

경영자 지분율과 기업성과 및 주식수익률에 대한 연구

- 중국기업을 대상으로 -

오상희*

<요 약>

본 연구는 2010년부터 2014년까지 최근 5년간 중국의 상장기업을 대상으로 기업의 소유구조를 나타내는 경영자지분율과 기업성과 그리고 주식수익률 사이의 관계를 실증적으로 분석하는 것을 목적으로 하였다.

연구결과 경영자지분율은 주식수익률에 영향을 주었고, 특히 높은 경영자지분율을 가진 기업일수록 주식수익률과 유의적인 양(+)의 관계를 보여주었다. 그러나 기업성과를 나타내는 총자산이익률의 경우 경영자지분율과 유의적인 관계를 보여주지 않았다.

본 연구는 중국기업들이 사회주의 경제체제에서 자본주의 경제체제로 변경됨에 따라 소유와 경영의 분리를 통한 경영의 효율성 제고라는 목표가 실현되었는지를 실증자료를 통해 검증해 보았다는 점과, 중국데이터를 이용하여 중국의 실정을 반영하고 있다는 점에서 의의를 가진다. 그러나 경영자지분율을 중위수 기준으로 구분하였는데, 좀 더 다양한 기준으로 범위를 확대하여 연구하지 못한 점과 지배기준을 경영자지분율 한 가지로 한정된 점이 연구의 한계점이다. 차후 연구에서는 이러한 문제점을 좀 더 보완하면서 다른 나라와 비교연구까지 추가한다면 좀 더 정교한 연구가 될 것으로 기대된다.

핵심주제어: 경영자지분율, 주식수익률, 기업성과, 중국

I. 서론

1992년 중국이 ‘중국특색의 사회주의 시장경제’를 표방한지 20년 남짓한 기간이 지났다. 만일 자본주의가 자유기업을 바탕으로 하는 시장 원리에 의한 교환경제를 의미하는 것이라면, 중국은 이미 자본주의 국가임에 틀림없다고 할 수 있겠다. 더 나아가 최근 인터넷에서는 중국 증시 폭락 등의 기사가 잇달아 발표됨에 따라 전 세계 기업들이 주목하는 나라가 되었음을 부정할 수 없겠다. 또한 이러한 관점에서 이미 중국경제는 경제대국의 반열에 올라섰다고 해도 과언은 아닐 것이다.

사회주의 경제체제와 자본주의 시장경제 개념의 중요한 구분기준은 아마도 ‘소유와 경영의 분리’ 여부라고 할 수 있을 것이다. 중국의 경제 변화과정을 살펴보면, 중국정부는 80년대 후반 들어 청부경영제, 주식제 등의 도입을 통해 소형 국유기업을 매각·임대하는 방식으로 부분적 민영화로 시작하였다.¹⁾ 그 후 중국의 기업에 관한 개혁은 기업지주권을 확대하는 방향으로 추진되었고, 국유기업 개혁은 다음의 세 가지 시기로 구분할 수 있다(김태욱, 2007). 첫째, 기업의 이윤유보제도의 실시와 기업에 의한 유보이윤 사용권의 확대시기(1979-1986). 둘째, 소유권과 경영권의 분리 시기(1987-1993). 셋째, 소유권 개혁을 포함한 국유기업제도의 근본적 개혁을 추구하는 현대적 기업제도의 수립시기(1994년이후).

현대적 기업제도의 수립시기 즈음인 1993년 중국은 기업이 정부의 부속물이라는 전통적인 개념에서 벗어나 기업의 독립적 권리와 재산 및 책임 등 기업의 자율성을 확보하는 제도적 기반을 마련했다고 볼 수 있는 공사법이 제정되었

다²⁾. 이로 인해 기업이 법인으로 자리 잡는 동시에 누적 적자를 기록한 중소형 국유기업의 파산을 허용했고, 1994년부터 국유기업의 소유와 경영의 분리를 촉진하기 위해 국영기업의 명칭을 ‘국유기업’으로 변경했다. 이러한 변화 후 기업의 자주권이 확대되면서 이사회가 설치되고 주주총회가 생기는 등의 기업의 조직구조도 크게 변화하였다³⁾. 또한 이 같은 변화는 자본주의 기업형태를 완벽하게 표방하고 있는 것이므로 본 연구에서는 자본주의 경제를 표방한 중국의 기업을 대상으로 경영자지분율에 관한 변수를 가지고 기업성과 및 주식수익률의 관계를 살펴보고자 한다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론 이후 2장에서는 각국의 소유구조 및 중국경제의 관한 제반사항에 대한 이론적 배경을 살펴보고, 경영자지분율과 기업가치와 관련한 선행연구를 제시한다. 3장에서는 가설의 설정 및 모형 등의 연구설계에 대해 기술하고 4장에서는 표본의 기술통계량과 가설검증 및 분석결과를 제시한다. 마지막 장에서는 본 연구의 결론 및 연구의 한계와 미래의 연구방향 등을 제시한다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

1. 이론적 배경

사회주의 경제와 자본주의 경제의 중요 구분 개념 중 하나를 소유와 경영의 분리라고 하였는데(이일영, 2001), 더 나아가 자본주의 경제에서 경영을 다시 소유경영자와 전문경영인으로 나누어 볼 수 있다. 특히, 미국 및 유럽의 많은 기업들은 그 기업을 소유하지 않은 사람 즉, 전문경

1) 錢穎一, 「現代經濟學와中國經濟改革」, 北京: 中國人民大學出版社, 2004, 66-76쪽

2) 牛國良, 現代企業制度, 北京: 北京出版社, 2002, p. 5.

3) 中兼和津次, 「中國經濟發展論」, 이일영, 「중국경제발전론」, 서울: 나남출판사, 2001, 299-300쪽

영인에 의해 운영되고 있다. 이러한 경우 경영자는 자기 지분을 가지고 있지 않기 때문에 주주 이익의 극대화보다는 자신의 개인적인 이익을 위할 가능성이 높다. 이러한 이유로 기업에서의 지배구조 즉 소유구조에 관한 현황과 그로 인한 기업가치가 중요하게 언급된다.

먼저 각국의 소유구조에 관한 현황들을 살펴보면(강길환과 진종백, 2006), 우리나라의 경우 재벌문제는 오늘날 기업이 안고 있는 모순이 집약되어 있다고 해도 과언이 아니다. 따라서 재벌에 대한 문제는 여러 연구를 통해 많은 대책이 제시되었으나 아직까지 해결되지 않는 부분이 많고, 어떤 형태로든지 규제는 되어야 한다는 입장에는 큰 차이가 없다. 그러나 정부의 입장에서는 재벌을 규제하여야 한다는 관점과 국가경쟁력의 강화를 명분으로 지원하여야 한다는 입장의 시각차가 존재한다. 또한 재벌기업 내부에서는 기업정보에 대한 독점과 투명성이 결여됨으로 인해 경영의 비효율성이 존재한다. 또한 경영자의 사적이익 추구를 위한 행동들을 외부에서는 규제하고 통제할 장치가 없다는 점 등의 문제점이 존재한다.

미국 기업의 경우 규모의 경제를 달성하기 위해 기업규모의 확대가 필요하였고 이에 따라 추가 주식발행으로 자본을 조달함에 따라 주식이 다수의 일반 투자자에게 광범위하게 분산되게 되었다. 따라서 외부주주의 지분율이 높고 상대적으로 대주주의 지분율이 낮아서 경영지배권이 약화됨에 따라 자연스럽게 소유와 경영이 분리되었다. 그 결과 전문경영자가 경영에 대해 실질

적인 지배력을 행사하는 기업지배형태(management control)가 다수를 차지하고 주주가 직접 경영에 개입하는 경우는 드물다.

일본의 소유구조는 2차 대전 패망 전까지는 우리나라와 비슷한 가족중심의 재벌구조였으나, 그 후 법인이 법인을 소유하는 형태로 변화하였다. 즉 일본 기업은 「회사본위사회」로 거대한 기업과 은행이 개인투자자가 아닌 법인기업에 의해 소유된다. 따라서 법인에 의해 주식의 지분이 소유되고, 법인의 숫자 또한 매우 많아서 주식이 법인에 의해 광범위하게 분산되어 있다. 따라서 대주주가 법인이 되고 법인 대주주 중에는 금융기관이나 보험사 등의 금융자본이 대다수이기 때문에 실질적으로 기업의 소유와 지배는 완벽하게 분리되어 있다고 볼 수 있다.

다음으로 중국의 지배구조이다. 과거 중국의 국유기업은 소유와 경영이 분리되지 않아, 기업 기업지배구조는 문제시되지 않았다. 그러나 국유기업의 사영화에 따른 특히, 주식회사에서 주식 소유구조가 다원화됨으로 인해 경영진의 선임과 경영진의 의사결정과정을 통제하는 체계인 기업 지배구조 문제는 더욱 중요하게 되었다⁴⁾. Kraakman and Hansman(2001)⁵⁾의 기업지배구조모델 유형을 기반으로 이근 등(2005)⁶⁾은 중국 주식시장의 성장이 한국·일본·독일 등의 국가들에서보다 훨씬 빠른 속도로 성장하고 있고, 개인주주의 지분도 한국·일본 등의 국가들에 비해 증가속도가 빠르다고 하였다. 또한 내부자의 상대적 지분율이 한국·일본 등의 국가보다 낮다는 중국 주식시장과 상장기업의 특징을 이

4) 오일환, 「중국 국유기업의 회사화와 회사지배구조의 문제점」, 중소기업 23권 4호, 한양대학교 아태지역연구센터, 1999, p. 128.

5) Kraakman and Hansman(2001)은 기업지배구조모델로 4가지 유형을 제시하였다. 첫째, 미국식으로 내부 경영자들이 주축이 되어 기업 지배구조를 이끄는 경영자중심 모델(manager-oriented models). 둘째, 독일식인 노동자들이 경영에 직접 참여하는 노동자중심의 모델(labor-oriented models). 셋째, 일본식 정부가 주도하여 산업정책을 이끄는 국가중심적 모델(state-oriented models). 넷째, 노동자와 채권자 및 여러 이해관계자들이 함께 경영에 참여하는 이해관계자중심 모델(stakeholder-oriented models).

6) 이근 등, 「중국의 기업 산업 경제」, 서울, 박영사, 2005, p. 71.

유로 중국은 미국식 기업지배구조모델에 근접할 것이라고 예측하였다. 그러나 중국의 사회주의 시장경제 특성상 소유와 경영이 쉽게 분리될 수 없는 특성 때문에, 미국식 모델을 추구해 나가지만, 정치적 특수성을 고려해 중국적으로는 독일식이나 일본식 모델을 절충한 지배구조모델로 발전될 것으로 전망하였다.

국제통화기금(IMF)의 2006년 세계경제전망(World Economic Outlook, 2006)에 의하면 중국의 기업지배구조 평가지수(Corporate Governance Quality Index)는 아시아 주요국 중 중국이 최하위를 기록했으며, 1996년에 비해 오히려 후퇴한 것으로 나타났다.⁷⁾

그리고 김태욱(2007)은 이러한 중국의 기업지배구조가 낙후된 원인을 정부 역할의 불확실성과 비유통주의 비중이 너무 높고, 소유권 집중으로 인한 경영에 대한 감시 기능이 적으며 마지막으로 올바른 기업지배구조 문화가 아직 정착되지 못함으로 설명하였다.

기업소유와 경영성과간의 관련성을 증명기(2005)는 기업지배구조와 기업성과 혹은 기업가치 사이의 관련성에 관한 기존 주요 연구가설은 3가지로 집약하였다. 첫째, 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)이다. 이는 Jensen and Meckling(1976)의 대리인이론에 기초한 가설로 대주주 1인에 의해 기업의 소유권이 높을수록 기업가치가 증가한다는 것으로, 경영자 지분율이 높은 경영자가 기업의 부를 낭비하거나 기업의 가치와 무관하게 기업의 확장만을 추구하는 등의 대리인비용이 감소하기 되고, 그 결과 외부 주식소유주 즉, 주주와 이해관계를 같이한다는 것이다. 둘째, 경영자안주가설(managerial entrenchment hypothesis)이다. Stulz(1988)는 경영자가 외부 투자자로부터의

M&A를 방어할 정도로 충분한 주식을 보유하여 자신의 지위가 충분히 안정적이면, 자신의 보유 지분이 증가함에 따라 기업가치 극대화보다는 자신의 사적이익을 위해 행동하여 오히려 기업가치가 하락한다고 주장하였다. 즉, 경영자의 지분율이 충분하다면 자신의 안정적 지위로 만족하게 되어 일반주주의 이익보다는 자신의 사적이익을 추구하는 임의의 의사결정을 내리고 기업가치를 증대시키기 위한 내부감독이나 시장변화에 대한 효과적인 대응을 간과한 채 자신의 사적 목적을 위한 기업의 부를 남용할 가능성이 높은 것이다. 셋째, 절충가설이다(compromise hypothesis). 절충가설은 경영자의 지분율이 증가함에 따라 경영자가 외부주주와의 이해관계를 자신과 일치시키려고 하는 노력과, 자신만의 이익을 위하려는 노력 중 어떤 힘이 강한가에 따라 달라진다는 것이다. 이에 따라 McConnel and Servaes(1990)은 경영자의 지분율과 기업가치가 단순 선형관계가 아니라 지분율 수준에 따라 정(+)과 부(-)의 관계가 공존하는 비선형 관계라고 주장하였다.

2. 선행연구

미국 및 유럽의 많은 기업들은 전문경영인에 의해 운영되고 있다. 이러한 경우 경영자는 자기 지분을 가지고 있지 않기 때문에 주주 이익의 극대화보다는 자신의 개인적인 이익을 위할 가능성이 높다. 즉 이러한 대리인 비용의 문제에 여러 연구에 따르면 경영자의 소유지분이 증가할수록 기업가치가 증가할 것이라고 주장하였다(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976 등).

김주현(1992)은 경영의 효율화를 위한 소유와

7) IMF, World Economic Outlook, 2006 에 의하면 말레이시아, 파키스탄, 한국, 일본 그리고 중국의 순이다.

경영의 분리나 소유 구조 분산 정책과 관련하여, 소유 경영자 지분과 기업의 가치 사이에 관계를 실증적으로 분석하였다. 그 결과 경영자 지분과 기업가치는 단순한 직선의 관계가 아니라, 한 번의 구조적 전환점을 가진 선형 관계라고 설명하였다. 즉 경영자 지분율이 40%이하일 때 지분이 감소하면 기업가치가 증가하는 역의 관계를 보이고, 지분이 40%를 증가하면 기업가치가 양의 관계라고 나타낸다고 하였다. 나아가 경영자 지분율과 기업가치의 관계를 설명하는데 경영자 안주주의(entrenchment)가설이 현상을 가장 잘 설명한다고 하였다.

Morck, Shleifer and Vishny(1988)는 Fortune 500대 기업들을 대상으로 경영자의 지분율과 기업가치를 연구하였다. 이들은 경영자 지분율이 증가함에 따라 경영자와 주주간의 이해관계 상충이 작아 기업가치가 증가할 것이지만, 만일 경영자지분율이 상승할 경우 경영자가 자신의 이익을 위해(개인의 이익 극대화 행동) 기업가치가 감소할 수도 있다고 가정하였다. 이러한 가정을 바탕으로 이들의 연구결과는 다음과 같았다. 즉, 경영자지분율이 0-5% 그리고 25%를 초과하는 경우 경영자지분율에 따라 기업가치가 증가하였으며, 5-25%에서는 오히려 경영자지분율이 증가함에 따라 기업가치가 감소하는 것으로 나타났다.

강길환과 진종백(2006)은 우리나라 상장기업을 대상으로 2002년부터 2004년까지 3년간 500개 상장기업을 표본으로 기업소유구조를 나타내는 대주주지분율과 기업가치 사이에 관계를 실증적으로 연구하였다. 그 결과 기업가치와 대주주지분율 사이에는 유의한 음(-)의 상관관계가 존재함을 발견하였고, 우리나라 증권시장에서 바람직한 지배구조수준이 현실적으로 존재한다면, 기업가치를 높이기 위해서는 대주주지분율의 적정수준을 보유하도록 하는 제도적 장치가 필요하다고 하였다.

조염과 이호갑(2014)은 2008년부터 2011년까지의 중국 상장기업들을 대상으로 중국기업의 기업지배구조가 경영성과와 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 법인주의 지분율이 높을수록, 경영자 급여가 많을수록 경영자지분율이 높고, 감사회규모가 클수록 경영성과가 높은 것으로 나타났다. 또한 법인주의 지분율과 이사회회최최횟수가 많을수록 자기자본이익률이 높은 것으로 나타났으며 국유지분율과 기업가치는 음의 영향력을 가진다고 하면서, 중국의 경우 기업 지배구조의 질을 개선이 필요하다고 설명하였다.

반대 의견의 선행연구도 존재한다. 김우택, 장대홍 그리고 김경수(1993)의 연구에 의하면 대주주가 직접 경영하는 소유경영자 기업에서 주식지분분산도와 기업가치에 일관된 상관관계를 보여주지 않았다. 또한 전문경영인에 의한 기업의 경우에도 지배대주주의 지분율이 높을수록 기업의 시장가치 대 장부가치의 비율은 오히려 감소하는 것으로 나타났다.

III. 연구설계 및 연구방법

1. 가설의 설계 및 연구모형

김태욱(2007)은 그의 연구에서 중국은 후발주자로서의 장점을 누렸다고 말하면서, 이미 발전한 다른 나라의 경제로부터 모범사례를 배워 시행착오를 줄여 발전의 속도를 빠르게 할 수 있었다고 하였다. 또한 국가 자산의 유출을 방지하는 방향으로 기업지배구조를 개발하였고, 그 결과 기업의 자율성을 제함함으로써 기업경영의 투명성과 기업경영진과 이사회 독립성, 경영자의 공정성 및 책임성 등은 선진국의 표준에는 아직 부족하며 정부 역할의 불확실성, 비유통주의 비중이 너무 높은 소유권의 집중, 올바른 기

업지배구조 문화의 미정착 등 아직까지 좋은 기업지배구조 정착을 저해하는 내재적 요인들이 산재해 있다고 설명하였다.

따라서 본 연구에서는 여러 선행연구와 김태욱(2007)의 연구를 바탕으로, 최근연도의 중국 데이터와 중국기업을 대상으로 기업지배구조 혹은 소유구조를 통한 기업가치를 살펴보기 위하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1 : 경영자지분율은 주식수익률에 영향을 미칠 것이다.

가설 2 : 경영자지분율은 기업경영성과에 영향을 미칠 것이다.

본 가설을 검증하기 위해 다음과 같은 실증모형을 제시하였다.

<모형 1>

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MS_{i,t} + \alpha_2 SOR_{i,t} + \alpha_3 OUT_{i,t} + \alpha_4 AC_{i,t} + \alpha_5 LIST_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 LEV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

<모형 2>

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MS_{i,t} + \beta_2 SOR_{i,t} + \beta_3 OUT_{i,t} + \beta_4 AC_{i,t} + \beta_5 LIST_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

여기서,

RET: 주식수익률, ROA: 총자산이익률, MS: 경영자소유지분율, SOR: 유통주식비율, OUT: 사외이사비율, AC: 감사회규모, LIST: 상장기간, SIZE: ln총자산, LEV: 부채비율

위의 모형에서 종속변수인 RET(주식수익률)은 기업가치를 나타내는 변수로서 사용되었고, ROA(총자산이익률)은 기업재무성과를 나타내는

변수로 적용되었다.

2. 변수의 정의

기업소유구조란 경영자 및 종업원, 대주주, 기관투자자, 일반투자자등 각 이해관계자들이 보유하고 있는 주식내역에 관한 것으로서 실질적으로 의결권이 있는 주식지분의 현황을 의미한다. 많은 연구들에서 경영자지분율과 기업가치 관계에서 경영자지분율이 증가할수록 주주에게 더 유리한 것으로 분석되었다. 이는 대리인이론의 관점에서 경영자지분율이 높아질수록 기업가치를 증가시키고자 하는 유인이 더 커지기 때문이라고 할 수 있다(Jensen and Meckling, 1976; Stulz, 1988; Milgram and Robert, 1992; 지성권과 신성욱, 2003). 이에 따라 본 연구에서도 기업소유구조에 대한 변수로 경영자지분율(MS)을 적용하였다.

중국 상장기업의 경우 발행주식은 크게 비유통주와 유통주로 나누어지고, 비유통주중에서도 국가주의 비중은 매우 높다. 이러한 소유구조 때문에 유통시장의 유동성이 낮아지고 주식의 가격결정 매커니즘을 왜곡시키며 상장기업의 기업지배구조에 대한 주주의 이해를 약화시키는 문제점 등이 제기되었다(윤봉한, 2007). 따라서 본 연구에서 경영자지분율과 기업가치를 보기위한 통제변수로 유통주식비율(SOR)을 사용하였다.

이사회는 주주가 그들의 이익을 부합하도록 경영자를 통제하는 수단으로 주주의 위임을 받아 경영자를 선발하고 감시하는 내부통제수단 중 가장 중요한 수단으로 간주되는 것이다. 이에 따라 중국은 1999년 3월부터 기업의 사외이사 규정을 설립하여 적용하고 있다. 또한 최근들어 중국정부는 대리인 문제를 해결하기 위해 사외이사의 권한을 대폭 강화하는 조치를 취하고 있

다8). 따라서 이사회규모(OUT) 변수를 사용하였다.

또한 중국에 있어 감사인 규모는 매우 중요한 매커니즘으로 주주대표와 종업원 대표로 구성되고 그 구성비는 회사규정에 따르는 것으로 규정되어 있다. 또한 중국 기업지배구조의 특징은 회사법의 적용을 받는 기업들이 이사회 이외에도 감사위원회를 두어 이중이사회(two-tier boards)를 갖고 있다는 것이다. 감사위원회는 통상 노동조합, 당 및 주요주주의 대표자로 구성되어 있으며, 종업원 대표는 종업원 총회에서 선출되며, 이사, 최고경영자, 재무책임자는 감사위원회에 위원으로 참여할 수 없도록 되어 있다.

불확실이 강한 환경에서 기업이 장기간동안 생명을 유지한다는 것은 곧 생존에 필요한 최소한의 수익 이상을 거둬와 동시에 사회에서 요구하는 수율을 충족하고 있다는 의미이기도하다. 따라서 매출액, 영업이익, 당기순이익 등 재무성과가 좋다는 것 못지않게 기업의 수명이 길다는 것은 중요한 일이다(김민석, 2007). 따라서 상장연도변수가 추가되었다.

그리고 마지막으로 통제변수로 총자산에 자연 로그를 취한 값을 기업규모(SIZE)로 사용한다. 기업규모가 크다는 것은 내부능력의 축적이 높은 것으로 볼 수 있고, 기업규모의 확대는 규모의 경제를 실현할 수 있기 때문에 기업가치와

정(+)의 관계가 예상된다. 한편 기업규모가 커지면 경영자는 자신이 가진 부의 한계로 인해 보유주식수를 증가시켜 지분율을 확대하는 데에 어려움이 따를 수 있다. 따라서 기업규모와 경영자지분율간에는 기업규모의 증가에 따라 경영자지분율이 하락하는 부(-)의 관계가 예상된다(Shleifer and Wolfenzon, 2002). 비슷한 이유로 부채비율(LEV) 또한 사용하였다.

3. 표본

상장 기업은 중국에서 가장 대표적인 기업이라고 할 수 있고 본 연구는 2010년부터 2014년까지 상해 및 신진증권거래소 A시장 5년간 계속 상장한 기업들 가운데 다음 요건에 해당하는 기업은 제외하였다.

- 경영상태가 부실한 ST(Special treatment) 기업
- 주가 및 경영자지분율이 없는 기업
- 기타 자료를 구할 수 없는 기업

이들 요건을 충족한 표본의 수는 3,445개 기업이었다. 이들 기업들에 대한 자료는 GTA 데이터 시스템에서 수집하였으며, 자료처리는 SPSS 22.0 및 SAS 9.2를 이용하였다.

<표 1> 표본의 선정기준과 표본의 수

표본의 선정기준	표본의 수
2014년 12월 31일 현재 상장기업	12,599
경영상태가 부실한 ST(Special treatment) 기업	(5,630)
주가 자료가 없는 기업	(1,046)
경영자 지분율이 없는 기업	(1,293)
기타 자료입수가 불가능한 기업	(1,185)
최종표본기업	3,445

8) 2002년 8월 상장회사의 사외이사(중국에서는 독립이사라 부름)에 대한 신 규정이 제정되어 현재는 대부분의 기업에서 사외이사의 비중이 3분의 1이상인 것으로 나타났다.

IV. 실증분석

1. 기술통계량과 상관관계분석

<표 2>는 주요 가설들을 검증하기 위하여 본 연구에서 사용한 변수들의 기술통계량을 나타내고 있다. 주식수익률(RET)은 평균은 69.709 최소값은 -210.16 최대값은 약 1720.61으로 나타났으며, 총자산이익률(ROA)의 평균은 0.0526이고 최소값은 -0.6773이며 최대값은 0.469이었다. 경영자지분율(MS)의 평균은 9.658이며, 최소값은 0.0003 최대값은 66.801이며, 유통주식비율(SOR)의 평균은 0.4868 최소값은 0.0474 그리고 최대값은 1로 나타났다. 또한 사외이사비율(OUT)의 평균값은 0.3815이며 최소값은 0.25 최대값은 0.6666이고 감사회규모(AC)의 평균은 3.14명이고 최소값은 0명 최대값은 7명으로 나타났다. 상장기간(LIST)의 평균은 7.73년이며, 최소값은 4년이며 최대값은 15년으로 나타났다. 자산규모(SIZE)의 평균은 21.149이며 최소값은 18.6794 최대값은 24.856 으로 타났으며, 마지막으로 부

채비율(LEV)의 평균은 0.283이고 최소값은 0.0125 최대값은 1.0547을 제시하였다.

<표 3>은 본 연구에서 사용된 변수들 간의 상관관계를 나타내고 있다. 종속변수인 주식수익률(RET)는 경영자지분율, 유통주식비율, 감사회 규모, 상장기간, 부채비율과 유의적인 양(+)의 관계를 보여주었으며, 총자산이익률과는 유의적인 음(-)의 상관관계를 나타내었다. 또 하나의 종속변수인 총자산이익률(ROA)은 유통주식비율, 상장기간, 부채비율과 유의적인 음(-)의 상관관계를 보였고, 총자산과는 유의적인 양(+)의 상관성을 보였다. 그리고 독립변수인 경영자지분율(MS)은 사외이사비율과 유의적인 양(+)의 상관관계를 나타내었고, 유통주식비율, 상장기간, 감사회규모, 부채비율과는 유의적인 음(-)의 관계를 나타내으며, 총자산과는 유의한 상관관계를 보이지 않았다. 이 밖에 유통주식비율(SOR)은 상장기간 및 총자산, 부채비율과 유의적인 양(+)의 관계를, 사외이사비율(OUT)은 상장기간와는 유의적인 양(+)의 관계를 감사회규모와는 유의적인 음(-)의 관계를 보였다.

<표 2> 기술통계량

변수	평균	표준편차	최소값	최대값
RET	69.709	131.454	-210.16	1720.61
ROA	0.0526	0.0614	-0.6773	0.4690
MS	9.658	12.931	0.0003	66.801
SOR	0.4868	0.2069	0.0474	1.000
OUT	0.3815	0.0596	0.25	0.6666
AC	3.14	0.565	0	7
LIST	7.73	2.103	4	15
SIZE	21.149	0.7247	18.6794	24.856
LEV	0.2830	0.1973	0.0125	1.0547

주) RET : 주식수익률, ROA : 총자산이익률, MS : 경영자소유지분율, SOR : 유통주식비율, OUT : 사외이사비율, AC : 감사회규모, LIST : 상장기간, SIZE : ln총자산, LEV : 부채비율

<표 3> 상관관계

	RET	ROA	MS	SOR	OUT	AC	LIST	SIZE	LEV
RET	1								
ROA	-.15*** .000	1							
MS	.121*** .004	.047 .153	1						
SOR	.104*** .002	-.18*** .000	-.24*** .000	1					
OUT	.030 .361	-.019 .564	.154*** .000	.054 .103	1				
AC	.056* .086	-.032 .333	-.06** .044	-.018 .585	-.13*** .000	1			
LIST	.134*** .000	-.17*** .000	-.10*** .001	.653*** .000	.118*** .000	-.024 .471	1		
SIZE	-.021 .530	.092*** .005	.015 .655	.215*** .000	-.023 .476	.011 .737	.335*** .000	1	
LEV	.069** .036	-.35*** .000	-.007 .820	.300*** .000	.045 .176	.020 .552	.335*** .000	.487*** .000	1

주 1) RET: 주식수익률, ROA: 총자산이익률, MS: 경영자소유지분율, SOR: 유통주식비율, OUT: 사외이사비율, AC: 감사회규모, LIST : 상장기간, SIZE : ln총자산, LEV : 부채비율
 2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임.

2. 가설의 분석 결과

<표 4>는 가설 1과 2를 검증하기 위한 결과를 나타내고 있다. 가설 1에서 경영자지분율은 RET에 영향을 미칠 것이라고 예상하였다. 이러한 가설에 대한 분석결과 RET와 경영자지분율의 관계에서 계수값 0.005 t값 0.179로서 10% 수준에서 유의적인 양(+의) 방향을 나타내고 있어 경영자지분율에 많을수록 RET가 증가한 것으로 판단되어진다. 즉, 경영자지분율은 RET에 영향을 미치는 것이다. 다른 변수를 살펴보면 유통주식비율과 RET의 관계 또한 계수값 0.1 t값 2.786 으로 1% 수준에서 유의적인 양(+의) 관계

를 나타내었다. 그리고 사외이사비율은 RET와 유의적인 관계를 보이지 않았고, 감사회규모는 RET와 1%수준에서 유의적인 관계를 나타내어 감사회규모가 클수록 감시자가 많아 주식수익률이 높아지는 것으로 생각되어 진다. 또한 상장기간과 RET의 관계에서도 계수값 0.133 그리고 t값 2.965로 1% 수준에서 유의적인 관계를 나타내어서, 상장기간이 긴 기업일수록 수익률도 좋은 것으로 생각되어 진다. 그러나 기업규모와 RET의 관계에서는 1%수준에서 유의적인 음(-)의 관련성을 나타내었다.

<표 4> 분석결과

		종속 변수			
		RET		ROA	
		Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
절편	방향	0.334	1.721*	-0.105	-1.613
MS	+	0.005	0.179*	0.018	0.550
SOR	+	0.100	2.786***	-0.071	-1.703*
OUT	+	0.016	0.483	0.003	0.097
AC	+	0.064	1.939*	0.029	1.929*
LIST	+	0.133	2.965***	-0.044	-1.030
SIZE	+	-0.102	-2.661***	0.121	3.353***
LEV	-	0.066	1.713*	-0.372	-10.293***
Adj R ²		0.023		0.136	
F-Value		14.127***		31.743	

주 1) RET: 주식수익률, ROA: 총자산이익률, MS: 경영자소유지분율, SOR: 유통주식비율, OUT: 사외이사비율, AC: 감사회규모, LIST: 상장기간, SIZE: ln총자산, LEV: 부채비율
 2) ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임. ()안은 t-통계량

이는 기업규모가 작을수록 수익률이 크다는 의미로서, 기업규모효과를 보여준 여러 선행연구에서와는 다른 결과이나 중국의 데이터로 연구한 연구에서는 흔히 자산 규모와 수익률 혹은 재무성과와의 관계를 비유의적으로 나타내거나 혹은 음(-)의 결과는 볼 수 있었다⁹⁾. 그리고 부채비율과 RET의 관계에서는 유의적인 음(-)의 관계로 부채비율이 낮을수록 수익률이 높게 나타났다.

<표 4>에서는 두 번째 가설 2를 검증하기 위해 경영자지분율이 높을수록 ROA에 영향을 미칠 것이라고 예상하였다. 분석결과 경영자지분율과 ROA는 유의적인 관계를 나타내지 않았다. 그리고 유통주식비율과 ROA와는 계수값 -0.071 t값 -1.703으로 10% 수준에서 유의적인 음(-)의

방향을 보였다. 이는 유통주식수가 많을수록 자산이익률이 작아진다는 의미로서 중국의 경우 국유자산이 많을수록 기업의 재무성고가 더 높을 수 있다는 결과를 그대로 반영한 것이라 할 수 있다. 또한 감사회규모가 클수록 자산수익률이 높다는 결과를 보였는데(계수값 0.029, t값 1.929 10% 수준에서 유의적임), 이로서 중국기업도 주식회사의 경우 정부의 감시를 벗어나, 감사회규모가 큰 경우 더 높은 이익을 보여준다고 생각되어 진다. 마지막으로 자산규모와 부채규모 변수의 경우 자산이 높을수록 ROA가 양(+)의 관계를(계수값 0.121, t값 3.353 1% 수준에서 유의적임), 부채는 작을수록 ROA가 유의적인 음(-)의 관계를 나타내었다(계수값 -0.372 t값 -10.293. 1% 수준에서 유의적임).

9) 강봉, 2015. 석사학위논문(신라대학교). 통제변수인 SIZE변수는 ROA와 유의적인 (-)의 방향을 나타내었다. 중국의 자료를 사용한 다른 선행연구에서도 유의적인 음(-)의 방향을 나타내고 있었다.

<표 5> 가설 1의 추가분석결과

		종속 변수(RET)			
		MS-High		MS-Low	
		Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
절편	방향	0.599	2.787***	-0.025	-2.746***
MS	+	0.096	2.827***	0.016	0.366
SOR	+	0.070	1.261	0.107	2.345**
OUT	+	-0.061	-1.214	0.088	1.996**
AC	+	-0.016	-0.322	0.103	2.342**
LIST	+	0.185	2.575**	0.089	1.489
SIZE	+	-0.200	-3.318***	-0.035	-0.704
LEV	-	0.084	1.368	0.076	1.515
Adj R ²		0.026		0.029	
F-Value		18.52***		19.31***	

주 1) RET: 주식수익률, MS: 경영자소유지분율, MS-High: 경영자지분율은 높은 그룹, MS-Low: 경영자지분율이 낮은 그룹, SOR: 유통주식비율, OUT: 사외이사비율, AC: 감사회규모, LIST: 상장기간, SIZE: ln총자산, LEV: 부채비율
 2) ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임. ()안은 t-통계량

<표 5>는 가설 1의 추가분석으로서, 경영자지분율과 주식수익률의 관계에서 경영자지분율을 중위수를 기준으로 경영자지분율이 큰 기업(MS-High)과 작은 기업(MS-Low)으로 나누어서 추가분석 한 결과이다. 분석결과를 살펴보면 경영자지분율이 큰 기업일 경우 경영자지분율과 주식수익률의 경우 매우 유의적인 양(+)의 관계를 나타내었다. 반면에 경영자지분율이 작은 기업의 경우 경영자지분율과 주식수익률의 관계에서 유의성을 보이지 않았다. 따라서 <표 5>의 결과로 살펴볼 때 경영자지분율이 높을수록 주가수익률에 더 큰 영향력을 미치는 것으로 알 수 있다. 이는 경영자지분율이 높을수록 기업가치가 높아진다는 선행연구들의 결과와도 일관성을 갖는다(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976). 통제변수들을 살펴보면, 경영자지분율이 큰 기업의 경우 감사회규모와 주식수

익률의 관계가 비유의적인 관계를 나타내었다. 이는 감사위원의 역할이 경영자의 행위를 감시하는 역할을 하게 될 것인데, 경영자지분율이 큰 경우 경영자의 세력이 커서 그 역할을 제대로 하지 못하는 것으로 생각할 수 있다.

반면에 경영자지분율이 작은 기업의 경우 감사회규모가 클수록 주식수익률이 높은 것으로 나타나고 있는데, 이는 경영자의 세력이 약한 기업일수록 감사위원회의 역할이 잘 이루어져 주식수익률이 높은 것으로 생각할 수 있다. 그리고 상장기간과 주식수익률의 관계에서 경영자지분율이 높은 기업일수록 상장기간이 오래될수록 수익률이 높게 나타난 반면에 경영자지분율이 낮은 기업은 상장기간과 주식수익률과는 유의적인 관련성이 없는 것으로 나타났다.

<표 6> 가설 2의 추가분석결과

		종속 변수(ROA)			
		MS-High		MS-Low	
		Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
절편	방향	-0.013	-2.246**	-0.186	2.956***
MS	+	0.066	1.305	0.043	1.060
SOR	+	-0.159	-2.173**	-0.055	-1.085
OUT	+	0.019	0.379	0.007	0.175
AC	+	-0.067	-1.374	0.001	0.012
LIST	+	0.066	1.822*	-0.042	-0.759
SIZE	+	0.070	1.194	0.144	3.043***
LEV	-	-0.239	-4.011***	-0.446	-9.502***
Adj R ²		0.087		0.185	
F-Value		26.47***		41.67***	

주 1) ROA: 총자산이익률, MS: 경영자소유지분율, MS-High: 경영자지분율은 높은 그룹, MS-Low: 경영자지분율이 낮은 그룹, SOR: 유통주식비율, OUT: 사외이사 비율, AC: 감사회규모, LIST: 상장기간, SIZE: ln총자산, LEV: 부채비율
 2) ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임. ()안은 t-통계량

<표 6>은 가설 2의 추가분석으로서, 경영자지분율과 총자산이익률의 관계에서 경영자지분율을 중위수를 기준으로 경영자지분율이 큰 기업(MS-High)과 작은 기업(MS-Low)으로 나누어서 추가분석 한 결과이다. 분석결과를 살펴보면 경영자지분율이 큰 기업의 경우 총자산이익률의 관계에서는 유의성을 나타내지 않았다. 이는 경영자지분율이 작은 기업에서도 같은 결과를 보였다. 이는 <표 4>에서도 유사한 결과를 나타내었다. 통계변수를 살펴보면 유통주식의 비율이 낮을수록 총자산이익률 유의적인 음(-)의 관계를 나타내고 있다. 이는 주식이 분산되기 보다는 오히려 국가주가 많을수록 기업의 총자산이익률이 높다는 여러 연구의 일치되는 결과이다(조염과 이호갑, 2014). 물론 이 또한 경영자지분율이 높을 기업일 경우이고, 경영자지분율이 낮을 경우 유의하게 나타나지 않았다. 상장기간과 총자산이익률의 관계에서 상장기간이 길수록 총자산이익률이 10%수준에서 유의적인 양(+)의 관계를 보였다. 반면에 경영자지분율이 낮은 기업에서는 상장기간과 총자산이익률과의 관계에 유의성은 나타나지 않았다. 또한 경영자지분율의 크기에

상관없이 부채비율과 총자산이익률의 관계를 유의적인 음(-)의 관계로 부채비율이 낮을수록 총자산이익률은 높게 나타나 선행연구와의 일치된 결과를 보여주었다.

V. 결 론

따라 많은 연구들에서 경영자지분율과 기업가치 관계에서 경영자지분율이 증가할수록 주주에게 더 많은 이익이 돌아가는 것으로 연구되었다. 이는 대리인이론의 관점에서 경영자지분율이 높아질수록 기업가치를 증가시키고자 하는 유인이 더 커지기 때문이라고 할 수 있다(Jensen and Meckling, 1976; Stulz, 1988; Milgram and Robert, 1992; 지성권과 신성욱, 2003). 즉, 경영자는 그의 지분율을 더 많이 보유함으로써, 외부주주의 입장과 같은 이해관계를 가짐으로 의사결정을 함으로서 기업가치를 높이고 또한 경영자지분율을 증가함으로써 외부주주에게 더 비싼 가격으로 주식을 매도할 수 있기 때문에 경영자에게도 이익을 주게 된다는 원리이다.

본 연구도 이러한 입장에서 최근 사회주의 경제체제에서 자본주의 경제로 변경한 중국의 경우에서도 이러한 이론이 적용되는지를 살펴보고자 하였다. 즉, 중국의 경우 경영자지분율이 높을수록 기업가치와 관련이 있는지를 살펴보고자 하였다.

연구결과 경영자지분율은 주식수익률의 양(+)의 관계를 나타내었고, 특히 경영자지분율이 높은 기업일수록 주식수익률과 유의적인 양(+)의 보여주었다. 그러나 총자산이익률의 경우 경영자지분율과 유의적인 관계를 보여주지 않았다.

본 연구를 통해 중국기업들에 있어서 자본주의로 변경됨에 따라 소유와 경영의 분리를 통한 경영의 효율성 제고라는 목표가 실현되었는지를 실증자료를 통해 검증해 보았다는 데 의의가 있다. 또한 본 연구는 중국데이터만을 가지고 연구하였기 때문에, 중국의 실정을 반영하고 있다는 점에서 의의를 가진다. 그러나 본 연구에서는 다음과 같은 한계점을 지닌다. 첫째, 경영자지분율을 중위수 기준으로 구분하였는데, 좀 더 다양한 기준으로 범위를 확대하여 연구하지 못한 점이다. 둘째, 지배기준을 경영자지분율 한가지로 한정하는 점이다. 차후 연구에서는 이러한 문제점을 좀 더 보완하면서 다른 나라와 비교연구까지 추가한다면 좀 더 정교한 연구가 될 것으로 기대된다.

참고문헌

1. 강길환·진종백(2006), “기업의 소유구조와 기업가치의 관련성에 관한 실증연구,” *상업교육연구*, 12, 257-274.
2. 김민석(2007), “기업의 수명이 CEO 재임기간과 기업 성과의 관계에 미치는 영향에 대한 실증연구,” 서울대학교 석사학위논문.

3. 김우택·장대홍·김경수(1993), “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구,” *재무연구*, 7, 55-75.
4. 김주현(1992), “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구,” *재무연구*, 5, 129-154.
5. 김태욱(2007), “현대 중국 자본주의와 기업지배구조,” *CHINA 연구*, 2, 101-119.
6. 오일환(1999), “중국 국유기업의 회사화와 회사지배구조의 문제점,” *중소연구*, 23(4), 127-151.
7. 윤봉환(2007), “중국기업 지배구조와 문제점과 개선방안,” *대한경영학회지*, 20(6), 2829-2854.
8. 이홍식·심순형(2015), “중국기업의 소유구조와 기업생산성과의 관계분석,” *동북아경제연구*, 27(1), 209-242.
9. 조염·이호갑(2014), “중국 상장기업의 지배구조가 경영성과와 기업가치에 미치는 영향,” *재무회계정보저널*, 14(4), 21-48.
10. 정명기(2005), “중국 기업소유지배구조와 기업경영성과와의 연관성,” *사회경제평론*, 26, 145-179.
11. 지성권·신성욱(2003), “종업원과 경영자의 보상구조에 관한 연구,” *회계학연구*, 28(4), 85-113.
12. Berle A. A. and Means G. C.(1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan Co., New York.
13. Chen G., M. Firth, and O. Rui(2006), “Have China’s Enterprise Reforms Led to Improved Efficiency and Profitability?,” *Emerging Markets Review*, 7, 82-109.
14. Jensen, M. C. and W. H. Meckling(1976), “Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4). 305-360.

15. Lin, J. Y., Cai, and Z. Li(1998), "Competition, Policy Burdens, and State-Owned Enterprise Reform," *The American Economic Review*, 88(2), 422-427.
16. McConnell, John and Henri Servaes(1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
17. Milgrom, P. and J. Roberts(1992), Economics, *Organization and Management*, Prentice-Hall.
18. Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny. (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
19. Shleifer, A. and D. Wolfenzon(2002). "Investor Protection and Equity Markets," *Journal of Financial Economics*, 66(1), 3-27.
20. Stulz R. M.(1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and The Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
21. Sun, Q. and H. S. Tong(2003), "China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success," *Journal of Financial Economics*, 70, 183-222.
22. Wang, C.(2005), "Ownership and Operating Performance of Chinese IPO's," *Journal of Banking and Finance*, 29, 1835-1856.
23. 中國上市企業Consultant. <http://cnlist.com>

Abstract

An Study on the Relation of the Management Ownership on Corporate Performance and Stock Returns in China Firms

Oh, Sang-Hui*

This study aims to empirically analyze the relationship between management ownership and corporate performance and stock returns indicates the ownership structure of the company to target the listed companies in China over the past five years from 2010 to 2014.

The empirical results are as follows:

Management ownership gave an impact on stock returns, especially high-stakes management ownership showed significant positive effect with the stock returns. But management ownership don't have significant positive effect with ROA.

The contribution of this study is as follows. Chinese companies have the efficiency of the management through the separation of ownership and management in accordance with the changes realized in capitalism. And this study is reflecting the fact of China using the Chinese data.

This study has limitations of that. Management ownership measurement of governance structure don't expand the range, and measurement of governance structure is just one. The following studies are expected to be more sophisticated by comparison of countries.

Key Words: Management Ownership, Corporate Performance, Stock Returns, CHINA