

대주주 지분과 기업성과의 관계에 관한 연구 -코스닥상장법인을 대상으로-

강 원(세종대학교 경영학과 부교수)*
원병건(세종대학교 일반대학원)**

국 문 요 약

12월 결산 코스닥상장법인을 대상으로 대주주지분과 기업성과의 관계를 규명하기 위해 회귀분석을 실시하였다. 회귀분석은 기업성과를 시장성과와 회계성과로 나누어 실시하였다. 시장성과의 경우 회귀분석결과, 대다수의 국내 선행연구가 지지하는 U자형 절충가설이 코스닥상장법인에게는 적용되지 않는 것으로 나타났다. 반면 회계성과의 대용변수인 ROA (Return on Assets)와 대주주 지분율의 관계는 역U자의 형태와 유사한 것으로 나타났다. 보다 정확한 검증을 위해 강건성 검정을 실시하였다. 그 결과, 회계성과로 대주주 지분과 기업성과의 관계를 분석할 경우 대주주 지분율 0-50%구간까지는 이해일치 가설을 지지하지만 50%이상 구간에서는 대주주 지분율과 회계성과의 관계가 유의하지 않은 것으로 나타났다.

핵심주제어: 대주주지분, 코스닥기업, 대리인비용

I. 연구 동기와 목적

점진적인 기업규모의 확대에 따라 이해관계자들의 계층의 폭이 넓어짐으로 인해 기업의 소유권이 이전보다 분산되기는 하였지만, 기업의 경영권은 여전히 대주주에게 집중되어 있는 소유자지배 형태를 유지하였다. 이러한 지배구조의 경직성과 취약한 경영감독은 중복투자, 비과학적 의사결정, 관치경영 등과 같은 문제점을 야기 시켰고, 이는 우리나라를 외환위기로 빠뜨린 주요원인 중 하나로 꼽히고 있다. 이러한 이유로 인해 우리나라 기업의 소유구조와 내부지배구조에 대한 관심이 90년대 초반까지는 주

* 주저자, 세종대학교 경영학과 부교수, kangwon@sejong.ac.kr.

** 교신저자, 세종대학교 일반대학원 석사과정, wonwin0426@naver.com.

· 투고일: 2011.07.11

· 수정일: 2011.12.02

· 게재확정일: 2011.12.26

목 받지 못하였으나 외환위기 이후부터 본격적으로 주목을 받으며 연구되기 시작하였다. 그리고 다수의 신뢰할만한 연구결과도 발표되었다. 하지만 지배구조와 기업성과의 관계를 규명하는 것을 주제로 한 대다수의 연구가 유가증권시장 상장기업에 집중되어 있었으며 중소기업이나 신생기업의 지표가 될 수 있는 코스닥 상장기업에 대한 연구는 미진한 면이 있었다. 그리고 유가증권시장 상장기업을 표본으로 한 대다수의 국내 선행연구에 의하면 대주주 지분과 기업의 성과는 절충가설을 지지하는 것으로 나타났다. 이에 지금까지 검증되지 않았던 코스닥 상장기업의 대주주 지분과 기업성과가 어떠한 관계를 가지고 있는지를 밝히고자 본 연구를 실행하였다.

본 연구는 대주주 지분율에 따른 기업성과를 시장성과와 회계성과로 나누었으며 시장성과를 대표하는 대용 변수로 MTB(Market value to Book value ratio) 사용하였고 회계 성과를 대표하는 대용 변수로는 ROA(Return On Assets)를 사용하였다. 선행연구들과 비슷한 방법론을 따르지만 선행연구들이 다루지 못했던 2008년 글로벌 금융위기가 기업의 지배구조에 미친 영향과 이에 따른 성과를 알아보기 위해 2008년도를 제외한 2005년도부터 2007년도 그리고 2009년도 코스닥 상장기업을 연구대상으로 삼았다. 이상으로 본 연구를 통하여 검증하고자 하는 내용을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 국내 선행연구와 같이 코스닥 상장기업의 대주주 지분율과 기업 성과 간의 관계도 절충가설을 따르지 살펴본다.

둘째, 글로벌 금융위기가 대주주 지분율과 기업성과 간의 관계에 영향을 미쳤는지 알아본다.

II. 이론적 배경

1.1 이해일치가설

Berle와 Means(1932)나 Jensen과 Meckling(1976)의 고전적 대리인 이론에 기초하고 있는 이해일치가설은 경영자 소유지분이 증가하면 경영자의 관심은 기업가치의 극대화에 쏠려 경영자와 외부주주 사이의 갈등이 줄고 이해가 일치한다는 가설이다. 즉, 경영자 소유지분이 증가하면 대리인 비용이 감소하여 기업가치가 증가하므로 경영자의 소유지분과 기업가치는 정(+)의 상관관계를 보인다는 가설이다.

Jensen과 Meckling은 소유경영자와 외부주주사이에서 발생하는 이해상충의 가능성과 이에 따라 발생하는 대리인 비용을 통하여 소유구조를 설명하였다. 경영자는 외부 자금조달과 투자결정과정에서 자신에게 보다 큰 이익을 줄 수 있는 의사결정에 더욱 큰 관심을 가지기 때문에 기업 가치를 극대화하는 결정을 회피하고 자신에게 이익이 되는 의사결정을 하게 되므로 대리인 비용이 발생하게 된다. 이때 기업의 소유가 집중

된 기업일수록 소유경영자와 외부주주 간의 이해가 일치되어 대리인 비용이 줄어들고, 기업의 성과가 증가한다는 뜻이다. 즉, 경영자의 지분이 늘어날수록 기업가치는 대리인비용의 감소로 증가하게 된다는 것이다.

1.2 경영자안주가설

경영자안주가설은 이해일치가설과 마찬가지로 경영자의 지분이 기업가치에 영향을 준다는 이론이다. 하지만 경영자안주가설은 경영자의 지분이 증가함에 따라 기업가치가 증가한다는 이해일치가설과 반대로 경영자의 지분이 증가 할수록 자신의 기업 지배권에 대한 견제가 줄어들기 때문에 주주의 이익극대화를 위한 행동보다는 사적이익을 추구하는데 집중하여 기업가치가 하락한다는 이론이다.

Bothwell(1980)은 시장의 진입장벽과 시장점유율을 이용하여 시장을 세 가지로 나누고 소유경영자 기업과 전문경영자 기업을 구분하여 경영성과를 측정하였다. 경영성과는 기업의 수익률을 통하여 측정하였는데, 수익률은 다시 CAPM모형을 이용해 계산된 위험조정수익률과 위험조정이 이루어지지 않은 수익률로 구분 되었다. 위험이 조정된 수익률을 통해서 소유경영자 기업과 전문경영자 기업의 경영성과를 비교하면 소유경영자 기업의 기업성과가 전문경영자 기업보다 우수한 것으로 나타났다.

Mosen, Chiu와 Cooley(1968)는 1963년 매출순위 500대기업을 표본으로 삼아 소유경영기업과 전문경영자기업으로 나누어 12년 동안의 경영행태를 조사하고 수익률을 비교하였다. 비교결과 소유자에 의해 통제되는 기업이 전문경영자에 의해서 통제되는 기업에 비해 소유자의 이득에 부합하는 경영성과를 내고 있음을 보고하였다.

1.3 절충가설

절충가설이란, 지분율과 기업가치의 관계는 경영자의 지분율이 증가함에 따라 기업의 자원을 경영자 자신의 이익을 위하여 사용하려는 성향과 경영자의 이해를 외부주주들과 일치시키려고 노력하는 성향 중 보다 강한 성향에 따라 그 결과가 달라진다는 이론이다.

Morch, Shleifer와 Vishy(1988)는 371개의 기업을 가지고 패널분석을 실시하였는데 그들의 연구결과에 의하면 Tobin-Q와 지분율의 관계는 단조로운 선형관계가 아니라 지분율에 따라 구조적인 전환점을 갖는 3개의 영역으로 나눌 수 있는 것으로 나타났다. 이는 0-5%, 5-25%, 25%이상의 세 가지 영역으로 구분되는데 0-5% 구간에서는 지분율이 상승할수록 Tobin-Q도 함께 상승하여 이해일치가설을 지지하는 것으로 나타났고 5-25% 영역에서는 Tobin-Q와 지분율이 음(-)의 상관관계를 보여 경영자 안주가설을 지

지하는 것으로 나타났다. 그리고 25%이상에서는 다시 지분율이 상승할수록 Tobin-Q가 증가하여 이해일치가설을 지지하는 것으로 나타났다. 그리고 창립자의 가족이 경영하는 회사보다는 창립자와 관련 없는 사람이 경영을 할 때 Tobin-Q가 높은 것으로 보고 하였다.

김주현(1992)의 연구는 소유 경영자 지분과 기업 가치는 단순한 직선의 관계가 아니라 한 번의 구조적 전환점을 가진 선형 관계임을 보였다. 소유 경영자 지분율 40% 이하에선 지분율이 감소하면서 기업가치는 조금씩 증가하는 약한 부의 상관관계를 보이고, 지분율 40% 이상에서 기업가치는 지분율의 증가와 함께 상승한다고 하였다. 그러나 정의 상관관계를 보이는 부분은 통계적 유의도가 낮은 것으로 나타났다. 나아가 소유 경영자 지분과 기업가치사이의 부의 상관관계를 설명하는 데 있어 경영자안주가설이 현상을 가장 잘 설명한다고 하였다. 그리고 우리나라 자본시장이나 경영자 노동시장의 형편상 시장을 통하여 대리인 비용을 줄일 수 있는 장치가 발달 되지 못한 상태여서 소유 경영자의 지분이 높은 상태에선 경영자가 현실에 안주하려는 성향이 높고, 지분이 낮아지면서 무사안일의 경영태도에서 벗어나는 계기를 만들어 기업의 가치가 높아진다고 설명하고 있다.

1.4 무관련설

기업가치는 기업의 지배유형보다는 앞으로 기대되는 가치에 대한 합리적 투자 또는 분산(divest)에 의해서 결정된다는 이론이 무관련설이다.

Herman(1981)은 경영자 지분율의 높고 낮음이 기업가치와 정(+) 또는 부(-)의 관계를 가지고 있다는 이해 일치가설 및 경영자 안주가설에 대해 부정적인 견해를 보였다. 그가 이러한 주장을 하게 된 근거는 과거 실증연구는 연구에서 이용된 통계처리방식이 부정확하고 기업의 지배유형 구분이 명확하지 못하며, 표본기업들의 크기가 다르다는 점 때문이다. 그래서 그는 경영자의 지분율과 기업가치 사이의 명확한 관계를 규명하기는 어렵다고 하였다.

III. 연구설계

3.1 표본선정

본 연구에서의 분석대상기업은 2005, 2006, 2007, 2009년 말 현재 상장 기업으로 12월 말 결산법인에 한정하였다. 글로벌 금융위기 전후의 효과를 비교하기 위하여 2005, 2006, 2007년과 2009년을 분석대상기간으로 선정하였다. 재무자료와 주가자료는 한국

신용평가(주), 코스닥협회에서 제공한 자료를 활용하였다. 이상으로 분석대상 기업의 선정기준을 요약 하자면 다음과 같다.

- ① 2005, 2006, 2007, 2009년도 말 코스닥에 상장된 비 금융 12월 결산법인¹⁾
- ② 연구에 필요한 재무자료 및 주가자료를 구할 수 없었던 일부 기업 제외
- ③ 자본잠식기업 제외

위의 기준에 따라 최종적으로 선정된 표본은 2005년 664개, 2006년 694개, 2007년도 907개 기업과 글로벌 금융위기 이후에 해당하는 2009년 898개 기업이다²⁾.

3.2 종속변수 선정

종속변수인 기업성과는 연구 목적에 따라 여러 가지가 될 수 있다. 선행 연구들에서 사용된 종속변수를 살펴보면 Tobin-Q, Tobin-Q의 변형인 기업의 시장가치 대 장부가치 비율(Market value to Book value ratio: MTB)³⁾, 회계적 성과측정지표, 주가 수익률 등이 있다. 이 중 Tobin-Q가 기업가치 대용변수로서 가장 빈번하게 사용되나 현실적으로 정확한 대체원가와 부채의 시장가치를 구하는 것이 어려움으로 본 연구에서는 시장성과의 대용변수로 시장가치대 장부가치 비율(MTB)을 이용하였고, 회계성과의 대용변수로는 ROA⁴⁾를 사용하였다.

3.3 분석 모델

우리나라의 상장기업을 표본으로 한 김주현(1992)과 김영숙, 이재춘(1999)의 연구에서 절충가설이 지지되었다. 이들 연구결과를 토대로 코스닥 상장기업들도 대주주 지분율과 시장성과 간 그리고 대주주 지분율과 회계성과 간 절충가설이 성립할 것으로 보아 선형모형에 이어 비선형모형을 이용하여 검증하고자 한다.

먼저 대주주 지분율과 시장성과 간 그리고 대주주지분율과 회계성과 간에 선형관계가 존재하는지 여부를 검증하기 위해 독립변수로 대주주 지분율만을 포함시켜 다음 모형과 같이 회귀분석을 실시한다.

- 1) 해당년도의 표본들은 선형회귀분석의 패널 데이터로 사용되었다.
- 2) 2005년부터 2007년까지의 자료는 pooling data 방법에 의해 하나의 표본으로 처리하였다. 대신 실증분석 단계에서 연도더미변수를 고려하였으나 모델의 설명력이나 기타독립변수의 유의성에 유의한 영향을 주지는 않았다.
- 3) $MTB = (\text{보통주 시장가치} + \text{우선주 시장가치} + \text{부채 장부가치}) / \text{총자산 장부가치}$
- 4) $ROA = \text{영업이익} / \text{총자산 장부가치}$

$$MTB = \alpha + \beta_1 LAR + \varepsilon \text{ 모형 M1}$$

$$ROA = \alpha + \beta_1 LAR + \varepsilon \text{ 모형 R1}$$

앞서 언급하였듯이 외국인지분율, 연구개발비율, 광고비율, 기업규모, 재무레버리지는 시장성과 혹은 경영성과에 유의적인 영향을 미칠 수 있으며 투자비율은 기업의 회계성과와 상당한 연관성이 있다. 그래서 이 변수들을 모형에 포함시켜 대주주 지분과 시장성과 또는 대주주 지분과 회계성과 간 관련성이 존재하는지 알아보기 위해 모형 M2, 모형 R2와 같은 다중회귀분석을 실시한다. 또한 통제변수들이 시장성과와 회계성과에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한다.

$$MTB = \alpha + \beta_1 LAR + \beta_2 FOR + \beta_3 SIZ + \beta_4 LEV + \beta_5 RND + \beta_6 ADV + \beta_7 DUM + \varepsilon \text{ 모형 M2}$$

$$ROA = \alpha + \beta_1 LAR + \beta_2 FOR + \beta_3 SIZ + \beta_4 LEV + \beta_5 INV + \beta_6 DUM + \varepsilon \text{ 모형 R2}$$

절충가설이 성립할 것으로 보아 이차항을 포함한 회귀모형을 가지고 검증하고자 한다. 그런데 다항회귀모형의 경우 변수의 조작 없이 분석이 이루어지면 일차항과 일차 이상의 항 간의 높은 상관관계로 인하여 다중공선성의 문제가 발생할 수 있다. 그래서 변수를 표준화하여 아래와 같은 비선형 회귀모형을 통해 회귀분석을 실시하였다.

$$MTB = \alpha + \beta_1 LARZ + \beta_2 LARZ^2 + \varepsilon \text{ 모형 M3}$$

$$ROA = \alpha + \beta_1 LARZ + \beta_2 LARZ^2 + \varepsilon \text{ 모형 R3}$$

$$MTB = \alpha + \beta_1 LARZ + \beta_2 LARZ^2 + \beta_3 FOR + \beta_4 SIZ + \beta_5 LEV + \beta_6 RND + \beta_7 ADV + \beta_8 DUM + \varepsilon \text{ 모형 M4}$$

$$ROA = \alpha + \beta_1 LARZ + \beta_2 LARZ^2 + \beta_3 FOR + \beta_4 SIZ + \beta_5 LEV + \beta_6 INV + \beta_7 DUM + \varepsilon \text{ 모형 R4}$$

그리고 변수들은 다음과 같이 정의된다.

LAR= 대주주지분율

LAR= 대주주 지분율

LARZ= (대주주 지분율-대주주지분율의 평균) / 대주주 지분율의 표준편차

LARZ= {(대주주 지분율-대주주지분율의 평균) / 대주주 지분율의 표준편차}²

FOR= 외국인 지분율

SIZ= ln자산총계

LEV= 부채총계 / 자산총계

RND= 연구개발비 / 자산총계

ADV= 광고선전비 / 자산총계

INV= 유무형리스자산의 증가 / 자산총계

DUM= 산업더미

IV. 실증분석

4.1 상관관계 및 다중공선성 진단

중회귀모형에 의한 실증분석에 앞서 실증분석에 사용되는 변수들 간의 다중공선성이 존재하는지를 점검하였다.

<표 3>은 2005년부터 2007년도 변수들 간의 피어슨 상관계수를 나타내는 상관계수 행렬표이다. 모든 변수들의 공차한계가 0.1이상을 보여 다중공선성의 문제는 회귀분석에 크게 영향을 미치지 않는 것으로 판단된다.

<표 3> 2005-2007년도 변수 간 상관계수

	MTB	ROA	LAR	FOR	SIZ	LEV	RND	ADV	INV
MTB	1								
ROA	-0.041	1							
LAR	-0.100**	0.219**	1						
FOR	0.113**	0.186**	0.006	1					
SIZ	-0.272**	0.256**	0.153**	0.345**	1				
LEV	0.010	-0.294**	-0.096**	-0.086**	0.085**	1			
RND	-0.011	0.039	-0.016	-0.020	-0.083**	-0.070**	1		
ADV	0.166**	0.010	0.000	0.124**	0.009	-0.015	-0.048*	1	
INV	0.141**	-0.007	-0.011	0.042*	-0.023	0.158**	0.054**	-0.002	1

주 : *, **는 각각 5%, 1%에서 유의한 값.

<표 4>는 2009년도 표본기업들의 변수들 간 피어슨 상관계수 행렬표이다. 모든 변수들의 공차한계가 0.1이상을 보여 다중공선성의 문제는 회귀분석에 크게 영향을 미치지 않는 것으로 판단된다.

<표 4> 2009년도 변수 간 상관계수

	MTB	ROA	LAR	FOR	SIZ	ADV	RND	LEV	INV
MTB	1								
ROA	0.037	1							
LAR	-0.143**	0.281**	1						
FOR	0.118**	0.175**	0.068*	1					
SIZ	-0.077*	0.287**	0.251**	0.264**	1				
LEV	-0.057	-0.176**	-0.036	-0.056	0.200**	1			
RND	0.038	0.026	-0.080*	0.014	-0.068*	-0.066*	1		
ADV	0.103**	0.114**	0.040	0.150**	0.037	-0.012	-0.026	1	
INV	0.022	0.025	0.005	-0.010	0.025	0.106**	0.021	0.032	1

주 : *,**는 각각 5%, 1%에서 유의한 값.

4.2 대주주 지분율과 시장성과의 관계분석

<표 5> 회귀모형(종속변수 MTB)

구 분	2005-2007		2009	
	모형M1	모형M2	모형M1	모형M2
상수	1.883 (26.026)***	17.434 (18.013)***	1.641 (21.824)***	3.667 (3.574)***
LAR	-1.086 (-4.792)***	-0.353 (-1.800)*	-0.799 (-4.332)***	-0.780 (-4.116)***
FOR		3.597 (10.276)***		1.728 (3.810)***
SIZ		-0.646 (-16.344)***		-0.084 (-1.988)**
LEV		0.436 (2.968)***		-0.172 (-1.065)
RND		-1.244 (-0.757)		0.903 (0.632)
ADV		9.347 (6.744)***		4.813 (2.741)***
DUM		-0.234 (-3.387)***		0.070 (1.038)
Ad.R2	0.010	0.150	0.019	0.047
F-value	22.964***	57.991***	18.767***	7.254***
N	2265		898	

주 : ***,**는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의한 값, ()는 t값을 나타냄.

모형 M1과 M2에서 대주주지분율의 회귀계수는 음수를 기록하였고 유의적인 것으로 나타났다. 하지만 모형의 설명능력을 나타내는 Ad.R2이 낮아서 MTB와 대주주지분

율이 부(-)의 선형 관계를 가지고 있다고 결론짓기는 어렵다.

<표 6> 회귀모형(종속변수 MTB)

구 분	2005-2007		2009	
	모형M3	모형M4	모형M3	모형M4
상수	1.598 (36.773)***	17.342 (17.819)***	1.383 (33.158)***	3.570 (3.396)***
LARZ2	0.040 (1.457)	-0.005 (-0.185)	-0.037 (-1.381)	-0.035 (-1.304)
LARZ	-0.182 (-4.994)***	-0.056 (-1.593)	-0.130 (-4.023)***	-0.126 (-3.777)***
FOR		3.600 (10.273)***		1.729 (3.813)***
SIZ		-0.647 (-16.270)		-0.091 (-2.127)**
LEV		0.438 (2.973)***		-0.160 (-0.987)
RND		-1.262 (-0.767)		0.781 (.545)
ADV		9.339 (6.734)***		4.724 (2.689)***
DUM		-0.235 (-3.391)***		0.072 (1.066)
Ad.R2	0.010	0.149	0.020	0.047
F-value	12.550***	50.724***	10.346***	6.564***
N	2265		898	

주 : **,***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의한 값, ()는 t값을 나타냄.

모형 M3는 독립변수로 LARZ(표준화된 대주주 지분율)와 LARZ²을 포함시킨 것이고, 모형 M4는 모형 M3의 독립변수들을 포함하여 추가로 외국인지분율, 자산규모, 레버리지비율, 연구비율, 광고비율, 산업더미를 포함시킨 것이다. 2005-2007년도 모형 M3에서만 LARZ² 회귀계수의 부호가 김주현(1992), 김영숙, 이재춘(1999)의 결과와 마찬가지로 (+)를 나타냈다. 하지만 LARZ² 회귀계수는 모형 M3, 모형 M4 모두에서 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났다. 이는 대다수의 국내 선형연구에서 지지되었던 경영자지분과 시장성과의 관계가 U자형이라는 절충가설이 2005-2007년, 2009년 코스닥 상장기업에게는 적용되지 않음을 시사한다.

지금까지 모형 M1, 모형 M2, 모형 M3, 모형 M4를 통해 시장성과의 측정도구인 MTB를 종속 변수로 한 회귀분석을 실시하였다. 모형 M1과 모형 M2를 통해 MTB와 대주주 지분율의 관계가 선형인지를 검증하였다. 2005-2007년도와 2009년도의 모두 모형 M1과 M2에서 LAR의 회귀계수가 유의한 것으로 나타나 대주주 지분율과 MTB가 선형관계인 것으로 보였으나 Ad.R2이 낮아 이를 확신 하기는 어려웠다. 한편 대다수

의 국내 선행연구에서는 대주주 지분율과 MTB의 관계가 비선형 것으로 보고하였다. 그래서 추가적으로 이를 검증하기 위한 분석을 실시하였다. 모형 M3와 모형 M4가 그것인데 분석결과 MTB와 대주주지분율의 관계가 비선형임을 입증할 수 있는 LARZ²의 회귀계수가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이를 통해 2005-2007년, 2009년 코스닥 상장기업의 경우에는 대주주지분율과 MTB의 관계가 비선형이 아니라는 결론을 얻었다.

4.3 대주주 지분율과 회계성과의 관계분석

<표 7> 회귀모형(종속변수 ROA)

구 분	2005-2007		2009	
	모형 R1	모형 R2	모형 R1	모형 R2
상수	-0.038 (-5.999)***	-0.872 (-11.021)***	-0.031 (-4.063)***	-0.770 (-7.781)***
LAR	0.174 (10.686)***	0.123 (7.567)***	0.164 (8.780)***	.117 (6.394)***
FOR		0.119 (4.128)***		0.114 (2.620)***
SIZ		0.037 (11.182)***		0.032 (7.728)***
LEV		-0.192 (-15.568)***		-0.109 (-6.932)***
INV		0.057 (1.873)*		0.057 (1.362)
DUM		0.025 (4.414)***		0.007 (1.077)
Ad.R2	0.048	0.200	0.078	0.180
F-value	114.199***	95.564***	77.088***	33.901***
N	2265		898	

주 : *,**,***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의한 값, ()는 t값을 나타냄.

<표 7>은 ROA를 종속변수로, 그 밖의 변수들을 독립변수로 두고 시행한 회귀분석 결과다. 2005-2007년과 2009년 그리고 모형 R1과 R2 모두에서 ROA와 대주주지분율은 정(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이를 통해 대주주지분율과 ROA간에는 선형관계가 성립함을 유추할 수 있다. 한편 대주주지분율과 ROA의 관계가 비선형인지를 검증하기위해 모형 R3와 모형 R4를 통한 추가적인 분석을 실시하였다.

<표 8> 회귀모형(종속변수 ROA)

구 분	2005-2007		2009	
	모형 R3	모형 R4	모형 R3	모형 R4
상수	0.040 (11.231)***	-0.764 (-9.584)***	0.047 (11.442)***	-0.650 (-6.521)***
LARZ2	-0.018 (-7.978)***	-0.014 (-6.713)***	-0.018 (-6.565)***	-0.015 (-5.670)***
LARZ	0.039 (13.005)***	0.028 (9.628)***	0.032 (10.001)***	0.024 (7.153)***
FOR		0.127 (4.417)***		0.112 (2.629)***
SIZ		0.034 (10.556)***		0.029 (7.171)***
LEV		-0.187 (-15.272)***		-0.103 (-6.672)***
INV		0.051 (1.702)*		0.052 (1.256)
DUM		0.023 (4.132)***		0.008 (1.216)
Ad.R2	0.073	0.216	0.120	0.208
F-value	90.508***	89.949***	61.905***	34.666***
N	2265		898	

주 : *,**,***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의한 값, ()는 t값을 나타냄.

<표 8>은 ROA를 종속변수로, 그 밖의 변수들을 독립변수로 두고 시행한 회귀분석의 결과이다. 모형 R3는 독립변수로 LARZ(표준화된 대주주 지분율)과 LARZ²을 포함시킨 것이고, 모형 R4는 모형 R3에 외국인지분율(FOR), 자산규모(SIZ), 레버리지비율(LEV), 투자비율(INV), 산업더미(DUM)를 포함시킨 것이다. 우선 모형 R3와 모형 R4를 살펴보면 LARZ²의 회귀계수가 음수이며 1%내에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 대주주의 지분율과 회계성과간의 관계가 변곡점을 갖는 곡선의 관계라는 것을 입증하며 선행연구와 같이 절충형 가설을 지지하는 결과이다. 하지만 국내 선행연구에서 대주주 지분율과 시장성과의 관계가 U자 형태를 띠는 것과는 대조적으로 2005-2007년, 2009년 코스닥 상장기업의 경우는 대주주 지분율과 회계성과 간의 관계가 역U자 형태인 것으로 나타났다. 이는 변곡점 왼쪽에서는 이해 일치가설이 지지되고 변곡점 오른쪽에서는 경영자안주가설이 지지됨을 뜻한다. 이에 대한 추가분석을 실시하였는데 이는 다음 절에 이어지는 강건성 검정을 통해 설명하였다.

4.4 강건성 검정

모형 R3와 모형 R4를 통해 ROA와 대주주 지분율의 관계는 역U자 형태임을 유추할

수 있었다. 하지만 모형의 설명능력이 높은 편이 아니므로 추가적인 분석을 실시하였다. 이를 위해 모형 R3의 회귀식을 미분하여 곡선의 기울기가 0이 되는 변곡점의 위치를 추정하여 보았다. 그 결과, 2005-2007년도에는 대주주 지분율이 50.47%인 지점에 변곡점이 존재하는 것으로 나타났다. 만약 모형 R3를 통해 얻은 회귀식이 정확하다면 대주주 지분율이 0%-50.47%인 지점까지는 대주주 지분율이 증가할수록 ROA가 증가하며 대주주 지분율이 50.47%-100%인 지점에서는 대주주 지분율이 증가할수록 ROA가 감소하여야 한다. 이를 검증하기 위해 대주주 지분율을 변곡점을 중심으로 두 구간으로 나누어 아래와 같은 회귀분석을 실시하였다.

$$ROA = \alpha + \beta_1 LAR + \epsilon$$

$$ROA = \alpha + \beta_1 LAR + \beta_2 FOR + \beta_3 SIZ + \beta_4 LEV + \beta_5 INV + \beta_6 DUM + \epsilon$$

대주주 지분율을 50.47% 이하인 구간과 50.47% 이상인 구간으로 나누었을 때 ROA와 대주주의 관계가 역U자 형태라면 LAR의 회귀계수 β 는 50.47% 이하 구간에서 양(+)의 부호를 가질 것이고 50.47% 이상인 구간에서는 음(-)의 부호를 가질 것이다. <표 9>는 이에 대한 회귀분석결과를 요약한 것이다.

<표 9> 회귀모형(종속변수 ROA)

구분	2005-2007			
	대주주지분율 < 50.47%		대주주지분율 > 50.47%	
상수	-0.063 (-7.901)***	-0.922 (-10.561)***	0.107 (2.613)***	-0.018 (-0.099)
LAR	0.289 (10.935)***	0.207 (8.389)***	-0.089 (-1.330)	-0.070 (-1.127)
FOR		0.140 (4.195)***		0.072 (1.438)
SIZ		0.038 (10.426)***		0.007 (0.880)
LEV		-0.200 (-14.799)***		-0.122 (-4.438)***
INV		0.053 (1.558)		0.048 (0.861)
DUM		0.028 (4.475)***		-0.010 (-0.748)
Ad.R2	0.058	0.221	0.002	0.059
F-value	119.568***	92.009***	1.769	4.540***
N	1926		339	

주 : *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의한 값, ()는 t값을 나타냄.

대주주 지분율이 50.47% 이하인 구간의 회귀계수 β 는 기타 통제변수를 포함시키지 않은 모형과 포함시킨 모형 모두에서 예측과 같이 유의적인 양(+)^{의 부호를 나타냈다.} 그러나 대주주 지분율이 50.47% 이상인 구간의 회귀계수 β 가 음(-)^{의 부호를 가지}는 하였으나 0에 가까웠고 유의성이 떨어졌으며 모형의 설명능력을 나타내는 Ad.R2이 0.058로 상당히 낮았다.

2005-2007년도 전체 표본기업을 대상으로 실시한 회귀분석에서 ROA와 대주주 지분율은 역U자 형태인 것으로 추정되었으나 강건성 검정결과 대주주 지분율50.47%이상 구간에서는 이러한 유추가 타당하지 못한 것으로 나타났다.

2009년도의 경우는 대주주 지분율이 52.29%지점에 변곡점이 위치하는 것으로 나타났다으며, 마찬가지로 모형 R3를 통해 얻은 회귀식이 정확하다면 대주주 지분율이 0%-52.29%인 지점까지는 대주주 지분율이 증가할수록 ROA가 증가하며 대주주 지분율이 52.29%-100%인 지점에서는 대주주 지분율이 증가할수록 ROA가 감소하여야 한다. 이를 검증하기위해 변곡점을 중심으로 대주주 지분율을 두 구간으로 나누어 다시 한 번 회귀분석을 실시하였다. 분석 방법은 이전 방법과 같고 그 결과는 <표 10>에 나타나있다.

<표 10> 회귀모형(종속변수 ROA)

구분	2009			
	대주주지분율 < 52.29%		대주주지분율 > 52.29%	
상수	-0.052 (-5.365)***	-0.823 (-7.147)***	0.030 (0.587)	-0.334 (-1.734)*
LAR	0.244 (8.392)***	0.181 (6.395)***	0.043 (0.534)	0.073 (0.945)
FOR		0.0169 (3.083)***		0.001 (-0.008)
SIZ		0.033 (6.862)***		0.015 (2.029)**
LEV		-0.105 (-5.667)***		-0.105 (-3.868)***
INV		0.078 (1.575)		-0.023 (-0.318)
DUM		0.005 (0.732)		0.008 (0.617)
Ad.R2	0.088	0.196	-0.004	0.072
F-value	70.425***	30.344***	0.285	3.213***
N	725		173	

주 : *,**,***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의한 값, ()는 t값을 나타냄.

대주주 지분율이 52.29% 이하인 구간에서의 회귀계수 β 는 예측대로 양수를 기록하였다. 그리고 대주주 지분율이 52.29%이상인 구간에서는 예측과 달리 회귀계수 β 가

양수를 나타냈으며 통계적 유의성도 없었다. 이는 2009년도의 경우 모형 M3와 모형 R4를 통해 유추한 대주주 지분율과 ROA의 관계가 역U자 형태라는 유추의 신뢰성에 문제가 있음을 시사한다.

결국, 모형 R2, 모형 R3에서 유추한 ROA와 대주주지분율의 관계가 역U자 형태라는 결과는 강건성 검증을 통해 대주주 지분율이 50%이상을 넘어서면 일치하지 않는 것으로 나타났다. 하지만 대주주 지분율이 약 50%에 근접할 때까지는 2005-2007년도와 2009년도 모두 회계성과가 좋아진다는 공통적인 결과를 얻을 수 있었다. 이는 2005-2007년도와 2009년도 모두 지분율이 50%부근에 이를 때 까지는 이해일치가설이 성립함을 뜻한다. 비록 Stulz(1998), McConnell과 HenriServaes(1990)의 연구가 종속변수로 회계성과가 아닌 시장성과를 사용하였다는 차이가 있지만 대주주 지분율과 기업가치의 관계는 이들이 보고한 역U자 형태라는 결과와 2005-2007년, 2009년도 코스닥 상장기업을 표본으로 한 본 연구의 결과는 유사하였다. 그리고 변곡점이 위치하는 대주주 지분율은 이들의 연구결과와 상당부분 일치하였다.

V. 결론

해외에서는 일찍이 Jensen과 Meckling(1976)이 제시한 대리인이론(agency theory)을 바탕으로 기업의 지배구조에 대한 많은 연구들이 이루어져 왔다. 이들의 연구결과들을 바탕으로 경영자 지분율과 기업가치 간의 상관관계를 설명하는 대표적인 이론들에는 이해일치가설, 경영자안주가설, 절충가설, 무관련설이 있다.

국내의 대다수 선행연구는 경영자지분과 기업가치는 U자형태의 절충가설이 성립함을 주장하였다. 하지만 중소기업과 벤처기업이 다수 포함된 코스닥 상장기업의 MTB를 종속변수로 삼고 대주주 지분율과 대주주 지분율의 제곱항을 독립변수로 삼은 회귀분석을 실시한 결과 대주주 제곱항의 회귀계수는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 김주현(1992), 김영숙, 이재춘(1999), 오현탁, 허영길, 김종만(2005) 등의 선행연구에서 받아들여진 U자형 절충가설을 기각하는 결과다. 한편, 대주주 지분율의 제곱항을 제외하고 MTB와 대주주 지분율 간의 선형관계를 검증하기 위한 회귀분석을 실시하였다. 그 결과, 2005-2007년도, 2009년도 모두 회귀계수가 통계적으로 유의한 부(-)의 값을 가졌으나 모형의 설명능력을 나타내는 $Ad.R^2$ 이 극히 낮은 것으로 나타났다. 결국, 코스닥 상장기업의 경우는 MTB와 대주주 지분율의 관계에 있어서 경영자안주가설도 지지되기 어렵다고 판단된다.

시장성과의 대응변수로 MTB를 사용한 것과 마찬가지로 ROA를 회계성과의 대응변수로 삼아 회귀분석을 실시하였다. ROA를 종속변수로 대주주지분율, 대주주지분율제곱, 기업규모, 레버리지비율, 투자비율, 산업더미를 독립변수로 사용하여 분석한 결과

2005-2007년도 코스닥상장기업의 경우 ROA와 대주주지분율의 관계는 역U자 형태의 곡선모양을 띄는 것으로 나타났다. Stulz(1988)도 소유지분과 기업가치의 관계를 규명하면서 일정영역까지는 소유지분과 기업가치가 같이 증가하는 정(+)의 상관관계를 가지지만 일정영역을 넘어서면 소유지분이 증가하더라도 기업가치는 감소하는 음(-)의 상관관계를 가진다고 주장하였다. 그리고 Stulz는 이러한 관계의 원인을 기업합병 인수프리미엄으로 설명하였다.

2005-2007년도와 2009년도 대주주지분율과 ROA의 관계를 나타내는 곡선의 변곡점의 위치를 계산한 결과 변곡점은 2005-2007년과 2009년도 각각 대주주 지분율 50.47%와 52.29%인 지점에 위치하는 것으로 확인되었다.

추가적으로 보다 정확한 검증을 위해 변곡점을 중심으로 대주주 지분율을 두 구간으로 나누어 강건성 검정을 실시한 결과, ROA와 대주주지분율의 관계가 0-50%구간까지는 정(+)의 관계에 있는 것으로 확인되었지만 50% 이상 구간부터는 ROA와 대주주 지분율의 관계가 유의하지 않은 것으로 나타났다.

그리고 2005-2007년도와 2009년도의 대주주 지분과 경영성과의 관계를 비교할 경우 시장성과와 회계성과 모두에서 회귀선의 기울기나 변곡점 위치 등의 미미한 차이만 발견되었을 뿐 큰 변화는 없었던 것으로 나타났다. 따라서 글로벌 금융위기는 대주주 지분율과 기업성과의 관계에서 별다른 영향을 주지 못한 것으로 판단된다.

끝으로, 본 연구는 다음과 같은 몇 가지 한계점과 개선되어야 할 사항을 가지고 있어, 향후 이에 대한 심도 있는 연구가 이루어져야 할 것으로 판단된다.

첫째, 시장성과와 회계성과의 상이한 결과에 대한 분석이 필요하다. 앞서 살펴보았듯이 시장성과와 대주주 지분율 간의 관계는 선형의 형태에 가까웠지만 회계성과의 경우에는 비선형에 가까웠다.

둘째, 기업별 회계처리 방법의 차이를 반영하지 못하였다. 채고자산 평가방법, 감가상각법 등은 MTB와 ROA에 영향을 줘 연구결과가 달라질 수 있으나 있으나 본 연구는 이를 반영하지 못하였다.

셋째, 시장성과와 회계성과의 측정에 있어 계량화가 어려운 기타 통제변수들을 고려하지 못하였다.

참 고 문 헌

- 강 원·신현한·장진호(2005) "대규모기업집단의 지배-소유 괴리도와 기업가치 및 경영성과 간의 관계분석", 『재무연구』, 제2호, pp.1-39.
- 김영숙·이재춘(2000), "기업가치와 기업소유구조와의 관련성", 『증권학회지』, 제26집, pp.173-197.

- 김우택·장대홍·김경수(1993), "기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구", 『재무 연구』, 제 6호, pp.55-75.
- 김주현(1992), "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구", 『재무연구』, 제5호, pp.129-153.
- 신현한·이상철·장진호(2004), "외부감시주체와 기업가치", 『재무연구』, 제 1호, pp.77-97.
- 오현탁·허영길·김종만(2005), "기업가치와 기업소유구조의 관계분석", 『산업경제연구』, 제 4호, pp.1565-1585 .
- Bothwell, J.(1980), "Profitability, Risk and the Separation of Ownership fromControl", *Journal of Industrial Economics*, Vol.28, pp.303-317.
- Demsetz, H., and Lehn, K.(1985), "The structure of corporate ownership:causes and consequences", *Journal of Political Economy*, Vol.93, pp.1155-1177.
- Fama, E., and Jensen M.(1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp.301-325.
- Jensen, M., and Meckling, W.(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs, and Ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.
- John, K., and Senbet, L.(1998), "Corporate governance and board effectiveness", *Journal of Financial Economics*, Vol.52, pp.79-117.
- Morck, R., Shelifer A. and Vishny, R.(1983), "Management ownershipand market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.293-315.
- Monsen, J., Chiu, J. and Cooley, D.(1968), "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.82, pp.435-451.
- Pound, J.(1988), "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.237-265.
- Vincent, W.(1998), "Board effectiveness and board dissent : A model of the board's relationship to management and shareholders", *Journal of Corporate Finance*, Vol.4, pp.53-70.

A Study on the Relationship between Large Shareholders' ownership and Firm Performance –Firms Listed in KOSDAQ–

Kang, Won* · Won, Byeong Geon**

Abstract

The purpose of this article is to analyze the relationship between corporate firm performance and large shareholder ownership.

We use the individual firms listed in KOSDAQ and implement the ordinary least squares regression analysis. Our empirical analysis shows that the relationship between large shareholder ownership and market performance is not in accordance with the preceding studies supporting U type. We document, however, that the empirical analysis shows that the relationship between large shareholder ownership and accounting performance is similar to the reverse U type.

A robustness test is implemented to generate a more acute analysis. The robustness test shows that the large shareholder's shareholding of 0-50% supports the interest convergence hypothesis; however, more than 50% of the shareholding shows that the large shareholder ownership is not significantly related to the accounting performance.

Keywords: *Ownership structure, Kosdaq, Agency problems*

* Associate Professor, School of Business, Sejong University.

** Department of Business and accounting, Graduate School of Sejong University.