

상품시장에서의 경쟁, 소유-지배 괴리도와 이사회 특성*

이지혜(주저자)

고려대학교 경영대학 경영학과 연구교수
(jihye.lee.kr@gmail.com)

변희섭(교신저자)

한림대학교 경영대학 재무금융학과 조교수
(heesbyun@hallym.ac.kr)

본 연구는 지배주주의 사적효용추구 유인을 대리하는 소유-지배 괴리도가 이사회 특성에 미치는 영향력이 상품시장에서의 경쟁 위협에 의해 어떻게 달라지는가를 분석한다. 실증분석결과, 소유-지배 괴리도의 상승은 이사회 감시기능을 약화시키는 것으로 관찰되어 기존 연구의 주장을 재차 확인할 수 있었다. 하지만 이러한 영향력은 비경쟁적인 상품시장에서 주로 강하게 관찰되었으며, 경쟁적인 상품시장에서는 사라지거나 약화되는 것으로 나타났다. 이는 상품시장에서의 경쟁 위협이 사적효용추구 행태를 사전에 규율함에 따라, 지배주주가 과도한 통제권을 바탕으로 이사회 감시기능을 약화시킬 유인을 감소시키기 때문으로 해석이 가능하다. 이러한 관계는 내생성 문제를 완화시킨 경우, 대안적인 상품시장에서의 경쟁 지수를 활용한 경우, 이사회 감시기능에 대한 보다 구체적인 포괄적인 지수를 사용한 경우에도 유사하게 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다. 한편, 추가적으로 상품시장에서의 경쟁과 소유-지배 괴리도의 상호관계가 경영권 방어 조항 채택 여부에 미치는 영향을 분석한 결과에서도 동일한 효과가 관찰되었다.

본 연구의 결과는 국내 자본시장에서 상품시장에서의 경쟁 위협이 지배주주의 사적효용 추구 유인에 기인한 이사회 감시기능을 약화시키려는 행태를 사전에 규율하는 효과적인 통제장치로 이해될 수 있음을 시사한다. 따라서 본 연구는 대리인문제의 규율이 주로 내부 지배구조에 의존하는 국내 자본시장에서 어떤 방식을 통해 효율적으로 이사회 감시기능을 제고시킬 수 있는지에 대한 시사점을 제시할 것으로 판단된다.

주제어: 상품시장에서의 경쟁, 소유-지배 괴리도, 사적효용추구, 이사회 감시기능, 경영권 방어 조항

1. 서론

이사회(board of directors)는 기업의 대리인문제를 통제하기 위한 필수적인 수단으로, 다수의 학술적 연구들은 이에 주목하고 있다(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983). 특히, 여타 선진 국가와 달리 투자자 보호(investor protection) 수준이 미흡하며, 자본시장의 발전 수준이 낮은 신흥국가(emerging markets)에서는 기업경영권시장, 경영자노동시장과 같은 외부 경영통제장치의 비효율성으

로 인해 대리인문제의 규율이 주로 내부 지배구조에 의존하고 있기 때문에 이사회 중요성은 더욱 부각되고 있다(Kim and Kim, 2008). 국내에서도 과거 경제위기 전후로 기업들의 지배구조상의 취약성이 대두됨에 따라 이사회를 중심으로 하여 내부 경영통제장치의 개선이 지속적으로 요구되어 왔으며, 대리인문제 규율을 위한 기초적인 수단으로서의 정책적 관심 역시 높다. 일반적으로 이사회 특성(board characteristics)은 내생적 의사결정의 산물로 다양한 기업 내부 특성과 외부 환경적 요인에 영향을 받는 것으로 알려져 있다(Durnev and Kim, 2005).

따라서 사전적으로 이사회 특성의 결정에 관련한 다양한 역학관계를 파악하는 것은 국내 자본시장에서 효과적인 대리인문제 규율 방안을 모색하는 과정에 있어 보다 핵심적인 방향성을 제시할 것으로 예상된다.

대부분의 기업에서 집중된 소유구조(concentrated ownership structure)를 바탕으로 지배주주(controlling shareholder)가 존재하는 국내 자본시장의 현실을 고려할 때, 이들이 경영의사결정 및 지배구조 형성에 미치는 영향력은 매우 중대하다(Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 2000). 일반적으로 경영자의 경영권을 떼어넘는 본질적인 통제권(*de facto control rights*)을 확보한 지배주주는 자신들이 소유한 지분의 가치뿐만 아니라 사적효용 또한 확대하기 위해 본인에게 유리한 방향으로 경영의사결정을 유도할 수 있다(Claessens, Djankov, Fan, and Lang, 2002). 이러한 행태는 여타 소액주주의 부를 훼손시킬 수 있을 뿐만 아니라 자본시장의 건전한 발전의 걸림돌로 작용할 수 있다. 특히, 이러한 문제점은 지배주주가 간접 지분, 즉 동일 계열사 지분 및 피라미드식 소유구조를 바탕으로 기업에 대한 통제권을 행사하는 경우 가증될 수 있는데, 해당 기업의 가치를 훼손하면서 직접 지분율의 가치와 연관성이 큰 계열사로의 부의 이전(wealth transfer) 문제를 발생시킬 수 있기 때문이다. 이에 따라 다수의 학술 연구들은 소유권과 통제권의 괴리(ownership-control disparity)를 지배주주의 사적효용추구 유인의 근본적 원인으로 지목하고 있다. 이러한 연구들은 대개 지배주주가 사적효용추구 유인을 극대화하기 위한 유리한 여건을 조성하기 위해 과도한 통제권을 바탕으로 내부 지배구조의 효율적인 형성 및 작동을

저해시킬 수 있음을 확인하고 있다(Mace, 1986; Joh, 2003; Black, Jang, and Kim, 2006).

본 연구는 지배주주의 소유-지배 괴리도가 이사회 의 감시기능에 미치는 영향력이 상품시장에서의 경쟁 위협에 따라 달라질 수 있음을 확인한다. 최근 대리인이론(agency theory) 분야의 연구들은 상품시장에서의 경쟁(product market competition)의 경영 통제장치로서의 역할에 주목하고 있으며, 경쟁 위협(competitive threats)이 기업의 대리인문제를 효과적으로 완화시킬 수 있음을 보여주고 있다(Giroud and Mueller, 2011; Kim and Lu, 2011). 경쟁적인 상품시장에서 기업은 높은 투자위험과 파산비용을 부담해야 한다(Hart, 1983; Holmstrom, 1982). 일반적으로 지배주주는 기업 자원에 대한 재량권 확대와 자본시장에서의 명성 강화를 위해 과잉투자문제를 발생시킬 수 있으며, 흔히 문어발식 계열 확장, 무관한 다각화 등이 이와 연관된다. 하지만 경쟁적 상품시장 구조 하에 여타 경쟁기업으로부터의 위협이 존재하는 상황 하에서는 과잉투자문제로 인한 파산위험이 상승할 것이기 때문에 소유-지배 괴리도에 근거한 지배주주의 사적효용추구 유인은 완화될 것이다.¹⁾ 뿐만 아니라 경쟁위험으로 인해 여타 경쟁기업 또는 자본시장 참여자로부터의 경영권 위협 가능성 역시 상승할 것이므로 지배주주의 전횡은 사전에 차단될 것으로 예상된다. 무엇보다 한계이득이 한계비용과 거의 일치하는 경쟁적인 시장 환경 하에서 기업은 생산비용을 효율화하는 과정에 있어 자본조달비용(cost of capital)을 절감하기 위해 비교적 많은 정보를 시장에 공개해야 하기 때문에 경영의 투명성이 높아질 수밖에 없으며(Alchian, 1950),

1) 지배주주가 경쟁위험을 고려하여 사전에 소유-지배 괴리도 자체를 변경할 가능성도 존재한다. 하지만 추후 실증분석 파트에서 보다 상세히 논하겠지만, 경쟁위험에 따른 지배주주의 소유-지배 괴리도의 차이는 매우 미미한 것으로 나타났다. 이는 기 형성된 소유-지배 괴리도를 바탕으로 한 사적효용추구 유인이 경쟁위험에 따라 달라질 수 있다는 본 연구의 가설이 더 현실적임을 의미한다.

좋은 내부 지배구조 형성을 통해 자본시장에 대리인 문제 발생 가능성이 낮음을 보증(bonding)해야 할 필요성 역시 상승할 것이다. 이러한 맥락에서도 지배주주는 경쟁적인 상품시장에서 사적효용을 확대하기 어려울 뿐만 아니라 내부 지배구조를 약화시킬 유인 역시 감소할 것으로 예상할 수 있다. 정리하면, 경쟁위험은 다양한 경로를 통해 지배주주의 사적효용추구 행태를 사전에 규율할 것이며, 이러한 환경하에서 지배주주가 이사회 감시기능을 약화시킬 유인은 감소할 것으로 예상된다. 특히, 이사회와 같이 중추적인 내부 지배구조에 대한 자본시장과 정책당국의 관심이 높다는 사실을 주지할 경우, 지배주주가 사적효용추구를 통한 편익을 극대화할 수 없는 상황에서 굳이 무리한 선택을 하지 않을 것이라 예상할 수 있다. 반대로, 경쟁위험이 상대적으로 낮은 비경쟁적인 상품시장에서는 자신의 사적효용을 확대하기가 상대적으로 용이할 것이므로 보다 적극적으로 이사회 감시기능을 약화시킬 유인을 가질 것이다.

본 연구는 기존 연구(Karuna, 2007, 2010; Giroud and Mueller, 2011)의 연장선상에서 상품시장에서의 경쟁과 내부 지배구조 특성 간 상호작용이 이사회 감시기능에 미치는 영향을 국내 자본시장에서 확인한 연구로 이해될 수 있다. 다만, 이러한 과정에 있어 기존 선진 국가에서 관찰되기 힘든 상이한 소유구조상의 특성을 바탕으로 지배주주의 소유-지배 괴리도의 영향력에 주목하여 국내 자본시장의 현실에 보다 적합한 새로운 가설을 제시하며, 이러한 시도는 본 연구가 최초이다. 일반적으로 내부 지배구조의 형성이 하나의 특정 요인에 의해 영향을 받는다는 전제는 매우 제한적이며, 현실적으로 일반화하기 어렵다(Raheja, 2005). 따라서 내부 지배구조 형성이 다양한 내부 기업 특성과 외부 환경적 요인의 유기적인 상호작용에 의해 결정된다는 점을

고려한 다각화된 접근방식이 필요하다(Coles, Daniel, and Naveen, 2008). 이러한 맥락에서 본 연구는 이사회 감시기능 결정에 있어 지배주주의 소유-지배 괴리도와 상품시장에서의 경쟁이라는 두 가지 요인을 동시에 고려함으로써 복합적이고 다양한 기업 경영의사결정 과정을 반영하여 보다 일반화된 결론을 도출할 수 있을 것으로 예상된다.

한편, 기존의 선진 국가를 대상으로 한 연구는 대부분 분산된 소유구조 하에 경영자와 주주 간 이해상충의 문제를 다루고 있다. 가령, 이사회 구조 형성에 관련한 이론적 연구로 Hermalin and Weisbach (1998)은 기업 성과 및 임기(tenure)에 비례하는 경영자의 협상력(bargaining power)의 상승이 이사회 감시기능을 약화시킬 수 있음을 제시하고 있다. 하지만 이러한 분석체계는 국내 자본시장의 현실을 고려할 때 충분히 받아들이기 어렵다. 국내 자본시장에서는 사실상 경영자의 임기나 교체 역시 지배주주의 통제권 하에 있기 때문이다. 따라서 기존 연구에서 제시된 경영자와 주주 간 이해상충의 문제에서 지배주주의 사적효용추구 유인으로 인한 소액주주 부의 훼손 현상으로 분석체계의 전환이 필요하다. 더불어 상품시장에서의 경쟁의 규율효과를 확인한 기존 연구들은 대개 경쟁위험이 내부 지배구조 형성에 미치는 직접적인 효과를 분석하고 있다(Karuna, 2007, 2010). 하지만 이러한 분석방식 역시 국내 기업들의 경영의사결정에 있어 지배주주의 막대한 영향력을 고려할 때, 일반화하기에 어려움이 있다. 따라서 경쟁위험이 지배주주의 사적효용추구 유인을 규율함으로써 효율적인 이사회 감시기능 형성에 미치는 간접적인 영향력을 확인하는 것이 보다 현실적일 것으로 판단된다. 이상의 논의들을 정리하면, 본 연구는 기존 연구를 통해 제기된 이사회 감시기능 결정과 경쟁위험의 규율효과에 대한 논의를 국내

자본시장의 상황에 맞게 보다 구체적이며, 현실성 있게 제시한다는 측면의 시사점을 가질 것으로 예상된다.

본 연구의 결과는 정책적 측면에서도 중요한 시사점을 제공할 것으로 예상된다. 앞서 언급한 바와 같이 국내 자본시장에서는 기업경영권시장, 경영자노동시장 등과 같은 여타 외부 경영통제장치의 비효율성으로 인해 대리인문제의 규율이 주로 이사회와 감시기능에 의존하고 있고 있으며, 정책당국 역시 이에 주목하고 있다(Black and Kim, 2011). 일반적으로 지배구조 형성에 관련한 규제도입은 다양한 사회적, 경제적 비용을 수반하므로 편익을 고려한 효과적인 대안을 마련해야 한다. 이러한 여건 하에서 만일 경쟁위협이 지배주주의 사적효용추구 유인을 효과적으로 규율함에 따라 이사회와 감시기능을 약화시키는 영향력을 완화시킨다는 결과가 도출된다면, 이는 정책적 측면에서 산업의 시장구조(market structure)를 고려하여 효율적이며, 실효성 있는 내부 지배구조 형성 방안을 마련해야 함을 시사한다. 즉, 이사회와 감시기능 강화를 위한 정책적 노력과 자원을 경쟁위협이 낮은 산업 내에 있는 기업들에 보다 집중해야 할 것이다. 이에 추가적으로 본 연구는 여타 외부 경영통제장치의 비효율성을 상품시장에서의 경쟁이 효과적으로 보완할 수 있는가에 대한 시사점도 동시에 제시할 수 있을 것이다.

본 연구는 한국거래소 유가증권 상장기업을 대상으로 실증분석을 수행한다. 대리인이론 하에서 이사회와 감시기능을 대리하는 다양한 변수를 통해 주요 연구가설을 확인함으로써 보다 풍부하며, 강건성 있는 결과를 제시한다. 기존 연구를 참고하여 이사회 내

사외이사 비중, 대표이사의 이사회 의장 겸직 여부, 이사회 내 하부위원회 숫자, 감사위원회 숫자와 감사위원회 내 사외이사 비중을 이사회와 감시기능의 대용치로 고려하여 실증분석을 수행한다. 추가적으로 이사회 구조뿐만 아니라 활동에 관련한 지표로 사외이사의 의결권 반대행사 여부를 지표화 하여 활용한다. 더불어 본 연구의 이사회 감시기능에 관련한 대리변수가 누락할 수 있는 특성들을 포괄적이며 종합적으로 고려하기 위해 한국기업지배구조원의 기업별 지배구조 평가의 이사회 구조 및 운영 항목의 점수를 활용한 분석도 추가적으로 실시한다. 한편, 지배주주는 경영권 방어를 위해 기업 정관에 다양한 조항을 추가 또는 배제할 수 있다. 본 연구의 주된 목적은 지배주주의 사적효용추구 유인이 효율적인 내부 지배구조 형성을 약화시키는 영향력이 경쟁위협에 따라 달라질 수 있음을 확인함에 있으므로, 집중투표제, 서면투표제 등 적극적인 주주권리보호를 위한 조항의 도입 여부를 활용한 분석도 수행함으로써 풍부한 논거를 마련하고 보다 일반화된 결론을 제시한다.

지배주주의 사적효용추구 유인을 대리하는 소유-지배 괴리도는 통제권(control rights)과 현금흐름권(cash flow rights)의 차이로 산출된다. 기존 연구의 정의에 따라 통제권은 지배주주 본인 지분율, 친·안척 지분율과 계열사 지분율의 합계로 계산된다. 지배주주의 금전적 보상과 직접적으로 연관되는 현금흐름권은 지배주주 본인 지분율과 친·인척 지분율의 합계로 계산된다. 따라서 본 연구에서 소유-지배 괴리도는 동일 기업집단 내 여타 계열사의 지분율로 이해될 수 있다. 상품시장에서의 경쟁²⁾의 대

2) 상품시장에서의 경쟁의 효과를 보다 명확히 확인하기 위해 산업의 수입 관세율(또는 관세율 변화)에 주목할 필요가 있다. 관세율의 변화는 외국기업과의 경쟁구도에 영향을 줄 수 있으며, 이는 시장구조에 외생적 변화와 연관될 수 있기 때문이다. 다만, 관세율은 국가별로 상이한 체계를 따르고 있으므로 분석에 적용함에 있어 보다 세밀한 접근이 필요하다. 더불어 내수 시장을 중심으로 형성된 산업에는 적용이 어려울 수 있다는 한계점이 존재하므로 분석에 주의를 요한다.

리변수로는 다수의 산업조직론 및 기업재무 관련 문헌에서 활발히 활용하고 있는 HHI(Herfindahl-Hirschman index)를 활용한다. 산업 구분의 구체성과 현실성을 고려하여 한국표준산업분류(Korea Standard Industry Code) 3자리(3-digit)를 활용하여 개별 기업을 특정 산업으로 구분하며, 분류된 산업 내 개별 기업의 매출액 기준 시장점유율(market share)의 제곱을 더한 값으로 HHI를 계산한다. 동 지표가 높다는 것은 집중된 시장구조를 갖는 산업으로 경쟁정도가 상대적으로 낮다는 것을 의미한다. 한편, 본 연구는 보다 강건한 실증분석결과를 도출하기 위해 CR₄(Concentration ratio)와 가격 대비 비용 마진(price-cost margin)을 상품시장에서의 경쟁 수준의 추가적인 대용치로 활용한다. 본 연구는 기존 연구의 접근방식에 따라 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 전체 표본을 3개로 나누어 각 표본에서 소유-지배 괴리도가 이사회 감시기능의 대용치에 미치는 영향을 확인한다.

본 연구의 주요 결과는 다음과 같다. 먼저, 지배주주의 소유-지배 괴리도는 이사회 감시기능을 대리하는 지표들에 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 이는 지배주주가 보다 용이하게 사적효용을 추구하기 위해 높은 통제권을 바탕으로 이사회 감시기능 수행을 사전에 약화시키고 있음을 의미한다. 하지만 이러한 효과는 경쟁적인 상품시장에서는 사라지거나 감소하는 것으로 나타났으며, 비경쟁적인 상품시장에서만

주로 관찰되는 것으로 나타났다. 특히, 경쟁위협 수준이 감소할수록 소유-지배 괴리도가 이사회 감시기능을 약화시키는 영향력은 단조증가(monotone increasing)하는 것으로 나타나 명확한 결과를 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 내생성 문제를 완화시키기 위해 2단계 연립방정식 모형을 활용한 경우와 대안적인 상품시장에서의 경쟁 지표를 활용한 경우에도 동일하게 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다. 이상의 결과는 지배주주가 사적효용을 추구하기 위해 내부 지배구조의 효율성을 약화시키는 영향력이 경쟁위협에 의해 규율될 수 있음을 의미한다.³⁾ 이는 경쟁위협으로 인해 지배주주 자신이 사적효용을 극대화하기 어려운 상황 하에서는 굳이 이사회 감시기능을 약화시킬 유인이 감소하기 때문으로 해석이 가능하다. 한편, 이사회 감시활동의 대리 지표로 사외이사의 의결권 반대 행사 여부를 종속변수로 활용한 경우에도 대체적으로 유사한 결과가 확인되었지만 통계적 유의성은 갖지 않는 것으로 나타났다. 다만, 이사회 감시기능 및 활동에 대한 종합적이며, 포괄적인 지수를 활용한 경우 주요 결과와 동일하게 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다. 마지막으로 집중투표제, 서면투표제 등의 도입 여부를 종속변수로 활용한 경우에도 주요 가설은 동일하게 확인되어 본 연구의 결과가 다양한 내부 지배구조 형성에 있어서도 일반화될 수 있음을 확인할 수 있었다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 본 연

3) 지배구조 간 상호작용을 분석한 기존 연구는 대리인문제 규율에 있어 양자 간 대체 내지는 보완관계가 존재함을 주장하고 있다. 하지만 본 연구의 지배구조 특성 변수로 이사회 감시기능의 대용치는 대리인문제 규율에 연관되는데 반해, 소유-지배 괴리도는 지배주주의 사적효용추구 유인을 반영하여 일종의 대리인문제의 발생 가능성과 밀접한 연관되기 때문에 양자 간 특정한 관계가 성립한다고 보기는 어려울 것이다. 오히려, 기업경영에 있어 지배주주가 갖는 막강한 통제권의 크기를 고려할 때, 양자 간 관계를 감안하여 지배구조를 설계한다기 보다는 경쟁위협을 고려하여 자신이 사적효용을 추구하기 용이하도록 이사회 구조를 형성시킬 것이라는 해석이 적절하다. 현실적으로도 소유-지배 괴리도의 가변성은 낮는데 반해, 여타 지배구조 특성들(이사회 구조, 기업정관조항 등)의 경우 상대적으로 높기 때문에 이러한 주장은 보다 일반화 될 수 있다.

구와 관련한 기존 문헌과 주요 가설을 도출한다. 3장에서는 데이터와 변수의 측정방법 등을 논의하며, 4장에서는 실증분석결과를 제시하고, 5장에서는 이를 바탕으로 본 연구의 결론 및 시사점을 도출한다.

II. 기존문헌 및 가설도출

기업의 내부 지배구조는 다양한 기업의 내부적 특성과 외부 환경적 요인에 따라 내생적으로 결정되는 것으로 알려져 있다(Leland and Pyle, 1977, Demsetz and Lehn, 1985; Durnev and Kim, 2005). 이에 따라 기존 연구들은 기업의 대리인문제를 통제하기 위한 가장 기본적인 장치로 이사회 구조(board structure)의 결정에 초점을 맞추어 다양한 역학관계를 제시하고 있다. Pfeffer and Salancik(1978)은 이사회 감시기능 결정이 기업을 둘러싼 다양한 외부 환경과 이해관계자와의 관계를 위한 하나의 전략으로써 접근이 가능함을 주장하였다. 유사한 맥락에서 Boeker and Goodstein(1991)은 이사회 구조의 변화를 일종의 기업의 외부 환경의 변화, 즉, 불확실성의 증가에 대한 적응 전략으로 고려할 수 있음을 주장하였다. 한편, 이사회 감시기능의 결정에 있어 기업 내부자의 유인(incentive)과의 연관성을 분석한 연구도 존재하는데, 대표적으로 Mace(1986)의 연구는 기업의 내부 의사결정에 대한 사실상의 권한을 보유한 경영진이

자신의 효용을 극대화하는 방향으로 이사회 구조를 결정할 것이기 때문에 현실적으로 이사회를 통한 대리인문제 규율은 장담할 수 없음을 주장하였다. Hermalin and Weisbach(1998)은 이사회 감시기능이 경영자의 협상력(bargaining power)에 따라 달라질 수 있음을 보여주었는데, 경영자는 기업의 경영성과, 경영자의 임기 등으로 대리되는 협상력이 증가함에 따라 자신의 재량권을 확대하기 위해 이사회 감시기능을 약화시킬 수 있음을 보여주었다(Boone, Field, Karpoff, and Reheja, 2007). 한편, Raheja(2005)는 대표이사, 사외이사 등 기업의 내부자가 높은 지분을 보유하는 경우 자신의 현금흐름권의 가치를 상승시키기 위해서라도 대리인문제를 완화시키고자 노력할 것이기 때문에, 지분 상승의 효과가 이사회 감시기능을 대체⁴⁾할 수 있음을 보여주었다. 이상의 연구결과들을 정리하면, 경영의사결정에 대한 중대한 권한을 갖는 기업의 내부자들은 자신의 효용을 극대화하기 위해서 이사회 감시기능을 변화시킬 유인을 보유한다(Denis and Sarin, 1999; Linck, Netter, and Yang, 2008).

한편, 전통적인 주인-대리인 시스템은 분산된 소유구조 하에서 경영자와 주주 간의 대리인문제에 집중하고 있다(Berle and Means, 1932). 그러나 현실에서는 다수의 기업에서 집중된 소유구조를 바탕으로 지배주주가 직접 경영에 참여하는 사례가 빈번히 관찰되고 있다. 이러한 현상은 특히 자본시장이 미성숙하고, 법적인 주주권보호가 미약한 신흥국가(emerging markets)에서 쉽게 관찰할 수 있으며,

4) 경영자 지분율이 이사회 감시기능을 대체할 수 있다는 기존 연구의 결과와 연결하면, 지배주주의 직접 지분의 상승 역시 이사회 감시기능을 대체할 수 있다는 논리로 연장할 수 있다. 지배주주 직접 지분이 이사회 감시기능과 음(-)의 관계를 갖는다면, 이는 역으로 지배주주의 소유-지배 괴리도 상승이 이사회 감시기능 강화와 연관될 수 있는 것으로 추론이 가능하다. 하지만 지배주주의 사회적효용추구 유인이 강화되는 상황 하에서 이사회 감시기능을 강화시킨다는 논리는 현실적이지 않다. 오히려 국내 자본시장에서는 과도한 통제권을 바탕으로 이사회 감시기능을 약화시킴으로써 자신이 사적효용을 추구하기 용이한 환경을 조성할 것으로 보는 것이 보다 현실적이다.

이들 국가 내 대부분의 기업에서 지배주주는 기업경영의사결정에 있어 경영자를 뛰어넘는 사실상의 영향력을 행사하고 있다(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 2000; Claessens, Djankov, and Lang, 2000). 이에 따라 경영자와 주주 간 대리인문제의 체계가 지배주주와 소액주주 간의 대리인문제로 전환되어야 할 필요성이 있으며(Shleifer and Vishny, 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 1999), 앞서 제시한 기업 내부자가 이사회 감시기능 결정에 미치는 영향 역시 새로운 관점의 접근이 필요하다. 즉, 국내 자본시장에서는 집중된 소유구조 하에 지배주주의 소유구조를 바탕으로 한 금전적 이득과 사적효용추구에 기인한 유인에 따라 이사회 감시기능이 변화할 수 있음을 가정하는 것이 보다 현실적일 것이다.

국내 기업의 지배주주는 과도한 통제권을 바탕으로 경영진 선임이나 이사회 구조 결정 등 경영의사결정에 있어 경영자를 뛰어넘는 사실상의 영향력을 행사한다. 이에 따라 기존 연구는 지배주주의 금전적 이득뿐만 아니라 사적효용을 확대하기 위한 유인에 따라 경영의사결정이 어떻게 변화할 수 있으며, 궁극적으로 주주가치에 어떤 영향을 미칠 수 있는지를 확인하고 있다. 일반적으로 지배주주의 사적효용추구 유인은 소유-지배 괴리도에 근거하는 것으로 알려져 있다(Joh, 2003). 지배주주가 피라미드식 소유구조, 동일 기업집단 내 계열사 간 지분보유 등 간접적 방식으로 해당 기업에 통제권을 행사하는 경우, 이들은 기업가치 상승에 대한 금전적 이득을 향유할 수 없으므로 사적효용을 추구⁵⁾함으로써 소액

주주의 부를 훼손시킬 수 있다. 이에 따라 다수의 기존 연구 역시 소유-지배 괴리도를 지배주주의 사적효용추구 유인의 주요한 대응치로 활용하고 있다(Joh, 2003; Baek, Kang, and Lee, 2006). 한편, 이러한 논리를 이사회 감시기능 결정에 연관하면, 지배주주가 높은 소유-지배 괴리도를 보유한 경우 자신이 사적효용을 추구하기 유리한 환경을 조성하기 위해 과도한 통제권을 바탕으로 내부 지배구조로서 이사회 감시기능을 약화시킬 것으로 예상할 수 있다. 앞서 논의된 바와 같이 기존 이론적 연구에서는 높은 협상력을 보유한 경영자가 기업 자원에 대한 재량권을 확대시키기 위해 이사회 감시기능을 약화시킬 유인을 보유할 수 있음을 제시하고 있는데, 이와 유사한 맥락에서 사적효용추구 유인을 확대하길 원하는 지배주주는 높은 통제권을 바탕으로 이사회 간섭으로부터 자유로워지기 위해 이들에 의한 감시기능을 사전에 약화시킬 유인을 보유할 것으로 예상할 수 있다.⁶⁾

가설 1: 지배주주의 소유-지배 괴리도의 상승은 이사회 감시기능을 약화시킬 것이다.

본 연구는 이사회 감시기능 결정에 있어 기업의 내부 특성으로서 지배주주의 소유-지배 괴리도 뿐만 아니라 외부 환경적 요인으로 상품시장에서의 경쟁의 규율효과를 동시에 고려한다. 경쟁적인 시장 환경 하에서 기업은 높은 투자위험을 부담해야 하며, 파산비용이 증가한다는 점에서(Holmstrom, 1982; Hart, 1983) 상품시장에서의 경쟁은 대리인문제를

5) 대표적으로 자신의 직접 지분이 높은 기업으로의 부의 이전, 기업가치 증대와 무관한 사업안에 대한 과잉투자문제 등을 발생시킬 수 있다(Johnson et al., 2000).

6) 반면, 지배주주가 많은 직접 지분을 보유하는 경우에는 여타 소액주주와의 이해가 일치하여 사적효용추구 행태를 보이지 않을 것이기 때문에 이사회 감시기능을 약화시킬 유인을 보유하지 않을 것이다.

규율하는 외부 경영통제장치로서 고려될 수 있다 (Schmidt, 1997; Griffith, 2001; Shleifer and Vishny, 1997). 일반적으로 지배주주는 사적효용의 확대를 위해 과잉투자문제를 발생시킬 수 있는데, 기업 규모의 확대는 이들의 자본시장에서의 명성을 강화시킬 뿐만 아니라 기업 자원에 대한 재량권을 확대시킬 수 있기 때문이다. 따라서 이들은 투자 가치가 없는 사업안이라도 과잉투자를 통해 무분별하게 기업을 확장시킴으로써 소액주주의 가치를 훼손할 수 있다. 하지만 경쟁위험으로 인해 높은 투자위험을 부담해야 하는 경우 잘못된 투자가 극단적으로는 기업의 파산을 이끌 가능성이 높기 때문에 지배주주가 무분별하게 사적효용을 확대하기는 어려울 것으로 예상할 수 있다.⁷⁾ 무엇보다 경쟁적인 시장 환경 하에서는 경영권 교체 민감도가 상승하는 것으로 알려져 있다. 이러한 맥락에서 지배주주가 사적효용을 추구하는 경우 여타 경쟁기업, 기관투자자 등에 의한 경영권 교체 가능성이 증가할 것이므로 적극적으로 사적효용을 확대하기는 어려울 것으로 예상할 수 있다.

한편, Alchian(1950)과 Stigler(1958)는 경쟁적인 시장 환경 하에서 기업의 한계비용(marginal cost)과 한계이득(marginal benefit)이 일치하기 때문에 기업은 가급적 생산비용을 최소화하기 위해 노력할 것이라고 주장하였다. 이들은 이러한 행태와 재무적 의사결정을 연관시키면서 장기적으로 기업이 낮은 자본비용으로 외부자본을 조달하기를 선호할 것이기 때문에 기업 내부정보를 적극적으로 자본시장에 공급하게 되는데, 이는 궁극적으로 기업의 투명성을

제고시킨다고 주장하였다. 유사한 맥락에서 경쟁적인 시장 환경 하에서 주주 내지는 투자자들로부터의 시장규율(market discipline)의 가능성 역시 높아질 것이며, 기업은 좋은 지배구조를 통해 대리인문제 발생 가능성이 낮음을 보증(bonding)받기를 원할 것이다. 이러한 주장들을 고려하자면, 지배주주가 경쟁적인 상품시장에서 적극적으로 사적효용을 확대하거나, 이를 위해 내부 지배구조를 취약하게 형성시키는 어려울 것으로 예상할 수 있다.

이상의 내용을 앞선 가설 1과 연관하면, 경쟁위험의 규율효과로 인해 사적효용을 확대하기 어려운 상황 하에서 지배주주는 높은 소유-지배 괴리도를 보유하고 있더라도 무리하게 이사회에 감시기능을 약화시킬 유인이 감소할 것으로 예상할 수 있다. 특히, 앞서 언급한 바와 같이 경쟁위험으로 인해 기업의 내부 지배구조 개선에 대한 요구가 큰 상황 하에서 이사회에 감시기능을 약화시킬 경우 시장규율에 노출될 가능성이 상승할 것이며, 여타 동일 시장 내 기업과의 경쟁에서 뒤쳐져 파산 내지는 경영권 교체위험이 가중될 것이다. 즉, 지배주주의 사적효용 확대 유인을 경쟁위험이 사전에 차단함으로써 좋은 내부 지배구조 형성에 기여할 수 있을 것으로 예상할 수 있다. 더욱이 이사회에 감시기능에 대한 국내 자본시장과 정책당국의 관심을 고려할 때, 경쟁적인 상품시장에서는 이들로부터의 규율 및 통제에 의한 비용이 사적효용추구에 의한 편익을 초과할 것으로 예상할 수 있다. 따라서 지배주주의 소유-지배 괴리도의 상승이 이사회에 감시기능을 약화시키는 영향력은 경쟁적인 상품시장 환경 하에서 약화되거나 사

7) 가령, 특정 기업의 투자의사결정에 있어 경쟁위험의 정도는 매우 증대하게 작용할 수 있다. 최근 공공기관의 본사 이전 계획에 따라 실시된 부지 매각에 있어 특정 기업이 시장가치에 비해 과도하게 높은 가격을 제시한 사례를 들 수 있다. 동 기업의 경우 비교적 경쟁위험이 낮은 산업에 속하였으며, 이로 인해 상대적으로 높은 잉여현금흐름을 보유하고 있던 것으로 보여진다. 중·장기적 측면에서 투자의 효율성을 확인해야겠지만 현재 자본시장의 평가를 기초로 할 때, 이는 과도한 투자의사결정이었던 것으로 받아들여지고 있다. 따라서 이러한 사례는 낮은 경쟁위험으로 인해 경영자 내지는 지배주주에 대한 효과적인 견제수단이 부족하였기 때문으로 이해될 수 있다.

라질 것이며, 비경쟁적인 상품시장에서 주로 관찰될 것으로 예상할 수 있다.

가설 2: 지배주주의 소유-지배 괴리도의 상승이 이사회 감시기능을 약화시키는 영향력은 경쟁적인 상품시장에서 약화되고(또는 사라지고), 비경쟁적인 상품시장에서 주로 관찰될 것이다.

본 연구는 기업을 둘러싼 외부 환경적 요인과 내부 특성 간 상호작용이 이사회 감시기능에 미치는 영향을 확인한 연구이다. 관련하여 Shleifer and Vishny(1997)는 내부 지배구조와 외부 경영통제장치 간에는 상호보완적인 관계가 성립하므로 대리인문제를 최소화하기 위해서는 단순히 하나의 기업 지배구조만을 좋게 갖출 것이 아니라 다양한 외부 환경적 요인과 기업 내부적 요인을 모두 고려해야 함을 주장하였다. Gillan, Hartzell, and Starks (2006) 역시 좋은 지배구조가 단지 하나의 요소에 의존하는 것은 한계가 있으므로 복합적인 접근이 필요함을 제시하였다. 이러한 맥락에서 본 연구의 가설은 이사회 감시기능이 다양한 요인의 상호작용을 통해 결정될 수 있음을 국내 자본시장의 현실에 맞게 새로운 접근방식을 통해 제시한다는 측면의 학술적 시사점을 가질 것으로 예상된다.

III. 데이터 및 변수

3.1 데이터

본 연구는 2006년부터 2010년까지 한국거래소

(Korea Exchange) 유가증권시장 상장기업을 최초 표본으로 설정한다. 이 중 금융·보험업 기업과 자본잠식 기업을 제외하고, 재무 및 회계 데이터와 소유구조 자료의 접근이 가능한 3,019개(667개 기업) 기업-연도 데이터를 최종표본으로 선정하였다. 재무 및 회계 데이터는 한국상장회사협의회 데이터베이스인 TS-2000에서 추출하였으며, 주식수익률 데이터는 FN-Guide를 통해 확보하였다. 본 연구의 주요 변수로서 지배주주의 소유-지배 괴리도 및 이사회 특성 데이터는 각 사별 사업보고서를 통해 확보하였으며, 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service) 데이터베이스를 보충자료로 활용하여 종합적이고, 포괄적인 이사회 구조 평가지표를 확보하였다. 대규모 기업집단(재벌)에 대한 자료는 공정거래위원회의 기업집단포탈에서 산출하였다. 공정거래위원회는 기업집단으로의 경제력 집중, 복잡한 소유 및 지배구조를 고려하여 공시를 강화하기 위해 매년 대규모 기업집단을 지정·공표하고 있다.

3.2 변수의 측정

3.2.1 지배주주의 소유-지배 괴리도

본 연구의 주요 변수로 지배주주의 소유-지배 괴리도는 통제권(control rights)과 현금흐름권(cash flow rights)의 차이로 계산된다. 소유-지배 괴리도 계산에 있어 선행적으로 고려되어야 할 사항은 해당 기업에 대한 실질적인 지배주주를 선별하는 것이다. 이러한 과정이 필요한 이유는 기업의 최대주주(blockholder)와 지배주주는 서로 다른 개념이기 때문이다. 가령, 여러 계열사를 보유하여 기업집단 전체에 대한 통제권을 행사하는 지배주주의 경우 특정 기업에 대한 직접 지분이 상대적으로 낮아 사업

보고서 상으로는 마치 2대 또는 3대 주주로 표기되는 경우가 존재한다.⁸⁾ 이 경우 최대주주는 사실상 기업집단 전체에 대한 통제권을 보유하지 않음에도 불구하고 이를 기준으로 소유-지배 괴리도를 계산하여 현실과의 괴리를 발생시킬 수 있다. 따라서 본 연구는 사업보고서를 기초로 친·인척 관계, 여타 계열사 소유구조와 공시자료를 고려하여 사실상의 지배주주(동일인)를 파악하고, 이들에 대한 소유-지배 괴리도를 보다 엄밀히 산출하였다. 통제권은 지배주주의 본인 및 친·인척 지분율과 계열사 지분율의 합계로 계산된다. 지배주주는 계열사 지분을 통한 간접적인 방식을 통해서도 기업집단 전체에 대한 통제력을 보유하는 것으로 알려져 있다. 현금흐름권은 지배주주의 금전적 이득과 연관되며, 해당 기업에 대한 직접 지분을 의미한다. 이는 지배주주의 본인 및 친·인척 지분율의 합계로 계산된다. 따라서 본 연구에서 지배주주의 소유-지배 괴리도(Disparity)는 계열사 지분을 통한 간접 지분을 의미한다.

한편, 본 연구의 소유-지배 괴리도 계산방식은 복잡·다양한 소유구조 체인(ownership chain)을 고려치 않는다. 가령, 기업에 대한 특정 계열사의 지분이 존재하는 경우 이들 계열사에 대한 지배주주의 직접 지분을 고려하여 궁극적인 현금흐름권(ultimate ownership)을 보다 엄밀히 파악해야 할 필요성이 제시될 수 있다. 하지만 본 연구의 표본이 한국거래소 유가증권 상장기업(public firms)인데 반해, 기

업집단 내에는 여러 비상장기업(private firms)이 포함되어 있어 이들의 소유구조 자료를 현실적으로 확보하기란 쉽지 않다.⁹⁾ 더욱이 이러한 측정방식은 지배주주의 특정 기업에 대한 실질적인 통제력(voting power)의 크기를 상대적으로 과소추정(under-estimation)하게 되는 한계점을 내포하고 있어 데이터 확보의 실익이 크지 않다고 판단하였다.

3.2.2 이사회 특성

본 연구는 경영감시주체로서 이사회의 감시기능¹⁰⁾의 대응치로 기존 연구들에서 이미 사용된 바 있는 다양한 변수를 활용하여 보다 폭 넓고 상세하며, 강건성 있는 연구결과를 제시한다. 먼저, 이사회 내 사외이사(outside directors)¹¹⁾ 구성비율(Composition)을 사용한다. 기존 연구는 이사회 내 사외이사의 존재가 경영진에 대한 보다 효율적인 감시를 통해 성과에 대한 경영자 교체 민감도를 높임으로써 경영자를 견제하고, 주주가치를 극대화하는 의사결정을 내리게 유도함을 강조하고 있다(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983). 이들과 달리 사내이사(inside directors)의 경우 그들의 위치가 최고경영자에 의해 결정되는 경우가 많고, 현실적으로 사내이사가 현직 경영진들을 교체시키는 것은 쉽지 않으며 그렇게 할 유인도 없기 때문에 경영진에 대한 효율적인 감시주체로서 보기 어렵다. 따라서 이사회 내 사외

8) 잘 알려진 바와 같이 지배주주가 사실상 해당 기업의 직접 지분을 전혀 소유하지 않고도 사실상의 통제권을 행사하는 경우도 존재한다.

9) 다만, 대규모 기업집단(재벌)의 경우 기업집단 내 모든 소속기업(비상장기업 포함)에 대한 재무자료 및 소유구조에 대한 자료가 공시되어 있어 동 방식을 통해 소유-지배 괴리도를 측정하기가 상대적으로 용이하다.

10) Adams and Ferreira(2009)은 여성 사외이사 비율이 높은 기업에서 이사회의 감시기능이 보다 효율적으로 이루어질 수 있음을 주장하였다. 하지만 현실적으로 국내 자본시장에서 여성 사외이사의 비중이 극히 낮아 실증분석을 수행할 정도의 수준이 되지 않는 것으로 보여진다. 따라서 추후 국내에서도 여성 사외이사의 저변이 확대되어 충분한 분석표본이 확보된 경우 이를 분석에 활용할 필요가 있다고 판단된다.

11) 사외이사는 자신의 금전적 유인뿐만 아니라 자본시장에서 자신이 기업의 경영의사결정에 있어 전문가로서 기여하고 있음을 신호하기 위해서라도 해당 기업가치 극대화를 위해 경영자를 적극적으로 감시할 유인을 갖는다.

이사 구성비율 지표가 높다는 것은 이사회 의 감시 기능이 강화되었음을 의미한다. 둘째, 최고경영자의 이사회 의장 겸직 여부를 활용한다. Brickley, Coles, and Jarrell(1997)은 최고경영자가 이사회 의장을 겸직하는 경우 사실상 대리인문제에 대한 규율이 어려우며, 반대로 겸직하지 않는 경우 경영진에 대한 보다 효율적인 감시가 이루어져 대리인비용이 감소함에 따라 수익성이 개선될 수 있음을 보여주었다. 본 연구는 이들 연구에서 한발 더 나아가 이사회 의장이 최고경영자인 경우(0), 사내이사인 경우(1)와 사외이사인 경우(2)로 지수화(Leadership) 하여 분석에 활용한다. 이사회 의장이 적극적인 감시유인을 보유한 사외이사인 경우 대리인문제에 대한 규율이 보다 효율적으로 이루어질 것으로 예상할 수 있으므로, 동 지표가 높다는 것은 이사회 의 감시 기능이 강화되었음을 의미한다. 셋째, 이사회 내 위원회 숫자¹²⁾(Committee)를 사용한다. 이사회는 다양한 하부 위원회를 구성함으로써 경영진에 대한 모니터링은 물론, 기업경영에 대한 전략적 조언 기능을 보다 적극적으로 수행하는 것으로 알려져 있다(Adam, Hermalin, and Weisbach, 2010). 따라서 이사회 내 하부 위원회의 숫자가 증가할수록 이사회 의 전문성과 영향력이 강화되어 보다 효율적으로 경영진에 대한 감시가 이루어질 것으로 예상할 수 있다. 본 연구가 고려하는 하부 위원회는 총 6개로 감사위원회, 사외이사추천위원회, 보상위원회, 경영위원회,

리스크관리위원회, 인사위원회¹³⁾이다. 따라서 각 하부 위원회가 1개 설치되어 있는 경우 1의 값을 부여하여 총 6점 만점으로 지수화 한다. 넷째, 이사회 내 감시위원회(감사위원회, 사외이사추천위원회, 보상위원회)의 설치여부¹⁴⁾를 고려한다. 일반적으로 이사회 의 기능은 크게 경영진에 대한 감시기능(monitoring function)과 기업의 장기 성장과 수익 창출을 위한 전략적 조언기능(strategic advice function)으로 나뉠 수 있다. 본 연구가 이사회 의 감시기능에 대해 주된 초점을 맞추고 있으므로 보다 엄밀한 분석을 위해 추가적으로 감사위원회의 설치여부를 지수화 하여 사용한다. 동 지수는 3개의 감사위원회의 설치여부를 기준으로 3점 만점(Mcommittee)으로 계산된다. 다섯째, 감시위원회 내 사외이사 비율의 평균(Intensive)을 고려한다. 앞서 언급한 바와 같이 사외이사의 경우 사내이사에 비해 경영진에 대한 적극적인 감시 유인을 보유하는 것으로 알려져 있다. 따라서 감시위원회가 형성되어 있더라도 사실상 사외이사가 이들 위원회에 소속된 경우에 보다 적극적으로 경영진에 대한 감시 및 견제가 이루어질 수 있을 것으로 예상할 수 있다(Faleye, Hoitash, and Hoitash, 2011). 본 연구는 각 감시위원회 내 사외이사 비율의 평균을 산출하여 이사회 의 감시기능을 보다 엄밀히 평가한다. 앞선 지표들과 마찬가지로 동 지수가 높다는 것은 이사회 의 감시기능이 강화되었음을 의미한다.¹⁵⁾

12) 이사회 내 감시위원회는 경영자를 견제하는 가장 기본적인 방식으로서 이해될 수 있다. 그러나 이에 대한 이해와 분석이 부족한 이유는 이사회 내 위원회 구성에 대한 데이터에 접근이 쉽지 않기 때문이다(Adams et al., 2010).
 13) 이외에도 내부거래위원회, 집행위원회, 재무위원회 등도 고려될 수 있으나 사실상 이들 위원회가 설치된 경우를 발견하기 어려워 실증분석을 수행하기에 한계가 있어 분석에서 배제하였다.
 14) 미국의 NYSE(New York Stock Exchange)에서도 감사위원회, 추천위원회, 보상위원회를 이사회 의 경영진 감시기능이 이루어지는 주요한 위원회로서 고려하여 이들의 설치를 권고하고 있다.
 15) 감시위원회의 위원장이 CEO 내지는 사내이사 여부를 바탕으로 한 추가지표(각 감시위원회의 위원장이 사외이사인 경우 1, CEO 내지는 사내이사인 경우 0)의 값을 부여하여 합한 값을 활용한 분석을 수행한 경우에도 보고된 결과와 동일한 결과를 확인할 수 있었다. 이러한 분석을 제안해주신 심사자에게 감사한다.

한편, 앞서 제시한 변수들은 대개 정태적인 이사회 구조를 대리하고 있다. 따라서 엄밀하며 풍부한 분석을 위해 이사회 구조뿐만 아니라, 동태적으로 이들이 어떻게 경영진을 규율하고 있는가, 즉, 이사회 활동에 대한 추가적인 평가가 이루어질 필요가 있다. Grundfest(1993)는 주주의 의결권 반대행사는 경영자의 무능을 신호하고 교체 가능성을 높임으로써 지배구조를 개선시킬 수 있는 최소한의 전략으로 고려할 수 있다고 주장하였다. 동일한 맥락에서 기업 경영의 주요한 감시주체인 사외이사의 경영진 의견에 대한 반대 의견 행사는 경영진에 대한 적극적인 감시활동 수행 여부의 기준으로 고려될 수 있을 것이다. 따라서 본 연구는 강건성 검증 차원에서 사외이사의 이사회 의결사항에 대한 반대 또는 수정의견 제시여부를 지수화(Opposition)하여 활용한다. 동 지표는 더미변수로 사외이사가 이사회 의결사항에 대해 반대 의견을 행사한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 가져, 높은 값을 가질수록 사외이사가 적극적으로 감시기능을 수행하고 있음을 의미한다.

본 연구의 이사회 의 감시기능을 대리하는 지표는 복잡·다양한 이사회 의 구조 및 운영에 대한 사항을 모두 포괄하지 못할 것으로 예상된다. 따라서 이사회 의 감시기능을 파악함에 있어 누락된 요인으로 인해 분석결과의 오류가 발생할 가능성을 고려하여 이사회 의 구조와 운영에 대한 포괄적이며, 종합적인 평가결과를 지수화 하여 활용할 필요성이 제기된다. 따라서 본 연구는 한국기업지배구조원의 기업별 지배구조 평가결과 중 이사회 구성 및 운영 평가결과¹⁶⁾를 1점 만점으로 지수화(Board)하여 활용한다. 동 기관에서는 투자자 보호 측면에서 기업의 내부 지배

구조의 중요성을 고려하여 매년 상장기업을 대상으로 지배구조 평가결과를 공표하고 있다. 동 기관은 비영리 준정부기관으로 보다 객관적이며, 일관적인 평가를 수행하고 있어, 해당 평가결과를 실증분석에 활용하는 것은 연구자의 자의성에 기인한 분석 상의 오류를 상당부분 경감시킬 수 있을 것으로 예상된다. 더불어 다양한 항목을 평가에 포함하고 있어 이사회 의 감시기능을 평가함에 있어 이를 바탕으로 보다 일반화된 결론을 유도해낼 수 있을 것으로 판단된다.

3.2.3 상품시장에서의 경쟁

본 연구는 상품시장에서의 경쟁의 대응치로 HHI (Herfindahl-Hirschman Index)를 활용한다. 동 지표는 미국의 수평적 합병 지침(horizontal merger guideline)에서 활용될 정도로 시장구조(market structure)를 정확히 계측하여 이론적으로 가장 우수한 지표로 알려져 있다(Tirole, 1988, Grullon and Michealy, 2007, Giroud and Mueller, 2011). HHI의 산출을 위해 먼저 본 연구는 한국표준산업분류(Korea Standard Industry Code) 3 자리를 기준으로 각 기업을 특정 산업으로 분류한다. 이를 바탕으로 본 연구는 총 235개 산업으로 표본을 분리하였으며, 모든 기업이 비상장 상태인 산업의 경우 제외되었으므로 실제로 분석에 활용된 산업의 숫자는 100개로 상품시장에서의 경쟁 수준을 충분히 반영할 수 있을 것으로 판단된다. 본 연구는 상품시장에서의 경쟁 수준을 측정함에 있어 표본기업인 한국거래소 유가증권 상장기업 뿐만 아니라 코스닥 상장기업, 외부감사법인¹⁷⁾을 모두 포함하였다.

16) 동 평가지수의 항목과 배점에 관련한 내용은 한국기업지배구조원 홈페이지(www.cgs.or.kr)를 참조

17) 직전연도 총 자산 100억 원 이상인 기업

〈표 1〉 변수의 정의

이 표는 실증분석에 활용된 변수의 정의를 제시한다.

변수	정의
Composition	이사회 내 사외이사 비중(=사외이사 수/이사회 내 총 이사 수(사내이사+사외이사))
Leadership	대표이사의 이사회 의장 겸임 여부(=이사회 의장이 대표이사인 경우 0, 사내이사인 경우 1, 사외이사인 경우 2)
Committee	이사회 내 하부위원회 구성 숫자
Mcommittee	이사회 내 감시위원회(감사위원회, 사외이사추천위원회, 보상위원회) 구성 숫자
Intensive	감시위원회 내 사외이사 비중의 평균
Disparity	실질적 지배주주(동일인)의 통제권에서 현금흐름권을 차감한 값 (통제권=지배주주의 직접지분율+특수관계인 지분율+계열사 지분율, 현금흐름권=지배주주의 직접지분율+특수관계인 지분율)
HHI	한국표준산업분류 3자리를 바탕으로 구분된 산업 내 기업들의 매출액 기준 시장점유율의 제곱을 더한 값
CR ₄	산업 내 기업들의 매출액 기준 시장점유율 상위 4개사의 시장점유율 합계
Price-cost Margin	산업 내 기업들의 매출액 총합계를 운영비용(매출원가+판매비 및 관리비)의 총합계로 나눈 값
High	상품시장에서의 경쟁 수준 대리지표가 하위 33%인 경우 1의 값을 가지며, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Median	상품시장에서의 경쟁 수준 대리지표가 중위 34%인 경우 1의 값을 가지며, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Low	상품시장에서의 경쟁 수준 대리지표가 상위 33%인 경우 1의 값을 가지며, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Size	자연로그(총자산)
Leverage	총부채/총자산
ROA	당기순이익/총자산
M/B ratio	(보통주주식수*연말 증가)/총 자기자본(우선주자본금 차감)
Age	자연로그(기업업력(=현재연도-설립연도+1))
Volatility	과거 1년 간 일별 주식수익률의 표준편차
Chaebol	대규모 기업집단 소속기업의 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Foreign	외국인 투자자 지분율이 5%를 초과하는 경우 이들의 지분율
Institution	기관 투자자 지분율이 5%를 초과하는 경우 이들의 지분율
Opposition	사외이사가 이사회 의결에 대해 반대의견을 표명한 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Board	한국기업지배구조원의 기업별 지배구조 평가 중 이사회 구성 및 운영 항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 값
Cumulative vote	집중투표제를 도입한 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Paper vote	서면투표제를 도입한 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수

가령, 한국거래소 유가증권 상장기업을 대상으로만 경쟁 수준을 측정할 경우 산업 내 상장기업의 숫자에 따라 지표가 영향을 받을 수 있다. 더욱이 현실적으로 비상장기업 중 높은 시장지배력을 보유한 기업이 존재하고 있기 때문에 이러한 문제는 더욱 가중될 수 있다. 따라서 본 연구의 상품시장에서의 경쟁 지수는 상장기업은 물론 실질적으로 시장구조에 유의미한 영향을 미칠 수 있는 일정 규모 이상의 비상장기업¹⁸⁾을 모두 포함하여 산출함으로써 현실을 보다 정확히 반영함을 물론, 분석의 엄밀성을 강화하였다. HHI는 산업 내 기업의 매출액 기준 시장점유율(market share)을 제곱한 값을 모두 더한 값으로 산출된다. 동 지표가 높다는 것은 집중된 시장구조를 가진 산업으로 비경쟁적인 조건임을 의미하며, 낮다는 것은 다수의 기업이 적은 시장점유율을 바탕으로 치열하게 경쟁하고 있음을 의미한다.

〈표 2〉는 상품시장에서 경쟁 수준의 대응치인 HHI를 기준으로 표본의 분포를 제시하고 있다. 본 연구는 HHI에 따라 전체 10개로 표본을 분류하였으며, 각 분류 내 표본기업의 비중을 제시하였다. 제시된 바와 같이 본 연구의 분석표본과 HHI 산출에 활용된 표본과의 HHI에 따른 분포는 유사한 것으로 나타났다. HHI 산출에 활용된 표본 중 78.56%가, 본 연구 표본의 64.33%가 가장 경쟁적인 상품시장에 포함된 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 본 연구의 최종 분석표본이 특정 구간에 치우쳐 분포함으로써 경쟁 수준 차이를 적절히 반영하지 못할 가능성은 매우 낮음을 의미한다. 따라서 HHI 산출을 기반으로 한 표본선정의 편의는 실증분석결과에 큰 영

향을 미치지 않는다.

한편, 본 연구는 분석결과를 강건성 확보 차원에서 추가적인 상품시장에서의 경쟁 지표로 CR₄ (Concentration Ratio)와 가격 대비 비용 마진 (Price-cost margin)을 활용한다. CR₄는 산업 내 매출액 기준 시장점유율의 상위 4개 기업의 합계로 산출된다. 동 지표는 산업 내 기업 간 시장점유율의 편차가 큰 경우 상위 시장점유율을 보유한 기업 간 경쟁이 치열한 반면, 하위 시장점유율을 보유한 기업은 사실상 경쟁에서 배제될 것이므로 이러한 현실을 보다 명확히 분석에 반영하기 위해서 추가적으로 활용한다. CR₄가 크다는 것은 HHI와 마찬가지로 비경쟁적인 상품시장임을 의미하며, 작다는 것은 상대적으로 경쟁적인 상품시장임을 의미한다. 가격 대비 비용 마진은 산업 내 기업들의 매출액 총 합계액을 매출원가와 판매비 및 관리비의 합계로 나눈 값으로 산출된다(Karuna, 2007). 앞선 지표들과 달리 가격 대비 비용 마진은 상품시장에서의 경쟁이 내생적으로 결정됨을 가정하고 있다. HHI 측정의 한계¹⁹⁾는 잠재적으로 진입이 가능한 외국기업으로부터의 경쟁위협 가능성을 충분히 고려치 못하는 점에 있다. 가격 대비 비용 마진은 특정 산업의 가격 경쟁 가능성을 전제로 상품의 대체 가능성(product substitutability)을 대리하는데, 동 지수가 높다는 것은 대체 가능성이 낮음을 의미하므로 상대적으로 비경쟁적인 상품시장임을 의미한다. 반대로 낮다는 것은 대체 가능성이 높음을 의미하므로 경쟁적인 상품시장임을 의미한다. 이러한 지표는 상품의 대체 가능성에 관련한 전반적인 시장 환경을 전제하기 때

18) 외부감사법인 이외의 비상장기업의 경우 재무제표가 공시되지 않아 현실적으로 분석에의 활용 가능성이 낮다. 다만, 이들의 경우 자산 규모가 작아 사실상 시장구조에 영향을 미치지 않을 것으로 가정하는데 큰 무리가 없을 것으로 판단된다.

19) 시장점유율을 기반으로 한 HHI와 CR₄는 내수 시장의 국내 기업 간 경쟁정도를 주로 반영한다. Price-cost margin 은 시장구조가 내생적으로 결정됨을 가정하여 국내 기업뿐만 아니라 외국 기업으로부터 발생 가능한 잠재적 경쟁위협 변화도 동시에 고려되는 지표이다.

〈표 2〉 상품시장에서의 경쟁 수준에 따른 표본의 분포

이 표는 상품시장에서의 경쟁에 따른 표본의 분포를 제시한다. HHI의 크기에 따라 10개 그룹으로 나누어 각 그룹의 산업 숫자, 기업숫자 및 전체 표본에서 차지하는 비중을 산출하였다. HHI의 정의는 앞선 〈표 1〉에 제시된 바와 같다.

	산업숫자	%	전체 기업		본 연구의 표본	
			기업숫자 (firm-year)	%	기업숫자 (firm-year)	%
Less competitive (HHI > 0.9)	109	9.78	194	0.21	9	0.30
0.9 ≥ HHI > 0.8	23	2.06	82	0.09	10	0.33
0.8 ≥ HHI > 0.7	20	1.79	125	0.14	1	0.03
0.7 ≥ HHI > 0.6	24	2.15	111	0.12	3	0.10
0.6 ≥ HHI > 0.5	46	4.13	266	0.29	21	0.70
0.5 ≥ HHI > 0.4	39	3.50	1,748	1.93	87	2.88
0.4 ≥ HHI > 0.3	67	6.01	1,048	1.16	41	1.36
0.3 ≥ HHI > 0.2	102	9.15	2,932	3.24	204	6.76
0.2 ≥ HHI > 0.1	229	20.54	12,918	14.26	701	23.22
More competitive (0.1 ≥ HHI)	456	40.90	71,193	78.56	1,942	64.33
Total	1,115	100.00	90,617	100.00	3,019	100.00

문에 외국기업으로부터의 경쟁위협도 어느 정도 반영한다. 즉, 외국기업이 산업 내 가격 경쟁력 수준을 고려하여 진입할 것을 가정한다면, 이러한 효과 역시 동 지표에 내생적으로 반영될 것이므로 HHI의 한계를 일부 보완할 수 있을 것이다.²⁰⁾

3.2.4 통제변수 및 기타변수

본 연구는 연구가설의 실증분석에 있어 누락변수의 편의(omitted variable bias)를 통제하기 위해

기존 연구에서 이사회 의 감시기능에 영향을 미칠 것으로 제시된 다양한 변수를 모형에 포함한다. 기업 규모가 종속변수에 미치는 영향을 통제하기 위해 총 자산에 자연로그를 취한 값을 포함한다(Size). 특히, 국내 자본시장의 기업의 내부 지배구조와 관련한 대부분의 규제들은 총자산을 기준으로 적용되기 때문에²¹⁾ 기업규모가 미치는 영향을 반드시 통제할 필요성이 있다(Black, Kim, Jang, and Park, 2009). 기업의 부채사용은 경영자가 유용할 수 있는 현금흐름을 감소시키고, 높은 파산위험을 통해

20) 더불어 이익 마진(profit margin)이 높다는 것은 이미 소수의 기업에 의해 시장지배력이 장악되어 있거나 독점력을 보유하고 있음을 의미한다. 따라서 이러한 상품시장에서는 외국 기업이 진입을 결정함에 있어 상대적으로 가격 경쟁력이 낮을 것으로 판단할 것이고, 이러한 특성은 내생적으로 잠재적 경쟁위협에 반영 될 것으로 예상된다.

21) 구체적으로 경제위기 이후 한국시장에서는 선진국과 달리 시장 매커니즘을 통한 경영자 감시의 한계를 인정하고, 이사회를 중심으로 기업지배구조 관련 규제를 도입하였다. 규제당국은 1999년 증권거래법 개정을 통해 모든 상장법인에게 사외이사를 이사 총수의 4분의 1 이상이 되도록 하였고, 2000년 개정된 증권거래법에서는 자산총액이 2조원 이상인 모든 상장법인에게 사외이사를 3인 이상으로 하되, 이사 총수의 2분의 1 이상 되도록 규제하였다.

대리인문제를 차단하는 것으로 알려져 있다. 이러한 부채 사용의 규율효과가 이사회 감시기능을 대체할 가능성이 존재하므로, 본 연구는 총부채를 총자산으로 나눈 값을 통제변수에 포함한다(Leverage). 대리인문제의 규율 장치로 이사회 구성에는 감시비용(monitoring costs)이 수반되는데, 수익성이 높은 기업의 경우 이를 충당할 여력을 보유할 것이므로 이사회 감시기능을 강화시킬 가능성이 높을 것이다. 더욱이 높은 수익성에 기인한 경영자의 대리인문제 발생 가능성이 상승함에 따라 이를 사전에 규율하기 위해 이사회 감시기능을 강화할 가능성도 동시에 존재한다. 따라서 당기순이익을 총자산으로 나눈 값을 통제변수로 모형에 포함한다(ROA). 일반적으로 성장성이 높은 기업의 경우 이사회 감시기능을 강화시킴으로써 높은 기업가치를 시장에 신호할 유인을 가질 수 있다. 따라서 이러한 효과를 통제하기 위해 자기자본의 시장가치(주가*보통주 주식수)를 자기자본의 장부가치로 나눈 값(M/B ratio)을 통제변수로 모형에 포함한다. 한편, 기업의 설립연수가 이사회 감시기능에 미치는 영향을 통제하기 위해 기업의 설립연수(현재연도-설립연도+1)에 자연로그를 취한 값을 모형에 포함한다(Age). 불확실성이 높은 기업일수록 이사회 감시기능에 수반하는 비용을 지출할 여력이 낮을 것이다. 반대로 이들 기업이 이사회 감시기능을 강화함으로써 안정적으로 수익성을 확보하고 미래 성장을 위한 교두보를 마련할 가능성도 존재한다. 따라서 기업의 위험수준의 대응치로 과거 1년 간 일별 주식수익률의 표준편차(Volatility)를 통제변수로 모형에 포함한다.

한편, 대규모 기업집단(재벌) 소속기업에서는 지배주주의 과도한 통제권을 바탕으로 한 사적효용추구 유인이 강화됨에 따라 소액주주의 부가 훼손될 수 있다. 따라서 재벌 소속기업은 규제당국으로부터의 강력한 감시와 규제의 대상이 되므로 이에 따라 이사회 감시기능이 강제될 가능성이 존재한다. 이러한 영향력을 통제하기 위해 재벌소속기업의 경우 1의 값을 갖으며, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수를 통제변수로 모형에 포함한다(Chaebol). 외국인 투자자와 기관투자자들은 기업 내부 정보에 보다 쉽게 접근할 수 있으며, 경영분석에 있어 전문성을 가지고 있으므로 대리인문제를 보다 효율적으로 감시함으로써 주주가치 개선에 기여하는 것으로 알려져 있다(McConnell and Servaes, 1990). 따라서 이들이 상당한 지분을 보유하는 경우 이사회 감시기능을 개선시킴으로써 효율적인 지배구조 형성에 기여할 가능성이 존재한다. 반면, 이들이 적극적인 감시주체로서 경영자를 규율하는 경우 이사회 감시기능을 대체할 가능성도 존재한다. 이러한 영향력을 통제하기 위해 해당기업에 대한 외국인투자자(Foreign)와 기관투자자(Institution)가 5% 이상 지분을 보유한 경우²²⁾ 이들의 지분율을 통제변수에 포함하였다.

한편, 추가적인 종속변수로 본 연구는 기업의 내부 지배구조의 다양성을 감안하여 이사회 특성뿐만 아니라 경영권 방어 조항을 추가적으로 고려한다. 지배주주는 소유-지배 괴리도에 근거한 사적효용의 확대가 불리일으킬 수 있는 여타 기업 이해관계자로부터의 경영권 위협의 가능성 내지는 주주행동주의

22) 일반적으로 지분율에 근거한 기업경영에 대한 감시 유인은 일정 수준 이상의 지분을 확보한 경우 보다 강화될 것으로 예상할 수 있다. 가령, 외국인, 기관투자자 등이 기업에 대한 지분을 확보하더라도 그 비중이 매우 미미한 경우 감시에 발생하는 비용 대비 편익이 작아 적극적으로 경영자 내지는 지배주주를 견제하기는 어려울 것으로 판단된다. 따라서 본 연구는 외국인 또는 기관투자자의 적극적인 경영참여 유인이 지분율의 크기에 비례한다고 가정하여, 기존 연구와 동일하게 5% 이상의 지분을 확보한 경우에 한해 변수화하여 활용한다(Klein and Zur, 2009).

(shareholder activism)에 의한 규율효과를 사전에 차단하기 위해 다양한 경영권 방어 조항(anti-takeover index)을 기업 정관에 포함시킬 수 있다. 본 연구는 주주권 행사와 가장 직접적으로 연관되는 집중투표제(cumulative vote)와 서면투표제(paper vote) 조항 도입 여부를 활용한다. 일반적으로 집중투표제와 서면투표제를 도입한 기업의 경우 주주들의 의결권을 보다 효과적으로 행사할 수 있으며, 무임승차문제를 차단할 수 있으므로 지배주주의 전횡을 견제할 수 있을 것으로 예상된다. 본 연구는 집중투표제 도입 기업은 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수(Cumulative vote)와 서면투표제 도입 기업은 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수(Paper vote)를 바탕으로 추가적인 분석을 수행한다.

IV. 실증분석결과

4.1 기술통계량 및 차이값 검증

〈표 3〉에는 본 연구의 실증분석에 활용될 변수의 기술통계량을 제시되어 있다. 먼저, 이사회 내 사외이사 비율(Composition)의 표본 평균은 약 34.40%로 나타나고 있다. 이는 상장기업의 전체 등기임원의 3명 중 1명은 사외이사로 경영자 또는 지배주주에 대한 감시기능을 수행하고 있음을 의미한다. 사외이사, 사내이사과 최고경영자의 이사회 의장여부(Leadership)의 표본 평균은 약 0.04로 관찰되었다. 동 지표는 사외이사과 사내이사가 이사회 의장인 경우 각각 2와 1의 값을 가지며, 최고경영자가 이사회 의장을 겸직하는 경우 0의 값을 갖기 때문에, 많은 수의 국내 상장기업에서 최고경영자가 이

사회 의장을 겸직하고 있음을 의미한다. 이사회 내 하부 위원회(Committee)는 상장기업 평균 약 0.51개가 설치되어 있는 것으로 나타났다. 이사회 내 감시위원회(Mcommittee) 설치여부의 표본 평균은 약 0.39개로 나타났다. 이들 감시위원회 내 사외이사 비중(Intensive)의 평균은 약 10.34%로 나타났다. 이는 앞선 감시위원회의 설치 여부에 영향을 받아 다소 낮은 수치로 관찰되고 있다. 전반적으로 국내 상장기업에서는 이사회 의 감시기능을 대용하는 변수들이 다소 취약하게 관찰되고 있는데, 이는 집중된 소유구조 하에 기업경영에 상당한 영향력을 행사하는 지배주주가 사적효용추구 유인을 확대하기 위해 취약한 내부 지배구조를 형성하고 있기 때문으로 유추할 수 있다. 따라서 본 연구는 실증분석을 통해 이를 보다 명확하게 확인한다.

본 연구의 주요 변수로서 지배주주의 소유-지배 괴리도(Disparity)의 표본 평균은 약 13.93%로 나타났다. 이는 지배주주가 자본을 직접적으로 투입하지 않고도 약 14% 가량의 의결권을 행사할 수 있음을 의미한다. 다수의 주주에 의해 지분이 분산되는 상장기업의 특성을 고려할 경우 이러한 수치는 지배주주가 계열사 지분을 통해 기업에 상당한 영향력을 행사할 수 있음을 의미한다. 따라서 지배주주가 사적효용을 극대화하기 위해 이사회 감시기능과 같은 내부 지배구조를 약화시킬 충분한 유인과 영향력을 보유함을 의미하며, 본 연구의 가설에 현실성을 부여시켜주는 결과이기도 하다. 상품시장에서의 경쟁의 대응치로 HHI의 표본 평균은 0.1059로 나타났다. 앞선 〈표 2〉에서 제시한 바와 같이 동 지표의 상장기업 내 분포는 경쟁위협 차이를 충분히 반영하고 있다. 한편, 상품시장에서의 경쟁의 추가적인 대응치로 CR₄와 가격 대비 비용 마진(Price-cost margin)의 표본 평균은 각각 0.4448과 1.0748

〈표 3〉 기술통계량

이 표는 실증분석에 활용될 변수의 기술통계량을 제시한다. 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에서 제시된 바와 같다.

변수	N	평균	중위수	표준편차	최대값	최소값
Composition	3,019	0.3440	0.3000	0.1208	0.8750	0.1000
Leadership	3,019	0.0391	0.0000	0.2195	2.0000	0.0000
Committee	3,019	0.5131	0.0000	1.0346	6.0000	0.0000
Mcommittee	3,019	0.3872	0.0000	0.7762	3.0000	0.0000
Intensive	3,019	0.1034	0.0000	0.2115	1.0000	0.0000
Disparity	3,019	0.1393	0.0320	0.1879	0.9354	0.0000
HHI	3,019	0.1059	0.0622	0.1193	1.0000	0.0067
CR ₄	3,019	0.4448	0.4100	0.2075	1.0000	0.0895
Price-cost Margin	3,019	1.0748	1.0634	0.0797	1.6149	0.7535
Size	3,019	19.4884	19.1845	1.4991	25.1779	15.9980
Leverage	3,019	0.4413	0.4518	0.1983	0.9889	0.0100
ROA	3,019	0.0209	0.0350	0.1075	0.4355	-0.8750
M/B ratio	3,019	1.1998	0.8377	1.1312	9.8082	0.1036
Age	3,019	19.5416	19.0000	10.9685	54.0000	1.0000
Volatility	3,019	0.0335	0.0313	0.0118	0.1050	0.0071
Chaebol	3,019	0.2312	0.0000	0.4217	1.0000	0.0000
Foreign	3,019	0.0436	0.0000	0.1097	0.8156	0.0000
Institution	3,019	0.0336	0.0000	0.0817	0.7978	0.0000
Opposition	3,019	0.0318	0.0000	0.1755	1.0000	0.0000
Board_index	3,019	0.2555	0.2333	0.0968	0.8889	0.0444
Cumulative	3,019	0.0460	0.0000	0.2096	1.0000	0.0000
Paper	3,019	0.0848	0.0000	0.2786	1.0000	0.0000

로 관찰되었다. 통제변수로 총자산에 자연로그를 취한 값(Size)인 기업규모의 표본 평균은 약 19.4884로 나타났으며, 부채비율의 표본 평균은 약 44.13%로 측정되었다. 수익성의 대용치로 총자산 대비 당기순이익(ROA)의 표본 평균은 약 2.09%이며, 기업가치의 대용치로 자기자본의 시장가치 대비 장부가치의 표본 평균은 약 1.1998로 관찰되었다. 기업업력(Age)의 표본 평균은 약 19.5416으로 나타났으며, 과거 1년 간 일별 주식수익률의 표준편차(Volatility)의 표본 평균은 약 0.0335로 관찰되었

다. 실증분석에 활용된 연구표본의 약 23.12%는 대규모 기업집단(재벌)에 소속된 것으로 나타났다. 5% 이상 지분을 확보한 외국인 투자자 지분율과 기관투자자 지분율의 표본 평균은 각각 약 4.36%와 약 3.36%로 관찰되었다. 한편, 사외이사가 이사회 의결사항에 대해 반대의견을 행사(Opposition) 표본은 전체의 약 3.18%를 차지하였다. 한국기업지배구조원의 기업별 이사회 구조 및 운영 평가결과를 1점 만점으로 환산한 지수(Board)의 표본 평균은 약 0.2555이다. 집중투표제(Cumulative vote)와

서면투표제(Paper vote)를 도입한 표본은 각각 전체의 약 4.60%와 약 8.48%를 차지하는 것으로 나타났다.

〈표 4〉는 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 표본을 2개로 분리하여 각 표본에서 주요 변수 간 차이값을 검증한 결과이다. 이를 위해 먼저, HHI를 기준으로 표본의 중위수를 초과하는 경우 비경쟁적인 상품시장(less competitive market), 중위수 이

하인 경우 경쟁적인 상품시장(more competitive market)으로 표본을 분리하였다. 이러한 기준은 직관적인 이해를 높이기 위한 설정이며, 향후 회귀분석모형에서는 현실적으로 상품시장에서의 경쟁 수준 간 차이를 반영하기 위해 보다 엄밀하며, 구체적인 기준을 활용한다. 분리된 표본 간 평균 및 중위수 차이를 검증하기 위해 t-test와 wilcoxon rank sum test를 활용하였다. 이사회의 감시기능의 대응치로

〈표 4〉 차이값 검증

이 표는 상품시장에서의 경쟁 수준에 따른 실증분석에 활용될 주요 변수 간 차이값을 제시한다. 전체 표본의 HHI 중위수를 기준으로 초과하는 그룹은 비경쟁적인 상품시장(less competitive market), 이하인 그룹은 경쟁적인 상품시장(more competitive market)으로 나누어 분석을 수행한다. 각 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

변수	Less competitive market (N=1,508)	More competitive market (N=1,511)	차이값 검증 (p-value)	
			t-test	Wilcoxon rank sum test
Composition	0.3505	0.3375	0.0031***	0.1136
Leadership	0.0477	0.0304	0.0304**	0.0657*
Committee	0.6167	0.4097	0.0000***	0.0000***
Mcommittee	0.4702	0.3044	0.0000***	0.0000***
Intensive	0.1263	0.0805	0.0000***	0.0000***
Disparity	0.1367	0.1419	0.4401	0.1225
Size	19.6473	19.3299	0.0000***	0.0000***
Leverage	0.4076	0.4748	0.0000***	0.0000***
ROA	0.0385	0.0034	0.0000***	0.0000***
M/B ratio	1.2779	1.1219	0.0001***	0.0000***
Age	18.9702	20.1118	0.0042***	0.0073***
Volatility	0.0328	0.0343	0.0006***	0.0003***
Chaebol	0.2646	0.1979	0.0000***	0.0000***
Foreign	0.0466	0.0407	0.1377	0.0016***
Institution	0.0319	0.0354	0.2396	0.9844
Opposition	0.0391	0.0245	0.0219**	0.0219**
Board_index	0.2667	0.2443	0.0000***	0.0000***
Cumulative vote	0.0458	0.0463	0.9404	0.9404
Paper vote	0.0822	0.0874	0.6130	0.6129

사외이사 비중(Composition)의 비경쟁적인 상품시장 내 표본 평균은 약 0.3505, 경쟁적인 상품시장의 평균은 약 0.3375로 관찰되었다. 두 그룹 간 차이를 바탕으로 한 t-test 결과는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이사회 의 감시기능의 대응치들 역시 대체적으로 비경쟁적인 상품시장 내 기업이 경쟁적인 상품시장 내 기업에 비해 상대적으로 높은 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 따라서 향후 실증분석을 통해 본 연구의 주된 가설인 지배주주의 소유-지배 괴리도가 이사회 의 감시기능에 미치는 영향이 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 달라질 수 있음을 확인함에 있어 이러한 관계를 사전에 통제할 필요성이 제기된다. 한편, 지배주주의 소유-지배 괴리도(Disparity)는 비경쟁적인 상품시장과 경쟁적인 상품시장 간 큰 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 지배주주가 경쟁위협 수준을 고려하여 소유-지배 괴리도를 적극적으로 변경하지는 않음을 의미한다. 이는 지배주주가 현실적으로 제한된 자원을 바탕으로 다수의 상장 계열사를 보유하는 상황에서 자신의 지분을 경쟁위협에 따라 유동적으로 변화시킬 가능성이 적기 때문이다. 더욱이 지배주주가 소유-지배 괴리도를 바탕으로 기업을 간접 소유하는 데는 큰 자본이 소요되지 않을 뿐만 아니라 계열 확장 역시 크게 어렵지 않기 때문이다. 따라서 지배주주가 기 형성된 소유-지배 괴리도 하에서 경쟁위협에 따라 이사회 의 감시기능을 변화시킬 수 있다는 본 연구의 주요 가설의 현실성을 보다 강화시켜주는 결과로 해석이 가능하다. 무엇보다 상품시장에서의 경쟁 수준과 지배주주의 소유-지배 괴리도 간 상관성으로 인해 발생할 수 있는 실증분석 상의 오류로부터 자유로울 수 있음을 입증시켜주기도 한다. 이사회 의 감시기능에 관련한 추가 변수로 사외이사의 이사회 의결사항 반대행사 여부(Opposition)

와 한국기업지배구조원의 기업별 이사회 구조 및 운영 평가결과(Board) 역시 비경쟁적인 상품시장에서 더 높게 관찰되었다. 반면, 집중투표제(Cumulative vote) 및 서면투표제(Paper vote) 도입 여부는 경쟁위협에 따라 차이를 보이지는 않는 것으로 관찰되었다.

4.2 회귀분석

본 연구는 지배주주의 소유-지배 괴리도가 이사회 의 감시기능에 미치는 영향이 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 달라질 수 있음을 확인한다. 이를 위해 여타 다양한 기업특성을 고려한 OLS 방식을 통한 회귀분석을 수행한다. 다만, 사외이사의 이사회 의장 선임 여부는 2, 1, 또는 0의 값을 가지므로 Ordered probit model을 통한 분석을 수행한다. 실증분석에 활용된 모형은 아래 식(1)과 같다.

$$\begin{aligned}
 Board\ Monitoring_{it} = & \beta_1 + \beta_2 Disparity_{it} + \beta_3 HHI_{it} \\
 & + \beta_4 Disparity_{it} * High_{it} \\
 & + \beta_5 Disparity_{it} * Median_{it} \\
 & + \beta_6 Disparity_{it} * Low_{it} + \beta_7 High_{it} \\
 & + \beta_8 Low_{it} + \beta_9 Size_{it} + \beta_{10} Leverage_{it} \\
 & + \beta_{11} ROA_{it} + \beta_{12} M/Bratio_{it} \\
 & + \beta_{13} Age_{it} + \beta_{14} Volatility_{it} + \beta_{15} Chaebol_{it} \\
 & + \beta_{16} Foreign_{it} + \beta_{17} Institution_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)
 \end{aligned}$$

먼저, 지배주주의 소유-지배 괴리도(Disparity)가 이사회 의 감시기능(Board Monitoring)을 대리하는 다양한 변수(Composition, Leadership, Committee, Mcommittee, Intensive)에 미치는 영향을 확인한다. 이를 통해 과연 사적효용추구 유인을 보유한 지배주주가 이사회 의 간섭으로부터 자

유롭기 위해 과도한 통제권을 바탕으로 이사회 의 감시기능을 약화시키고 있는 지를 확인한다(가설1). 다음으로 이러한 효과에 있어 경쟁위협 의 영향력을 확인하기 위해 본 연구는 기존 연구에서 활용된 바와 같이 전체 표본을 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 3분위 수로 나누어(Giroud and Mueller, 2011; Ammann, Osech, and Schmid, 2013) 각 표본에서 지배주주의 소유-지배 괴리도의 영향력을 확인한다. 이는 상품시장에서의 경쟁 수준의 차이를 보다 명확히 반영하기 위한 설정이다. 본 연구는 상품시장에서의 경쟁 수준 상위(High), 중위(Median), 하위(Low)를 의미하는 더미변수를 설정하여, 지배주주의 소유-지배 괴리도와 의 교차변수(interaction variable)를 형성²³⁾한다. 각 교차변수²⁴⁾의 추정계수의 크기와 통계적 유의성을 바탕으로 지배주주의 소유-지배 괴리도가 이사회 의 감시기능에 미치는 영향력이 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 달라질 수 있는 가를 확인한다. 만일, 앞선 가설1의 관계가 경쟁위협 의 규율효과에 영향을 받는다면, 교차변수의 추정계수의 통계적 유의성은 경쟁적인 상품시장에서는 사라지거나, 약화될 것으로 예상할 수 있다(가설2). 한편, 앞서 언급한 바와 같이 이사회 의 감시기능 결정에 있어 상품시장에서의 경쟁 수준의 고유효과를 통제하기 위해 경쟁 수준을 대리하는 2개의 더미변수(High, Low)는 물론, 상품시

장에서의 경쟁 수준을 대리하는 연속변수(HHI) 역시 모형에 포함한다.²⁵⁾ 더불어 생략변수의 편의로 인한 내생성 문제를 사전에 차단하기 위해 기업특성을 대리하는 다양한 통제변수²⁶⁾를 모형에 포함한다. 추가적으로 산업특성 및 시계열적 시장여건의 변화를 사전에 통제하기 위해 한국표준산업분류 1자리를 기준으로 설정된 산업더미변수(Industry effect)와 연도더미변수(Year effect)를 모형에 포함한다. 본 연구의 표본이 패널 데이터 형태를 갖고 있으므로, 잠재적 이분산성과 자기상관성을 사전에 완화시키기 위해 robust standard error 방식을 통해 통계적 유의성을 검증한다.

〈표 5〉는 지배주주의 소유-지배 괴리도가 이사회 의 감시기능에 미치는 효과를 회귀분석한 결과이다. 모형(1)은 이사회 내 사외이사 비중(Composition)을 종속변수로 활용한 결과인데, 소유-지배 괴리도 의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 지배주주가 사적효용을 확대시키기 용이한 환경을 사전에 조성하기 위해 과도한 통제권을 바탕으로 핵심적 내부 지배구조로서 이사회 의 감시기능을 약화시키고 있음을 의미한다. 이러한 결과는 대체적으로 여타 이사회 의 감시기능을 대용치를 종속변수로 활용한 경우에도 동일하게 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다. 따라서 기존에 제기된 지배주주의 사

23) 앞서 차이값 검증에서 확인된 바와 같이 지배주주의 소유-지배 괴리도와 상품시장에서의 경쟁 수준 간 상관성이 관찰되지 않으므로 이러한 설정에 따른 실증분석결과 상의 오류는 배제할 수 있다.
 24) 상호작용 변수를 활용함에 있어 교호변수 간, 더미변수 간 높은 상관성이 야기될 수 있으며, 이는 다중공선성 문제로 인해 추정결과 의 신뢰도를 하락시킬 수 있다. 따라서 이러한 문제를 차단하기 위해 상호작용 변수를 통한 접근방식이 아닌, 표본을 분리하는 방식(separated sample approach)을 시도한 결과, 대체로 보고된 결과와 유사한 결과를 확인할 수 있었다.
 25) 실증분석모형에 있어 상품시장에서의 경쟁 수준의 대용치(연속변수, HHI)와 이를 바탕으로 한 더미변수(High, Low)를 동시에 추가한 이유는 경쟁위협이 이사회 의 감시기능에 미치는 단계적 효과뿐만 아니라 연속적 효과를 동시에 고려하여 보다 엄밀한 분석을 수행하기 위함이다. 다만, 이러한 설정으로 인해 다중공선성 문제가 야기될 가능성이 존재한다. 이에 따라 연속변수를 실증분석모형에서 제외시켜 추정한 결과, 보고된 결과와 동일한 결과가 관찰되어 앞서 제기된 통계적 오류가 본 연구에 미치는 영향이 크지 않음을 확인할 수 있었다.
 26) 실증분석모형에 포함된 변수의 정의는 〈표 1〉을 참조

〈표 5〉 지배주주의 소유-지배 괴리도가 이사회 의 감시기능에 미치는 영향

이 표는 지배주주의 소유-지배 괴리도가 이사회 의 감시기능에 미치는 영향을 실증분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에 제시된 바와 같으며, 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식으로 추정된 t-statistics를 의미한다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
	OLS	Ordered probit	OLS	OLS	OLS
	Composition	Leadership	Committee	Mcommittee	Intensive
상수항(cut1)	-0.5170*** [-13.97]	10.8929*** [12.25]	-7.4622*** [-17.08]	-5.9823*** [-22.36]	-1.6501*** [-23.71]
Disparity	-0.0355*** [-3.59]	-0.5417* [-1.73]	-0.3619*** [-5.00]	-0.2921*** [-5.41]	-0.0819*** [-5.69]
HHI	0.0808*** [3.72]	-1.1359* [-1.73]	0.9200*** [4.95]	0.3642*** [3.14]	0.0748** [2.16]
Size	0.0409*** [23.34]	0.3205*** [6.86]	0.4341*** [24.32]	0.3374*** [28.44]	0.0917*** [28.06]
Leverage	0.0151 [1.34]	-0.3484 [-1.17]	-0.0843 [-1.05]	-0.0034 [-0.06]	0.0033 [0.21]
ROA	-0.0661*** [-3.09]	-0.6162 [-1.17]	-0.4990*** [-3.37]	-0.3336*** [-3.46]	-0.0845*** [-3.53]
M/B ratio	0.0079*** [4.36]	0.0171 [0.45]	0.0826*** [5.40]	0.0603*** [5.53]	0.0170*** [5.81]
Age	-0.0002 [-1.05]	-0.0110** [-2.36]	-0.0052*** [-3.97]	-0.0054*** [-5.44]	-0.0014*** [-5.16]
Volatility	0.5810*** [3.12]	7.1905 [1.17]	3.9006*** [2.95]	3.2579*** [3.29]	0.7957*** [2.94]
Chaebol	0.0324*** [5.36]	0.1286 [1.01]	0.2509*** [5.20]	0.2181*** [5.72]	0.0656*** [6.20]
Foreign	-0.0289** [-1.99]	0.7141* [1.77]	-0.0981 [-0.84]	0.0423 [0.41]	0.0134 [0.48]
Institution	0.0811*** [3.35]	-0.6830 [-1.18]	-0.3140 [-1.42]	-0.2369 [-1.53]	-0.0843** [-2.32]
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3,019	3,019	3,019	3,019	3,019
adj-R ² /Pseudo R ²	0.352	0.199	0.493	0.512	0.519

적효용추구 유인에 기인한 이사회 감시기능의 약화 가능성에 관련한 이론적/실무적 논의를 기반으로 한 본 연구의 가설1이 지지되고 있음을 의미한다.

상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치로 HHI의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 기업규모(Size)의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었는데, 국내 자본시장에서 이사회 감시기능 형성에 관련한 대부분의 정책 또는 규제가 총자산을 기준으로 적용되고 있기 때문인 것으로 해석된다. 기업의 수익성(ROA)은 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났으며, 기업가치의 대응치인 M/B ratio는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 한편, 설립연수가 낮은 기업일수록, 재벌 소속기업일수록 이사회 모니터링 기능을 강화시키고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대규모 기업집단(재벌) 소속 기업의 경우 과거 경제위기 이후 지배구조 상의 취약성이 꾸준히 제기됨에 따라 별도의 강화된 정책 또는 규제가 적용되고 있기 때문으로 해석이 가능하다. 외국인 및 기관투자자의 지분율은 명확한 방향성이 관찰되지 않아 일반화된 결론을 내릴 수 없었다.

〈표 6〉은 본 연구의 주된 목적인 지배주주의 소유-지배 괴리도의 상층이 이사회 감시기능을 약화시키는 영향력이 과연 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 달라질 수 있는가를 회귀분석한 결과이다. 모형(1)은 이사회 내 사외이사 비중(Composition)을 종속변수로 활용한 결과인데, 소유-지배 괴리도의

추정계수는 경쟁위협 수준이 상위 33%에 해당하는 표본(High)에서 통계적으로 유의적이지 않는 것으로 관찰되었다. 반면, 경쟁위협 수준이 중위 34%에 해당하는 표본(Median)과 하위 33%에 해당하는 표본에서는 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 한편, 경쟁위협 수준에 따른 지배주주의 소유-지배 괴리도의 추정계수의 차이(Disparity*High vs. Disparity*Low)는 1% 수준에서 유의미한 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 따라서 경쟁적인 상품시장에서는 지배주주의 사적효용추구 유인에 따라 이사회 감시기능을 약화시키는 영향력이 사라질 수 있음을 의미하며, 이는 경쟁위협의 규율효과로 볼 수 있다. 이러한 결과는 경쟁위협이 높은 상황에서 지배주주의 사적효용추구에 따른 편익이 감소할 것이기 때문에 굳이 무리하게 이사회 감시기능을 약화시킬 유인이 없기 때문이다. 더욱이 경쟁위협 수준의 감소에 따라 지배주주의 소유-지배 괴리도가 이사회 감시기능에 미치는 한계효과는 단조증가(Median: 0.0438 → Low: 0.0609)하고 있는 것으로 관찰되고 있는데, 이는 경제적 의미 차원에서 경쟁위협의 규율효과가 유의미함을 확인시켜주는 결과이다. 따라서 국내 자본시장에서 경쟁위협이 지배주주의 사적효용추구 유인을 규율하는 영향력은 이들이 핵심적인 내부 지배구조로서 이사회 감시기능을 약화시키는 효과를 통해 관찰될 수 있음을 보여준다.²⁷⁾ 한편, 모형(2)는 사외이사의 이사회 의장 여부(Leadership)를 종속변수로 활용한 결과인데, 지배주주의 소유-지배 괴리도의 추정계수는 상품시장에서의 경쟁 수준이 가장 낮은 경우에만

27) 다중공선성의 발생 가능성을 우려하여 전체 표본으로 상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치의 상위 33%에 해당하는 기업의 경우 1. 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수를 설정하여 지배주주의 소유-지배 괴리도와 상호작용이 이사회 감시기능에 미치는 효과를 분석한 경우에도 상호작용 변수의 추정계수가 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타나 본 연구의 주요 가설이 지지될 수 있음을 확인할 수 있었다. 이러한 분석을 제안해주신 심사자께 감사한다.

〈표 6〉 상품시장에서의 경쟁 위협 하에 지배주주의 소유-지배 괴리도의 이사회 감시기능과의 관계

이 표는 지배주주의 소유-지배 괴리도와 이사회 감시기능의 관계가 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 달라질 수 있는지를 실증분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에 제시된 바와 같으며, 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식으로 추정된 t-statistics를 의미한다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
	OLS	Ordered probit	OLS	OLS	OLS
	Composition	Leadership	Committee	Mcommittee	Intensive
상수항(cut1)	-0.5429*** [-14.45]	11.4230*** [12.23]	-7.7245*** [-17.60]	-6.1865*** [-22.94]	-1.7042*** [-24.21]
Disparity*High	0.0193 [1.06]	0.1858 [0.42]	-0.1941* [-1.91]	-0.2078** [-2.47]	-0.0518** [-2.29]
Disparity*Median	-0.0438*** [-2.69]	-0.1032 [-0.22]	-0.2920** [-2.55]	-0.2481*** [-2.63]	-0.0638** [-2.51]
Disparity*Low	-0.0609*** [-4.05]	-1.8151*** [-3.66]	-0.4787*** [-3.61]	-0.3437*** [-3.80]	-0.1075*** [-4.58]
High	0.0084 [1.51]	-0.1452 [-0.89]	0.2080*** [5.50]	0.1818*** [6.32]	0.0476*** [6.15]
Low	-0.0188*** [-2.88]	-0.1435 [-0.78]	-0.0527 [-0.97]	-0.0026 [-0.07]	0.0012 [0.12]
HHI	0.1717*** [5.89]	-0.3694 [-0.52]	1.5533*** [5.70]	0.7539*** [4.79]	0.1800*** [3.68]
Size	0.0424*** [24.19]	0.3410*** [7.11]	0.4448*** [24.98]	0.3448*** [28.89]	0.0937*** [28.50]
Leverage	0.0135 [1.21]	-0.3237 [-1.09]	-0.0849 [-1.06]	-0.0031 [-0.05]	0.0039 [0.25]
ROA	-0.0694*** [-3.28]	-0.6762 [-1.28]	-0.5478*** [-3.67]	-0.3761*** [-3.85]	-0.0959*** [-3.97]
M/B ratio	0.0066*** [3.73]	0.0072 [0.18]	0.0737*** [4.89]	0.0546*** [5.09]	0.0154*** [5.40]
Age	-0.0002 [-1.21]	-0.0109** [-2.35]	-0.0052*** [-4.02]	-0.0054*** [-5.46]	-0.0014*** [-5.17]
Volatility	0.6691*** [3.57]	6.1890 [0.98]	4.7340*** [3.60]	3.9266*** [3.98]	0.9688*** [3.59]
Chaebol	0.0324*** [5.41]	0.0795 [0.61]	0.2631*** [5.54]	0.2301*** [6.12]	0.0685*** [6.56]
Foreign	-0.0320** [-2.26]	0.6394 [1.58]	-0.0923 [-0.82]	0.0514 [0.52]	0.0159 [0.59]
Institution	0.0764*** [3.17]	-0.8052 [-1.37]	-0.3082 [-1.36]	-0.2181 [-1.39]	-0.0796** [-2.18]
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3,019	3,019	3,019	3,019	3,019
adj-R ² /Pseudo R ²	0.361	0.212	0.501	0.521	0.527
High vs. Low	12.00*** (0.0005)	8.78*** (0.0030)	3.03* (0.0818)	1.22 (0.2693)	2.92* (0.0874)

1% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 값으로 관찰되었다. 한편, 앞선 결과와 유사하게 경쟁 위협 수준에 따른 지배주주의 소유-지배 괴리도의 추정계수의 차이(Disparity*High vs. Disparity & Low)는 5% 수준에서 유의미한 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 따라서 지배주주가 이사회 의장을 사실상 자신의 의사결정권한 하에 있는 최고경영자 또는 사내이사로 선임할 가능성은 경쟁위협이 낮은 상황 하에서만 주로 관찰될 수 있음을 의미한다. 모형(3)은 이사회 내 하부 위원회 숫자(Committee)를 종속변수로 활용한 결과인데, 지배주주의 소유-지배 괴리도의 추정계수는 모든 표본에서 최소 10% 수준 하에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 하지만 경제적 의미를 대리하는 추정계수의 크기와 통계적 유의성은 경쟁적인 상품시장(High)에서 비경쟁적인 상품시장(Low)로 갈수록 단조증가하는 것으로 관찰되었으며, 경쟁위협 수준에 따른 지배주주의 소유-지배 괴리도의 추정계수의 차이(Disparity*High vs. Disparity*Low) 역시 10% 수준에서 유의미한 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이는 사적효용추구 유인에 근거한 지배주주가 이사회 의감시기능을 약화시키는 영향력이 주로 비경쟁적인 상품시장에서 강하게 관찰되고 있음을 의미한다. 이러한 결과는 이사회 내 감시위원회 숫자(Mcommittee)를 활용한 모형(4), 감시위원회 내 사외이사 비중(Intensive)을 활용한 모형(5)에서도 동일하게 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다. 한편, 경쟁적인 상품시장(High)과 비경쟁적인 상품시장(Low)를 의미하는 더미변수는 통계적 유

의성이 일관적이지 않은 것으로 나타났다. 이는 이들 변수가 직접적으로 이사회 의감시기능에 미치는 영향력 보다는 지배주주의 소유-지배 괴리도에 기인한 사적효용추구 유인을 규율하는 영향력이 보다 명확함을 보여주는 결과로 해석이 가능하다. 여타 통제변수의 추정결과는 대체적으로 <표 5>와 유사하게 관찰되었다.

정리하면, 지배주주가 사적효용확대 유인에 기인하여 이사회 의감시기능을 약화시키는 영향력이 상품시장에서의 경쟁 수준에 달라질 수 있음을 확인할 수 있었다. 이는 본 연구의 가설2를 지지하는 결과이며, 경쟁위협의 현실적으로 지배주주의 사적효용추구 유인을 규율하고 있음을 보여주는 결과이다.

4.3 강건성 검증 및 추가분석

일반적으로 기업재무 분야의 연구에 있어 내생성 문제²⁸⁾는 쉽게 간과할 수 있는 부분이 아니다. 특히, 역의 인과관계(reverse causality)에 기인한 내생성 문제가 흔히 제기될 수 있는데, 본 연구의 주된 가설과 달리 이사회 의감시기능에 따라 지배주주가 소유-지배 괴리도를 변경시킬 가능성을 배제할 수 없다. 물론, 현실적으로 과도한 통제권을 보유한 지배주주가 이사회 의감시기능을 회피하기 위해 소유-지배 괴리도를 감소시킨다는 가정은 쉽사리 이해하기 어려운 측면이 있다. 오히려 본 연구 가설이 제시하는 바와 같이 이사회 구성 및 운영을 변경한다는 것이 국내 자본시장의 현실을 보다 적절히 반영할 수 있을 것이다. 하지만 앞서 언급한 바와 같이

28) 국내 자본시장의 대규모 기업집단(재벌)의 그룹문화 내지는 기업특성의 차이가 본 연구 결과에 미치는 영향력을 고려하여 재벌소속 기업의 경우 해당 그룹더미변수(group effect)와 독립기업의 경우 기업더미변수(firm effect)를 활용하여 고정효과모형(fixed effect model)을 추정한 결과, 보고된 결과와 유사하게 지배주주의 소유-지배 괴리도의 상승이 이사회 의감시기능을 약화시킴을 확인할 수 있었다. 이러한 분석을 제안해주신 심사자에게 감사한다.

잠재적으로 발생 가능한 역의 인과관계에 기인한 실증분석결과의 오류를 완화시키고, 연구결과의 강건성을 제시하기 위해 본 연구는 2단계 연립방정식 모형을 추정한다. 일반적으로 새로운 도구변수 설정에는 연구자의 자의성이 개입될 여지가 존재한다. 따라서 본 연구는 도구변수(instrument variable)로 1개 회계연도 이전 지배주주의 소유-지배 괴리도를 활용²⁹⁾한다. 먼저, 도구변수를 활용하여 지배주주의 소유-지배 괴리도의 추정치(predicted value)를 추정하고, 2단계에서 동 추정치가 이사회 감시기능에 미치는 영향을 확인하였다. <표 7>은 2단계 연립방정식 모형을 통해 본 연구의 주요 가설을 재검증한 결과이다. 지배주주의 소유-지배 괴리도 추정치는 <표 6>의 결과와 동일하게 경쟁적인 상품시장(High) 내 표본들에서는 통계적으로 유의하지 않은 것을 관찰되었다. 반면, 비경쟁적인 상품시장(Low) 내 표본들에서는 대체적으로 1% 수준 하에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 역의 인과관계에 기인한 내생성 문제를 통계³⁰⁾한 뒤에도 본 연구의 결과가 강건성을 가짐을 의미한다.³¹⁾

본 연구는 주요 변수로 상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치의 한계를 고려하여 추가적인 변수를 통해 분석결과의 강건성을 확인한다. <표 8>의 Panel A는 상품시장에서의 경쟁의 대응치로 CR₄(Concentration ratio)를 활용한 결과이다. 앞서 <표 6>의 분석모형과 유사하게 CR₄를 기준으로 전체 표본을 3개로 나

누어 각 표본에서 지배주주의 소유-지배 괴리도의 추정계수의 크기와 통계적 유의성을 비교한다. 분석결과, <표 6>의 결과와 유사하게 지배주주의 소유-지배 괴리도의 추정계수는 경쟁적인 상품시장(High)에서는 통계적 유의성이 사라지거나 감소하는 것으로 관찰되었으며, 비경쟁적인 상품시장(Low)에서는 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 가설1을 통해 확인된 지배주주의 소유-지배 괴리도에 근거한 사적효용추구 유인으로 인해 이사회 감시기능을 약화시키는 영향력이 상위 4개 기업의 시장점유율 집중도가 높은 비경쟁적인 상품시장에서만 주로 유의미하게 관찰됨을 의미한다. Panel B는 가격 대비 비용 마진(price-cost margin)을 상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치로 고려하여 유사한 방식으로 분석한 결과인데, 마찬가지로 앞서 <표 6>의 결과와 대체적으로 유사한 결과가 확인되었다. 특히, 앞서 언급한 바와 같이 가격 대비 비용 마진은 외국기업으로부터의 경쟁위협 가능성도 어느 정도 반영하여 변수화된 것으로, 이러한 가능성이 분석에 누락함으로써 발생할 오류가 본 연구결과에 미치는 영향력이 중대하지 않음을 보여주는 결과로 해석이 가능하다. 이상의 결과를 종합하면, 본 연구의 결과가 상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치에 따라 분석결과에 영향을 받을 가능성이 낮으며, 강건성이 존재함을 다시금 확인시켜준다.

한편, 앞서 이사회 감시기능의 대응치들은 대부분 이사회 구조(structure)에 관련된 지표로 정

29) 1단계 추정식에서 F-statistic은 10이상(rule of thumb)으로 나타났으며, 도구변수와 이사회 감시기능의 대응치(종속변수) 간 상관계수는 통계적으로 유의적이지 않은 것으로 나타나 2단계 연립방정식 모형 설정의 적절성을 확인할 수 있었다. 그럼에도 불구하고 도구변수의 선정과 타당성에는 연구자의 자의성이 개입될 수 있으므로 해석에 주의가 필요하다.

30) 모든 독립변수를 t-1기 수치로 활용하고, 지배주주의 소유-지배 괴리도의 t-2기 수치를 도구변수로 활용하여 GMM 방식을 통해 2SLS 분석을 수행한 결과, 보고된 결과와 대동소이한 결과가 관찰되었다. 이는 다양한 전체 하에서도 본 연구의 가설이 강건성 있게 지지됨을 확인시켜준다. 이러한 분석방식을 제안해주신 심사자에게 감사한다.

31) 추가적으로 clustered standard error at firm level 방식을 활용하거나 시차를 고려하여 모든 독립변수를 t-1기의 수치를 활용한 분석을 수행한 경우에도 대체로 보고된 결과와 대동소이한 결과를 확인할 수 있었다.

〈표 7〉 대안적 모형 활용: 2단계 연립방정식 모형 (내생성 통제)

이 표는 2단계 연립방정식 모형을 통해 지배주주의 소유-지배 괴리도와 이사의 감시기능의 관계가 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 달라질 수 있는지를 실증분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에 제시된 바와 같으며, 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식으로 추정된 t-statistics를 의미한다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
	Composition	Leadership	Committee	Mcommittee	Intensive
상수항	-0.5209*** [-11.48]	-0.7915*** [-5.40]	-7.7667*** [-16.05]	-6.2160*** [-19.97]	-1.7045*** [-20.77]
Disparity(predicted)	0.0208	0.0476	-0.1079	-0.1448	-0.0262
*High	[0.65]	[0.77]	[-0.54]	[-0.87]	[-0.58]
Disparity(predicted)	-0.1073***	-0.1198***	-0.5316**	-0.3931**	-0.1026**
*Median	[-3.53]	[-2.62]	[-2.42]	[-2.15]	[-2.07]
Disparity(predicted)	-0.0891***	-0.2440***	-0.8334***	-0.6459***	-0.1944***
*Low	[-3.09]	[-3.62]	[-3.47]	[-3.86]	[-4.47]
High	0.0004	-0.0111	0.1692***	0.1536***	0.0390***
	[0.05]	[-0.89]	[3.08]	[3.64]	[3.49]
Low	-0.0254***	0.0256	-0.0583	0.0116	0.0047
	[-2.96]	[1.12]	[-0.85]	[0.25]	[0.36]
HHI	0.1876***	-0.0932	1.6629***	0.7450***	0.1817***
	[5.43]	[-0.71]	[5.23]	[4.27]	[3.22]
Size	0.0422***	0.0462***	0.4512***	0.3508***	0.0952***
	[20.50]	[5.81]	[23.52]	[26.06]	[25.62]
Leverage	0.0047	-0.0386	-0.1423	-0.0505	-0.0101
	[0.35]	[-1.37]	[-1.48]	[-0.73]	[-0.53]
ROA	-0.0779***	-0.1410***	-0.5318***	-0.3757***	-0.1021***
	[-3.06]	[-3.69]	[-3.19]	[-3.35]	[-3.54]
M/B ratio	0.0069***	-0.0007	0.0686***	0.0561***	0.0159***
	[3.16]	[-0.17]	[3.49]	[4.04]	[4.31]
Age	-0.0002	-0.0016***	-0.0054***	-0.0052***	-0.0013***
	[-1.18]	[-4.04]	[-3.58]	[-4.52]	[-4.17]
Volatility	0.7570***	0.4154	5.6215***	4.1187***	1.0077***
	[3.28]	[0.83]	[3.35]	[3.32]	[2.95]
Chaebol	0.0394***	0.0173	0.3006***	0.2491***	0.0756***
	[5.41]	[1.28]	[5.41]	[5.50]	[6.03]
Foreign	-0.0220	0.0390	-0.0645	0.0657	0.0196
	[-1.29]	[0.86]	[-0.50]	[0.58]	[0.63]
Institution	0.0611**	-0.0366	-0.4035	-0.3040*	-0.0941**
	[2.19]	[-0.47]	[-1.57]	[-1.65]	[-2.12]
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2,316	2,316	2,316	2,316	2,316
adj-R ²	0.364	0.138	0.514	0.527	0.533

〈표 8〉 상품시장에서의 경쟁 수준의 대안적 지수 활용

이 표는 상품시장에서의 경쟁 수준의 대안적 지수(CR₄, 가격 대비 비용 마진(price-cost margin))을 활용하여 지배주주의 소유-지배 괴리도와 이사회회 감시기능의 관계가 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 달라질 수 있는지를 실증분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에 제시된 바와 같으며, 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식으로 추정된 t-statistics를 의미한다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

Panel A: Concentration ratio (CR ₄)					
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
	OLS	Ordered probit	OLS	OLS	OLS
	Composition	Leadership	Committee	Mcommittee	Intensive
상수항(cut1)	-0.5687*** [-15.32]	10.7644*** [12.07]	-7.9841*** [-18.09]	-6.3188*** [-23.51]	-1.7350*** [-24.65]
Disparity*High	0.0118 [0.63]	0.1309 [0.29]	-0.1847* [-1.76]	-0.1880** [-2.18]	-0.0460** [-1.97]
Disparity*Median	-0.0343** [-2.15]	-0.4838 [-1.02]	-0.3300*** [-2.97]	-0.2838*** [-3.08]	-0.0732*** [-2.95]
Disparity*Low	-0.0625*** [-4.17]	-1.0490* [-1.77]	-0.4423*** [-3.30]	-0.3218*** [-3.53]	-0.1025*** [-4.34]
High	0.0225*** [3.19]	-0.2689 [-1.37]	0.2937*** [5.55]	0.2269*** [6.12]	0.0582*** [5.75]
Low	-0.0163** [-2.09]	0.0653 [0.28]	-0.0881 [-1.42]	-0.0348 [-0.80]	-0.0081 [-0.68]
CR ₄	0.0941*** [4.06]	-1.2384* [-1.79]	0.9102*** [4.66]	0.5076*** [4.07]	0.1266*** [3.59]
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3,019	3,019	3,019	3,019	3,019
adj-R ² /Pseudo R ²	0.355	0.207	0.494	0.518	0.525
Panel B: Price-cost margin					
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
	OLS	Ordered probit	OLS	OLS	OLS
	Composition	Leadership	Committee	Mcommittee	Intensive
상수항(cut1)	-0.5441*** [-8.97]	10.0428*** [6.75]	-8.1198*** [-13.20]	-6.3204*** [-16.20]	-1.7126*** [-15.90]
Disparity*High	-0.0052 [-0.34]	-0.3436 [-0.69]	-0.0452 [-0.41]	-0.0842 [-0.92]	-0.0281 [-1.16]
Disparity*Median	-0.0319* [-1.91]	-0.6331 [-1.26]	-0.3862*** [-3.58]	-0.2959*** [-3.58]	-0.0723*** [-3.11]
Disparity*Low	-0.0604*** [-3.47]	-0.6622 [-1.37]	-0.5506*** [-3.94]	-0.4559*** [-4.53]	-0.1370*** [-5.35]
High	-0.0128** [-2.22]	-0.2432 [-1.36]	-0.0970** [-2.37]	-0.0696** [-2.31]	-0.0181** [-2.22]
Low	0.0039 [0.62]	0.0068 [0.04]	0.1146** [2.42]	0.1141*** [3.26]	0.0281*** [3.01]
Price-cost margin	0.0170 [0.32]	-0.4284 [-0.31]	0.5128 [1.08]	0.3094 [0.99]	0.0600 [0.65]
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3,019	3,019	3,019	3,019	3,019
adj-R ² /Pseudo R ²	0.349	0.196	0.488	0.513	0.520

태적(static) 특성을 갖는다는 한계를 갖는다. 따라서 이사회 활동(activities)을 바탕으로 동태적(dynamic) 특성을 반영하여 보다 풍부한 논거를 마련할 필요성이 제기된다. 이에 본 연구는 이사회 의 감시활동에 대한 대응치로 사외이사의 이사회 의 결사항 반대 행사 여부를 종속변수로 활용한다. 동 변수는 이산형 변수(discrete variable)의 형태를 갖기 때문에 본 연구는 Probit model을 통해 실증 분석을 수행한다. <표 9>는 이러한 분석의 추정결과를 제시하고 있다. 지배주주의 소유-지배 괴리도는 사외이사의 이사회 의결사항 반대 행사 여부에 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 관찰되었지만, 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 한편, 지배주주의 소유-지배 괴리도의 추정계수는 비경쟁적인 상품시장에서는 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 관찰되었지만, 통계적으로 유의하지 않은 것으로 관찰되었다. 마찬가지로 경쟁적인 상품시장에서도 통계적으로 유의미한 결과가 관찰되지 않았다. 이러한 결과는 지배주주의 소유-지배 괴리도에 근거한 사적효용 추구 유인이 경쟁위협에 달라질 수 있다는 본 연구의 주요 가설이 이사회 의 감시활동을 종속변수로 한 경우에는 강하게 관찰되지 않음을 의미한다. 하지만 일반적으로 사외이사의 이사회 의결사항 반대 행사 여부가 지배주주의 사적효용추구 유인을 규율하는 효과를 가지기에는 현실적인 한계점을 가지기 때문에 이를 일반화하기에 상당히 제한적이다. 즉, 사외이사가 의결사항에 반대의견을 표명한 경우에도 이사회 구조가 원천적으로 취약한 경우 이의 실효성을 장담할 수 없기 때문에 굳이 지배주주가 이를 견제할 이유가 없기 때문으로 해석이 가능할 것이다. 오히려 사전적으로 이사회 의 감시기능을 취약화 함으로써 규율 가능성을 차단한다는 앞선 결과들의 논리가 보다 적절함을 의미한다. 다만, 향후 사외이사의

이사회 의결사항에 대한 반대 의견 행사가 보다 적극적으로 이루어지고, 실제로 기업경영에 중대한 영향력을 갖는 경우 지배주주가 이를 견제하는 효과는 보다 강하게 관찰될 것으로 예상할 수 있다.

다양한 이사회 특성을 고려할 때, 본 연구가 주목하고 있는 이사회 의 감시기능에 대한 대응치들이 반영하지 못하는 여타 특성들을 감안하여 종합적이고 포괄적인 지수를 분석에 추가적으로 활용한다. 앞서 언급한 바와 같이 한국기업지배구조원의 기업별 이사회 구성 및 운영 평가결과는 복잡·다양한 이사회 특성을 모두 포괄하고 있기 때문에 활용성이 높다. 다만, 동 지표를 주요 연구가설 검증에 활용치 않은 이유는 지수화된 지표의 특성상 구체적이며, 세밀한 학술적, 실무적 시사점을 도출하는데 한계가 있기 때문이다. 따라서 강건성 검증 차원에서 동 지수를 활용한 분석결과로 추가적으로 보고한다. <표 10>은 동 지수를 종속변수로 활용하여 OLS 방식으로 회귀분석한 결과인데, 지배주주의 소유-지배 괴리도의 추정계수는 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 한편, 이러한 효과는 경쟁적인 상품시장(High)에서는 사라지고, 비경쟁적인 상품시장(Low)에서만 주로 관찰되는 것으로 확인되었다. 특히, 경쟁위협 수준이 약화될수록 소유-지배 괴리도의 추정계수의 크기와 통계적 유의성은 점차 증가하는 것으로 관찰되어 앞서 <표 6>의 결과와 동일함을 확인할 수 있었다. 따라서 종합적이고 포괄적인 이사회 의 감시기능에 대한 지수를 활용한 경우에도 본 연구의 결과는 그대로 유지될 수 있음을 의미한다.

마지막으로 본 연구의 가설의 여타 내부 지배구조에 적용 가능 여부를 판단해봄으로써 일반화된 결론을 내리기 위해 경영권 방어 조항 도입 여부를 추가적인 종속변수로 활용한다. 일반적으로 지배주주는

〈표 9〉 이사회 감시활동 결정요인 (Probit model)

이 표는 지배주주의 소유-지배 괴리도와 이사회 감시활동의 관계가 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 달라질 수 있는지를 실증분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에 제시된 바와 같으며, 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식으로 추정된 t-statistics를 의미한다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	Model (1)	Model (2)
	Opposition	Opposition
상수항	-9.7574*** [-9.27]	-9.5375*** [-8.97]
Disparity	-0.0246 [-0.09]	
Disparity*High		0.4311 [0.69]
Disparity*Median		0.3136 [0.67]
Disparity*Low		-0.4066 [-1.06]
High		-0.1500 [-0.67]
Low		0.2197 [1.20]
HHI	0.9597** [2.33]	0.6814 [1.31]
Size	0.4377*** [8.84]	0.4239*** [8.45]
Leverage	-0.7293** [-2.06]	-0.7086* [-1.96]
ROA	-1.9449*** [-4.11]	-1.9701*** [-4.20]
M/B ratio	0.0831** [2.07]	0.0900** [2.18]
Age	-0.0119** [-2.53]	-0.0115** [-2.43]
Volatility	8.2671 [1.30]	7.2343 [1.12]
Chaebol	-0.1385 [-0.99]	-0.1515 [-1.07]
Foreign	-1.1983* [-1.86]	-1.1822* [-1.87]
Institution	0.4993 [1.20]	0.4957 [1.21]
Industry effect	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes
N	3,019	3,019
Pseudo R ²	0.316	0.320

〈표 10〉 이사회 구성 및 운영 관련 포괄적 지수 결정요인 (OLS)

이 표는 지배주주의 소유-지배 괴리도와 이사회의 감시기능에 대한 포괄적이며, 종합적인 지수(Board)의 관계가 상품 시장에서의 경쟁 수준에 따라 달라질 수 있는 지를 실증분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에 제시된 바와 같으며, 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식으로 추정된 t-statistics를 의미한다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	Model (1)	Model (2)
	Board	Board
상수항	-0.5596*** [-18.31]	-0.5811*** [-18.79]
Disparity	-0.0218*** [-3.21]	
Disparity*High		0.0072 [0.61]
Disparity*Median		-0.0239** [-2.19]
Disparity*Low		-0.0353*** [-3.29]
High		0.0119*** [3.50]
Low		-0.0105** [-2.08]
HHI	0.0417** [2.13]	0.1055*** [3.62]
Size	0.0419*** [27.02]	0.0430*** [27.80]
Leverage	-0.0115 [-1.62]	-0.0123* [-1.75]
ROA	-0.0464*** [-3.99]	-0.0497*** [-4.28]
M/B ratio	0.0102*** [7.24]	0.0093*** [6.78]
Age	-0.0006*** [-5.45]	-0.0007*** [-5.61]
Volatility	0.2631** [2.10]	0.3348*** [2.71]
Chaebol	0.0290*** [7.02]	0.0295*** [7.27]
Foreign	0.0293*** [2.83]	0.0281*** [2.72]
Institution	0.0172 [1.18]	0.0155 [1.05]
Industry effect	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes
N	3,019	3,019
adj-R ²	0.540	0.547

〈표 11〉 경영권 방어 조항 도입 여부 결정요인 (Probit model)

이 표는 지배주주의 소유-지배 괴리도와 경영권 방어 조항 도입 여부의 관계가 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 달라질 수 있는지를 실증분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에 제시된 바와 같으며, 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식으로 추정된 t-statistics를 의미한다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의 수준에서 유의미함을 의미한다.

	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
	Cumulative vote	Cumulative vote	Paper vote	Paper vote
상수항	-7.9901*** [-9.91]	-8.3382*** [-9.60]	-6.7781*** [-10.57]	-6.9598*** [-10.70]
Disparity	-0.6233** [-2.04]		-0.6078*** [-2.97]	
Disparity*High		-0.6017 [-0.98]		0.1500 [0.43]
Disparity*Median		0.7964** [1.97]		-0.5865* [-1.78]
Disparity*Low		-2.1610*** [-4.17]		-1.2985*** [-3.59]
High		0.4276*** [2.98]		-0.0185 [-0.18]
Low		0.4340** [2.56]		-0.0407 [-0.33]
HHI	0.1629 [0.38]	0.3493 [0.63]	-0.0532 [-0.14]	0.3917 [0.81]
Size	0.1266*** [3.01]	0.1234*** [2.83]	0.0638* [1.95]	0.0722** [2.19]
Leverage	0.1532 [0.58]	0.3104 [1.14]	0.5114** [2.57]	0.5162*** [2.59]
ROA	0.2836 [0.65]	0.2333 [0.52]	0.5624 [1.56]	0.5577 [1.53]
M/B ratio	-0.0123 [-0.34]	-0.0215 [-0.59]	0.0035 [0.12]	-0.0062 [-0.21]
Age	-0.0003 [-0.08]	0.0012 [0.30]	-0.0050 [-1.59]	-0.0052 [-1.62]
Volatility	1.7908 [0.36]	1.4387 [0.28]	3.3031 [0.97]	3.6101 [1.06]
Chaebol	-0.1007 [-0.73]	-0.0697 [-0.50]	0.0520 [0.53]	0.0465 [0.48]
Foreign	-0.9235 [-1.35]	-0.8560 [-1.28]	-0.3802 [-0.85]	-0.5240 [-1.24]
Institution	0.3287 [0.81]	0.3788 [0.90]	-1.1063*** [-2.63]	-1.1260*** [-2.59]
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3,019	3,019	3,019	3,019
Pseudo-R ²	0.127	0.149	0.046	0.052

사적효용추구가 불리일수록 여타 투자자로부터의 경영권 위협 내지는 주주들로부터의 주주행동주의 가능성을 감소시키기 위해 사전에 기업정관에 경영권 방어 조항을 삽입시킬 수 있다. 본 연구는 경영권 방어 조항 중 가장 기초적인 집중투표제와 서면투표제 도입 여부를 활용한다. 이들 조항이 정관에 포함된 경우 적극적인 주주행동주의로 인한 사적효용추구 행위에 대한 규율 가능성이 높아질 것이므로 지배주주는 가급적 이들 조항을 배제시키길 선호할 것이다. <표 11>은 이들 조항이 기업정관의 포함 여부를 종속변수로 활용한 결과이다. 이들 종속변수는 모두 이산형 변수(discrete variable)의 형태를 갖기 때문에 본 연구는 Probit model을 통해 실증분석을 수행한다. 모형(1)과 (2)는 집중투표제 도입 여부를 종속변수로 활용한 결과인데, 지배주주의 소유-지배 괴리도의 추정계수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 소유-지배 괴리도가 높은 경우 지배주주는 사적효용추구에 따라 향후 주주들에 의한 저항을 사전에 차단하기 위해 집중투표제 도입을 꺼려하고 있음을 의미한다. 반면, 이러한 효과는 주로 비경쟁적인 상품시장(Low)에서만 주로 관찰되며, 경쟁적인 상품시장(High)에서는 사라지는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 경쟁위험으로 인해 사적효용의 확대가 어려운 상황 하에서는 집중투표제 도입을 배제시킬 유인이 감소하기 때문으로 해석이 가능하다. 반대로, 경쟁위험이 낮아 사적효용의 확대가 용이한 환경 하에서는 주주들로부터의 간섭을 차단하기 위해 적극적으로 집중투표제 도입을 견제하고 있음을 의미한다. 한편, 모형(3)과 (4)는 서면투표제 도입 여부를 종속변수로 활용한 결과인데, 앞서 모형(1)과 (2)의 결과와 유사한 결과가 확인되었다. 따라서 지배주주의 소유-지배 괴리도에 근거한 사적효용추구 유인의 확

대가 효율적인 내부 지배구조 형성을 약화시키는 영향이 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 달라질 수 있다는 본 연구의 주요 가설은 경영권 방어 조항과 같은 여타 내부 지배구조에 대해서도 적용이 가능함을 의미한다. 따라서 본 연구의 결과를 기업의 내부 지배구조 형성 전반에 대해서도 일반화할 수 있음을 의미하며, 강건성을 재차 확인시켜준다.

V. 결론 및 시사점

본 연구는 지배주주의 사적효용추구 유인을 대리하는 소유-지배 괴리도가 이사회 감시기능에 미치는 영향력이 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 달라질 수 있음을 확인하는 최초의 연구이다. 일반적으로 기업집단 전체에 대한 통제권을 보유한 지배주주는 사적효용을 확대하기 위해 이사회 감시기능을 약화시킴으로써 자신들에게 유리한 환경을 조성할 유인을 보유하는 것으로 알려져 있다. 하지만 경쟁적인 상품시장에서는 높은 투자위험과 파산비용을 부담해야 하며, 주주 및 투자자로부터의 규율 가능성이 상승하기 때문에 지배주주는 적극적으로 사적효용추구 행태를 확대하기 어려울 것으로 예상할 수 있다. 따라서 지배주주는 사적효용을 확대하기 어려운 상황 하에서 굳이 이사회 감시기능을 약화시킴으로써 정책당국의 규제와 시장규율의 가능성을 가중시키길 꺼려할 것이다.

실증분석결과, 지배주주의 소유-지배 괴리도의 상승은 이사회 감시기능을 약화시키는 것으로 나타났다. 반면, 이러한 효과는 비경쟁적인 상품시장에서 주로 관찰되며, 경쟁적인 상품시장에서는 사라지거나 감소하는 것으로 나타났다. 이는 경쟁위험에

의한 규율효과가 지배주주가 사적효용을 추구하려는 유인을 감소시키기 때문으로 해석이 가능하다. 이러한 관계는 내생성 문제를 완화시킨 경우, 여타 상품시장에서의 경쟁 지수를 활용한 경우, 이사회에 감시기능에 대한 보다 구체적인 포괄적인 지수를 사용한 경우에도 유사하게 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다. 한편, 추가적으로 상품시장에서의 경쟁과 소유-지배 괴리도의 상호관계가 경영권 방어 조항 채택 여부에 미치는 영향을 분석한 결과에서도 동일한 관계가 관찰되어 연구의 주장을 보다 일반화할 수 있음을 확인할 수 있었다.

본 연구의 결과는 국내 자본시장에서 상품시장에서의 경쟁 위협이 지배주주의 사적효용 추구 유인에 기인한 이사회에 감시기능을 감소시키려는 행태를 사전에 차단하는 효과적인 장치로 이해될 수 있음을 의미한다. 이를 통해 다양한 기업의 내·외부 특성에 영향을 받아 내생적으로 결정되는 이사회에 감시기능에 대해 이해를 높일 수 있을 것으로 예상되며, 최근 기업재무 분야에서 부각되고 있는 상품시장에서의 경쟁의 규율효과를 국내 자본시장의 현실을 감안하여 구체적으로 제시한다는 측면의 시사점을 가질 것으로 예상된다. 무엇보다 국내와 같이 외부 경영통제장치의 비효율성으로 인해 대리인문제의 규율이 주로 같은 내부 지배구조에 의존성이 높은 환경 하에서 본 연구의 결과는 어떤 방식으로 효율적으로 이사회에 감시기능을 제고시킬 수 있는 지에 대한 실무적, 정책적 시사점을 제시할 것으로 기대된다.

참고문헌

- Adams, R., B. Hermalin, and M. Weisbach(2010), "Boards of Directors and Their Role in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey," *Journal of Economic Literature*, 48, 58-107
- Adams, R., and D. Ferreria(2009), "Women in Boardroom and Their Impact on Governance and Performance," *Journal of Financial Economics*, 94, 291-309
- Alchian, A.(1950), "Uncertainty, Evolution and Economic Theory," *Journal of Political Economy*, 58, 211-221
- Ammann, M., D. Osech, and M. Schmid(2013), "Product Market Competition, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the EU-area," *European Financial Management*, 19, 452-469
- Baek, J., J. Kang, and I. Lee(2006), "Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols," *Journal of Finance*, 61, 2415-2449
- Berle, A., and G. Means(1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Publishing Co., New York
- Black, B., and W. Kim(2011), "The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data," *Journal of Financial Economics*, 104, 203-226
- Black, B., H. Jang, and W. Kim(2006), "Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence from Korea," *Journal of Corporate Finance*, 12, 660-691

- Black, B., W. Kim, H. Jang, and K. Park(2009), "How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea," Working Paper
- Boeker, W., and J. Goodstein(1991), "Organizational Performance and Adaptation: Effects of Environment and Performance on Changes in Board Composition," *Academy of Management Journal*, 34, 805-826
- Boone, A., L. Field, J. Karpoff, and C. Reheja(2007), "The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 85, 66-101
- Brickley, J., J. Coles, and G. Jarrell(1997), "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board," *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang(2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang(2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance*, 57, 2741-2771
- Coles, J., N. Daniel, and L. Naveen(2008), "Boards: Does one Size Fit All?," *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356
- Demsetz, H., and K. Lehn(1985), "The Structure of Corporate Ownership: Cause and Consequence," *Journal of Political Economy*, 93, 375-390
- Denis, D., and A. Sarin(1999), "Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations," *Journal of Financial Economics*, 52, 187-223
- Durnev, A., and E. Kim(2005), "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation," *Journal of Finance*, 60, 1461-1493
- Faleye, O., R. Hoitash, and U. Hoitash(2011), "The Costs of Intense Board Monitoring," *Journal of Financial Economics*, 101, 160-181
- Fama, E.(1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 88, 288-307
- Fama, E., and M. Jensen(1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325
- Gillian, S. J., Hartzell, and L. Starks(2006), "Tradeoffs in Corporate Governance: Evidence from Board Structures and Charter Provisions," Working Paper
- Giroud, X., and H. Mueller(2011), "Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices," *Journal of Finance*, 66, 563-600
- Griffith, R.(2001), "Product Market Competition, Efficiency and Agency Cost: An Empirical Analysis," Institute for Fiscal Studies Working Paper
- Grullon, G., and R. Michaely(2007), "Corporate Payout Policy and Product Market Competition," Working Paper
- Grundfest, J.(1993), "Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates," *Stanford Law Review*, 4, 857-937
- Hart, O. (1983), "The market mechanism as an incentive scheme," *Bell Journal of Economics*, 14, 366-382
- Hermalin, B., and M. Weisbach(1998), "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Moni-

- toring of the CEO," *American Economic Review*, 88, 96-118
- Holmstrom, B.(1982), "Moral Hazard in Teams," *Bell Journal of Economics*, 13, 324-340
- Joh, S.(2003), "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic crisis," *Journal of Financial Economics*, 68, 287-322
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer(2000), "Tunneling," *American Economic Review*, 90, 22-27
- Karuna, C.(2007), "Industry Product Market Competition and Managerial Incentives," *Journal of Accounting and Economics*, 43, 275-297
- Karuna, C.(2010), "Industry Product Market Competition and Corporate Governance," Working Paper
- Kim, E., and Y. Lu(2011), "CEO Ownership, External Governance, and Risk-taking," *Journal of Financial Economics*, 102, 272-292
- Kim, E., and W. Kim(2008), "Changes in Korean Corporate Governance: A Response to Crisis," *Journal of Applied Corporate Finance*, 20, 47-58
- Klein, A., and E. Zur(2009), "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors," *Journal of Finance*, 64, 187-229
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 54, 471-517
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny(2000), "Agency Problem and Dividend Policies Around the World," *Journal of Finance*, 55, 1-33
- Leland, H., and D. Pyle(1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, 32, 371-387
- Linck, J., J. Netter, and T. Yang(2008), "The Determinants of Board Structure," *Journal of Financial Economics*, 87, 308-328
- Mace, M.(1986), *Directors: Math and Reality*, Harvard Business School Press, Boston
- McConnell, J., and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612
- Pfeffer, J., and G. Salancik(1978), *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row, New York
- Raheja, C.(2005), "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 283-306
- Schmidt, M.(1997), "Managerial Incentives and Product Market Competition," *Review of Economic Studies*, 64, 191-213
- Shleifer, A., and R. Vishny(1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783
- Stigler, G.(1958), "The Economies of Scale," *Journal of Law and Economics*, 1, 54-71
- Tirole, J.(1988), *The Theory of Industrial Organization*, MIT Press, Cambridge, MA

Product Market Competition, Ownership-Control Disparity, and Board Characteristics*

Ji Hye Lee** · Hee Sub Byun***

Abstract

This paper investigates how the effect of ownership disparity of controlling shareholders on board monitoring is influenced by the competitive threat in product markets. Empirically, we confirm that the ownership disparity has significantly negative effect on the board monitoring as presented in previous literatures. However, this effect is strongly observed in less competitive product markets, while decreases or disappears in more competitive product markets. We can interpret this result as disciplinary effect of the competitive threat: as controlling shareholders' incentive to pursue private benefit of control is mitigated by the competitive threat, they would not undermine the board monitoring. This effect is robust to control for endogeneity problem, and to alternative measures of product market competition and board monitoring. Additionally, using the adoption of anti-takeover provisions as a dependent variable, the disciplinary effect of the competitive threat is consistently observed.

Extending the previous studies (Karuna, 2007, 2010; Giroud and Mueller, 2011), we examine the effect of interaction between product market competition and internal corporate governance on the board monitoring in Korean economy. Yet, in the process, we are the first who focus on the controlling shareholders' ownership disparity between cash flow rights and control rights which is rarely observed in developed countries. By focusing on that, we provide new hypotheses which are suitable for Korean market. The assumption that internal corporate governance is formed by being affected by one particular factor is very restricted and hard to generalize. It is formed by being influenced by interactions among various internal firm characteristics and

* This research was supported by Hallym University Research Fund, 2015 (HRF-201503-001).

** Research Professor, Department of Business Administration, Business School, Korea University, First Author

*** Assistant Professor, Department of Finance, College of Business, Hallym University, Corresponding Author

external environmental factors. Therefore, we provide generalized hypotheses and academic implications by considering the ownership disparity as well as the product market competition.

The results of this paper provide a critical political implications as well. In the Korean economy, the discipline on the agency problem is dependent mainly on the board monitoring, due to the weakness and inefficiency of other external control mechanisms such as market for corporate control and corporate managerial market. However, the regulations on the corporate governance should minimize the social and economic costs and maximize the benefit from it at the same time. In this context, the results of this paper imply that the regulations should be made by considering market structure: regulations that force intensive board monitoring should be focused more on the firms in less competitive industries. In addition, our results imply that the competitive threat could be regarded as an effective control device which could substitute the other external control mechanisms to diminish the agency problems.

Key words: Product market competition, Ownership-control disparity, Private benefit, Board monitoring, Anti-takeover provision

-
- 저자 이지혜는 현재 고려대학교 경영대학 연구교수로 재직중이다. 고려대학교 경영대학에서 재무론 전공으로 박사학위를 취득하였으며, 박사 학위 후에는 고려대학교 부설 기업지배구조연구소 연구원, 고려대학교 경영대학 강사, 서울시립대학교 경영대학 강사로 재직하였다. 주요 연구 분야는 대리인이론, 외부 경영통제장치(상품시장에서의 경쟁, 기업경영권시장 등)의 효율성 등이다.
 - 저자 변희섭은 현재 한림대학교 경영대학 재무금융학과 조교수로 재직중이다. 고려대학교 경영대학에서 재무론 전공으로 박사학위를 취득하였으며, 박사 학위 후에는 서울시립대학교 경영대학 강사, 예금보험공사 연구위원으로 재직하였다. 주요 연구 분야로 기업지배 구조이론, 기업의 사회적 책임 활동 전략, 금융기관의 경영전략 등이다.