

지배주주 지분율과 대리비용

황 동 섭*

Primary Ownership and Agency Costs

< 목 차 >

I. 서론	1. 표본기업의 선정과 변수의 정의
II. 소유구조와 대리비용	2. 분석결과
III. 실증분석	IV. 결론

개 요

본 연구에서는 Ang et al.(2002)이 대리비용 측정에 이용한 두 가지 효율성 비율을 이용하여 우리나라 상장제조기업을 대상으로 대리비용의 직접 측정에 의한 지배주주 지분율과 대리비용의 관계에 대해 분석해보았다. 대주주본인지분율을 이용하여 분석한 결과에서 유의성이 있게 나타나, 대주주본인지분율이 높은 기업이 더 효율적으로 경영되고 있어서 대리비용이 적게 나타난다는 Ang et al.(2002)의 연구결과를 지지하는 것으로 보인다. 그러나 대리비용이 낮아지면 성과가 높아져야 하는데, 대주주본인지분율과 토빈의 Q를 이용하여 소유구조와 성과에 관한 분석을 해본 결과 지분율이 높은 기업의 성과가 더 낮게 나타나고 있다. 앞으로의 연구에서는 대리비용을 측정할 수 있는 더 정밀한 대응치의 개발이 이루어져야 할 것이다.

주제어 : 소유구조, 대리비용, 대주주지분율, 효율성비율

* 탐라대학교 사회과학부 경영학전공 조교수

접수일자 : 2003-5-4 게재확정일자 : 2003-11-23

I. 서 론

Jensen과 Meckling(1976)이 소유주(owner)와 대리인(agent)의 이해관계가 일치하지 않을 때 대리인의 이기적인 행위로 인해 대리비용(agency costs)이 발생할 수 있음을 주장한 이후, 대리이론(agency theory)과 관련된 많은 연구가 이루어져 왔다. 특히, 소유구조와 성과에 관한 연구가 많이 이루어지고 있다. 기업의 경영자와 소유주의 이해가 일치하지 않을 때 발생하는 대리비용은 경영자의 특권소비(perks)와 책임회피(shirking) 그리고 주주들의 부를 감소시키는 경영자의 이기적인 행위 등으로 인해 발생한다. 이러한 이해관계의 차이로 발생하는 대리비용은 지배주주(primary owner)의 지분율과 (-)의 관계에 있다. 따라서 경영자의 지분율과 성과는 (+)의 관계를 갖게 된다고 한다.¹⁾ 이처럼 대리비용이 존재한다는 대리이론의 관점에서 소유구조와 성과에 관한 많은 연구가 이루어지고 있지만, 대리비용의 직접적인 측정에 의한 대리비용과 소유구조의 관계를 규명한 연구는 거의 없는 실정이다.²⁾ 그러나 최근에 Ang et al.(2002)은 1997년의 FRB/NSSBF (National Survey of Small Business Finances) 데이터를 이용하여 완전소유경영자기업과 그렇지 않은 기업을 분류하여 완전소유경영자기업과 외부경영자기업 사이의 매출액영업비용율의 차이와 총자산회전율의 차이로서 대리비용을 측정할 수 있으며, 측정된 대리비용과 소유구조의 관계가 (-)의 모습을 보여 Jensen과 Meckling(1976)의 연구에 부합된다고 하였다.

본고에서는 우리나라 상장제조기업을 대상으로 매출액영업비용율과 총자산회전율을 이용하여 대리비용을 추정하고, 대리비용과 소유구조와의 관계를 확인해보고자 한다. 즉, 대리비용이 소유경영자기업보다 외부경영자기업에서 더 높게 나타나는지, 그리고 경영자의 지분율이 증가하면 대리비용이 감소하는지를 확인해 보고자 한다. 이를 위해 회

1) Jensen과 Meckling(1976) 이후의 연구들은, 소유지분율과 기업가치가 (+)관계라는 외에도 (-)의 관계를 보인다는 연구도 있으며, 비선형성을 주장한 연구도 다수 존재한다. Jensen과 Ruback(1983), Hunt(1986), Oswald와 Jahera(1991), Zajac과 Westphal(1994) 등은 (+)관계를, Bothwell(1980), Fama와 Jensen(1983), Hambrick과 Finkelstein(1987) 등은 (-)의 관계를, Stults(1988), McConnell과 Survaes(1990), Wright et al.(1986) 등은 비선형적인 곡선관계에 있음을 밝히고 있다. 우리나라의 경우도 토빈의 Q를 이용한 실증연구에서 김영숙과 이재춘(2000), 박기성(2002) 등은 U자형의 비선형관계를, 김병호(2002)는 한정된 구간에서의 감소율, 황동섭(2003)은 (-)의 관계를 보여주고 있다. 한편, Demsetz와 Lehn(1985)은 기업마다 다른 소유구조를 갖고 있는데, 이는 그 소유구조가 그 개별 기업이 갖는 최선의 소유구조라고 파악한다. 그러므로 소유구조와 기업의 가치는 관련이 없으며, 소유구조 결정요인에 중점을 두고 있다.

2) 왜냐하면 대리비용을 제대로 측정하기 위해서는 Jensen과 Meckling(1976)에 의해 정의된 대로 대리비용이 0인 기업 즉, 한 사람이 100%의 지분을 갖고 직접 경영하는 완전소유경영자기업에 관한 자료가 있어야 하는데, 최근까지 완전소유경영자기업에 관한 신뢰성 있는 자료가 없었기 때문이다. 따라서 대리비용의 존재를 추정할 뿐 그 크기를 직접 측정할 수 없었다.

사대표자가 주요주주인 소유경영자기업과 그렇지 않은 외부경영자기업으로 구분하고, 대리비용을 낮출 수 있는 은행을 비롯한 기관투자자의 외부감사와 부채의 규율효과(disciplinary effect) 등에 대해서도 검증해본다. 그리고 소유구조와 효율성은 업종별로 또는 규모에 따라서 다를 수 있으므로 통제변수로 기업규모와 업종별 더미, 그리고 재벌더미를 포함한다.

II. 소유구조와 대리비용

대리비용은 완전소유경영자일 때보다 소유경영자의 지분율(α)이 감소함에 따라 증가한다. 경영자는 특권소비로부터의 편익은 100% 향유하지만 기업 이익에 대해서는 $\alpha\%$ 만큼만 가질 수 있기 때문에 경영자는 자신이 완전소유경영자일 때보다 특권소비에 대한 유인을 더 갖게 된다. 극단적으로는 지분율이 0인 경영자는 특권소비의 100%를 향유하지만 기업 이익에 대해서는 전혀 가질 수 없게 된다. 그러므로 대리비용은 소유경영자의 지분율과 (-)의 관계를 갖게 되며, 외부경영자기업보다 소유경영자기업에서 더 낮게 나타난다. 이렇게 기업의 경영자와 소유주의 이해가 일치하지 않을 때 발생하는 대리비용의 크기는 소유주와 기관투자자 등이 외부경영자의 행위를 얼마나 잘 감시하는냐에 달려 있다.³⁾

경영자의 특권소비(perquisite)에 대한 감시는 경영에 참여하지 않는 외부주주⁴⁾와 은행이나 기관투자자와 관련이 있다. 은행은 기업의 외부자금조달에서 중추적인 역할을 담당하고 있으므로 자신들의 대출금을 안전하게 회수하기 위해 경영자가 경영성과를 정직하게 보고하고 이익을 효율적으로 사용하게끔 요구함으로써 간접적으로 대리비용을 낮출 수 있다.⁵⁾ 기업의 레버리지가 증가함에 따라서 기업의 채무불이행위험이 커지므로 대부자로서 은행이 기업을 감시할 유인은 커지게 되며, 은행의 감시활동은 주주들의 감

-
- 3) 한 사람이 주식의 100%를 모두 소유하고 있는 완전소유주가 기업 경영을 위해 외부경영자를 고용한 경우, 소유주는 모든 감시비용을 전부 부담하지만 경영자에 대한 임면권을 갖고 있기 때문에 대리비용이 낮을 수 있다. 왜냐하면 소유주는 감시비용을 100% 부담하는 대가로 수익의 100%를 갖기 때문이다. 그러나 소유주는 시간과 능력의 부족으로 자신이 고용한 경영자를 완전히 감시할 수는 없다. 결과적으로 소유주는 잔여 대리비용(residual agency costs)을 부담하게 된다.
 - 4) 경영에 참여하지 않는 외부주주의 수가 증가함에 따라 대리비용은 증가한다. 주주 수가 증가함에 따라 유한책임 을 지는 주주들이 감시에 대한 유인이 줄어들게 된다. 이것은 감시노력과 관련하여 준공공재(quasi-public goods) 소비에서 나타나는 무임승차자문제(free-rider problem) 때문에 나타나는 현상이다.
 - 5) 우리나라 상장제조업의 단순평균 부채비율은 291.46%(2001년)와 568.32%(2000년)이다.

시활동을 보충해준다. 대부자로서의 은행뿐만 아니라 투자자로서의 증권회사와 투자신탁회사 등을 포함한 기관투자자도 경영자를 효율적으로 감시할 수 있다. Pound(1988)의 효율적 감시(efficient monitoring)가설에 의하면 기관투자자는 분석능력과 정보체계를 갖고 있어서 소매투자자보다는 훨씬싼 비용으로 경영자를 감시할 수 있다고 한다.⁶⁾ 그 결과 기관투자자의 지분율이 높아지면 대리비용은 낮아지게 된다.

이상에서의 논의를 바탕으로 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

첫째, 대리비용은 소유경영자기업보다 외부경영자기업에서 더 높게 나타날 것이다.

둘째, 지배주주의 지분율이 높아지면 대리비용은 낮아질 것이다.

셋째, 기관투자자의 지분율이 높아지면 대리비용은 낮아질 것이다.

III. 실증분석

1. 표본기업의 선정과 변수의 정의

분석에 필요한 자료는 한국상장회사협의회에서 발간한 ‘상장회사총람 CD’를 이용하였으며, 1995년 1월부터 2002년 12월까지 계속해서 상장되어 있는 12월 결산상장제조업체로서 1998년부터 계속해서 공인회계사 감사의견이 적정인 기업만을 대상으로 하였으며, 업종별 모집단이 30개 이상인 업종에 속한 153개사를 표본기업으로 선정하였다. 실증분석기간은 IMF 경제위기 이후 경영투명성이 한층 강화된 2000년부터 2001년까지로 한다. 30대 기업집단에 관한 자료는 공정거래위원회의 ‘2001년도 대규모기업집단 소속회사 현황’ 자료를 이용한다.

대리비용은 소유주와 경영자의 이해가 완전히 일치하는 기업과 그렇지 않은 기업과의 효율성의 차이로서 측정될 수 있다고 가정한다. 통제변수로 기업규모와 업종에 관한 자료, 그리고 30대 기업집단에 소속된 기업에 관한 자료를 필요로 한다. 이런 자료들 중에서 가장 중요한 것은 완전소유경영자기업을 찾는 것이다. 그러나 현실적으로 상장기업에서 완전소유경영자기업에 관한 자료를 얻을 수 없으므로 회사대표자가 주요주주인 기업을 소유경영자기업으로, 그렇지 않은 기업을 외부경영자기업으로 구분하여 분석을 실

6) Shleifer와 Vishny(1986)는 금융기관, 계열기업이 아닌 법인, 외국인 등과 같은 외부 기관 투자자는 경영감시활동을 수행할 경제적 유인이 높기 때문에 이들이 보유하는 지분은 기업가치의 변화와 정(+)의 관계가 있을 수 있다고 하였다. McConnell과 Servaes(1990)는 기업가치는 기관투자자 지분율과 유의적인 관계를 가지고 있음을 밝혔다. 김영숙과 이재춘(2000)은 기관투자자 지분율과 기업가치간에는 유의적인 정(+)의 관계를 갖고 있음을 보였다.

행한다.

대리비용을 측정하기 위해서 다음과 같은 두 가지 효율성비율을 이용한다.

첫째, 영업비용⁷⁾을 매출액으로 나눈 매출액영업비용율⁸⁾을 이용한다. 이 비율의 차이로서 경영자가 영업비용(operating expences)을 얼마나 효과적으로 통제하였는지를 알 수 있다. 왜냐하면, 경영자의 과도한 특권소비와 관련된 직접적인 대리비용(direct agency costs)이 영업비용에 포함되기 때문이다. 다시 말하면 어떤 특정한 소유구조를 갖는 기업의 영업비용이 대리비용이 없는 기업의 영업비용을 초과하는 차이 금액은 대리비용의 크기를 나타낸다고 할 수 있다.

둘째, 매출액을 총자산으로 나눈 총자산회전율을 이용한다. 이 비율은 경영자가 기업의 자산을 얼마나 효율적으로 이용했는가를 나타내는 비율이다. 매출액영업비용율과는 대조적으로 총자산회전율이 완전소유경영자기업보다 낮은 기업은 (+)의 대리비용을 갖게 된다. 이러한 비용은 경영자의 잘못된 투자(poor investment)와 나태(insufficient effort)로 인한 수익성의 저하와 지나치게 넓고 호화로운 사무실과 자동차, 휴양시설 등과 같은 비생산적인 자산을 구매하는 것과 같은 특권소비(executive perquisites) 때문에 발생한다.

소유구조는 지배주주의 지분율로 측정하며, 지배주주의 지분율은 대주주본인지분율과 대주주1인지분율을 이용한다. 대주주본인지분율은 대주주 본인이 직접 소유한 지분율이며⁹⁾, 대주주1인지분율에는 대주주 본인을 포함하여 그 가족과 특수관계인 등의 지분이 포함된다.

외부감시자로서 실질적인 역할을 수행할 수 있는 은행을 비롯한 기관투자자의 지분율은 소액주주 법인지분율을 이용한다.¹⁰⁾

7) Ang et al.(2002)의 연구에서는 영업비용을 총비용에서 매출원가와 이자비용 그리고 경영자에 대한 보상(manageiral compensation)을 차감하여 산출하고 있다. 그러나 공표된 손익계산서에서 경영자에 대한 보상을 분리할 수 없기 때문에 판매비와 관리비를 영업비용으로 이용한다. 그리고 경영자에 대한 보수도 실질적으로는 지배주주에 의해 결정되므로 굳이 분리되지 않아도 본질에서 벗어나지 않는다고 본다.

8) 회계처리방법의 차이로 인한 수익과 비용의 차이를 조정하지 못한 근본적인 한계점을 갖고 있다. 이 비율로 측정된 대리비용은 경영자의 책임회피(shirking)와 특권소비(perquisite consumption)로 인해 기업수준에서 발생한 것이기 때문에 총대리비용이 과소평가되고 있다고 할 수 있다. 이것은 대리문제(agency problems)로 인한 잘못된 경영의사결정으로 인한 기업수준의 상실된 기회비용(lost opportunity)과 같은 간접 대리비용(indirect agency costs)을 충분히 측정하지 못하고 있다. 또한 비경영자주주(non-management shareholders)가 부담하는 사적 감시비용(private monitoring costs)이나 경영자의 사적 보증비용(private costs of bonding)과 같은 손익계산서에 나타나지 않는 대리비용을 측정하지도 못하고 있다.

9) 주요주주 지분율 자료에서 본인이 명기되지 않은 기업의 경우 최대주주지분율을 대주주본인지분율로 하였음.

10) 기관투자자의 지분은 유가증권상장규정 제31조 단서조항에 의해서 소액주주법인지분

황 동 석

부채비율이 높은 기업의 경영자는 기업의 현금흐름에 대한 사용이 제한되므로 대리비용이 낮아질 수 있다. 부채비율은 우리나라에서 보편적으로 사용되고 있는 부채를 자본으로 나누어 산출한 비율을 이용한다.

이외에도 기업마다 채고자산과 고정자산의 중요성이 다르기 때문에 업종별 효율성비율도 달라질 수 있으므로 업종별 더미변수를 포함하며, 영업비용과 관련하여 규모의 경제효과를 인식할 필요가 있으므로 기업규모를 통제할 필요가 있다. 그리고 기업집단효과를 통제하기 위해 재벌더미 변수를 포함한다.

2. 분석결과

<표 1>에는 회사 대표자가 주요주주를 구성하는 경우를 소유경영자기업으로, 그렇지 않은 경우를 외부경영자기업으로 분류하여 t-test를 실행한 결과가 나타나 있다. 소유경영자기업의 경우 대주주본인지분율이 외부경영자기업보다 더 낮고, 대주주1인지분율은 더 높게 나타나고 있지만 유의성이 없다. 그러나 기관투자자기분율은 소유경영자기업보다 외부경영자기업에서 더 높게 나타나고 있으며, 5% 유의수준에서 유의적이다.

Ang et al.(2002)에 의하면, 대리비용은 소유경영자기업과 외부경영자기업의 효율성비율의 차이로 측정할 수 있으며, 대리비용은 외부경영자기업보다 소유경영자기업에서 더 낮게 나타난다. 자산이 효율적으로 이용되면 총자산회전율이 높아지므로 대리비용은 낮아지며, 매출액영업비용율이 높을수록 비효율적이므로 대리비용은 증가한다. 그러나 본 연구의 분석결과는 <표 1>에서 볼 수 있듯이 소유경영자기업과 외부경영자기업 사이에 매출액영업비용율과 총자산회전율의 차이가 유의성이 없다. 그러므로 소유경영자기업보다 외부경영자기업에서 대리비용이 더 높게 나타날 것이라는 첫 번째 가설은 기각된다.

<표 1> 소유구조와 효율성비율

구분	소유경영자	외부경영자	t Value	2-Tail Prob.
대주주1인지분율	32.8286	29.3807	1.18	.238
대주주본인지분율	17.6165	18.4358	-.40	.692
기관투자자기분율	7.0645	10.6718	-2.17**	.032
매출액영업비용율	15.2405	15.1853	.03	.980
총자산회전율	.9005	.8591	.74	.461
기업 수	103	50		
** 5% 유의수준에서 유의적임.				

한편, 우리나라 기업의 경우 형식적인 소유경영자 여부는 별 의미가 없다는 지적이 많은 바, <표 2>에는 대주주1인지분율의 중위수(29.005)를 기준으로 2구분한 경우의 효과로 분류한다.

지배주주 지분율과 대리비용

율성비율의 차이와 대주주본인지분율의 중위수(15.430)를 기준으로 2구분한 경우의 효율성 비율의 차이가 나타나 있다. 대주주1인지분율을 이용한 경우의 차이 검증은 유의성이 없지만, 대주주본인지분율을 이용한 경우 대주주본인지분율이 높은 기업의 매출액영업비용율이 1% 유의수준에서 유의적으로 더 낮으며, 총자산회전율은 더 높다. 이러한 결과는 대주주 본인 자신이 직접 소유한 지분율이 높은 기업에 대해 적극적으로 권리 행사를 통한 감시활동으로 대리비용을 낮추고 있는 것으로 유추해볼 수 있다.¹¹⁾ 즉, 형식적인 소유경영자보다는 실질적인 대주주 본인의 지분율이 높을수록 자신이 효율적으로 이용되고 있음을 확인할 수 있다.

<표 2> 지배주주 지분율의 중위수를 기준으로 2구분한 경우 효율성비율의 차이

구분	대주주1인지분율		t Value	2-Tail Prob.	대주주본인지분율		t Value	2-Tail Prob.
	고	저			고	저		
매출액영업비용율	16.6019	13.8610	1.36	.176	12.3928	18.0155	-2.85*	.005
총자산회전율	.9015	.8726	.55	.583	.9136	.8606	1.01	.314
기업 수	76	77			76	77		

* 1% 유의수준에서 유의적임.

<표 3>에는 대리비용 측정 변수인 매출액영업비용율과 총자산회전율을 종속변수로 한 회귀분석 결과가 나타나 있다.

매출액영업비용율을 종속변수로 한 분석결과는 대주주1인지분율은 (-)의 관계이고, 총자산회전율을 종속변수로 한 분석결과는 (+)의 관계를 보여주고 있지만 유의성이 없다. 대주주가 직접 소유한 대주주본인지분율은 매출액영업비용율과 10% 유의수준에서 유의한 (-)의 관계를 보여주고 있으며, 총자산회전율의 경우 유의성은 없지만 (+)의 관계를 보여주고 있다.¹²⁾ 이는 지분율이 높을수록 대리비용이 낮게 발생할 것이라는 둘째 가설에 부합된다고 할 수 있으며, 대주주가 더 효율적 감시자라는 Shleifer와

11) 본 논문에 나타내지 않았지만, 이러한 결과에 의하면 대주주본인지분율이 높은 그룹의 성과가 대주주본인지분율이 낮은 그룹의 성과보다 더 높게 나타나야 할 것이다. 그러나 대주주본인지분율의 중위수를 기준으로 2구분하여 토빈의 Q비율로 측정된 성과 차이를 검증한 결과, 유의성은 없지만 지분율이 높은 그룹의 Q비율(.7707)이 낮은 그룹의 Q비율(.7965)보다 더 낮다. 그리고 대주주1인지분율의 중위수로 2구분한 경우 지분율이 높은 그룹의 Q비율(.7046)이 낮은 그룹의 Q비율(.8618)보다 1% 유의수준에서 유의적으로 더 낮다. 이는 지배주주의 지분율과 성과가 (-)의 관계에 있음을 보여준다.

12) 본 논문에 나타내지 않았지만, 기업 경영에서 직접 주요 의사결정을 담당하고 있는 경영자의 대리비용을 측정하기 위해 소유경영자기업만을 대상으로 회사 대표자 지분율을 이용하여 회귀분석한 결과 대주주본인지분율을 이용한 결과와 반대의 모습을 보였지만 유의성이 없다.

Vishny(1986), Zeckhauser와 Pound(1990)의 연구결과를 지지하는 것으로 볼 수 있다.

기관투자자지분율은 매출액영업비용율과 10% 유의수준에서 유의적인 (+)관계를 보여 경영에 참여하지 않는 주주들을 대리하여 경영자를 효과적으로 통제할 수 있을 것이라는 세 번째 가설과는 다른 모습이다. 이는 그 동안 우리나라의 경우 기관투자자들이 경영권에 영향을 미치는 예가 별로 없었으며, 주주총회 때 대개 경영자에게 위임장을 제출하는 것이 일반화되어 있었기 때문인 것으로 보인다.

부채비율은 매출액영업비용율과는 (+)의 관계를, 총자산회전율과 5% 유의수준에서 유의적인 (-)의 관계를 나타내 부채비율이 높을수록 비효율적으로 경영되고 있음을 알 수 있다.¹³⁾ 이는 부채비율이 높아지면 경영자의 현금흐름권에 대한 제약이 생겨 대리비용이 낮아지며 기업의 성과가 높아질 거라는 부채의 규율효과보다는 경영자가 비수익성투자계획을 실행하려는 이기적인 유인이 더 크게 작용한 결과로 볼 수 있다.

기업의 규모는 총자산회전율과 (-)의 유의적인 관계를 나타내 규모가 클수록 자산이 비효율적으로 이용되고 있음을 유추케 한다.

재벌 더미는 매출액영업비용율과 (-)의 관계, 총자산회전율과 (+)의 관계를 보여 30대 기업집단에 속한 기업이 더 효율적인 것처럼 보이지만 유의성이 없다.

업종별 더미는 본 논문에 구분해서 나타내고 있지는 않지만, 업종별로 유의한 차이를 보이고 있다.

<표 3> 회귀분석 결과

구분	매출액영업비용율		총자산회전율	
	(1)	(2)	(3)	(4)
대주주본인지분율	-.14198*** (-1.958)		0.00016 (.074)	
대주주1인지분율		-0.00986 (-.176)		0.0019 (1.179)
기관투자자 지분율	.18041 (1.545)	.20816*** (1.7000)	0.00382 (1.108)	0.00501 (1.413)
부채비율	0.00465 (.812)	0.00497 (.841)	-0.00038** (-2.244)	-0.00034*** (-1.974)
기업규모	-1.27493 (-1.374)	-1.30731 (-1.387)	-.07576* (-2.747)	-.07756* (-2.841)
재벌 더미	-3.35567 (-1.217)	-3.15004 (-1.125)	.13109 (1.612)	.12498 (1.542)
업종별 더미	포함	포함	포함	포함
수정된 R ²	.31531	.29698	.11449	.12305
F	7.99979*	7.42094*	2.96533*	3.13283*
N	153	153	153	153

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

13) Ang et al.(2002)의 연구에서는 소기업 부채의 대부분이 은행 대부로부터 이루어졌기 때문에 은행의 감시유인에 대한 대응치로서 부채비율(=부채/자산)을 이용하고 있다.

IV. 결 론

본 연구에서는 Ang et al.(2002)이 대리비용 측정에 이용한 매출액영업비용율과 총자산회전율을 이용하여 우리나라 상장제조기업을 대상으로 대리비용의 직접 측정에 의한 소유구조와 대리비용의 관계에 대해 분석해보았다.

먼저 소유경영자기업과 외부경영자기업의 효율성비용의 차이를 이용하여 t-test를 한 결과 유의적인 차이를 발견하지 못했다. 이는 외부경영자기업의 대리비용이 소유경영자기업의 대리비용보다 더 높다는 Ang et al.(2002)의 연구결과와는 다른 모습이다.

그러나 형식적인 소유경영자 요건보다는 실질적인 대주주 본인의 지분율 중위수를 기준으로 2구분한 t-test에서는 대주주본인지분율이 높은 기업들의 매출액영업비용율이 대주주본인지분율이 낮은 기업들보다 더 낮게 나타나 대주주 본인의 지분율이 높을수록 적극적인 감시활동을 통해 대리비용을 낮추고 있음을 볼 수 있다. 총자산회전율은 유의성은 없지만 대주주본인지분율이 높은 기업에서 더 높다.

대주주본인지분율을 이용하여 대리비용 결정요인들에 대한 회귀분석을 한 결과는 다음과 같다.

첫째, 대주주본인지분율이 매출액영업비용율과 10% 유의수준에서 유의적인 (-)의 관계를 나타내 대주주 본인의 지분율이 높은 기업이 더 효율적으로 경영되고 있음을 알 수 있다. 이는 지분율이 높아지면 대리비용이 낮아질 거라는 가설에 부합된다.¹⁴⁾

둘째, 기관투자자의 지분율은 매출액영업비용율과 약하지만 (+)의 유의적인 관계를 보여 기관투자자의 지분율이 높을수록 효율적인 감시가 이루어져 대리비용이 낮아질 것이라는 가설과는 달리 오히려 자산이 비효율적으로 이용되고 있다. 이는 기관투자자가 적극적인 감시활동을 하기보다는 기업의 편에서 수동적으로 대응했음을 보여주는 예라 할 수 있다.

14) Ang et al.(2002)은 매출액영업비용율과 총자산회전율을 이용하여 대리비용을 측정할 수 있으며, 실증분석을 통해 이 두 효율성비용이 대리비용의 측정치로서 유용하다고 하였다. 그러나 본 연구 <표 2>의 t-test에서 대주주본인지분율이 높은 기업들의 매출액영업비용율이 대주주본인지분율이 낮은 기업의 매출액영업비용율보다 더 낮게 나타나 Ang et al.(2002)에서처럼 지분율이 높아지면 대리비용이 낮아진다고 해석하였지만, 대리비용이 낮아지면 기업의 성과가 높아지는 것으로는 이어지지 못하고 있다. 즉, 지분율이 높아지면 대리비용이 낮아지고, 대리비용이 낮아지면 성과가 높아지는 것으로 유추해볼 수 있는데, 대주주본인지분율과 토빈의 Q비율을 이용하여 소유구조와 성과에 대한 t-test를 실행한 결과 지분율이 높은 기업들의 성과가 지분율이 낮은 기업들의 성과보다 낮게 나타나고 있다. 물론 이러한 결과는 Ang et al.(2002)의 연구에서 소규모기업만을 대상으로 완전소유경영자기업을 선정한 것과 매출액영업비용율의 산출에서 경영자의 급여를 제외한 것과 같은 동일한 조건으로 실행하지 못한 한계점을 안고 있는 것이지만, 매출액영업비용율과 총자산회전율을 이용하여 대리비용을 잘 측정할 수 있는지에 대한 추가적인 연구는 필요하다고 본다.

셋째, 부채비율은 총자산회전율과 유의적인 (-)의 관계를 보여 부채비율이 높은 기업의 경영자는 현금흐름권에 대한 제약 때문에 대리비용이 낮게 발생할 것이라는 가설과는 달리 자산이 비효율적으로 이용되고 있다.

그러나 Jensen과 Meckling(1976)의 대리이론에 충실한 대리비용을 산출하기 위해서는 Ang et al.(2002)의 연구에서처럼 대리비용이 없는 완전소유경영자기업을 선별할 수 있어야 하는데, 현실적으로 지분율에 관한 완전한 자료를 구할 수 없어서 본 연구에서는 비교적 자료의 신빙성이 높은 상장제조업체를 대상으로 주요주주가 회사 대표자인 기업을 완전소유경영자기업으로 선정한 근본적인 한계점을 갖고 있다. 그러므로 대리비용의 측정과 관련된 더 좋은 연구를 위해서는 지분율에 관한 신뢰성 있는 자료의 공표가 선행되어야 할 것 같다. 또한 대리비용을 측정할 수 있는 더 정밀한 변수의 추정이 선행되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 김병호, "기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구 : 임원지분율을 중심으로", 증권학회지 제30집(2002), pp.391-434.
- 김영숙·이재춘, "기업가치와 기업 소유구조와의 관련성", 증권학회지 제26집(2000), pp.91-118.
- 박기성, "소유구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin-Q의 관계에 관한 연구", 증권학회지 제30집(2002), pp.297-325.
- 황동섭, "상장제조기업의 소유구조와 기업가치", 경영교육논총 제30집(2003), pp.409-419.
- Ang, James S., Rebel A. Cole, and James Wuh Lin, "Agency Cost and Ownership Structure", *The Journal of Finance* 64-1, 2002, pp.81-106.
- Bothwell, J., "Profitability, Risk, and the Separation of Ownership from Control", *Journal of Industrial Economics*(1980 March), pp.303-317.
- Demsetz, H., and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences", *Journal of Political Economics* 93(1985), pp.1155-1177.
- Fama, E.F. & M. C. Jensen, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*(1983 June), pp.301-326.
- Hambrick, D. C. and Finkelstein, S., "Managerial Discretion : A Bridge between Polar Views of Organizations", In Cummings, L. L. and Staw, B. M.(eds.), *Research in Organizational Behavior*, Greenwich, CT : JAI Press, pp.369-406.
- Hunt, H., "the Separation of Corporate Ownership and Control : Theory, Evidence, and Implications", *Journal of Accounting Literature* 5(1986), pp.85-124.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling, "Theory of the firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure", *Journal of Law and Economics* 26, 1983, pp.301-325.
- Jensen, M., and R. Ruback, "The market for Corporate Control : The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics* 11(1983 April), pp.5-50.
- McConnel, J. J. and H. Servaes, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt", *Journal of Financial Economics*(1995), pp.131-157.
- Oswald, S. L. and Jahera, J. S., "The Influence of Ownership on Performance : An Empirical Study", *Strategic Management Journal* 12(1991), pp.321-326.
- Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* 94, 1986, pp.461-488.
- Stultz, R., "Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and The Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics* 20(1988). pp.25-54.
- Wright, P., Ferris, S. P., Sarin and Awasthi, V., "Impact of Corporate Insider, Blockholder, and Institutional Equity Ownership on Firm Risk Taking", *Academy of Management Journal* 39(1996), pp.441-463.
- Zajac, E. J. and Westphal, J. D., "The Costs and Benefits of Managerial Incentives and Monitoring in Large U.S. Corporations : When is more not better?", *Strategic Management Journal* 15(1994), pp.121-142.
- Zeckhauser, Richard, and Pound, Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance, in R. G. Hubbard ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*(University of Chicago Press, Chicago), 1990.

ABSTRACT

Primary Ownership and Agency Costs

Hwang, Dong-Sub*

The purpose of this study is to investigate the relationship between agency costs and ownership structure. Making use of a sample of 153 corporations from annual report of manufacturing companies listed in the KSE, Agency costs are found to be conversely related to the ownership share of the primary owner.

And according to agency theory, agency costs should be higher at firms managed by an outsider than an insider. But the result of the empirical tests do not consistent with prior expectations.

Keywords : *Ownership, Agency Costs, Agency theory*.

* Assistant Professor, Dept. of Business Administration, Tamna University.