

# 기업 지배구조의 합주(Orchestration): 균형성과표(Balanced Scorecard) 개념 적용을 통한 기업 지배구조의 성과 분석\*

김경묵  
덕성여자대학교 경영학과  
(kgmook@duksung.ac.kr)

.....

본 연구는 외환위기 이후 급격한 변화를 겪고 있는 국내 기업 풍토에서 대리인 이론의 적용 여부를 검증하고, 장기적인 가치 증진에 도움이 되는 한국적 기업 지배구조 모형을 도출하는 데에 목적이 있다. 이러한 목적의 달성을 위하여 저자는 소유의 집중도, 기관투자가 지분율, 외국인 지분율, 사외이사 비율 등의 기업 지배구조 변수를 도입하고, 이들 변수들이 단독 또는 상호 결합하여 균형투자에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석했다. 저자의 중요한 가정 중 하나는 지배구조 구성 요소들은 단독으로 보다는 상호 결합하여 더 큰 효과를 발휘한다는 것이다. 399개 상장 기업을 대상으로 하여 실증 분석한 결과, 외국인 지분율, 사외이사 비율 등은 균형투자에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 외국인 지분율과 사외이사 비율 상호작용 항과 외국인 지분율과 기관투자가 지분율 상호작용 항도 균형투자에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 첫째, 사외이사와 외국인 투자가는 기업이 장기적 성과 향상을 담보하는 투자를 유도하는 역할을 한다는 것과 둘째, 기관투자가, 외국인 투자자, 사외이사 등은 상호 결합하여 경영자의 기회주의적 행동을 보다 효과적으로 억제한다는 것을 시사한다.

본 연구의 결과는 경영자의 도덕적 해이 방지에 골몰하고 있는 기관투자가, 외국인 투자자 등의 주주는 물론 기업 지배구조와 관련된 정책 마련에 고심하고 있는 정책 당국, 소액주주 운동을 펼치고 있는 시민단체, 그리고 자신의 투자 행동 방향을 놓고 고민하는 경영자에게 유용한 지침을 제공할 것이다.

.....

## 1. 서론

최근 10년 동안 국·내외적으로 구조조정 열풍이 몰아쳤다. 상당수의 학자들(Aguilera and Jakson, 2003; Blair, 1993; Brush, Bromiley, and Hendrickx, 2000; David, Hitt, and Gimeno, 2001; Johnson, 1996; Gedajlovich and Sapiro, 1998; Kochhar, 1996; Lee and O'Neill, 2003; Miozzo and Dewick, 2002; Raswamy, Li, and Veiliyath, 2002; Thomsen and Pedersen, 2000)은 90년 대 중반 이후 전 세계적으로 크게

증가하고 있는 기업의 대변신(즉, 구조조정)의 이면에는 무엇보다도 지배구조 문제가 도사리고 있음을 지적한다. 국내의 두산산업 사태, 에버랜드의 변칙 증여 사태 등과 미국의 엔론 사태의 이면에는 경영자와 주주 간의 대리인 문제(Agency Problem)가 도사리고 있다는 점을 주목할 필요가 있다.

지금까지, 학자들은 지배구조와 경영자의 전략적인 행동 간의 관계에 대해 많은 연구를 했다. 그 결과 일부 실증연구를 통하여 소유의 집중도가 높을수록(David, Kochhar, and Levitas, 1998; Gedajlovich and Sapiro, 1998; Thomsen and Pedersen, 2000; Hill and Snell, 1988),

경영자의 주식 소유 비중이 클수록(Bethel and Liebeskind, 1993; Jensen and Meckling, 1976; McConnell and Servaes, 1990), 이사회 의 기능이 강화될수록(Fama and Jensen, 1983; Johnson, Hoskisson, and Hitt, 1993; Kochhar, 1996), 기관투자가의 비중이 클수록(Baysinger, Kosnik, and Turk, 1991; David, Hitt, and Gimeno, 2001; Hansen and Hill, 1991; Kochar and David, 1996) 경영자의 기회주의적 행동이 줄어든다는 사실이 밝혀졌다.

그렇다면, 우리는 이러한 연구 결과를 우리나라의 기업 상황에도 그대로 적용할 수 있을까? 아쉽게도 우리는 이 질문에 대해 자신 있게 대답할 수 없다. 그것은, 기업 지배구조와 경영자의 전략적 행동 간의 관계에 대한 체계적인 연구가 절대적으로 부족한 가운데, 선행 연구들이 주로 이론적인 근거로 삼았던 대리인 이론은 상황적인 조건에 따라 다르게 적용된다는 주장(예컨대, Gedajlovic and Shapiro, 1998)이 제기되고 있기 때문이다.

대리인이론은 경영자의 투자 동기, 위험선호 등을 설명하는 가장 지배적인 이론(Coase, 1990; Fama and Jensen, 1983; Jensen, 1991; Jensen and Meckling, 1976; Hambrick, Geletkanycz, and Fredrickson, 1993)으로 자리 잡고 있다. 하지만, 일부 학자들(Aguilera and Jackson, 2003; Becht and Roël, 1999; Gedajlovic and Shapiro, 1998; La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shliefer, 1999; Miozzo and Dewick, 2002; Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002)은 대리인이론은 세계 어느 경제권에서나 적용되는 일반적인 이론이 아니라는 주장을 펼친다. 대리인이론은 직접 시장을 통한 조달, 소유의 多分散, 활발한 시장을 통한 통제, 유연한 노동시장 등을

특징으로 하는 Anglo-Saxon 경제권을 배경으로 하여 생성된 이론이다. 따라서 소유의 분산 정도가 낮고, 자본시장의 발달 정도가 낮고, 지분보다는 부채에 의한 조달이 주를 이루고, 노동시장이 경직되어 있고, 각종 규제가 많은 구 유럽(Continental Europe)이나 아시아 등지에서는 잘 적용되지 않는다는 것이 그들의 주장이다. 이러한 주장에 더하여, 청지기이론(stewardship theory)을 주장하는 학자들(예컨대, Coles et al, 2001; David, Schrooman, and Donaldson, 1997; Lee and O'Neill, 2003)은 집단적인 성격이 강한 문화권에서는 지배구조의 특성과는 상관없이 주인과 대리인의 이해가 일치될 수 있다는 점을 내세우고 있다. 또한, 전 세계적으로, 기술 경쟁이 격화되고 글로벌화가 진전되면서 기업 환경의 불확실성이 크게 증대되어, 주주와 경영자 간의 이해 일치가 한층 쉬워졌다는 주장(예컨대, O'Brien, 2003; Sundaramurthy and Lewis, 2003)도 상당한 관심을 모으고 있다. 심지어 대리인 이론의 보편적인 적용 가능성을 주장하는 부류(Chen and Ho, 2000; Kabir, Cantrijn, and Jeunink, 1997; Kang and Shivdasani, 1997; Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002; Thomsen and Pedersen, 2000)도 실증 연구를 통하여 국가 및 문화적인 상황에 따른 차이를 인정하고 있다.

국내에서 진행된 연구들(예컨대, 강준구, 박경서와 정균화, 2001; 김주현, 1992; 황인학, 1998) 또한 대리인이론이 우리나라의 기업 풍토에서는 잘 적용되지 않는다는 것을 지적하고 있다. 하지만, 97년의 외환위기를 계기로 지배구조를 비롯하여 국내의 기업 풍토가 크게 바뀌었다(김경목, 2003, 2005). 이 시점에서 과연 Anglo-Saxon적인 지배구조가 우리나라 기업 풍토에서도 적용

되는지, 아니면 우리나라의 독특한 지배구조 모형이 있는지에 대한 실증적인 검토는 매우 재미있는 작업이라고 볼 수 있다. 특히, 우리나라 지배구조가 기업의 장기적인 경쟁력 제고에 어떠한 도움을 주는 지에 대한 연구는 실무적으로도 매우 중요한 의의를 지닌다.

그렇다면 우리는 '지배구조의 성과를 어떻게 측정할 것인가?'라는 문제에 봉착하게 된다. 경영자가 취하는 전략적인 행동, 특히 투자와 관련된 행동을 살펴보기 위해서는 적당한 잣대가 필요하다. 하지만 전통적인 잣대인 재무적 지표는 과거의 성과를 평가하는 데는 적합할지 모르나 이를 토대로 미래의 의사결정에 반영할 수 있는 정보는 제공해주지 못하고 있다. 왜냐하면, 기업이 전략이나 목표에 맞는 하부 지표를 설정하고 있는지를 알 수 없고, 따라서 각 지표를 연결하는 고리를 알 수 없다. 또한 과정에 대한 정보를 알 수 없기 때문에 결과 위주의 경영을 하기 쉽다. 이에 따라 경영자가 단기 지향적인 경영을 해도 그것을 판단할 수가 없다. 따라서 기업 활동의 장·단기 성과를 고르게 평가할 수 있는 측정 지표들로 이루어진 새로운 측정 시스템을 도입할 필요가 있다. 기업 지배구조의 성과를 측정하는 것은 현재의 활동을 평가하려는 의도도 있지만, 향후 기업이 변화하는 환경 속에서 어떻게 대응할 수 있을 지에 대한 평가도 포함한다. 따라서 국내 기업의 지배구조 효과를 제대로 측정하기 위해서, 우리는 과거에 무엇을 했는지에 대한 평가와 미래의 생존과 경쟁 지위 향상을 위해 어떠한 행동을 하고 있는가를 동시에 평가할 수 있는 측정 시스템을 도입해야 한다. 본 연구에서 저자는 이러한 측정 시스템으로-그 동안 지배구조에 관한 연구들이 다루지 않았던-균형성과표(balanced scorecard) 개념을 도입하였다.

요컨대, 본 연구는 1997년 외환위기 이후 급격한 변화를 겪고 있는 최근 국내 기업 풍토에서 대리인이론의 적용 여부를 검증하고, 나아가 기업의 장기적인 가치증진에 도움이 되는 한국적 기업 지배구조 모형을 도출하는데 그 목적이 있다. 이러한 목적을 달성하기 위하여 저자는 1) 소유의 집중도, 기관투자가 지분율, 외국인 지분율, 사외이사 비율 등의 지배구조 변수를 도입하고 2) 이들 변수들이 단독 및 상호결합 하여 균형투자-교육을 위한 투자(종업원 학습 및 성장 관점), 특허 수(내부 운영과정 관점), 브랜드 인지도(고객 관점), 경제적 부가가치(재무적 관점) 등에 대한 투자에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석했다.

## II. 선행 연구 검토와 가설 설정

Kaplan and Norton(1992, 1993, 2000)은 기업이 종업원의 학습과 성장, 내부 운영과정, 고객, 재무 등의 성과 지표를 균형 있게 추구해야 장기적인 초과수익을 실현할 수 있다고 주장한다. 이들이 균형성과표에서 제시하는 학습과 성장, 내부 운영 과정, 고객 등의 측정치는 모두 장기적인 투자를 통해서 향상될 수 있다는 특징을 지닌다. 그런데, 대리인이론에 기반을 둔 선행 연구(예컨대, Balkin, Markman, and Gomez-Mejia, 2000; Lee and O'Neill, 2003; Schilling and Hill, 1998)에 의하면 경영자는 이러한 측정치를 향상시키는 데에 투자를 하기보다는 효과가 비교적 단시일에 나타나는 재무적 측정치를 높이는 데 주력한다. 문제는 이러한 재무 지표 개선 지향적인 투자는 학습과 성장, 내부 운영 과정, 고객 등에 대

한 투자에 비하여 단기 이익 측면에서 우위에 있긴 하지만 장기적으로 기업의 경쟁력 저하를 가져오고, 결국 기업의 가치 저하를 몰고 올 수 있다는 것이다(Balkin, Markman, and Gomez-Mejia, 2000; Schilling and Hill, 1998). 특히, 시장(기술)이 급변하는 첨단산업에서 종업원 학습 및 성장, 내부 운영과정, 고객 등에 대한 과소 투자는 기업의 도산으로 연결될 가능성이 크다(Reilly, Brett, and Stroh, 1993; Utterback, 1995).

최근 다수의 학자들(Ahuja and Lampert, 2001; David, Hitt, and Gimeno, 2001; Hill and Snell, 1988; Lee and O'Neill, 2003; Levinthal and March, 1993; Sanders and Carpenter, 2003; Szewczyk, Tsetsekos, and Zantout, 1996)은 기업이 평균 이상의 이익을 실현하기 위해서는 종업원 학습과 성장, 우수한 내부 운영 과정, 질적으로 우수하고 충성스러운 고객의 육성이 매우 중요하다고 주장한다. 그런데 기업의 운영을 책임지고 있는 경영자는, 일반적으로, 이들 장기성 투자의 유효성은 물론, 학습과 성장, 내부 운영 과정, 고객 등의 영역에 대한 과소투자로 인하여 발생하는 피해에 대해서 소상히 알고 있다(Mitchell and Hamilton, 1997). 하지만, 이러한 영역에 대한 투자는 1) 그 성과가 불확실하며, 2) 과실이 장기에 걸쳐서 나타나며, 3) 지속적인 자금 투입으로 단기적인 이익 감소를 초래할 수 있다(Hoskisson, Hitt, and Hill, 1993; Hoskisson and Johnson, 1992)는 점에서 경영자를 곤혹스럽게 만든다. 왜냐하면, 불확실성 증가로 기업의 도산 위험이 커지고 단기 이익 감소로 자신의 평가가 나빠지면, 경영자 자신의 보상이 감소하고 고용이 불안해지기 때문이다(Baysinger, Kosnik, and Turk, 1991; Coff, 2003).

기업에서 특정 투자 안에 대하여 전략을 수립하고, 세부 운영 방침을 결정하는 것은 경영자이다(Westphal and Predrickson, 2001; Westphal and Zajac, 1994). 기업이 종업원의 학습과 성장, 내부 운영과정, 고객 만족, 재무적 지표 향상 등을 균형 있게 향상시키는 투자(이하 균형투자)를 하는 데는 많은 자금이 필요하고 독특한 운영 시스템을 구축해야 한다(Tushman, Anderson, and O'Reilly, 1997; Wiseman and Gomez-Mejia, 1998)는 점에서 경영자의 개입이 꼭 필요하다. 그러므로 주주 입장에서는 기업의 의사결정 및 운영을 책임지고 있는 경영자의 균형투자를 유도하는 지배구조를 어떻게 구축하느냐가 중요한 과제이다.

**소유의 집중과 균형투자:** 오늘날 소유와 경영의 분리에 대한 제도적인 압력이 커지면서 주주의 수가 크게 증가하였다. 주주의 수 증가로 주주가 경영자의 행위를 직접 통제하려는 시도는 크게 줄어든 반면 주주와 경영자 간 정보의 비대칭성(information asymmetry)은 확대되었다(Coff, 2003; Lee and O'Neill, 2003). 이러한 상황에서, 선행 연구(David, Hitt, and Gimeno, 2001; Hill and Snell, 1988, 1989; Thomsen and Pedersen, 2000)에 의하면, 주식이 소수의 주주에게 집중되면 경영자의 의사결정 행위를 견제할 수 있는 능력이 커지게 된다. 이를테면, 특정 기업에 대한 지분이 큰 주요 주주들(blockholders)-소위 지분이 5% 이상인 주주들-은 자신의 富가 특정 기업의 주가에 영향을 받는 정도가 크기 때문에, 투자 기업의 경영자 행동을 보다 세밀하게 감시·통제하려는 동기를 갖게 된다(김경목, 2003, 2005; Bethel and Liebeskind, 1993; Demsetz, 1983; Hambrick and Finkelstein, 1995; Hoskisson and Turk, 1990; Kabir, Cantrijn,

and Jeunink, 1997). 달리, 이들은 경영자의 감시 및 통제에서 오는 이익의 상당 부분을 차지하기 때문에 적극적으로 기업의 의사결정에 참여하여 자신들의 이해를 반영하려 든다(Hoskisson, et al., 2002; Lane, Cannella, and Lubatkin, 1998; Thomsen and Pedersen, 2000).

경영자와 주주 사이의 정보 비대칭성은 장기성 투자-종업원의 학습과 성장, 연구개발, 고객 만족 확대 등에 대한 투자와 관련하여 심각한 문제를 일으킨다(Coff, 2003). 이를테면, 장기성 투자에 대한 정확한 정보를 모르는 가운데 과실이 장기에 걸쳐서 나타나는 투자로 인하여 당장 이익이 감소하면 이들 주주들은 주식을 팔아버린다(Stein, 1989). 그리고 이렇게 주식을 파는 주주들이 많으면 그 기업의 가치는 더욱 하락하게 되고 경영자의 고용이 불안해진다(Hoskisson et al., 2002). 이러한 우려 때문에 경영자들은, 단기적으로는 이익의 감소를 수반하기도 하는, 장기성 투자를 꺼린다(Durand and Vargas, 2003; Lee and O'Neill, 2003).

하지만, 주주들이 장기성 투자에 대하여 보다 많은 정보를 갖게 되면 그 가치 또한 보다 쉽게 평가할 수 있게 된다. 주주들이 투자에 대하여 보다 많은 정보를 갖게 되면 경영자는 그 만큼 단기적 방향적인 투자를 해야 하는 압박을 벗을 수 있다(Lee and O'Neill, 2003). 주식을 대량으로 보유한 주주(대주주)와 경영자 간에는 장기성 투자와 관련하여 정보의 비대칭성이 소액주주와 경영자간의 관계에 비하여 크게 작다. 왜냐하면, 주식을 많이 보유한 주주는 정보 습득에 대한 동기와

능력 면에서 소액주주보다 우위에 있기 때문이다. 우선, 동기 우위에 대해 두 가지 이유를 들 수 있는데 주식을 많이 갖게 되면 1) 기업의 가치(주가)가 떨어질 경우 재산상의 손해의 정도가 크기 때문이고, 2) 특정 사건-특히, 부정적인 사건- 발생 시 즉각적으로 대응할 수 없기<sup>1)</sup> 때문이다. 대주주가 주식을 일시에 매각하여 주가가 폭락하는 사태는 경영자도 싫어한다. 왜냐하면, 유동성 문제로 주가가 실제의 기업가치보다 더 낮게 팔리는 상황이 오게 되면 경영자의 가치(보상, 평판 등)도 떨어지고 그의 고용 또한 불안정해지기 때문이다(Coffe, 2003). 이에 따라 주식 소유의 집중은 주주와 경영자 간의 상호의존을 창출한다(Hoskisson et al., 2002). 즉, 대주주는 경영자가 기업 가치를 증진시키는 행동을 하길 바라고, 경영자는 대주주가 주식을 계속 보유하길-주식을 매도하여 주가가 폭락하는 사태를 피하길- 바란다. 이러한 상호의존적인 이해로 말미암아 경영자는 대주주에게 장기성 투자와 관련된 정보를 더 많이 제공하게 된다. 그렇게 되면 대주주는, 장기성 투자의 가치를 보다 잘 이해하여, 단기적인 업적 저하를 기화로 경영자를 문책한다든지 주식을 대량 매도하는 행동을 자제하게 된다. 이는 결과적으로 재무적 지표는 물론, 종업원의 학습과 성장, 내부 운영과정, 고객 등의 지표를 고르게 향상시키는 투자-균형투자-의 증가와 연결된다.

이상의 두 논리적 근거, 즉 주주의 소유 집중에 따른 기업 의사결정에 대한 참여 증가, 정보의 비대칭성 감소 등에 기초할 경우 우리는 다음과 같은 가설을 세울 수 있다.

1) 주식을 대량으로 보유한 사람이 시장에서 주식을 팔게 되면 주식이 수직 하락한다. 그러므로 이들은 팔고자 하는 가격보다 훨씬 낮은 가격에 주식을 팔 수 밖에 없다(Hoskisson et al., 2002).

가설 1: 소유의 집중도는 균형투자과 정의 관계를 가질 것이다.

**사외이사와 균형투자:** 대리인이론 관점에서 보면, 경영자를 직접적으로 통제할 수 있는 가장 강력한 시스템은 이사회 제도이다(Fama and Jensen, 1983; Sundaramurthy, Mahoney, and Mahoney, 1997; Tihanyi et al., 2003; Zahra and Pearce, 1989). 왜냐하면 이사들은 경영자의 행동을 가까운 곳에서 관찰할 수 있고 주요 경영 의사결정 과정에 참여하여 자신들의 의사를 개진하는 것이 쉽기 때문이다. 이 때문에 외부주주들은 이사 선임 및 이사들의 활동에 매우 큰 관심을 기울이고 있다(David, Hitt, and Gimeno, 2001; Tihanyi et al., 2003). 그런데 오늘날 경영자들은 자신이 재직하고 있는 기업의 이사 임명에 상당한 영향력을 행사하고 있거나 이들과 개인적인 친분을 유지하고 있는 경우가 다반사다(Conyon and Peck, 1998; Luoma and Goodstein, 1999). 그렇기 때문에 이사회는 경영자의 위험 회피 행동을 제대로 감시할 수 없고, 나아가 주주의 이해보다는 경영자의 이해를 더 옹호한다는 비난(Brush, Bromiley, and Hendrickx, 2000; Hoskisson and Turk, 1990; Lane, Cannella, and Lubatkin, 1998)을 받는다. 이러한 약점을 보완하기 위하여 도입한 제도가 사외이사제도이다. 이 제도의 기본 개념은 내부 이사는 경영자의 지배를 받을 가능성이 크기 때문에 기업 내부에 근무하지 않는 이사를 주주들이 직접 선출하여 경영자의 기회주의적 행위를 감시하자는 것이다(Baysinger and Hoskisson, 1990; Hoskisson et al., 2002).

많은 학자들이 사내이사와 사외이사의 경영자 감

시 및 통제 능력 차이에 대해 연구하였다. 선행 연구에 의하면, 사내이사는 경영자에 의해서 추천되는 경우가 많고(Baysinger and Hoskisson, 1990; Fama and Jensen, 1983; Johnson, Hoskisson, and Hitt, 1993; Westphal, 1999), 사외이사에 비하여 경영자와 더 자주 대면하고(Baysinger and Hoskisson, 1990; Conyon and Peck, 1998; Johnson, Hoskisson and Hitt, 1993; Patton and Baker, 1987; Westphal, 1999), 고용 및 보상 측면에서 경영자와 운명을 함께 하기(Gibbs, 1993; Fama and Jensen, 1983) 때문에, 경영자를 적극적으로 감시하지 않을 뿐만 아니라 옳지 않다고 판단하는 사안에 대하여 여간 해선 반대하지 않는다. 반면에 사외이사는 주주에 의해서 추천되기 때문에 고용 측면에서 볼 때 경영자로부터 자유롭다. 그리고 사외이사에게는 사내이사에 비하여 이사직 지속 여부가 생계에 미치는 영향이 작다. 경영자와의 대면 접촉 또한 내부이사들보다 적다. 그러므로 사외이사는 사내이사에 비하여 주주의 이해를 보다 많이 반영하는 쪽에서 의사결정을 내리고, 이러한 의사결정을 경영자가 제대로 수행하는지를 감시하는 위치에 서게 된다(Johnson, Hoskisson and Hitt, 1993).

사외이사의 고용시장에서는 평판이 매우 중요한 요소로 작용한다(Fama and Jensen, 1983). 따라서 사외이사는 자신의 장기적인 고용을 위해서 평판에 신경을 쓰지 않을 수 없다. 이를테면, 주주는 사외이사의 가장 중요한 임무가 경영자 행동의 감시에 있다는 점을 대내외적으로 공표하려는 동기를 가지고 있는 반면 사외이사는 자신의 평판을 높이기 위해서 더욱 충실하게 경영자를 감시하려는 동기를 갖게 된다(Fama and Jensen, 1983; Gibbs, 1993; Johnson, Hoskisson, and Hitt,

1993; Sundaramurthy, Mahoney, and Mahoney, 1997). 더욱이 사외이사는 비록 기업 특정한 지식은 부족하지만 광범위한 기업 외연적 지식을 활용하여 경영자에게 조언을 할 수 있고, 외부 연계망을 활용하여 외부 자원을 끌어올 수 있는 능력도 지니고 있다(Baysinger and Hoskisson, 1990; Johnson, Hoskisson, and Hitt, 1993; Zahra, 1996; Tihanyi et al, 2003).

기업의 전략적인 의사결정은 모두 이사회를 거친다(Baysinger, Kosnik, and Turk, 1991; Kasinis and Vafeas, 2002). 종업원의 교육, 연구 개발투자, 제품 및 기업 이미지 향상을 위한 투자도 이사회 수준의 결정을 거쳐야 하는 중대한 사안들이다. 그런데, 위에서 언급한 바 있듯이, 균형투자는, 기업의 장기적인 가치를 상승시킬 가능성이 큰 반면 불확실성 또한 큰 투자이다. 또한, 균형투자는 단기적인 이익 희생이라는 매우 난감한 특성을 지닌다. 따라서 균형투자는 위험에 중립적인 주주는 지지를 하지만 경영자로서는 회피하고픈 사안이다. 그러므로 이해의 측면에서 주주와 동질성이 강한 사외이사들은 투자에 대한 의사결정에 있어서 상당한 관심을 갖고 자신들의 의도를 관철시키려 노력할 것-균형투자를 증대시키도록 압력을 넣을 것-이다. 골든과 자작(Golden and Zajac, 2001)에 의하면 이사회가 기업의 전략적 변화에 영향을 미치는 정도는 동기와 영향력에 의해서 결정된다. 그런데, 사외이사는 경영자 감시에 대하여 강한 동기를 가지고 있고, 경영자에 대한 영향력도 사내이사보다 크다(David, Hitt, and

Gimeno, 2001; Sundaramurthy, Mahoney, and Mahoney, 1997). 따라서 사외이사의 비율이 늘어난다는 것은 경영자에 대한 감시능력도 그만큼 커진다는 것을 의미한다.

국내에서는 1999년 이후 사외이사제도가 모든 상장기업에 도입되었다(강준구, 박경서, 정균환, 2001; 김용민, 2000; 박상용, 2000; 이경목, 오종향, 2001).<sup>2)</sup> 도입 초기에는 사외이사들이 경영자의 의견을 기계적으로 추인하는 역할을 하였으나 해를 거듭할수록 경영자 감시 기능이 제고되고 있다(김경목, 2005; 박경서, 이은정, 장하성, 2004; 신현한, 이상철, 장진호, 2004). 이에 따라 2003년 이후에는 사외이사의 반대로 경영자가 제시한 안건이 부결되는 경우가 매우 많아졌다.<sup>3)</sup> 따라서 우리나라 기업의 사외이사들은 경영자들의 과소투자 동기를 줄여줄 뿐만 아니라 장기 경쟁력 제고에 도움이 되지만 회임기간이 긴 투자를 회피하려는 경영자의 의도를 분쇄하려는 강한 동기를 가지고 있다고 볼 수 있다. 이를 다른 측면에서 보면, 사외이사들은 경영자들이 기업의 장기적인 가치증진을 가져다주는 균형투자를 보다 많이 하도록 압력을 넣을 가능성이 크다고 볼 수 있다. 따라서 우리는 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 2: 사외이사의 비율은 균형투자와 정의 관계를 가질 것이다.

**외국인 지분율과 균형투자:** Aguilera and Jackson(2003)에 의하면 주인과 대리인 간의 이해에

2) 우리나라 기업들은 사외이사 제도를 외환위기 직후인 1998년 2월부터 본격적으로 도입되기 시작하였다. 즉, 1998년 2월부터 '유가증권 상장 규정'에 의거하여 상장법인은 총 이사 수의 1/4 이상(최소 1인 이상)을 사외이사를 선임했다. 그런데, 2000년 1월부터 자산 2조원 이상의 대형 기업은 1/2 이상(최소 3인 이상)을 사외이사로 선임하여야만 했다.

3) 매일경제신문사가 실시한 '사외이사제도가 기업경영에 미치는 영향'이란 주제의 설문조사에 의하면, 사외이사의 반대로 안건이 부결된 적이 있는 기업은 전체 기업 수의 52.3%에 달한다(매일경제신문, 2005년 3월 7일자 참조).

는 이해관계자들의 다양한 속성이 개입한다. 이에 따라 대리인 이론이 영미(Anglo-Saxon) 경제권을 벗어나면 잘 적용되지 않는다. 또한, 주주라고 해서 모두 일치된 이해를 가지는 것이 아니라 주주 유형-개인, 기관투자가, 정부, 외국인 등-에 따라서 이해가 다르다(Johnson and Greening, 1999; Kochhar and David, 1996). 그러므로 특정 경제권의 지배구조를 이해하기 위해서는 그 경제권에서 주도적인 영향을 미치는 주주를 이해하는 것이 필요하다.

미국, 영국, 캐나다 등 영미 경제권과 우리나라의 소유구조 차이 중 가장 큰 것은 우리나라는 외국인 주주의 비중이 유난히 높다(고광수, 이준행, 2003; 김경목, 2003; 박헌준 등, 2004; Park et al., 2002)는 점이다. 주지하다시피, 국내에서는 1992년 자본시장 개방을 기점으로 하여 외국인들의 국내 주식시장 진출이 크게 증가하였다. 특히, 1997년 말 외환위기를 계기로 외국인의 투자를 가로막는 규제가 거의 제거됨에 따라 외국인 투자자의 자금이 국내 증권시장에 물밀듯이 흘러들어 왔다.<sup>4)</sup> 이에 따라 외국인 주주는 2004년 6월 한 때 우리나라 거래소 시가총액의 44% 이상을 차지한 적이 있는 등 2004년 이후 줄곧 40% 이상의 높은 비중을 차지하고 있다.<sup>5)</sup> 이러한 높은 비중에 걸맞게 외국인들은 우리나라 기업의 투자와 관련된 의사결정에서는 상당히 중요한 역할을 하고 있다.

우리나라(고광수, 이준행, 2003; 김경목, 2003; 박헌준 등, 2004; Park et al., 2002)를 비롯한

신흥공업국(Berglöf and Pajuste, 2003; Cornelius, 2003)에서 주도적인 역할을 하고 있는 외국인들은 토착 주주들과는 달리 기업의 구체적인 운영에 대하여 매우 큰 관심을 가진다. 그리고 이들은 의욕적으로 경영자의 행동을 감시한다(김경목, 2003; 신현한, 이상철, 장진호, 2004). 그리고 감시 의욕에 걸맞게 감시 능력 또한 뛰어나다(김경목, 2003; 신현한, 이상철, 장진호, 2004; Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002).

우리나라를 비롯하여 후발 공업국에 투자하는 외국인들은 주로 장기적인 안목으로 투자한다. 인도를 대상으로 실증연구를 한 George, Douma, and Kabir(2003)는 외국인 지분과 장기성 투자는 正의 관계가 있다는 것을 밝혔다. 또한 국내를 대상으로 실증연구를 한 Park, Choi, and Lee(2002)는 외국인 투자자는 기업의 내면적인 가치 증진, 장기적인 이익 등을 중시하기 때문에 장기성 투자를 선호한다는 사실을 밝혔다.<sup>6)</sup> 그러므로, 앞에서 살펴본 바와 같이 균형투자는 기업의 장기적인 수익을 증진시키는 특성을 지닌다는 점(Ahuja and Lampert, 2001; David, Hitt, and Gimeno, 2001; Lee and O'Neill, 2003; Levinthal and March, 1993; Sanders and Carpenter, 2003; Szewczyk, Tsetsekos, and Zantout, 1996)을 감안할 경우, 외국인은 경영자로 하여금 장기적 수익을 담보할 수 있는 균형투자를 하도록 압력을 가할 것이라는 논리가 성립된다.

외국인 투자자의 중요한 특징 중 하나는 투자에

4) 우리나라 주식시장에 대한 외국인 주식투자는 1992년(투자한도-개인 당 3%, 종목별 10%)에 처음 허용되었다. 그리고 1997년 11월(투자한도-개인당 7%, 종목별 26%), 12월(투자한도-개인당 50%, 종목별 50%)에 걸쳐서 보유 규모가 확대되었고, 1998년 2월에는 투자한도 규정이 전면 폐지되었다(매일경제, 2005년 4월 15일자 참조).

5) 2003년 말 현재 투자 주체 별 보유 주식의 시가총액 비중은 외국인 40.1%, 개인 19.7%, 일반법인 19.0%, 기관투자가 16.7%, 정부 4.5% 등(한경business 2004년 6월 호)이다.

6) 국내 주식 시장에 투자하고 있는 외국 기관투자가 헤지펀드 제외-들의 투자 기간은 최소 3년이다(매일경제신문, 2005년 3월 26일자).

대한 전문적인 지식을 제공한다는 점이다(Ramaswamy Li, and Veliyath, 2002). 그렇기 때문에 외국인의 지분율이 높은 기업은 투자에 대한 각종 지식 보완으로, 투자에 대한 불확실성을 줄일 수 있는 장점도 아울러 지닌다. 따라서 외국인 지분율이 높은 기업은 보다 낮은 위험을 지닌 채 종업원 학습과 성장, 내부 운영과정, 고객 등 투자의 과실이 장기적으로 나타나는 영역에 투자를 할 수 있게 된다.

이상과 같은 외국인의 주요 특성-경영자의 기회 주의적인 행동 감시에 대한 강한 동기 및 능력, 장기적 투자 관점, 지식 보완으로 인한 투자 불확실성 감소 등을 감안한다면 다음과 같은 가설 설정이 가능하다.

가설 3: 외국인 지분율은 균형투자와 정의 관계를 가질 것이다.

**기업 지배구조의 합주:** 기관투자자의 투자 패턴에 대한 관점은 크게 두 가지로 구별된다. 하나는 기관투자자를 근시안적 투자자(myopic investor)로 보는 관점이다. 투자기관의 펀드 매니저들은 분기 혹은 반기별 운용 실적에 대해 평가를 받기 때문에 회임 기간이 긴 투자를 기다리지 못한다는 것이다. 이를테면, 이들은 불확실성이 크고 회임 기간이 긴 균형투자보다는 단기적으로 시장에 맞추어 포트폴리오를 조정하는 것을 더 선호한다는 것이다(Porter, 1992; Shleifer and Vishny, 1990).

둘째 관점은 합리적 투자자(rational investors) 관점이다. 이 관점에 의하면, 기관투자자들은 정보의 수집 및 평가에 있어서 개인에 비하여 '규모의 경제'를 가지고 있기 때문에 단기적으로 주가의 변

동에 대응하는 것이 아니라 장기적인 기업 가치 변화에 따라 대응한다(Barkema and Gomez-Mezia, 1998; David, Kochhar, and Levitas, 1998; Kochhar and David, 1996). 이를테면, 기관투자자들은 단기적으로 대응하여 기업 가치를 오판하는 것이 아니라 이용 가능한 모든 정보를 분석하고, 여러 가지 대안들을 신중하게 평가하여 장기적으로 가장 높은 이익을 실현하고자 한다는 것이다. 합리적 투자자 관점을 지지하는 또 다른 근거로는 퇴출(exit) 장벽을 들 수 있다. 주식을 많이 보유한 기관투자자들이 주식을 매각할 경우 주가가 곤두박질친다(Hill and Snell, 1991; Hoskisson et al., 2002). 따라서 기관투자자들은 근시안적인 투자가 관점을 지지하는 학자들의 주장처럼 기업의 가치 하락이 발생하거나 예측되는 상황에서 유연하게 대처할 수 없다. 이에 따라 이들 기관투자자들은 적극적으로 경영자의 행동을 감시함으로써 기업의 장기적인 가치 향상을 도모하게 된다.

기관투자자는 자기 자금은 물론, 개인투자자의 자금을 수탁하여 기업에 투자한다. 특히, 후자와 관련하여 이들은 투자자의 수익 증대를 위하여 노력을 아끼지 말아야 한다는 임무(충실 임무) 외에 투자 기업의 운영을 잘 감시해야 한다는 임무(선량한 관리자로서 임무)를 부여받았다(김경목, 2005; David, Kochhar, and Levitas, 1998; Kochhar and David, 1996). 그러므로 자신이 투자하고 있는 기업의 투자와 관련된 의사결정 과정을 감시하는 것은 기관투자자가 태생적으로 지니는 임무라고 볼 수 있다. 더욱이 기관투자자는 지분 규합이 쉽다는 장점을 지닌다. 즉, 특정 기업에 투자한 기관투자자들 중에서 주요 주주가 존재하지 않더라도 이들 기관투자자들은 개별 지분을 규합하여 단기성과 지향적인 경영자의 투자 안전

을 거부하기도 한다(David, Hitt, and Gimeno, 2001; David, Kochhar, and Levitas, 1998; Kochhar and David, 1996). 또한, 사회단체와 연대하여 경영자의 기회주의적인 투자를 비난하고 이를 교정하기도 한다(김경목, 2005; David, Kochhar, and Levitas, 1998; Useem, 1996). 이에 따라 일부 학자(김경목, 2005; David, Hitt, and Gimeno, 2001)들은 기업 내 권력은 경영진에서 기관투자자로 옮겨 갔다고 주장한다. 이러한 것들-태생적인 선량한 관리자로서의 임무, 퇴출장벽, 뛰어난 감시 능력, 지분 규합의 용이, 경영진 감시에 대한 사회적 압력-은 기관투자자들이 기업의 투자 활동에 영향을 미칠 수 있는 요인이 된다.

이러한 논리에 근거한다면, 기관투자자들은 종업원의 학습 및 성장, 내부 운영과정, 고객, 재무 등의 영역을 균형 있게 향상시키는 투자를 하도록 경영자에게 압력을 넣을 충분한 동기를 지닐 뿐만 아니라 영향력도 지닌다고 볼 수 있다.

그런데 선행 연구(Aguilera and Jackson, 2003; Gedajlovic and Shapiro, 1998)에 의하면 기관투자를 비롯한 주주의 경영자 행동 감시에 대한 동기와 능력은 각 국가의 경제적 특성에 따라 다르다. 이 논리에 의거할 경우, 우리나라 기관투자자의 경영자 행동에 대한 감시 동기 및 영향력에는 우리나라 기업의 독특한 성질이 반영되어 있다. 따라서 우리나라 기관투자자들이 기업 투자 행위에 미치는 영향력을 이해하기 위해서는 우리나라 자본시장에서의 기관투자자 특질을 분석하는 것이 필요하다.

우리나라 주식시장에서 기관투자자의 투자 비중은 1980년 대 후반 이후 꾸준히 증가, 1996년에 30.7%까지 이르렀으나 외환위기 이후 은행, 투자신탁, 증권, 종합금융 등의 부실화에 따라 2000년에는 13.4%로 급격하게 떨어졌다.<sup>7)</sup> 2001년 이후 그 비중이 점차 커지고는 있으나 97년 외환위기 이전에 비해서는 턱없이 낮은 수준이다. 우리나라의 이러한 양상-기관투자자의 낮은 비중-은 확대일로에 있는 영미 경제권의 추세(David, Hitt, and Gimeno, 2001; Esty, 1997; Hansen and Hill, 1991; Hoskisson et al., 2002; Kochhar and David, 1996)와는 사뭇 다르다.<sup>8)</sup>

하지만 기관투자자의 기업 감시에 대한 역할은 외환위기 이후 달라졌다. 즉, 외환위기 이후 기관투자자들은 외환위기 이전에 비하여 투자 기업의 행위에 더 많은 관심을 가지고 있다(강준구, 박경서, 정균화, 2001; 김경목, 2005; 한국경제신문, 2004). 이러한 관심의 변화는 외환위기 이후 기관투자자의 주식 투자와 관련된 특성의 변화와 관련이 있다. 즉, 외환위기 이후 기관투자자의 주식투자는 신탁 상품보다는 자기 상품의 비중이 커지는 양상을 보였고, 고객의 목소리(voice)가 커졌고, 수익률 비교가 실시간으로 이루어지고 있고, 주주총회에서 의결권 행사를 가로막는 각종 규제가 철폐 또는 완화되었다. 하지만, 이러한 변화에도 불구하고 우리나라 기관투자자는 기업의 의사결정에 참여하는 데 있어서 여러 가지 제약을 받고 있다. 첫째, 우리나라 기관투자자는 오랫동안 의결권 행사에 대한 규제를 받아왔다. 그렇기 때문에 최근

7) 국내 기관투자자 투자 비중 감소의 가장 큰 요인은 외환위기 이전에 주도적인 역할을 한 바 있는 은행과 투자신탁회사의 (주식형) 신탁상품의 판매 부진이다. 증권시장의 장기 침체, 투자 기업의 부도 등으로 큰 손실을 본 바 있는 은행은 외환위기 이후 고유계정과 신탁계정 모두에서 주식투자를 크게 줄였다.

8) 미국의 경우 기관투자자 비중이 1965년에 16%에 불과하였으나 1994년에 무려 57%까지 성장하였다. 심지어 같은 아시아 국가인 일본과 홍콩도 기관투자자가 증권시장에서 차지하는 비중이 45%에 이르고 있다(한경비즈니스, 2004년 6월 호 참조).

기관투자자의 의결권 행사를 가로막는 규제가 크게 완화되었음에도 불구하고, 과거 오랜 기간에 걸쳐 형성되어 온 '기업 활동에 대한 비 간섭' 타성을 쉽게 떨쳐버리지 못하고 있다. 둘째, 우리나라 기관투자자는 David, Kochhar, and Levitas (1998)의 분류 기준에 의하면 기업의 압력에 민감(pressure-sensitive)한 기관들이 주류를 이룬다. 그런데 이들 기관은 기업들과 영업상 밀접한 관련을 맺고 있기 때문에 경영자의 의사에 반하는 결정을 선뜻 내리지 못한다. 셋째, 우리나라 기관투자자들은 증권시장 전체에서 차지하는 비중이 낮을 뿐만 아니라 특정 기업에 대하여 대규모 지분(예컨대 5% 이상)을 가지는 경우가 매우 드물다. 그러므로 주주 총회에서 기관투자자들만으로 특정한 안건을 제시하여 관철시키거나 경영자가 제시한 안건을 부결시키는 것은 매우 어렵다.<sup>9)</sup>

그렇다면 기관투자자들은 어떤 방법으로 경영자들의 기회주의적인 행동을 방어하면서 자신들의 富 증대를 꾀할까? 그것은 외국인들과 공조하는 것이다. 국내 기관투자자들은 주식 위탁 매매, 기업분석, 투자자문 등의 업무에 있어서 외국인-특히 외국 기관투자자들과 긴밀한 관계를 맺고 있다. 그리고 때로는 특정 기업에 대하여 공동으로 기업 상황에 대한 조사를 실시하며, 사외이사 추천, 주주 총회 개최 요구 등에서 공동보조를 맞춘다.<sup>10)</sup> 더욱이 국내 기관투자자와 외국인 투자가 모두 대규모 투자를 하기 때문에 퇴출 장벽을 안고 있고, 이로 인해 이들은 모두 장기투자를 할 수 밖에 없다는 점에서 이해가 일치한다. 그러므로 국내 기관

투자자는 외국인 투자자와 공조하여 투자 기업이 장기적인 이익 향상을 가져다주는 투자를 하도록 유도하려는 동기를 가지게 된다. 그런데 기관투자자와 외국인의 지분율이 모두 높은 경우에 이러한 동기는 커질 것이다. 왜냐하면, 외국인과 국내 기관투자자가 모두 지분이 큰 경우 1) 이들의 富가 이러한 투자의 결과에 연동되는 정도가 크고 2) 퇴출 장벽이 커지기 때문이다. 선행 연구에 의하면 기업의 의사결정 시 외부주주의 영향력은 지분이 높을수록 커진다(Comb and Skill, 2003; David, Hitt, and Gimeno, 2001; Hambrick and Finkelstein, 1995; Tosi et al., 2000). 그러므로 기관투자자와 외국인 각각의 지분율이 높을수록 기업 투자와 관련된 자신들의 이해를 관철시킬 가능성이 크다.

이상의 논의에 터 잡는다면, 우리는 기관투자자 지분율과 외국인 지분율 交互項은 균형투자에 긍정적인 영향을 끼칠 것이라는 가설을 설정할 수 있다.

가설 4: 외국인 지분율과 기관투자자 지분율 交互項은 균형투자와 正의 관계를 가질 것이다.

이사회는 기업 소유구조를 보완하는 역할을 한다(Fama and Jensen, 1983; Singh and Davidson, 2003; Sundaramurthy, Mahoney, and Mahoney, 1997; Tihanyi et al., 2003). 이를테면, 소유구조 측면에서 경영자 감시가 취약하더라도 이사회가 경영자 감시라는 본연의 기능을 충실히 수행한

9) 신현한, 장진호(2005)의 연구에 의하면 우리나라 기관투자자는 지분율이 미국과 달리 유난히 낮아 경영자 교체, 경영 성과 등에 유의한 영향을 미치지 못한다.

10) 그러나 소비린과 SK(주)의 대결에서 보는 바와 같이 최고경영자 거취 문제-최태원 회장 퇴출 사안-에 대하여 국내 기관투자자들이 외국인 기관투자자와는 반대로 경영자의 편을 들기도 한다(머니투데이, 2005년 3월 11일자 참조).

다면 투자와 관련된 경영자의 기회주의적인 행동을 막을 수 있다. 더욱이, 감시 의욕이 강한 외부 주주들이 이사회에 지원을 받는다면 이들 외부 주주들은 경영자의 기회주의적인 행동을 더욱 효과적으로 통제할 수 있다. 즉, 주주와 이사회가 서로 협력한다면 경영자의 행동을 보다 정확하게 감시할 수 있으며, 주주의 이해에 반하는 행동에 대해서는 보다 쉽게 제재할 수 있다.

외국인 투자가는 기업 투자에 대한 정보를 습득하려고 부단히 노력한다(신현한, 이상철, 장진호, 2004). 그런데, 이러한 정보 수집과 투자 활동에 대하여 영향력을 행사하기 위해서는 사외이사들의 조력이 필요하다(David, Hitt, and Gimeno, 2001). 왜냐하면, 사외이사는 1) 대체로 투자와 관련된 전문적인 지식을 보유하고 있으며 2) 경영자가 투자에 대한 중요한 의사결정을 내릴 때에 참석하여 의견을 개진-경영자가 주주의 이해에 반하는 의사결정을 내릴 때 잘못을 지적하고 대안을 제시-할 수 있는 위치에 있기 때문이다(Baysinger and Hoskisson, 1990; Fama and Jensen, 1983; Tihanyi et al., 2003). 따라서 외국인 투자가는 사외이사들의 선발에 상당한 관심을 가지거나 사외이사와 좋은 관계를 맺고자 하는 동기를 가진다. 그리고 외국인 투자가는 사외이사 비율이 높은 회사에 대한 투자를 늘릴 것이다. 왜냐하면 사외이사 비율이 높으면 대리인비용이 줄어들기 때문이다(Tihanyi et al., 2003). 사외이사 입장에서는, 외국인의 지분율이 높을수록 자신의 뜻에 따라서 의사결정을 내리는 것이 쉬워진다. 왜냐하면, 적극적인 감시 의도와 파워를 가진 외국인 주주의 존재는 사내 경영팀(경영자+사내이사)과의 대결에서 힘이 될 수 있기 때문이다(신현한, 이상철, 장진호, 2004). 그러므로 우리는 1) 사외이

사와 외국인 투자가는 경영자 투자 행위 감시에 있어서 보완적인 관계에 있으며, 2) 이들은 모두 서로의 힘을 합쳐 기업의 장기적인 가치를 높이는 쪽으로 투자를 하도록 경영자에게 압력을 넣으려는 유인을 갖는다고 볼 수 있다. 따라서 우리는 사외이사비율과 외국인 지분율이 모두 높은 기업은 보다 장기적이고 균형된 투자를 많이 할 것이라고 추론할 수 있다.

따라서 우리는 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 5: 사외이사 비율과 외국인 지분율 交互項은 균형투자과 正의 관계를 가질 것이다.

### III. 연구 방법

#### 3.1 연구 표본

본 연구의 기본적인 취지에 부합하는 연구 대상으로는 거래소에 상장되어 있는 기업이라고 볼 수 있다. 이들 기업들 중에서 지배구조 측면에서 제약이 거의 없으면서도 균형투자의 측정에 적당한 기업은 금융 및 서비스업 등을 제외한 제조업이라고 볼 수 있다. 이에 따라 본 연구는 거래소에 상장되어 있는 음식료품 제조업, 섬유 및 의복 제조업, 종이 제조업, 목재 제조업, 화학제품 제조업, 가구 제조업, 출판업, 제1차 금속 제조업, 고무 및 석유 정제업, 정밀기기 제조업, 조립금속 제조업, 기타 장비 제조업, 사무기기 제조업, 영상, 음향 및 통신장비 제조업, 의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업, 자동차 및 트레일러 제조업, 기타 운송장비

제조업 등의 산업에 속한 업체 442개를 대상으로 하였다. 이 중 인수·합병, 기업 분할, 부도 등으로 자료가 불충분한 기업을 제외하고 399개 기업을 최종 분석 대상으로 하였다.

본 연구의 분석에서 사용한 사외이사 비율, 외국인 지분율, 대주주 지분율, 외국인 지분율, 매출액, 교육 투자 등에 대한 자료는 증권거래소가 보유하고 있는 전자공시시스템에서 추출하였고, 경제적 부가가치(EVA), 부채비율 등은 한국신용평가정보(주)의 자료를 활용하였다. 또한 브랜드 인지도는 한국능률협회와 한국생산성 본부의 자료를 활용했고, 특허 수는 특허청의 자료를 활용했다. 그리고 분석 기간은 2000년부터 2003년까지로 하였다. 분석은 각 연도 자료를 붙여서(pooling) 분석하는 방법을 채택하였다.<sup>11)</sup>

### 3.2 변수의 측정

**종속변수:** 기업에서 특정 투자 행위가 결과로 나타나기까지는 무수히 많은 세부 활동을 거쳐야 한다. 그리고 이들 각 활동들은 나름대로의 순서에 의해서 영향 관계를 갖게 된다. 그러나 지배구조의 성과를 연구한 대부분의 학자들은 지배구조가 기업의 내부 활동에 어떠한 변화를 주며, 이들 활동이 어떠한 과정을 거쳐 성과로 나타 나며, 지배구조, 내부 활동 및 성과 간에 어떠한 순차적인 인과 관계가 있는지에 대한 해답을 주지 못했다. 따라서 지배구조가 기업의 성과에 미치는 영향을 분석하기 위해서는 기업의 내부 활동들 간의 인과 관계를 잘 반영할 수 있는 분석 틀을 선정하는 것이

무엇보다 중요하다.

Kaplan and Norton(1992, 1996a, 1996b, 2000)은 투자 성과 지표로 균형성과표를 도입한 바 있다. 이들에 의하면 우수 기업일수록 세분화된 투자 전략을 도입하고, 이들 각 투자 전략의 성과를 측정하기 위해 세분화되고 정교한 복수의 지표를 도입한다. 주지하다시피, 균형성과표 개념은 기업의 투자를 평가하는 지표로서 크게 재무적 관점, 고객 관점, 내부 운영 과정 관점, 그리고 학습·성장 관점 등 네 가지의 세부 지표를 제시한다(Becker, Huselid, and Ulrich, 2001; Kaplan and Norton, 1992, 1993, 2000; Olive et al., 2003).

우리가 균형성과표 개념을 도입한다면 지배구조의 효과·투자에 관한 선행 연구들의 문제점들을 보다 쉽게 극복할 수 있다. 이를테면, 균형성과표 개념을 도입함으로써, 지배구조가 재무적 성과에 어떠한 영향을 미치고, 현재와 미래의 고객을 위해 어떠한 가치를 창출하며, 제품 및 생산 공정 효율성 제고에 얼마만큼의 도움을 주고, 장기적 가치를 결정하는 종업원의 학습과 성장에 얼마만큼의 도움을 주는지를 체계적으로 분석할 수 있다. 또한 균형성과표 개념을 도입함으로써 우리는 다양한 기간에 걸쳐서 나타나는 기업 지배구조의 효과를 종합적으로 볼 수 있다. 그러므로 균형성과표에 의한 접근은 단일 지표로써 기업 지배구조의 성과를 분석한 선행연구의 한계점을 극복할 수 있다는 장점을 지닌다.

균형성과표 개념이 제공하는 또 하나의 중요한 장점은 원인 지표들과 결과 지표들 사이의 인과관계 사슬을 분석할 수 있다는 점이다(Kaplan and

11) 이는, 기업 간에는 독립성이 보장되고 기업 내에서는 상관성에 높을 때 동일 기업의 연속적인 관찰치를 분리하여 각각 분석할 수 있다는 선행 연구(Carpenter, 2002; David, Kochhar, and Levitas, 1998)의 방법을 참고한 것이다.

Norton, 1996; Martinsons, Davison, and Tse, 1999; Mooraj, Oyon, and Hostettler, 1999). 만일 우리가 지배구조를 구성하는 다양한 세부 요인들이 재무적 지표로 연결되는 순차적인 과정을 알 수 있다면 지배구조의 효과를 훨씬 정확하게 측정할 수 있을 것이다. 왜냐하면, 각 인과관계 사슬 상의 지표들을 순차적으로 점검함으로써 각 지배구조 요인들이 기업 가치 제고에 어떠한 도움을 주는지를 쉽게 확인할 수 있기 때문이다. 바로 균형성과표 개념이 이러한 과제들을 해결해줄 수 있다. 즉, 균형성과표 개념을 도입함으로써 지배구조를 구성하는 세부 요인들이 성과의 원인 지표(선행 지표)에 미치는 영향을 분석하고, 궁극적으로 원인 지표들이 결과 지표(후행 지표)에 어떠한 영향을 미치는지를 분석할 수 있게 된다.

본 연구에서 종속변수로 선정한 균형투자는 바로 이러한 균형성과표 개념을 반영하는 지표-종업원의 학습 및 성장, 내부 운영과정, 고객, 재무 등의 관점 지표-로 이루어졌다. 그리고 각 지표의 측정치는 선행 연구(김희경과 성은숙, 2001; Becker, Huselid, and Ulrich, 2001; Kaplan and Norton, 1992, 1993, 2000; Niven, 2003; Olive et al., 2003; Phillips and Schmidt, 2004; Phillips, Stone, and Phillips, 2001)를 참고하여 타당도가 높다고 인정되는 것을 선택했다.

첫째, 종업원의 학습과 성장 관점의 지표로는 교육 투자를 채택하였다. 측정의 통일성을 기하기 위해서 손익계산서 상 계상된 금액(단위, 백만원)으로 한정하였다. 둘째, 내부 운영 과정 지표로는 특허 수를 채택했다. 이 지표는 기간 중 특허청에 등록된 건수로 했다. 셋째, 고객 관점 지표로는 주력 제품의 브랜드 인지도로써 측정했다. 구체적으로, 한국생산성본부와 한국능률협회의 평가에서 주력

제품이 우수 브랜드로 선정된 횟수로써 측정했다. 넷째, 재무적 지표는 경제적 부가가치(EVA)를 채택 했다. 이 때 경제적 부가가치(단위, 억원)는 '세후 순영업이익-(평균투자자본×가중평균자본비용)'으로 표현된다. 수치는 감사보고서에서 추출했다.

독립 변수: 본 연구에서 소유의 집중도는 최고 주주와 그 특수 관계인이 소유하고 있는 보통주(총 주식(보통주)에서 차지하는 비중(%))을 말한다. 기관투자는, 일부의 학자들(예컨대, Kochhar and David, 1996; David, Kochhar, and Levitas, 1998)이 압력 저항기관(예컨대, 연/기금, 공제회), 압력 민감기관(예컨대, 보험, 은행, 투신, 상호신용금고 등), 압력 중립기관(예컨대, 기업연금, 증권중개기관, 투자자문사 등) 등으로 구분하기도 하나, 국내에서는 기관투자자들의 성격이 뚜렷하게 구분되지 않는다는 점을 감안(강준구, 박경서와 정근화, 2001; 박경서, 2000)하여 증권, 보험, 투자신탁, 종합금융, 상호신용금고, 종합금융 등의 지분율을 합하는 방식을 채택 했다. 본 연구에서 기관투자가 지분율은 기관투자자들이 소유하고 있는 보통주를 총 주식(보통주)의 수로 나눈 수치에다 100을 곱한 값(%))을 일컫는다. 외국인 지분율은 외국인이 보유하고 있는 보통주를 총 주식(보통주)의 수로 나눈 수치에다 100을 곱한 값(%))을 말한다(George, Douma, and Kabir, 2003; Park, Choi, and Lee, 2002; Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002). 마지막으로, 사외이사 비율은 전체 등재이사 중 현재 기업 내의 업무에 종사하고 있지 않거나 종사한 경험이 없는(Tihanyi et al., 2003) 이사가 차지하는 비율(사외이사 수 ÷ 총 등재이사 수)을 말한다.

본 연구에서는 변수 간 영향관계의 시차를 감안하여 독립변수와 종속변수 사이에 1년간 시차를 두었다.

**통제 변수:** 기업 규모는 투자 성향을 결정하는 중요한 요인이다. 즉, 규모가 크면 자산 이용 상의 효율성이 크고(Acs and Audretsch, 1988; Baysinger and Hoskisson, 1989; Singh and Davidson, 2003), 장기성 투자에 대한 동기 또한 커진다(Kochhar and David, 1996). 왜냐하면, 규모가 크면 자원이 많기 때문에 연구개발과 같은 회임기간이 긴 투자를 감내할 여력이 크기 때문이다(Cohen and Levinthal, 1990). 본 연구에서는 이러한 연구 결과들을 감안하여 규모를 통제하였는데, 측정은 Geletkanycz, Boyd, and Finkelstein (2001), 그리고 Sanders and Carpenter(1998)의 조사 방법을 참고하여 '매출액(단위, 억원)'으로 하였다.

Hoskisson 등(2002)과 O'Brien(2003)은 부채비율과 장기성 투자 간에는 負의 관계가 있다는 것을 밝혔다. 이러한 결과는, 부채가 많은 기업은 회임 기간이 긴 장기 프로젝트에 대한 투자 여력이 작기 때문(Baysinger and Hoskisson, 1990; Kochhar and David, 1996)인 것으로 풀이된다. 반면에, David 등(2001)은 부채비율이 높을수록 연구 개발투자와 같은 장기성 투자가 크다는 결과를 도출하였다. 부채비율이 높을수록 경영자의 위험 선호도가 커지는 것이 이러한 결과의 배경이 된다. 이러한 결과들은 영향관계의 방향과 관계없이, 부채가 장기성 투자의 중요한 영향 요인임을 의미한다. 이에 따라 본 연구에서 부채비율을 통제하였다. 부채비율은 '(부채총계/자본총계)×100'으로 계산하였다.

선행 연구에 의하면 산업 특성은 기업의 소유구조 및 투자에 영향을 미친다. Singh and Davidson (2003), Thomsen and Pedersen(2000) 등은 기업이 속한 산업에 따라 대리인 비용, 자산 활용

의 효율성 등이 달라진다고 주장한다. 또한, 일부 학자들(David, Hitt, and Gimeno, 2001; Durand and Vergas, 2003; Zahra, 1996)에 의하면 산업마다 기술 및 수요 동향이 다르고, 이러한 차이는 기업의 투자에 영향을 미친다. 이러한 점들을 감안하여, 산업 특성을 통제하였다. 측정은 Thomsen and Pedersen(2000)의 연구 방법을 원용, 산업 위험(산업의  $\beta$ )으로 하였다.

Eisenmann(2002)에 의하면 전문경영자와 소유경영자의 위험선호도는 다르다. 따라서 본 연구에서는 경영 형태를 통제했다. 본 연구에서 저자는 경영 형태를 더미변수(dummy variable)로 처리했는데, 전문경영자가 운영하는 기업은 1로 입력을 하였고 소유경영자가 운영하는 기업은 0으로 입력하였다.

마지막으로, 대리인 이론에 기반을 둔 다수의 선행 연구들(예컨대, Bethel and Liebeskind, 1993; Eisenmann, 2002; Hill and Snell, 1988; Hoskisson, Hitt, and Hill, 1993; Jensen and Meckling, 1976; Kroll et al, 1997; Steensma and Corley, 2001; Wright, et al., 2002; Zajac and Westphal, 1994)은 경영자가 주식을 소유하게 되면 주주와 경영자 간의 목표 갈등과 위험선호도 차이가 줄어든다는 점을 지적한다. 경영자가 주식을 소유하게 되면 자신의 富는 (자신이 가지고 있는 주식 수만큼) 주가의 상승에 연동되기 때문에, 다른 조건이 동일하다면 경영자의 지분이 크면 장기성 투자를 선호할 가능성이 크다. 이런 점을 감안하여 본 연구에서 저자는 경영자의 지분율을 통제했다. 본 연구에서 경영자 지분율은 최고경영자가 가지고 있는 보통주가 전체 발행주식(보통주)에서 차지하는 비중(%)을 말한다.

## IV. 연구 결과

### 4.1 가설 검증

〈표 1〉은 본 연구에 포함된 변수들의 평균, 표준편차, 그리고 변수들 간의 상관관계(bivariate correlations)를 표시한 것이다.

가설 1, 가설 2, 가설 3 등을 검증하기 위하여 회귀분석(regression analyses)을 실시하였다. 분석은 본 연구에서 채택한 교육투자(종업원의 학습과 성장 관점), 특허 수(내부 운영과정 관점), 브랜드 인지도(고객 관점), EVA(재무적 관점) 등의 변수를 기준변수(criterion variable)로 하여 매출액, 경영 형태, 산업위험( $\beta$ ), 부채비율, 경영자 지분율 등의 통제변수와 소유 집중도, 외국인 지분율, 사외이사비율 등의 독립변수를 예측변수로 했

다. 다중공선성(multicollinearity) 여부를 점검한 결과, 모든 회귀 모형에서 문제가 없는 것으로 나타났다. 〈표 2〉는 회귀분석 결과를 제시한 것이다. 〈표 2〉에서 모형1은 교육투자를, 모형2는 특허 수를, 모형3은 브랜드 인지도를, 모형4는 EVA를 각각 종속변수로 하여 회귀분석한 것이다.

가설 1은 소유의 집중도가 클수록 균형투자의 정도가 크다는 것이다. 그러나 예상과는 달리, 소유의 집중도는 교육투자( $\theta=-0.10, p<0.001$ ), 특허수( $\theta=-0.10, p<0.001$ ), EVA( $\theta=-0.07, p<0.001$ ) 등에 負의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만, 소유의 집중도는 브랜드 인지도에는 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 따라서 가설 1은 본 연구에서 지지되지 않고 있다고 볼 수 있다.

소유의 집중도와 균형투자 간의 곡선적인 관계 확인을 위하여 소유의 집중도를 멱변환(power

〈표 1〉 기초 통계 및 상관관계<sup>a</sup>

변 수 <sup>b</sup>	평균	표준편차	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. 매출액	250.94	3536.87												
2. 경영 형태	.42	.49	-.03											
3. 산업 위험	1.06	2.72	-.01	.01										
4. 부채비율	169.94	628.66	-.01	.07	-.01									
5. 경영자 지분율	17.69	262.08	-.00	-.06	.01	-.01								
6. 소유의 집중도	38.87	15.73	-.04	-.13	-.01	-.11	-.03							
7. 기관투자가 지분율	8.49	12.81	-.03	.20	-.00	-.01	-.02	-.04						
8. 외국인 지분율	6.47	12.48	.17	.07	-.02	-.07	-.02	-.03	.07					
9. 사외이사 비율	25.59	11.62	.02	-.00	-.03	.05	-.00	-.10	.20	.16				
10. 교육 투자	327.57	1282.83	.03	.11	-.02	-.02	-.01	-.12	.08	.38	.21			
11. 특허 수	25.04	214.30	.02	.11	-.00	-.01	-.01	-.11	.03	.24	.26	.29		
12. 브랜드 인지도	.13	.60	.15	.06	-.02	-.02	-.01	-.07	.08	.34	.11	.21	.14	
13. EVA	106.19	2559.74	.05	-.03	.00	-.03	-.00	-.08	.04	.27	.04	.43	-.01	.54

<sup>a</sup> 계수가 0.05보다 크거나 같으면  $p < 0.05$  수준에서 유의한 상관관계를, 0.07보다 크거나 같으면  $p < 0.01$  수준에서 유의한 상관관계를 가짐.

<sup>b</sup>  $n=1,176$

〈표 2〉 회귀분석(Regression Analyses) 결과

변 수	모형1 <sup>a</sup>	모형2 <sup>a</sup>	모형3 <sup>a</sup>	모형4 <sup>a</sup>
매출액	-.05 <sup>+</sup>	-.02	.11***	-.00
경영 형태	.06*	.07**	-.01	-.05 <sup>+</sup>
산업 위험	-.01	.01	-.02	.01
부채비율	-.02	-.02	-.00	-.03
경영자 지분율	-.01	-.01	-.01	-.00
소유의 집중도	-.10***	-.10***	-.04	-.07***
기관투자가 지분율	.00	-.03	.04	.01
외국인 지분율	.35***	.20***	.28***	.25***
사외이사 비율	.15***	.23***	.03	-.04
상수	239.91	5.03	.10	123.79
수정 후 R <sup>2</sup>	.18	.13	.11	.06
모형의 F	29.65***	21.48***	17.97***	10.75***

N=1176. 입력치는 표준화된 계수

<sup>a</sup> 모형1은 교육투자(종업원의 학습과 성장 관점), 모형2는 특허 수(내부 운영 과정 관점), 모형3은 브랜드 인지도(고객 관점), 모형4는 EVA(재무적 관점) 등을 종속변수로 하여 회귀 분석한 것임.

- <sup>+</sup> p < .10
- \* p < .05
- \*\* p < .01
- \*\*\* p < .001

transformation)시켜 확인한 결과, 소유의 집중도는 교육투자, 특허 수, 그리고 EVA에 U자형의 영향을 미치는 것으로 나타났다.<sup>12)</sup>

가설 2는 사외이사 비율은 균형투자와 정의 관계를 가진다는 것이다. 연구 결과, 사외이사비율은 교육투자( $\beta=0.15$ ,  $p<0.001$ )와 특허 수( $\beta=0.23$ ,  $p<0.001$ )에 정의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만, 브랜드 인지도와 EVA에는 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 따라서 본 연구에서 가설 2는 부분적으로 지지되었다고 볼 수 있다.

가설 3은 외국인 지분율은 균형투자와 정의 관계를 가진다는 것이다. 연구 결과, 〈표 2〉에서 보는 바와 같이 외국인 지분율은 교육투자( $\beta=0.35$ ,  $p<0.001$ ), 특허 수( $\beta=0.20$ ,  $p<0.001$ ), 브랜드 인지도( $\beta=0.28$ ,  $p<0.001$ ), EVA( $\beta=0.25$ ,  $p<0.001$ ) 등 모든 종속변수에 정의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.<sup>13)</sup> 따라서 본 연구에서 가설 3은 지지되고 있다고 볼 수 있다.

가설 4는 외국인 지분율과 기관투자가 지분율 교호항은 균형투자에 정의 영향을 미친다는 것이

12)떡함수에서 1차 항이 음이고 2차 항이 양이면 U자형의 영향 관계가 있고, 1차 항이 양이고 2차 항이 음이면 역 U자형의 관계가 있다. 지면 관계로 연구 결과는 생략했다. 개별적으로 저자에게 연락을 하면 결과를 얻을 수 있다.

13)외국인들은 우량기업에 주로 투자한다는 점을 중시하여 〈표 2〉에 제시된 변수에다 순이익을 첨가하여 회귀분석을 하였다. 그 결과, 회귀식의 설명력(R<sup>2</sup>)이 크게 증가했고, 외국인 지분율의 회귀계수 값-외국인 지분율이 교육투자, 특허 수, 브랜드 이미지, EVA 등에 미치는 영향이 크게 작아졌다. 하지만, 외국인 지분율은 여전히 교육 투자, 특허 수, 브랜드 이미지, EVA 등에 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는, 외국인 지분율의 영향력을 해석할 때, 우량기업을 선호하는 외국인의 투자 습성을 감안해야 한다는 것을 의미한다. 지면 관계로 연구 결과는 생략했다. 개별적으로 저자에게 연락하면 결과를 얻을 수 있다.

다. 이 가설의 검증을 위하여 <표 3>에서 보는 바-모형1, 2, 3, 4-와 같이, 위계적 회귀분석(hierarchical regression analyses)을 실시하였다. 다중공선성(multicollinearity) 여부를 점검한 결과, 모든 회귀모형에서 문제가 없는 것으로 나타났다.

<표 3>의 모형1( $\Delta R^2=0.03$ ,  $p<0.001$ ), 모형2( $\Delta R^2=0.01$ ,  $p<0.001$ ), 모형3( $\Delta R^2=0.04$ ,  $p<$

0.001), 모형4( $\Delta R^2=0.04$ ,  $p<0.001$ ) 등에서 보는 바와 같이 외국인 지분율과 기관투자가 지분을 교호항의 첨가로 인하여 회귀식의 설명력이 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 그리고 외국인 지분율과 기관투자가 지분을 교호항은 교육투자( $\beta=0.24$ ,  $p<0.001$ ), 특허 수( $\beta=0.13$ ,  $p<0.001$ ), 브랜드 인지도( $\beta=0.31$ ,  $p<0.001$ ), EVA( $\beta=0.31$ ,  $p<0.001$ ) 등의 종속변수에 正의 유의한 영향을

<표 3> 위계적 회귀분석(Hierarchical Regression Analyses) 결과

변 수	모형1 <sup>a</sup>	모형2 <sup>a</sup>	모형3 <sup>a</sup>	모형4 <sup>a</sup>	모형5 <sup>b</sup>	모형6 <sup>b</sup>	모형7 <sup>b</sup>	모형8 <sup>b</sup>
매출액	-.02	-.02	.14***	.03	-.04	-.02	.11***	.01
경영 형태	.06*	.07**	.03	-.04	.04	.05*	.02	-.06*
산업 위험	-.01	.01	-.02	.01	-.01	.01	-.02	.00
부채비율	-.02	-.02	.00	-.03	-.01	-.01	.00	-.01
경영자 지분율	-.01	-.01	-.00	-.00	-.00	-.00	-.00	.00
소유의 집중도	-.09***	-.09***	-.01	-.05 <sup>+</sup>	-.06**	-.06*	-.02	-.02
기관투자가 지분율	-.08**	-.08**	-.07**	-.09**	.04	-.01	.05 <sup>+</sup>	.05 <sup>+</sup>
외국인 지분율	.20***	.12***	.09**	.06	-.37***	.51***	-.03	-.60***
사외이사 비율	.15***	.23***	.02	-.04	.04	.05 <sup>+</sup>	-.05 <sup>+</sup>	-.26***
외국인 지분율× 기관투자가 지분율	.24***	.13***	.31***	.31***				
사외이사비율					.84***	.82***	.36***	.98***
상수	139.49	-60.41	.02	427.11	377.55	.48	.11	1313.16
$\Delta R^2$	.03	.01	.04	.04	.10	.09	.02	.13
$\Delta F$	39.29***	11.56***	66.29***	64.03***	166.09***	150.48***	25.67***	209.30***
수정 후 $R^2$	.21	.13	.15	.11	.28	.22	.12	.19
전체 모형의 $F$	31.48***	20.65***	23.62***	16.55***	47.04***	36.62***	19.05***	32.17***

N=1176. 입력치는 표준화된 계수

<sup>a</sup> 모형1은 교육투자(종업원의 학습과 성장 관점), 모형2는 특허 수(내부 운영 과정 관점), 모형3은 브랜드 인지도(고객 관점), 모형4는 EVA(재무적 관점) 등을 종속변수로 하여 회귀 분석한 것임.

<sup>b</sup> 모형5는 교육투자(종업원의 학습과 성장 관점), 모형6은 특허 수(내부 운영 과정 관점), 모형7은 브랜드 인지도(고객 관점), 모형8은 EVA(재무적 관점) 등을 종속변수로 하여 회귀 분석한 것임.

<sup>+</sup>  $p < .10$

\*  $p < .05$

\*\*  $p < .01$

\*\*\*  $p < .001$

미치는 것으로 나타났다. 회귀분석에서 나타난 상호작용 효과를 확인하기 위하여 사후분석을 해본 결과, 1) 외국인 지분율과 기관투자가 지분율이 낮을 때보다 외국인 지분율과 기관투자가 지분율이 모두 높을 때에 교육투자, 특허 수, 브랜드 인지도, EVA 등의 수준이 높은 것으로 나타났고 2) 기관투자가 지분율과 교육, 브랜드 인지도, EVA 등의 관계는 외국인 지분율이 낮을 때보다 높을 때에 더 강한 것-기울기가 가파른 것-으로 나타났다.<sup>14)</sup> 따라서 외국인 지분율이 증가함에 따라 기관투자가 지분율이 균형투자에 미치는 영향은 강해질 것이라는 가설 4는 본 연구에서 지지되고 있다고 볼 수 있다.

가설 5는 사외이사 비율과 외국인 지분율 교호항은 균형투자와 정의 관계를 가진다는 것이다. 이 가설의 검증을 위하여 <표 3>에서 보는 바-모형 5, 6, 7, 8-와 같이, 위계적 회귀분석(hierarchical regression analyses)을 실시하였다. 다중공선성(multicollinearity) 여부를 점검한 결과, 모든 회귀 모형에서 문제가 없는 것으로 나타났다.

<표 3>의 모형5( $AR^2=0.10, p<0.001$ ), 모형6( $AR^2=0.09, p<0.001$ ), 모형7( $AR^2=0.02, p<0.001$ ), 모형8( $AR^2=0.13, p<0.001$ ) 등에서 보는 바와 같이 외국인 지분율과 사외이사 비율 상호작용 항의 첨가로 인하여 회귀식의 설명력이 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 그리고 외국인 지분율과 사외이사 비율 상호작용 항은 교육투자( $\beta=0.84, p<0.001$ ), 특허 수( $\beta=0.82, p<0.001$ ), 브랜드 인지도( $\beta=0.36, p<0.001$ ), EVA( $\beta=0.98, p<0.001$ ) 등에 정의 유의한 영향을 미치는 것으

로 나타났다. 상호작용 효과를 확인하기 위해 사후 분석을 해본 결과 1) 사외이사 비율이 낮고 외국인 지분율이 낮을 때보다 사외이사의 비율이 높고 외국인 지분율이 높을 때에 교육투자, 특허 수, 브랜드 인지도, EVA 등의 수준은 높은 것으로 나타났고 2) 외국인 지분율과 교육, 특허 수, 브랜드 인지도, EVA 등의 관계는 사외이사 지분율이 낮을 때보다 높을 때에 더 강한 것-기울기가 가파른 것-으로 나타났다. 따라서 사외이사 비율이 증가함에 따라 외국인 지분율이 균형투자에 미치는 영향력은 커질 것이라는 가설 5는 본 연구에서 지지되고 있다고 볼 수 있다.

#### 4.2 인과관계 사슬 분석

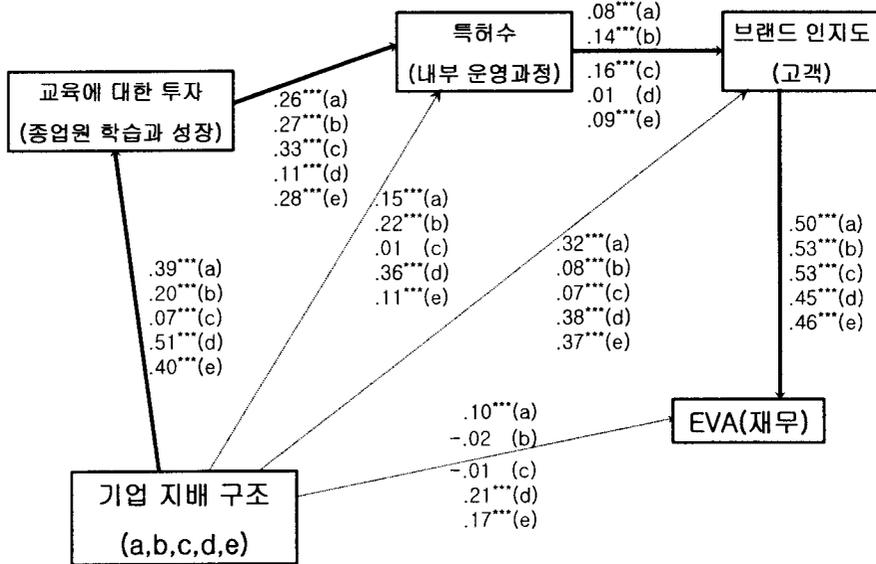
본 연구에서 채택한 균형투자 변수들 간의 인과관계 사슬을 확인하기 위하여 <그림 1>과 같이 연구 모형을 설정하고, AMOS 4.0을 사용하여 구조 분석을 하였다. 분석 방법은 외국인 지분율, 사외이사비율, 기관투자가 지분율, 외국인 지분율×기관투자가 지분율, 외국인 지분율×사외이사비율 등의 지배구조 변수 각각이 교육투자(종업원 학습과 성장), 특허 수(내부 운영과정), 브랜드 인지도(고객), EVA(재무) 등의 변수에 어떠한 인과관계 사슬을 보이는지를 살펴보는 것이다. <표 4>는 모형의 적합도를 표시한 것이다. 대체로 모형의 적합도는 양호<sup>15)</sup>하다고 볼 수 있다.

<그림 1>은 구조분석 결과이다. 분석 결과 외국인 지분율, 사외이사 비율, 기관투자가 지분율, 외국인 지분율×기관투자가 지분율 등의 변수는 교육

14) 지면을 많이 차지하여 외국인 지분율, 기관투자가 지분율과 교육투자, 특허 수, 브랜드 인지도, EVA 등의 관계를 표시하는 그림은 생략하였다.

15) 하지만, 기관투자가 지분율을 지배구조 변수로 채택한 모형3은 적합성이 다소 떨어진다.

〈그림 1〉 인과 관계 사슬 확인을 위한 구조분석 결과



a=외국인 지분율, b=사외이사비율, c=기관투자가 지분율, d=외국인 지분율×사외이사 비율, e=외국인 지분율×기관투자가 지분율을 각각 기업 지배구조 변수로 한 경우.  
 n=1176: 숫자는 표준화된 계수.  
 \*\*\*p < .001

〈표 4〉 모형 적합도

	모형1 <sup>a</sup>	모형2 <sup>a</sup>	모형3 <sup>a</sup>	모형4 <sup>a</sup>	모형5 <sup>a</sup>
Chi-square	232.45	311.88	298.08	211.06	240.09
자유도	3	3	3	3	3
p	.0001	.0001	.0001	.0001	.0001
Normal Fit Index(NFI)	.88	.92	.83	.90	.87
Incremental Fit Index(IFI)	.87	.92	.83	.90	.87
Comparative Fit Index(CFI)	.88	.92	.83	.90	.87

n=1176

<sup>a</sup> 모형1은 외국인 지분율, 모형2는 사외이사비율, 모형3은 기관투자가 지분율, 모형4는 외국인 지분율×사외이사비율, 모형5는 외국인 지분율×기관투자가 지분율 등을 기업 지배구조 변수로 하였다.

투자(종업원 학습과 성장 관점), 특허 수(내부 운영과정 관점), 브랜드 인지도(고객 관점), EVA(재무적 관점) 등의 변수에, 인과관계 사슬을 가지면서, 순차적으로 정의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

반면에, 외국인 지분율×사외이사비율은 교육투자(종업원 학습과 성장 관점), 특허 수(내부 운영과정 관점) 등의 변수까지만 긍정적인 인과관계 사슬이 있는 것으로 나타났다.

## V. 연구 결과의 토론

### 5.1 연구 결과의 함의

본 연구 결과가 함의하는 바에 대하여 살펴보기로 하자.

첫째, 저자는 대리인 이론에 의거하여 소유의 집중도가 높을수록 종업원 교육에 대한 투자가 크고, 내부 운영과정의 효과성이 커지고, 고객에 대한 투자가 커지고, 재무적 성과 또한 클 것이라는 가설을 설정했다. 하지만 예상과는 달리, 소유의 집중도는 교육에 대한 투자, 특히 수, EVA 등에 U자형의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는 다소 의외로서 시사하는 바가 크다고 할 것이다. 이를테면, 대주주 및 특수 관계인의 지분율이 낮을 때는 경영권 확보가 이들의 가장 큰 관심사가 된다는 것이다. 이에 따라 소유의 집중도가 낮은 기업은 경영권의 확보(또는 승계)에 관심을 집중시킨 나머지 장기적인 성과 증진을 가져다주는 교육 및 연구개발에 대한 투자를 소홀히 한다는 것이다. 그러다가 대주주 및 특수 관계인의 지분율이 일정 수준을 넘어서서 경영권이 안정되면 기업의 장기적인 성과 향상을 가져다주는 교육 및 연구개발 투자에 관심을 가지게 된다는 것을 의미한다. 이 연구 결과는 소유의 집중도와 기업 성과 간에 역 U자형 영향관계를 가정하는 안주(entrenchment) 가설(Fama and Jensen, 1983; Kole, 1995; McConnell and Servaes, 1995;

Short and Keasey, 1999; Singh and Davison, 2003; Wright et al., 2002)과 배치된다. 또한 이러한 연구 결과는 경영권 전횡과 혈족 승계 욕구를 지나치게 부각시키는 국내 선행 연구들(강준구, 박경서, 정균화, 2001; 김주현, 1992; 이상우, 1999; 황인학, 1998)과도 다소 거리를 둔다.

본 연구에서 소유의 집중도가 균형투자에 미치는 곡선적인 영향관계는 교육투자, 특히 수, EVA 등에서만 나타났다. 따라서 본 연구 결과로 안주가설을 완전히 부정하는 것은 쉽지 않다. 또한, 소유 집중도의 효과에 관한 본 연구의 결과가 외환위기 이후 기업 지배구조-특히, 소유의 집중도-와 관련해서 새롭게 나타난 현상인지를 판단하는 것도 쉽지 않다. 따라서 본 연구 결과를 확정하기 위해서는 향후 좀 더 체계적인 방법으로 소유의 집중도와 기업의 장기투자(성과) 간의 관계를 분석하는 작업이 뒤따라야 한다.

둘째, 사외이사 비율은 교육에 대한 투자와 특수에 유의한 正의 영향을 미치지만 브랜드 인지도, EVA 등에는 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.<sup>16)</sup> 주지하다시피 우리나라에서 사외이사 제도는 외환위기 이후인 99년부터 본격적으로 도입되기 시작했다. 그러므로 이 제도가 가지는 뛰어난 감시 기능에도 불구하고 아직 이 제도의 효과가 기업 활동의 각 영역에 충분히 침투했다고 보기는 어렵다. 본 연구 결과, 사외이사제도의 효과는 Kaplan and Norton(1992, 1996a, 1996b, 2000)이 주장하는 균형성과표 개념의 4가지 관점 중 상류에 해당하는 종업원 학습과 성장, 내부 운

16) 독자들이 사외이사 비율이 균형투자에 미치는 영향에 대한 결과를 해석하는 데는 주의가 필요하다. 왜냐하면, 사외이사 비율은 기업의 자율적인 의사에 의해서 결정되기도 하지만 규정에 의해서 결정되는 경우가 많기 때문이다. 즉, 현재 '유가증권 상장 규정'에서는 자산이 2조원 이상인 기업은 50% 이상(3인 이상)을, 자산이 그 이하인 기업은 25% 이상(1인 이상)의 사외이사를 선임하도록 규정하고 있다. 독자들은 이러한 제도적 특성을 감안하여 사외이사 비율의 영향력을 해석하기 바란다.

영 과정 등에 속하는 변수에만 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는, 사외이사 비율이 높으면 경영자의 기회주의적 행동이 억제되어 장기성 투자가 늘어나는데 그 영역은 주로 균형성과표 개념의 상류에 해당하는 종업원 교육에 대한 투자, 연구개발 활동 등에 집중되고 있다는 것을 의미한다. 그리고 만약 균형성과표 개념이 제시하는 대로 4가지 지표들 간에 인과관계가 있다면, 사외이사제도의 효과는 아직 고객, 재무 등의 지표에까지는 미치지 못했음을 의미한다. 또한, 이러한 결과는 사외이사제도가 균형투자 전체에 미치는 영향을 확인하기 위해서는 좀 더 많은 시간이 필요하다는 것을 시사한다.

셋째, 외국인 지분율이 높을수록 종업원 교육에 대한 투자, 특허 수, 브랜드 인지도, EVA 등이 모두 커지는 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는 경영자 감시 의지가 강하고, 감시 능력이 뛰어나며, 장기투자를 주로 하는 외국인의 지분 소유가 클수록 재무적 성과 증진은 물론, 기업의 장기적 가치증진을 가져다주는 종업원 교육, 연구개발, 브랜드 인지도 제고 등에 대한 투자가 크다는 본 연구의 논리가 타당하다는 것을 의미한다. 또한, 이러한 결과는 외국인은 경영자의 기회주의적 행동에 대한 감시 및 통제 기능이 탁월하다는 주장 (George, Douma, and Kabir, 2003; Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002)을 뒷받침해 주는 역할을 한다.

넷째, 외국인 지분율과 기관투자가 지분율 交互項은 균형투자에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 주지하다시피 우리나라의 기관투자가 대부분은 기업들과 영업상 깊은 관계를 맺고 있다. 그리고 의결권 행사에 대한 규제를 오랫동안 받아왔다. 이러한 요인들로 인해 기관투자자들은 자신

들이 투자한 기업의 가치를 높이고자하는 동기가 아무리 강하더라도 투자 기업에 대하여 직접적으로 간섭하는 것이 쉽지 않다.

외국인 투자가는 국내 기관투자자와 마찬가지로 대량 투자에 따른 퇴출 장벽을 안고 있다. 그러므로 장기 투자를 할 수 밖에 없고, 기업의 장기적 가치를 증진시키는 사안에 관심을 가질 수밖에 없다. 반면에 외국인 투자가는 국내 기관투자들과는 달리 의결권 행사에 대한 사회·심리적, 법률적 규제를 거의 받지 않고 있으며, 영업 측면에서도 국내 기업과 거의 관련이 없다. 따라서 이들은 국내 사정을 잘 알뿐만 아니라 뛰어난 감시 능력을 지닌 기관투자자의 조력을 받아 기업의 투자 행동을 감시하려는 강한 동기를 지니게 된다. 국내 기관투자가와 외국인 투자가는 서로의 전문성 및 활동상의 자유 등을 결합함으로써 투자 기업에 대하여 보다 강한 감시를 할 수 있게 된다. 그런데 그 강도는 지분율이 높을수록 커진다는 것이 본 연구의 시사점이다.

다섯째, 본 연구 결과, 사외이사 비율과 외국인 지분율 交互項은 균형투자에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는, 사외이사와 외국인 투자가 모두 경영자의 기회주의적인 행동을 감시하려는 동기가 강하기 때문에 이들은 서로의 힘을 결합함으로써 기업에 대하여 보다 균형 있는 투자를 하도록 유도할 것이라는 저자의 추론이 타당하다는 것을 시사한다. 외국인 투자가는 사외이사비율이 높은 회사에 대한 투자를 늘릴 것이다. 왜냐하면 사외이사 비율이 높으면 대리인 비용이 줄어들기 때문이다. 또한 사외이사로서는 외국인의 지분율이 높을수록 자신의 뜻에 따라서 의사결정을 내리는 것이 쉬워진다. 왜냐하면, 적극적인 감시 의도와 파워를 가진 외국인 주주의 존

재는 사내 경영 팀과의 대결에서 힘이 될 수 있기 때문이다.

전체적으로 본 연구 결과, 우리나라에서 외국인은 균형투자에 있어서 중요한 역할을 하는 것으로 나타났다. 즉, 외국인 지분율은 단독으로뿐만 아니라 기관투자가 지분율 및 사외이사 비율과 상호작용을 하면서 균형투자에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인들이 기업의 장기적인 가치 제고에 긍정적인 역할을 하고 있다는 것을 의미한다. 본 연구 결과를 통하여 우리는 외국인의 국내 증권시장 참여 증대는 증권시장의 교란, 국부의 유출, 서구적 경영 관행의 지나친 강요 등의 부정적인 측면도 있지만 기업의 장기적 가치 증진에 기여한다는 것을 알 수 있다. 따라서, 외국인의 국내 투자를 부정적인 시각으로만 볼 것이 아니라 긍정적인 측면을 살리고 부정적인 측면을 줄여가는 정책이 필요하다.

또한 본 연구 결과, 사외이사제도 역시 기업의 장기적인 가치 제고에 매우 중요한 역할을 하는 것으로 나타났다. 본 연구에서 사외이사 비율은 단독으로 뿐만 아니라 외국인 지분율과 결합하여 기업의 균형투자에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 1999년에 전면적으로 도입된 사외이사제도가 (내부) 경영자의 기회주의적인 행동을 잘 감시, 궁극적으로 기업의 장기적인 가치 제고에 긍정적인 역할을 하고 있다는 것을 입증하는 셈이다.

본 연구 결과, Anglo-Saxon 경제권에 기반을 둔 대리인 이론은 우리나라 기업 상황에서 부분적으로만 적용되는 것으로 나타났다. 즉, 장기적인 가치에 대하여 사외이사제도는 긍정적인 영향을 미치지만 소유의 집중도는 곡선적인 영향-교육투자, 특허 수, EVA 등에 대하여-을 미치고, 경영

자 지분율은 유의적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인 지분율의 강한 긍정적인 영향력과 비교되는 것으로, 우리 기업 문화에 서구 대리인 이론에 기반을 둔 지배구조를 도입할 때는 부분적인 수정이 필요하다는 것을 시사한다.

우리나라 기업의 지배구조는 과거 소유경영자 지배에서 전문경영자 지배로 바뀌고 있다. 또한 소유경영자 이해 중심의 경영에서 외부 주주, 혹은 이해관계자들의 이해를 반영하는 쪽으로 옮겨가고 있다. 당연히 이러한 변화의 이면에는 소유구조의 변화(기관투자가 및 외국인 지분율 증가), 이사회구조의 변화(사외이사제도의 도입), 지배구조 관련 법률 및 규제 변화 등이 도사리고 있다. 하지만, 이러한 변화 속에서도 소유경영자 체제는 여전히 지배적인 체제로 존속하고 있다. 이를테면, 소유의 집중도 및 사외이사 변수의 일부 균형투자 변수에 대한 無影響, 경영자 지분율의 낮은 영향력 등은 소유경영자 체제라는 우리나라의 지배구조 특성이 가미되었기 때문이라고 볼 수 있다. 따라서 바람직한 한국적 지배구조 모형을 마련할 때는 소유 경영자 지배 체제의 장단점을 반드시 고려해야 한다.

본 연구의 중요한 목적 중 하나는 균형성과표 개념을 검증하는 것이다. 그런데 본 연구 결과, 외국인 지분율, 기관투자가 지분율, 사외이사 비율 등의 기업 지배구조 변수는 교육을 위한 투자(종업원 학습과 성장 관점), 특허 수(내부 운영과정 관점), 브랜드 이미지(고객 관점) 등의 사슬을 거치면서 EVA(재무적 관점)에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는, 외국인 지분율, 기관투자가 지분율, 사외이사 비율 등 기업 지배구조의 효과 측면에서 볼 때, 균형성과표 개념은 타당성 있는 모형이라는 것을 의미한다.

## 5.2 연구의 학문적, 실무적 의의

기실, 최근 지배구조 문제가 불거지면서 학계 일부에서는 서구 사회에서 도출된 모형으로 우리나라의 지배구조를 진단·처방하는 것에 대하여 불만을 품어왔다. 하지만, 우리 학계는 실무 세계에서 활발하게 진행되고 있는 지배구조를 둘러싼 제도적 변화에 대해 '서구의 논리에 부화뇌동하는 것'으로 貶下하면서도, 우리의 지배구조가 서구의 그것과 어떻게 다르며 구체적으로 현재와 같은 지배구조가 기업의 가치 제고에 어떤 역할을 하는지에 대하여 체계적인 근거를 제시하지 못했다. 본 연구는 서구 대리인이론에 기반을 두면서 우리 사회의 독특한 특성이 가미된 지배구조에 관한 모형을 제시하고, 이를 체계적으로 검증함으로써 우리 내부에서 일고 있는 지배구조와 관련된 논쟁을 정리할 수 있는 기회를 제공했다는 의의를 지닌다.

둘째, 지배구조의 효과를 균형성과표 개념으로써 측정하는 작업이다. 본 연구에서 지배구조의 성과 지표로 활용한 균형성과표 개념은, 국내외적으로 전통적인 회계 시스템의 한계에 반하여 등장한 새로운 성과 평가 시스템으로서, 아직 그 유용성에 대한 검증이 제대로 이루어지지 못했다. 본 연구에서 저자는 기업 지배구조의 효과를 재는 지표로서 균형성과표 개념을 활용했다. 이러한 시도는 균형성과표 개념에 대한 연구 지평을 확장하는 역할을 한다. 아울러 독자들이 본 연구에서 개발, 활용한 측정 지표를 기반으로 현재 기업들이 갖고 있는 측정 지표들을 재구성한다면, 큰 수고를 하지 않고 기업가치 제고를 위한 경영자 행동 감시 체계를 구축할 수 있을 것이다.

본 연구의 결과는 경영자의 도덕적 해이 방지에 골몰하고 있는 기관투자가, 외국인 투자가 등 주주

는 물론 기업 지배구조와 관련된 정책 마련에 고심하고 있는 정책 당국, 그리고 소액주주 운동을 펼치고 있는 시민단체에게 유용한 지침을 제공할 것이다. 특히, 본 연구에서 도출된 결과는 주식인수와 관련된 법률 개정에 골몰하고 있는 정책 당국에게 좋은 지침을 제공할 것이다. 사외이사의 비율이 균형투자자에 미치는 영향에 대한 결과 역시 걸음마 단계에 있는 국내 사외이사제도의 활성화를 위한 좋은 지침이 될 것이다. 본 연구 결과 외국인과 사외이사, 그리고 기관투자자는 장기적 투자에 많은 관심을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 경영자는 자신의 고보상과 고용 안정을 위하여 단기적 이익 지향적인 경영에 치중하지 않아도 된다는 것을 의미한다. 이를테면 기업의 경영자는 외국인 투자자, 기관투자자, 사외이사 등은 균형된 투자를 원한다는 사실을 이해하고, 단기적인 이익 증대에만 집착할 것이 아니라 장기적인 이익 증대에도 관심을 가져야 한다는 것을 시사한다.

## 5.3 연구의 한계 및 미래의 연구 방향

본 연구는 몇 가지 한계점을 지닌다.

첫째, 본 연구에서 저자는 소유의 집중도, 기관투자가 지분율, 외국인 지분율, 사외이사비율 등 지배구조 관련 변수가 종속변수인 균형투자자에 미치는 영향에서 동일한 시차를 가정하였다. 즉, 지배구조 변수가 교육투자(종업원 학습 및 성장 관점), 특허 수(내부 운영 관점), 브랜드 인지도(고객 관점), 경제적 부가가치(재무적 관점) 등에 미치는 영향 간의 시차를 1년 이내로 한정하였다. 하지만, Kaplan and Norton(1992, 1993, 2000)에 의하면 기업 활동이 4가지 투자 변수에 미치는 영향은 시간적인 측면에서 다르다. 그리고

이들 각 지표는 앞서거나 뒤서거나 하면서 영향을 주고받을 수도 있다. 마찬가지로, 지배구조의 효과를 빠르게 반영하는 지표가 있는가하면 그 효과를 늦게 반영하는 지표도 있을 수 있다. 그리고 종속 변수들 간에도 시차를 매개로 하여 인과관계 사슬을 형성할 수 있다. 본 연구에서는 회귀분석과 구조분석을 병행함으로써 변수들 간의 인과관계 문제를 최대한 해결하려고 노력하였으나 시차 문제는 충분히 반영하지 못했다. 미래의 연구는 보다 정교한 방법을 도입하여 1) 지배구조가 4가지 관점 각각에 미치는 시간적인 차이를 분석하고, 2) 이러한 시차를 감안하여 지배구조 변수가 균형 투자에 미치는 영향을 분석할 필요가 있다.

좀 더 타당성 있는 연구 방법으로 시계열 분석도 고려할 수 있다. 표본의 수를 줄이더라도 지배구조의 변화 정도를 체계적으로 관찰하고 이를 다시 균형투자 지표에 연결시키는 작업이 필요하다. 시계열 분석을 할 경우 균형투자 지표들 간의 선·후행 관계는 더욱 뚜렷하게 나타날 것이다.

둘째, 본 연구에서 저자는 외환위기 이후의 지배구조 변화 양상에 초점을 맞추었다. 이에 따라, 지배구조가 투자에 미치는 효과를 4년간이라는 비교적 짧은 기간에 걸쳐서 분석할 수밖에 없었다. 비록 최근 속도가 강조되면서 각종 기업 활동의 주기가 크게 짧아졌다고는 하나, 4년은 기업 지배구조의 효과를 충분히 관찰하기에는 부족하다. 미래의 연구는 좀 더 긴 기간을 분석 대상으로 하여 기업 지배구조의 효과를 縱斷적으로 분석하는 작업을 할 필요가 있다.

셋째, 본 연구는 상장기업을 분석 대상으로 하였다. 그리고 산업 측면에서 제조업으로 한정하여 서비스, 금융 산업은 제외되었다. 이에 따라 연구 결과의 일반화 문제가 제기된다. 비상장 기업, 서비

스 및 금융 산업에 속한 기업을 대상으로 기업 지배구조가 균형투자에 미치는 영향을 분석하여 본 연구 결과와 비교하는 연구가 뒤따르길 기대한다.

넷째, 본 연구는 주로 대리인 이론에 기반을 두고 가설을 설정하였다. 기업 지배구조가 균형투자에 미치는 영향은 다각적인 시각에서 접근할 수 있다. 미래의 연구는 보다 다양한 관점에서 기업 지배구조가 균형투자에 미치는 영향을 분석할 필요가 있다. 특히 한국적인 상황을 잘 반영하는 이론적인 틀을 다각적으로 모색하는 작업이 필요하다고 본다.

다섯째, 본 연구에서는 연구적 편의를 위하여 지배구조 변수를 소유의 집중도, 외국인 지분율, 기관투자가 지분율, 사외이사비율 등으로 한정하였다. 본 연구에서 저자는, 외환위기 이후 우리나라 지배구조의 변화를 잘 반영하는 변수를 채택했다고 생각하고 있으나 그 타당성을 체계적으로 검토하지 않았다. 미래의 연구는 본 연구에서 채택한 변수들의 타당도를 체계적으로 검토하기 바란다. 그리고 채택하지 않은 지배구조 변수를 도입하여 균형투자에 미치는 영향을 분석하기 바란다.

마지막으로, 본 연구에서 저자는 선행 연구에 기반을 두고 매출액, 경영 형태(소유 경영자 지배기업, 전문 경영자 지배기업), 산업 위험, 부채비율 등의 통제 변수를 채용하였다. 본 연구에서 저자가 가설 검증 방법으로 채용한 회귀분석의 경우, <표 2>와 <표 3>에서 보는 바와 같이 수정 후  $R^2$  값이 0.2 내외로 (아주) 높은 편이라고는 볼 수 없다. 따라서 본 연구 결과는 본 연구에서 통제하지 못한 요인들에 의해 왜곡되었을 가능성을 배제할 수 없다.

본 연구에서 저자는 종래 연구와는 달리 지배구조 변수들의 단일 효과 및 결합 효과를 분석했다.

또한, 지금까지 지배구조의 효과에 관한 연구에서 시도된 바가 없는 균형투자 개념을 도입하였다. 이러한 점에서 저자는 이 연구가 기업 지배구조에 대한 연구를 진일보시켰다고 자부한다. 아울러, 우리나라 지배구조와 관련된 논쟁의 해결을 위해, 후속 연구들이 본 연구에서 저자가 제시한 연구들을 보다 많이 활용하기를 기대한다.

## 참고문헌

- 강준구, 박경서, 정균화 (2001), "한국기업의 지배구조: 현재와 미래," **경영학 뉴패러다임**, 한국경영학회 (취음), 서울: 박영사, 106-319.
- 고광수, 이준행 (2003), "외국인 거래 정보와 주식시장: 개방 10년의 경험," **재무연구**, 16(1), 159-192.
- 김경목 (2003), "기업 지배구조와 혁신: 소유구조가 연구개발(R&D) 투자에 미치는 영향," **경영학연구**, 32(6), 1799-1832.
- 김경목 (2005), "대리인 비용과 권력의 결합: 기업 소유구조가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향에 관한 연구," **경영학연구**, 34(5), 1475-1500.
- 김용민 (2000), "가치를 창출하는 이사회와 설계와 운영," 이선, 좌승희, 정광선, 김용구(편), **한국 기업 지배구조의 현재와 미래**, 서울: 미래경영개발연구원, 219-274.
- 김우택, 장대홍, 김경수 (1993), "기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구," **재무연구**, 6(1), 55-75.
- 김주현 (1992), "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구," **재무연구**, 5(1), 129-154.
- 김희경, 성은숙 (2001), **BSC 실천 매뉴얼**, 서울: 시그마인사이트.
- 박경서 (2000), "기업지배체제에 있어 기관투자자의 역할," 이선, 좌승희, 정광선, 김용구(편), **한국 기업 지배구조의 현재와 미래**, 서울: 미래경영개발연구원, 331-371.
- 박경서, 이은정, 장하성 (2004) "대주주의 존재가 한국의 지배구조에 미치는 영향," **재무연구** 17(2), 163-202.
- 박현준, 신현한, 최완수 (2004) "한국기업의 대리인 비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할," **경영학연구**, 33(2), 655-682.
- 신현한, 이상철, 장진호 (2004) "외부감사 주체와 기업 가치," **재무연구**, 17(1), 41-72.
- 신현한, 장진호 (2005) "최고경영자 교체에 영향을 미치는 요인분석: 경영성과, 전문경영자, 대규모 집단," **경영학연구**, 34(1), 289-311.
- 예민수 (2001) **외국인, 기관투자자 제대로 알면 주식투자 성공한다**, 서울: 시대의 창.
- 이경목, 오종향 (2001) "최고경영진 구성에 대한 정부 규제: 사외이사제도의 형성과정에 대한 고찰," **인사관리연구**, 24(2): 317-348.
- 이상우 (1999), "경영자의 지분율과 투자 안에 대한 위험 선호 유인," **재무연구**, 12(1): 103-127.
- 임용기 (2001), "한국형 기업지배구조에 대한 또 하나의 시각," 한국경영학회(취음), **경영학 뉴패러다임**, 서울: 박영사, 321-335.
- 황인학 (1998), **기업 구조조정의 배경과 과제**, 한국경제연구원.
- Acs, A. J. and D. B. Audretsch (1988), "Innovation in large and small firms: An empirical analysis," *American Economic Review*, 78: 678-690.
- Aguilera, R. V. and G. Jackson (2003), "The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants," *Academy of Management Review*, 28(3), 447-465.
- Ahuja, G. and C. M. Lampert (2001), "Entrepreneurship in the large corporation: A longitudinal study of how established firms create breakthrough inventions,"

- Strategic Management Journal*, 22, 521-543.
- Amihud, Y. and B. Lev (1981), "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers," *Bell Journal of Economics*, 12, 605-616.
- Amihud, Y. and B. Lev (1999), "Does corporate structure affect its strategy towards diversification?" *Strategic Management Journal*, 20(11), 1063-1069.
- Balkin, D. B., G. D. Markman, and L. R. Gomez-Mejia (2000), "Is CEO pay high-technology firms related to innovation?" *Academy of Management Journal*, 43(6), 1118-1129.
- Barkema, H. R. and L. R. Gomez-Mejia (1998), "Managerial compensation and firm performance: A general research framework," *Academy of Management Journal*, 41 (2), 135-145.
- Baysinger, B. D. and R. E. Hoskisson (1989), "Diversification strategy and R&D intensity in large multiproduct firms," *Academy of Management Journal*, 32, 310-332.
- Baysinger, B. D. and R. E. Hoskisson (1990), "The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy," *Academy of Management Review*, 15, 72-87.
- Baysinger, B. D., R. D. Kosnik, and T. A. Turk (1991), "Effects of board and ownership structure on corporate strategy," *Academy of Management Journal*, 34, 205-214.
- Becht, M. and A. Roël (1999), "Blockholding in Europe: An international comparison," *European Economic Review*, 43, 10-49.
- Becker, B. E., M. A. Huselid, and D. Ulrich (2001), *The HR Scorecard*, Boston, MA.: Harvard Business School Press.
- Berglöf, E. and A. Pajuste (2003), "Emerging owners, eclipsing markets? In P. K. Cornelius and B. Kogut (Eds.), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, New York: Oxford University Press, 267-304.
- Bethel, J. E. and J. Libeskind (1993), "The effects of ownership structure on corporate restructuring," *Strategic Management Journal*, 14(Summer Special), 15-31.
- Blair, M. (1993), "Financial restructuring and the debate about corporate governance, In M. Blair (eds.), *The Deal Decade*, Brookings Institution, Washington, DC, 1-17.
- Brush, T. M., P. Bromiley, and M. Hendrickx (2000), "The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance," *Strategic Management Journal*, 21 (4), 455-472.
- Chen, S. and K. W. Ho (2000), "Corporate diversification, ownership structure, and firm value: The Singapore evidence," *International Review of Financial Analysis*, 9, 315-326.
- Cho, M. (1998), "Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 47, 103-121.
- Coase, R. H. (1990), *The firm, the market, and the law*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Coff, R. (2003), "Bidding wars over R&D-intensive firms: Knowledge, opportunism, and the market for corporate control," *Academy of Management Journal*, 46(1), 74-85.
- Cohen, W. M. and D. A. Levinthal (1990), "Absorptive capacity: A new perspective on

- learning and innovation," *Administrative Science Quarterly*, 35, 128-152.
- Coles, J. W., W. B. McWilliams, and N. Sen (2001), "An examination of the relationship of governance mechanisms of performance," *Journal of Management*, 27, 23-50.
- Combs, J. G. and M. S. Skill (2003), "Managerialist and human capital explanations for key executive pay premiums: A contingency perspective," *Academy of Management Journal*, 46(1), 63-73.
- Canyon, M. J. and S. I. Peck (1998), "Board control, remuneration committees, and top management compensation," *Academy of Management Journal*, 41 (2), 146-157.
- Cornelius, P. K. and B. Kogut (2003), *Corporate Governance and Capital Flows in a global Economy*, New York: Oxford University Press.
- David, J. H., F. D. Schrooman, and L. Donaldson (1997), "Toward a stewardship theory of management," *Academy of Management Review*, 22, 20-47.
- David, P., M. A. Hitt, and J. Gimeno (2001), "The influence of activism by institutional investors on R&D," *Academy of Management Journal*, 44, 144-157.
- David, P., R. Kochhar, and E. Levitas (1998), "The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation," *Academy of Management Journal*, 41(2), 200-208.
- Demsetz, H. (1983), "The structure of ownership and the theory of the firm," *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Demsetz, H. and B. Villalonga (2001), "Ownership structure and corporate performance," *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Denis, D. D., D. K. Denis, and S. Atulya (1998), "Agency Problems, equity ownership and corporate diversification," *Journal of Finance*, 52 (1), 135-160.
- Denis, D. J., D. K. Denis, and A. Sarin (1999), "Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategy," *Strategic Management Journal*, 20, 1071-1076.
- Durand, R. and V. Vargas (2003), "Ownership, organization, and private firms' efficient use of resources," *Strategic Management Journal*, 24(7), 667-675.
- Eisenmann, T. R.(2002), "The effects of CEO equity ownership and firm diversification on risk taking," *Strategic Management Journal*, 23, 513-534.
- Esty, B. (1997), "Organizational form and risk taking in the savings and loan industry," *Journal of Financial Economics*, 44, 25-55.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983), "Separation of ownership and control," *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Finkelstein, S. and D. C. Hambrick (1996), *Top Executives and Their Effects on Organizations*. Minneapolis St.Paul: West.
- Froot, K., P. O'Connell, and M. Seasholes (2001), "The portfolio flows of international investors," *Journal of Financial Economics*, 59(1), 151-193.
- Gedajalovic, E. R. and D. M. Shapiro (2002), "Ownership structure and firm profitability in Japan," *Academy of Management Journal*, 45, 565-576.
- Gedajlovic, E. R. and D. M. Shapiro (1998), "Management and ownership effects: evidence

- from five countries." *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
- George, R., S. Douma, and R. Kabir (2003), "Foreign and domestic ownership, business groups and firm performance: An emerging market perspective," *Proceedings of Academy of Management Seattle*.
- Gibbs, P. A. (1993), "Determinants of corporate restructuring: The relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow," *Strategic Management Journal*, 14(Summer Special), 51-68.
- Golden, B. R. and E. J. Zajac (2001), "When will boards influence strategy? inclination $\times$ power =strategic change," *Strategic Management Journal*, 22, 1087-1111.
- Hambrick, D. C. and S. Finkelstein (1995), "The effects of ownership structure on conditions at the top: The case of CEO pay raises," *Strategic Management Journal*, 16, 175-193.
- Hambrick, D. C., M. A. Geletkanycz, and J. W. Fredrickson (1993), "Top executive commitment to the status quo: some tests of its determinants," *Strategic Management Journal*, 14(6), 401-418.
- Han, K. C. and D. Y. Suk (1998), "The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence," *Review of Financial Economics*, 7(2), 143-155
- Hansen, G. S. and C. W. L. Hill (1991), "Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology driven industries", *Strategic Management Journal*, 12, 1-16.
- Hill, C. W. and S. Snell (1988), "External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries," *Strategic Management Journal*, 9(6), 577-590.
- Hill, C. W. and G. Hansen (1991), "A longitudinal study of the causes and consequences of changes in diversification in the U.S. pharmaceutical industry 1977-1986," *Strategic Management Journal*, 12, 187-199.
- Hoskisson, R. E. and T. A. Turk (1990), "Corporate restructuring: Governance and control limits of the internal capital market," *Academy of Management Review*, 15, 459-477.
- Hoskisson, R. E., M. A. Hitt, R. A. Johnson, and W. Grossman (2002), "Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies," *Academy of Management Journal*, 45(4), 697-716.
- Hoskisson, R. E., M. A. Hitt, and C. W. Hill (1991), "Managerial risk taking in diversified firms: An evolutionary perspective," *Organization Science*, 2, 296-313.
- Hoskisson, R. E., M. A. Hitt, and C. W. Hill (1993), "Managerial incentives and investment in R&D in multiproduct firms," *Organization Science*, 4, 325-341.
- Hoskisson, R. and R. Johnson (1992), "Corporate restructuring and strategic change: The effects on diversification strategy and R&D intensity," *Strategic Management Journal*, 13 (8), 625-634.
- Jensen, M. (1991), "Corporate control and the politics of finance," *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 13-33.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

- Johnson, R. A. and D. W. Greening (1999), "The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance," *Academy of Management Journal*, 42(5), 564-576.
- Johnson, R. A., R. E. Hoskisson, and M. A. Hitt (1993), "Board of director involvement in restructuring: The effects of board versus managerial controls and characteristics," *Strategic Management Journal*, 14(Summer Special), 33-50.
- Kabir, R., D. Cantrijn, and A. Jeunink (1997), "Takeover defenses, ownership structure and stock returns in the Netherlands: An empirical Analysis," *Strategic Management Journal*, 18(2), 97-109.
- Kang, J. and A. Shivdasani (1997), "Corporate restructuring during performance declines in Japan," *Journal of Economics*, 46, 29-65.
- Kaplan, S. R. and D. P. Norton (1992), "The Balanced Scorecard - Measures that Drive Performance," *Harvard Business Review*, 70(1), 71-79.
- Kaplan, S. R. and D. P. Norton (1993), "Putting the Balanced Scorecard to Work", *Harvard Business Review*, 71(5), 134-147.
- Kaplan, S. R. and D. P. Norton (1996a), *The Balanced Scorecard: Translating Strategy Into Action*, Boston MA.: Harvard Business School Press.
- Kaplan, S. R. and D. P. Norton (1996b), "Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System," *Harvard Business Review*, 75(1), 75-85.
- Kaplan, S. R. and D. P. Norton (2000), "Having Trouble with Your Strategy? Then Map it," *Harvard Business Review*, 78(5), 3-11.
- Kassinis, G. and N. Vafeas (2002), "Corporate boards and outside stakeholders as determinants of environmental litigation," *Strategic Management Journal*, 23, 399-415.
- Kochhar, R. (1996), "Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. transaction cost economics," *Strategic Management Journal*, 17(9), 713-728.
- Kochhar, R. and P. David (1996), "Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses," *Strategic Management Journal*, 17(1), 73-84.
- Kroll, M., P. Wright, L. Toombs, and H. Leavell (1997), "Form of control: A critical determinant of acquisition performance and CEO rewards," *Strategic Management Journal*, 18(2), 85-96.
- La Porta, R., R. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (1999), "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lane, P., Jr. A. Cannella, and M. H. Lubatkin (1999), "Ownership structure and corporate strategy: One question viewed from two different worlds," *Strategic Management Journal*, 20, 1077-1086.
- Lane, P., Jr. A. Cannella, and M. Lubatkin (1998), "Agency Problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud and Lev reconsidered," *Strategic Management Journal*, 19(6), 555-578.
- Lee, P. M. and H. M. O'Neill (2003), "Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives," *Academy of Management Journal*, 46(2), 212-225.
- Levinthal, D. A. and J. G. March (1993), "The

- myopia of learning." *Strategic Management Journal*, 13(Winter Special Issue), 95-112.
- Luoma, P. and J. Goodstein (1999), "Stakeholders and corporate boards: institutional influences on board composition and structure," *Academy of Management Journal*, 42 (5), 553-563.
- Martinsons, M., R. Davison, and D. Tse (1999), "The balanced scorecard: A foundation for the strategic management of information systems," *Decision Support Systems*, 25, 71-88.
- McConnell, J. and H. Servaes (1995), "Equity ownership and the two faces of debt," *Journal of Financial Economics*, 39, 131-157.
- Miller, M. (1994), "Is American corporate governance fatally flawed?" *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(4), 32-39.
- Miozzo, M. and P. Dewick (2002), "Building competitive advantage: innovation and corporate governance in European construction," *Research Policy*, 31, 989-1008.
- Mitchell, G. R. and W. F. Hamilton (1997), "Managing R&D as a strategic option. In M. L. Tushman and P. Anderson (Eds.)," *Managing Strategic Innovation and Change*. Oxford: Oxford University Press, 307-330.
- Mobius, M. (2003), "Corporate governance: Responsibilities of fund managers and institutional investors. In P. K. Gornelius and B. Kogut (Eds.)," *Corporate Governance and Capital flows in a Global Economy*: 401-412, New York: Oxford University Press.
- Monks, R. A. and N. Minow (2001). *Corporate Governance*. Malden, MA.: Blackwell.
- Mooraj, S., D. Oyon, and D. Hosttler (1999), "The balanced scorecard: A necessary good of an unnecessary evil?," *European Management Journal*, 17(5), 481-491.
- Nkven, P. R. (2002), *Balanced Scorecard Step-by-Step*. New York: John Wiley & Sons.
- O'Brien, J. P. (2003), "The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation," *Strategic Management Journal*, 24(5), 415-431.
- Olve, N., C. Petri, J. Roy, and S. Roy (2003), *Making Scorecards Actionable*. West Sussex: Wiley.
- Park, H., W. Choi, and J. Lee (2002), "Corporate governance, corporate social performance, financial performance and firm value in Korea," *Proceedings of The International Conference of the Korean Academy of Management*.
- Patton, A. and J. C. Baker (1987), "Why won't directors rock the boat?," *Harvard Business Review*, 65(6), 10-18.
- Phillips, J. J. and L. Schmidt (2004), *The Leadership Scorecard*, Amsterdam: Elsevier.
- Phillips, J. J., R. D. Stone, and P. P. Phillips (2001), *The Human Resources Scorecard Measuring the Return on Investment*, Kidlington: Butterworth-Heinemann.
- Porter, M. E. (1992), "Capital disadvantage: America's falling capital investment systems," *Harvard Business Review*, 70(5), 65-83.
- Prahalad, C. K. (1994), "Corporate governance of corporate value added: Rethinking the primary of shareholder value," *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(4), 40-50.
- Ramaswamy, K., M. Li, and R. Veliyath (2002), "Variations in ownership behavior and

- propensity to diversity: A study of the Indian corporate context," *Strategic Management Journal*, 23, 345-358.
- Reilly, A. H., J. M. Brett, and L. K. Stroh (1993). "The impact of corporate turbulence on managers' attitudes," *Strategic Management Journal*, 14 (Special Issue), 167-179.
- Sanders, W. G. (2001), "Behavioral Responses of CEOs to stock ownership and stock option pay," *Academy of Management Journal*, 44(3), 477-492.
- Sanders, W. G. and M. A. Carpenter (1998), "Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition and board structure," *Academy of Management Journal*, 41 (2), 158-178.
- Schilling, M. A. and C. W. L. Hill (1998), "Managing the new product development process," *Academy of Management Executive*, 12(3), 67-81.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1992), "The takeover wave of the 1980s," *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, 49-56.
- Short, H. and K. Keasey (1999), "Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK," *Journal of Corporate Finance*, 5, 79-101.
- Singh, M. and W. N. Davidson III (2003) "Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms," *Journal of Banking & Finance*, 27, 973-1000.
- Steensma, H. K. and K. G. Corley (2001), "Organizational context as a moderator of theories on firm boundaries for technology sourcing," *Academy of Management Journal*, 44 (2), 271-291.
- Stein, J. (1989), "Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior," *Quarterly Journal of Economics*, 104, 655-669.
- Sundaramurthy, C. and M. Lewis (2003), "Control and collaboration: Paradoxes of governance," *Academy of Management Review*, 28(3), 397-415.
- Sundaramurthy, C., J. M. Mahoney, and J. T. Mahoney (1997), "Board structure, antitakeover provisions, and stockholder wealth," *Strategic Management Journal*, 18 (3), 231-245.
- Szewczyk, S. H., G. P. Tsetsekos, and Z. Zantout (1996), "The valuation of corporate R&D expenditures: Evidence from investment opportunities and free cash flow," *Financial Management*, 25(1), 105-110.
- Thomsen, S. and T. Pederson (2000), "Ownership structure and economic performance in the largest European companies," *Strategic Management Journal*, 2, 689-705.
- Tihanyi, L., R. A. Johnson, R. E. Hoskisson, and M. Hitt (2003), "Institutional ownership differences and international diversification: The effects of boards of directors and technological opportunity," *Academy of Management Journal*, 46(2), 195-211.
- Tosi, H. L., S. Werner, J. P. Katz, and L. Gomez-Mejia (2000), "How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies," *Journal of Management*, 26, 301-339.
- Tushman, M. L., P. C. Anderson, and C. O'Reilly (1997), "Technology, innovation streams, and ambidextrous organizations: Organization renewal through innovation streams

- and strategic change. In M. L. Tushman and P. Anderson (Eds.), *Managing Strategic Innovation and Change*. Oxford: Oxford University Press, 3-23.
- Useem, M. (1996), *Investor capitalism: How money managers are changing the face of corporate America*, New York: Basic Book.
- Utterback, J. (1995), *Mastering the Dynamics of Innovation*. Cambridge, MA.: Harvard Business School Press.
- Walsh, J. P. and J. K. Seward (1990), "On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms," *Academy of Management Review*, 15, 421-458.
- Westphal, J. D.(1999), "Collaboration in the boardroom: Behavior and performance consequences of CEO-board social ties," *Academy of Management Journal*, 42(1), 7-24.
- Westphal, J. D. and J. W. Fredrickson (2001), "Who directs strategic change? Director experience, the selection of new CEOs, the change in corporate strategy," *Strategic Management Journal*, 22, 1113-1137.
- Westphal, J. D. and E. J. Zajac (1994), "Substance and symbolism in CEOs' long-term incentive plans," *Administrative Science Quarterly*, 39, 367-390.
- Wiseman, R. and L. R. Gomez-Mejia (1998), "A behavioral agency model of managerial risk taking," *Academy of Management Review*, 23, 133-153.
- Wright, P., M. Kroll, A. Lado, and B. V. Ness (2002), "The structure of ownership and corporate acquisition strategies," *Strategic Management Journal*, 23, 41-53.
- Zahra, S. (1996), "Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: The moderating impact of industry technological opportunities," *Academy of Management Journal*, 39, 1713-1735.
- Zahra, S. A. and J. A. Pearce II (1989), "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model," *Journal of Management*, 15, 291-334.
- Zajac, E. J. and J. D. Westphal (1994), "The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large US corporations: When is more not better?" *Strategic Management Journal*, 15, 121-142.

## The orchestration of corporate governance structure: A balanced scorecard based evaluation of corporate governance structure

GyeongMook Kim\*

### Abstract

Despite the growing importance of corporate governance practices, information in the areas of corporate ownership and board practices is still scarce. This study fills the research gaps by examining the effects of corporate governance structure on balanced investments, arguing that the effective governance structure enhances the balanced investments.

Agency theory suggests that investors need to be concerned with the scopes of investments because of the significant benefits and risks associated with these important decision-makings. Agency theory, also, suggests that the interests of shareholders and managers are more aligned when there are large blockholders. Also, prior research shows that the presence of large blockholders enhances long-term investments. Thus, I examine whether the large blockholders enhance the balanced investments.

A company's board is the primary internal corporate governance mechanism responsible for setting investment policy and monitoring managers. Especially, outside directors have both willingness and abilities to monitor managers' self-serving behaviors. Outside directors often already have expertise relevant to monitoring managers and are experts in evaluating investment risks. Therefore, a stronger outside directorship gives managers as well as shareholders confidence that a firm will invest appropriate areas and yield benefits to both of them. Hence, I examine whether outside directors on board enhance the balanced investments.

In terms of the structure and balance of ownership, foreign investors are now increasingly controlling corporate equity. In Korea, foreign investors are largest owners of corporations and control about USD 250 billion in stocks. Corporate governance research suggests that

---

\* Associate Professor, Department of Business Administration, Duksung Women's University

foreign investors are increasingly resorting to activism to press their demands. Theorists argue that these activism constrain managerial opportunism related to investment decisions. Thus, I examine whether foreign investors enhance the balanced investments.

High aggregate equity holdings both institutional investors and foreign investors create liquidity problem. The difficulty of exit provides these investors with the incentive to exercise voice to influence the level and mix of investments. This creates a mutual dependence. Foreign investors depend on institutional investors' expertises on Korean firms, while institutional investors depend on foreign investors' ownership stakes-based power. This mutual dependence creates an additional vehicle for monitoring firm's investment decision-making. Hence, I expect a firm's institutional investors may moderate the relationship between foreign investors and balanced investments: the relationship will be stronger for firms with higher percentage of institutional investors' stock ownership.

In fact, in recent years foreign investors have taken a strong interest in the boards on the firms in which they hold ownership, as a means of monitoring and controlling the investment actions of these firms' managers. Foreign investors are likely to invest in firms with adequate representation on outside directors because agency costs will be lower, and thus expected returns will be higher. Therefore, I expect that the proportion of outside directors on board moderates the relationship between foreign investors stock ownership and balanced investments: the relationship will be stronger for firms with higher percentage of outside directors.

I use archival data-399 samples from Korean listed companies- to investigate the effects of corporate governance structure. In this study, I introduced balanced scorecard perspective to evaluate managers' investment activities. The balanced scorecard supplements traditional financial measurers with criteria that measures performance from three additional perspectives- those of customers, internal business processes, and learning and growth.

The findings show that large blockholders have U-shaped relationship with balanced investments. These findings are not consistent with well-known "the entrenchment preposition" asserting that the presence of super-large blockholders weakens firm's long-term investments.

I find that foreign stock ownership is positively related to balanced investments. The results demonstrate the importance of foreign investors to monitor self-serving behaviors of managers in a Korean context.

The findings further show that the effects of foreign shareholders on balanced investments are much stronger when there is a higher proportion of institutional investors. These findings suggest that institutional investors are increasingly resorting to activism to press their demands, and their involvement in setting investment policy is more visible when foreign investors' stock ownership is high. Considering no distinct role of institutional investors in Korean market noted by previous studies, these findings make an important contribution to the governance literature.

Lastly, the findings suggest that the effects of foreign shareholders on balanced investments are much strong when there is a higher proportion of outside directors on a main board. These findings suggest that a combination of outside directorship and foreigners' ownership provides a high level of scrutiny of the managers' opportunistic behaviors, while it enhances balanced investments. These findings are important, as past research has not considered the joint effects of foreign investors and outside directors on corporate investment activities.

Overall, the findings of this study highlights the importance of the orchestration of ownership structure and board structure in securing the interests of shareholders. In the long term, the combined effects of governance mechanisms help contestability of control, critical in disciplining managers and giving them an opportunity to bring about much-needed investment.

This study provides an extension of corporate governance researches by examining how ownership structure and board structure orchestrate for firm's balanced investments. I argue that expanding the discussion of agency problem in setting investments policy to include balanced scorecard viewpoint provides a richer setting in which to explore the effects of corporate governance.

Key words: corporate governance structure, balanced investments, foreign stock ownership, outside directorship