였으며, Moon 등(1994), Titman과 Wessels(1988), Johnson(1997) 등은 총자산의 로그값으로 규모를 측정하였다.

본 연구는 기업규모의 대위변수로 총자산의 로그값을 측정한다.

$$SIZE: \ln(\text{총자본})$$

② 레버리지

Burgman(1996)은 장기부채/주식의 시장가치로 부채비율을 측정하였으며, Moon, et al.(1994)은 장기부채의 장부가치/자기자본의 시장가치, Fatemi(1988), Titman and Wessels(1988)는 장기부채의 장부가치/(장기부채의 장부가치+자기자본의 시장가치)로 측정하였다.

본 연구에서는 부채의 장부가치를 자기자본의 장부가치로 나눈 값을 부채비율로 계산한다.

$$LEVERAGE: \frac{\text{부채의 장부가치}}{\text{자기자본의 장부가치}}$$

③ 성장성

성장성을 박종일(2003)은 총자산의 성장률을 사용하였으며, 박경서 등(2004)은 과거 5년 평균 매출액 성장률을 측정하였고 유승훈·남현정(2007)은 $\ln(\text{당기매출액}/\text{전기매출액})$ 으로 측정하였다.

본 연구에서는 당기매출액을 전기매출액으로 나눈 값을 성장성으로 측정한다.

$$Growth_i = \ln(\text{매출액}_i / \text{매출액}_{i-1})$$

④ 경영위험

Titman and Wessels(1998), Bathala, Moon and Rad(1994) 등은 경영위험이 커질수록 파산위험이 커진다고 보았다.

본 연구에서는 당기이전 5년간의 총자산영업이익(영업이익/총자산)의 표준편차로 경영위험을 계산한다.

$$Risk_i = S.D(\text{영업이익}_{i-1} / \text{총자산}_{i-1} \sim \text{영업이익}_{i-6} / \text{총자산}_{i-6})$$

3.5 표본선정 및 분석대상 기간

실증분석을 위한 연구대상 기간은 2000년부터 2011년까지의 12년간으로서 분석 표본은 유가증권 시장에 상장된 제조기업 중 결산월이 12월인 기업으로 구성되었으며 연구대상 기간 동안 실증분석을 위한 재무 및 회계자료의 사용이 가능한 5206개의 시계열 자료가 포함되었다. 지분을 공시자료는 금융감독원에서 제공하는 전자공시시스템의 사업보고서와 한국상장사협의회회의의 TS2000자료를 사용하였다.

IV. 실증분석 및 결과

4.1 기술통계량 및 상관관계 분석

〈표 4-1〉에서 소유구조와 성과 자료들의 기술통계학적 분석을 제시하였다. 분석기간인 2000~2011년의 평균, 표준편차, 최대값, 최소값을 분석하였다.

허핀달 지수는 각 그룹의 지분율 제곱의 합으로 측정하였으며 각 투자자의 소유권 집중도를 분석하기 위해서이다. 본 연구에서 허핀달 지수의 최대값

은 14526.64로 측정되었고 평균값이 2822.291로 측정되었으며 지분율이 높은 독점율을 보이는 것으로 나타났다.

경제학에서의 시장점유율 개념으로 사용하는 허핀달 지수를 소유구조(소유분산정도)를 측정하기 위해 도입하였으며, 일반적으로 허핀달 지수는 1000이하이면 전혀 독점적이지 않고 1000-1800 이면 중간 정도의 시장 독점, 1800 이상이면 높은 시장 독점으로 본다.

경영자 지분율과 성과의 관계는 비선형관계일 가능성이 있어 이들 두변수간의 관계의 곡선성(curvilinearity)검증을 조사에 추가하였다. 경영

〈표 4-1〉 변수의 기술통계량

	변수	관측치	평균	표준편차	최소값	최대값
성과변수	ROA	5206	0.0515	0.0820	-2.7532	0.4900
	TFPAss	5206	-0.1253	0.2919	-9.2913	1.4069
	Tobin's Q	5206	0.9615	0.5227	0.1505	6.6245
단순지분율 변수	Own(%)	5206	40.4585	16.3286	0.49	99.98
	Institution(%)	5206	4.1576	7.4125	0	57.07
	Blockholder(%)	5206	2.7631	8.1889	0	79.9
	Individual(%)	5206	22.1272	16.8037	0	94.85
통제지분율 변수	Own(α)	5206	0.9011	0.1162	0.5052	1
	Institution(α)	5206	0.5366	0.0674	0.5	0.9998
	Blockholder(α)	5206	0.5232	0.0674	0.5	1
	Individual(α)	5206	0.6867	0.1556	0.5	1
허핀달 지수	Herfindal Index	5206	2282.291	1650.5	9.2405	14526.64
	Growth	5206	0.3662	11.2549	-0.9986	593.1078
통제변수	Risk	5206	0.0404	0.0470	0.0015	1.2386
	In(size)	5206	12.6328	1.5262	7.6108	18.5815
	Lleverage	5206	1.1375	1.2143	-9.4671	10.8814

단, ROA:영업이익/총자산, Tobin's Q:(부채의 장부가치+자기자본의 시장가치)/총자산 TFPAss:TFF(매출액= $B_0 + B_1$ (매출원가) + B_2 (고정자산) + $\hat{\epsilon}$ 식을 이용하여 추정함)/총자산, In(size):ln(총자산), Own(%):경영자지분율, Institution(%):기관투자자지분율, Individual(%):개인투자자지분율, blockholder(%):외부대주주지분율, Own(α):경영자통제지분율(경영자지분율의 Cubbin-Leech 지수), Institution(α): 기관투자자통제지분율(기관투자자지분율의 Cubbin-Leech지수), Individual(α):개인투자자통제지분율(개인투자자지분율의 Cubbin-Leech지수), Blockholder(α):외부대주주통제지분율(외부대주주지분율의 Cubbin-Leech지수), Lleverage:부채의 장부가치/총자산, Growth:ln(당기매출액/전기매출액), Risk:당기이전 5년간의 총자산영업이익율(영업이익/총자산)의 표준편차

자 지분율을 15%이하, 15%에서 30%, 30-45%, 45-60, 60-75, 75%이상의 구간으로 나누어 5개의 더미변수로 만들어 이들 더미변수가 포함된 식과 더미변수가 포함되지 않은 식의 R square 변동분이 통계적으로 유의한지 검증하여본 결과 5% 유의수준

에서 F값이 유의수준 2.21에 못 미치는 1.87이 나왔기 때문에 본 연구에서는 선형관계식으로 검증하였다.

<표 4-2>의 상관계수는 변수 간의 다중공선성의 문제를 검증하기 위한 것이다. 독립변수들의 다중공

<표 4-2> 상관관계 분석

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	1														
2	0.529*** (0.000)	1													
3	0.131*** (0.000)	0.127*** (0.000)	1												
4	0.063*** (0.000)	0.030** (0.026)	0.174*** (0.000)	1											
5	0.050*** (0.000)	0.148*** (0.000)	0.125*** (0.000)	-0.166*** (0.000)	1										
6	0.033** (0.0153)	0.0144 (0.298)	0.027** (0.044)	0.013 (0.320)	0.048*** (0.000)	1									
7	0.066*** (0.000)	0.0121 (0.380)	0.070*** (0.000)	-0.167*** (0.000)	0.050*** (0.000)	-0.153*** (0.000)	1								
8	0.010 (0.447)	0.004 (0.750)	0.077*** (0.000)	0.623*** (0.000)	-0.274*** (0.000)	-0.104*** (0.000)	-0.683*** (0.000)	1							
9	0.056*** (0.000)	0.162*** (0.000)	0.176*** (0.000)	-0.249*** (0.000)	0.921*** (0.000)	0.0137 (0.323)	-0.068*** (0.000)	-0.243*** (0.000)	1						
10	0.039*** (0.004)	0.019 (0.159)	0.042*** (0.002)	-0.062*** (0.000)	0.0308** (0.0260)	0.471*** (0.000)	-0.167*** (0.000)	-0.128*** (0.000)	0.005 (0.717)	1					
11	0.0394** (0.0045)	0.0139 (0.315)	0.003 (0.810)	-0.415*** (0.000)	0.0165 (0.233)	-0.094*** (0.000)	0.528*** (0.000)	-0.572*** (0.000)	-0.019*** (0.000)	-0.080*** (0.000)	1				
12	0.165*** (0.000)	0.438*** (0.000)	0.160*** (0.000)	-0.101*** (0.000)	0.265*** (0.000)	0.020 (0.1319)	-0.022 (0.100)	-0.098*** (0.000)	0.314*** (0.000)	0.018 (0.192)	0.005 (0.702)	1			
13	-0.100*** (0.000)	-0.069*** (0.000)	0.046*** (0.000)	-0.124*** (0.000)	0.082*** (0.000)	-0.020 (0.143)	0.028** (0.037)	-0.089*** (0.000)	0.068*** (0.000)	-0.017 (0.195)	0.058*** (0.000)	0.133*** (0.000)	1		
14	-0.006 (0.465)	0.000 (0.591)	0.005 (0.408)	0.029** (0.032)	0.004 (0.723)	-0.007 (0.605)	0.011 (0.425)	0.011 (0.429)	0.007 (0.606)	-0.007 (0.589)	0.006 (0.666)	0.040*** (0.003)	0.008 (0.545)	1	
15	-0.080*** (0.000)	-0.169*** (0.000)	0.172*** (0.000)	-0.084*** (0.000)	0.000 (0.097)	-0.016 (0.221)	-0.020 (0.148)	-0.041*** (0.002)	-0.010 (0.449)	-0.014 (0.288)	0.015 (0.272)	-0.178*** (0.000)	0.030** (0.028)	0.021 (0.121)	1

단, *, **, ***는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임.
 1. ROA: 영업이익/총자산, 2. Tobin's Q: (자기자본의 시장가치+부채의 장부가치)/총자본, 3. TFPAss: TFF(매출액 = $B_0 + B_1$ (매출원가) + B_2 (고정자산) + $\hat{\epsilon}$ 식을 이용하여 추정함)/총자산, 4. 경영자지분율, 5. 기관투자자지분율, 6. 개인투자자지분율, 7. 외부대주주지분율, 8. 경영자통제지분율(경영자지분율의 Cubbin-Leech지수), 9. 기관투자자통제지분율(기관투자자지분율의 Cubbin-Leech지수), 10. 개인투자자통제지분율(개인투자자지분율의 Cubbin-Leech지수), 11. 외부대주주통제지분율(외부대주주지분율의 Cubbin-Leech지수), 12. 규모: ln(총자산), 13. 레버리지: 부채의 장부가치/자기자본의 장부가치, 14. 성장성: ln(당기매출액/전기매출액), 15. 영업위험: 당기이전 5년간의 총자산영업이익율(영업이익/총자산)의 표준편차

선성 존재 확인을 위해 분산확인대인자(variance inflation factor: VIF)를 조사해 추가하였으며 다중공선성의 문제가 발생하지 않는 것으로 나타났다.

4.2 가설검증결과

〈표 4-3〉은 소유구조(단순지분율, 통제지분율)와 성과(ROA)와의 관계를 패널분석, Fama-MacBeth,

Newey and West 그리고 Cluster-in 방법론을 이용한 결과이다.¹⁾

패널분석, Fama-MacBeth, Newey and West 그리고 Cluster-in 방법론을 통해 추정된 결과를 보면 단순지분율 분석에서 성과와의 관련성을 설명하지 못했던 주요변수들이 통제지분율 분석에서 설명력을 가질 수 있는 것으로 나타났으며(고정효과모형에서 개인투자자, Cluster-in 모형에서 경영자와

〈표 4-3〉 단순지분율과 통제지분율이 ROA에 미치는 영향 (2000~2010)

	패널A : 단순지분율				패널B : 통제지분율			
	fixed effect estimation	FAMA -MacBeth	Newey West	Cluster-in	fixed effect estimation	FAMA -MacBeth	Newey West	Cluster-in
상수	-0.1298** (-0.0384)	-0.0643** (0.0680)	-0.0643** (0.0205)	0.0852** (0.0183)	-0.1119** (0.0425)	-0.1188** (0.1537)	-0.1188** (0.0375)	-0.0794** (0.0044)
경영자	0.0001 (0.0001)	0.0003** (0.0003)	0.0003** (0.0000)	0.0003 (0.0010)	0.0011 (0.1357)	0.0320** (0.06671)	0.0320** (0.0121)	0.0224** (0.0018)
기관투자자	-0.0000 (0.0001)	0.0002* (0.0003)	0.0002** (0.0000)	-0.0638 (0.0428)	-0.01756 (0.0198)	0.0489** (0.0517)	0.0489* (0.0208)	-0.0805 (0.0433)
외부대주주	0.0003* (0.0001)	0.0000 (0.0011)	0.0000 (0.0002)	0.0004 (0.0010)	0.0398* (0.0165)	0.0008 (0.1457)	0.0008 (0.0334)	0.0192** (0.0019)
개인투자자	0.0001 (0.0000)	0.0003** (0.0001)	0.0003** (0.0000)	0.0001** (0.0000)	0.0176* (0.0083)	0.0384* (0.0557)	0.0384** (0.0132)	0.0001** (0.0000)
레버리지	-0.3054** (0.0011)	-0.0105** (0.0071)	-0.0105** (0.0027)	-0.008** (0.0021)	-0.0034** (0.0011)	-0.0111** (0.0517)	-0.0111** (0.0028)	-0.0084** (0.0021)
규모	0.0323** (0.0029)	0.0084** (0.0049)	0.0084** (0.0016)	0.0097** (0.0014)	0.0140** (0.0030)	0.0082** (0.0046)	0.0082** (0.0015)	0.0093** (0.0014)
성장성	-0.0000 (0.0000)	0.0214** (0.0200)	0.0214** (0.0074)	0.0004** (0.0001)	-0.0000 (0.000)	0.0221** (0.0210)	0.0221** (0.0077)	0.0313* (0.0137)
영업위험	0.2391** (0.0273)	-0.1231** (0.1969)	-0.1231* (0.0608)	-0.0003 (0.0002)	0.2377** (0.0273)	-0.1345* (0.2007)	-0.1345* (0.0601)	-0.0455* (0.0204)
표본수	5206	5206	5206	5206	5206	5206	5206	5206
		Hausman test : 107.94*** F test : 4.76***				Hausman test : 108.35*** F test : 4.87***		

단, *, ** 는 각각 유의수준 0.05, 0.01에서 유의적임. () 는 표준오차값

1) 2008년 금융위기 이전과 이후에 있어서 지분율 변수와 성과와의 관계가 구조적 변화가 있는지 알아보기 위해 데이터를 2008년 이전과 이후로 나누어 분석하여보았다. 2008년 이후 데이터는 시계열 기간이 4년으로 짧아서 Fama-MacBeth, Cluster-in, Newey and West 추정법과 같이 시계열의 길이에 민감한 방법은 제외하고 고정효과 모형 중심 분석해본 결과 금융위기 전후에 구조적인 큰 차이가 없게 나타나고 있어 본 연구에서는 전체 데이터를 중심으로 분석하였다.

Appendix a 참고

외부대주주) 이러한 결과는 본 연구의 목적에 부합하는 것으로 볼 수 있다.

패널모형인 고정효과모형과 임의효과모형 중 적합한 모형을 찾아내기 위하여 하우스만(hausman)검정이 실시되었으며, 결과 귀무가설이 기각되어 고정효과모형(fixed effect estimation)

을 사용하여 분석하였다. 한편 패널분석과 회귀분석 중 본 연구에 적합한 모형을 찾기 위하여 F검정이 실시되었고, 결과 패널분석이 채택되었다.

경영자지분율은 panel A와 panel B에서 양(+)의 계수값을 가졌고 고정효과모형을 제외한 Fama-MacBeth, Newey and West 그리고 Cluster-in 분석 결과 1% 수준 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 기득권 보호가설에 의하여 소유집중도와 성과를 ROA로 측정된 Hu and Izumida (2008)의 결과와는 상반되며 경영자의 소유집중도와 ROA 간 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타난 Joh(2003)의 연구결과에 일치한다. 이는 소유경영자와 외부주주의 이해일치로 인한 대리인 비용 감소효과로 경영자 지분율이 성과와 양(+)의 유의한 관계를 갖는 것으로 해석할 수 있다. 한국기업의 높은 경영자 지분율이 대리인 비용의 감소로 이어져 성과가 높아진다는 유인일치가설에 부합하는 것으로 볼 수 있다.

기관투자자 지분율의 경우 panel A와 panel B에서 고정효과모형의 경우 음(-)의 계수값을 가졌으나 통계적으로 유의하지 않았고 Fama-MacBeth, Newey and West 방법론을 사용하여 분석한 결과 양(+)의 계수값을 가지고 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며 Cluster-in 방법론을 이용한 결과는 귀무가설을 기각하지 못하는 것으로 나타났다. Shlifer and Vishny(1986)는 기관투자자가 경영자를 효율적으로 감시할 수 있다고 보았

으며 권경택·홍규태(2004), 김성우·이기환(2005)은 한국시장에서 기관투자자가 경영자를 통제하여 기업성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보았는데 본 연구의 결과가 부분적으로 이들의 관점에 부합하는 것으로 나타났다. 반면 기관투자자가 기업성과에 유의하지 않은 영향을 미치는 결과는 기관투자자가 경영자를 능동적으로 감시하기보다는 오히려 담합하여 실제로 기관투자자로서의 역할을 하지 못하고 있음을 간접적으로 규명한 결과로 해석할 수 있다. 최근 기관투자자들의 사회적 책임이 더욱 강조되고 있고 이는 기업지배구조의 수렴을 촉진시키기 위한 기관투자자의 노력이 더욱 필요할 것으로 보인다.

외부대주주의 경우는 panel A에서 고정효과모형으로 분석한 경우 5% 수준에서 양(+)의 계수값을 가졌고 통계적으로 유의하였으며 panel B에서 고정효과모형의 경우 5% 수준에서 양(+)의 계수값을 가졌고 Cluster-in 방법론을 사용하여 분석한 결과 1%수준에서 양(+)의 계수값을 가지는 것으로 나타났다. 이들은 소액의 개인투자자에 비해서 상대적으로 기업경영에 개입할 경제적 유인을 가지고 있고 기업의 지배구조 결정에 있어서도 상당한 영향력을 행사할 것으로 예상하였다. 기존 연구(Core, et al., 1999; Finkelstein and Hambrick, 1989; Core, et al., 1999; 신성욱, 2007)에서 확인하였듯이 외부대주주는 경영자와 여타 출자자간 이해상충문제의 감소, 감시기능의 강화 가능성을 높일 수 있는 의사결정자로서 경영효율성의 증가를 가능하게 하는 것으로 볼 수 있다. 반면 panel A의 Fama-MacBeth, Newey and West 그리고 Cluster-in 방법론을 통해 추정된 결과와 panel B Fama-MacBeth, Newey and West 분석에서는 통계적으로 유의한 결과를 갖지 못하는 것으로 나타났다.

10%이상의 지분을 소유한 외부대주주가 기업성과에 긍정적인 영향을 미치지 못한다는 결과를 다소 확대하면, 경영자 통제를 유도할 유인이 있는 외부대주주가 본연의 역할을 충실히 수행하는데 문제가 없는지를 심도있게 검토할 필요가 있고, 따라서 경영자의 부를 극대화하기 위한 기회주의적 의사결정을 제한할 수 있는 제도적 보완책 마련이 중요하다고 판단된다.

개인투자자지분율의 경우 panel A 고정효과모형을 제외하고 모든 모형에서 기대한 바와 같이 양(+)의 계수값을 가지며 통계적으로 유의하였고 panel B에서는 모든 모형에서 1% 유의수준 하에서 통계적으로 유의하였다. 박종성 등(2005)은 주식시장의 3대 매매주체를 개인, 기관투자자 및 외국인 투자자로 제시하였듯이 개인투자자는 기업 소유구조 분석에서 영향력 있는 투자자로 볼 수 있고 이들이 대리인문제를 감소시키는 감시자로서의 유의한 역할을 하는 것으로 볼 수 있다. 이는 개인투자자가 경영자를 직접적으로 통제하지 못하나 투자이익을 극대화시키기 위해 자신에게 유리한 의사결정을 추구할 수 있음을 간접적으로 시사한다. 개인투자자의 통제지분율이 voting game에서 "권력"을 갖고 주주로서의 영향력을 갖는 것으로 볼 수 있는 간접적인 근거를 제시할 수 있다. 다만 panel A의 고정효과모형에서만 개인투자자가 ROA에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 모형의 강건성을 위해 여러 방법론을 도입하여 분석을 실시하였고 단순지분율과 통제지분율의 차이를 도출하고자 한 것이 본 연구의 목적이며 상기의 결과는 단순지분율과 통제지분율간의 설명력의 차이가 있는 것으로 볼 수 있는 근거가 될 수 있다.

〈표 4-3〉을 통해 살펴본 이상의 결과에서 경영자의 통제지분율은 Cluster_in 분석에서 ROA에 통

계적으로 유의한 영향을 미치나 경영자의 단순지분율은 같은 분석에서 ROA에 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 또한 외부대주주의 통제지분율이 Cluster_in 분석에서 ROA에 통계적으로 유의한 영향을 미치나 외부대주주의 단순지분율은 같은 분석을 시행했을 때 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 나타났다. 또한 개인투자자의 통제지분율이 고정효과모형으로 분석하였을 때 통계적인 유의성을 갖는 것으로 나타났으나 개인투자자의 단순지분율은 같은 분석법을 시행하였을 때 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 나타났다.

방법론에 따라 통계적 유의도가 달라지나 단순지분율보다 통제지분율의 유의성이 있는 변수가 보다 많은 것으로 나타났으며 실질적 통제권을 반영한 통제지분율의 차별성을 간접적으로 확인한 결과라 할 수 있다.

〈표 4-4〉는 소유구조(단순지분율, 통제지분율)와 성과(Tobin's Q)와의 관계를 고정효과모형(fixed effect estimation), Fama-MacBeth, Newey and West 그리고 Cluster-in 방법론을 이용하여 추정된 결과이다.

단순지분율과 성과(Tobin's Q) 사이의 관계, 통제지분율과 성과(Tobin's Q) 사이의 관계를 고정효과 모형(fixed effect estimation), Fama-MacBeth, Newey and West 그리고 Cluster-in 방법론을 통해 추정된 결과를 보면 단순지분율과 통제지분율이 성과에 미치는 영향에 관한 차이를 규명하고자 하는 본 연구의 목적에 부합하는 결과가 나타났다.

패널모형인 고정효과모형과 임의효과모형 중 적합한 모형을 찾아내기 위하여 하우스만(hausman) 검정이 실시되었으며, pooled OLS와 패널분석 중 적절한 분석모형을 판단하고자 F 검정을 실시한 결과

〈표 4-4〉 단순지분율과 통제지분율이 Tobin's q에 미치는 영향 (2000~2010)

	패널A : 단순지분율				패널B : 통제지분율			
	fixed effect estimation	FAMA -MacBeth	Newey West	Cluster-in	fixed effect estimation	FAMA -MacBeth	Newey West	Cluster-in
상수	-0.7619** (0.2070)	0.4802** (0.3553)	0.4802** (0.1199)	0.4142** (0.0775)	-0.1285 (0.2287)	-0.3365 (1.2166)	-0.3365 (0.4314)	-0.281 (0.2166)
경영자	0.0029** (0.0006)	0.0054** (0.0029)	0.0054** (0.0010)	0.0044** (0.001)	0.1285** (0.0731)	0.0097 (0.5560)	0.0097 (0.1942)	0.9423** (0.1329)
기관투자자	0.0037** (0.0009)	0.0009 (0.0050)	0.0009 (0.0016)	2.0811** (0.4238)	0.6448** (0.1067)	0.6445** (0.5195)	0.6445** (0.187)	2.2293** (0.4402)
외부대주주	0.0032** (0.0007)	0.0028 (0.0051)	0.0028* (0.0014)	0.0047 (0.0015)	0.4286** (0.0893)	0.1319 (0.5968)	0.1319 (0.2043)	-0.1376 (0.0812)
개인투자자	-0.0003 (0.0004)	0.0024** (0.0030)	0.0024* (0.0011)	0.0000 (0.0003)	-0.0044 (0.0447)	0.1017* (0.1713)	0.1017* (0.0457)	0.0003* (0.0001)
레버리지	-0.0056 (0.0060)	0.0033 (0.0335)	0.0033 (0.0123)	-0.0006 (0.0065)	-0.0030 (0.0059)	0.0076 (0.0362)	0.0076 (0.0132)	0.0046 (0.0069)
규모	0.1425** (0.0159)	0.0501** (0.0239)	0.0501** (0.0083)	0.0551** (0.0061)	0.1389** (0.0162)	0.0533** (0.0295)	0.0533** (0.0106)	0.0526** (0.0065)
성장성	-0.0002 (0.0004)	0.0817** (0.0989)	0.0817* (0.0333)	-0.0028** (0.0005)	-0.0004 (0.0004)	0.0768** (0.0936)	0.0768* (0.0309)	-0.0673 (0.0905)
영업위험	0.7379 (0.1473)	2.4122** (1.4209)	2.4122** (0.5793)	0.0008 (0.0016)	0.7397** (0.1472)	2.6021** (1.5117)	2.6021** (0.6183)	0.2808 (0.2251)
표본수	5206	5206	5206	5206	5206	5206	5206	5206
		Hausman test : 86.11*** F test : 8.92***				Hausman test : 75.24*** F test : 9.18***		

단, *, ** 는 각각 유의수준 0.05, 0.01에서 유의적임. ()는 표준오차값

관찰불가능한 요인이 통제된 고정효과모형(fixed effect estimation)이 가장 적합한 모형인 것으로 나타났다.

경영자지분율의 경우 panel A에서 경영자지분율은 모든 모형에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났고 panel B에서 고정효과모형과 Cluster-in 방법론을 통한 분석 결과는 1% 수준에서 양(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며 그 이외의 모형에서는 귀무가설을 기각하는데 실패하였다.(가설1 부분적 채택)

이는 경영자 통제권이 Tobin's Q에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타난 Edward and Weichenrieder,

(2009)의 연구와는 상반된 결과이며 경영자 지분율이 높을수록 성과가 높아진다고 보는 유인일치 가설에 부합되는 결과이다.

기관투자자의 경우 panel A에서 고정효과모형과 Cluster_in 방법론을 통한 추정에서 양(+)의 계수값을 가지고 1% 유의수준 하에서 통계적으로 유의하였으며 panel B에서는 모든 모형에서 양(+)의 계수값을 가지며 1% 유의수준 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

외부대주주의 경우 panale A에서 고정효과모형과 Newey and West 방법론을 이용한 추정에서 각각 1% 수준에서, 5%수준에서 양의 계수값을 가

지며 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났고, panel B에서는 고정효과모형에서만 1% 수준에서 양(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

개인투자자는 panel A에서 Fama-MacBeth, Newey and West 추정에서 각각 1%, 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났고 panel B에서 Fama-MacBeth, Newey and West 그리고 Cluster-in 방법론을 사용한 추정에서 모두 5% 수준에서 양(+)의 유의한 관련성을 갖는 것으로 나타났다.

〈표 4-4〉에 대한 이상의 결과에서 실질적 통제권을 반영한 기관투자자의 통제지분율이 Fama-MacBeth와 Newey and West 분석에서 Tobin's Q에 통계

적으로 유의한 관계를 갖는 것으로 나타났으나 기관투자자의 단순지분율이 Fama-MacBeth와 Newey and West 분석에서 유의한 관련성을 갖지 못하는 것으로 나타났다.

또한 개인투자자의 통제지분율이 Cluster-in 분석에서 Tobin's Q에 통계적으로 유의한 관계를 갖는 것으로 나타났으나 개인투자자의 단순지분율의 경우 Cluster-in 분석에서 Tobin's Q에 유의한 관련성을 갖지 못하는 것으로 나타났다. 이것은 단순지분율이 설명하기 어려웠던 변수와 성과와의 관련성을 통제지분율을 사용하여 보다 직접적으로 규명한 결과라 할 수 있다.

〈표 4-5〉는 소유구조(단순지분율, 통제지분율)와

〈표 4-5〉 단순지분율과 통제지분율이 TFP에 미치는 영향 (2000~2010)

	패널A : 단순지분율				패널B : 통제지분율			
	fixed effect estimation	FAMA -MacBeth	Newey West	Cluster-in	fixed effect estimation	FAMA -MacBeth	Newey West	Cluster-in
상수	-1.1936** (-34.18)	-1.0971** (0.3208)	-1.0971** (0.1141)	-1.1937** (0.0705)	-2.4245** 0.1086	-1.4605** (0.7767)	-1.4605** (0.206)	-1.4031** (0.1888)
경영자	0.0012** (0.0003)	0.0009** (0.0008)	0.0009** (0.0001)	0.0021** (0.0004)	0.0196** 0.0047	0.1646** (0.3647)	0.1646 (0.0869)	0.2063** (0.0397)
기관투자자	0.0020 (0.0024)	0.0017** (0.0015)	0.0017** (0.0004)	0.5032** (0.1891)	0.0903 0.0506	0.2475** (0.2182)	0.2475** (0.0705)	0.5324** (0.1877)
외부대주주	0.0001 (0.0003)	0.0014 (0.0036)	0.0014 (0.0012)	0.0012 (0.0022)	0.1271** 0.0424	0.2118 (0.4529)	0.2118 (0.1548)	0.1277 (0.0849)
개인투자자	0.0005** (0.0001)	0.0006** (0.0010)	0.0006** (0.0002)	0.0004** (0.0001)	0.0193** 0.0212	0.0679 (0.2597)	0.0679 (0.0668)	0.0004** (0.0001)
레버리지	-0.0292** (0.0028)	-0.0310** (0.0167)	-0.0310** (0.0066)	-0.0292** (0.0045)	-0.0071* 0.0028	-0.0313** (0.0170)	-0.0313** (0.0066)	-0.0298** (0.0046)
규모	0.0832** (0.0075)	0.0773** (0.0230)	0.0773** (0.0087)	0.0832** (0.0052)	0.1700** 0.0076	0.0763** (0.0249)	0.0763** (0.0096)	0.0823** (0.0055)
성장성	-0.0004 (0.0002)	0.0220 (0.0461)	0.0220 (0.0144)	0.0006** (0.0002)	-0.00029 0.0002	0.0224 (0.0475)	0.0224 (0.0152)	0.0444 (0.0575)
영업위험	-0.5031** (0.0697)	-0.6499** (0.6495)	-0.6499** (0.2350)	0.0001 (0.0002)	0.3243** 0.0699	-0.6553** (0.0170)	-0.6553** (0.2127)	0.0705* (0.0289)
표본수	5206	5206	5206	5206	5206	5206	5206	5206
		Hausman test : 186.62*** F test : 12.19***				Hausman test : 172.36*** F test : 12.20***		

단, *, ** 는 각각 유의수준 0.05, 0.01에서 유의적임. ()는 표준오차값

성과(TFP)와의 관계를 고정효과모형(fixed effect estimation), Fama-MacBeth, Newey and West 그리고 Cluster-in 방법론을 이용한 결과이다.

패널모형인 고정효과모형과 임의효과모형 중 적합한 모형을 찾아내기 위하여 하우스만(hausman) 검정이 실시되었으며, F 검정 실시 후 관찰불가능한 요인이 통제된 고정효과모형(fixed effect estimation)이 pooled OLS와 비교하여 보다 적합한 모형인 것으로 나타났다.

경영자지분율의 경우 panel A와 panel B에서 경영자지분율은 모든 모형에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다.

기관투자자의 경우 panel A에서 Fama-MacBeth, Newey and West 그리고 Cluster_in 방법론을 통한 추정에서 양(+)의 계수값을 가지고 1% 수준 하에서 통계적으로 유의하였으며 panel B에서 고정효과모형을 제외한 모든 모형에서 양(+)의 계수값을 가지며 1% 수준 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

외부대주주의 경우 panale A의 모든 모형에서 귀무가설을 기각시키지 못하는 것으로 나타났고, panel B에서는 고정효과모형에서만 1% 수준에서 양(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

개인투자자의 경우 panel A와 panel B에서 고정효과모형과 cluste-in의 추정에서 모두 5% 수준 하에서 유의한 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다.

〈표 4-5〉에 대한 이상의 결과를 요약하면 경영자의 단순지분율이 Newey and West 분석에서 TFP에 유의한 영향을 미치나 경영자의 통제지분율은 Newey and West 분석에서 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났고, 외부대주주의 통제지분율은 고정효과모형에서 TFP에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으나 외부대주

주의 단순지분율은 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 나타났다. 이는 실질적 통제권을 반영한 통제지분율과 의결권을 반영한 단순지분율이 성과(TFP)에 미치는 영향이 상이하다는 것을 나타내는 간접적 증거가 될 수 있을 것이다.

〈표 4-3〉, 〈표 4-4〉과 〈표 4-5〉의 결과를 종합적으로 보면 단순지분율과 통제지분율이 기업성과에 미치는 영향이 다를 수 있다는 것을 발견할 수 있었다. 통제지분율과 기업성과 사이의 관련성이 단순지분율과 기업성과 사이의 관련성에 비하여 각각 변수들에 통계적 유의성이 대부분 높았고 가설 채택률이 높은 것으로 나타났다. 이는 주식의 소유권 집중도를 고려한 통제지분율 측정법이 기존의 연구에서 이루어진 단순지분율 측정에 비하여 상대적으로 현실을 보다 잘 반영한 분석 방법일 수 있고 의결권과 실질적 통제권이 서로 다르다는 것을 간접적으로 규명한 결과라 할 수 있다.

V. 결론

본 연구에서는 국내 상장 제조기업을 대상으로 소유구조(단순지분율, 통제지분율)와 기업성과(ROA, Tobin's Q, TFP)와의 관련성을 실증분석하는데 있다. 구체적으로 본 연구에서는 기존의 선행연구와 달리 소유구조 변수를 경영자의 실질적 통제권을 반영한 Cubin_Leech(1983) 지수로 측정하였으며 세부적으로 경영자의 통제권, 기관투자자의 통제권, 외부대주주의 통제권 그리고 개인투자자의 통제권을 각각 측정하여, 이들이 기업의 성과에 어떤 영향을 미치는지 알아보고자 하였다. 이를 위해 다양한 분석방법을 도입하여 기존연구와의 차별성을 높이고자

하였다. 먼저 시계열 영향을 고려한 고정효과모형(fixed effect estimation)과 임의효과모형(random effect estimation)으로 연구모형을 분석하였다. 한편 연구모형의 강건성을 높이기 위하여 Cluster-in 추정을 실시하여 잔차간의 횡적 상관성을 고려하였으며 또한 Newey and West 방법론과 더불어 가장 기본적인 방법인 Fama-MacBeth 방법론을 사용하여 추정한 결과를 분석에 추가하였다.

2000년부터 2011년까지 5206개의 시계열 자료를 바탕으로 이상에서 제시한 연구목적에 실증분석한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 경영자의 통제지분율은 Cluster_in 분석에서 ROA에 통계적으로 유의한 영향을 미치나 경영자의 단순지분율은 같은 분석에서 ROA에 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 또한 외부대주주의 통제지분율이 Cluster_in 분석에서 ROA에 통계적으로 유의한 영향을 미치나 외부대주주의 단순지분율은 같은 분석을 시행했을 때 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 나타났다. 또한 개인투자자의 통제지분율이 고정효과모형으로 분석하였을 때 통계적인 유의성을 갖는 것으로 나타났으나 개인투자자의 단순지분율은 같은 분석법을 시행하였을 때 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 나타났다.

둘째, 실질적 통제권을 반영한 통제지분율이 Fama-MacBeth와 Newey and West 분석에서 기관투자자, Cluster-in 분석에서 개인투자자가 Tobin's Q에 통계적으로 유의한 관계를 갖는 것으로 나타났으나 단순지분율의 경우 Fama-MacBeth와 Newey and West 분석에서 기관투자자, Cluster-in 분석에서 개인투자자가 Tobin's Q에 유의한 관련성을 갖지 못하는 것으로 나타났다. 이것은 단순지분율이 설명하기 어려웠던 변수와 성과와의 관련성을 통제지분율을 사용하여 보다 직접적으로 규명한 결

과라 할 수 있다.

셋째, 경영자의 단순지분율이 Newey and west 분석에서 TFP에 유의한 영향을 미치나 경영자의 통제지분율은 Newey and west 분석에서 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났고, 외부대주주의 통제지분율은 고정효과모형에서 TFP에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으나 외부대주주의 단순지분율은 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 나타났다. 이는 실질적 통제권을 반영한 통제지분율과 의결권을 반영한 단순지분율이 TFP에 미치는 영향이 상이하다는 것을 나타내는 간접적 증거가 될 수 있을 것이다.

이상의 결과에서 방법론에 따라 통계적 유의도가 달라지나 단순지분율보다 통제지분율의 유의성이 있는 변수가 보다 많은 것으로 나타났고 실질적 통제권을 반영한 통제지분율의 차별성을 확인한 결과를 할 수 있다.

본 연구와 관련된 한계점은 다음과 같다. 이러한 한계점은 본 연구결과를 이해하고 응용하는데 고려해야 할 사항이 됨과 동시에 미래 연구과제가 될 것이다.

첫째, 본 연구에서 기관투자자 지분율은 5% 이상의 주식을 보유한 기관투자자 지분으로 측정되었다. 이는 기관투자자 지분 공시가 의무공시 사항이 아니기 때문에 표본기업의 정확한 지분율 상황이 반영되지 못하였다. 이러한 이유는 분석결과에 어느 정도의 부적합한 영향을 미쳤을 것으로 보인다.

둘째, 본 연구에서는 소유구조에 초점을 맞추어 연구가 진행되었다. 사외이사과 관련된 변수, 이사회, 감사위원회, 외부감사와 관련된 지배구조 관련 변수들과 성과와 관련한 연구를 도입하여 분석하고 있는 추세에 있다. 따라서 추후의 연구에서 소유구조와 더불어 다양한 지배구조 변수가 고려된 모형을

분석한다면 보다 함의있는 연구결과를 도출할 수 있을 것이다.

이상의 한계점에도 불구하고 본 연구에서는 우리나라 상장기업을 대상으로 단순지분율이 기업성가에 미치는 기존의 연구범위에서 넘어서 통제지분율이 기업성가에 미치는 영향을 알아봄으로써, 기업의 실질적 통제력을 가진 주주와 기업성과간의 관련성을 밝혀내었다는데 연구의 의미를 찾을 수 있다. 본 연구결과는 실질적 통제권을 분석하여 투자자의 연구설계에 유용한 정보를 제공할 수 있고 아울러 실제 기업들의 통제권 및 기업지배구조 개선이 기업가치 증가에 어떠한 역할을 수행하는지에 대한 추가적 연구도 가능할 것으로 기대된다.

참고문헌

- 권경택 · 홍규태(2004), "기업소유구조와 기업가치," **산업연구**, 12, 1-23.
- 김건우(1997), "소유구조와 자본구조의 관계," 한국조세연구원.
- 김병호(2002), "기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 관한 연구: 임원지분율을 중심으로," **한국증권학회지**, 30, 391-434.
- 김우택 · 장대홍 · 김경수(1993), "기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구," **재무연구**, 6, 55-75.
- 김주현(1992), "기업소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구," **재무연구**, 5, 129-159.
- 김성우 · 이기환 · 이미영(2012), "의결권행사 허용 이후 국내 기관투자자의 소유지분비율과 기업가치에 관한 연구," **기업경영연구**, 19, 235-253.
- 김성우 · 이기환(2005), "기관투자자의 소유지분비율이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구," **전문경영인연구**, 8, 53-76
- 박기성(2002), "소유 구조와 기업의 회계적 성과 및 TobinQ의 관계에 관한 연구," **한국증권학회지**, 30, 297-325.
- 변영훈(2005), "개인투자자의 주식투자 성과 분석," **재무관리학회**, 12, 135-164.
- 송영렬 · 김홍기(2008), "주권상장법인과 코스닥상장법인의 소유구조가 기업성가에 미치는 영향에 관한 연구," **기업경영연구**, 27, 69-84.
- 신성욱(2007), "기업지배구조가 경영자보상과 미래경영성과에 미치는 영향, 부산대학교 박사학위논문.
- _____(2011), "경영자 보수 스톡옵션 가치가 기업의 배당정책에 미치는 영향," **경영정보연구**, 30, 217-239.
- 정경수, (2001), "자본구조와 소유구조, 기업가치의 관련성에 관한 연구," **경영연구**, 16, 113-136.
- 조동근 · 변민식, (2008), "기업의 소유 지배구조와 기업가치 간의 관계 -IMF 외환위기 이후의 경험-, 한국경제연구원.
- 최우석 · 이우백(2005), "오너경영과 기업성가에 관한 실증 연구," **재무연구**, 18, 121-155.
- 황동섭(2006), "소유구조와 기업성과," **산업경제연구**, 19, 73-86.
- Alchian, A. A. and Demsetz, H.(1972), "Production, Information Cause, and Economic Organization," *American Economic Review*, 62, 777-795.
- Clark, G. L. and Wojcik, D.(2003), "An Economic Georaphy of Grobal Finance: Ownership Concentration and Stock-Price Volatility in German Firms and Regions," *Anuals of the Association of American Geographers*, 93, 909-924.
- Core, J. E, Holthausen, R. W. and Larcker, D. F. (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.
- Cubbin, J, and Leech, D.(1983), "The Effect of

- Shareholding Dispersion on the Degree on Control in British Companies: Theory and Measurement." *Economic Journal*, 93, 351-369.
- Demsetz, H.(1986), "Corporate Control, Insider Trading, and Rates of Return," *American Economic Review*, 76, 313-316.
- Demsetz, H. and Lehn, K.(1985). "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *The Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Denis, D. and Denis, D.(1994), "Majority-Owner Managers and Organizational Efficiency," *Journal of Corporate Finance*, 1, 91-118.
- Edward J. S and Weichenrieder, A. J.(2009), "Control right, Pyramid, and the measurement of ownership Concentration," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 72, 489-508.
- Fama, E. F. and MacBeth, J. D.(1973), "Risk, return and Equilibrium :Empirical Tests," *Journal of Political Economy*, 81, 607-636.
- Ferguson, P. R. and Ferguson, G. J. (1994), "Industrial economics: issues and perspectives (2nd ed.)" Washington Square, New York, N. Y, New York University Press.
- Finkelstein, S, and Hambrick, D.(1989), "Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes," *Strategic Management Journal*, 10, 121-134.
- Gujarati, D. N.(2003), "Basic Econometrics (4E)", McGraw Hill, 636-655.
- Hambrick, D. C. and Finkelstein, S.(1995), "The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top: The Case of CEO Pay Raises," *Strategic Management Journal*, 16, 175-193.
- Hermalin, B. and Weisbach, M.(1998), "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO," *American Economic Review*, 88, 96-118.
- _____ (1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," *Financial Management*, 20, 101-112.
- Hirschman, Ablert O.(1970). "Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States," Cambridge, MA: Harvard University Press.
- _____ (1993), "Exit, voice and the fate of the German Democratic Republic: An Essey in Conceptual History," *World Politics*, 45, 173-202.
- Holderness, C, and Sheehan, D.(1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations," *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- Hoskisson, R. E., Johnson, R. A., and Moesel, D. D.(1994), "Corporate Diverstiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy, and Performance," *Academy of Management Journal*, 37, 1207-1251
- Hu, Y. and Izumida, S.(2008), "Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data, *Journal Compilation*, 16, 3423-58.
- Wooldridge, J. M.(2006), "Introductory Econometrics, A Modern Approach 4E, South-Western Cengage Learning, 491-496.
- Jensen, M. and Meckling, W.(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Fin-*

- ancial Economics*, 3, 305-360.
- Joh, Sung Wook(2003), "Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis," *Journal of Financial Economics*, 68, 287-322.
- Leech, D.(1987), "Ownership Concentration and the Theory of the Firm: A Simple-Game-Theoretic Approach," *Journal of Industrial Economics*, 35, 225-240.
- _____ (1988), "The Relationship Between Shareholding Concentration and Shareholder Voting Power in British Companies: A Study of the Application of Power Indices for Simple Games," *Management Science* 34, 509-527.
- _____ (2002), "An Empirical Comparison of the Performance of Classical Power Indices," *Political Studies*, 50, 1-22
- Loderer, C. and Sheehan, D.(1989), "Corporate Bankruptcy and Managers' Self-Serving Behavior," *Journal of Finance*, 44, 1059-1075.
- _____ and Martin, K.(1997), "Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces," *Journal of Financial Economics*, 45, 223-255.
- Leland, H. E. and Pyle, D. H.(1977), "Information Asymmetry, Financial Structure and Financial and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 371-387.
- McConnell, J. J., and Servaes, H.,(1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Mitton, T.(2002), "A Cross Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 64, 215-241
- Mudambi, R. and Nicolsis, C.(1998), "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the UK," *Financial Services*, 8, 180.
- Newy, W. and West, K.(1987), "A simple Positive Semi-Definite, Heteroscedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix" *Econometrica*," 55, 703-708
- Odean, T.(1999), "Do Investors Trade Too Much?," *American Economic Review*, 89, 1279-1298.
- Peterson, M. A.(2008), "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches," *Review of Financial Studies*, 22, 435-480.
- Pohjola, M.(1988), "Concentration of Shareholder Voting Power in Finnish Industrial Companies," *Scandinavian Journal of Economics*, 90, 245-253.
- Pound, J.(1988), "Proxy Contest and the Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Roodposhi, F. R. and Chashmi, S. A.(2010), "The Effect of Board Composition and Ownership Concentration on Earnings Management: Evidence from IRAN," *World Academy of Science*, 66, 165-171.
- Rydqvist, K.(1986), "The Pricing of Shares with Different Voting Power and the Theory of Oceanic Games," Economic Research Institute, Stockholm School of Economics, Stockholm.
- Schlarbaum, G., Lewellen, W. and Lease, R.(1987), "The Common Stock Portfolio Performance Record of Individual Investors: 1964-70," *Journal of Finance*, 33, 429-441.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W.(1997), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Finance*, 52, 737-783.

- _____ (1986), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Short, H. and Keasey, K.(1999), "Managerial Ownership and Performance of Firm: Evidence from U.K," *Journal of corporate finance*, 5, 79-101
- Stulz, R.(1988), "Managerial and Control of Voting Right: Fiancing Policies and The Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 25-54.
- Sumiati, D. A.(2011), "The Influence of Ownership Concentration to Operational Performance on Go Public Company and in Indonesia," *Journal of Economics and Engineering*, 2, 70-73
- Thompson, S. B.(2006) "Simple Formulars for Standard Errors that Cluster by both Firm and time," Working paper, *Harvard University*.
- Trangadisaikul, Chayo(2007), "Firm Ownership Structure and Performance: An Empirical Study of the Manaufaturing Sector in Thailand," University of New Haven West Haven, Dissertation of the Degree of Doctor.
- Wei, J. G.(2002b). "Minority shareholders protection, ownership structure and corporate governance," Working Paper, Shanghai University of Finance and Economics.
- Wooldridge, J. M.(2003). "Cluster-Sample Methods in Applied Econometrics," *American Economic Review*, 93, 133-138
- Zajac, E. J. and Westphal, J. D.(1994), "The costs and Benefits of Managerial Incentives and Monitoring in Large U.S Coporation: When is more not better?," *Strategic Management Journal*, 39, 441-463.
- Zingales, L.(1994), "The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience," *Review of Financial Studies*, 7, 125-.148.
- Zwiebel, J.(1995), "Block investment and partial benefits of corporate control," *Review of Economic Studies*, 62, 161-.185.

〈Appendix a〉

〈단순지분율의 성과에 미치는 영향 금융위기 전후 비교〉

	ROA		Tobin's Q		TFP	
	금융위기전 2000-2006	금융위기후 2007-2011	금융위기전 2000-2006	금융위기후 2007-2011	금융위기전 2000-2006	금융위기후 2007-2011
상수	-0.0946* (0.0315)	-0.106* (0.0444)	-0.185 (0.1974)	0.247 (0.2506)	-2.110** (0.1214)	-1.176** (0.0817)
경영자	0.0050 (0.0133)	0.0106 (0.0242)	-0.155 (0.0824)	-0.290* (0.1250)	0.109* (0.0479)	-0.0274 (0.0383)
기관투자자	0.0168 (0.0248)	0.0059 (0.0309)	0.491** (0.1539)	0.473** (0.1623)	0.354** (0.0896)	0.0241* (0.0397)
외부대주주	-0.0359* (0.0165)	-0.0381* (0.0117)	0.442** (0.1021)	0.296* (0.0607)	0.0839 (0.0588)	0.0043 (0.0490)
개인투자자	0.017 (0.0101)	-0.0381 (0.0317)	-0.0871 (0.0629)	0.319** (0.0623)	-0.0387 (0.0365)	-0.0073 (0.0185)
규모	0.0112** (0.0016)	0.0130** (0.0018)	0.0599** (0.0102)	0.0352* (0.0137)	0.134** (0.0068)	0.0841** (0.0048)
레버리지	-0.0027** (0.0009)	-0.0135** (0.0022)	-0.0045 (0.0059)	0.0095 (0.0127)	-0.0072* (0.0034)	-0.0208** (0.0039)
성장성	-1.8E-05 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	-6.4E-05 (0.0006)	-0.0004 (0.0006)	-0.0001 (0.0003)	-0.0002 (0.0001)
영업위험	1.009** (0.0367)	0.385** (0.0410)	1.749** (0.2291)	0.452* (0.2085)	0.0836 (0.1368)	0.890** (0.0632)
표본수	5205	5205	5205	5205	5205	5205

단, *, ** 는 각각 유의수준 0.05, 0.01에서 유의적임. ()는 표준오차값

〈통제지분율의 성과에 미치는 영향 금융위기 전후 비교〉

종속변수	ROA		Tobin's Q		TFP	
	금융위기전 2000-2006	금융위기후 2007-2011	금융위기전 2000-2006	금융위기후 2007-2011	금융위기전 2000-2006	금융위기후 2007-2011
기간						
상수	-0.1782** (0.0551)	-0.407** (0.1109)	-2.001** (0.3394)	3.958** (0.5027)	-3.987** (0.1907)	-1.541** (0.1455)
경영자	0.00009 (0.0001)	-0.0002 (0.0004)	0.0016* (0.0007)	0.0095** (0.0020)	0.0003 (0.0004)	0.0003 (0.0005)
기관투자자	0.0007 (0.0001)	0.0001 (0.0004)	0.0031** (0.0012)	0.0023* (0.0009)	0.0027** (0.0006)	0.0007 (0.0005)
외부대주주	-0.0002 (0.0001)	-0.0003 (0.0003)	0.0034** (0.0009)	0.0024* (0.0004)	0.0006 (0.0005)	-8.4E-05 (0.0004)
개인투자자	0.0001 (0.0009)	0.0002 (0.0001)	0.0003 (0.0005)	-0.0001 (0.0007)	-0.0002 (0.0003)	0.0005** (0.0002)
규모	.01733** (0.0043)	0.0336** (0.0083)	0.2333** (0.0268)	-0.195** (0.0377)	0.3040** (0.0150)	0.108** (0.0109)
레버리지	-0.0012 (0.0010)	-0.0087** (0.0033)	-0.0080 (0.0063)	0.0126 (0.0151)	-0.0041 (0.0035)	-0.0109* (0.0043)
성장성	-0.0002 (0.0001)	-0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0006)	-0.0004 (0.0006)	-0.0001 (0.0003)	-0.0002 (0.0001)
영업위험	.3082** (0.0435)	1.009** (0.0498)	0.8394** (0.2680)	-0.0072 (0.2257)	0.761** (0.1506)	1.098** (0.0653)
표본수	5205	5205	5205	5205	5205	5205

단, *, ** 는 각각 유의수준 0.05, 0.01에서 유의적임. ()는 표준오차값

The Influence of Ownership Concentration to Operational Performance*

Hyun-jung Nam** · Seng-hun Yu*** · Chun-Gwang Park****

Abstract

We examines the correlation between firm ownership structure and firm performance of a sample of 5206 pannel data listed on Korea Stock Exchange during 2000-2011.

This paper analyzes the correlation of perfomance and ownership concentration with fix effect estimation, Fama-MacBeth, Newey and West and Cluster-in.

Following the agency theory, the results suggest the there is a significant relation between firm ownership structure and performance when measured by the Tobin's Q and TFP Considering that the actual degree of control is the result of the shares owned as well as the rest of the shares owned by other types of shareholders, the study also finds significant correlation between degree of control and ROA, Tobin's Q and TFP.

The level of correlation varies with the type of the ownership and the measurement methods. Notably, shares owned by blockholder have not a significant impact on ROA but degree of control of blockholder generate a positive impact on ROA

The results of this study show that the major variables which are not significantly related to the performance in analysis of ownership structure can have explanatory power in the analysis of degree of control. In addition, they indirectly prove that the voting rights of shareholders and substantial managerial control in corporations can be different.

Key words: ownership concentration, control right, operational performance, pana analysis, Fama-MacBeth, Newey and West, Cluster-in

* This work was supported by a two year research grant(2012) of Pusan National University

** Adjunct professor, Tong-Myong University

*** Professor, Pusan National University

**** Professor, Tong-Myong University