소유구조와 경영성과에 관한 대리이론 연구
A Study of hte Agency Theory on Owership Structure Affecting corporate performance

김 형 준*
Kim Hyung-Jun
황 동 섭**
Hwang Dong-Sub

Abstract

The objectives of this study are to analyze, based upon agency theory, empirically the relevance between ownership structure and corporate performance. In this study, samples are 285 firms listed in Korea stock exchage from 1990 to 1994.

The results of this empirical test are summarized as follows :

Insider-equity ratio of firm in Korea has been positively correlated with performance of corporate. This study intended to present the desirable implecations for seperation of ownership and management.

Ⅰ. 서 론

최근 전직 대통령의 비자금과 관련하여 기업의 지배구조에 관한 논란이 재연되고 있다. 우리나라는 정책적으로 기업의 재무구조 개선과 경영효율화를 달성하기 위해 주식 소유분산 정책을 추진해 오고 있다. 이는 기업의 소유구조가 기업의 경영성과에 영향을 미친다는 믿음에 기인한다고 할 수 있다. 전통적인 재무론은 경영자들이 기업가치 극대화의 목표를 충실히 수행한다는 가정하에 전개되었다. 그러나 소유와 경영의 분리라는 현대기업의 소유구조 변화는 경영자가 기업의 가치 또는 주주 부의 극대화로부터 이탈하여 경영자 자신의 효용을 극대화시키기 위해 자의적인 경영을 도모할 수 있는 환경을 제공한다.

Berle-Means[1932]는 주식의 소유분산이 심하게 진행되면 대주주일지라도 상대적으로 적은 지분 밖에 보유하지 못하게 되어 의결권을 갖는 주식의 소유가 사실상 불가능하게 되므로 경영자들이 주주들의 감시와 통제로부터 벗어나 보다 많은 자율권을 행사함으로서 주주들의 이익이 부당하게 침해받을 수 있음을 지적하였다. Jensen-Meckling[1976]은 주주와 경영자간의 이행상충으로 인해 경영자는 의사결정과정에서 자신에게 유리한 결정을 내리게 되고, 이는 대리비용(agency cost)을 발생시킨다. 이 비용은 경영자의 소유지분이 낮을수록 늘어나게 된다. 따라서 경영자의 지분과 경영성과간에는 正의 관계가 있다고 하여 소유분산에 따른 대리비용을 강조하였다. 그러나 경영자들의 노동시장이 효율적(Fama[1980])이거나 자본시장에서의 사후관리가 철저히 이행(Easterbrook[1984])되거나 기업간의 인수시장이 효율적인 경우(Jensen-Ruback[1983])에는 대리문제(agency problems)를 완화 내지 해소시킬 수 있다는 상반된 주장도 있다. 결국 이 문제는 이론적으로 정확히 추정될 수 없는 문제로 실증연구에 의해서 설명되어야 한다. 따라서 본 논문은 우리나라 기업의 소유구조가 경영성과에 어떤 영향을 미치는지를 대리이론의 관점에서 실증분석을 통해 검증해보고자 한다. 이는 현재 추진되고 있는 지배구조와 관련된주식소유분산정책에 의미있는 시사점을 제공해줄 수 있을 것이다.

* 서일전문대학 공업경영과 교수
** 서일전문대학 공업경영과 강사

Ⅱ. 소유구조와 경영성과

기업은 창업기에는 이익의 사내유보를 통한 내부자금조달로 경영되나 시장규모가 커지고 사업이 확대됨에 따라 외부자금조달에 의존하지 않을 수 없게 된다. 그러나 금융기관으로부터의 차입은 기업의 파산위험을 증가시키므로 기업으로서는 불특정다수인을 대상으로 한 주식발행에 의한 자본조달을 꾀하게 된다. 이에 따라 대주주의 소유지분은 점점 낮아지고 대주주는 낮은 지분율로도 기업의 경영권을 갖게 된다. 또한 기업환경이 복잡해짐에 따라 전문경영능력이 필요하게 되어 소유경영자를 대체하는 전문경영자가 등장하게 된다. 소액주주들은 기업의 소유지이지만 대다수가 자본이득이나 배당수입에 관심이 있을 뿐 소유주로서의 권리를 행사하려고 하지 않으며 하기도 힘든 실정이다. 이 경우 실질적으로 기업을 지배하는 자는 주주로부터 기업경영을 위탁받은 경영자가 된다. 소유와 경영의 분리라는 현대기업의 소유구조 변화는 경영자가 주주 富의 극대화 목표로부터 이탈하여 경영자 자신의 효용을 극대화시키려는 동기를 갖게 한다. 대리이론(agency theory)은 Jensen-Meckling에 의해서 기업의 소유구조와 경영성과와의 관계를 설명하는데 도입되었다. 주주와 경영자의 관계를 대리관계(agency relationship)라 하고, 이로부터 발생하는 비용을 대리비용이라 한다. 일반적으로 위임자(principal)인 주주와 대리인(agent)인 경영자 사이의 이해갈등의 원천은 다음과 같다.

첫째, 경영자는 금전적 이득 뿐만 아니라 경영활동과정에서 얻을 수 있는 비금전적 이득에 의해서도 자신의 활동을 증대시킬 수 있는데 경영자는 기업의 주식을 거의 보유하지 않거나 일부만을 보유하므로 자신의 특권소비(perquisite consumption)에 대한 비용을 거의 부담하지 않는다. 따라서 경영자는 이러한 비용을 주주에게 이전시킬 수 있으며, 이는 주주와의 사이에 갈등을 발생시킨다.

둘째, 기업경영에는 많은 시간과 노력이 필요한데 보통의 인간은 노력회피자(effort averter)라고 할 수 있으므로 가급적이면 노력을 적게 투입하려고 할 것이다. 특히 경영자가 주식을 보유하지 않거나 일부만을 보유할 경우 자신의 노력을 증대시켜 기업가치가 증가하더라도 경영자 자신에게 돌아오는 금전적 이득은 거의 없으므로 수익성 높은 새로운 투자기회를 찾거나 신기술을 습득하는 것과 같은 창조적활동에 노력을 투입하려는 유인이 완전소유경영자 보다 적게 된다.

세째, 경영자의 視界(horizon)는 자신의 임기내로 한정되며, 주주의 視界는 영속적이라 할 수 있다. 따라서 투자안 결정시 경영자는 자신의 임기 이후의 현금흐름에 대해 낮게 평가하려는 경향이 있다. 이와같은 경영자의 성향은 기업의 가치를 감소시켜 주주와의 갈등을 발생시킬 수 있다.

네째, 주주는 여러 기업에 분산투자함으로서 위험을 감소시킬 수 있으나 경영자는 자신의 인적자본을 한 기업에 전부 투자하고 있기 때문에 주주 보다 더 큰 위험부담을 지게 된다. 따라서 경영자는 저위험-저수익 투자안만을 선택하고 자신이 부담하는 위험에 대하여 주주 보다 더 높은 보상을 요구함으로서 기업가치를 감소시킬 수 있다.

다섯째, 경영자는 주주에 비해 더 많은 유용한 정보를 알고 있다. 이와같은 정보의 불균등(informatinal asymmetry)은 경영자가 자신의 효용극대화를 위해 행동할 유인을 갖게 한다. 이는 주주와의 갈등을 발생시키는 요인이 된다.

결국 대리문제는 기업가치의 감소형태로 나타나게 되는데, 경영자의 소유지분이 낮을수록 대리비용이 늘어나게 된다. Jensen-Meckling은 경영자가 주주의 이익 보다는 자신의 효용극대화를 추구함으로서 발생하는 대리비용은 경영자의 지분이 증가함에 따라 감소한다는 利害一致(convergence of interest)가설을 주장하였다. 즉 경영자의 지분이 높아질수록 주주와의 이해상충부분이 적어지고 대리비용도 줄어들어 기업의 가치는 높아진다고 보았다.

이와는 반대로 경영자가 주주총회에서 의결권에 영향을 미칠 수 있는 정도의 충분한 지분을

확보하면 자신의 지배력을 잃을 위험을 느끼지 않게 되어 기업가치 극대화 보다는 사적이익에 부합하는 의사결정을 함으로써 기업가치 하락을 초래할 수 있다는 **安住主義**(entrenchment)가설은 소유지분의 증가에 따라 기업가치가 하락하게 된다고 한다. 이와같은 경영자 **安住主義**는 자본시장에서의 사후관리가 철저히 이행되거나 경영자들의 노동시장이 효율적이거나 기업간의 인수시장이 활발하게 움직인다면 어느정도 해결될 수 있다.

Ⅲ. 실증분석

우리나라 상장기업의 소유구조가 경영성과에 미치는 영향을 검증하기 위해 소유구조와 기업가치간에는 **正**의 상관관계가 존재한다는 **利害一致** 가설을 설정하여 회귀분석을 실시한다.

기업가치를 나타내는 종속변수로는 일반적으로 Tobin's Q가 많이 이용되었으나, 이는 정확한 비율의 산정이 어려울 뿐만 아니라 투자자를 비롯한 기업의 이해관계자들에게 널리 이용될 수 있는 공표된 비율이 아니다. 따라서 본고에서는 일반적인 재무정보로서 널리 이용되는 총자본순이익율을 경영성과의 대용변수로 사용하며, 총자본순이익률이 기업가치를 나타내는 데는 미흡하므로 경영성과라는 용어를 사용한다. 총자본순이익율은 기업이 주주와 채권자로부터 조달한 자본을 이용하여 어느정도의 성과를 올렸는지, 또 기업이 생산. 판매. 자금조달 등의 활동을 얼마나 효율적으로 수행하였는지를 측정하는 지표가 된다. 이 비율은 기업의 총괄적인 경영성과와 이익창출능력(earnings generating power)을 나타내준다. 즉 기업의 수익성은 기업의 존속은 물론 성장과 발전의 원동력이 되고 있다.

대주주 지분율이 감소할수록 전문경영인으로 대체될 가능성이 많을 것이므로 소유구조를 나타내는 대용변수는 대주주1인지분율을 이용한다. 대주주1인지분율에는 직접 경영에 참여하지 않는 외부주주도 있을 수 있으나 우리나라의 경우 대다수가 직접 기업 경영에 참여하는 소유경영자인 내부주주일 것이라고 가정하여 분석한다. 대주주1인지분율과 함께 기타주주와 소액주주법인지분율을 함께 이용한다. 계열기업의 상호출자지분이 대주주1인으로 분류되지 않을 경우에 기타주주로 분류되므로 위장분산 지분이 여기에 포함되어 있을 수 있다. 소액주주법인에는 유가증권상장규정 제31조 단서조항에 의하여 기관투자가가 소유하고 있는 주식이 포함되어 있다. 기관투자가는 분석능력과 정보체계를 갖고 있어 소액투자가 보다 훨씬 더 경영자들을 잘 감시할 수 있다. 따라서 기관투자가 지분율과 경영성과간에는 **正**의 관계를 예측한다.

분석대상기간은 1990년부터 1994년까지의 5개년이며, 분석에 이용된 표본기업과 자료는 상장회사총람(한국상장회사협의회 刊)을 이용하여 다음과 같은 조건을 충족시키는 285개 상장제조기업을 선정하였다.

① 1990년 1월부터 1994년 12월까지 계속해서 제조업종에 상장되어 있는 12월 결산기업

② 분석기간중 계속해서 공인회계사 감사결과 적정의견을 받은 기업

③ 분석에 필요한 자료를 구할 수 있는 기업으로 업종구분은 증권거래소의 분류기준을 따랐다.

④ 대기업과 중소기업의 분류는 증권거래소의 대형주와 중소형주의 분류기준에 따랐다.

실증분석결과는 다음과 같다.

첫째, 소유경영자의 지분율과 경영성과간에는 **正**의 관계가 있다는 **利害一致** 가설과 기관투자가의 효율적감시 가설을 지지하는 것으로 나타났다. <표 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 대주주1인지분율, 소액주주법인 지분율, 기타주주 지분율 모두가 유의적인 **正**의 관계를 나타내고 있다.

둘째, <표 2>에서 볼 수 있는 바와 같이 대기업과 중소기업간 대주주1인지분율의 차이에 대한 t-test 결과 유의적인 것으로 나타나 기업규모가 커짐에 따라 기업경영에 많은 자본이 필요하게 되므로 중소기업 보다는 대기업의 소유분산이 더 많이 이루어졌음을 알 수 있다. 또한

<표 3>의 대기업과 중소기업간 총자본순이익율의 차이에 대한 t-test 결과 유의적인 것으로 나타나 소유분산이 더 잘 이루어진 대기업의 경영성과가 중소기업 보다 못한 것을 알 수 있다. 이것은 기업 규모에 더미변수를 도입하여 회귀분석한 <표 1>의 결과에서도 유의적인 관계로 나타나고 있다.

<표 1> 소유구조와 경영성과간의 회귀분석 결과

구분	절편	대주주1인지분율(S1)	소액주주법인지분율(S2)	기타주주지분율(S3)	대주주1인과 기타주주 합계(S1+S3)	더미변수(D)	Adj-R^2	N
(1)	1.2689 (3.346)*	.04057 (3.619)*					.03086	285
(2)	-1.24510 (-1.374)	.06444 (4.329)*	.04336 (2.609)*	.05078 (2.642)*			.06636	
(3)	-1.27547 (-1.410)		.04386 (2.644)*		.12061 (4.412)*		.05807	
(4)	-1.80318 (-2.027)*	.06957 (4.797)*	.07838 (4.328)*	.05546 (2.967)*		-1.58139 (-4.260)*	.05240	

( ) 안은 t value, * : 유의수준 0.01.

<표 2> 대기업과 중소기업간 대주주1인지분율 차이검증

구분	평균	N	t value	2-Tail Prob.
대기업	24.4284	110	-2.40	.017
중소기업	28.1490	175		

<표 3> 대기업과 중소기업간 총자본순이익율 차이검증

구분	평균	N	t value	2-Tail Prob.
대기업	1.7073	110	-3.11	.002
중소기업	2.7597	175		

이러한 결과는 우리나라 상장제조기업에도 대리문제가 존재함을 나타내는데, 이는 경영자들의 노동시장이나 자본시장 그리고 기업간 인수시장이 효율적이지 못한 상태에서의 소유구조 분산정책이 가져온 결과라고 생각된다. 특히 1997년부터 시행될 상장회사 주식소유 제한 규정인 증권거래법 제200조의 폐지는 자본시장을 통한 기업 인수.합병을 가능케 하여 소유구조와 경영성과와의 관계에 중대한 영향을 미칠 것으로 생각된다.

Ⅳ. 결 론

본 연구는 최근 논란이 일고 있는 지배구조와 관련된 주식소유분산정책과 관련하여 소유경영자 지분과 경영성과와의 관계를 살펴보았다. 소유와 경영의 분리를 통한 효율성 제고는 지분이 줄어든 소유경영자 또는 전문경영자가 주주를 위하여 최선의 경영을 한다는 전제에서 시작되나 소유경영자인 내부주주와 외부주주의 이해상충으로 인해 대리비용이 발생할 수 있다. 주식의 소유분산이 확대됨에 따라 소유경영자는 이전 보다 적은 지분율로도 기업의 경영권을 가질 수 있게 되어 사적동기에 의한 특권소비를 할 가능성이 존재하게 되며, 이 비용은 경영자의 소유지분이 적을수록 늘어나게 된다. 즉 소유분산에 따른 대리비용은 경영자의 소유지분이 증가함에 따라 줄어들게 되므로 경영자의 소유지분과 경영성과간에는 정의 상관관계가 있게 된다는 것이다.

본 논문의 실증분석 결과도 우리나라 상장제조기업에 대리문제가 존재하며, 이로 인한 소유

구조의 변화가 경영성과에 영향을 미치고 있음을 나타내고 있다. 이러한 결과는 증권거래법 제200조의 주식의 대량소유제한 등을 통해 경쟁적인 대주주의 출현을 법으로 막아 경영권을 과잉보호해준 것이 한 요인이라 생각된다. 따라서 1997년에 시행될 이 조항의 폐지는 시장효율성을 증대시켜 경영자들이 주주의 이익을 저버리기 어려운 환경을 제공할 것으로 기대된다.

기업규모의 확대와 경영환경의 복잡성 그리고 정부의 주식소유분상정책 등에 힘입어 <표4>에서 볼 수 있는 바와 같이 경영자들의 소유지분율이 해마다 감소하고 있으므로 소유구조의 변화와 관련된 정책은 시장의 효율성을 증대시킬 수 있는 제도적인 보완책이 병행되어야 할 것이다.

<표 4> 표본기업의 연도별 대주주1인지분율 평균

연 도	1990	1991	1992	1993	1994	N
평 균	29.11	28.01	27.08	25.03	24.33	285

참 고 문 헌

김 주현, "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구", 재무연구 제5호(한국재무학회, 1992).

김 우택, 장 대홍, 김 경수, "기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구", 재무연구 제6호(한국재무학회, 1993).

김 건우, "상장회사의 소유구조와 경영권지배에 관한 연구", 한국상장회사협의회, 1994.

Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Proverty*, The Macmillan Co., New York, 1932.

Bothwell, J. L., "Profitability, Risk, and The Seperation of Ownership from Control", *Journal of Industrial Economics, 1980.*

Demsetz, H. and Lehn, K., "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Concequences", *Journal of Political Economy* Vol. 93, 1985.

Easterbrook, Frank H., "Two Agency - Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review* Vol. 74, 1964.

Fama, Eugene F., "Agency Problem and The Theory of the Firm", *Journal of Political Economy Vol* 88, 1980.

Jensen, M. and R. Ruback, "The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics,* Vol. 11, 1983.

Pound, John, "Proxy Contests and the Efficiency of shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics,* Vol. 20, 1988.