

중국기업의 소유구조와 기업성과

- 새로운 (주식)분류를 이용한 접근 -

2009년 3월 4일

강 영 삼 (서울대학교 경제학부 박사후 연구원)

kangys62@snu.ac.kr

<차 례>

1. 서론	1
2. 중국기업의 개혁과 상장기업의 소유구조	2
1) 중국의 기업개혁과 기업지배구조상의 문제	2
2) 주식의 분류	2
3. 선행연구에 관한 검토	3
1) 국가주가 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구	4
2) 법인주가 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구	5
3) 소유의 집중이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구	5
4. 선행연구에 대한 평가와 연구의 설계	6
1) 지배주주의 유형이 기업성과에 미치는 영향	8
2) 지배주주의 지분의 크기가 기업성과에 미치는 영향	9
3) 비교적 많은 지분을 보유하고 있는 소주주들의 지분의 크기가 기업 성과에 미치는 영향	9
5. 데이터와 실증분석 모형	9
6. 회귀분석 결과	12
1) 지배주주의 영향	12
2) 지배주주 지분의 영향	13
3) 소주주(2대-10대 주주) 지분의 영향	14
4) 지배주주 유형별 지배주주의 지분과 2대-10주주 지분의 효과	16
7. 결론	20
참고문헌	22

1. 서론

중국기업의 지배구조 문제가 관심사로 떠오르면서, 중국기업의 소유구조가 기업에 미치는 영향에 관해서는 수많은 연구가 진행되어 왔다. 특히 중국은 다른 이행기 경제에서는 볼 수 없었던 '완전한 사유화 없는' 주식회사화(corporatization) 과정을 거쳐 기업개혁을 단행하였고, 이에 따라 동유럽에서와는 달리 중국기업의 지배구조 문제에서는 주주로서 국가의 역할 및 그 영향이 관심의 초점으로 자리 잡아 왔다. 뿐만 아니라 기업의 자산 빼돌리기로 대표되는 대리인 비용과 당과 정부의 잦은 개입으로 인한 정치비용(political cost)을 어떻게 줄일 것인가 하는 것은 중국기업의 지배구조 문제에서 정책적으로도 매우 중요한 이슈가 되어 왔다. 그러나 기존의 연구들은 소유구조에 관한 중국의 공식분류체계를 이용하여 왔기 때문에, 중국기업의 소유구조가 기업성파에 미치는 영향을 평가하는 데 있어서 그다지 성공적인 결과를 가져오지 못했다. 요컨대 국가주, 법인주, 직공주, A주, B주, H주로 분류된 중국의 공식 분류체계는 서로 이질적인 성격을 갖는 주주들을 같은 범주로 분류하는 등의 문제를 안고 있었는데, 그 결과 이를 이용한 연구들은 실증분석 결과의 일관성이라는 점에 있어서 그다지 만족스러운 결과를 보여주지 못해 왔다(Liu and Sun, 2005; Delios et al., 2006).

이 연구는 이러한 문제를 극복하기 위한 하나의 시도로 진행되었다. 이 연구는 Delios et al.(2006)이 제시한 새로운 분류체계를 이용하여 1994년부터 2002년까지 중국 上海거래소와 深圳거래소에 상장된 기업들의 자료를 분석함으로써, 기업의 소유구조가 기업성파에 미치는 영향을 이전과는 다른 각도에서 분석한 논문이다. 이 연구는 정부기업(정부가 지배주주인 기업), 시장화 국유기업(이윤동기가 부여된 국유기업이 지배주주인 기업), 민간기업(민간이 지배주주인 기업)의 성과를 회귀분석하여 비교하고, 이를 바탕으로 중국의 기업에서 주주로서 국가의 존재가 기업의 성과에 미치는 영향에 관한 두 가지 상반되는 주장을 검증한다. 아울러 지배주주의 지분을 이용, 기업유형별로 지배주주가 기업성파에 미치는 영향과 관련된 가설을 검증하고, 소주주(2대-10대 주주)의 지분을 이용하여 소주주들의 기업성파에 미치는 영향과 관련한 주장들 역시 검증한다.

이 연구를 통해서 우리가 얻은 결론은 다음과 같다. 주주로서 국가의 존재가 이윤보다는 고용을 유지하는 등 정책적 목표를 우선적으로 추구한다는 주장은 적어도 정부기업에게는 적용될 수 있음을 확인하였다. 한편 국가의 존재가 시장에 긍정적인 신호를 보내고 경영자를 감시하는 기능을 함으로써 기업의 성과에 양의 영향을 미친다는 주장은 시장화 국유기업에게서 약하게 지지될 수 있음을 확인하였다. 아울러, 지분이 클수록 지배주주가 경영자에 대한 감시를 강화할 유인이 커지거나 혹은 지배주주가 소주주를 착취(expropriate)할 유인이 줄어드는 것으로 인해, 지배주주가 보유하는 지분의 크기가 기업 성과에 양의 영향을 미친다는 주장이 뒷받침되고 있음을 확인하였다. 마지막으로 소주주들은 경영자 감시에 적극적으로 나섬으로써 기업성파에 양의 영향을 미친다는 주장을 뒷받침하는 근거들을 확인하였다.

2. 중국기업의 개혁과 상장기업의 소유구조

1) 중국의 기업개혁과 기업지배구조상의 문제

중국은 중앙집권적인 계획경제로부터 당과 국가의 주도로 점진적으로 시장경제로 이행해 온 나라로서, 완전한 시장자유화, 기업의 전면적인 사유화와 사적 소유권의 확립, 그리고 민주주의의 보장 등이 없이 개혁이 성공한 전형적인 사례로 지적된다(Qian, 1999). 중국에서 개혁이 시작된 이래 중국의 국유기업(State Owned Enterprise, SOE)은 지속적인 개혁대상이었지만, 중국에서 가장 주요한 기업형태는 아직도 국유기업이다.

중국에서 국유기업의 개혁은, 기업의 경영에 관한 통제권을 국가의 소유권으로부터 분리해 내는데 집중되었는데, 이러한 노력은 1992년부터 본격화된 주식회사화(corporatization)로 구체화되었다. 주식회사화를 통해 도달하고자 한 것은 기업에 대한 최종적 소유(ultimate control)와 통제권 사이의 분리였는데, 국가에 의한 최종적 소유와 경영자에 의한 기업의 통제라는 현실은 두 가지 문제를 일으키는 요인으로 지적된다. 첫째, 경영자들에게 권한 이양은 경영자들로 하여금 기업의 효율성을 증대시키도록 하는 유인을 제공하는 긍정적인 측면은 있었으나, 다른 한편으로 경영자들로 하여금 국유자산을 개인의 이익을 위해 유용하거나 빼돌리는 대리인 비용(agency cost)을 야기한다는 점이다. 둘째, 당과 정부가 갖고 있는 최종 소유권은 정부로 하여금 정부개입의 문제를 불러 일으켜 정치 비용(political cost)을 초래한다는 것이다(Qian, 1996).

2) 주식의 분류

현재 중국 내에는 上海거래소와 深圳거래소 등 두 곳의 주식거래소가 있으며, 주식의 종류로는 국가주, 법인주, 직공주, A주, B주 등 모두 다섯 가지 종류의 주식이 존재한다. 이외에도 홍콩거래소에 상장한 기업이 발행하는 H주가 존재한다.

가) 국가주

국가주는 중앙정부, 지방정부 또는 국유독자기업이 보유하는 주식으로서, 국유기업이 상장될 때 국가를 대표하는 기관이나 정부 부처에 대해 발행하는 주식이다. 국가주는 上海나 深圳의 거래소 시장에서 거래될 수 없으나, 중국증권감독위원회(China's Security Regulatory Commission, CSRC)의 승인 하에 국내기관에게 양도될 수는 있다. 국가주는 중국에서 가장 큰 비중을 차지하는 주식으로서, 그 비중은 전체 주식의 30% 정도를 차지한다 (Sun and Tong, 2003).

나) 법인주

법인주는 중앙정부 혹은 지방정부가 부분적으로 지분참여하고 있는 국내기관이 보유하는 주식들로서, 주식회사, 비은행 금융기관, 국유기업들이 보유하고 있는 주식을 말한다. 법인주는 거래소에서 자유로이 거래될 수 없고 중국 증권감독위원회의 승인을 받아 양도될 수 있다는 점에서 국가주와 동일하다. 법인주의 한 형태인 국유법인주는 법인주의

상당부분을 차지하고 있는데, 국가가 100% 미만의 지분으로써 지배주주로 참여하고 있는 기관이 소유하고 있는 주식을 말한다. Delios and Wu(2005)에 따르면 1991년부터 2001년에 걸쳐 국유법인주의 비중은 평균 27% 정도이며, 같은 시기 비국유법인주는 평균적으로 4.5%이다.

다) 기타 주

직공주는 상장기업의 직원이나 경영자에게 (통상적으로) 할인 가격으로 제공된 주식을 말하며, 기업지배구조상 지분의 의미보다는 인센티브의 의미가 강한 주식이다. 따라서 직공주의 비중은 전체적으로 크지 않을 뿐만 아니라 모든 기업이 발행하는 것도 아니다. 직공주는 보통 보유한지 6-12개월 후에 거래소에서 매매하는 것이 허용되며, 일단 한번 거래된 후에는 A주로 바뀐다. 직공주는 상장기업 전체 주식의 2% 미만을 차지한다 (Sun and Tong, 2003).

A주는 거래소에서 자유로이 거래되는 주식으로서 내국인과 국내 기관에게만 보유가 허용되는 주식인데, 대부분 개인들이 보유하고 있다. 중국증권관리위원회는 A주 비중이 전체 주식의 25%를 초과하도록 하는 것을 기업 상장요건으로 규정하고 있다. 이에 비해 B주는 원래 외국인들에게만 보유 및 거래가 허용된 주식이었으나, 최근 내국인들에게도 미국달러(上海거래소) 또는 홍콩달러(深圳거래소)을 이용한 거래 및 보유가 허용되었다.

3. 선행연구에 관한 검토

중국기업의 소유구조가 기업성파에 미치는 영향에 관해서는 많은 연구들이 진행되어 왔는데, 이를 크게 나누면 다음과 같다. 첫째, 국가주가 기업성파에 미치는 영향에 관한 연구들이다. 앞에서 살펴본 바와 같이 전면적인 기업의 사유화 과정을 거치지 않은 중국에서 국가주는 가장 큰 비중을 차지하고 있을 뿐만 아니라, 당과 정부의 정치적인 개입 또는 영향력 행사의 근거가 된다는 점에서 자연스럽게 관심의 초점이 될 수밖에 없다. 둘째, 법인이주가 기업성파에 미치는 영향에 관한 연구들이다. 국가 이외의 기관이나 기업 또는 개인이 지배주주로 있는 비국유법인주를 논외로 하더라도, 법인은 주로 지방정부의 기관이나 기업들에 의해 보유하고 있는 주식들이기 때문에 국가주와는 달리 기업의 이윤극대화를 추동하는 동인으로 이해된다(Xu and Wang, 1999; Delios and Wu, 2005). 중국기업의 지배구조와 성과에 관한 많은 실증연구들은 법인이주가 기업의 성과에 어떤 영향을 미치는지를 연구의 초점으로 다루고 있다. 마지막으로 소유의 집중(ownership concentration)이 기업 성과에 미치는 영향에 관한 연구들이다. 중국의 기업들은 대단히 소유가 집중되어 있는데(Tenev et al., 2002), 이러한 지배구조가 기업성파에 미치는 영향 역시 연구의 초점이 되고 있다. 이하에서는 각각에 대해서 좀더 자세히 살펴보고, 그에 대한 평가를 진행하고자 한다.

1) 국가주가 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구

국가주가 기업성과에 미치는 영향에 관해서는 두 가지 대립되는 견해가 존재한다. 첫째의 견해는, 국가가 이윤보다는 실업을 낮게 유지한다거나 사회안전망 구축에 더 많은 관심이 있기 때문에 국가주는 기업의 성과에 부정적인 영향을 미친다는 것이다 (Xu and Wang, 1999). 뿐만 아니라 최고 경영자에 대한 임면권, 대형투자에 대한 승인, 주요자산의 처분에 대한 거부권의 행사 등을 통한 당 또는 국가의 개입은 정치비용(political cost)을 유발한다 (Qian, 1996).

이에 반해 국가의 소유가 갖는 긍정적인 역할을 강조하는 견해가 있다. Sun et al.(2002)은 이를 세 가지 측면으로 나누어 설명한다. 첫째는 신호효과(signaling effect)로서, 국가주의 존재는 국가가 지속적으로 해당 기업을 소유할 것이라는 신호를 시장에 보내는데, 이는 국가가 다른 주주들의 이익을 침해하지 않으면서도 시장의 미발달로 인한 불확실성을 완화시킬 것이라는 긍정적인 신호가 된다는 것이다. 둘째는 국가의 감시기능(monitoring role)이다. 경영권 시장도 발달해 있지 않을 뿐만 아니라 경영자를 효율적으로 감시할 수 있는 독립적인 주주가 존재하지 않는 중국과 같은 상황에서, 경영자는 기업의 성공보다는 기회주의적이고 사적인 이익을 추구하기 쉽다. 이러한 상황에서 국가는 사회복지와 기업의 이윤 추구 사이에 적당한 균형을 잡는 역할을 함과 동시에, 경영자를 감시할 유인을 갖는다는 것이다. 세 번째는 국가의 지원과 보조라는 측면이다. 국유기업들은 세부담 경감, 과도한 부채를 해소하기 위한 재정의 투입, 채무-주식스왑(debt-for-equity swap) 등을 통해 국유기업을 지원하여 왔고, 그 결과 국가주의 존재는 상장기업의 성과에 긍정적인 역할을 한다는 것이다.

국가주가 기업성과에 미치는 영향에 관하여 상반된 주장이 존재하는 것처럼, 실증연구 결과 역시 일치된 결과를 보여주지 못하고 있다. Xu and Wang(1999)은 1993-1995년까지 上海와 深圳 거래소에 상장된 기업들의 데이터를 이용하여 회귀분석한 결과 국가주와 (ROA 및 ROE를 이용한) 기업의 재무성과 간에 유의한 음의 관계가 있음을 보고하였다. 그러나 시장가치(Market to book value)를 종속변수로 한 회귀분석에서는 그러한 결과가 발견되지 않았다. 이와는 달리 Sun and Tong(2003)은 1994-2000년 사이에 상장된 기업들의 데이터를 이용하여, 상장을 전후한 성과의 차이를 종속변수로 하여 기업소유구조가 이에 미치는 영향을 회귀분석한 결과, 국가주의 비중이 시장성가치(Market to book value)의 변화에는 유의하게 음의 영향을 미치나 재무성과(ROS나 EBIT의 변화)에는 유의한 영향을 미치지 못하고 있음을 보고하였다.¹⁾

한편 국가주의 존재와 기업의 성과 간에 선형이 아니라 U자 모양의 관계를 보고하는 연구도 있다. Tian and Estrin(2005)은 1994-1998년 사이의 2660개 기업-연(firm-year) 관측치를 이용하여 회귀분석한 결과, 국가주가 일정 지분보다 적은 경우에는 국가주 지분이 증가함에 따라 기업의 성과에 음의 영향을 미치는데 반해, 국가주가 일정 지분보다 큰 경우에는 지분이 증가함에 따라 기업성과에 양의 영향을 미치고 있음을 보고하였다. 이와

1) MBR(Market to book value)는 주식의 시장가치/장부가치로, ROA(Return on assets)는 순이익/총자산으로, ROE(Return on stockholder's equity)는 순이익/자기자본으로, ROS(Return on sales)는 순이익/매출액 등으로 구한다. EBIT(Earnings before interest and tax)는 세전순이익에 이자비용을 합하여 구한다.

반대로 국가주의 존재와 기업성과 간에는 역 U자 패턴을 보인다는 보고도 있다. Sun et al.(2002)는 1994-1997년 사이에 上海와 深圳 거래소에 상장되어 있는 모든 기업들의 데이터를 이용하여 국유주의 비중이 시장성과(Market to book ratio)에 미치는 영향을 회귀분석한 결과 역 U자 관계가 있음을 보고하였다.

2) 법인주가 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구

일반적으로 법인주주들은 국가주주와 달리 이윤동기가 강할 뿐 아니라, 국가주주에 비해 보다 자유롭게 이윤의 배분이나 기업전략의 결정에 참여할 수 있는 것으로 인식된다(Xu and Wang, 1999; Delios and Wu, 2005). 한편 중국에서는 국가의 기업에 대한 소유권으로부터 경영권을 분리하는 과정에서 경영자의 전횡(managerial autonomy)과 내부자 담합(Qian, 1996; Lee and Hahn, 2004)이 심각한 상황에 이르게 되었는데, 법인주주들은 경영자를 감시하고 통제(monitor and control)하는데 적극적인 것으로도 이해된다(Xu and Wang, 1999).

실증연구 결과들은 대체로 법인주가 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보고되고 있으나 그 결과가 일관된 것은 아니다. Xu and Wang(1999)은 1993-1995년의 상장기업 데이터를 이용하여 회귀분석한 결과 법인주의 비중이 기업의 시장성과와 재무성과 모두에 양의 영향을 미치며, 특히 MBR(Market to book ratio)를 이용한 시장성과에는 U자 모양의 영향을 미치는 것을 보고하였다. Sun and Tong(2003)은 1994-2000년 사이 상장한 중국기업의 데이터를 이용, 상장 전후의 성과의 차이를 종속변수로 하여 회귀분석한 결과, 법인주의 비중이 높을수록 상장 후 시장가치(MBR)와 재무성과(ROS)가 높아진다는 사실을 보고하였다. Delios and Wu(2005)는 1991-2001년까지 중국의 두 거래소에 상장된 기업들의 Tobin Q를 기업의 성과지표로 하여 회귀분석한 결과, 법인주 지분과 기업의 성과 간에는 U자 모양의 관계가 있음을 보고하였다.

3) 소유의 집중이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구

Shleifer and Vishney(1986)에 따르면 대주주는 경영자 감시를 통해 그에 따르는 비용을 상회하는 이득을 자신이 보유한 지분을 통해 얻을 수 있기 때문에, 그들의 존재는 소액주주들의 무임승차자(free rider) 비용을 완화하는 역할을 할 수 있다고 한다. 이미 살펴본 바와 같이 중국은 기업개혁 과정에서 경영자의 전횡과 내부자의 담합 문제가 심각하다는 점에서 이를 견제하기 위한 대주주의 존재는 매우 중요한 의미를 지닌다.

실증연구 결과들은 대체로 이러한 예상을 잘 뒷받침하고 있는 것으로 나타난다. Xu and Wang(1999)은 상위 10대주주의 지분 합과 허핀달 지수를 이용하여 소유의 집중과 기업 성과 간에 양의 관계가 있음을 보고하였으며, Wang et al.(2004), Delios and Wu(2005)도 비슷한 결과를 보고하고 있다. 한편 Bai et al.(2004)는 1999-2001년 상장기업의 데이터를 이용하여 지배주주의 지분이 기업성과에 U자 모양의 영향을 미친다는 사실을 보고하였다.

4. 선행연구에 대한 평가와 연구의 설계

중국에서 기업의 소유구조가 기업 성과에 미치는 영향에 관한 기존의 실증연구들은 나름의 성과에도 불구하고 몇 가지 결정적인 한계를 가지고 있다. 첫째, 지배주주가 누구인지 하는 점이 분명치 않다는 점이다. 기존의 연구들이 사용한 기업의 소유구조에 관한 데이터는 국가주, 법인주, 유통주 등으로 분류되는 중국 당국의 공식적인 분류체계를 따르고 있다. 그런데 이미 살펴본 바와 같이 국가가 최종 소유자로 있는 주식(국유주(國有股)라고 불리기도 한다)이 중국의 공식 분류체계상으로는 국가주와 법인주에 나뉘어 분류된다. 또한 법인주에는 국가가 지배주주로 있는 국유법인주 이외에 민간기관이나 법인이 지배주주로 있는 비국유법인주가 섞여 있다. 결국 속성이 서로 다른 두 가지 범주의 소유주체를 법인주라는 하나의 범주로 묶는 데에 따르는 문제가 존재한다. 이에 따라 공식분류체계를 이용한 연구에서는 지배주주라는 측면에서 법인주의 실체를 국가주의 실체와 제대로 구분하는 것이 불가능하였고, 그 결과 기업의 소유구조와 기업성과의 관계를 연구하는데 결정적인 어려움이 존재하였다 (Liu and Sun, 2005; Delios et al., 2006).

법인주 내에 국유법인주와 비국유법인주가 혼재하고 있다는 사실은 주주로서 국가의 존재가 기업성과에 어떤 역할을 하는지에 대한 실증을 불가능하게 한다. 국가가 이윤보다는 정책적 목표를 추구하기 때문에 기업성과에 부정적인 영향을 미친다는 주장과 신호효과, 정책효과, 경영자에 대한 감시 등으로 국가의 존재는 기업성과에 긍정적인 영향을 끼친다는 상호 상반되는 주장을 검증하기 위해서는 국유기업과 비국유기업이 명확히 구분된 분류체계와 데이터가 필요하다. 아울러 국유기업 중에서도 이윤동기를 부여하는 국유기업과 국가의 정책목표에 따라 운영되는 기업들 간의 범주구분이 분명해질 필요가 있다.

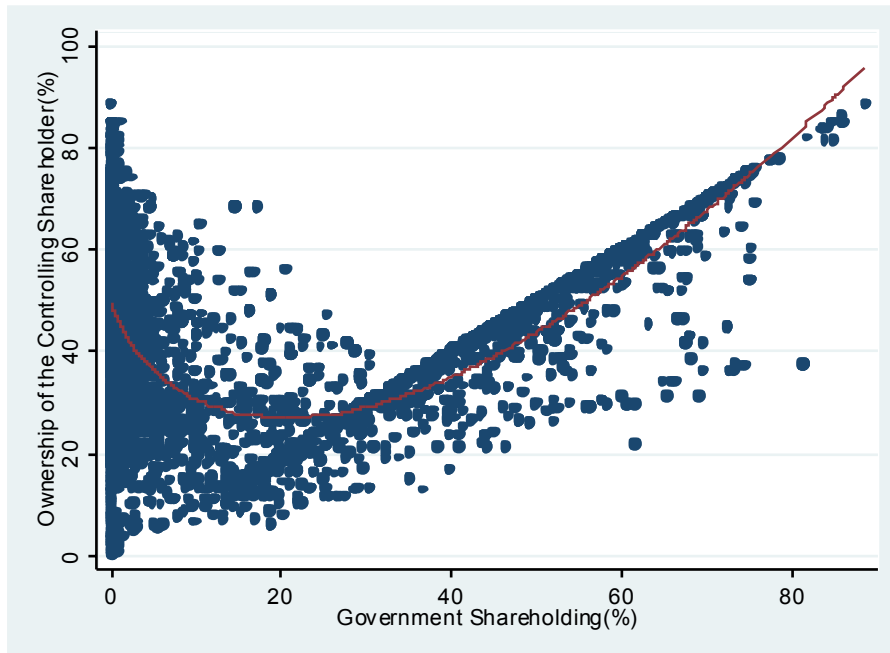
둘째, 지배주주냐 소주주냐 하는 주주의 지위에 따라 서로 이해관계가 다를 수 있음에도, 주식의 유형이 같다면 그 성격도 같은 것으로 간주하는 오류이다. 공식분류체계를 이용한 기존의 연구들은, 상장 기업의 주주 지분 중 국가주 비중, 법인주 비중, 유통주의 비중이 기업성과에 어떤 영향을 미치는지를 규명하는 방식으로 접근하였다. 국가주나 법인주의 비중은 그 지분이 비교적 큰 상위 주주들의 지분을 주식 종류별로 합산된다. 따라서 지배주주의 지분이건, 혹은 2-10대 주주의 지분이건, 국가주나 법인주나 하는 분류상의 범주만 동일하면 하나로 합산된다. 그런데 동일한 범주에 속하는 주주들 사이라 할지라도, 지배주주의 빼돌리기 행위와 같이 지배주주와 나머지 소주주들 사이에는 이해관계가 대립적인 경우도 존재한다. 이러한 사실을 고려할 때, 지배주주의 지분과 소주주들의 지분을 구분하지 아니하고 이들을 함께 묶어 분석에 이용한 것은 그 정당성이 인정되기 힘들다 할 것이다.

마지막으로 고려해야 할 문제는, 유형별 주식의 지분 크기가 변함에 따라 해당 주주의 역할이 소주주에서 지배주주로(혹은 그 반대로) 바뀌는 문제이다. 아래의 <그림 1>은 그러한 문제를 보여주고 있다. 이 그림은 이 연구에서 사용된 데이터를 이용²⁾, 각 기업들의 정부 지분 합계를 횡축으로 하고 1대 주주의 지분을 종축으로 하여, 표본 기업들의 소유

2) 자세한 것은 다음 절을 참고하라.

구조를 좌표 상에 나타낸 것이다. 그림에서 알 수 있듯이 정부보유 지분이 낮은 수치에서부터 점차 증가함에 따라서 1대 주주의 지분이 감소하여, 정부보유 지분이 20~30% 되는 구간에서 가장 낮은 수치에 달하고 있음을 보여준다. 그런데 그 구간을 넘어서면 정부지분이 증가함에 따라 1대 주주의 지분도 다시 증가한다. 결국 정부보유 지분과 1대 주주의 지분은 U자 모양의 관계를 보여준다는 것인데, 이것은 지배주주가 바뀜으로 인해 생기는 문제이다. 요컨대 정부보유 지분이 20~30% 미만이 되는 구간에서는 대체로 시장화 국유기업 혹은 민간이 지배주주인 기업들이 분포하기 때문에, 정부보유지분이 증가할수록 지배주주의 지분은 하락한다. 이와는 달리 정부보유 지분이 30%를 넘어서는 구간에서는 대부분의 기업에서 정부가 지배주주로 등장한다. 따라서 이 구간에서는 정부보유 지분이 커질수록 지배주주의 지분은 커지게 된다. 그런데 만일 1대 주주의 지분의 크기가 기업성장에 선형이면서 양의 관계를 미친다고 가정하면, 정부지분과 기업성과와는 U자 모양의 관계를 가질 수 있다. 이것은 기존의 분류체계인 국가주, 법인주 등을 이용하여, 그 비중의 크기가 기업의 성과에 미치는 영향을 분석할 때 발생할 수 있는 문제이다. 따라서 국가주, 법인주의 비중이 기업성과에 미치는 영향을 분석할 때에는 이러한 점을 고려하여야 한다.

<그림 1>



Delios et al.(2006)가 제안한 새로운 분류 체계는 기존의 공식분류체계가 갖는 이러한 문제점을 해결하기 위한 하나의 시도이다. 이들은 상장기업의 상위 10대 주주들 각각에 대하여 최종 소유자(ultimate ownership)를 추적하였고, 이렇게 추적된 최종 소유자의 성격에 따라 16개 하위 그룹, 그리고 몇 개의 하위 그룹들을 포괄하는 3개의 대범주로 각각 분류하였다. 구체적으로 살펴보면, 이들은 지방정부, 중앙정부의 각 부 또는 국, 정부산하 연구소, 국유은행 등 총 8가지 하위 범주가 최종소유자로서 지배하는 주식을 묶어 정부 보유

(government shareholding)로, 사회간접자본건설 기업 및 이윤지향형 국유기업 등 2가지 하위 범주가 최종소유자로 지배하는 주식을 묶어 시장화 국유기업 보유(Marketized Corporate Shareholding)로, 증권기관, 투자기금, 민간 투자자, 공회 등 모두 6가지의 하위 그룹을 묶어 민간보유(Private Shareholding)으로 분류하였다(<표1> 참고).

<표 1> 중국 상장기업의 주주에 관한 새로운 분류

Sub-Group	Broad Category
Local Government Government Ministry Government Bureau Industry Company(Previous government ministry) State Asset Investment Bureau State Asset Management Bureau Research Institute State Owned Bank	Government Shareholding
Infrastructure Construction Company Market-oriented State Owned Enterprise	Marketized Corporate Shareholding
Security Company Investment Fund Private Individual Foreign(Hong Kong, Taiwan, other countries) Work Union	Private Shareholding

출처: Delios et al. (2006)

1) 지배주주의 유형이 기업성과에 미치는 영향

이 논문은 Delios et al.(2006)의 분류를 이용하여 지배주주로서의 정부, 시장화 국유기업, 민간이 기업성과에 어떤 영향을 미치는가 하는 점을 규명할 것이다. 여기서 관심의 초점은 무엇보다도 국유기업의 성과인데, 우리는 이를 정부가 지배주주로 있는 기업과 시장화 국유기업이 지배주주로 있는 기업을 나누어 비교할 것이다. 지배주주로서의 국가의 존재가 기업성과에 미치는 영향에 관해서는 국가가 기업의 이윤보다는 고용이나 사회복지를 우선시하기 때문에, 혹은 당과 정부의 개입에 따른 정치비용으로 인해 기업성과에 부정적인 영향을 끼칠 것이라는 견해와 더불어, 국가의 존재가 신호 효과, 감시효과, 정책적 지원 등으로 인해 긍정적인 영향을 끼칠 것이라는, 서로 상반되는 견해가 존재한다는 사실은 앞서 살펴본 바와 같다. 지금까지의 실증연구들은 소유구조에 관한 중국의 공식분류를 이용하였기 때문에 지배주주의 영향을 본격적으로 규명할 수 없었고, 따라서 분석상의 일정한 한계가 존재할 수밖에 없었다. 이 연구는 소유구조에 대한 새로운 분류체계를 이용하여, 지배주주, 특히 국가가 기업의 성과에 미치는 영향에 관해 본격적인 규명을 시도한다.

2) 지배주주의 지분의 크기가 기업성과에 미치는 영향

중국의 국유기업인 경우 경영자는 주주가 아니기 때문에 대리인 문제가 발생하는데, 앞서 살펴본 바와 같이 중국에서 이는 경영자의 전횡과 내부자 담합으로 나타난다. 이러한 상황에서, 지분을 많이 보유한 지배주주일수록 경영자 감시로 연계 되는 이익이 감시에 소요되는 비용보다 크게 되어 경영자 감시에 적극적으로 나서게 된다 (Shleifer and Vishny, 1986). 결국 국유기업에서 지배주주 지분의 크기는 기업성과에 양의 영향을 미칠 것이라는 예상을 할 수 있다. 한편 비국유기업인 민간이 지배주주로 있는 기업인 경우, 지배주주는 경영을 맡게 된다. 지배주주가 경영을 담당하고 있는 상황에서 경영자는 소주주의 이익을 희생하여 지배주주의 이익을 극대화할 유인을 갖게 된다. 그런데 지배주주의 지분이 클수록 소주주의 이익을 희생함으로써 누리는 이익보다 그로 인한 손해가 더 커지게 된다. 따라서 지배주주의 지분이 높을수록 소주주의 이익을 착취할 유인이 줄어들게 되어, 지배주주 지분의 크기는 기업가치에 양의 영향을 미치게 된다 (La Portal et al., 2002)

3) 비교적 많은 지분을 보유하고 있는 소주주들의 지분의 크기가 기업성과에 미치는 영향

이 논문은 1대 주주를 제외하고 2대 주주부터 10대 주주까지의 지분 합을 그 대응변수로 사용하여, 소주주들의 존재가 기업성과에 미치는 영향을 분석할 것이다. 비교적 많은 지분을 보유하고 있다고 하더라도 2대 주주부터 10대 주주는 소주주(minority shareholder)들로서 지배주주와는 이해관계를 달리하기 때문에, 기업지배구조에서 이들의 역할은 지배주주의 그것과는 별도로 분석되어야 한다는 것은 앞서 살펴본 바와 같다. 2대-10대 주주처럼 비교적 많은 지분을 보유하고 있는 소주주들의 존재는 다음과 같은 세 가지 점에서 기업성과에 양의 영향을 미친다 (Liu, 2005). 첫째, 이들의 존재는 지배주주의 빼돌리기 행위(tunneling activity)를 차단하는 데 중요한 역할을 한다. 둘째, 기업의 성과가 좋지 않을 경우 경영권을 교체하는데 적극적으로 나서게 됨으로써, 경영자로 하여금 경영에 대한 책임을 지도록 한다. 셋째, 경영자를 감시하는 역할을 한다.

5. 데이터와 실증분석 모형

이 연구는 기업소유구조와 관한 NUS Business School의 데이터를 이용한다. 앞서 설명한 바와 같이 Delios 등은 기업의 소유구조에 관한 기존의 중국 공식분류체계가 서로 다른 속성의 소유실체를 구분하지 못하는 등의 문제를 가지고 있음을 인식하고 새로운 분류체계를 제시한 바 있다(Delios et al., 2006). 이 연구는 이 데이터와 함께 Hong Kong Polytechnic University와 Shenzhen GTA Information Technology Limited (GTA IT Co. Ltd.)가 공동으로 개발한 China Stock Market and Accounting Research Database

(CSMAR)로부터 추출한 주가 및 재무관련 데이터를 합병하여 분석에 사용한다. 이 연구가 사용한 데이터는 1994년부터 2002년까지 9개년에 걸쳐 상해거래소와 심천거래소에 상장되어 있는 비금융 기업들의 시계열 자료로서, 모두 6,562개의 기업-연 관측치를 포괄한다. 대범주별로 관측치의 분포를 살펴보면 정부 보유주가 지배주주인 기업이 1,812 기업-연으로 27.6%, 시장화 국유기업이 지배주주인 기업이 4,033 기업-연으로 61.5%, 민간이 지배주주인 기업이 717 기업-연으로 10.9%를 차지한다³⁾(<표 2> 참고).

<표 2> 지배주주 유형별 기업 분포

(단위: 개)

YEAR	Government	Marketized	Private	Total
1994	94	50	21	165
1995	129	94	31	254
1996	205	231	50	486
1997	228	404	59	691
1998	218	503	74	795
1999	211	594	87	892
2000	227	668	106	1,001
2001	246	728	131	1,105
2002	254	761	158	1,173
Total	1,812	4,033	717	6,562
Share(%)	27.6	61.5	10.9	100

주) Government, Marketized, 그리고 Private는 각각 정부가 지배주주인 기업, 시장화 국유기업이 지배주주인 기업, 그리고 민간기업을 의미한다.

<표 3>은 지배주주의 유형별로 정부 보유지분, 시장화 국유기업의 보유지분, 민간보유지분, 1대 주주의 지분, 2대-10대 주주의 지분합의 평균 분포를 비교하여 보여주고 있다. 우선 표본 전체를 살펴보면 시장화 국유기업의 지분이 35.7%로 가장 많은 비중을 차지하고 있고, 그 다음이 정부보유 지분으로 14.8%, 민간보유 지분이 11.0%로 가장 적은 비중을 차지하고 있다. 그리고 1대 주주의 지분 평균은 44.6%이고, 2대-10대 주주의 지분 합 평균은 17.2%이다. 그런데 지배주주가 정부인 기업의 주식 유형별 분포를 보면 정부 보유지분이 46.7%로 압도적으로 높은 반면 시장화 국유기업 보유 지분 및 민간보유 지분은 각각 6.1%와 6.5%로 밖에 차지하지 않는다. 1대 주주의 지분 및 2대-10대주주 지분 합은 각각 43.2%와 16.6%로 표본 전체 평균보다 약간 낮은 수치를 보여주고 있다. 시장화 국유기업이 지배주주로 있는 기업들의 경우, 시장화 국유기업들의 보유지분은 53.6%로 아주 높은 반면 정부 보유지분은 평균 2.4%로 아주 낮은 것으로 나타난다. 이들 기업에서 1대 주주의 지분은 47.1%로 전체 평균보다 높아 세 유형 중 가장 지배주주의 지분이 높음을 알 수 있다. 2대-10대 주주의 지분 합은 16.1%로 평균보다 조금 낮다. 마지막으로 민간이 지배주주로 있는 기업인 경우 민간들의 보유지분은 평균 44.6%, 정부보유 지분은 4.4%, 시장화 국유기업들의 보유지분은 9.7%로 나타난다. 이들 기업에서 1대 주주의 지분

3) 이 연구는 편의상 1대주주를 지배주주로, 1대주주의 지분을 지배주주의 지분으로 정의하여 사용한다.

은 34.0%로 다른 두 유형에 비해 현저히 낮은 반면, 2대-10대 주주 지분 합은 25.1%로 다른 유형에 비해 현저히 높다.

<표 3> 기업유형별 소유구조의 비교

단위: %

Variable	Whole Sample	Government controlled	Marketized corporate controlled	Private
Government	14.8	46.7	2.4	4.4
Marketized	35.7	6.1	53.6	9.7
Private	11.0	6.5	7.0	44.6
the Largest	44.6	43.2	47.1	34.0
Top2_10	17.2	16.6	16.1	25.1

주) Government, Marketized, Private는 각각 정부 보유(government shareholding), 시장화 국유기업 보유(Marketized Corporate Shareholding), 민간보유(Private Shareholding)를 의미하며, 횡축은 지배주주의 유형을, 종축은 유형별 주주 지분 총합을 나타낸다. the Largest는 지배주주의 지분, Top2_10은 2대-10대 주주의 지분합을 의미한다.

이 연구는 기업의 시가총액과 부채의 장부가치 합을 총자산의 장부가치로 나눈 토빈 Q (Tobin's Q)를 기업의 성과지표로 사용한다. <표 4>는 지배주주 유형별 기업의 기초통계를 비교한 표이다. 우선 자산과 매출액의 로그 값을 이용한 기업규모 비교에서 시장화 국유기업이 지배하고 있는 기업들이 규모면에서 가장 크고, 그 다음이 정부가 지배주주로 있는 기업, 그리고 민간이 지배주주로 있는 기업이 가장 작음을 알 수 있다. 토빈 Q의 비교에서는 규모가 작은 민간 지배기업이 가장 높고, 그 다음이 시장화 국유기업 지배이 지배주주로 있는 기업, 마지막으로 정부가 지배주주로 있는 기업들 순으로 나타나고 있다. 각 기업의 토빈 Q에서 해당 기업이 속한 산업의 중위값(median)을 빼서 구한 산업조정 토빈 Q(Industry adjusted Tobin's Q)도 마찬가지로의 패턴을 보여준다.

<표 4> 기초통계량 - 지배주주 유형별 기업의 기초통계 비교

Variable	Whole	Gov	MCS	PS
Log10_Ast	9.02	8.98	9.06	8.89
Log10_Sale	8.64	8.59	8.70	8.42
Tobin's Q	2.94	2.75	2.96	3.33
IATQ	0.338	0.231	0.326	0.674

주) Gov, MCS, PS는 각각 정부기업, 시장화 국유기업, 민간기업을 의미한다. Log10_Ast, Log10_Sale은 각각 10을 밑으로 취한 자산과 매출액의 로그값이다. IATQ는 산업조정 토빈 Q로서, 각 기업의 토빈 Q에서 해당 기업이 속한 산업 토빈 Q의 중위값(median)을 빼서 구한다.

이 연구는 패널 데이터 분석을 위하여 다음과 같은 회귀분석 모형을 이용한다.

$$\text{Industry adjusted Tobin's } Q_{it}(\text{IATQ}_{it}) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

여기서,

X_1 : 통제변수

X_2 : 기업의 소유구조 특징을 반영하는 설명변수

u_i : 개별기업의 효과를 반영하는 요소

ε_{it} : 나머지 통계적 교란요인을 반영하는 요소, X_{it} 에 독립이고 $\varepsilon_{it} \sim iid(0, \delta_\varepsilon^2)$ 이라 가정한다.

종속변수는 산업조정 토빈 Q를 사용하며, 산업분류는 제조업 중분류(두자리 수) 10개와 기타 산업 대분류 12개 총 22개를 사용하였다. 통제변수는 기업규모를 통제하기 위해 매출액의 로그값을, 기업나이를 통제하기 위하여 기업 나이의 로그값, 기업의 재무상태를 통제하기 위하여 부채를 자본으로 나눈 부채비율과 유동자산을 유동부채로 나눈 유동비율을 사용하였다.

지배주주의 유형을 나타내는 설명변수는 Delios et al.(2006)의 분류에 따라 지배주주를 정부, 시장화 국유기업, 민간 등 크게 세 개의 대범주로 구분하고 각각에 더미변수를 부여하였다. 이 연구에서 지배주주는 1대주주로 정의한다. 두 번째 설명변수인 지배주주의 지분은 1대주주가 보유하는 주식의 지분으로 정의한다. 마지막 설명변수인 소주주의 지분은 2대주주부터 10대 주주까지 보유하는 주식의 지분을 모두 합한 것으로 정의한다.

6. 회귀분석 결과

<표 5>는 고정효과와 랜덤효과 선형모델(fixed effect and random effect linear model)을 이용한 패널회귀분석 결과를 보여주고 있다. 기업의 규모를 통제하기 위해 사용된 매출액의 로그값은 그 계수가 일관되게도 매우 유의하게 음의 값을 보여주고 있는데, 이는 규모가 큰 기업일수록 그 가치가 낮게 평가되고 있음을 의미한다. 기업나이는 대체로 양의 계수로 나타나, 오래된 기업일수록 기업 가치가 높게 평가되고 있음을 알 수 있다. 부채비율은 유의하지는 않지만 대체로 음의 값을, 유동비율을 대체로 유의한 양의 값을 보이고 있어 일반적인 예상과 잘 부합한다.

1) 지배주주의 영향

지배주주의 유형별로 더미변수를 부여하여 회귀 분석한 결과를 살펴보면, 정부가 지배주주로 있는 기업들이 시장화 국유기업이 지배주주로 있는 기업들에 비해 유의하게 성과가 낮게 나타나는데, 이러한 결과는 회귀분석 전반에 걸쳐 매우 일관되게 나타나고 있다. 회귀식(8)과 회귀식(9)의 랜덤효과 결과에서 보이는 바와 같이, 정부가 지배주주로 있는

기업은 민간이 지배주주로 있는 기업에 비해서도 유의하게 성과가 낮게 나타난다(회귀식 (9)의 Hausman 테스트 결과는 랜덤효과가 일치성(consistency)을 가짐을 보여준다). 한편 민간이 지배주주로 있는 기업의 더미변수는 전체적으로 유의하지는 않지만(유일하게 회귀식 (5)에서는 10% 범위에서 유의하게 나타났다) 일관되게 음의 값을 보이고 있어, 시장화 국유기업에 비해 다소 성과가 낮게 나타나고 있다.

지배주주의 유형에 따른 기업별 성과 비교를 통해 확인할 수 있는 사실은 두 가지이다. 첫째, 정부가 지배주주로 있는 기업은 시장화 국유기업 및 민간이 지배주주로 있는 기업들에 비해 성과가 나쁘다는 것이며, 둘째, 일부의 회귀식에서만 유의하나, 시장화 국유기업이 지배주주로 있는 기업은 민간이 지배주주로 있는 기업에 비해서 성과가 높다는 점이다.

앞서 우리는 지배주주로서 국가의 존재는 기업의 이윤보다는 고용이나 사회복지를 우선시하기 때문에 기업성장에 부정적인 영향을 끼칠 것이라는 견해와 더불어, 국가의 존재가 신호 효과, 감시효과, 정책적 지원 등으로 인해 긍정적인 영향을 끼칠 것이라는 서로 상충되는 견해가 존재한다는 사실을 살펴본 바 있다. 그런데 우리의 회귀분석 결과는, 이처럼 상반되어 보이는 주장이 일정한 조건 하에서는 둘 다 지지될 수 있음을 보여주고 있다. 첫째, 국가가 기업의 이윤보다는 고용이나 사회복지를 우선시하기 때문에 기업성장에 부정적인 영향을 끼칠 것이라는 주장은, 적어도 정부가 지배주주로 있는 기업에게는 적용될 수 있음을 보여준다. 둘째, 지배주주로서 국가의 존재가 신호 효과, 감시효과, 정책적 지원 등으로 인해 기업가치에 긍정적인 영향을 끼칠 것이라는 견해는, 회귀식(5)를 제외하고는 유의하지는 않았으나 그 부호가 일관되게 나타난다는 점에서, 적어도 시장화 국유기업이 지배주주로 있는 기업들에 한해서는 약하게 지지된다고 말 할 수 있다.

2) 지배주주 지분의 영향

지배주주의 지분은 이론적 예측과 마찬가지로 대부분 유의한 양의 값을 보이고 있다. 한 가지 흥미로운 것은 지배주주의 지분이 단독으로 회귀분석에 사용된 경우에 비해 2대-10대 주주의 지분 합과 함께 회귀분석을 할 경우 그 유의성은 한층 높아진다는 점이다. 지배주주의 지분이 단독으로 사용된 회귀식(2), 회귀식(4)의 경우는 랜덤효과에서만 유의하게 나타나는데, 이 결과는 랜덤효과의 일치성(consistency)을 테스트하는 Hausman 테스트에서 10% 수준에서 기각이 된다. 그런데 지배주주의 지분과 2대-10대 주주의 지분 합이 함께 사용된 회귀분석(6), 회귀식(7)의 경우는 고정효과, 랜덤효과 모두에서 유의할 뿐만 아니라, 유의도도 한층 높아지고 있음을 알 수 있다. 이는 지배주주의 지분과 2대-10대 주주의 지분이 서로 독립적인 역할을 하면서도 서로 간 영향을 미치고 있음을 보여주는 것으로 해석할 수 있다.

전반적으로 지배주주의 지분이 기업 가치에 유의하게 양의 영향을 미친다는 사실이 드러남으로써, 지배주주의 지분이 높을수록 경영자 감시기능을 강화하거나 혹은 소주주를 착취(expropriate)할 유인이 없어져서 기업 가치를 높일 것이라는 주장이 중국 상장기업들의 경우에도 적용되는 것으로 보인다. 그러나 이에 대한 본격적인 규명은 지배주주 형태별로 그 효과를 나누어 살펴보아야 할 것이다.

3) 소주주(2대-10대 주주) 지분의 영향

회귀분석 결과는 2대-10대 주주의 지분 합이 크기는 일관되면서도 매우 유의하게 기업 가치에 양의 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다. 이는 중국의 상장기업에서 2대-10대 주주가 지배주주의 빼돌리기 감시, 경영자의 감시에 매우 적극적이라는 주장을 뒷받침한다.

<표 5> 회귀분석 결과

VARIABLES	Regression(1)		Regression(2)		Regression(3)	
	Fixed	Random	Fixed	Random	Fixed	Random
LNSALE	-0.500*** (-10.68)	-0.450*** (-18.26)	-0.496*** (-10.60)	-0.459*** (-18.15)	-0.491*** (-10.42)	-0.428*** (-17.33)
LNAGE	0.0811** (2.519)	0.0219 (0.959)	0.104*** (3.140)	0.0648** (2.574)	0.0920*** (2.882)	0.00528 (0.230)
LEVERAGE	-0.0978 (-0.798)	-0.179 (-1.318)	-0.0976 (-0.785)	-0.181 (-1.319)	-0.0987 (-0.788)	-0.181 (-1.296)
LIQUIDITY	0.0252 (1.617)	0.0351*** (2.640)	0.0259* (1.654)	0.0371*** (2.794)	0.0269* (1.720)	0.0364*** (2.713)
GOV	-0.251*** (-3.433)	-0.206*** (-4.500)				
PS	-0.147 (-1.441)	-0.00683 (-0.101)				
CONTROL			0.00172 (0.572)	0.00563*** (3.983)		
TOP2_10					0.0147*** (4.267)	0.0100*** (5.892)
Constant	10.19*** (11.14)	9.280*** (18.65)	9.909*** (10.72)	9.082*** (18.59)	9.656*** (10.37)	8.639*** (17.20)
Observations	6539	6539	6539	6539	6539	6539
Number of Firms	1181	1181	1181	1181	1181	1181
R-squared (overall)	0.1494	0.1556	0.1488	0.1577	0.1510	0.1597
Hausman test (Prob>chi2)	0.0180**		0.0787*		0.0001***	

VARIABLES	Regression(4)		Regression(5)		Regression(6)	
	Fixed	Random	Fixed	Random	Fixed	Random
LNSALE	-0.499*** (-10.66)	-0.464*** (-18.28)	-0.494*** (-10.48)	-0.435*** (-17.50)	-0.482*** (-10.17)	-0.455*** (-18.61)
LNAGE	0.0879*** (2.654)	0.0594** (2.354)	0.0764** (2.367)	0.00241 (0.104)	0.141*** (4.283)	0.109*** (4.275)
LEVERAGE	-0.0978 (-0.798)	-0.180 (-1.319)	-0.0988 (-0.801)	-0.179 (-1.298)	-0.0996 (-0.793)	-0.185 (-1.277)
LIQUIDITY	0.0254 (1.627)	0.0358*** (2.701)	0.0264* (1.691)	0.0352*** (2.640)	0.0291* (1.857)	0.0390*** (2.940)
GOV	-0.255*** (-3.459)	-0.196*** (-4.249)	-0.240*** (-3.274)	-0.207*** (-4.534)		
PS	-0.140 (-1.369)	0.0330 (0.482)	-0.178* (-1.748)	-0.0599 (-0.883)		
CONTROL	0.00218 (0.719)	0.00565*** (3.936)			0.0162*** (4.420)	0.0201*** (10.91)
TOP2_10			0.0147*** (4.250)	0.0100*** (5.842)	0.0258*** (6.125)	0.0258*** (11.77)
Constant	10.07*** (10.86)	9.225*** (18.70)	9.837*** (10.53)	8.845*** (17.46)	8.476*** (8.522)	7.828*** (16.29)
Observations	6539	6539	6539	6539	6539	6539
Number of Firms	1181	1181	1181	1181	1181	1181
R-squared (overall)	0.1526	0.1613	0.1548	0.1627	0.1824	0.1899
Hausman test (Prob>chi2)	0.0885*		0.0011***		0.1917	

VARIABLES	Regression(7)		Regression(8)		Regression(9)	
	Fixed	Random	Fixed	Random	Fixed	Random
LNSALE	-0.485*** (-10.23)	-0.460*** (-18.72)	-0.499*** (-10.66)	-0.464*** (-18.28)	-0.485*** (-10.23)	-0.460*** (-18.72)
LNAGE	0.125*** (3.788)	0.105*** (4.075)	0.0879*** (2.654)	0.0594** (2.354)	0.125*** (3.788)	0.105*** (4.075)
LEVERAGE	-0.0998 (-0.807)	-0.183 (-1.277)	-0.0978 (-0.798)	-0.180 (-1.319)	-0.0998 (-0.807)	-0.183 (-1.277)
LIQUIDITY	0.0286* (1.832)	0.0378*** (2.857)	0.0254 (1.627)	0.0358*** (2.701)	0.0286* (1.832)	0.0378*** (2.857)
GOV	-0.262*** (-3.554)	-0.172*** (-3.781)	-0.114 (-1.042)	-0.229*** (-3.213)	-0.110 (-0.999)	-0.171** (-2.432)
MCS			0.140 (1.369)	-0.0330 (-0.482)	0.152 (1.483)	0.000415 (0.00619)
PS	-0.152 (-1.483)	-0.000415 (-0.00619)				
CONTROL	0.0168*** (4.537)	0.0198*** (10.63)	0.00218 (0.719)	0.00565*** (3.936)	0.0168*** (4.537)	0.0198*** (10.63)
TOP2_10	0.0260*** (6.188)	0.0253*** (11.55)			0.0260*** (6.188)	0.0253*** (11.55)
Constant	8.627*** (8.653)	7.992*** (16.44)	9.929*** (10.73)	9.258*** (18.96)	8.475*** (8.506)	7.992*** (16.56)
Observations	6539	6539	6539	6539	6539	6539
Number of Firms	1181	1181	1181	1181	1181	1181
R-squared (overall)	0.1844	0.1916	0.1526	0.1613	0.1844	0.1916
Hausman test (Prob>chi2)	0.1220		0.0885*		0.1220	

주) 1. LNSALE: 매출액의 로그값, LNAGE: 기업나이의 로그값, LEVERAGE: 부채비율, LIQUIDITY: 유동비율, GOV: 정부 지배주주 기업 더미, MCS: 시장화 국유 기업 더미, PS: 민간 지배주주 기업 더미, CONTROL: 지배주주의 지분, TOP2_10: 2대-10대주주 지분 합

2. 괄호안은 t-값이며 White's heteroscedasticity-consistent 통계량이 사용되었다. *, **, 그리고 *** 은 각각 10%, 5%, 그리고 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

4) 지배주주 유형별 지배주주의 지분과 2대-10주주 지분의 효과

<표 6>은 지배주주의 지분과 2대-10주주 지분이 기업 가치에 미치는 효과를 지배주주 유형별로 나누어 패널회귀 분석을 실시한 결과를 보여주고 있다. [패널 1]은 정부가 지배주주로 있는 기업들의 회귀분석 결과이다. 우선 지배주주의 지분은 회귀식(1), 회귀식(3)

에서 모두 랜덤효과에서만 유의한 것으로 나타나는데, Hausman 테스트 결과 랜덤효과는 일치성(consistency)을 가지고 있음을 보여준다. 2대-10대 주주의 지분 합은 대체로 일관되게 유의한 양의 계수를 보이고 있는데, 지배주주의 지분이 통제된 경우 더 유의한 값을 보이고 있다(회귀식(2), 회귀식(3)). 이상의 결과는 정부가 지배주주로 있는 기업에서 높은 지배주주의 지분은 경영자를 적극적으로 감시하여 기업 가치를 높인다는 이론과 매우 부합하는 결과이다. 2대-10대 주주의 역시 지분이 높을수록 적극적으로 경영자 감시에 나서는 것으로 나타난다.

[패널 2]는 시장화 국유기업이 지배주주로 있는 기업들의 회귀분석 결과이다. 지배주주의 지분은 독자적으로 사용되었을 때 유의하지 않은 것으로 나타나나(회귀식(1)), 2대-10대주주의 지분이 통제되었을 경우는 매우 유의하게 나타나고 있다(회귀식(3)). 2대-10대주주의 지분은 모든 회귀식에서 매우 유의하게 나타난다. 이상의 결과는 추정계수들이 유의성이 높다는 사실을 제외하고는 대체로 정부가 지배주주로 있는 기업들에서와 비슷한 양상을 보이는데, 시장화 국유기업이 지배주주로 있는 상장기업에서 지배주주의 지분이 높을수록 경영자 감시가 적극적으로 이루어지며, 2대-10대 주주의 지분이 높을수록 역시 경영자 감시에 적극적임을 의미한다.

[패널 3]은 민간이 지배주주로 있는 기업들의 회귀분석 결과이다. [패널 1], [패널 2]와 비교할 때 특징적인 것은 지배주주의 지분의 크기가 기업 가치에 일관되고도 매우 유의하게 양의 영향을 미치고 있다는 사실이다. 특히 다른 유형의 기업들과는 달리 2대-10대주주의 지분 합으로 통제되지 않을 때도 지배주주의 지분이 고정효과, 랜덤효과 모두에서 유의하다는 점은 다른 유형들과 달리 특징적이다(회귀식(1)). 민간이 지배주주로 있는 중국의 상장기업들은 관련 계열사로의 빼돌리기가 꽤 심각한 것으로 알려져 있다. 우회상장(back door listing)을 통해 사들인 상장기업을 통해 내부거래와 가격조종을 이용하여 불법이익을 획득하고, 계열사 간의 관련거래를 통해 지배주주가 부당이익을 취득하는 것이 보고되고 있다(陳晉平, 2005). 우리의 회귀분석 결과는 이러한 상황과 잘 부합한다. 소주주의 이익을 희생하는 빼돌리기는 주로 지배주주의 지분이 낮은 기업들에서 빈발하고, 지배주주의 지분이 높은 기업에서는 발생할 가능성이 낮다. 왜냐하면 지배주주의 지분이 높을 경우 빼돌리기로 인한 이익보다 그로 인한 손해가 더 크기 때문이다.

2대-10대 주주의 지분 합이 기업성과에 미치는 영향은 양이기는 하나 유의하게 나타나지는 않는다. 이는 아마도 샘플의 크기와 관련이 있는 것으로 보인다.

<표 6> 지배주주 유형별 지배주주의 지분과 2대-10주주 지분의 효과

[Panel 1]

Gov VARIABLES	Regression(1)		Regression(2)		Regression(3)	
	Fixed	Random	Fixed	Random	Fixed	Random
LNSALE	-0.565*** (-3.401)	-0.485*** (-7.663)	-0.565*** (-3.412)	-0.463*** (-7.062)	-0.560*** (-3.354)	-0.471*** (-7.537)
LNAGE	0.109 (1.237)	0.118** (2.045)	0.116 (1.308)	0.0307 (0.600)	0.147* (1.749)	0.151*** (2.619)
LEVERAGE	-0.0369 (-0.571)	-0.197* (-1.657)	-0.0358 (-0.545)	-0.186 (-1.598)	-0.0354 (-0.540)	-0.200 (-1.638)
LIQUIDITY	-0.0286 (-0.503)	0.0348 (1.117)	-0.0270 (-0.472)	0.0296 (0.927)	-0.0249 (-0.435)	0.0358 (1.172)
CONTROL	-7.94e-05 (-0.0112)	0.0124*** (4.284)			0.00847 (1.137)	0.0211*** (6.593)
TOP2_10			0.0149* (1.680)	0.00127 (0.372)	0.0193** (1.995)	0.0178*** (4.988)
Constant	11.28*** (3.465)	9.077*** (7.719)	11.03*** (3.413)	9.308*** (7.073)	10.42*** (3.081)	8.071*** (6.812)
Observations	1803	1803	1803	1803	1803	1803
Number of Firms	421	421	421	421	421	421
R-squared (overall)	0.1060	0.1527	0.0956	0.1236	0.1182	0.1660
Hausman test (Prob>chi2)	0.7760		0.6375		0.8100	

[Panel 2]

MCS VARIABLES	Regression(1)		Regression(2)		Regression(3)	
	Fixed	Random	Fixed	Random	Fixed	Random
LNSALE	-0.424*** (-8.188)	-0.433*** (-14.71)	-0.409*** (-7.936)	-0.401*** (-13.87)	-0.391*** (-7.446)	-0.430*** (-14.99)
LNAGE	0.0286 (0.802)	0.0274 (0.978)	0.00944 (0.272)	-0.0148 (-0.555)	0.0628* (1.723)	0.0726** (2.512)
LEVERAGE	-0.233 (-1.108)	-0.184 (-0.900)	-0.230 (-1.092)	-0.177 (-0.853)	-0.232 (-1.095)	-0.175 (-0.812)
LIQUIDITY	0.0457** (2.426)	0.0495*** (2.708)	0.0465** (2.477)	0.0494*** (2.708)	0.0496*** (2.614)	0.0510*** (2.846)
CONTROL	0.00464 (1.129)	0.00273 (1.510)			0.0224*** (4.139)	0.0195*** (7.377)
TOP2_10			0.0222*** (4.489)	0.0148*** (6.357)	0.0366*** (5.962)	0.0301*** (9.149)
Constant	8.491*** (7.953)	8.776*** (14.76)	8.076*** (7.815)	8.090*** (13.68)	6.340*** (5.387)	7.351*** (12.16)
Observations	4019	4019	4019	4019	4019	4019
Number of Firms	866	866	866	866	866	866
R-squared (overall)	0.1562	0.1569	0.1653	0.1714	0.1898	0.1954
Hausman test (Prob>chi2)	0.0000***		-		1.0000	

[Panel 3]

PS VARIABLES	Regression(1)		Regression(2)		Regression(3)	
	Fixed	Random	Fixed	Random	Fixed	Random
LNSALE	-0.489*** (-4.724)	-0.513*** (-7.471)	-0.492*** (-7.182)	-0.467*** (-4.504)	-0.488*** (-4.691)	-0.506*** (-7.392)
LNAGE	-0.156 (-1.134)	-0.0546 (-0.595)	-0.142* (-1.658)	-0.248* (-1.758)	-0.125 (-0.908)	-0.0130 (-0.140)
LEVERAGE	0.259 (1.277)	-0.255 (-1.631)	-0.300** (-1.973)	0.277 (1.336)	0.242 (1.190)	-0.272* (-1.770)
LIQUIDITY	0.000710 (0.0200)	0.0100 (0.482)	0.0119 (0.545)	0.000505 (0.0139)	0.00199 (0.0557)	0.0129 (0.588)
CONTROL	0.0329*** (2.900)	0.0114** (2.575)			0.0427*** (3.097)	0.0208*** (4.195)
TOP2_10			0.00694 (1.558)	-0.00525 (-0.552)	0.0146 (1.292)	0.0181*** (3.594)
Constant	9.283*** (4.743)	10.37*** (7.745)	10.34*** (7.470)	10.29*** (4.954)	8.509*** (4.114)	9.397*** (6.892)
Observations	717	717	717	717	717	717
Number of Firms	215	215	215	215	215	215
R-squared (overall)	0.1229	0.1897	0.1392	0.1902	0.1361	0.2131
Hausman test (Prob>chi2)	0.0000***		0.0000***		0.0000***	

- 주) 1. LNSALE: 매출액의 로그값, LNAGE: 기업나이의 로그값, LEVERAGE: 부채비율, LIQUIDITY: 유동비율, GOV: 정부 지배주주 기업 더미, PS: 민간 지배주주 기업 더미, CONTROL: 지배주주의 지분, TOP2_10: 2대-10대주주 지분 합
2. 괄호안은 t-값이며 White's heteroscedasticity-consistent 통계량이 사용되었다. *, **, 그리고 *** 은 각각 10%, 5%, 그리고 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

7. 결론

이 연구는 이전의 연구들과는 달리 상장기업 지배주주의 유형을 크게 정부, 시장화 국유기업, 민간 등 3개 범주로 나누어 그 성과를 비교하고, 아울러 지배주주의 지분의 크기, 2대-10대 주주의 지분 합이 기업성과에 미치는 영향을 분석하였다. 지배주주의 유형에 따른 기업성과의 비교는 이전의 국가주, 법인주, 직공주, 유통주 등의 공식 분류체계를 이용한 분석에서는 불가능한 것이다. 기존의 분류체계는 국유기업(SOEs)이 지배주주인 경우와 민간이 지배주주인 경우가 하나의 분류체계에 묶여 있는 등, 지배주주가 누구인지 모호하게 되어 있다. 따라서 기존의 분류체계를 이용한 연구가 연구에 따라 서로 다른 결론이 나오는 것은 그리 이상한 일이 아니다.

이 연구는 위와 같은 문제들을 극복하기 위한 하나의 시도로 진행되었다. 우선 Delios et al.(2006)의 분류를 이용하여 상장기업들의 지배주주를 정부, 시장형 국유기업, 민간 등 크게 3가지 범주로 구분하고, 각각에 더미 변수를 부여하여 패널회귀분석을 실시하였다. 그런 후 지배주주의 범주가 기업성과에 미치는 영향을 비교함으로써, 국가의 역할에 대해서도 충돌하는 것처럼 보이는 이론을 평가하고자 하였다. 패널회귀분석 결과, 정부지배기업은 시장화 국유기업 및 민간 기업에 비해 유의하게 성과가 나쁜 것으로 나타났고, 시장화 국유기업은 일부의 회귀식에서만 유의하지만 일관되게 민간기업보다 성과가 나은 것으로 나타났는데, 이로부터 다음과 같은 결론을 도출할 수 있다.

첫째, 국가가 기업의 이윤보다는 고용이나 사회복지를 우선시하기 때문에 기업성과에 부정적인 영향을 끼칠 것이라는 주장은, 적어도 정부가 지배주주로 있는 기업에게는 적용될 수 있다. 둘째, 지배주주로서 국가의 존재가 신호 효과, 감시효과, 정책적 지원 등으로 인해 기업가치에 긍정적인 영향을 끼칠 것이라는 견해는, 시장화 국유기업이 지배주주로 있는 기업들에 한해서는 약하게 지지된다고 말 할 수 있다.

그 다음으로 이 연구는 소유구조에 따라 각기 다른 성격의 대리인 문제가 발생할 수 있으며, 그에 따라 지배주주가 보유하고 있는 지분 역시 서로 다른 작동메커니즘을 통해 기업성과에 영향을 미칠 수 있음을 주목하였다. 요컨대 정부 또는 시장형 국유기업이 지배주주로 존재하는 기업에서 경영자는 주주가 아니기 때문에 전형적인 주주-대리인 문제가 발생한다. 반면 민간이 지배주주로 존재하는 기업에서는 지배주주가 경영을 겸하기 때문에 지배주주가 자신의 이익을 위하여 소주주를 착취할 유인이 발생한다. 전자의 경우 지배주주의 지분은 경영자 감시에 소요되는 비용과 그로 인해 얻는 이익의 크기에 관련이 되며 (Shelifer and Vishney, 1986), 후자의 경우 지배주주의 지분은 소주주를 착취함으로써 얻게 되는 이익과 그로인한 손실의 크기에 관련이 된다 (La Porta et al. 2002). 지배주주의 지분의 크기가 기업성과에 유의하게 양의 영향을 미친다는 우리의 회귀분석 결과는 이러한 두 가지 이론이 제시하는 바가 각각 중국이 국유기업과 비국유기업에게 작동되고 있음을 뒷받침한다.

마지막으로 소주주의 지분은 기업 가치에 양의 영향을 미치는 것으로 나타나는데, 이는 소주주들이 지배주주의 빼돌리기 행위 견제, 경영자 감시 등의 역할을 적극적으로 행하고 있다는 주장을 뒷받침하는 증거이다.

참고문헌

- 陳晋平. 2005. 『買殼上市框架內的控股權轉移：理論与實証』, 中國財政經濟出版社
- Allen, Franklin, Jun Qian, and Meijin Qian. 2005. "Law, fiance, and economic growth in China," *Journal of Financial Economics* 77(1): 57-116
- Bai, Chong-En, Qiao Liu, Loe Lu, Frank M. song, and Junxi Zhang. 2004. "Corporate governance and market valuation in China", *Journal of Comparative Economics* 32: 599-616
- Delios, A., and Z. J. Wu. 2005. "Legal person ownership, diversification strategy and firm profit-ability in China". *Journal of Management and Governance* 9(2): 151-169
- Delios, Andrew, Wu, Zhijian, & Zhou, Nan. 2006. "A new perspective on ownership identities in China's listed companies". *Management and Organization Review* 2(3): 319-343
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, *The Journal of Finance* 57(3): 1147-1170
- Larus, Elizabeth Freund. 2005. *Economic Reform in China, 1979-2003: the marketization of labor and state enterprises*. Lewston, New York, the Edwin Mellen Press.
- Liu, Guy S. and Pei Sun. 2005. "The class of shareholdings and its impacts on corporate performance: a case of state shareholding composition in Chinese public corporations". *Corporate Governance: An International Review* 13(1): 46-59
- Liu, Qiao. 2005. "Corporate governance in China: current practices, economic effects, and institutional determinants", paper presented for the CESifo Economic Studies conference on understanding the Chinese economy.
- Qian, Yingyi. 1996. "Enterprise reform in China: agency problems and political control", *Economics of Transition*, 4(2): 427-447
- Qian, Yingyi. 1999. "The institutional foundations of China's market transition", paper presented for the World Bank's Annual Conference on Development Economics.
- Shelifer, Andrei and Robert W. Vishny. 1986. "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* 94(3)
- Sun, Qian and Wilson H. S. Tong. 2003. "China share issue privatization: the extent of its success", *Journal of Financial Economics* 70: 183-222
- Sun, Qian, Wilson H. S. Tong and Jing Tong. 2002. "How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience", *Journal of Business Finance and Accounting* 29(1)
- Tenev, Stoyan, Chunlin Zhang, and Loup Brefort. 2002. *Corporate Governance and Enterprise Reform in China*. The World Bank and the International Finance Corporation.
- Tian, Lihui and Saul Estrin. 2005. "Retained state shareholding in Chinese PLCs: does government ownership reduce corporate value?", IZA discussion paper

- Wang, Xiaozu, Lixin Colin Xu and Tian Zhu. 2005. "State-owned enterprises going public: the case of China", *Economics of Transition* 12(3): 467-487
- Xu, Xiaonian and Yan Wang. 1999. "Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies, *China Economic Review* 10: 75-98