

쇠퇴시장과 상승시장에서의 경영자지분율과 기업성과 사이의 관계[†]

남현정* · 유승훈**

〈요 약〉

본 연구의 목적은 침체시장과 상승시장에서 경영자 지분율과 기업성과 사이의 관련성을 알아보는 것이다. 경영자 지분율과 기업성과와의 정의 관련성, 부의 관련성, 역U자 관련성 혹은 무관련성이 존재한다는 이전연구 결과들과 차별성을 가지 고자 환경변수를 추가하여 침체시장과 상승시장에서 경영자 지분율과 성과 사이의 관계를 연구하였다. 이를 위해 사업보고서에 공시된 경영자 지분율을 독립변수로 사용하였으며 경영자 지분율이 높은 기업의 성과가 더 나은가를 알기위해 경영자 지분율이 25%이상인 기업을 분류하였다. 또한 종속변수인 성과변수를 회계성과인 ROA와 시장성과인 Tobin Q로 분류하여 측정하였으며, 통제변수로 기업규모와 레버리지를 사용하였다.

실증분석 결과 기존의 연구에서 나타났듯이 경영자 지분율은 회계성과와 시장성과에 정의 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있었고, 본 연구에서 주목한 쇠퇴시장의 경우 높은 경영자 지분율이 기업성과를 높인다는 일반적 분석결과가 쇠퇴시장에서는 불완전할 수 있다는 결과를 제시할 수 있었다. 반면 상승시장에서는 경영자 지분율과 성과 사이의 정의 관련성이 강해지는 것을 확인할 수 있었다.

경영자 지분율이 기업성과에 다양한 영향(정의 관련, 부의 관련, 역U자 관련, 무관련)을 미칠 것이라는 이전 연구들의 분석결과가 쇠퇴시장에서는 다른 결과를 초래할 수 있다는 투자전략을 제시할 수 있다.

핵심주제어 : 침체시장, 상승시장, 경영자 지분율, 기업성과

논문접수일: 2012년 01월 09일 수정일: 2012년 02월 29일 게재확정일: 2012년 03월 12일

† 본 연구는 2009-2010년 부산대학교 자유과제 학술연구비 지원에 의하여 수행되었음.

* 동명대학교 금융회계학과 겸임교수, hjnam0131@pusan.ac.kr

** 부산대학교 경영학부 교수, shyu@pusan.ac.kr

I. 서론

기업경영은 위임자인 주주와 대리인인 경영자 사이에 대리인 문제가 있을 수 있다(Jensen and Meckling, 1976). 경영자는 주주의 부를 증가시키기 위한 의사결정이 아닌 자신의 효익을 적극적으로 추구함으로써 대리인 문제를 야기시킬 수 있다(신성욱, 2011). 대리인 문제는 대리인 비용을 발생시켜 기업성과에 영향을 미칠 수 있다(Shleifer and Vishny, 1986; Joh, 2003).

경영자 지분율과 기업성과 사이의 관계에 대하여 기존 연구들은 다양한 결과를 제시하고 있다. 유인일치가설에 의하여 경영자 지분율과 성과 사이에는 정의 관계가 있다는 연구(McConnell and Servaes, 1990; Short and Keasey, 1999; Joh, 2003; 박기성, 2002; 최우석과 이우백, 2005)와 오히려 기득권 보호가설에 의하여 두 변수 사이에는 부의 관계가 있다는 반대의 결과를 제시한 연구(Shleifer and Vishny, 1977; Mitton, 2002; 조성욱, 2003)가 존재한다. 또 보호막 가설에 근거하여 경영자 지분율과 기업성과는 역U자형 관계가 있다는 연구(Morck et al. 1988; McConnell and Servaes 1990; Hermalin and Weisbach 1991; Short and Keasey 1999; 조동근과 변민식, 2008)와 마지막으로 경영자 지분율과 기업 성과는 아무런 관련성이 없다는 연구결과도 있다(Holderness and Sheehan 1991; Denis and Denis 1994; Loderer and Martin 1997).

이러한 경우 아쉬운 점은 상기의 연구들이 경영자 지분율과 기업성과 사이의 관계가 시장상황에 따라 달라질 수 있음에도 불구하고 시장환경 요인이라는 조절효과를 분석대상에서 제외시켰다는 점이다.

따라서 본 연구는 시장환경을 쇠퇴시장과 상승시장으로 나누어 경영자 지분율이 쇠퇴시장에서 기업성과에 어떠한 영향을 미치는가를 연구하였으며, 부가적으로 상승시장에서 경영자 지분율과 기업성과와의 관련성을 살펴보았다. 기업성과 측정은 회계성과인 ROA와 시장성과인 Tobin Q를 사용하였으며 경영자 지분율 수준에 따라 기업성과가 달라질 수 있는 점을 감안하여 경영자 지분율 25% 이상 수준에 대한 연구를 부가하였다.

본 연구는 이전 연구에서 고려하지 않았던 쇠퇴시장과 상승시장의 경영자 지분율과 기업성과 사이의 관계에 대한 연구를 수행함으로써 투자자들에게 유용하고 의미있는 자료를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

대리인 이론(Jensen and Meckling, 1976)은 소유와 통제의 분리에 관한 이론이다. 경영자가 기업의 소유권이 없을 때 부가적 성과를 달성하면 성과급을 지급하여 대리인 비용을 감소시킬 수 있다. 대리인 문제 완화를 위해 경영성과 향상을 위한 경영자의 성과급 증가를 유도할 수 있고, 대리인 문제의 발생원인인 소유와 통제의 분리를 완화하기 위하여 소유구조를 경영자에게 집중시켜 해결할 수 있다. 경영자는 기업의 재무적 성과가 기업가치에 영향을 주는 것을 인식하고 있으므로 소유구조를 통한 대리인 문제 완화는 보다 나은 기업성과를 성취하기 위한 경영자의 동기부여로 볼 수 있다.

Oswald and Jahera(1991)은 경영자 소유구조와 자기자본수익율, 총자산수익과율의 정의 관계가 있음을 주장하였고 Klein(1998)과 McConell and Servaes(1990)는 경영자 지분율과 Tobin Q와의 정의 관계를 발견하였다. 또 Chen, Hexter and Hu(1993)와 Morck, Shleifer and Vishney(1988)는 Tobin Q로 측정된 기업성과와 경영자 지분율관 관계가 변한다는 것을 발견하였고, 이 관련성은 경영자 지분율의 정도에 의해 변하는 것으로 나타났다. 즉, 경영자 지분율이 5% 미만과 경영자 지분율이 25% 이상일 때, 경영자 지분율과 기업가치에 정의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 반면 경영자 지분율이 5%-25% 일 때, 경영자 지분율은 기업가치에 부의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Denis and Sarin(1998)은 경영자 지분율의 변화와 기업성과가 관련성이 있다고 보았으며, 성과의 급격히 떨어지는 기업의 2/3에서 경영자 지분율이 크게 변화한 것으로 나타났다. Hambrick and D'Aveni(1988)는 1967-1982년 미국 대기업 중 부실기업의 1%가 성장하였고, 1985년 이후로 3%가 성장하였다고 밝혔다. Evans, Evans, and Loh(2002)는 Hambrick and D'Aveni(1988)의 연구를 근거로 부실기업의 경영상태가 호전되기 어렵고, 시장의 쇠퇴기간 동안 기업의 실패 가능성이 높을 것으로 판단하고 1996-1999년 동안 기업성과가 쇠퇴하고 있는 호주의 65개 기업을 대상으로 기업성과와 경영자 지분율 사이에 정의 관련성을 가질 것으로 예측하였다. 경영자 지분율을 기준으로 5% 미만, 5%-25%, 25% 이상으로 분류하였으며, 실증분석 결과 경영자 지분율이 25% 이상일 때 경영자 지분율이 기업성과에 부의 영향을 미치는 것을 밝혀내었다.

기업 성과를 높이기 위해 경영자에게 제공된 인센티브는 경영자 지분율을 상승시키고, 이 때 높은 지분율을 보유한 경영자가 다른 기업에 비하여 성과가 높

기 때문이라는 이전 연구들이 존재한다. Morck et al.(1988)은 미등기이사의 주식보유가 기업성과를 향상시킨다고 하였다. 경영자의 재무적 보상은 월급 또는 주식으로 지급되기 때문에 성과가 좋아짐에 따라 경영자의 지분율이 높아질 수 있다고 보았다. 기대이론(Vroom, 1964)은 경영자의 노력이 더 나은 성과로 나타날 수 있고, 성과가 보상으로 이어질 때 개인에게 동기부여가 될 수 있다는 것을 제시한다. Klein(1991)은 개인의 기대, 목적, 성과 사이에 유의성을 발견함으로써 동기이론을 뒷받침하였다.

Mingfang and Simerly(1995)는 이전 소유구조 연구에서는 고려하지 않았던 환경변화를 변수로 추가하여 환경 변화가 성과에 영향을 미칠 수 있다는 잠재적 가능성을 제시하였다. 실증분석 결과 환경변화가 경영자 지분율의 효과를 증대하여 경영자 지분율과 총자본이익률과의 관련성을 더욱 높이는 결과를 보였다. Dickins and Humes(2009)는 경영자 지분율과 다양한 재무적 성과가 환경변수에 영향을 받는가에 대한 연구를 시도하였다. 실증분석 결과 경영자 지분율이 25% 이상인 기업의 경영자 지분율이 ROA, ROE, Tobin Q로 측정된 기업 재무적 성과에 정의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 침체시장에서 경영자의 지분율이 기업성과에 부의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이렇듯 시장환경이 달라질 때 기업의 경영자 지분율이 성과에 미치는 영향이 달라질 수 있음에도 불구하고 기존의 많은 연구들이 이를 간과하고, 단지 경영자 지분율이 기업성과에 미치는 영향에 대해서 주목하고 있었다. 경영자 지분율이 기업성과에 미치는 영향을 분석한 후 동기이론에 근거하여 쇠퇴시장과 상승시장에서 경영자 지분율과 기업성과 사이의 관계를 검증하는 연구가 필요하다.

Ⅲ. 연구설계

1. 가설설정

경영자 지분율이 증가할수록 경영자와 주주 사이의 이해관계가 일치하게 된다는 유인일치가설(convergence of interest hypothesis)¹⁾에 의하면, 경영자 지

1) 유인일치가설에 의하면 경영자의 지분율이 증가할수록 경영자의 특권적 소비가 감소하고, 투입노력의 한계비용에 비해 경영자가 얻는 한계효용이 증가하므로 대리문제가 감소하게 된다. 즉 경영자의 지분율이 증가하면 대리비용(책임회피, 특권적 소비, 기타 기업가치를 저해하는 행위에 따른 비용)에 대한 경영자 부담을 또한 증가하기 때문에 기업의 대리비용이 감소하게 되고 결국 기업가치가 증가하게 된다(Jensen and Meckling 1976; Yermack 1996 등).

분이 증가할수록 경영자와 주주의 이해관계가 일치되어 경영자의 대리문제가 감소하게 되고 결국 기업가치의 향상으로 이어진다는 것이다.

유인일치가설과 일치하는 연구들을 살펴보면 Jensen과 Meckling(1976)의 연구가 가장 대표적이라 할 수 있다. 이들은 이론적으로 경영에 관한 완전한 전문지식을 가진 경영자가 100% 기업을 소유하는 것이 최적의 소유구조라고 보았다. 이때는 대리인 비용이 발생하지 않기 때문에 기업가치의 극대화가 이루어진다고 보는 것이다. 이를 현실에서는 적용하기 어렵고, 이를 통하여 제시하고자 한 바는 소유의 분산이 잘 이루어진 기업의 경우, 특히 경영자의 주식보유 비중이 낮은 경우, 소유주주의 통제권이 낮아짐에 따라 기업지배권 역시 낮아지게 되어 대리인 비용의 증가로 인한 낮은 경영성과가 나타난다고 볼 수 있다. McConell and Servaes(1990)의 연구결과에 따르면 경영자 지분율의 증가와 성과향상 사이에 정의 관련성이 있는 것으로 나타났다. Morck and Nakamura(1999)는 일본 기업을 대상으로 경영자 지분율과 기업가치간 관계를 분석하였으며 경영자 지분율과 기업가치 사이에 유의적인 정의 관련성을 밝혀내었다. 특히 은행이 대주주인 경우 은행이 기업경영을 모니터링 함에 따라 경영자의 참호행위(entrenchment)를 줄일 수 있다고 보았다. Joh(2003)는 총자산이익률을 종속변수로 한 회귀분석에서 경영자 지분율과 기업성과가 유의적인 정의 관계에 있음을 밝혀내었다. 박기성(2002)은 대주주 지분율과 기업가치가 정의 선형관계에 있음을 회귀 분석을 통하여 밝혔다. 최우석과 이우백(2005)은 총자산 영업이익률을 종속변수로 소유경영자 기업여부를 독립변수로 하여 실증 분석한 결과 소유경영자 기업과 총자산 영업이익률 사이에 정의 유의한 관련성을 입증하였다.

[가설 1] 경영자 지분율은 기업성과에 정의 영향을 미칠 것이다.

Mingfang and Simerly(1995)는 환경 변화가 경영자 지분율과 기업성과 사이의 관련성을 높일 수 있을 것으로 보고 환경변수를 추가하여 환경 변화가 기업 성과에 잠재적 영향을 미칠 것이라는 가능성을 처음으로 제시하였다. 그들의 연구는 컴퓨터 산업을 대상으로 시행되었으며 분석결과, 환경변화가 경영자 지분율 효과를 중재하여 경영자 지분율과 ROA와의 관련성을 더욱 높이는 결과를 보였다. Dickins and Houmes는 Mingfang and Simerly(1995)의 연구를 확장하여 ROA, ROE, Tobin Q로 측정된 성과변수가 환경변수에 영향을 받을 것으로 보았다.

기대이론(Vroom, 1964)에서는 경영자의 노력이 더 나은 성과로 나타날 수 있

고, 성과가 보상으로 이어질 때 개인에게 동기부여가 될 수 있다는 것을 제시하였다. 기대이론에서는 기업성과를 높이기 위한 경영자의 인센티브는 경영자 지분율을 상승시킬 수 있고, 경영자가 높은 지분율을 보유하고 있을 경우 기업성과가 높을 것이라고 본다. Klein(1991)은 개인의 기대, 그들의 목적, 기업 성과 사이에 유의한 정의 영향을 발견하였다. 경영자는 칩체시장에서 매출액이 감소할 수 있고, 제품 가격을 높이는 것이 불가능하며, 주식시장에서 약세장 효과 등을 인지하고 쇠퇴시장에서 경영자는 인센티브를 받기 어렵다는 것을 인식하고 있기 때문에 쇠퇴시장은 경영자에게 동기를 부여하지 못한다고 볼 수 있다. 칩체시장에서 투자자들 역시 시장에 부정적인 시각을 갖고 있고, 기업가치를 높이기 위한 경영자의 능력에 따른 기대수준이 감소할 것으로 볼 수 있음에 따라 따라서 경영자지분율과 기업성과간의 정의 관련성이 약해질 수 있다.

능력 있는 경영자는 쇠퇴기간을 제외한 기간 동안 기업가치를 보다 효율적으로 높일 수 있다는 것을 인식하고 있기 때문에 쇠퇴기간 동안 재무적 성과 성취를 위한 경영자의 기대가 감소할 것으로 예측해볼 수 있는 반면, 상승시장에서는 경영자가 기업가치를 효과적으로 높일 수 있다는 것을 인지하고 있기 때문에 재무성과 성취를 위한 경영자의 기대가 증가할 것으로 예측해 볼 수 있다.

따라서 쇠퇴시장에서 경영자의 낮은 동기부여로 인해 경영자 지분율과 기업성과 사이의 정의 관련성이 약해질 것이며 반면, 상승시장에서 경영자의 동기부여가 높아져 경영자 지분율과 재무성과 사이의 관련성이 높아질 것이다.

[가설 2] 쇠퇴시장, 상승시장에서 경영자 지분율은 기업성과에 영향을 미칠 것이다.

[가설 2a] 쇠퇴시장에서 경영자 지분율과 기업성과 사이의 정의 관계가 약해질 것이다.

[가설 2b] 상승시장에서 경영자 지분율과 기업성과 사이의 정의 관계가 강해질 것이다.

2. 연구모형

이상의 가설에서 제시한 경영자 지분율과 성과 사이의 관련성을 회귀모형으로 나타내면 다음과 같다.

$$FP = f(\text{Equity}, \text{SIZE}, \text{LEV})\text{-----[모형 1]}$$

$$FP = f(\text{Equity25}, \text{SIZE}, \text{LEV}) \text{-----[모형 2]}$$

$$FP = f(\text{Equity}, \text{Down}, \text{Equity*Down}, \text{SIZE}, \text{LEV}) \text{-----[모형 3]}$$

$$FP = f(\text{Equity25}, \text{Down}, \text{Equity25*Down}, \text{SIZE}, \text{LEV}) \text{---[모형 4]}$$

$$FP = f(\text{Equity}, \text{Up}, \text{Equity*Up}, \text{SIZE}, \text{LEV}) \text{-----[모형 5]}$$

$$FP = f(\text{Equity25}, \text{Up}, \text{Equity25*Up}, \text{SIZE}, \text{LEV}) \text{-----[모형 6]}$$

FP: 기업성과(회계성과: ROA, 시장성과: Tobin Q), Equity: CEO의 보통주 지분율, Equity25: CEO 보통주 지분율이 25% 이상인가에 대한 더미변수, 25% 이상이면 1, 그렇지 않으면 0, SIZE: 총자산의 자연로그, LEV: 부채/총자산

종속변수인 성과는 회계성과를 나타내는 ROA, 시장성과를 나타내는 Tobin Q로 각각 측정하여 분석하였다. 경영자 지분율은 경영자의 보통주 지분율과, 경영자 지분율이 25%이상인 기업의 경영자 지분율을 더미변수로 측정하여 성과를 비교하여 살펴보고자 하였다.

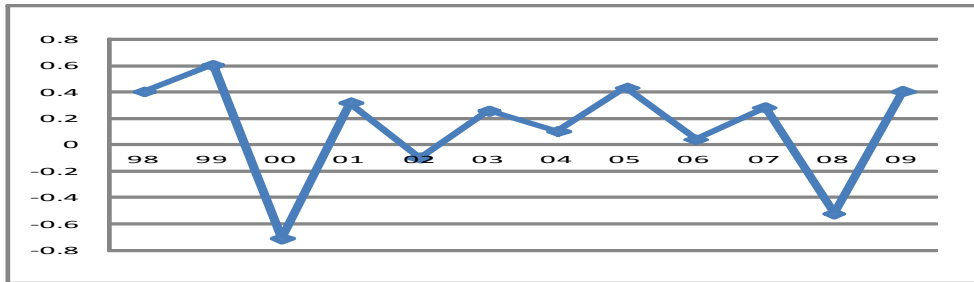
3. 표본선정 및 분석대상 기간

본 연구는 쇠퇴시장에서 경영자 지분율과 재무적 성과 사이의 다양한 관련성을 갖는다는 기존연구를 토대로 상승기간과 쇠퇴기간의 경영자지분율과 성과 사이의 관련성이 어떻게 변하는가를 알아보는 것이다. 표본은 1999년부터 2009년 11년간 제조기업 대상으로 하였으며 12월 결산법인 기업으로 총 456개 기업이 선정되었다.

4. 변수의 조작적 정의

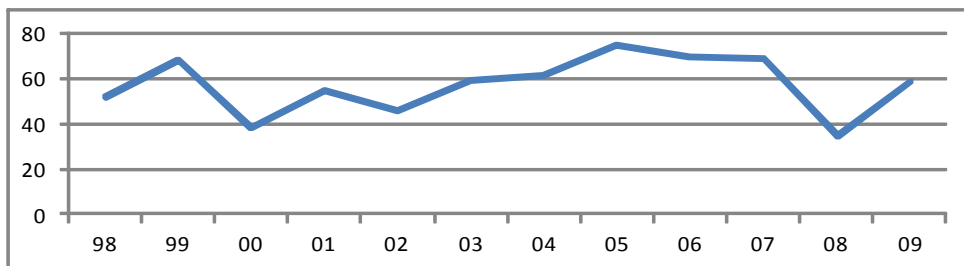
4.1 시장환경 변수

1999-2009년 KOSPI 수익률과 RSI 지수를 분석하면 2000년과 2008년을 침체 시장, 2001년과 2009년을 상승시장으로 볼 수 있다. <그림3-1>은 1998-2008년 KOSPI의 연간 수익률을 나타낸 그래프로 2000년, 2008년에서 수익률이 0이하로 떨어져 있다. 2000년(-0.71%), 2008년(-0.52%)은 음의 수익률을 보이며, 다음해 각각 회복하여 2001년(0.31%), 2009년(0.40%)은 양의 수익률로 반전되는 모습을 보이고 있다.



<그림 3-1> KOSPI 연간 수익률

쇠퇴시장, 상승시장의 존재는 코스피 지수의 수익률에서 뿐만 아니라 Relative Strength Price Index(RSI)로 뒷받침 된다. <그림 3-2>의 RSI 지수에서 2000년(36.66), 2008년(34.96)은 RIS가 40이하로 하락한 것으로 나타났다. Wilder(1978)에 따르면 RSI지수는 70이상을 강세장(bull market) 30이하를 약세장(bear market)으로 보았다. 2001년(54.50), 2009년(58.63)은 RIS가 회복되고 있는 것으로 나타났다. 코스피 수익률과 RSI지수에 근거하여 2000년, 2008년을 쇠퇴시장, 2001년, 2009년을 회복시장으로 판단할 수 있었으며, 침체기간과 상승기간을 더미변수로 처리하였다. 쇠퇴기간 동안 경영자 지분율의 증가 영향을 알기 위해 경영자 지분율과 더미변수간 상호관계로서 이익 변수를 조작화하였다.



<그림3-2> RSI지수

<표 3-1> 변수의 정의 및 측정

		변수명	측정방법
종속 변수	성과변수	ROA	영업이익/총자산
		Tobin Q	(자기자본시장가치+부채장부가치)/총자산
독립 변수	경영자지분율 변수	Equity	CEO의 보통주 지분율
		Equity25	CEO 보통주 지분율이 25% 이상인 기업의 더미변수 25% 이상이면 1, 아니면 0
	시장환경변수	DOWN	더미변수, 2000, 2008년을 1, 아니면 0
		UP	더미변수, 2001, 2009년을 1, 아니면 0
		Equity*DOWN	쇠퇴기간 동안 경영자 지분율의 증가 영향을 알기 위해 고안한 상호작용 변수
		Equity*UP	상승기간 동안 경영자 지분율의 증가 영향을 알기 위해 고안한 상호작용 변수
	통제변수	LnAsset	총자산의 자연로그
		LEV	부채/총자산

IV. 실증분석

1. 기술통계량 및 상관관계 분석

<표 4-1>은 전체 표본기업의 경영자 지분율변수, 성과변수와 통제변수에 대한 기술통계학적 자료이다. 경영자 지분율 변수는 대상기간 중 평균이 38.85%, 레버리지는 0.49로 나타났다. <표 4-2>는 경영자 지분율이 25% 미만인 기업과 25% 이상인 기업으로 분류하여 단일변량분석을 시행한 결과이다. 경영자 지분율이 25% 미만인 기업은 전체 표본 456개 기업 중 102개 기업으로 나타났으며, 25% 이상인 기업은 354개 기업으로 나타났다. ROA가 경영자 지분율 25% 미만인 기업과 25% 이상인 기업에 통계학적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났으며($p < 0.01$), Tobin Q가 경영자 지분율 25% 미만인 기업과 25% 이상인 기업에 통계학적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다($p < 0.05$).

<표 4-1> 기술통계량(n=5016)

	Mean	Std. Dev	Min	Max
Equity	38.850	16.890	0.490	93.540
Equity25	45.156	13.255	25.010	93.540
ROA	0.017	0.168	-3.477	1.810
Tobin Q	3.844	8.605	0.110	214.993
SIZE	19.446	1.483	14.518	25.177
LEV	0.490	0.238	0.009	2.859

Equity: CEO의 보통주 지분율, Equity25: CEO 보통주 지분율이 25% 이상인가에 대한 더미변수, 25% 이상이면 1, 그렇지 않으면 0, ROA: 영업이익/총자산, Tobin Q: (자기자본시장가치+부채장부가치)/총자산, SIZE: 총자산의 자연로그, LEV: 부채/총자산

<표 4-2> 경영자지분율이 25%미만인 기업과 25%이상인 기업의 단변량 분석

	경영자지분율이 25% 미만인 기업 (n=1122)	경영자지분율이 25% 이상인 기업 (n=3894)	
	Mean		
ROA	-.032	.031	-11.330***
Tobin Q	3.304	4.000	-2.372**

*, **, ***은 각각 p=0.1, 0.05, 0.01의 유의수준에서 유의함

ROA: 영업이익/총자산, Tobin Q: (자기자본시장가치+부채장부가치)/총자산, Equity: CEO의 보통주 지분율, Equity25: CEO 보통주 지분율이 25% 이상인가에 대한 더미변수, 25% 이상이면 1, 그렇지 않으면 0, SIZE: 총자산의 자연로그, LEV: 부채/총자산

<표 4-3> 상관관계 분석

	ROA	Tobin Q	Equity	Equity25	SIZE	LEV
ROA	1.000					
Tobin Q	-0.2549*** (-0.254)	1.000				
Equity	0.1516*** (0.151)	0.0717*** (0.071)	1.000			
Equity25	0.1552*** (0.155)	0.0324* (0.032)	0.6872*** (0.687)	1.000		
SIZE	0.1561*** (0.156)	-0.2725*** (-0.272)	-0.0352** (-0.035)	-0.0575*** (-0.057)	1.000	
LEV	-0.2961*** (-0.296)	-0.0067 (-0.006)	-0.2021*** (-0.202)	-0.2095*** (-0.209)	0.0784*** (0.078)	1.000

*, **, ***은 각각 p=0.1, 0.05, 0.01의 유의수준에서 유의함(양측검증)

ROA: 영업이익/총자산, Tobin Q: (자기자본시장가치+부채장부가치)/총자산, Equity: CEO의 보통주 지분율, Equity25: CEO 보통주지분율이 25% 이상인가에 대한 더미변수(25% 이상이면 1, 그렇지 않으면 0), SIZE: 총자산의 자연로그, LEV: 부채/총자산,

<표 4-3>은 경영자 지분율과 재무적 성과 사이의 상관관계 분석에 관한 표이다. VIF(Variance Inflation Factor)를 측정하여 다중공선성 여부를 확인한 결과, 다중공선성의 문제가 발견되지 않았다. 경영자 지분율 변수인 경영자의 보통주 지분율 변수와 경영자의 보통주 지분율이 25% 이상인가에 대한 더미변수가 성과 변수인 ROA와 Tobin Q에 잠재적인 유의한 정의 관련성을 갖는 것으로 나타났다.

2. 가설검증 결과

본 연구는 가설 1에서 경영자 지분율이 성과에 유의한 정의 관계를 미칠 것으로 예측하였다. 가설 2에서 경영자 지분율과 성과 사이의 정의 관계가 침체시장에서는 부의 영향을 미쳐 침체시장에서 경영자 지분율과 성과 사이의 정의 관련성이 줄어들 것으로 예측하였다. 25% 이상의 경영자 지분율을 가진 기업의 우월한 성과가 침체시장에서는 줄어들 것으로 예측하였다. 또한 상승시장에서 경영자 지분율이 성과에 정의 영향을 미쳐 경영자 지분율과 성과 사이의 정의 관련성이 강해질 것으로 예측하였다. 25% 이상의 경영자 지분율을 가진 기업의 우월한 성과 역시 상승시장에서는 높아질 것으로 예측하였다.

<표 4-4> 모형 1의 분석결과

$$FP = \text{Equity} + \text{CONTROLS} + e$$

	성과측정	
	ROA	Tobin Q
Equity	0.000***	0.034***
SIZE	0.020***	-1.579***
LEV	-0.206***	1.022
상수	-0.324***	32.713***
Adj R ²	0.130	0.078

*, **, ***은 각각 p=0.1, 0.05, 0.01의 유의수준에서 유의함(양측검증)

FP : 기업성과(회계성과: ROA, 시장성과: Tobin Q), ROA : 영업이익/총자산, Tobin Q : (자기자본 시장가치+부채장부가치)/총자산, Equity : CEO의 보통주 지분율, SIZE : 총자산의 자연로그, LEV : 부채/총자산

<표 4-4>와 <표 4-5>는 가설1을 분석한 결과이다. <표 4-4>에서 경영자 지분율은 기업성과에 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다. <표 4-5>에

서 경영자 지분율이 높은 기업이 기업성가에 정의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 4-5> 모형 2의 분석결과

$$FP = \text{Equity25} + \text{CONTROLS} + e$$

	성과측정	
	ROA	Tobin Q
Equity25	0.042***	0.426***
SIZE	0.021***	-1.582
LEV	-.204***	0.686***
상수	-0.324***	-10.926***
Adj R ²	0.130	0.074

*, **, ***은 각각 p=0.1, 0.05, 0.01의 유의수준에서 유의함(양측검증)

FP: 기업성과(회계성과: ROA, 시장성과: Tobin Q), ROA: 영업이익/총자산, Tobin Q: (자기자본시장가치+부채장부가치)/총자산, Equity25: CEO 보통주 지분율이 25% 이상인가에 대한 더미변수 (25% 이상이면 1, 그렇지 않으면 0), SIZE: 총자산의 자연로그, LEV: 부채/총자산,

<표 4-6>과 <표 4-7>은 가설 2a를 분석한 것이다. <표 4-6>에서 쇠퇴시장에서 경영자 지분율이 회계성과인 ROA에 부의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 시장성과인 Tobin Q에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난 것으로 보아 경영자 지분율이 Griffith(1999)의 연구와 같이 성과와 경영자 지분율과 사이의 관계가 변화하는 것으로 볼 수 있다. 결과적으로 쇠퇴시장에서 경영자 지분율이 회계성과에 부의 유의한 영향을 미쳐 경영자 지분율과 기업성과의 정의 관련성이 약해진 것으로 파악할 수 있다.

<표 4-7>은 침체시장에서 다른 기업에 비하여 경영자 지분율이 높은 기업의 우월한 재무적 성과가 침체시장에서 줄어든다는 가설을 검증한 결과이다. 경영자 지분율이 Tobin Q에 유의한 영향을 미치지 못하며, ROA에 p<0.05에서 부의 유의한 영향을 미치고 있다. 결과적으로 쇠퇴시장에서 경영자 지분율이 회계성과에 부의 유의한 영향을 미쳐 경영자 지분율과 회계성과 사이의 정의 관계가 약해진 것으로 파악할 수 있다.

<표 4-8>과 <표 4-9>는 가설 2b의 검증결과이다. <표 4-8>은 상승시장에서 경영자 지분율이 성과에 정의 영향을 미쳐 경영자 지분율과 성과의 정의 관계가 강해 질 것이라는 가설을 검증한 결과이다. 상승시장에서 경영자 지분율이 Tobin Q에 유의한 영향을 미치지 못하며, ROA에 p<0.05에서 정의 유의한 영향을 미치고 있다. 결과적으로 상승시장에서 경영자 지분율이 회계성과에 정의

영향을 미쳐 경영자 지분율과 기업성과의 정의 관련성이 더욱 강해진 것으로 파악할 수 있다.

<표 4-9>는 상승시장에서 다른 기업에 비하여 경영자 지분율이 높은 기업의 우월한 재무적 성과가 상승시장에서 높아질 것이라는 가설을 검증한 결과이다. 경영자 지분율이 25% 이상인 경우 경영자 지분율은 회계성과와 시장성과에 모두 유의한 정의 영향을 미쳐 경영자 지분율이 성과에 미치는 유의한 정의 영향을 강하게 만들고 있는 것으로 보인다.

<표 4-6> 모형 3의 분석결과

$$FP = \text{Equity} + \text{DOWN} + \text{Equity} * \text{DOWN} + \text{CONTROLS} + e$$

	성과측정	
	ROA	Tobin Q
Equity	0.000***	0.034***
DOWN	-0.014	0.028
Equity*DOWN	-0.000*	-0.001
SIZE	.020***	-1.579***
LEV	-.206***	1.021**
상수	-0.324***	32.702***
Adj R ²	0.130	0.078

*, **, ***은 각각 p=0.1, 0.05, 0.01의 유의수준에서 유의함(양측검증)
 FP: 기업성과(회계성과: ROA, 시장성과: Tobin Q), ROA: 영업이익/총자산, Tobin Q: (자기자본시
 장가치+부채장부가치)/총자산, Equity: CEO의 보통주 지분율, DOWN: 더미변수(2000, 2008년을 1,
 아니면 0), Equity*DOWN: 쇠퇴기간 동안 경영자 지분율의 증가 영향을 알기 위해 고안한 상호작
 용변수, SIZE: 총자산의 자연로그, LEV: 부채/총자산

<표 4-7> 모형 4의 분석결과

$$FP = \text{Equity25} + \text{DOWN} + \text{Equity25} * \text{DOWN} + \text{CONTROLS} + e$$

	성과측정	
	ROA	Tobin Q
Equity25	.039***	.295**
DOWN	-.012	-.942
Equity25*DOWN	-.022**	.209
SIZE	.021***	-1.584***
LEV	-.204***	.712
상수	-0.322***	33.979***
Adj R ²	0.132	0.074

*, **, ***은 각각 p=0.1, 0.05, 0.01의 유의수준에서 유의함(양측검증)
 FP: 기업성과(회계성과: ROA, 시장성과: Tobin Q), ROA: 영업이익/총자산, Tobin Q: (자기자본시

장가치+부채장부가치)/총자산, Equity25: CEO 보통주 지분율이 25% 이상인가에 대한 더미변수 (25% 이상이면 1, 그렇지 않으면 1), DOWN: 더미변수(2000, 2008년을 1, 아니면 0), Equity25*DOWN: 쇠퇴기간 동안 경영자 지분율의 증가 영향을 알기 위해 고안한 상호작용변수, SIZE: 총자산의 자연로그, LEV: 부채/총자산

<표 4-8> 모형 5의 분석결과

Panel A : $FP = Equity + UP + Equity*UP + CONTROLS + e$

	성과측정	
	ROA	Tobin Q
Equity	0.001***	0.034***
UP	0.021*	1.252**
Equity*UP	0.000**	0.016
SIZE	0.020***	-1.579***
LEV	-0.205***	1.021**
상수	-0.315***	33.245***
Adj R ²	0.130	0.078

*, **, ***은 각각 p=0.1, 0.05, 0.01의 유의수준에서 유의함(양측검증)
 FP : 기업성과(회계성과: ROA, 시장성과: Tobin Q), ROA : 영업이익/총자산, Tobin Q : (자기자본 시장가치+부채장부가치)/총자산, Equity : CEO의 보통주 지분율, UP : 더미변수(2001, 2009년을 1, 아니면 0), Equity*UP : 상승기간 동안 경영자 지분율의 증가 영향을 알기 위해 고안한 상호작용 변수, SIZE : 총자산의 자연로그, LEV : 부채/총자산

<표 4-9> 모형 6의 분석결과

Panel B : $FP = Equity25 + UP + Equity25*UP + CONTROLS + e$

	성과측정	
	ROA	Tobin Q
Equity25	0.0482***	0.706**
UP	0.015*	0.789*
Equity25*UP	0.016*	0.784*
SIZE	0.020***	-1.584***
LEV	-0.202***	0.753
상수	-0.319***	33.805***
Adj R ²	0.132	0.074

*, **, ***은 각각 p=0.1, 0.05, 0.01의 유의수준에서 유의함(양측검증)
 FP : 기업성과(회계성과: ROA, 시장성과: Tobin Q), ROA : 영업이익/총자산, Tobin Q : (자기자본 시장가치+부채장부가치)/총자산, Equity25 : CEO 보통주 지분율이 25% 이상인가에 대한 더미변수, (25% 이상이면 1, 그렇지 않으면 1), UP : 더미변수(2001, 2009년을 1, 아니면 0), Equity25*UP : 상승기간 동안 경영자 지분율의 증가 영향을 알기 위해 고안한 상호작용 변수, SIZE : 총자산의 자연 로그, LEV : 부채/총자산,

V. 요약과 결론

1999년에서 2009년, 11년간 456개 표본기업을 대상으로 경영자 지분율과 성과와 경영자 지분율을 분석하였으며, 시장을 침체시장과 상승시장으로 세분화하여 성과와 경영자 지분율과의 관련성을 분석하였다. 또한 기업성과를 회계성과와 시장성과로 분류하여 측정하였으며 경영자 지분율이 25%이상인 기업을 분류하여 경영자 지분율과 성과 사이의 관련성을 분석하였다.

분석결과 경영자 지분율이 기업성과에 정의 유의한 영향을 미치고 있었으며 침체시장변수와 상승시장변수를 고려하여 경영자 지분율이 기업성과 사이의 달라진 관련성을 제시하였다.

코스피 수익률과 RSI 지수 분석을 통하여 쇠퇴시장을 2000년, 2008년으로, 상승시장은 2001년, 2009년으로 보았으며 쇠퇴기간의 경우, 본 연구에서 고안한 변수를 사용하여 실증분석을 한 결과 쇠퇴시장의 경영자 지분율이 성과에 부분적인 유의한 부의 영향을 미치고 있음을 발견하였으며 경영자 지분율이 성과에 미치는 유의한 정의 영향을 감소시킨다는 결과를 제시할 수 있었다.

쇠퇴시장일 때 경영자는 일반적으로 기업 성과를 높이기 어렵다는 것을 이미 인지하고 있기 때문에 경영자 지분율과 기업성과 사이의 부의 관련성이 발생함에 따라 경영자 지분율과 성과 사이의 정의 관련성이 약해질 수 있다. 반면 상승시장에서는 경영자가 매출액 신장, 강세장 효과 등을 통하여 기업 성과를 보다 효율적으로 높일 수 있다는 것을 인지하고 있으므로 이들이 받는 인센티브를 통하여 경영자 지분율을 효율적으로 높일 수 있다. 따라서 상승시장에서는 경영자 지분율과 기업성과 사이의 정의 관련성이 발생함에 따라 경영자 지분율과 기업성과 사이의 정의 관련성이 강해졌을 것으로 판단된다.

이전의 연구는 경영자 지분율과 성과 사이의 관련성을 검증하였으나, 본 연구는 시장환경 요인을 추가하여 경영자 지분율과 성과 사이에 조절효과를 검증하였다. 이러한 접근은 쇠퇴시장과 상승시장에서 경영자 지분율이 성과에 미치는 영향이 다를 수 있다는 점에서 시장상황에 따라 투자자들의 다양한 투자 전략이 필요할 수 있음을 제시할 수 있다.

참고문헌

1. 박기성(2002), “소유구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin-Q의 관계에 관한 연구,” 증권학회지, 제30권, 제1호, pp.297-325.
2. 신성욱(2011), “경영자 보유 스톡옵션 가치가 기업의 배당정책에 미치는 영향,” 경영정보연구, 제30권, 제3호, PP.217-239.
3. 조동근·변민식(2008), “기업의 소유·지배구조와 기업가치 간의 관계-IMF 외환위기 이후의 한국의 변화,” 한국경제연구원 연구보고서.
4. 조성욱(2003), “외환위기 이후 재벌구조 변화에 대한 실증분석: 리스크 이전 및 주가수익률 동조화를 중심으로,” 한국금융학회 춘계심포지움, 137-197.
5. 최우석·이우백(2005), “오너경영과 기업성과에 관한 실증연구,” 재무연구, 제18권, 제1호, pp.121-148.
6. Chen, H., Hexter, J. L. and M. Y. Hu(1993), “Management Ownership and Corporate Value,” Managerial and Decision Economics, Vol. 14, No. 4, pp.335-346.
7. Denis, D. and D. Denis(1994), “Majority-Owner Managers and Organizational Efficiency,” Journal of Corporate Finance, 1, 91-118.
8. Denis, D.J. and A. Sarin(1998), “Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations,” Working Paper, Krannert Graduate School of Management, Purdue University, IN, May.
9. Dickins, D. and R. Humes(2009), “Revisiting the Relationship Between Insider Ownership and Performance,” Journal of Business and Economic Studies, Vol. 15, No. 2, pp.32-43.
10. Evans, J. Robert Evans, and S. Loh(2002), “Corporate Governance and Declining Firm Performance,” International Journal of Business Studies, Vol. 10, No. 1, pp.1-18.
11. Fama, E. F.(1980), “Agency Problems and the Theory of the Firm,” Journal of Political Economy, Vol. 88, pp.288-307.
12. Griffith, A.(1999), “CEO Ownership and Firm Value,” Managerial and Decision Economics, Vol. 20, No. 1, pp.1-8.
13. Hambrick, D. C. and R. A. D’Aveni(1988), “Large Corporate Failures as Downward Spirals,” Administrative Science Quarterly, Vol. 33, No. 1,

pp.1-23.

14. Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach(1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," *The Journal of the Financial Management Association*, Vol. 20, No 4, pp.101-112.
15. Holderness, C. G. and D. P. Sheehan(1991), "Monitoring an owner", *Journal of Financial Economics*, Vol. 30, No 2, pp.325-346.
16. Jensen, M. and W. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp.305-360.
17. Joh, S. W.(2003), "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea Before the Economic Crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, No. 2, pp.287-322.
18. Kim, W. S., J. W. Lee, and J. C. Francis(1988), "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Insider Ownership," *The Financial Review*, Vol. 23, No. 1, pp.53-64.
19. Klein, A.(1998), "Firm Performance and board committee structure," *Journal of Law and Economics*, Vol. 41, pp.275-303.
20. Klein, A.(1991), "Further Evidence on the Relationship Goal Setting and Expectancy Theories," *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 49, pp.230-257.
21. Loderer, C., K. Martin(1997), "Executive stock ownership and performance Tracking faint traces." *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, No 2, pp.223-256.
22. McConnell, J. J. and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 2, pp.595-612.
23. Mingfang, L. and R. Simerly(1995), "Reexamining the Ownership and Performance Relationship: the Moderating Effect of Environmental Change," *Academy of Management Journal, Best Papers Proceedings*, pp.27-31.
24. Mitton, T.(2002), "A Cross Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, No. 2, pp.215-241

25. Morck, R., Shleifer, A. and R. Vishney(1988), "Management Ownership and Market Evaluation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp.293-315.
26. Morck, R. and Masao Nakamura(1999), "Bank and Corporate Control in Japan," *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 1, pp.319-339
27. Oswald, S. L. and J. Jahera(1991), "The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study," *Strategic Management Journal*, Vol. 12, No. 4, pp.321-326.
28. Shleifer, A, and R. Vishny(1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp.461-488.
29. Short, H. and K. Keasey(1999), "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, pp. 79-101.
30. Vroom, V. H(1964), *Work and motivation*. New York: Wiley
31. Wilder, J. W.(1978), *New concepts in technical trading systems*(1st ed.). Trend Research

Abstract

The Relationship Between Insider Ownership and Firm Performance in Up and Down Markets

Nam, Hyun-Jung* · Yu, Seng-Hun**

The purpose of this study is to investigate the association between the percentage of common stock held by a company's CEO and measure firm performance in down and up markets.

We found that managerial ownership is associated positively with firm performance. We also found that although firms with high insider ownership generally outperform other firms, this relationship is diminished in down markets and is increased in up market.

These results suggest that investment strategies based on the assumption that high insider ownership is associated positively with financial performance may be faulty in declining market.

Key Words: Managerial ownership, Firm performance, Down markets, Upmarkets

* Adjunct Professor, Department of Finance and Accounting, Tong Myong University, hjnam0131@pusan.ac.kr

** Professor, Department of Management, Pusan National University, shyu@pusan.ac.kr