

코스닥기업의 소유구조와 대리비용

황 동 섭

탐라대학교 경영학과 부교수

The Agency Costs and Ownership Structure of the companies listed on the KOSDAQ.

Dong-Sub Hwang

Associate Professor, Dept. of Business Administration, Tamna Univ.

I investigate whether the efficient ratios used as the proxies of the agency costs maintained by Ang et al.(2000) is significant. Utilizing a sample of 77 manufacturing companies listed on the KOSDAQ from the TS2000 of the KSDA, The results are as follows.

Agency costs are found to be decreasing with the ownership share of controlling shareholders and accounting performance becomes higher. But firm value measured by Tobin's Q ratio becomes lower according as the ownership of the controlling shareholders increases.

If agency costs decrease in proportion to controlling shareholder's share, firm value should be higher according to the agency theory by Jensen and Meckling(1976). But the results of the empirical test of this study are inconsistent with Jensen and Meckling's(1976).

Therefore the following study on the more useful proxies stand for agency costs should be needed.

Keywords : Agency Costs, Ownership, Performance, Firm Value.

1. 서 론

소유주(owner)와 대리인(agent)의 이해관계가 일치하지 않을 때, 대리인의 이기적인 행위로 인해 대리비용 (agency costs)이 발생할 수 있다는 주장이 Jensen과 Meckling(1976)에 의해 제기된 이후로 경영자의 의사결정권과 관련된 역할과 내·외부의 감시기능 등에 관한

연구가 많이 이루어져 왔다. 경영자와 소유주의 이해관계가 일치하지 않을 때 발생하는 대리비용은 경영자의 지분율과 밀접한 관계를 갖고 있다. 즉, 경영자의 지분율이 높아지면 경영자와 주주의 이해관계가 일치하게 되어 대리비용이 낮아져 기업가치는 증가하게 된다고 한다.¹⁾ 이처럼 대리비용의 존재를 전제로 한 소유구조와 기업가치와의 관계에 관한 연구는 많이 이루어져 왔지

1) 이를 이해일치가설(interest convergency theory)이라고 한다. 이를 뒷받침하는 실증연구로는 Jensen과 Ruback(1983), Hunt(1986), Oswald와 Jahera(1991), Zajac과 Westphal(1994) 등이 있다. 그러나 경영자가 기업에 대한 통제권을 충분히 가질 정도의 지분율을 갖게 되면 자신의 사적이익을 추구함으로써 기업가치가 감소하게 된다는 경영자안주가설(management entrenchment hypothesis)도 제기되었으며, Bothwell(1980), Fama와 Jensen(1983), Hambrick과 Finkelstein(1987) 등의 실증연구가 있다. 최근에는 지분율의 정도에 따라서 기업가치도 다른 모습을 보인다는 절충가설도 제기되고 있는데, Stults(1988), Morck et al.(1988), McConnell과 Survaes(1990) 등의 연구가 있다. 우리나라의 경우, 토빈의 Q를 이용한 실증연구에서 김영숙과 이재춘(2000), 박기성(2002) 등은 아래로 볼록한 U자형의 비선형관계를, 김병호(2002)는 한정된 구간에서의 감소를, 황동섭(2003)은 (-)의 관계를 보여주고 있다.

만, 기업가치에 직접 영향을 미치는 대리비용의 크기를 직접 측정할 수 없었다. 대리비용을 제대로 측정하기 위해서는 Jensen과 Meckling(1976)에 의해 정의된 대로 대리비용이 0인 기업 즉, 한 사람이 100%의 지분을 갖고 직접 경영하는 완전소유경영자기업에 관한 자료가 있어야 하는데, 최근까지 완전소유경영자기업에 관한 신뢰성 있는 자료가 거의 없었기 때문에 대리비용의 존재를 추정할 뿐, 그 크기를 직접 측정할 수 없었다. 그러나 최근에 Ang et al.(2000)이 1997년의 FRB/NSSBF (National Survey of Small Business Finances) 데이터를 이용하여 1,708개 비상장 소기업을 대상으로 완전소유경영자기업과 그렇지 않은 기업을 분류하여, 이들 기업 간 비용율과 자산효율성비율의 차이로써 지분의 대리비용을 직접 측정하였다. Ang et al.(2000)의 연구를 토대로 우리나라 상장기업을 대상으로 분석한 연구로는 강동관(2003)과 황동섭(2003)의 연구가 있다. 비금융 상장기업을 대상으로 한 강동관(2003)의 실증연구는 소유지분율이 증가할수록 감시가 강화되어 대리비용이 감소한다고 하여 Ang et al.(2000)의 연구를 지지하고 있으나, 비용을 영업비용이 아닌 제조원가를 구성하는 경비로 측정할 문제점이 있다.²⁾ 황동섭(2003)의 연구에서는 소유구조와 대리비용이 (-)의 관계를 보이지만, 소유구조와 토빈의 Q비율이 (-)의 관계를 보여 두 비율이 대리비용의 적절한 대응변수가 될 수 있는지에 대한 의문을 제기하고 있다.³⁾ 따라서 본고에서는 자본시장이 완전 개방되고, 개인의 주식소유한도가 철폐되어 경영투명성이 한층 강화된 기간동안의 자료를 이용하여 우리나라 코스닥시장에 등록된 제조기업들을 대상으로⁴⁾ Ang et al.(2000)에 의해 대리비용을 측정하는 유용한 변수로 제시된 비용율과 자산효율성비율을 이용하여 지분율과 대리비용의 관계를 실증분석해봄으로서 이들의 대리비용변수가 적절한지에 대해 확인해보고자 한다. 즉, 지분율이 높아지면 대리비용이 낮아지는지를 회귀분석을 통해 확인해본다. 그리고 대리비용이 낮아지면 기업의 가치가 높아지게 되므로 소유구조와 기업가치의 관계도 함께 실증분석해보기로 한다. 기관투자자와 외국인 투자자의 외부감시에 의해 대리비용이 낮아지는지도 확인해보고자 한다. 이러한 분석은 업종별 차이와 규모의 경제, 재무구조의 차이를 통제할 상태에서 이루어진다.

2. 소유구조와 대리비용

기업의 경영자와 소유주의 이해가 일치하지 않을 때 발생하는 대리비용의 크기는 소유주의 지분율과 밀접한 관계를 갖고 있다. 소유주가 직접 경영하는 경우 소유경영자의 지분율과 대리비용은 (-)의 관계를 갖게 되는데, 이는 경영자가 특권소비(perk consumption) 등으로 인한 편익(benefits)은 100% 누리면서도 그 비용은 자신의 소유지분율 만큼만 부담하기 때문에 발생한다. 그리고 소유주가 직접 경영에 참여하지 않고 외부 경영자를 고용한 경우에도 소유주의 지분율과 대리비용은 (-)의 관계를 갖게 되는데, 주식의 100%를 모두 소유하고 있는 완전소유주는 감시비용을 100% 부담하는 대가로 수익의 100%를 갖기 때문이다.

은행을 비롯한 기관투자자들은 기업의 외부자금조달에서 중추적인 역할을 담당하고 있다. 은행은 자신들의 대출금을 안전하게 회수하기 위해 경영자가 경영성과를 정직하게 보고하고 이익을 효율적으로 사용하게끔 요구함으로써 대리비용을 낮추며, 개인보다 우월한 분석능력과 정보체계를 갖고 있는 증권, 투신 등의 기관투자자도 투자자로서의 이해관계를 갖고 있기 때문에 경영자를 효율적으로 감시할 수 있다.

최근에는 외국인 투자자들이 경영의 효율성과 투명성을 적극적으로 요구하는 경향을 보이고 있어 감시자로서의 역할을 수행하고 있다.

이상에서의 논의와 선행연구를 바탕으로 다음과 같은 가설을 설정한다.

첫째, 최대주주가 대표이사로서 직접 경영에 참여하는 기업의 경우, 경영자의 지분율이 높아지면 대리비용은 낮아진다.

최대주주가 경영자인 기업의 경우, 경영자의 소유주수가 늘어남에 따라서 경영자의 특권소비에 대한 유인이 감소한다. 왜냐하면, 기업의 이익 중에서 자신의 몫은 소유주수에 따라서 증가하지만, 특권소비로부터의 편익은 일정하기 때문이다. Jensen과 Meckling(1976)에 의하면, 경영자 지분이 집중된 기업일수록 경영자와 주주 사이의 이해가 일치되어 대리비용이 줄어들게 되므로 기업의 성과는 증가한다고 한다. Fama(1980)도 주주 경영자가 자기 회사의 주식소유비율이 낮을수록 기업의 가

2) 실증분석기간도 1986년부터 1995년까지의 10년간으로, 이 기간에는 개인의 주식소유한도를 설정하여 경영권을 보호해주던 시기이다. 따라서 지분율과 대리비용의 관계가 상당히 왜곡된 모습을 보여줄 개연성이 높다.

3) Ang et al.(2000)이 비상장 소기업을 대상으로 한 실증분석에서는 지분율과 대리비용의 부(-)의 관계만 입증했을 뿐, 기업가치와의 관계는 분석되어 있지 않다. 즉, 지분율이 높아져 대리비용이 낮아지면, 기업의 가치가 높게 나타나야 할 것이다.

4) Ang et al.(2000)이 비상장 소기업을 대상으로 분석했는데, 강동관(2003)과 황동섭(2003)의 연구는 모두 증권거래소에 상장된 기업들을 대상으로 하고 있다. 본고에서는 상장기업보다 지분 분산요건이 약하고, 비교적 규모가 작은 기업들로 구성된 코스닥시장에 등록된 기업을 대상으로 분석을 실행하여 Ang et al.(2000)의 연구결과가 지지되는지를 확인해본다. 증권거래소 상장제 조기업의 2001년 1사당 자본금은 824.84억원이지만, 코스닥시장에 등록된 제조기업의 2001년 1사당 자본금은 66.4억원이다.

지극대화를 위해 최선을 다하기보다는 경영자 자신의 부수익에 집착할 가능성이 있다고 한다.

둘째, 대표이사가 최대주주가 아닌 기업의 경우, 최대주주를 포함한 대주주1인지분율이 높을수록 대리비용은 낮아진다.

한 사람이 주식의 100%를 모두 소유하고 있는 완전소유주가 기업 경영을 위해 외부경영자를 고용한 경우, 이 소유주는 모든 감시비용을 부담하지만 경영자에 대한 임면권을 갖기 때문에 대리비용이 낮아질 수 있다. 왜냐하면, 소유주는 감시비용을 100% 부담하는 대가로 수익의 100%를 갖기 때문이다.⁵⁾

셋째, 기관투자자와 외국인 투자자의 외부감시는 대리비용을 낮춘다.

은행을 비롯한 증권, 투신 등의 기관투자자⁶⁾와 외국인 투자자는 채권자 또는 투자자로서의 이해관계자이므로 회사의 경영자에게 정직한 보고를 요구하며, 이익 창출을 위해 효율적인 경영을 하도록 요구함으로써 자신들의 이익을 키우려고 하는데, 이는 주주의 경영자 감시를 보완하는 역할을 하므로 대리비용을 낮출 수 있다. Shleifer와 Vishny(1986)에 의하면, 현재의 경영진이 추진하고 있는 경영전략을 개선할 필요가 있거나 이익을 극대화하기 위해 현재 경영진의 교체가 불가피하다고 판단될 때, 외부대주주나 기관투자자는 현재의 경영진을 직접 감시하거나 인수기업들과 협상을 통하여 자신들이 보유한 대규모 주식에 대하여 많은 이익을 실현할 수 있도록 인수를 용이하게 함으로써 현 경영진을 감시할 수 있다고 한다. McConnel과 Servaes(1990)는 기업성과와 기관투자자 지분율이 (+)의 관계를 갖는다는 능동적 감시가설을 지지하는 결과를 보고하고 있다.⁷⁾ 김영숙과 이재춘(2000)도 기관투자자 지분율과 기업가치 간에 (+)의 관계를 보고하고 있다.

그리고 Sachs와 Warner(1995)에 의하면, 여러 개발도상국에서 국내 시장 참여자들이 기업 전체의 기능을 제대로 수행하지 못하고 있다는 점을 고려할 때, 외부대주주 및 외부이사로서 외국인 투자자는 경영감시에 중요한 역할을 하며, 인도의 기업을 분석한 Khanna와 Palepu(1998)에 의하면, 외국인 투자지분과 기업가치가 (+)의 상관관계를 갖고 있다고 한다. 우리나라 비금융상장기업을 대상으로 한 신현환 외 2인(2004)의 연구에 의

하면, 5%이상의 지분을 갖고 있는 외국인투자자의 존재는 토빈의 Q와 유의한 (+)의 관계가 있다고 한다. 그러나 Black et al.(2002)은 외국인 국적을 가진 외국인 사외이사의 존재여부는 기업가치와 관계가 없음을 보고하고 있다.

넷째, 부채비율이 높을수록 대리비용은 낮아진다.

기업의 레버리지가 증가함에 따라서 채무불이행위험이 커지므로 대부자로서 은행이 자신들의 대출금을 안전하게 회수하기 위해 기업을 감시할 유인이 커지게 된다. 또한 부채를 통한 자금조달이 증가할수록 채무지급을 위한 현금지출에 의해 여유현금흐름(free cash flow)이 감소하므로 경영자의 특권소비와 같은 지출을 억제시켜 대리비용을 낮출 수 있게 된다. Stulz(1988)는 부채로 인한 채무 지급이 여유현금을 감소시킴으로써 경영자와 투자자간의 이해상충문제를 완화시킬 수 있다는 부채의 경영자 규율효과를 주장하고 있다.

한편, 부채비율이 높아지면 주주들은 채권자의 이익을 희생하여 고수익의 위험한 투자안에 투자하려는 유인을 갖게 된다. 즉, 투자가 성공하여 수익이 부채를 초과하는 경우, 그 대부분을 주주가 차지하게 되지만, 투자가 실패할 경우 주주의 유한책임으로 인해 그 결과를 채권자가 모두 감당해야 하기 때문이다. 이를 부채를 통한 자금조달의 대리비용인 자산대체효과(asset substitution effect)라고 한다. Diamond(1991)에 의하면, 회사가 오랜 기간동안 채무이행을 온전히 이행할수록 더 나은 명성을 얻게 되어 자금조달비용을 낮출 수 있게 되므로, 이러한 가치 있는 명성을 지키기 위해 주주와 채권자간의 이행상충으로 발생하는 자산대체(asset substitution)를 삼가고 안전한 투자안을 선택하게 된다고 한다.

3. 실증분석

3.1. 표본기업 선정과 변수의 정의

소유구조와 대리비용의 관계를 확인하기 위해 필요한 자료는 한국상장회사협의회 '상장회사총람 CD'를 이용하였으며, 표본기업은 1999년부터 2002년 3월 31일까지 계속해서 코스닥시장에 등록되어 있는 12월 결산제

5) 그러나 소유주는 시간과 능력의 부족으로 자신이 고용한 경영자를 완전히 감시할 수는 없다. 결과적으로 소유주는 잔여대리비용을 부담하게 된다. Fama와 Jensen(1983)에 의하면, 주주 경영자가 아닌 경영자(대리인)에 의한 경영일 경우, 주주가 100%의 소유권을 가졌다고 하더라도(a sole manager but not manager) 정보의 비대칭으로 인해 잔여대리비용(residual agency cost)이 발생한다고 한다.

6) 기관투자자의 범위는 법인세법시행규칙 제15조와 법인세법시행령 제17조에 나타나 있다.

7) 한편, Pound(1988)는 외부대주주와 기관투자자는 경영진에 찬성하거나 능동적으로 반대하기 보다는 오히려 포기하고 보유주식을 매각하는 "wall street rule"에 따른다는 수동적 감시가설(passive monitoring hypothesis)을 제시하고 있다.

조기업으로서 분석기간 동안 계속해서 업종별로 모집단이 30개사 이상인 3개 업종⁸⁾ 중에서 공인회계사 감사의 견이 적정인 기업만을 선정하였으며, 분석에 필요한 자료를 구할 수 없는 기업은 제외하였다. 실증분석기간은 IMF 경제위기 이후 개인의 주식소유한도가 철폐되고 외국인의 주식투자가 자유화되어 경영투명성이 한층 강화된 기간인 2000년과 2001년으로 한다.

대리비용을 측정하는 변수로는 Ang et al.(2000)에 의해 주장된 두 가지 효율성비율(비용율과 자산의 효율성비율)을 이용한다.⁹⁾ 비용률은 영업비용(*operating expenses*)¹⁰⁾을 매출액으로 나눈 매출액영업비용률을 이용하며,¹¹⁾ 매출액영업비용률은 경영자가 영업비용을 얼마나 효율적으로 통제하였는지를 나타낸다. 자산의 효율성비율은 총자산을 매출액으로 나눈 총자산회전율을 이용한다. 이 비율은 경영자가 기업의 자산을 얼마나 효율적으로 운용했는지를 나타낸다.

최대주주가 대표이사로서 직접 경영에 참여하는 기업의 경우, 경영자 지분율은 최대주주본인지분율인 대표이사의 지분율로 측정한다.

대표이사가 최대주주가 아닌 기업의 경우, 지배주주의 지분율은 최대주주를 포함한 대주주1인지분율을 이용한다.

기관투자자 지분율은 소유자별 주식분포 중 금융기관, 증권회사, 보험회사 지분율의 합으로 측정하며, 외국인 지분율은 소유자별 주식분포 중 외국인 소유주식수 비율을 이용한다.

부채비율은 우리나라에서 일반적으로 이용되고 있는 부채를 자본으로 나눈 비율을 이용한다.

영업비용과 관련하여 규모의 경제효과를 인식할 필요가 있으므로 기업규모를 통제할 필요가 있다. 기업의 규모는 매출액에 자연대수를 취한 값을 이용한다.

이외에도 기업마다 재고자산과 고정자산의 중요성이 다르기 때문에 업종별 효율성비율도 달라질 수 있으므로 업종별 더미변수를 통제변수로 포함한다.

3.2. 분석 결과

대리비용의 대용변수로 이용된 매출액영업비용율과 총자산회전율은 각각 반대의 모습을 나타낸다. 총자산회전율이 높을수록 자산이 효율적으로 이용되고 있음을 의미하므로 대리비용은 낮아진다. 반면에, 매출액영업비용율이 높을수록 비효율적이므로 대리비용은 증가한다.

<표 1>에는 최대주주가 대표이사로서 직접 경영에 참여하는 기업의 경우, 매출액영업비용율을 종속변수로 한 경우에는 최대주주본인지분율이 5% 유의수준에서 유의적인 (-)의 관계를 보여주고 있어 대표이사로서 직접 경영에 참여하고 있는 최대주주본인의 지분율이 높을수록 대리비용이 낮아진다는 가설에 부합된다고 볼 수 있다. 그러나 총자산회전율을 종속변수로 한 경우에는 (+)관계이지만 유의성이 없다.

그리고 최대주주가 직접 대표이사로서 경영에 참여하지 않은 기업을 대상으로 최대주주본인을 포함한 대주주1인지분율이 높을수록 대리비용이 낮아질 것으로 기대한 회귀분석 결과는 최대주주본인을 포함한 대주주1인지분율과 매출액영업비용율은 (-)의 관계, 총자산회전율은 (+)의 관계를 보여주고 있지만 모두 비유의적이다.¹²⁾

매출액은 매출액영업비용률과는 유의적인 (-)의 관계를, 총자산회전율과는 유의적인 (+)의 관계를 나타내 규모가 클수록 효율적으로 경영되고 있음을 알 수 있다.

기관투자자지분율은 비유의적인 (-)의 관계를 나타내, 기관투자자 지분율이 높을수록 능동적으로 경영자를 통제할 것이라는 기대와는 일치하지 않는다. 외국인지분율

8) 화합물 및 화학제품제조업, 기계 및 장비제조업, 전자부품,영상, 음향 및 통신장비제조업

9) 첫째, 영업비용을 매출액으로 나눈 비용률(*expense ratio*)을 이용하여, 완전소유경영자에 의해 경영되는 기업과 어떤 특정의 소유(경영)구조를 가진 기업과의 비용의 차이를 산출함으로써 대리비용을 측정하였다. 여기서 산출된 초과비용 속에는 경영자의 특권소비(*perk consumption*)와 관련된 비용이 포함되어 있을 것이기 때문이다.

둘째, 순현가가 부(-)인 투자안에 대한 투자, 경영자의 책임회피와 나태에 의한 투자 손실 등 잘못된 투자 결정(*poor investment decisions*)에 기인한 비효율적인 자산이용으로 발생한 수익의 손실분으로 대리비용을 측정하였다. 완전소유경영자기업과 그렇지 않은 기업 사이의 수익 손실분의 차이를 매출액을 총자산으로 나눈 자산효율성비율(*asset utilization ratio*)의 차이로서 추정할 수 있다.

10) Ang et al.(2000)의 연구에서는 영업비용을 총비용에서 매출원가와 이자비용 그리고 경영자에 대한 보상(*managerial compensation*)을 차감하여 산출하고 있다. 그러나 본 논문에서는 경영자에 대한 보상을 분리할 수 없기 때문에 판매비와 관리비를 영업비용으로 이용한다. 경영자에 대한 보수도 실질적으로는 지배주주에 의해 결정되므로 굳이 분리되지 않아도 본질에서 벗어나지 않는다고 본다.

11) 회계처리방법의 차이로 인한 수익과 비용의 차이를 조정하지 못한 근본적인 한계점을 갖고 있다. 이 비율로 측정된 대리비용은 경영자의 책임회피(*shirking*)와 특권소비(*perquisite consumption*)로 인해 기업수준에서 발생한 것이기 때문에 총대리비용이 과소평가되고 있다고 할 수 있다. 이것은 대리문제(*agency problems*)로 인한 잘못된 경영의사결정으로 인한 기업수준의 상실된 기회비용(*lost opportunity*)과 같은 간접 대리비용(*indirect agency costs*)을 충분히 측정하지 못하고 있다.

12) 비선형성을 검증하기 위해 지분율² 변수를 추가하여 회귀분석을 실행했지만 비유의적이었다.

도 모두 비유의적이다.

부채비율은 매출액영업비용율과 (-)의 관계를 나타내지만 유의성이 없다.

업종별 터미변수는 5% 유의수준에서 유의적이어서 업종별로 차이가 있을 수 있음을 알 수 있다.

<표 1>의 결과로부터 최대주주본인이 직접 대표이사로 경영에 참여하는 경우, 경영자의 지분율이 높을수록 매출액영업비용율이 낮아져 최대주주본인이 직접 경영에 대한 책임을 지는 경우가 최대주주본인이 대표이사로서 직접 경영에 참여하지 않으면서 통제권을 행사하는 경우보다 더 효율적일 수 있다는 가능성을 보게 된다.

<표 1>에서 매출액영업비용율과 대주주본인지분율을 제외한 나머지 경우에는 비유의적인 결과가 나타난 것은 두 집단 간에 차이가 없기 때문일 수도 있다. 즉, 우리나라 기업의 경우 대주주본인이 대표이사로서 직접 경영에 참여하지 않은 경우에도 실질적인 통제권을 행사하는 것이 일반적이므로 전체 표본기업을 대상으로 한 분석이 더 바람직할 수 있다. 표본기업 전체를 대상

으로 실증분석기간 동안의 자료의 평균을 이용해서 매출액영업비용율과 총자산회전율을 각각 종속변수로 한 회귀분석결과가 <표 2>에 나타나 있다.

매출액영업비용율과 대주주1인지분율은 5% 유의수준에서 유의적인 (-)의 관계를 보여 대주주1인지분율이 높을수록 매출액영업비용율이 낮아진다는 대리비용가설에 부합되며, 총자산회전율을 종속변수로 한 분석에서도 대주주1인지분율은 총자산회전율과 5% 유의수준에서 유의적인 (+)관계를 나타내 대주주1인지분율이 높을수록 대리비용이 감소한다는 대리비용가설에 부합된다. 그러나 대주주본인지분율은 비유의적이다. 이는 대주주본인지분율보다는 대주주본인과 특수관계인의 지분을 합친 대주주1인지분율이 실질적인 지배력을 측정하는데 더 유용할 수 있음을 엿보게 한다.

기관투자자 지분율은 총자산회전율과 5% 유의수준에서 유의적인 (-)의 관계를 보여, 경영에 참여하지 않는 주주들을 대리하여 경영자를 효과적으로 통제할 수 있을 것이라는 기대와는 달리 수동적 감시가설을 지지하

<표 1> 회귀분석 결과¹³⁾

구 분	최대주주가 대표이사인 기업		최대주주가 대표이사가 아닌 기업	
	매출액영업비용율	총자산회전율	매출액영업비용율	총자산회전율
대주주1인지분율			-0.0034 (-1.392)	.006010 (1.053)
대주주본인지분율	-.023** (-2.273)	.002773 (.636)		
기관투자자지분율	-.00087 (-.036)	-.016 (-1.577)	-.0048 (-.511)	-.0093 (-.425)
외국인지분율	-.00066 (-.046)	.001325 (.214)	.001391 (.438)	-.0036 (-.484)
부채비율	-.00077 (-.805)	.0005251 (1.289)	-.000022 (-.071)	-.000064 (-.090)
ln 매출액	-.276** (-2.260)	.257* (4.935)	-.166* (-3.016)	.476* (3.712)
기계업종터미	.204 (.556)	-.233 (-1.483)	-.342** (-2.486)	.473 (1.480)
전자업종터미	-.279 (-.986)	-.091 (-.752)	-.301** (-2.345)	.223 (.746)
F	2.526**	6.298*	3.300**	4.250*
수정된 R ²	.123	.463	.335	.415
N	44	44	33	33

* 1% 유의수준에서 유의적임, ** 5% 유의수준에서 유의적임

13) 상장회사협의회 데이터베이스에는 코스닥등록기업의 대표이사와 특수관계인의 인적사항에 관한 자료가 2001년 것부터 수록되어 있어서 2001년만을 대상으로 분석을 실행했다.

<표 2> 표본기업의 회귀분석 결과

구 분	매출액영업비용율		총자산회전율	
대주주 1인 지분율	-0.00659** (-2.194)		.005960** (2.194)	
대주주 본인 지분율		-.00689 (-1.547)		.004919 (1.214)
기관투자자 지분율	-.00189 (-.152)	.0002809 (.022)	-.0263** (-2.338)	-.0284** (-2.481)
외국인 지분율	-.000454 (-.080)	.002219 (.379)	-.00383 (-.746)	-.00594 (-1.115)
부채비율	-.000439 (-.814)	-.00253 (-.471)	.0006146 (1.261)	.0004372 (.893)
ln 매출액	-.133*** (-1.964)	-.165** (-2.491)	.331* (5.423)	.362* (6.015)
기계업 종 더 미	-.262 (-1.608)	-.228 (-1.365)	.07368 (.501)	.04990 (.328)
전자업 종 더 미	-.362** (-2.536)	-.316** (-2.201)	.07034 (.545)	.02877 (.220)
F	2.946*	2.526**	8.361*	7.537*
수정된 R ²	.152	.123	.404	.376
N	77	77	77	77

* 1% 유의수준에서 유의적임, ** 5% 유의수준에서 유의적임, *** 10% 유의수준에서 유의적임

는 모습을 보여주고 있다. 이는 그 동안 우리나라의 기관투자자들이 경영권에 영향을 미치는 예가 거의 없었으며, 주주총회 시 대개 경영자에게 위임장을 제출하는 것이 일반화되어 있었기 때문인 것으로 보인다.

외국인지분율은 비유의적이는데, 이는 분석기간동안 외국인의 코스닥시장 참여도가 낮았기 때문인 것으로 보인다.¹⁴⁾

매출액은 매출액영업비용율과 유의적인 (-)의 관계를 보여주고 있어서, 매출액이 높을수록 매출액영업비용율이 더 낮게 나타나 규모가 큰 기업이 더 효율적으로 경영되고 있음을 알 수 있다.

부채비율은 매출액영업비용율과 (-)의 관계, 총자산회전율과 (+)관계를 보여주고 있지만 유의성이 없다.

업종별 더미변수는 전자업종이 유의적인 관계를 보여주고 있어 업종별로 차이가 있음을 볼 수 있다.

위의 회귀분석 결과로부터 지배주주 지분율이 높아지면 대리비용이 낮게 발생하게 됨을 확인할 수 있었다.

이는 Ang et al.(2000)에 의해 제시된 대리비용을 측정하는 대용변수로서 매출액영업비용율과 총자산회전율의 가능성을 보여주는 것이라 할 수 있다.

그러나 지배주주의 지분율이 높아짐에 따라서 대리비용이 낮아진다면, 기업가치는 증가해야 할 것이다. 즉, 지배주주의 지분율과 기업가치는 (+)의 관계를 보여야 할 것이다. 이를 확인하기 위해 위에서 사용된 변수들에 기업가치를 나타내는 변수로 회계적 성과지표인 총자산순이익률(ROA)과 자기자본순이익률(ROE), 그리고 시장가치를 반영한 토빈의 Q비율¹⁵⁾을 종속변수로 하여 회귀분석을 실행해본다. 소유구조와 성과 및 기업가치에 관한 회귀분석 결과는 <표 3>에 나타나있다. 회계적 성과지표인 총자산이익률(ROA)과 자기자본이익률(ROE)은 대주주1인지분율과 10% 유의수준에서 유의적인 (+)관계를 보여주고 있어, 지배주주의 지분율이 높아지면 대리비용이 낮아지며, 그 결과 경영성고가 높아지는 것으로 볼 수 있다. 이는 Ang et al.(2000)의 연구결과를 지지하

14) 2001년 표본기업 전체의 외국인지분율 평균은 4.24%로, 대주주1인지분율 평균 38.92%에 비하면 매우 낮은 수준이다.

15) 토빈의 Q비율은 다음과 같이 산출하였다.

$$Q = \frac{\text{부채의 장부가치} + \text{자본의 시장가치}}{\text{자산총계}}$$

여기서 자본의 시장가치는 연말 주가에 발행주식수를 곱하여 산출하였다.

〈표 3〉 회귀분석 결과

구 분	ROA	ROA	ROE	ROE	토빈 Q	토빈 Q
대주주 1인 지분율	.189*** (1.962)		.278*** (1.844)		-.00657*** (-1.788)	
대주주본인지분율		.260 (1.846)		.293 (1.316)		-.00578 (-1.064)
기관투자자지분율	-.157 (-.393)	-.212 (-.533)	-.230 (-.369)	-.322 (-.512)	.0005385 (.035)	.002827* (.184)
외국인지분율	.08743 (.479)	-.00423 (-.023)	.183 (.641)	.06955 (.238)	.006738 (.970)	.009144 (1.280)
부채비율	-.0324*** (-1.871)	-.0373** (-2.186)	-.111* (-4.082)	-.118 (-4.401)	.0002710 (.411)	.000464 (.707)
ln 매출액	9.797* (4.519)	10.628* (5.073)	17.998* (5.308)	19.350* (5.855)	-.0835 (-1.012)	-.117 (-1.452)
기계터미	.963 (.184)	-.328 (-.062)	4.263 (.521)	2.829 (.339)	-.0105 (-.053)	.01758 (.086)
전자터미	-7.108 (-1.550)	-8.427*** (-1.852)	-12.334*** (-1.720)	-14.274*** (-1.989)	.140 (.804)	.186 (1.063)
F	5.939*	5.843*	9.029*	8.594*	1.237	.920
수정된 R ²	.313	.308	.425	.412	.021	-.007
N	77	77	77	77	77	77

* 1% 유의수준에서 유의적임, ** 5% 유의수준에서 유의적임, *** 10% 유의수준에서 유의적임

는 것이지만, 매출액에서 영업비용이 차지하는 비중이 줄어들면 기업의 회계적 이익이 증가하므로 ROA와 ROE가 증가하는 것은 당연한 것으로 받아들여질 수 있다. 그러나 단순한 회계장부상의 수치뿐만 아니라 기업의 미래성장성이나 경영자와 종업원의 능력 등의 총체적인 기업의 능력이 시장에 의해서 평가된 시장가치가 반영된 토빈의 Q비율은 대주주1인지분율과 (-)의 관계를 보여, 대주주1인지분율이 높아짐에 따라서 기업가치가 낮아지고 있음을 보여주고 있다.¹⁶⁾ 이러한 결과는 Ang et al.(2000)에 의해 제기된 두 가지 효율성비용이 대리비용의 적절한 대응변수가 될 수 있는지에 대해 의문을 갖게 한다.¹⁷⁾

4. 결 론

본 연구에서는 우리나라 코스닥 시장에 등록된 제조 기업들을 대상으로 Ang et al.(2000)에 의해 제기된 대리비용 측정변수를 이용하여 소유구조와 대리비용, 그리고

소유구조와 기업가치(성과)의 관계에 대해 분석해보았다. 즉 지배주주의 지분율이 높아지면 대리비용이 낮아져, 기업가치가 높아지게 되는지를 검증해보았다.

먼저, 최대주주가 대표이사로서 경영에 직접 참여하는 기업과 그렇지 않은 기업을 각각 구분하여, 전자는 최대주주본인지분율이 높은 기업이 대리비용이 낮아지는지를, 후자는 최대주주본인을 포함한 대주주1인지분율이 높을수록 대리비용이 낮아지는지를 회귀분석해본 결과, 전자의 경우는 최대주주지분율이 높아지면 매출액영업비용률이 유의적으로 낮아지고 있으나, 총자산회전율을 종속변수로 한 경우와 후자의 경우는 유의성이 없었다. 이런 결과는 최대주주가 대표이사로서 직접 경영에 참여하는 경우와 그렇지 않은 경우로 집단을 구분하는 것이 유효하지 않을 수 있음을 보여주는 것이라 할 수 있다. 우리나라의 경우 대주주본인이 직접 대표이사로서 경영에 참여하지 않은 경우에도 대주주본인과 그 특수관계인의 지분을 합친 대주주1인지분율을 이용하여 실질적인 통제권을 행사하는 것이 일반적이므로 표본기업 전체를 대상으로 회귀분석해본 결과는 매출액영업비용

16) 비선형성을 검증하기 위해서 지분율² 변수를 추가하여 회귀분석을 실행했지만 비유의적이었다.

17) 이는 상장제조기업을 대상으로 한 황동섭(2003)의 연구결과와 같다.

률과 총자산회전을 모두에서 유의적인 관계를 보여 지배주주의 지분율이 높아지면 대리비용이 낮게 발생할 수 있음을 보여주고 있다. 이는 Ang et al.(2000)의 연구 결과를 지지하는 것이다.

그러나 지분율이 높아짐에 따라서 대리비용이 낮아진다면, 기업가치가 높아져야 할 것이므로 추가적으로 지분율과 기업가치와 성과의 관계에 대해서 회귀분석을 실행해본 결과, 회계적 성과를 나타내는 ROA와 ROE는 대주주1인지분율이 높아짐에 따라서 높아지는 것으로 나타났지만, 기업의 시장가치가 반영된 토빈의 Q비율은 낮아지고 있어서 Ang et al.(2000)이 대리비용을 직접 측정할 수 있는 유용한 변수로 제시한 두 가지 효율성비율이 대리비용의 적절한 대응변수가 될 수 있는지에 대한 의문을 갖게 된다.

그러나 본 연구는 Ang et al.(2000)의 연구에서처럼 비상장 소기업을 대상으로 100%완전소유경영자기업을 선별하지 못한 근본적인 한계점을 갖고 있다. 따라서 앞으로의 연구에서는 대리비용의 크기를 측정할 수 있는 더 유용한 변수의 산출이 필요하다고 하겠다.

참고문헌

- [1] 강동관, “소유집중률과 대리인비용에 관하여”, 한국증권학회 학술발표회 논문집(2003, 제2차).
- [2] 김병호, “기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구 : 임원지분율을 중심으로”, 증권학회지 제30집(2002), pp.391-434.
- [3] 김영숙 · 이재춘, “기업가치와 기업 소유구조와의 관련성”, 증권학회지 제26집(2000), pp.91-118.
- [4] 박기성, “소유구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin-Q의 관계에 관한 연구”, 증권학회지 제30집(2002), pp.297-325.
- [5] 신현한 · 이상철 · 장진호, “외부감시주체와 기업가치”, 재무연구 제17권제1호(2004), pp.41-72.
- [6] 황동섭, “상장제조기업의 소유구조와 기업가치”, 경영교육논총 제30집(2003), pp.409-419.
- [7] 황동섭, “지배주주 지분율과 대리비용”, 경영교육논총 제32집(2003), pp.311-322.
- [8] Ang, James S., Rebel A. Cole, and James Wuh Lin, “Agency Cost and Ownership Structure”, *The Journal of Finance* 55-1, 2000, pp.81-106.
- [9] Bothwell, J., “Profitability, Risk, and the Separation of Ownership from Control”, *Journal of Industrial Economics*(1980 March), pp.303-317.
- [10] Demsetz, H., and K. Lehn, “The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences”, *Journal of Political Economics* 93(1985), pp.1155-1177.
- [11] Diamond, Douglas W., “Financial intermediation and delegated monitoring”, *Review of Economic Studies* 51(1984), pp.393-414.
- [12] Fama, E.F. & M. C. Jensen, “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics* (1983 June), pp.301-326.
- [13] Hambrick, D. C. and Finkelstein, S., “Managerial Discretion : A Bridge between Polar Views of Organizations”, In Cummings, L. L. and Staw, B. M.(eds.), *Research in Organizational Behavior*, Greenwich, C T : JAI Press, pp.369-406.
- [14] Hunt, H., “the Separation of Corporate Ownership and Control : Theory, Evidence, and Implications”, *Journal of Accounting Literature* 5(1986), pp.85-124.
- [15] Jensen, Michael C., and William H. Meckling, “Theory of the firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure”, *Journal of Law and Economics* 26, 1983, pp.301-325.
- [16] Jensen, M., and R. Ruback, “The market for Corporate Control : The Scientific Evidence”, *Journal of Financial Economics* 11(1983 April), pp.5-50.
- [17] Khanna, T. and K. Palepu, “Emerging Market Business Groups, Foreign Investors and Corporate Governance”, *NBER Working Paper Series*(6955), 1998.
- [18] McConnel, J. J. and H. Servaes, “Equity Ownership and the Two Faces of Debt”, *Journal of Financial Economics*(1995), pp.131-157.
- [19] Oswald, S. L. and Jahera, J. S., “The Influence of Ownership on Performance : An Empirical Study”, *Strategic Management Journal* 12(1991), pp.321-326.
- [20] Sachs, J. and Warner, A., “Economic Reform and the Process of Global Integration”, *Bookings Papers on Economic Activity*, 25th Anniversary Issue, 1995.
- [21] Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, “Large shareholders and corporate control”, *Journal of Political Economy* 94, 1986, pp.461-488.
- [22] Stultz, R., “Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and The Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics* 20(1988), pp.25-54.
- [23] Wright, P., Ferris, S. P., Sarin and Awasthi, V., “Impact of Corporate Insider, Blockholder, and Institutional Equity Ownership on Firm Risk Taking”, *Academy of Management Journal* 39(1996), pp.441-463.
- [24] Zajac, E. J. and Westphal, J. D., “The Costs and

Benefits of Managerial Incentives and Monitoring in Large U.S. Corporations : When is more not better?”, *Strategic Management Journal* 15(1994), pp.121-142.

- [25] Zeckhauser, Richard, and Pound, Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance, in R. G. Hubbard ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*(University of Chicago Press, Chicago), 1990.