

중국 상장기업의 경영진지분율과 기업성과 간 관계 분석

진빈* 이기성**

| 목 차 |

- | | |
|------------|------------|
| I. 서론 | IV. 실증 분석 |
| II. 이론 고찰 | V. 요약 및 결론 |
| III. 선행 연구 | |

| 논문요약 |

중국의 상장기업들은 계획경제에서 시장경제로 전환되는 정치적 배경하에 독특하고 복잡한 소유구조를 갖고 있다. 본 연구는 중국 상장기업의 소유구조를 나타내는 경영진지분율과 기업성과(ROA, ROE) 간의 관계를 실증적으로 연구하는 데 목적이 있다.

지금까지 중국의 상장기업을 대상으로 소유구조와 기업성과 간의 관계에 대한 연구는 많이 이루어져 왔지만, 대부분 표본기업수가 적고 분석 대상 기간도 짧은 뿐만 아니라 최근 기간에 대한 연구는 매우 부족한 실정이다. 이에 본 연구는 중국의 전체 산업 중에서 상해·심천 증권거래소에 상장을 유지하고 있는 기업을 대상으로 기업의 소유구조인 경영진지분율과 기업성과 간에 어떠한 관련성이 있는지를 분석하였다. 이를 위하여 2010년부터 2014년까지 5년간 958개의 표본기업(금융업 제외)을 대상으로 시계열자료와 횡단면자료를 결합한 패널자료로 고정효과모형을 적용하여 분석하였다.

전체 표본을 대상으로 내·외생성을 고려한 패널 회귀분석 결과에 의하면 첫째, 총자산수익률(ROA)과 자기자본수익률(ROE)은 경영진지분율과 모두 역 U자형의 관계로 나타나 경영진지분율과 기업성과 간에 비선형 관계가 존재함을 알 수 있었다. 둘째, 소유 구분에 따른 분석 결과에 의하면 국유기업은

* 제1저자: 건국대학교 경제학과 박사과정.

** 교신저자: 건국대학교 경제학과 조교수.

전체 기업 및 민간기업에 대한 분석 결과와 달리 경영진지분율과 기업성과 간에는 비선형 관계가 아닌 단순한 선형 관계로 나타났다. 셋째, 독립이사비율과 소유집중도는 경영자의 경영행위 감시의 역할로 이들은 높아질수록 기업성과의 개선에 영향을 미치는 것으로 확인되었다.

- 주제어: 경영진지분율, 기업성과, 패널 회귀분석, 고정효과 2단계 최소자승법, 중국

I. 서론

중국은 1978년 개혁·개방 이후 주식경제가 점진적으로 발전하면서 자본 시장이 탄생할 수 있는 기반을 제공하게 되었다. 1992년 증권거래소의 설립 초기 상장기업은 53개에 불과했지만 2014년 말 기준 상장기업은 2,590개로 크게 증가하여 1992년에 비해 약 49배 확대되었다. 그러나 중국의 상장기업들은 계획경제로부터 시장경제로 전환되는 특수한 정치적 배경 하에서 다음과 같이 독특하고 복잡한 소유구조를 갖고 있다. 첫째, 대부분의 상장기업은 정부의 통제 하에 있는 국유기업으로 일반투자자의 소유지분이 매우 낮고 둘째, 국유기업의 경영진 일부는 대부분 정부의 영향력 하에 임명되며 셋째, 이사회는 독립성과 전문성이 확보되어 있지 않다. 이러한 주식시장의 특징과 후진성 등으로 인해 중국에서는 1990년대 말까지 기업의 소유구조에 대한 관심이 크게 주목을 받지 못하였다. 그러나 2001년 WTO 가입 이후 본격적으로 이 분야에 대한 주목을 받으며 연구가 진행되기 시작하였다.

일찍이 벌과 민스(Berle & Means 1932)는 그들의 명저 『현대 기업과 사유재산(The modern corporation and private property)』에서 대리인문제(agency problems)를 제기하면서 경영자의 목표와 주주의 목표는 서로 다를 수 있음을 지적한 바 있다. 이는 바로 기업의 이윤극대화와 자신의 부(또는 자리의 보존)라는 목표를 동시에 추구한다는 것이 불가능하다는 상충 관계가 존재함을 의미한다. 경영자는 자신의 사적 이익을 위해 행동하

는 성향이 강하므로 기업의 소유·분산이 확대되고, 소유와 경영이 분리됨에 따라 경영자의 경영행위 감시를 위한 대리인비용이 발생하게 된다. 여기서 대리인문제를 완전히 해결하는 것은 불가능하지만 성과급 지급을 통해 어느 정도 감소 또는 완화시킬 수 있다. 경영자는 기업의 재무적 성과가 기업성과에 영향을 주는 것을 인식하고 있으므로 소유구조를 통한 대리인문제의 완화는 보다 나은 기업성과를 달성하기 위한 경영자의 동기 부여로 볼 수 있다.

본 연구는 중국 상장기업의 소유구조를 나타내는 경영진지분율과 기업성과(ROA, ROE) 간의 관계를 실증적으로 연구하는 데 목적을 두고 있다. 지금까지 중국의 상장기업을 대상으로 소유구조와 기업성과 간의 관계에 대한 연구는 많이 이루어져 왔지만 대부분 표본기업수가 적고, 분석 대상 기간도 짧을 뿐만 아니라 최근 기간에 대한 연구는 매우 부족한 실정이다. 특히 2008년 글로벌 금융위기 이후 이에 대한 연구는 거의 전무한 실정이다. 따라서 본 연구는 중국의 전체 산업 중에서 증권거래소에 상장을 유지하고 있는 기업을 대상으로 2010년부터 2014년까지 최근 5년간 958개의 상장기업(금융업 제외)을 표본으로 소유구조와 기업성과 간의 관계를 분석하였다. 특히 중국의 상장기업들은 소유가 어느 정도 분산되어 있는 미국과 유럽, 그리고 한국과 일본 등의 기업들과 달리 독특한 기업문화와 구조로 운영되고 있으므로 경영진지분율과 기업성과 간의 분석 결과는 달리 나타날 가능성이 크다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 소유구조와 기업성과 간의 관련성에 관한 이론들을 살펴보고, 3장에서는 경영진지분율과 기업성과 간의 관계에 대한 선행 연구들을 검토한다. 4장에서는 분석모형을 제시하고, 분석 대상 자료와 변수에 대해 설명한 후 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 5장에서는 본 연구의 분석 결과를 요약하고 결론을 제시한다.

II. 이론 고찰

기업의 소유구조와 기업가치 간의 관련성에 관한 연구는 크게 다음과

같이 이해일치가설, 경영자안주가설, 그리고 절충가설 등 세 가지 분야로 구분할 수 있다.

1. 이해일치가설

젠슨과 메클링(Jensen & Meckling 1976, 305-360)은 처음으로 대리인 이론을 제기하였으며, 경영자(대리인)의 소유지분이 증가함에 따라 기업가치의 극대화에 따른 비용이 감소하게 된다고 주장하였다. 즉, 경영진지분의 증가는 대리인비용을 감소시키며, 이에 따라 기업실적의 개선에 도움이 될 것이므로 경영자의 소유지분과 기업가치 간에는 정(+)의 관계를 갖는다는 것이 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)이다. 이해일치가설에 의하면 경영자에게 부여된 잔여청구권은 경영자와 주주 간의 두 가지 목적함수가 서로 일치할 수 있다는 것이다. 경영자의 소유지분이 증가할수록 경영자의 이해는 주주의 이해와 일치될 가능성이 높아지기 때문에 경영자와 외부 주주 간의 갈등이 감소하고 경영자는 기업의 가치를 극대화하려는 의사결정을 추구하게 된다. 뎀세츠와 렌(Demsetz & Lehn 1985, 1155-1177)은 미국의 511개 대기업을 대상으로 1976년부터 1980년까지 자료를 이용하여 기업수익률을 종속변수로 하고 대주주지분율을 독립변수로 하는 회귀분석을 실시하였다. 이들의 분석 결과는 이해일치가설을 지지하는 것으로 보고하였다. 또한 젠슨과 루백(Jensen & Ruback 1983, 5-50), 홀더니스와 시헨(Holderness & Sheehan 1991, 325-346) 등의 분석 결과에서도 이해일치가설을 지지하고 있다.

2. 경영자안주가설

경영자안주가설(managerial entrenchment hypothesis)은 이해일치가설과는 달리 경영자의 소유지분이 증가함에 따라 경영자는 기업가치의 극대화보다 자신의 사적 이익을 위해 행동하고, 이에 따라 기업가치가 감소한다고 주장한다. 즉, 경영자는 주주 전체의 이해보다는 자기 자신의 이해에 따라 소액 주주의 부를 희생시키며 기업을 운영하게 된다는 것이다(Fama

& Jensen 1983, 301-325).

몬슨 외(Monsen et al. 1968, 435-451)는 소유구조의 형태¹⁾가 기업성과와 어떠한 관련성이 있는지를 분석하였다. 그들은 소유구조의 형태에 따라 자동차, 전기, 철강 등 12개 제조업 중에서 두 집단으로 각 36개의 기업들을 대상으로 1952-1963년까지 11년 동안의 평균 자기자본순이익률을 비교하였는데, 분석 결과에 의하면 기업성과 측정치인 자기자본순이익률이 소유자 지배기업의 경우 12.8%로 나타나 7.3%로 나타난 경영자 지배기업의 경우보다 5.5% 높다고 보고하였다. 이는 소유와 경영의 분리로 인해 소유자와 경영자 간의 목적이 불일치하기 때문에 기업에게 제반 비용을 초래하여 경영성과에 직접적으로 부정적인 영향을 미칠 뿐만 아니라 기업의 분배효율성을 저하시키게 된다. 즉, 경영자의 목표는 기업가치의 극대화에서 벗어나 자신의 효용을 극대화하기 위해 사적 이익을 일방적으로 추구하게 된다는 것이다.

3. 절충가설

절충가설(compromise hypothesis)은 기업의 소유구조와 기업가치 간의 관계가 단순히 비례적 증가 또는 비례적 감소 관계로 설명하지 못하고 경영진지분율의 수준과 기업의 상황에 따라 차이가 있다는 것이다. 절충가설은 구간에 따라 이해일치가설과 경영자안주가설을 모두 지지하는 결과를 나타냄으로써 이론적으로 경영진지분율과 기업성과 간의 관계가 단순한 선형 관계가 아니라 구조적 전환점을 갖는 비선형 관계라고 주장한다. 경영진지분율과 기업성과 간의 관계는 경영자가 기업의 자원을 사적 이익을 위해 사용하려는 성향과 경영자의 이해를 주주나 기업의 이해와 일치시키려고 노력하는 성향 중에서 어느 성향이 더 강하게 나타나는지에 따라 그 결과가 달라진다. 경영진지분율이 낮은 수준에서 기업의 심각한 대

1) 몬슨 외(Monsen et al. 1968, 435-451)는 소유구조를 소유자 지배기업과 경영자 지배기업 두 가지 유형으로 분류하였다. 전자는 10% 이상의 주식을 보유하고 적극적인 통제를 하는 기업과 적극적인 통제가 없는 경우 한 집단이 20% 이상의 주식을 보유한 경우를 말하며, 후자는 5% 이상의 주식 보유자가 없고 적극적인 통제가 없는 경우를 말한다.

리인문제로 인해 경영진지분율이 높아질수록 기업성과가 낮아질 것으로 예상된다. 또한 경영자가 자신의 사적 이익을 위해 기업의 자원을 남용하여 자원 배분의 비효율성과 경영의 비효율성 문제를 야기하여 결국 기업의 발전에 부정적인 영향을 미치게 된다. 절충가설을 지지하는 대표적인 연구자로는 모르크 외(Morck et al. 1988, 293-315), 매클넬과 세르바스(McConnell & Servaes 1990, 595-612) 등이 있다.

Ⅲ. 선행 연구

1. 경영자지분율과 기업성과 간의 선형 관계

메란(Mehran 1995, 163-184)은 상해 증권거래소에 상장된 전체 제조업(8개 산업)의 1979-1980년 기간에 걸친 153개 기업의 자료를 수집하여 기업의 경영성과와 소유 지배구조 변수 간의 관계를 분석하였다. 분석 결과에 의하면 경영자에게 인센티브 제도를 시행하여 인센티브 대상이 된 경영자는 압력을 받게 되어 기업수익성을 제고할 수 있다는 것을 지적하며, 경영자의 소유지분과 기업수익성 간에 1% 수준에서 유의하게 정(+)의 영향을 미친다는 사실을 발견하였다. 그리고 첸 외(Chen et al. 2003, 267-283)는 일본의 123개 제조업을 대상으로 실증분석을 하였다. 우선, 통상최소자승법(Ordinary Least Squares)을 적용한 후 경영진지분율과 기업성과 간의 관계는 U자형으로 나타났고, 이어서 모형에서 고정효과를 제거한 히멜버그 외(Himmelberg et al. 1999, 353-384)의 분석방법을 이용하여 양자간 U자형 관계가 없어진 것을 발견하였다. 그리고 2단계 최소자승법(2SLS)을 이용하여 경영진지분율을 내생변수로 간주하고 분석한 결과, 소유지분과 기업수익성 간에 유의하게 정(+)의 관계가 나타났다. 결론적으로 경영진의 소유지분은 기업성과에 긍정적으로 영향을 미친다는 결과를 도출하였다.

한편, 중국의 선행 연구를 살펴보면 다음과 같다. 여연(Yao Yan 2006, 70-73)은 중국에서 A주식만을 발행하는 458개 상장기업을 대상으로 실증

분석한 결과, 경영진지분율과 자기자본수익률 간에는 정(+)의 관계가 존재하는 것으로 나타났다. 고뢰와 송순린(Gao Lei & Song Shunlin 2008, 372-384)도 2000년부터 2004년까지 중국의 상장기업 자료를 이용하여 패널분석을 실시하였다. 분석 결과에 의하면 경영진지분율이 높을수록 기업의 경영성과가 개선된다는 것을 확인하였다. 장순·증애민(张纯·曾爱民 2014, 114-119)도 2005년부터 2009년까지 중국의 상장기업 자료를 이용하여 패널분석을 실시한 결과, 경영진지분율이 기업가치(토빈의 Q)에 유의하게 정(+)의 영향을 미치고 있음을 발견하였다.

2. 경영자지분율과 기업성과 간의 비선형 관계

술츠(Stulz 1988, 25-54)는 경영자지분율이 증가함에 따라 일정 수준까지는 기업실적이 상승하지만 어느 전환점(여기서는 경영자지분율 50% 수준)을 넘어선 이후에는 오히려 기업실적이 하락한다는 분석 결과를 제시하였는데, 이는 경영자 소유지분의 증가에 따라 경영자가 외부투자자로부터 인수합병(M&A)을 방어할 정도의 충분한 주식을 보유하게 되면 경영 위기감이 소멸되어 기업실적은 원래 수준에 머물게 되어 기업의 경영효율성이 감소할 수밖에 없다는 것이다. 그 결과 기업실적의 하락을 초래하게 된다고 해석하였다. 이러한 주장은 기회주의적 행동 측면에서 해석한 연구자들도 많이 나왔다. 이는 일정 수준까지 경영자지분의 증가는 기회주의적 행동의 감소를 가져오지만 경영자지분이 일정 수준을 넘어서게 되면 다시 기회주의적 행동이 증가한다는 것이다. 즉, 경영자지분율과 기회주의적 행동 간에는 역 U자형 관계가 나타난다는 것이다(Short & Keasey 1999, 79-101). 그리고 매코넬과 세르바스(McConnell & Servaes 1995, 131-157)는 경영자지분율과 기업가치 간의 관련성을 연구한 결과, 경영자지분율이 40-50% 수준에 이르기까지는 기업가치가 상승하다가 경영자지분율이 50% 수준을 넘어서면 다시 기업가치가 하락하는 위로 볼록한 역 U자형인 비선형 관계를 나타낸다고 보고하였다. 허말린과 바이스바하(Hermalin & Weisbach 1991, 101-112)는 142개 NYSE 상장기업 자료를 이용하여 회귀분석을 실시하였는데, 그들의 분석 결과에 의하면 토빈의 Q

와 경영자지분율 간의 관계는 단조로운 선형 관계가 아니라 경영자지분율의 수준에 따라 구조적인 전환점을 갖는 3개의 구간으로 나눌 수 있는 것으로 나타났다. 0-5% 구간에서는 경영자지분율이 증가할수록 토빈의 Q가 감소하여 경영자안주가설을 지지하는 것으로 나타났고, 5-20% 구간에서는 토빈의 Q와 경영자지분율이 정(+)의 관계를 보임에 따라 이해일치가설을 지지하는 것으로 나타났다. 그리고 20% 이상의 구간에서는 다시 경영자지분율이 증가할수록 토빈의 Q가 감소하여 경영자안주가설을 지지하는 것으로 나타났다. 반면, 모르크 외(Morck et al. 1988, 293-315)는 371개 기업의 자료를 이용하여 패널분석을 실시하였다. 분석 결과에 의하면 0-5%, 5-25%, 25% 이상의 세 가지 구간으로 구분되는데, 경영자지분율과 토빈의 Q 간 관계는 결과적으로 허말린과 바이스바하(Hermalin & Weisbach 1991, 101-112)의 연구 결과와 달리 5% 미만의 구간에서는 정(+)의 관계, 5-25% 구간에서는 부(-)의 관계, 25% 이상의 구간에서는 정(+)의 관계로 나타났다.

국내의 선행 연구로는 김주현(1992, 129-145), 김우택 외(1993, 55-75), 김병곤·김동욱(2007) 등이 있다. 이들의 분석 결과에 의하면 소유구조인 경영진지분과 기업가치 간의 관계는 단순히 증가 또는 감소 형태의 선형 관계가 아니라 구조적 전환점을 갖는 U자형 관계임을 발견하였다. 그리고 김병곤·김동욱(2007)은 외환위기 이후 1999년부터 2005년까지 7년간 377개 상장기업의 패널자료를 이용하여 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과에 의하면 경영진지분율과 기업가치 간의 관계는 역 U자형으로 나타나 경영진지분율이 32% 이하의 구간에서는 경영진지분율이 증가할수록 기업가치가 상승하는 이해일치가설이 성립하는 것으로 나타났고, 32% 이상의 구간에서는 경영진지분율이 증가할수록 기업가치가 감소하는 경영자안주가설이 성립하는 것으로 나타났다.

한편, 중국의 선행 연구에서도 대부분 비선형 관계가 나타나고 있는데, 이들을 열거해 보면 다음과 같다. 오수곤(Wu 2002, 80-87)은 상해·심천 증권거래소에서 1997년부터 2000년까지 상장된 표본을 사용하여 내부자지분과 기업성과 간의 관계를 분석한 결과에 의하면 내부자지분율과 총자산 수익률(ROA) 간에는 비선형성을 발견하였으며, 약 25% 수준에서 최고점

을 갖는 역 U자형임을 보여주었다. 황소화와 이립추(Huang & Li 2004, 52-57)는 기업가치와 소유구조 간에 비선형 관계가 존재하는지 여부를 구간별 회귀분석을 통하여 실증분석을 하였다. 분석 결과에 의하면 경영진 지분이 4.4% 수준에 이르기까지는 기업가치가 상승하고, 4.4-32.8% 구간에서는 감소하며, 32.8% 이상의 구간에서는 다시 상승하는 N자형 관계임을 보였다.

기전금(漆传金 2007, 116-117)은 2002년부터 2004년까지 703개 기업(금융업 제외)을 대상으로 패널자료를 이용하였다. 그는 내생성을 고려한 2단계 최소자승법(2SLS)을 이용하여 분석하였는데, 분석 결과는 경영진지분과 기업성과 간에는 단순한 선형 관계가 아니라 한 번의 구조적 전환점을 갖는 선형 관계임을 보였다. 경영진지분율이 45% 이하의 구간에서는 경영진지분율이 증가함에 따라 기업성과도 상승하는 정(+)의 관계를 보이고, 경영진지분율이 45% 이상의 구간에서는 기업성과가 경영진지분율의 증가에 따라 감소한다는 결론을 내렸다.

도신장과 기전금(Du & Qi 2008, 50-74)은 2001년부터 2005년까지 5년간 불균형 기업 자료를 바탕으로 총 3,508개의 표본을 선정하여 혼합최소자승법과 3단계 최소자승법(3SLS)을 이용하여 비선형성을 연구하였고, 약 38%의 대주주지분율에서 최고점을 보이는 역 U자형 관계임을 보였다.

정가와 정이(Cheng & Cheng 2011, 53-61)는 2007년부터 2009년까지 679개 기업(금융업 제외)을 대상으로 3단계 최소자승법(3SLS)과 확률효과모형을 이용하여 분석하였는데, 분석 결과에 의하면 경영진지분율과 기업가치 간의 관계는 역 U자형으로 나타났다. 경영진지분율이 21% 이하의 구간에서는 경영진지분율이 증가할수록 기업가치가 상승하는 이해일치가설이 성립되는 것으로 해석하였고, 21% 이상의 구간에서는 경영진지분율이 증가할수록 기업가치가 감소하는 경영자안주가설이 성립하는 것을 확인하였다. 유아리 외(刘亚莉 外 2011, 103-113)는 상해·심천 증권거래소에서 A주식만을 발행하는 1,171개 상장기업을 대상으로 2006-2008년 기간의 패널자료로 연립방정식을 이용하여 경영진지분율과 기업가치(토빈의 Q) 간의 상관관계를 분석하였다. 대주주지분율은 기업가치에 부(-)의 영향을 미치지만 비선형성은 발견하지 못했고, 1대 대주주지분율로 측정한 경영

자지분율은 0-18% 구간에서는 기업가치에 정(+)의 영향을 미치고, 18% 이상의 구간에서는 기업가치에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 경영자지분율이 역 U자형으로 기업가치에 비선형적인 영향을 미친다는 것이다. 이외에도 장동동·노신생(张冬冬·卢新生 2011, 64-69), 단청미외(Tan et al. 2013, 97-103) 등 많은 연구에서도 절충가설을 지지하는 분석 결과를 제시하고 있다.

IV. 실증 분석

1. 모형의 설정

본 연구에서는 중국 상장기업을 대상으로 경영진지분율이 기업성과 (ROA, ROE)에 미치는 영향을 분석하기 위하여 다음과 같은 기본적인 회귀분석 모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 Y_i = & \alpha_0 + \beta_1 M_share + \beta_2 M_share^2 + \beta_3 HII_share5 + \beta_4 Type \\
 & + \beta_5 D_ratio + \beta_6 \ln(Asset) + \beta_7 Leverage + \beta_7 \sum_{K=8}^{20} \beta_K Idum \\
 & + \sum_{K=21}^{28} \beta_K Ydum + u_i
 \end{aligned}$$

2. 변수의 정의

본 연구의 추정모형에 이용되는 변수에 대한 정의를 정리하면 다음의 <표 1>과 같다.

<표 1> 변수의 정의

구분	변수명	약어	설명
종속 변수	총자산수익률	ROA	$\frac{\text{순이익}}{\left(\frac{\text{전년도 자산총액} + \text{당해년도 자산총액}}{2}\right)} \times 100\%$
	자기자본수익률	ROE	$\frac{\text{순이익}}{\left(\frac{\text{전년도 자기자본총액} + \text{당해년도 자기자본총액}}{2}\right)} \times 100\%$
독립 변수	경영진지분율	M_share	$\frac{(\text{경영자} + \text{이사} + \text{고급관리자})\text{보유주식의 수}}{\text{발행된 총주식수}} \times 100\%$
통제 변수	소유집중도	HII_share5	$\sum_{i=1}^5 (\text{지분율}_{\text{제1대주주}}^2 + \dots + \text{지분율}_{\text{제5대주주}}^2)$
	국유기업 터미변수	Type	해당기업이 국유기업인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0
	독립이사비율	D_ratio	$\frac{\text{독립이사 인원수}}{\text{이사회 총인원수}}$
	총자산의 자연로그	ln(Asset)	log(총자산)
	레버리지비율	Leverage	$\frac{\text{총부채액}}{\text{기업총자산}}$
	산업터미	Industry dummy	Idum_A-Idum_L
	연도터미	Year dummy	기준년도: 2008년

3. 표본의 선정

본 연구의 실증분석에 사용된 자료는 2010년부터 2014년까지 5년간 상장을 유지하고 있는 기업들을 표본으로 선정하였다. 표본은 12개 산업으로 구성되어 있고, 총 표본대상기업은 958개이다(<표 2> 참조).

표본기업의 선정 기준은 다음과 같다. 첫째, 분석 대상 기간(2010-2014년) 동안 증권거래소에 지속적으로 상장을 유지하고 있는 기업, 둘째, 자료를 수집할 수 있는 12월 결산기업, 셋째, 재무자료가 불충분하거나 자본잠식이 없는 기업, 넷째, 금융업에 속하지 않는 기업,²⁾ 다섯째, 2008년 말까지 상장이 폐지되지 않은 기업을 표본기업으로 선정하였다.

2) 금융업의 경우는 다른 상장기업의 소유구조와 자본구조상의 차이뿐만 아니라 기업성과 변수의 변동성이 크게 나타나므로 분석대상에서 제외하였다.

<표 2> 표본기업의 산업별 분포(2010년 기준)

분류	산업	표본기업수
A	농업	22
B	채광업	30
C	제조업	575
D	전력, 가스 및 물의 생산과 공급업	51
E	건설업	24
F	교통운송, 저장 및 체신업	31
G	정보전송, 컴퓨터서비스와 소프트웨어산업	65
H	도매와 소매업	70
I	부동산업	41
J	사회서비스업	23
K	문화, 스포츠 및 오락산업	13
L	종합업	13
	합계	958

* 중국증권감독관리위원회(CSRC)의 분류기준에 의함

본 연구의 실증분석에 이용한 재무자료는 중국의 国泰安金融数据库(www.gtarsc.com)와 锐思金融数据库(www.resset.cn)에서 수집하였다.

4. 분석 결과

(1) 기술통계량 및 상관관계 분석

<표 3>은 2010년부터 2014년 말까지 5년간의 표본기간 동안 상해와 심천 증권거래소의 상장기업 중 보험, 증권 및 금융업을 제외한 총 958개 기업, 4,790개의 표본을 대상으로 본 연구에 사용된 변수들의 기술통계량을 제시하였다.

<표 3> 변수들의 기술통계량

변수명	평균	표준편차	최소값	최대값
ROA	0.039	0.056	-0.179	0.226
ROE	0.074	0.126	-0.642	0.441
M_share	0.040	0.113	0.000	0.748
HII_share5	0.163	0.120	0.003	0.759
D_ratio	0.357	0.093	0.071	0.750
ln(Asset)	22.270	1.297	19.110	28.510
Leverage	0.510	0.202	0.029	2.394

* ROA: 총자산수익률, ROE: 자기자본수익률, M_share: 경영진지분율, HII_share5: 소유집중도, D_ratio: 독립이사비율, ln(Asset): 총자산, Leverage: 레버리지비율

우선, 기업성과 관련 변수인 총자산수익률(ROA)과 자기자본수익률(ROE)은 각각 최소 -0.179, -0.642에서 최대 0.226, 0.441이고, 평균은 각각 0.039, 0.074이다. 경영진지분율(M_share)은 최소 0에서 최대 0.748이고 평균은 0.040으로 중국 상장기업들의 경영진지분율이 상당히 낮은 수준임을 알 수 있다. 소유집중도(HII_share5)는 최소 0.003에서 최대 0.759이고 평균이 0.163이다. 기업규모는 최소 19.110에서 최대 28.510이고 평균이 22.270이다. 레버리지비율(부채비율)은 최소 0.029에서 최대 2.394이고 평균이 0.510이다.

<표 4>는 변수들 간의 상관계수를 보여주고 있다. <표 4>에서 보는 바와 같이 종속변수인 총자산수익률(ROA)과 자기자본수익률(ROE)은 경영진지분율, 소유집중도, 독립이사비율, 그리고 총자산 간에 유의한 정(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 그러나 국유기업(Type)과 레버리지비율은 종속변수인 총자산수익률과 자기자본수익률에 유의한 부(-)의 상관관계를 보이고 있다.

<표 4> 변수들 간의 상관관계

Variable	ROA	ROE	M_share	HII_share5	Type	D_ratio	ln(Asset)	Leverage
ROA	1.000							
ROE	0.810***	1.000						
M_share	0.120***	0.062***	1.000					
HII_share5	0.059***	0.089***	-0.104***	1.000				
Type	-0.153***	-0.082***	-0.423***	0.218***	1.000			
D_ratio	0.046***	0.021	0.145***	-0.004	-0.141***	1.000		
ln(Asset)	0.012	0.123***	-0.186***	0.351***	0.251***	-0.034**	1.000	
Leverage	-0.454***	-0.178***	-0.156***	0.095***	0.203***	-0.108***	0.403***	1.000

* ROA: 총자산수익률, ROE: 자기자본수익률, M_share: 경영진지분율, HII_share5: 소유집중도, Type: 국유기업 더미변수, D_ratio: 독립이사비율, ln(Asset): 총자산, Leverage: 레버리지비율/***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준 하에서 유의한 경우임

한편, 다중공선성 문제를 살펴보기 위하여 분산팽창지수(Variance Inflation Factor) 검정을 실시한 결과, 분산팽창지수의 평균값(mean VIF)이 1.23으로 나타나 분석 결과에 큰 영향을 미치지 않음을 알 수 있다.³⁾

(2) 패널분석

본 연구에서는 경영진지분율이 기업의 경영성과에 미치는 영향을 분석하기 위하여 시계열적 특성과 횡단면적 특성을 동시에 파악할 수 있는 패널분석을 수행하였다.

3) 분산팽창지수(Variance Inflation Factor) 검정 결과는 다음과 같다.

Variable	ln(Asset)	Type	M_share	Leverage	HII_share5	D_ratio
VIF	1.38	1.31	1.24	1.23	1.17	1.04
Mean VIF	1.23					

<표 5> 모형의 적합성 검정 결과

모형	$Y_i = \alpha_0 + \beta_1 M_share + \beta_2 M_share^2 + \beta_3 HHI_share5 + \beta_4 Type + \beta_5 D_ratio + \beta_6 \ln(Asset) + \beta_7 Leverage + \beta_7 \sum_{k=8}^{20} \beta_k Idum + \sum_{k=21}^{28} \beta_k Ydum + \nu_{i,t} + \gamma_{i,t} + \epsilon_{i,t}$					
구분	라그랑지 승수 검정 ($H_0 : \sigma_n = 0$)		하우스만 검정 ($H_0 : E(\nu_i / X_{i,t}) = 0$)		F-검정 ($H_0 : \nu_i = 0, \gamma_t = 0$)	
	g통계량	p-값	m통계량	p-값	F-값	p-값
ROA	1,924.63	0.000	79.11	0.000	90.69	0.000
ROE	661.86	0.000	44.32	0.000	26.53	0.000

<표 5>는 전체 기간(2010-2014년)에 대하여 모형의 적합성을 검정한 결과를 보여주고 있다. 우선, 종속변수가 총자산수익률(ROA)인 경우 기업 특성효과(ν_i)와 시간특성효과(γ_t)의 존재 여부를 검정($H_0 : \sigma_n = 0$)한 라그랑지 승수(Lagrange multiplier) 검정결과를 보면 모형의 g통계량은 1,924.63으로 통상 최소자승법으로 효율적인 추정량을 구할 수 있다는 귀무가설을 기각하는 결과를 보이고 있다. 이는 기업특성효과(ν_i)가 모형에 존재한다는 의미로 고정효과모형(Fixed Effect Model)과 확률효과모형(Random Effect Model)의 적합성을 검정하기 위하여 하우스만 검정(Hausman specification test)을 실시할 필요가 있다. <표 5>의 세 번째 열에서 $E(\nu_i / X_{i,t}) = 0$ 이라는 귀무가설에 대해 하우스만 검정 결과를 보면 m통계량의 값이 79.11로 확률효과모형에 의한 GLS 추정량이 일치성과 효율성을 갖는다는 귀무가설을 기각하는 결과를 보이고 있다. 따라서 기업특성효과와 독립변수 간에는 유의한 상관관계가 존재한다고 할 수 있으므로 고정효과모형에 의한 계수추정이 적합하다는 것을 알 수 있다.

<표 5>의 네 번째 열에서 $\nu_i = 0, \gamma_t = 0$ 이라는 귀무가설에 대해 F-검정 결과를 보면 F-값이 90.69로 귀무가설을 기각하여 고정효과모형이 적합함을 확인하였다.

한편, 종속변수가 자기자본수익률(ROE)인 경우도 총자산수익률(ROA)의 검정 결과와 마찬가지로 나타나 본 연구는 고정효과모형을 적용하여 분석하였다.

<표 6> 패널 회귀방정식의 추정 결과(종속변수: 총자산수익률)

Dependent variable	ROA		
	Pooled OLS	Random Effect Model	Fixed Effect Model
	모형 (1)	모형 (2)	모형 (3)
M_share	0.068*** (3.25)	0.097*** (3.71)	0.223*** (2.93)
M_share ²	-0.093** (-2.21)	-0.107** (-2.18)	-0.206** (-1.99)
Hill_share5	0.020*** (3.35)	0.027*** (2.92)	0.053** (2.03)
Type	-0.011*** (-6.52)	-0.013*** (-5.15)	-0.024*** (-2.78)
D_ratio	-0.005 (-0.69)	0.004 (0.50)	0.022** (1.98)
ln(Asset)	0.012*** (16.28)	0.014*** (14.11)	0.025*** (6.29)
Leverage	-0.155*** (-30.13)	-0.151*** (-30.94)	-0.144*** (-11.00)
Industry dummy	YES	YES	NO
Year dummy	YES	YES	YES
Constant	-0.116*** (-7.55)	-0.162*** (-7.51)	-0.430*** (-5.03)
Adj-Rsq	0.310	0.305	0.220
N-firm	4,790	4,790	4,790

* ROA: 총자산수익률, M_share: 경영진지분율, M_share2: 경영진지분율 제곱, Hill_share5: 소유집중도, Type: 국유기업 더미변수, D_ratio: 독립이사비율, ln(Asset): 총자산, Leverage: 레버리지비율/ ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준 하에서 귀무가설을 기각하는 경우임/ () 안은 t-값으로 White 방법을 이용하여 수정 분산-공분산 행렬로 계산됨

이제 중국 전체 표본대상기업의 총자산수익률(ROA)을 종속변수로 하여 실시한 패널 회귀분석 결과를 살펴보기로 하자. <표 6>에서 보는 바와 같이 소유구조의 대리변수인 경영진지분율의 부호는 정(+)의 부호와 부(-)의 부호가 결합되어 절충가설을 지지하는 것으로 나타났다. 우선, 고정효과 모형의 추정 결과에 의해 소유구조의 대리변수인 경영진지분율의 1차항(M_share)과 2차항(M_share2)의 회귀계수가 각각 0.223, -0.206으로 모두 통계적으로 유의하게 나타났다. 따라서 경영진지분율과 총자산수익률 간

에는 역 U자형의 비선형 관계가 존재함을 알 수 있다. 이러한 결과는 혼합모형(Pooled OLS)과 확률효과모형에 의해 추정된 결과에서도 유사하게 나타났다. 즉, 모든 모형에서 경영진지분율과 기업성과 간에는 비선형 관계가 존재함을 확인할 수 있다.⁴⁾ 즉, 경영진지분율이 53% 수준에서 구조적 전환점을 갖는 역 U자형으로 나타났다. 따라서 경영진지분율과 기업성과 간의 관계는 경영진지분율이 53% 이하의 구간에서는 경영진지분율이 증가함에 따라 기업성과가 상승한다는 이해일치가설에 의해 설명될 수 있다. 이는 앞에서 설명한 바와 같이 대리인이론에 기초하여 경영진지분율이 많으면 많을수록 자신의 부(wealth)를 증대시키기 위하여 기업가치를 상승시켜 최종적으로 자신의 지분가치를 제고하려고 하는 경향이 존재하기 때문이며, 기업가치가 상승함에 따라 외부주주의 부도 동시에 증가하면서 그들과의 갈등이 감소하여 경영자는 기업의 가치를 극대화하려는 의사결정을 추구하게 된다.

그러나 경영진지분율이 53% 이상의 구간에서는 경영진지분율이 증가할수록 기업성과는 감소한다는 경영자안주가설에 의해 설명될 수 있다. 이는 일정 수준의 어느 전환점을 지나면 경영진의 소유지분이 증가할수록, 즉 경영진이 충분한 의결권이나 통제권을 가지게 됨에 따라 자신의 지분과 권리를 이용하여 엄청난 비금전적 수익에 대한 소비를 하게 된다(位高权重, 以权谋私).⁵⁾ 그리고 모르크 외(Morck et al. 1988, 293-315), 파마와 켄슨(Fama & Jensen 1983, 301-325)과 뎀세츠(Demsetz 1983, 375-390) 등이 지적한 바와 같이 경영자가 기업 내에서 자신의 자리를 확보할 수 있을 만큼 실제적인 지분율을 보유하는 경우 경영권 위협과 같은 외부 환경의 견제를 무시할 수 있게 되어 안주 현상이 발생할 수 있다. 이에 따라 경영진이 일정 수준 이상의 지분율을 확보하고 나면 사리사욕적 소비 동기를 충족시킬 가능성이 높기 때문에 기업가치의 하락을 초래하게 된다.

4) 고정효과모형에 의한 모형 (3)과 모형 (6)에 대해 편미분(∂ 기업성과/ ∂ 경영진지분율)하면 총자산수익률(ROA)과 자기자본수익률(ROE)이 최대가 되는 경영진지분율의 전환점은 각각 54%와 52%로 산출되었다. 따라서 이들의 평균값을 취하면 53%가 된다.

5) 위고권중(位高权重)은 ‘지위가 높은 사람은 권력도 크다’라는 뜻으로, 이를 근거하여 주변 환경에 걱정해야 할 것이 별로 없는 것을 의미한다. 이권모사(以权谋私)는 ‘높은 권력을 이용하여 사리사욕을 도모한다’는 것을 의미한다.

한편, 경영진지분율 이외의 변수들이 총자산수익률(ROA)에 미치는 영향도 유사하게 나타나고 있다. 소유집중도(HH_share5)는 5% 수준에서 유의하게 총자산수익률에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 젠슨과 메클링(Jensen & Meckling(1976, 305-360)은 소유지분이 집중된 기업일수록 기업성장에 긍정적인 영향을 미친다고 하였으며, 그들은 소유지분이 분산된 기업에 비해 집중된 기업에서 지배주주는 경영자에 대한 감시·감독기능 수행이 보다 수월한 것으로 보고, 이 경우 대리인문제가 감소될 것으로 보았다. 국유기업 더미변수는 총자산수익률(ROA)에 모두 1% 수준에서 유의하게 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 결과적으로 국유기업은 민간기업보다 기업수익성이 낮다는 것을 의미한다.

또한 독립이사비율이 증가하면 기업의 경영성과에 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있는데, 이는 독립이사가 경영진의 감시자 역할을 수행하면서 경영진이 최적의 의사결정을 할 수 있도록 유도함으로써 결국 기업의 경영성과를 개선시키게 됨을 의미한다. 기업규모도 총자산수익률(ROA)에 모두 1% 수준에서 유의하게 정(+)의 영향을 미치고 있다. 이는 기업규모가 크면 클수록 자본축적 능력이 크게 작용함을 의미한다. 그리고 통제변수의 경우 기업성과에 통계적으로 유의하게 영향을 미치는 변수는 레버리지비율(Leverage)로 나타났다. 여기서 레버리지비율의 회귀계수는 모두 1% 수준에서 유의하게 부(-)의 값으로 나타났는데, 이는 레버리지비율이 높을수록 기업의 경영성과는 감소함을 의미한다.

다음으로 중국 전체 표본대상기업의 자기자본수익률(ROE)을 종속변수로 실시한 패널 회귀분석 결과를 살펴보기로 하자. <표 7>에서 보는 바와 같이 모형 (4)-(6)의 회귀분석 결과에서도 모두 자기자본수익률(ROE)과 경영진지분율은 유의하게 비선형 관계가 존재하는 것으로 나타났으며, <표 6>의 총자산수익률(ROA)을 종속변수로 분석한 결과와 유사하게 나타나고 있어 뚜렷한 역 U자형 관계가 존재하는 것을 다시 확인할 수 있다. 경영진지분율 이외의 변수들도 모두 앞에서 살펴본 결과와 유사하게 나타났다. 결국 이를 통해 중국 전체 상장기업의 경영진지분율은 총자산수익률과 자기자본수익률 간에 비선형 관계가 성립함을 유추할 수 있다.

<표 7> 패널 회귀방정식의 추정 결과(종속변수: 자기자본수익률)

Dependent variable	ROE		
	Pooled OLS	Random Effect Model	Fixed Effect Model
	모형 (4)	모형 (5)	모형 (6)
M_share	0.121*** (3.04)	0.156** (2.48)	0.478*** (4.02)
M_share ²	-0.171** (-2.32)	-0.193* (-1.71)	-0.463** (-2.37)
HIL_share5	0.046*** (3.21)	0.054** (2.33)	0.121** (2.33)
Type	-0.022*** (-5.54)	-0.022*** (-3.47)	-0.032** (-2.20)
D_ratio	-0.001 (-0.06)	0.019 (0.81)	0.066** (2.24)
ln(Asset)	0.026*** (10.15)	0.027*** (7.20)	0.044*** (6.57)
Leverage	-0.179*** (-7.78)	-0.164*** (-4.61)	-0.113*** (-5.89)
Industry dummy	YES	YES	NO
Year dummy	YES	YES	YES
Constant	-0.326*** (-7.02)	-0.355*** (-5.33)	-0.848*** (-5.74)
Adj-Rsq	0.140	0.138	0.083
N-firm	4,790	4,790	4,790

* ROE: 자기자본수익률, M_share: 경영진지분율, M_share2: 경영진지분율 제곱, HIL_share5: 소유집중도, Type: 국유기업 더미변수, D_ratio: 독립이사비율, ln(Asset): 총자산, Leverage: 레버리지비율/ ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준 하에서 귀무가설을 기각하는 경우임/ () 안은 t-값으로 White 방법을 이용하여 수정 분산-공분산 행렬로 계산됨

한편, <표 8>은 경영진지분율과 총자산수익률(ROA) 간의 관계가 비선형인지 여부를 살펴보기 위하여 기업의 소유 유형을 중심으로 두 그룹으로 나누어 패널 회귀분석 결과를 보여주고 있다.

<표 8> 패널 회귀방정식의 추정 결과(소유 유형)

Estimation method	Fixed Effect Model			
	민간기업		국유기업	
Dependent variable	ROA		ROA	
Model	모형 (7)	모형 (8)	모형 (9)	모형 (10)
M_share	0.101*** (2.63)	0.248*** (3.21)	0.169* (1.88)	0.331 (0.72)
M_share ²		-0.254*** (-2.61)		-0.388 (-0.42)
HII_share5	0.098** (2.45)	0.117*** (2.99)	0.007 (0.21)	0.007 (0.21)
D_ratio	0.024 (1.30)	0.025 (1.38)	0.021 (1.52)	0.022 (1.59)
ln(Asset)	0.026*** (4.31)	0.025*** (4.10)	0.023*** (4.85)	0.023*** (4.81)
Leverage	-0.114*** (-5.89)	-0.113*** (-5.87)	-0.165*** (-10.19)	-0.164*** (-10.44)
Industry dummy	NO	NO	NO	NO
Year dummy	YES	YES	YES	YES
Constant	-0.476*** (-3.66)	-0.452*** (-3.51)	-0.395*** (-3.79)	-0.389*** (-3.74)
Adj-Rsq	0.183	0.171	0.241	0.243
N-firm	1,837	1,837	2,953	2,953

* ROA: 총자산수익률, M_share: 경영진지분율, M_share2: 경영진지분율 제곱, HII_share5: 소유집중도, D_ratio: 독립이사비율, ln(Asset): 총자산, Leverage: 레버리지비율/ ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준 하에서 귀무가설을 기각하는 경우임/ () 안은 t-값으로 White 방법을 이용하여 수정 분산-공분산 행렬로 계산됨

<표 8>에서 보는 바와 같이 국유기업과 민간기업을 구분하여 소유지배 구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 민간기업의 경우 경영진 지분율과 기업성과 간에 비선형 관계가 존재하고, 이는 전체 기업의 분석 결과와도 유사하게 나타났으나 국유기업의 경우 모형 (10)에서 보는 바와 같이 경영진지분율의 1차항(M_share)과 2차항(M_share2)의 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않지만 각각 0.331, -0.388로 나타났다. 그리고 모형 (9)에서 경영진지분율의 회귀계수는 유의하게 정(+)의 값으로 나타났다.

따라서 경영진지분율(M_share)과 기업성과(ROA)간에는 유의하게 비선형 관계가 존재하지 않기 때문에 경영진지분율과 기업성과 간의 관계를 모형 (8)의 비선형 관계로 설명하는 데 한계가 있다는 것을 의미한다. 이를 통해 국유기업의 경우에는 민간기업 및 전체 기업과 달리 경영진지분율과 기업성과 간에는 선형 관계가 성립함을 유추할 수 있다. 국유기업의 경우 경영진 일부의 자리는 대부분 정부에서 직접 선임·해임하기 때문에 경영진의 업무에 대한 수행이 독립이거나 국유자산감독관리위원회로부터 더 엄격한 심사와 감독을 받을 뿐만 아니라 경영진의 재임기간이 늘어날수록 조직에 대한 일체감이 증가하여 개인의 이미지 제고와 기업의 명망을 서로 결합시켜 자신의 이익과 기업의 이익은 긴밀한 관계를 형성하기 때문에 이해일치가설을 지지하는 것으로 보인다.

<표 9>는 내생성 검토를 위하여 고정효과 2단계 최소자승법(Fixed Effect 2SLS)을 실시한 결과를 보여주고 있다. 뎀세츠(Demsetz 1983, 375-390)와 뎀세츠와 렌(Demsetz & Lehn 1985, 1155-1177)은 소유구조인 경영진 소유지분과 오차항의 상관관계로 인한 내생성(endogeneity) 문제가 심각하여 단순한 분석이 적절하지 않다고 지적하였다. 그리고 조명현(Cho 1998, 103-121)과 히멜버그 외(Himmelberg et al. 1999, 353-384) 등 많은 후속 연구들에 의하면 기업의 가치와 소유구조는 내생성의 문제를 포함한다. 기업의 소유구조는 기업의 경영성과를 상승시킬 수 있지만 동시에 기업의 가치가 높은 기업의 경우에도 기업의 소유구조가 영향을 받을 것이 분명하다. 따라서 내생성문제의 가능성을 통계적으로 검정하기 위해 경영진지분율을 내생변수로 고정효과 2단계 최소자승법에 의해 다시 추정된 후 내생성 여부를 검정하였다.⁶⁾ 본 연구에서는 편의를 위해 전체 표본기업을 대상으로 실시하였다.

6) 독립변수의 외생성 문제에 대한 하우스만의 모형설정 및 검정방법의 자세한 내용은 하우스만(Hausman 1978, 1251-1271)과 불타지(Baltagi 1995)의 논의를 참조하기 바란다.

<표 9> 내생성 검토를 위한 추가 분석

Fixed Effect 2SLS		
	First Stage	Second Stage
	M_share	ROA
ROA	0.035*** (2.69)	
PM_share		0.452*** (8.61)
PM_share ²		-0.472* (-5.69)
HII_share5	0.034*** (-2.75)	0.055*** (3.04)
D_ratio	-0.012** (-2.05)	0.025*** (2.46)
Type	-0.009 (-1.56)	-0.021*** (-4.19)
ln(Asset)	0.005** (2.31)	0.024*** (10.13)
Leverage	-0.003 (-0.64)	-0.142*** (-21.30)
Industry dummy	NO	NO
Year dummy	YES	YES
Constant	-0.075 (-1.62)	-0.411*** (-8.04)
N-firm	4,790	4,790

* ROA: 총자산수익률, M_share: 경영진지분율, PM_share: 경영진지분율 예측값, PM_share²: 경영진지분율 예측값 제곱, HII_share5: 소유집중도, D_ratio: 독립이사비율, Type: 국유기업 더미변수, ln(Asset): 총자산, Leverage: 레버리지비율/ ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준 하에서 귀무가설을 기각하는 경우임/ 1단계에서의 () 안은 t-값으로 White 방법을 이용하여 수정 분산-공분산 행렬로 계산되고, 2단계에서의 () 안은 Z-값으로 계산됨

검정 결과에 의하면 예상한 바와 같이 경영진지분율이 외생적이라는 귀무가설에서 Wu-Hausman F-통계량은 37.74로 귀무가설이 1% 유의수준 하에서 기각되었다. 이러한 내생성문제를 해결하기 위해서 많은 선행 연구에서 표준적인 해결방법으로 사용하고 있는 고정효과 2단계 최소자승법

을 수행하였다.

첫 번째 단계에는 기업의 소유구조와 관련이 있을 것으로 판단되는 변수들을 모두 사용하여 경영진지분율의 예측값(Predicted value of M_share , PM_share)을 측정하였다. 1단계에서 새롭게 추가된 변수는 총자산수익률(ROA)이다. 두 번째 단계에는 경영진지분율의 예측값(PM_share)을 사용하여 분석을 수행하였다. 고정효과 2단계 최소자승법의 두 번째 단계를 살펴보면 이번에도 경영진지분율(PM_share)은 여전히 기업성과를 상승시키고 있으나 일정 수준을 넘어서면 기업성과를 감소시키는 것으로 나타났다. 즉, 경영진지분율이 기업성과에 미치는 영향은 비선형 관계임을 뒷받침하고 있다.

V. 요약 및 결론

본 연구는 중국 상해·심천 증권거래소에 상장된 기업들의 경영진지분율이 기업의 경영성과에 미치는 영향을 분석하기 위하여 2010년부터 2014년까지 5년간 958개의 표본기업(금융업 제외)을 대상으로 시계열자료와 횡단면자료를 결합한 패널자료로 고정효과모형을 적용하여 분석하였다.

본 연구의 분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 모형 (1)-(6)을 이용하여 분석한 결과에 의하면 경영진지분율과 기업성과 간에 이해일치가설과 경영자안주가설이 병존하는 역 U자형인 절충가설을 지지하고 있으며, 통계적으로도 유의하게 나타났다. 그리고 추가로 민간기업과 국유기업을 각각 개별적으로 모형 (7)-(10)을 이용하여 경영진지분율과 총자산수익률(ROA) 간의 관계를 분석하였다. 분석 결과에 의하면 국유기업은 전체 기업 및 민간기업에 대한 결과와 달리 나타났다. 즉, 전체 기업 및 민간기업의 경우에는 경영진지분율과 기업성과 간의 관계가 비선형인 반면, 국유기업의 경우에는 단순한 선형 관계로 나타났다.

둘째, 경영진지분율 이외의 변수들과 기업성과 간의 관계를 종합해 보면 소유집중도(HII_share5)는 5% 수준에서 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 독립이사비율의 경우 독립이사의 비율이 증가

하면 기업의 경영성과에 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 기업규모[$\ln(\text{Asset})$]도 기업성과에 모두 1% 수준에서 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 독립이사비율과 소유집중도가 경영진을 효율적으로 감시·통제함으로써 경영자의 대리인문제를 축소시켜 기업가치가 상승하는 것으로 이해할 수 있다.

국유기업 더미변수는 기업성과에 모두 1% 수준에서 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 결과적으로 국유기업은 민간기업보다 기업수익성이 낮다는 것을 의미한다. 마지막으로 통제변수의 경우 기업성과에 유의하게 영향을 미치는 변수는 레버리지비율로 나타났는데, 이는 레버리지비율이 높을수록 기업의 경영성과는 감소함을 의미한다.

셋째, 전체 기업에 대한 내생성 검토를 위한 고정효과 2단계 최소자승법(Fixed Effect 2SLS) 분석 결과에 의하면 경영진지분율이 기업성과에 미치는 영향은 비선형 관계를 뒷받침한다.

본 연구는 중국의 상장기업 경영진지분율과 기업성과 간에 굴절된 비선형 관계가 존재한다는 것을 보여준 점에서 의미가 있다. 그러나 본 연구의 한계는 경영진의 재직기간, 직급, 연봉 등 개인적인 특성이 실증분석에서 제외되었다는 점이다. 따라서 이러한 경영진의 개인적인 특성 등을 함께 고려하여 기업의 지배구조가 어떻게 상이하게 변화되고, 그리고 기업의 수익성에 어떤 영향을 미치는지에 대한 문제는 향후 과제로 연구할 필요가 있다.

| 참고문헌 |

1. 논문 및 단행본

- 김병근·김동욱 (2007). “한국 기업의 지배구조와 기업가치: 패널자료분석법에 의한 영향관계 분석.” 『한국금융공학회 학술발표 논문집』. 한국금융공학회.
- 김우택·장대홍·김경수 (1993). “기업가치와 소유경영구조에 대한 실증적 연구.” 『재무연구』. 제6권, pp. 55-75.
- 김주현 (1992). “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구.” 『재무연구』. 제5권, pp. 129-145.
- Baltagi, B. H. (1995). *Econometric Analysis of Panel Data*. New York: Wiley.
- Berle, A. A. and G. C. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Chen, C. R., W. Guo and V. Mande (2003). “Managerial Ownership and Firm Valuation Evidence from Japanese Firms.” *Pacific Basin Financial Journal*. Vol. 11. No. 3, pp. 267-283.
- Cheng, Ke and Cheng Li (2011). “Market Competition Intensity, Managerial Ownership and Corporate Performance: Empirical Evidences from Perspective of Endogeneity.” *Industrial Economics Research*. Vol. 5, pp. 53-61.
- Cho, Myeong-Hyeon (1998). “Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis.” *Journal of Financial Economics*. Vol. 47. No. 1, pp. 103-121.
- Demsetz, H. (1983). “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm.” *Journal of Law and Economics*. Vol. 26. No. 2, pp. 375-390.
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985). “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences.” *Journal of Political Economy*. Vol. 93. No. 6, pp. 1155-1177.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983). “Separation of Ownership and Control.” *Journal of Law and Economics*. Vol. 26. No. 2, pp. 301-325.
- Gao, Lei and Song Shunlin (2008). “Management ownership and firm performance: Empirical evidence from the panel data of Chinese listed firms between 2000 and 2004.” *Frontier of Business Research in China*. Vol. 2. No. 3, pp. 372-384.

- Hausman, J. A. (1978). "Specification Tests in Econometrics." *Econometrica*. Vol. 46. No. 6, pp. 1251-1271.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (1991). "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance." *Financial Management*. Vol. 20. No. 4, pp. 101-112.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard and D. Palia (1999). "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance." *Journal of Financial Economics*. Vol. 53. No. 3, pp. 353-384.
- Holderness, C. and D. Sheehan (1991). "Monitoring an Owner: The Case of Turner Broadcasting." *Journal of Financial Economics*. Vol. 30. No. 2, pp. 325-346.
- Huang, Xiaohua and Li Linchu (2004). "The Study of Management Buyouts and the Listed Company's Governance Performance." *The Theory and Practice of Finance and Economics*. Vol. 25. No. 127, pp. 52-57.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback (1983). "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence." *Journal of Financial Economics*. Vol. 11. No. 1, pp. 5-50.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. No. 4, pp. 305-360.
- McConnell, J. and H. Servaes (1990). "Additional Evidence of Equity Ownership and Corporate Value." *Journal of Financial Economics*. Vol. 27. No. 2, pp. 595-612.
- _____ (1995). "Equity ownership and the two faces of debt." *Journal of Financial Economics*. Vol. 39 No. 1, pp. 131-157.
- Mehran, H. (1995). "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance." *Journal of Financial Economics*. Vol. 38. No. 2, pp. 163-184.
- Monsen, J., J. Chitj and D. Cooley (1968). "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm." *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 82. No. 3, pp. 435-451.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988). "Management ownership and market valuation: An empirical analysis." *Journal of Financial Economics*.

Vol. 20, pp. 293-315.

- Short, H. and K. Keasey (1999). "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK." *Journal of Corporate Finance*. Vol. 5. No. 1, pp. 79-101.
- Stulz, R. M. (1988). "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control." *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, pp. 25-54.
- Tan, Qingmei, Liu Yaguang and Ma Mingze (2013). "Managerial Ownership, Product Market Competition and Firm Value: Evidence from Panel Data of Chinese Listed Firms." *Journal of Tianjin University (Social Sciences)*. Vol. 15. No. 2, pp. 97-103.
- Wu, Shu-kun (2002). "Ownership structure and firm performance: an empirical research on Chinese public companies." *China Industrial Economy*. Vol. 1, pp. 80-87.
- Xingqiang, Du and Chuanjin Qi (2008). "Managerial Ownership and Corporate Performance: The Model Explanatory Power, Endogeneity and the Industry Competition." *Contemporary Accounting Review*. Vol. 1. No. 2, pp. 50-74.
- Yao, Yan (2006). "Analysis of the Relationship of Management Shareholders and Company's Performances." *Journal of Shanxi Finance and Economics University*. Vol. 28. No. 2, pp. 70-73.
- 刘亚莉·张竹·石蕾 (2011). "外部审计, 管理层持股与公司价值" 『会计之友』. 第3期, pp. 103-113.
- 张冬冬·卢新生 (2011). 上市公司管理层持股和公司价值关系研究 『财会通讯』. 第15期, pp. 64-69.
- 张纯·曾爱民 (2014). "管理层持股对企业价值的影响-基于金融危机冲击视角." 『求索』. 第6期, pp. 114-119.
- 漆传金 (2007). "管理层持股与公司业绩基于内生性的考虑." 『消费导刊』. 第12期, pp. 116-117.

2. 기타

国泰安金融数据库. www.gtarsc.com. (2016년 2월 15일 검색)

锐思金融数据库. www.resset.cn. (2016년 2월 15일 검색)

| 논문투고일 : 2016년 08월 05일 |

| 논문심사일 : 2016년 08월 24일 |

| 게재 확정일 : 2016년 09월 02일 |

ABSTRACT

Journal of Asia-Pacific Studies Vol. 23 No. 3 (2016)

Managerial Ownership and Corporate Performances in China

Bin Chen

(Dept. of Economics, KonKuk University)

Ki-Seong Lee

(Dept. of Economics, KonKuk University)

This paper empirically studies the relationship between the managerial ownership and corporate performances in China. Using the panel dataset of 958 companies across 12 industries in 2010-2014 (non-financial listed firms). The results indicate that First, the regression analysis taken from both exogenous and endogenous perspectives on the entire sample revealed that an inversed U-shaped curve, displaying non-linear relationship between the managerial ownership and two measures of corporate performance (ROA, ROE). Second, the regression analysis on each group divided according to the ownership type displayed that state-owned enterprises were not in line with the above conclusions (entire sample, private-owned enterprises), and there are only linear relationships between the managerial ownership and two measures of corporate performance. Third, we also find that corporate governance variables including concentration of ownership and the ratio of independent directors perform monitoring role to help to improve firm performance.

▪ Key words: Managerial Ownership, Corporate Performances, Panel Regression Analysis, Fixed Effect Two Stage Least Square, China