

기업지배구조의 상호관계 및 기업성과에 관한 연구

조 성 빈

(한국개발연구원 부연구위원)

Interdependence of Corporate Control Mechanisms and
Firm Performance in Korea

Sungbin Cho

(Associate Research Fellow, Korea Development Institute)

* 본고는 한국개발연구원의 정책연구시리즈 2005-09로 기 발간된 보고서를 수정·보완한 것이다.

- 핵심주제어: 기업통제장치(Corporate Control Mechanism), 상호관계(Interdependence), 기업성과(Firm Performance)
- JEL 코드: G32, G34, L29
- 논문투고일: 2006. 6. 8 • 심사시작일: 2006. 6. 9 • 심사완료일: 2006. 8. 11

ABSTRACT

This paper examines a simultaneous determination of corporate control mechanisms, and its effects on firm performance. The corporate control mechanisms considered include the following; insider shareholding, institutional shareholding, the board of directors, dividend policy, and capital structure. This paper applies a simultaneous equation methodology and investigates the interdependence among the corporate control mechanisms. In the first part, the paper finds that firm-level variations of control mechanisms are large across time although average variations are relatively small. These variations are related to one another, which is confirmed by Granger causality test based on dynamic panel autoregression model. More specifically insider shareholding, institutional shareholding and outside director ratio cause each other. With regard to interdependence among the control mechanisms, 2SLS(two stage least squares) regression results show that insider shareholding and institutional shareholding are substitutes while institutional shareholding acts as complements to the ratio of outside members in the board of directors. Then in the second part, the paper examines the relationship between firm performance and corporate governance. Firm performance, measured by Tobin's Q, has a positive association with leverage ratio while that has a negative relation to outside director ratio. This suggests that there may be a room for reforming corporate governance in Korea. Specifically it is necessary to enhance the independence of the outside directors.

본 논문은 내부자 지분, 기관투자자 지분, 사외이사비율, 부채비율, 그리고 배당 등 기업의 내·외부 지배구조 사이의 상호 관계를 파악하고 기업의 내·외부 지배구조가 기업성장에 미치는 영향을 실증적으로 분석하는 것을 목적으로 한다. 기업통제 장치의 평균적인 변화는 상대적으로 작으나 기업별 변화는 큰 것으로 확인되었다. 이러한 변화는 상호 연관되어 나타나는데, 동태적 패널벡터자기회귀모형을 통해 인과 관계를 검정한 결과, 내부자 지분과 사외이사비율 및 기관투자자 지분 사이에 상호 인과관계가 존재하며, 부채비율과 기관투자자 지분은 배당과 인과관계를 가지고 있음을 확인하였다. 2단계 최소자승법을 이용하여

통제장치들 사이에 존재하는 상호관계를 고찰하였는데, 내부자 지분과 기관투자자 지분은 대체적 관계, 내부자 지분과 부채비율은 상호 보완적인 관계를 가지는 것으로 확인되었다. 또한 사외이사에 의한 내부감시기능과 기관투자자의 외부감시기능이 상호 보완적이며, 배당은 다른 통제장치들과의 관계에 있어 부채비율과 유사한 성격을 가짐을 확인하였다. 지배구조와 기업성장의 관계에 대한 분석 결과, 사외이사비율은 기업성장을 제고하는 데 기여하지 못하는 것으로 확인되었다. 이 같은 결과는, 사외이사가 경영자 통제의 역할을 담당하기 위해서는 사외이사의 독립성을 제고하는 것이 필요함을 시사한다.

1. 서론

주식회사에서 주요 의사결정을 내리는 경영진과 주주 사이에 이해관계의 충돌이 발생할 수 있다. 주주와 경영진이 기업가치 극대화라는 동일한 목표를 추구하는 경우 대리인 비용은 발생하지 않고 분업에 의한 효율성 증진을 통해 최선의 결과(first-best outcome)를 가져올 수 있다. 그러나 주주가 경영자에게 경영을 위임하고 경영자와 주주의 이해가 일치하지 않으며 정보의 비대칭성(information asymmetry)이 존재하는 경우 대리인 문제(agency problem)가 발생한다. 즉, 의사결정권한을 가지고 있는 사람이 기업의 중요한 사안에 대해 그의 이익과 합치하는 방향으로 의사결정을 하는 경우 대리인 비용(agency costs)이 발생할 수 있다.¹⁾

기업의 지배구조는 소유와 경영의 분리로 인해 발생하는 대리인 비용을 효과적으로 통제하여 기업의 경영목표를 설정하고 그 경영목표가 이행되도록 규율하는 메커니즘으로 내부지배구조와 외부지배구조로 나눌 수 있다.

내부지배구조는 경영자를 효과적으로 감시하고 규율하기 위해 이용되는 기업 내부의 통제장치를 의미하는 것으로 주식 소유(대주주, 내부 경영자 지분), 이사회 회의 규모 및 구성, 임금체계 등의 인센티브 등이 이에 해당된다. 외부지배구조는 기업의 내부자가 아닌 외부 이해관계자에 의한 통제장치로 자본시장에 의한 규율, 기업경영권 시장, 기관투자자에 의한 감시 및 감독, 경영자 노동시장 등이 이에 해당된다.²⁾³⁾ 이 외에도 기업의 재무구조나 배당 또한 대리인 비용을 통제하고 기업가치 극대화를 위한 도구로 사용된다.

대리인 비용은 기업의 성과에 영향을 미칠 뿐 아니라, 경제 전체의 생산성을 저하시킬 가능성이 있으므로 효과적인 대리인 비용의 통제는 매우 중요한 문제이다. 특히 소유와 경영이 집중되어 있는 반면에 소유와 통제는 상당한 정도로 분리되어 있는 우리나라 기업집단체제하에서 소유경영자의 의사결정에 대한 감시와 규율이 이루어지기 어려운 현실을 고려할 때 효과적인 대리인 비용의 통제는 개별 기업의 문제로만 생각하기 어려운 측면이 존재한다.

지배구조는 다양한 통제장치가 시스템

1) 이 같은 대리인 비용은 경영진이 기업의 지분을 100% 보유하지 않는 한 발생할 수 있다.

2) 이 중 소유구조와 관련된 사항은 내부지배구조로 분류하는 견해도 있다.

3) 이 외에도 감독기구(금융감독위원회, 금융감독원), 정부, 검찰 및 법원에 의한 집행 등도 외부통제장치로 볼 수 있다.

으로 작용하는 메커니즘이므로 지배구조를 구성하는 통제장치들 간의 상호관계를 이해하는 것은 매우 중요한 문제이다. 그럼에도 불구하고 외환위기 이후 도입된 여러 통제장치와 기업성과 및 기업가치 간의 관계에 대한 선행연구들은 개별 통제장치만을 분석의 대상으로 고려하여 지배구조들 간의 상호관계와 전체 시스템이 기업성과에 미치는 영향에 대한 연구는 부재한 것이 현실이다. 많은 경우 개별 지배구조의 기업성과에 대한 영향은 다른 지배구조와 연관되어 나타나므로 전체 시스템을 고려하지 않고 개별 기업통제장치의 효과를 분석하는 것은 오도된 결과를 보여줄 개연성이 높다. 즉, 통제장치들은 서로 직·간접적으로 연관되어 있으므로 개별 통제장치와 기업성과 간의 관계를 분석한 결과는, 다른 통제장치들을 적절하게 통제하지 않는 경우 허구적 상관(spurious correlation)에 기인할 가능성이 존재한다.

본 연구는 기업의 내·외부 지배구조를 동시에 고찰하여 그 상호관계를 파악하고 기업의 내·외부 지배구조가 기업성과에 미치는 영향을 실증적으로 분석하는 것을 목적으로 한다.

국내의 경우 개별 지배구조에 대한 선행연구는 다수 존재하나 기업지배구조의 상호관계에 대한 선행연구는 존재하지 않는다. 다양한 통제장치들을 고려한 논의로는 김용열·조창현·조명현(2000)과

김용열·진태홍(2003), 조성욱(2001) 등이 있다. 그러나 김용열·조창현·조명현(2000)의 연구는 문헌조사에 기반하여 연구를 수행하여 우리나라 지배구조의 현황을 파악하는 데 한계가 존재한다. 또한 김용열·진태홍(2003)은 기업성과에 대한 분석보다 상장기업에 대한 설문자료에 의존하여 기업이 체감하는 지배구조의 개선 정도를 파악하는 데 중점을 두어 지배구조 구성요소 간의 상호관계를 분석하지 않았으며, 기업의 자발적 응답에 의존하여 자료의 대표성에 의문이 제기된다. 조성욱(2001)은 다양한 측면에서 기업지배구조에 대한 계량적 분석을 수행하였으나, 외환위기 이후 재벌정책의 평가에 초점을 두어 재벌기업들을 대상으로 하였고, 기업지배구조의 상호관계에 대해서는 구체적인 논의가 이루어지지 않은 한계가 있다.

통제장치들 간의 상호관계에 대한 해외의 선행연구로는 Chen and Steiner(1999), Core et al.(1999), Crutchley and Hansen(1989), Hermalin and Weisbach(1991), Jensen et al.(1992), Moyer et al.(1992), Singh and Davidson(2003) 등이 있다. 이들의 연구는 내부지분율, 재무구조, 배당정책 등에 중점을 두었고, 이사회 구성 및 기관투자자의 역할에 대해서는 상대적으로 적은 관심을 두었으며, 기업성과와의 관계는 분석하지 않았다. Denis and Sarin(1999)은 소유구조와 이사회 구

성을 동시에 고려하였으나 이들의 상호관계를 분석하지 않았으며, Agrawal and Knoeber(1996)는 다양한 통제장치들을 고려하였으나 분석의 대상이 1개 연도에 국한되어 통제장치들 간의 상호관계가 시간에 따라 어떻게 변화하는가를 분석하지 않았다.

따라서 본 연구는 이상과 같은 국내 및 해외 선행연구의 한계를 극복하고 기업지배구조의 상호관계 및 기업성공에 대한 영향을 실증적으로 분석하고 나아가 시간에 따른 변화를 고찰하는 데 차별성이 있다. 본 연구에서 분석의 대상이 되는 기업통제장치들은 내부자 지분, 기관투자자 지분, 사외이사, 부채비율 및 배당정책이다. 내부자 지분, 기관투자자 지분, 사외이사비율 등이 대리인 비용을 통제하기 위한 도구로 사용된다는 점은 많은 선행연구에 의해 강조되어 왔다. 부채비율과 배당은 기업의 잉여현금흐름(free cash flow)을 감소시켜 기업으로 하여금 자본시장의 감시(monitoring)를 통해 대리인 문제를 완화하는 효과가 있어 분석에 포함하였다.⁴⁾

본고의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 지배구조 관련 제도의 변천 및 현황을 개관한다. 제III장에서는 실증분석을 수행하는 데 기업통제장치의 시간별 변화와 인과관계를 검증한 후 기업통제장

치 사이에 존재하는 상호관계를 추정하고 기업지배구조와 기업가치 간의 관계를 분석한다. 마지막으로 제IV장에서는 실증분석 결과를 정리하고 정책적 시사점을 논의한다.

II. 지배구조 관련 제도의 변천 및 현황

우리나라의 경우 외환위기 이전에는 지배구조에 대한 논의가 상대적으로 소홀하게 취급되어 왔다. 그러나 외환위기의 원인 중 하나로 우리나라 기업의 낙후된 지배구조가 지적되고 장기적으로 지속되어 온 코리아 디스카운트(Korea Discount)로 인해 지배구조의 개선에 관한 논의가 활발하게 이루어지면서 투명한 기업지배구조를 위한 각종 제도 및 정책이 입안되었다. 도덕적 해이(moral hazard) 문제의 완화와 기업지배구조 개선을 위해 외환위기 이후 도입된 주요 제도로는 사외이사제도, 소액주주 권리 강화, 기관투자자의결권 확대, 기업경영권 시장의 활성화, 은행대출시장, 회계공시의 투명성 증대 등이 있다.

본장에서는 사외이사제도, 기관투자자의결권, 은행대출시장을 중심으로 외환

4) 이 같은 점에 대해서는 Rozeff(1982), Easterbrook(1984), Zeckhauser and Pound(1990), Jensen(1986), Eckbo and Verma(1994) 등을 참조하라.

위기를 전후하여 이들 제도의 변천을 살펴보고자 한다.

먼저 이사회제도를 살펴보면 다음과 같다. 이사회는 경영자에 대한 감시 및 규율 기능은 대리인 문제를 통제하는 효과적인 도구로 인식되어 왔다. 이사회제도를 통해 전문경영인에 의한 의사결정 관리기능을 이사회는 의사결정 통제기능과 분리하여 효과적으로 대리인 비용을 통제하고 지배구조의 실질적 개선을 도모할 수 있다.

그러나 우리나라의 이사회는 최고의사결정기구로서 제한적 역할만을 수행해 왔으며, 이러한 문제는 특히 대규모 기업 집단 소속 기업들에게서 심각한 문제가 되어왔다. 이와 같이 형식적으로 운영되던 이사회제도를 개혁하여 기업경영통제 장치의 역할을 수행하고 지배대주주로 인한 외부주주들의 피해를 최소화하기 위하여 외환위기 이후 사외이사제도를 도입하였다.

사외이사제도는 투자자에게 정보공시를 강화할 목적으로 1950년대 미국에서 처음으로 제도화된 후 전세계로 확산되어왔다. 영국은 1992년 기업지배구조 모범규준(Code of Best Practices)을 제정하면서 사외이사의 선임을 권고하였고 이후 일본 등도 사외이사제도의 강화를 통해 회계부정사건에 대처하고 있다.

우리나라의 경우 1996년 현대종합상사가 민간기업 최초로 사외이사를 임명하였고, 1997년 포항제철이 상장기업 최초로 도입하였는데, 제도적으로 사외이사제도가 규정된 것은 1998년 2월에 개정된 「증권거래법」이다.⁵⁾ 동법은 기업지배구조 개선에 의한 경영진의 책임강화를 위해 유가증권상장규정에 상장법인은 이사 수의 4분의 1 이상(최소 1인)을 사외이사로 선임할 것을 의무화하였다. 1999년 9월 기업지배구조개선위원회는 기업지배구조모범규준을 통해 이사회가 독립성을 유지할 수 있는 규모의 사외이사를 두어야 하며 금융기관과 대규모 공개기업에 대해 전체 이사의 2분의 1 이상(최소 3인 이상)을 사외이사로 선임할 것을 권고하였다.

이후 2000년 1월에 개정된 「증권거래법」을 통해 사외이사의 선임비중을 확대하였는데, 상장법인은 이사 총수의 1/4 이상을 사외이사로 선임할 것과 자산규모 2조원 이상의 대형 상장법인에 대해 사외이사후보추천위원회와 감사위원회 설치를 의무화하고 총 이사 수의 2분의 1 이상(최소 3인 이상)을 사외이사로 선임할 것을 의무화하였다.

나아가 2001년 3월에 개정된 「증권거래법」은 협회등록법인의 지배구조 강화와 사외이사제도의 개선을 위해 협회등

5) 1980년대에 국내 법정기업 및 국영기업 등에 '비상임이사'라는 명칭으로 사외이사와 유사한 제도가 있었으나 경영진 감독 및 규율보다는 지배주주의 편의를 위해 이용된 경우가 대부분이었다.

<표 1> 상장회사 사외이사 현황

(단위: 개, 명, %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
대상 회사 수	701	693	684	669	676	668	655
총 이사 수	4,850	4,601	4,336	4,108	4,133	4,103	4,055
기업당 이사 수	6.92	6.64	6.34	6.14	6.11	6.14	6.19
사외이사 수	1,204	1,418	1,421	1,356	1,399	1,437	1,454
기업당 사외이사 수	1.72	2.05	2.08	2.03	2.07	2.15	2.22
사외이사비율	24.8	30.8	32.8	33.0	33.8	35.0	35.9
사외이사 이사회 참석률	-	53.5	60.3	67.4	67.8	-	-

자료: 상장회사협의회.

록법인(자산총액이 1천억원 미만인 벤처 기업은 제외)에 대해서도 사외이사제도를 도입하고 대형 협회등록법인에게도 대형 상장법인과 동일한 지배구조를 적용할 것을 명기하였다. 대형 상장법인과 협회등록법인에 대한 규정도 강화하였는데, 첫째 소수주주가 추천한 사외이사후보를 후보추천위원회가 주주총회에 추천할 것을 의무화하고, 둘째 감사위원회 위원인 사외이사를 주주총회에서 선임하는 경우 주주의 의결권을 3% 이내로 제한하여 지배대주주의 전횡을 방지하며, 셋째 감사위원회 위원장은 사외이사가 담당하게 하여 실질적인 경영진 감시가 이루어지도록 제도적 장치를 마련하였다. 2003

년 12월에 개정된 「증권거래법」은 총 이사 수의 과반수 이상(최소 3인 이상)을 사외이사로 선임할 것을 의무화하여 사외이사 비중을 확대하였다.

이 같은 사외이사 관련 제도의 도입 및 강화로 상장회사의 사외이사비율은 지속적으로 증가하고 있다.⁶⁾ <표 1>에 나타나듯이 전체 이사 중 사외이사의 비율이 1999년 24.8%에서 2005년 현재 35.9%로 증가하였고, 기업당 사외이사의 수 또한 2001년을 제외하고는 매년 증가하고 있는 추세이다. 사외이사의 이사회 참석률 또한 지속적으로 증가하여 단순한 감독자에서 회사경영에 적극적으로 참여하는 모습을 보이고 있다.

6) 코스닥등록법인은 주권상장법인에 비하여 적은 수의 사외이사를 임명하고 있는데, 평균적으로 2003년 1.45명, 2004년 1.49명, 2005년 1.42명의 사외이사를 선임하고 있다(상장회사협의회, “주권 및 코스닥 상장법인 사외이사 선임현황분석,” 2004).

그러나 이 같은 외형적인 증가에도 불구하고 사외이사가 경영의 감시자로서의 역할을 효과적으로 수행하고 있는가에 대해서는 논란이 존재한다. 사외이사가 그 역할을 효과적으로 수행하기 위해서는 독립성이 전제되어야 하는데 우리나라의 경우 최대주주 및 주요 주주의 추천에 의해 임명되는 사외이사의 비율이 76%에 달해 독립성이 의문시된다.⁷⁾⁸⁾ 사외이사의 보상수준 또한 매우 낮은 수준에 머물고 있어 기업감시의 유인을 제공하고 있는가에 의문이 제기된다.⁹⁾

이사회제도와 더불어 소액주주와 비교하여 상당한 비율의 주식을 소유하고 우월한 정보수집능력을 가지고 있는 기관투자자의 역할을 증대시키기 위한 제도들도 도입되어 시행되고 있다.

기관투자자가 지배대주주의 통제하에 놓여 있지 않은 경우 의결권 행사를 통한 적극적인 경영참여는 경영진과 지배주주의 사익추구를 어느 정도 방지하여 기업 성과를 제고하는 데 매우 효과적인 역할을 수행할 수 있다. Black(1992)에 따르면, 기관투자자의 적극적인 경영감독을 통해 대리인 비용을 줄이고 기업의 성과를 개선시킬 수 있다. 기관투자자로서 경영감독을 가장 활발하게 그리고 적극적으로

수행하고 있는 캘리포니아 공무원연금기금(CalPERS)의 기업성과에 대한 연구를 수행한 Nesbitt(1994)과 Smith(1996)에 따르면, CalPERS의 투자대상 회사들의 주식가격이 장기적으로 상승하며 지배구조의 변경을 통한 주주의 부를 증가시키는데 기여한 것으로 보고되고 있다.

그러나 우리나라의 경우 자본시장의 역사가 짧고 기업에 대한 정보의 공개범위가 해외에 비해 좁았으며 분석 등으로 인해 회계정보의 정확성이 결여된 상황에서 기관투자자가 효과적인 감시자의 역할을 수행하는 데 한계가 있었다. 특히 많은 금융기관이 기업집단 소속이거나 대출 등을 통해 기업집단과 밀접한 연관을 맺고 있어 효과적인 감시자로서의 역할은 제한적일 수밖에 없었다.

1995년 이전에는 기관투자자의 의결권 행사에 대한 명시적인 규정이 존재하지 않았으며 당시 「증권투자신탁업법」은 위탁재산에 대하여 모든 권리를 행사한다고 규정하여 신탁재산 보유 주식에 대하여 자유로운 의결권 행사를 허용한 것으로 보인다.¹⁰⁾

그러나 1995년에 개정된 「증권투자신탁업법」은 합병·영업자산의 전부 또는 일부 양도 등에 의하여 신탁재산에 손실

7) 상장회사협의회, “사외이사제도 및 운영개선에 관한 의견,” 2003.

8) Shivdasani and Yermack(1999)은 최고경영자가 이사의 선임에 관여하는 경우 기업가치가 하락함을 실증적으로 확인하고 사외이사의 독립성이 훼손되는 경우 시장은 이를 부정적으로 해석한다고 주장하였다.

9) 상장회사협의회, “사외이사제도 및 운영개선에 관한 의견,” 2003.

10) 신인석(2001)은 최종투자자와 기관투자자의 관계에 따라 ‘대리인 기관투자자’와 ‘소유인 기관투자자’로

을 초래할 것으로 명백하게 예상되는 경우를 제외하고는 투신사의 의결권 행사를 제한하였다.

외환위기 이후 IMF와 IBRD의 권고를 받아들여 대주주 중심의 기업지배구조를 개선하고 기업경영의 투명성을 제고하기 위하여 기관투자자의 의결권 행사의 제한을 1998년 9월에 개정된 「증권투자신탁업법」에서 폐지하였다. 또한 의결권 행사에 있어 신의성실의 의무를 부과하여 수익자 이익을 우선하도록 하였으며, 합병, 영업의 양도 및 양수, 임원선임 등 주요 사항에 대해서는 공시의무가 부과되었다. 나아가 이해상충의 문제가 발생할 경우에 대비하여 의결권을 제한함으로써 투자자의 이익을 보호하는 장치를 마련하였다.¹¹⁾

이 같은 법 개정으로 기관투자자의 의결권 행사가 허용되었음에도 불구하고 기관투자자는 소극적으로 의결권 행사를 하고 있는 것으로 파악된다. 신인석(2001)이 투신사와 자산운용사를 대상으로 설문조사를 실시한 결과, 의결권 행사

율은 2000년 2.1%, 2001년 4.5%로 미미한 수준에 머무르고 있다. 또한 행사내용에 있어서도 경영진 부의안건에 2000년 100%, 2001년 99.6%의 비율로 찬성하여 경영진 감시의 역할을 충실하게 수행하고 있는가에 대해 의문을 제기하고 있다.

또한 증권거래소가 2003년 1월과 2월 중 기관투자자의 의결권 행사에 대한 공시내용을 집계한 바에 따르면 397건으로 2002년 동기의 247건에 비해 60.7% 증가하였다. 그러나 <표 2>에서 나타나듯이 기관투자자의 의안 찬성률은 94.8%이고, 특히 이사선임 및 감사선임안에 대한 찬성비율이 각각 97.3%, 95.8%로 높게 나타나 의결권 행사를 통한 적극적인 경영참가에는 한계가 있는 것으로 생각된다.

우리나라 기업집단의 경우 계열사 간 채무보증을 통해 필요자금의 상당 부분을 조달해 왔다. 그러나 기업집단 계열사 간 채무보증은 우월한 정보를 통한 내부자금시장의 효율성을 달성하고자 하는 편익보다 재무구조 악화와 그에 따른 연쇄부도의 위험이 존재하고 신속한 기업

기관투자자의 유형을 분류하고 있다. 대리인 기관투자자는 최종투자자에게 자산 운용서비스만을 제공하고 투자손익은 최종투자자에게 귀착된다. 반면 소유인 기관투자자는 대리인 기관투자자를 제외한 모든 기관투자자로서 보유자산의 운용 및 처분에 따른 손익은 기관투자자에게 귀착된다. 소유인 기관투자자는 자신이 소유한 주식에 대해 의결권을 행사할 권리가 있고 따라서 법적 규율의 대상이 아니다. 다시 말해 기관투자자의 의결권 행사는 대리인 기관투자자와 관련된 문제이다.

11) 「증권투자신탁업법」과는 별도로 「독점규제및공정거래에관한법률」 제11조는 상호출자제한기업집단 소속 금융보험사가 소유하고 있는 계열회사 주식에 대한 의결권을 제한하고 있다. 2004년 12월에 개정된 동법은 현행 30%까지 허용되는 의결권 행사 허용범위를 2006년 4월 1일부터 매년 5%씩 축소하여 2008년 4월 1일에는 15%만 허용하도록 규정하고 있다. 동 조항은 대규모기업집단이 금융 또는 보험회사를 이용하여 지배권을 확장하는 것을 방지하고 금융자본과 산업자본의 결합에 따른 경제력 집중과 비효율적 경영을 방지하기 위해 규정된 조항이다.

〈표 2〉 인건별 기관투자자 의결권 행사 공시 현황(2003년)

	찬 성	반 대	중 립	일부 찬성	불행사	찬성률(%)
채무제표 승인	292	2	4	3	5	95.4
정관 일부 변경	81	1	1	-	2	95.3
이사선임	328	2	1	1	5	97.3
감사선임	254	-	4	3	4	95.8
이사보수한도	283	-	15	3	5	92.5
감사보수한도	60	-	1	-	3	93.8
기타(분할, 자본감소)	3	5	-	-	1	33.3
계	1,301	10	26	19	25	94.8

주: 1) 총 397건 중 공시양식이 세분화된 2월 이후의 공시 380건을 대상으로 함.
 2) 이사선임의 경우는 사외이사선임의 경우도 포함함.
 3) 감사선임의 경우는 감사위원회위원선임의 경우도 포함함.

자료: 증권거래소.

구조조정에 장애요인으로 작용한다는 지적에 따라 1998년 4월 1일부터 30대 기업 집단에 대해 신규 채무보증을 전면 금지하였다. 또한 기존의 채무보증은 2003년 3월 말까지 완전 해소하도록 의무화하고 은행여신이 2,500억원 이상인 기업에 대해 금융기관과 주 채무계열사 간에 채무 구조 개선약정을 체결하도록 하였다.

이러한 조치로 기업들의 부채비율은 대폭 감소한 것으로 판단된다. 그러나 부채비율은 기본적으로 기업의 선택에 의해 이루어지는 것으로 제도 등을 통하여 규율하는 것보다 채권자의 감시기능 증진 및 시장 감독기능을 통한 규율이 필요할 것으로 생각된다.

III. 실증분석

1. 변수의 구축 및 분석자료

본절에서는 실증분석모형을 추정하기 위해 필요한 변수들을 어떠한 방식으로 구축하였는가를 설명하고 주요 변수들에 대한 기초통계량을 제시한다. 분석에 필요한 관련 변수들은 상장회사협의회 데이터베이스, WiseFN 데이터베이스, 그리고 공정거래위원회 자료 등을 종합하여 구축하였다. 먼저 상장회사협의회 데이터베이스로부터 상장기업 및 등록기업의 대차대조표, 손익계산서, 현금흐름표 등

의 재무자료와 이사회 구성, 소유주식분포 등 사업보고서의 내용을 추출하고 이를 WiseFN 데이터베이스의 추가자료와 연계하였다. 그리고 공정거래위원회가 매년 발표하는 상호출자제한기업집단과 연계하여 분석의 기초자료를 구축하였다.

이상의 자료를 종합한 후 아래에서 설명할 변수들에 대한 자료가 존재하는 기업에 대해 1999년부터 2003년까지의 균형패널자료(balanced panel data)를 구축한 결과 각 연도에 대해 621개의 표본기업을 대상으로 분석을 수행하였다. 표본의 대상 기업은 비금융 제조업으로 국한하였는데, 이는 금융기관의 경우 상이한 회계기준을 적용하고 있어 일관된 데이터베이스를 구축하기 위해서이다.

본 연구에서 분석의 대상으로 삼는 기업통제장치는 내부자 지분, 기관투자자 지분, 사외이사비율, 부채비율, 그리고 배당 등으로, 이에 대한 정의는 다음과 같다.¹²⁾

- 내부자 지분(IN): 사업보고서상에 보고되는 등재이사 및 감사의 보통주 주식의 지분율
- 기관투자자 지분(INST): 증권회사, 보험회사, 투자신탁, 은행 및 기타 금융기관이 보유한 보통주 지분율

- 사외이사비율(BOD): 감사를 포함한 이사회 중 사외감사와 사외이사를 합한 비율
- 부채비율(DEBT): 자산 대비 부채비율
- 배당(DIV): 총배당액의 판매액에 대한 비율

기관투자자 지분은 법률상에 정의되어 있는 모든 기관투자자의 주식소유에 대한 자료가 없는 관계로 금융기관의 지분율을 사용한다. 사외이사비율에 사외감을 포함한 것은 사외감사가 이사회의 구성원은 아니지만 사외이사와 유사하게 경영진을 견제하는 역할을 수행할 수 있기 때문이다. 일반적으로 감사는 이사회의 구성원이 아니므로 이사회에서 의결권을 행사하지 않는다. 그러나 상법의 규정에 의하면, 감사는 이사회에 출석하여 의견을 진술할 수 있으며 이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 행위를 할 염려가 있다고 인정할 때에는 이사회에 이를 보고하도록 규정하고 있다(제 391조). 또한 이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 한 경우 당해 이사에 대해 행위의 유지를 청구할 권리를 가진다(제 402조). 이 같이 감사가 경영진을 통제하는 역할을 수행할 수 있는데, 사외이사와 마찬가지로 사외감사가 사내감사보다 독

12) 본 연구에서 고려하는 기업통제장치 외에 기업경영권 시장, 경영자 노동시장, 급여 등을 통한 유인체계 등 여러 가지가 존재하나 자료의 제약으로 인해 본 연구는 본문에서 언급한 통제장치의 분석에 초점을 맞춘다.

〈표 3〉 주요 변수의 요약통계량

(단위: %)

	전 체	1999	2000	2001	2002	2003
내부자 지분	17.456 (17.053)	19.229 (18.238)	17.888 (16.999)	16.951 (16.668)	16.722 (16.785)	16.490 (16.424)
기관투자자 지분	7.156 (12.125)	8.036 (12.919)	6.884 (12.973)	4.632 (10.777)	8.617 (12.238)	7.613 (11.195)
사외이사비율	14.587 (14.607)	6.209 (10.553)	13.323 (14.613)	14.612 (14.532)	18.577 (14.651)	20.216 (14.065)
부채비율	55.551 (31.601)	60.859 (31.892)	59.378 (33.292)	55.401 (32.098)	52.668 (35.762)	49.446 (21.824)
배 당	0.752 (1.124)	0.779 (1.008)	0.687 (0.886)	0.657 (0.912)	0.801 (1.420)	0.834 (1.283)

자료: 숫자는 평균을 나타내며, () 안은 표준편차를 의미함.

립적인 감사의 역할을 보다 잘 수행할 것이라는 가정하에 사외감사를 포함하였다. 그리고 배당성향은 일반적으로 배당액의 당기순이익에 대한 비율로 정의되는데, 당기순이익이 음인 경우 배당성향 또한 음이 되는 경우가 존재하여 보다 안정적인 자료를 구축하기 위하여 판매액에 대한 비율로 변수를 구축하였다.¹³⁾

주요 변수들의 요약통계량은 <표 3>에 나타난 바와 같다. 내부자 지분과 부채비율은 평균적으로 낮아지는 추세를 보여 주고 있는 반면 사외이사비율은 사외이사 관련 제도의 영향으로 지속적으로 상승하고 있으며, 기관투자자 지분과 배당은 2001년까지 하락하다가 다시 상승하

는 모습을 나타내고 있다.

기업통제장치 외에 기업의 특성을 통제하기 위한 변수들에 대한 정의는 다음과 같다.

- 위험: 월별 주기수익률의 5개년 표준편차
- 자산: 자산총계의 로그값
- R&D: 연구개발투자(연구비+경상개발비)의 매출액에 대한 비율
- 이사회규모: 총 이사 수의 로그값
- 영업연수: 설립일로부터의 연수
- 상장연수: 상장일로부터의 연수
- 최대주주 지분율
- 외국인 지분: 외국인 소유 주식 지분율

13) 우리나라의 자료를 이용하여 배당행태에 대한 분석을 수행한 박경서 외(2003)와 박광우 외(2004)도 안정적인 자료를 확보하기 위해 자산 또는 매출액 대비 배당액을 배당수익률의 지표로 사용하였다.

- 총자산 중 고정자산의 비율
- 현금흐름: EBIT(Earning before interests and tax)의 자산에 대한 비율
- 수익성: 당기순이익의 자산에 대한 비율
- 주주 수: 총 주주 수의 로그값
- 매출증가율: 과거 3개년 매출증가율의 평균
- 투자: 기계장치, 차량운반구, 공구기계 비품, 공구기구비품, 기타 유형자산, 건설 중인 자산의 순증가의 자산에 대한 비율

2. 기업통제장치의 시간별 변화 및 인과관계

가. 시간별 변화

일반적으로 소유구조나 이사회 구성 등은 변화가 적은 것으로 생각되어 왔다. 그러나 Denis and Sarin(1999)에 따르면, 탈규제(deregulation) 등 기업의 경영환경의 변화 및 지배구조 관련 제도의 변화가 적은 미국의 경우에도 시계열상의 지배구조 변화는 상당한 것으로 나타나고 있다.¹⁴⁾ 제II장에서 언급한 바와 같이 외환위기 이후 지배구조 관련 제도가 새로이 도입된 우리나라의 경우 기업지배구조 변화의 폭이 클 것으로 추정할 수 있다.

이하에서는 외환위기 이후 기업통제장치 분포의 시계열상의 추이와 기업통제장치 변화의 분포에 대한 정보를 제공한다.

먼저 <표 4>는 기업통제장치의 연도별 분포를 나타낸 것이다. 1999년과 2003년을 비교하면 내부자 지분이 1% 미만인 기업의 비율은 대폭 증가한 반면 40%를 초과하는 내부자 지분을 보유한 기업비율은 감소하였음을 보여주고 있다. 반면 내부자 지분이 1~40%에 해당되는 기업의 비율은 큰 차이를 보이지 않는다. 사외이사비율이 20% 이하인 기업의 비중은 지속적으로 감소하는 데 비해 20%를 초과하는 기업의 비율은 증가하여 사외이사비율이 전반적으로 상승하는 경향을 보이고 있으며, 이는 사외이사제도의 도입과 연관되어 있음을 시사한다. 기관투자자 지분과 배당은 1999년과 2003년을 비교하면 큰 차이를 나타내지 않고 있다. 반면 부채비율이 낮은 기업 수는 증가한 것으로 나타나고 있다.

이상에서 <표 4>를 통해 개별 통제장치의 그룹별 분포를 각 연도별로 살펴본 있는데, 분포의 변화가 확인되기는 하나 변화의 정도가 그다지 크지는 않은 것으로 보인다. 그러나 기업들의 시간에 따른 변화를 살펴보기 위해 1999년을 기준으로 기업들을 분류하고 분류된 기업들에 대한 평균의 추이를 나타낸 <표 5>에 따

14) 항공산업의 탈규제와 그에 따른 지배구조의 변화를 분석한 연구로는 Kole and Lehn(1999) 등이 있다.

<표 4> 기업통제장치의 연도별 분포

(단위: %)

내부자 지분	전 체	1999	2000	2001	2002	2003
IN ≤ 1%	24.77	20.45	23.35	26.73	26.57	26.73
1% < IN ≤ 10%	16.68	17.71	16.91	15.14	17.39	16.26
10% < IN ≤ 20%	20.48	20.61	20.45	20.29	19.32	21.74
20% < IN ≤ 30%	15.39	15.78	16.10	15.62	15.46	14.01
30% < IN ≤ 40%	12.17	12.56	11.76	12.40	11.76	12.40
40% < IN	10.50	12.88	11.43	9.82	9.50	8.86
계	100	100	100	100	100	100

사외이사비율	전 체	1999	2000	2001	2002	2003
BOD ≤ 20%	68.21	88.08	69.57	69.40	58.13	55.88
20% < BOD ≤ 30%	19.74	8.53	18.68	19.00	26.41	26.09
30% < BOD ≤ 40%	7.54	2.42	8.21	7.09	8.86	11.11
40% < BOD	4.51	0.97	3.54	4.51	6.60	6.92
계	100	100	100	100	100	100

기관투자자 지분	전 체	1999	2000	2001	2002	2003
INST ≤ 1%	41.87	35.27	47.02	54.59	34.14	38.33
1% < INST ≤ 5%	21.03	22.38	20.61	23.35	19.65	19.16
5% < INST ≤ 10%	14.20	16.75	11.92	9.82	16.91	15.62
10% < INST ≤ 20%	13.01	15.14	11.59	6.60	15.78	15.94
20% < INST	9.89	10.47	8.86	5.64	13.53	10.95
계	100	100	100	100	100	100

부채비율	전 체	1999	2000	2001	2002	2003
DEBT ≤ 20%	5.35	2.09	3.70	5.64	6.44	8.86
20% < DEBT ≤ 40%	22.03	16.75	19.16	24.96	24.32	24.96
40% < DEBT ≤ 60%	35.59	40.10	37.20	32.37	35.27	33.01
60% < DEBT ≤ 80%	26.09	26.57	26.09	26.09	26.25	25.44
80% < DEBT	10.95	14.49	13.85	10.95	7.73	7.73
계	100	100	100	100	100	100

배 당	전 체	1999	2000	2001	2002	2003
DIV ≤ 0.1%	40.13	37.04	40.42	43.64	40.26	39.29
0.1% < DIV ≤ 0.2%	2.09	2.74	2.09	2.74	1.93	0.97
0.2% < DIV ≤ 0.3%	3.25	2.74	3.22	3.22	2.90	4.19
0.3% < DIV ≤ 0.4%	3.51	3.86	4.03	2.58	3.54	3.54
0.4% < DIV	51.01	53.62	50.24	47.83	51.37	52.01
계	100	100	100	100	100	100

주: 숫자는 각 연도에서 해당기업이 차지하는 비율임.

〈표 5〉 기업통제장치의 변화

(단위: %)

내부자 지분	1999	2000	2001	2002	2003
IN ≤ 1%	0.112	1.583	2.464	2.536	3.060
1% < IN ≤ 10%	5.499	8.193	6.927	7.411	7.648
10% < IN ≤ 20%	14.828	14.489	14.476	14.647	14.536
20% < IN ≤ 30%	23.797	22.470	20.386	19.586	19.616
30% < IN ≤ 40%	34.843	31.878	29.881	29.808	29.106
50% < IN	54.679	43.290	40.881	39.102	36.962
사외이사비율	1999	2000	2001	2002	2003
BOD ≤ 20%	3.847	13.566	15.979	20.831	22.662
20% < BOD ≤ 30%	28.169	25.122	20.345	26.430	27.384
30% < BOD ≤ 40%	37.931	36.536	26.349	27.222	42.333
40% < BOD	48.773	44.921	47.778	42.163	44.508
기관투자자 지분	1999	2000	2001	2002	2003
INST ≤ 1%	0.239	2.392	2.709	5.102	5.427
1% < INST ≤ 5%	2.796	3.975	3.449	7.895	6.003
5% < INST ≤ 10%	7.120	5.562	2.933	6.700	7.502
10% < INST ≤ 20%	14.657	10.072	5.940	11.574	9.361
20% < INST	37.403	25.746	14.472	20.311	16.071
부채비율	1999	2000	2001	2002	2003
DEBT ≤ 20%	14.475	18.719	16.210	17.968	19.572
20% < DEBT ≤ 40%	32.088	32.412	30.641	32.016	33.037
40% < DEBT ≤ 60%	50.359	49.433	48.625	50.267	46.162
60% < DEBT ≤ 80%	68.372	67.166	65.566	62.517	60.418
80% < DEBT	116.083	109.652	89.601	70.132	61.693
배 당	1999	2000	2001	2002	2003
DIV ≤ 0.1%	0.0004	0.126	0.130	0.250	0.400
0.1% < DIV ≤ 0.2%	0.156	0.237	0.268	0.207	0.185
0.2% < DIV ≤ 0.3%	0.264	0.257	0.268	0.269	0.288
0.3% < DIV ≤ 0.4%	0.355	0.272	0.286	0.478	0.686
0.4% < DIV	1.404	1.150	1.089	1.262	1.205

주: 숫자는 1999년 기준으로 분류된 기업들의 연도별 평균을 의미함.

르면 전체적인 분포가 크게 변화하지 않더라도 개별 기업수준에서는 많은 변화가 있었음이 관찰된다.

1999년 내부자 지분이 1% 이하였던 기업들의 평균은 0.112%에서 2003년 3.060%로 상승한 반면 50%를 초과하였던 기업들의 평균지분율은 1999년 54.679%에서 36.962%로 대폭 하락하였다. 또한 1999년 기준으로 내부자 지분이 10%를 하회하던 기업들의 평균은 상승하고 20%를 초과하던 기업들의 평균은 하락하여 내부자 지분이 일정 정도 수렴하는 모습을 보이고 있다.

사외이사비용의 경우 1999년에 사외이사비용이 20% 이하인 기업들의 평균은 3.847%에서 2003년 22.662%로 대폭 증가하였으며, 1999년에 사외이사를 20% 이상 보유한 기업들은 큰 변화를 나타내지 않았다. 기관투자자 지분의 경우 1999년에 기관투자자 지분이 낮았던 기업의 평균은 상승한 반면 기관투자자의 지분이 높았던 기업의 평균은 하락하여 내부자 지분과 유사한 패턴을 나타내고 있다. 부채비율의 경우 1999년 40%를 초과하던 기업들의 부채비율이 전반적으로 감소하여 재무구조 개선효과가 시현되고 있는 것으로 보이며, 배당은 내부자 지분 및 기관투자자 지분과 유사하게 수렴하는 현상을 나타내고 있다.

<표 5>에서 살펴본 바와 같이 우리나라의 기업통제장치들은 시간에 따른 변

화의 정도가 상당한데, 이는 그룹별 평균적인 변화에 대한 정보는 제공하나 변화의 분포나 폭(magnitude)에 대한 정보를 제공하는 데는 한계가 있다. 변화의 분포와 정도를 살펴보기 위해 각 통제장치의 변화를 다섯 개로 나눈 후 전기 값을 기준으로 분류한 것이 <표 6>이다.

내부자 지분의 경우를 살펴보면, 전체적으로 58.98% 기업의 내부자 지분의 변화가 $\pm 1\%$ 포인트로 변화의 정도가 그다지 심하지 않은 것으로 보인다. 그러나 전기 지분율을 기준으로 살펴보면 내부자 지분의 전기 값이 40%를 초과하는 경우 5%포인트를 초과하여 증가하거나 감소하는 기업이 38.01%에 달해 그룹별로 내부자 지분의 변화가 상당한 차이를 보이는 것으로 나타났다. 또한 전기 내부자 지분이 0~10%인 경우 내부자 지분의 변화폭이 작아 안정적인 모습을 보이는 데 반해 전기 내부자 지분이 20~30% 또는 40%를 초과하는 경우 1%포인트를 초과하여 증가하거나 감소하는 기업이 50%를 넘어 내부자 지분의 변화가 많은 것으로 나타났다.

기관투자자 지분의 경우 변화의 정도가 내부자 지분보다 더 크게 관찰되는데, 1%를 초과하는 기관투자자 지분의 경우 $\pm 1\%$ 포인트의 비교적 소규모의 변화를 경험한 기업의 비율이 30%를 하회하여 기관투자자 지분의 변동폭이 매우 큼을 알 수 있다.

〈표 6〉 기업통제장치의 연간 변화의 분포

(단위: %)

내부자 지분의 변화	전기 내부자 지분율					
	전 체	0~10%	10~20%	20~30%	30~40%	>40%
$\Delta IN \leq -5\%$	11.59	2.75	11.38	17.65	14.95	32.84
$-5\% < \Delta IN \leq -1\%$	10.99	7.25	14.37	14.07	13.62	11.44
$-1\% < \Delta IN \leq 1\%$	58.98	72.16	52.30	45.57	55.48	42.07
$1\% < \Delta IN \leq 5\%$	10.19	7.45	14.37	13.04	10.30	8.49
$5\% < \Delta IN$	8.25	10.39	7.58	7.67	5.65	5.17
계	100	100	100	100	100	100

기관투자자 지분의 변화	전기 기관투자자 지분율					
	전 체	0~1%	1~5%	5~10%	10~20%	>20%
$\Delta INST \leq -5\%$	15.54	0	0	27.03	47.21	62.34
$-5\% < \Delta INST \leq -1\%$	15.70	0	38.76	28.49	18.36	12.13
$-1\% < \Delta INST \leq 1\%$	42.15	73.73	27.90	18.31	10.16	8.79
$1\% < \Delta INST \leq 5\%$	11.51	11.86	13.86	12.79	9.18	5.86
$5\% < \Delta INST$	15.10	14.41	19.48	13.37	15.08	10.88
계	100	100	100	100	100	100

부채비율의 변화	전기 부채비율					
	전 체	0~20%	20~40%	40~60%	60~80%	>80%
$\Delta DEBT \leq -20\%$	5.88	0	1.13	1.78	3.37	34.93
$-20\% < \Delta DEBT \leq -10\%$	7.49	0	5.67	7.89	7.36	12.67
$-10\% < \Delta DEBT \leq 10\%$	77.54	86.49	85.26	82.44	80.98	37.33
$10\% < \Delta DEBT \leq 20\%$	4.75	8.11	4.35	5.11	4.45	3.77
$20\% < \Delta DEBT$	4.35	5.41	3.59	2.78	3.83	11.30
계	100	100	100	100	100	100

배당의 변화	전기 배당					
	전 체	0~0.1%	0.1~0.2%	0.2~0.3%	0.3~0.4%	>0.4%
$\Delta DIV \leq -0.1\%$	22.62	0	16.95	16.00	31.03	40.68
$-0.1\% < \Delta DIV \leq -0.05\%$	4.51	0.10	1.69	12.00	8.05	7.45
$-0.05\% < \Delta DIV \leq 0.05\%$	44.52	85.43	35.59	41.33	27.59	13.80
$0.05\% < \Delta DIV \leq 0.1\%$	4.23	0.10	11.86	9.33	8.05	6.58
$0.1\% < \Delta DIV$	24.11	14.37	33.90	21.33	25.29	31.48
계	100	100	100	100	100	100

사외이사비율의 변화	전기 사외이사비율				
	전 체	0~20%	20~30%	30~40%	>40%
$\Delta BOD \leq -10\%$	8.01	2.60	15.74	30.30	32.99
$-10\% < \Delta BOD \leq -5\%$	3.66	0.73	12.64	9.09	6.19
$-5\% < \Delta BOD \leq 5\%$	61.84	64.71	59.87	46.67	44.33
$5\% < \Delta BOD \leq 10\%$	5.35	4.12	7.54	7.88	13.40
$10\% < \Delta BOD$	21.14	27.84	4.21	6.06	3.09
계	100	100	100	100	100

〈표 7〉 통제장치 변화의 상관계수

	△LN	△INST	△BOD	△LEV	△DIV
△LN	1				
△INST	-0.0157	1			
△BOD	0.0084	0.0117	1		
△LEV	-0.0048	-0.0763***	-0.0175	1	
△DIV	0.0425**	0.0622**	0.0078	-0.2027***	1

주: *, ** 및 ***는 각각 상관계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.

부채비율은 전체적으로 변화가 적은 ($\pm 1\%$ 포인트) 기업의 비율이 77.54%에 달해 상대적으로 안정적인 모습을 보여주고 있으며 부채비율이 높은 기업의 부채비율 감소가 현저한 것으로 확인된다.

배당은 기관투자자 지분과 같이 현저한 변화를 나타내고 있는데, 배당의 변화가 0.1%포인트 이상인 기업의 비율이 46.73%에 달하고 있다. 반면 사외이사비율은 변화의 분포가 안정적인 모습을 보여주고 있으나 사외이사비율이 30%를 초과하던 기업들의 경우 사외이사비율의 감소폭이 10%포인트 이상인 기업이 상당수 존재하는 것이 특징이다.

이상의 논의를 종합하여 볼 때 기업통제장치의 변화는 예외적인 현상이 아니며 외환위기 이후 지배구조와 관련한 여러 가지 제도가 도입 및 시행되고 있는 우리나라의 경우 변화의 정도가 큰 것으로 생각된다.

이 같은 통제장치의 변화는 상호 연관

되어 나타날 수 있다. <표 7>은 통제장치의 변화 사이의 상관관계를 나타낸 것인데 변수 간에 유의한 상관관계가 존재하는 경우가 확인된다. 즉, 배당의 변화와 내부자 지분의 변화 및 기관투자자의 지분의 변화 사이에는 유의한 양의 상관관계가 존재하고, 부채비율의 변화는 기관투자자 지분의 변화 및 배당의 변화와 유의한 음의 상관관계를 가지고 있다. 이는 기업통제장치의 변화가 동시에 일어나는 경향이 있음을 시사한다. 즉, 기업지배구조를 구성하는 통제장치들이 개별적으로 결정되는 것이 아니라 상호 연관되어 있음을 확인할 수 있다.

나. 인과관계의 검증

전절에서 살펴본 바와 같이 기업통제장치는 시간에 따라 많은 변화가 있으며 기업통제장치의 변화가 상호 연관되어 있음을 확인하였다. 그러나 유의한 상관

계수가 인과관계를 의미하는 것은 아니므로 인과관계를 확인할 필요가 존재한다. 또한 통제장치 간에 존재하는 인과관계로 인해 유의한 상관관계가 존재할 가능성이 있으므로 인과관계에 대한 검증이 필요하다.

통제장치들 간에 존재하는 인과관계에 대한 분석을 위하여 본 소절에서는 Holtz-Eakin, Newey, and Rosen(1988)의 방법론을 응용하여 동태적 패널 벡터자기회귀모형(dynamic panel vector autoregression model)을 상정하고 인과관계를 검정한다.

인과관계를 검정하기 위한 모형은 다음과 같이 상정한다.¹⁵⁾

$$y_{it} = \alpha_{0t} + \sum_{l=1}^{m+1} c_{il}y_{it-l} + \sum_{l=1}^{m+1} d_{il}x_{it-l} + v_{it} \quad (i = 1, \dots, N, t = m + 2, \dots, T) \quad (1)$$

여기에서 T 는 자료의 시계열상의 기간을 나타내고, N 은 횡단면상의 기업의 관측치 수를, 그리고 m 은 시차의 수를 나

타낸다. v_{it} 는 오차항이다.

위 식은 다음의 직교조건 또한 만족시킨다고 가정한다.

$$E(y_{is}v_{it}) = E(x_{is}v_{it}) = 0, \quad s \leq t - 1 \quad (2)$$

식 (2)의 직교조건이 만족되면 귀무가설(null hypothesis)을 ' $d_{it} = 0 \forall t, l$ '로 설정하여 식 (1)을 추정한 후 그랜저 인과관계(Granger Causality)를 검정할 수 있는데 그 결과는 <표 8>에 제시되어 있다.¹⁶⁾ 검정 결과 내부자 지분, 그리고 사외이사비율과 기관투자자 지분 사이에 상호 인과관계가 존재한다. 또한 부채비율과 기관투자자 지분은 배당에 대해 인과관계가 있음을 보여준다.

상관관계 분석과 인과관계 검정 결과는, 기업통제장치는 상호 연관되어 있으며 개별 통제장치만을 고려하여 분석하는 것은 한계가 있음을 시사한다.

15) 식 (1)은 다음의 식을 적절하게 조정하여 차분을 취한 후 개별 효과를 제거한 식이다.

$$y_{it} = \alpha_{0t} + \sum_{l=1}^m \alpha_{il}y_{it-l} + \sum_{l=1}^m \delta_{il}x_{it-l} + \psi_i f_i + u_{it} \quad (1-1)$$

(ψ_i : 개별효과(individual effect)에 대한 계수, u_{it} 는 오차항)

인과관계를 검정하는 데 있어서 본문에서 제시된 식을 통해 검정하는 것은 위 식을 이용하여 검정하는 것과 동일한 결과를 얻는다. 이와 관련된 자세한 논의는 Holtz-Eakin, Newey, and Rosen(1988)을 참조하라.

16) 식 (1)의 모든 계수를 추정하기 위한 식별(identification)의 필요조건은 $T \geq m + 3$ 이다. 변형된 식 (1)로부터 최초의 식 (1-1)의 계수를 복원(recover)하기 위한 조건은 $T \geq 3m + 2$ 으로 식별의 조건보다 강한 조건이다.

〈표 8〉 인과관계의 검증

설명변수	종속변수				
	내부자 지분	기관투자자 지분	사외이사 비율	부채비율	배 당
내부자 지분 (t-1)		12.693** (0.013)	6.695 (0.153)	2.306 (0.680)	6.609 (0.158)
기관투자자 지분(t-1)	12.269** (0.0155)		7.983* (0.092)	2.718 (0.606)	9.180* (0.057)
사외이사 비율(t-1)	7.770 (0.1004)	12.231** (0.016)		2.670 (0.614)	3.155 (0.532)
부채비율 (t-1)	6.224 (0.183)	5.734 (0.220)	6.606 (0.158)		8.648* (0.071)
배 당 (t-1)	4.053 (0.399)	1.314 (0.859)	4.973 (0.290)	2.468 (0.650)	

주: 1) 검정통계량은 종속변수와 개별 설명변수, 2변수 간의 귀무가설(인과관계가 존재하지 않는다)에 대한 통계량임.

2) 검정통계량은 $\chi^2(4)$ 의 분포를 가지는 것으로 () 안은 각 검정통계량의 p-value를 나타내며 *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.

3. 실증분석방법

통제장치의 상호관계를 최소자승법(ordinary least squares)에 의해 추정하는 경우 내생성의 문제가 존재한다. 예를 들어, 내부자 지분에 영향을 미치는 다른 통제장치들 또한 체계 내에서 동시에 결정되는 변수들이고 이러한 변수들은 오차항과 직교조건을 만족하지 못한다. 따라서 추정결과 일치추정량(consistent estimate)을 얻을 수 없다.

반면에 2단계 최소자승법을 이용하여 연립방정식을 추정하는 경우 각 방정식에서 제외된 외생변수를 도구변수로 이

용하여 추정하므로 내생성의 문제를 해결하고 일치추정량을 얻을 수 있다. 따라서 기업지배구조의 상호관계를 분석하기 위하여 본 연구는 각 통제장치의 추정식을 결합하여 연립방정식 모형을 구축하고 2단계 최소자승법(2SLS: 2 Stage Least Squares Method)을 적용하여 실증분석을 수행한다.

통제장치 간의 상호관계를 추정하기 위해 개별 통제장치의 회귀식에 전질의 인과관계 검증에서 인과관계가 존재하는 것으로 확인된 변수의 전기 값을 포함한다. 왜냐하면 동태적 패널 벡터자기회귀 모형에서 검증하는 인과관계는 어떤 변

수의 과거 값이 특정 변수의 현재 값과 인과관계가 있는가를 확인하는 것이므로 인과관계가 확인된 변수의 전기 값을 추정식에 반영하는 것이 타당할 것이기 때문이다.

그러나 통제장치의 현재 값 사이에 존재하는 상호관계는 인과관계에 대한 검증을 통해 설명하지 못한다. 따라서 통제장치 간의 상호관계를 포착하기 위하여 각 통제장치의 추정식에 다른 통제장치의 동기(current period) 값을 포함하여 추정식을 구성한다.

기업통제장치의 상호관계에 대한 이론적 논의는 거의 존재하지 않으며 소수의 연구들도 일의적 결론을 내리고 있지 않다.¹⁷⁾ 따라서 상호관계의 존재 유무와 그 크기는 실증적 문제일 것이다. 만약 기업 통제장치들 간의 관계가 대체관계라면 회귀분석식의 계수가 음의 값을 가질 것이다. 예를 들어, 기관투자자가 기업경영 감시의 역할을 충실하게 수행한다면 내부자 지분에 대한 의존이 줄어들 수 있으며, 반대로 내부자 지분에 의한 유인이 제공되는 경우 기관투자자의 감시자 역할의 중요도는 상대적으로 작을 것이다.

반면 기업통제장치들 간의 관계가 보완적이라면 회귀분석식의 계수가 양의 값을 가질 것이다. 예를 들어, 내부자 지분이 큰 경우 경영진은 기업의 통제권을 유지하기 위해 부채비율을 증가시킬 수 있으며, 부채비율이 높은 경우 대부자와 채무자 간의 대리인 비용을 감소시키기 위하여 내부자 지분이 높을 수 있다.

지배구조의 상호관계를 분석하기 위해 통제장치들 간의 상호관계뿐만 아니라 각 지배구조에 영향을 미치는 기업의 속성을 통제할 필요가 있다. 개별 통제장치에 대해 다음과 같은 기업의 특성변수를 추가하여 통제장치의 결정요인을 분석한다.¹⁸⁾¹⁹⁾

내부자 지분에 영향을 미칠 수 있는 기업수준변수로는 위험, 기업규모, R&D, 이사회 규모, 영업연수 등을 고려한다. 위험 기피적(risk-averse)인 경영자는 위험이 증가함에 따라 소유지분을 줄일 유인이 있어 위험과 내부자 지분 간에 음의 관계가 존재할 수 있다. 그러나 위험이 증가하는 경우 내부자에 의한 감시 및 통제의 가치가 증가하여 이사회 소유지분을 늘릴 유인이 있는 경우 위험과 내부

17) 통제장치들 사이의 상호관계에 대한 이론적 논의에 대해서는 Rozeff(1982), Noronha, Shome, and Morgan (1996) 등을 참조하라.

18) 본 연구는 통제장치 간에 존재하는 상호관계에 관심을 두고 있으며, 기업 특성변수에 대한 관심은 부차적인 것이므로 추정계수의 부호나 그 크기에는 큰 의미를 부여하지 않는다.

19) 기업의 특성변수들 또한 부분적으로 내생성을 가질 가능성이 존재한다. 본 연구는 Smith and Watts(1992)와 Denis and Sarin(1999)과 같이 기업 특성변수들이 완전하게 외생적이지 않더라도 이미 결정되어 있는(predetermined) 값을 가짐을 가정한다.

자 지분은 양의 관계를 가질 수 있다. 따라서 이 두 효과에 의해 위험이 내부자 지분에 미치는 영향이 결정되며 그 효과는 사전적으로 결정되지 않는다. 기업규모가 큰 경우 제한된 부를 보유한 경영진의 보유지분은 상대적으로 작을 수 있으므로 이 같은 효과를 통제하기 위하여 포함하였다. R&D는 경영진의 통제 가능성(control potential)을 나타내는 대리변수로 정보 비대칭성의 정도를 반영하는 변수이며, 이사회 규모는 규모효과를 통제하기 위하여 포함하였다. 창업자가 현재 경영진에 포함되어 있는가에 대한 자료가 존재하지 않아 기업의 나이를 대리변수로 포함하였다. 창업자가 보유한 지분이 많다면 기업의 나이가 오래될수록 내부자 지분이 감소할 수 있다. 그러나 경영세습 등으로 보유지분이 승계된다면 기업의 나이와 내부자 지분 간의 관계는 존재하지 않을 수 있다.

기관투자자 지분에 영향을 미치는 기업의 속성으로는 기업규모, 최대주주의 지분율, 상장연수 등을 고려하였다. 부의 제약을 받는 개인투자자와는 달리 기관투자자의 경우 기업규모가 제약요인으로 작용하지 않을 수 있고 자산규모가 큰 기업을 선호할 수 있다. 최대주주의 지분이 큰 경우 다수의 소액투자자 간에 발생하는 무임승차자의 문제를 완화하여 기관투자자에 의한 감시자 역할의 중요성이 상대적으로 작을 수 있다. 그러나 동시에

최대주주의 전횡을 방지하기 위해 기관투자자의 역할이 필요할 수 있으므로 최대주주 지분과 기관투자자 지분 사이에는 정의 관계가 존재할 수 있다. 상장연수는 상장기간이 길수록 기관투자자가 기업에 필요한 정보를 분석하고 해당 기업의 주식을 거래할 가능성이 많아지는 것을 검증하기 위해 포함하였다.

사외이사비율의 추정식에는 기업 규모, 이사회 규모, 영업연수, 외국인 지분율, 이사회 규모 등의 변수를 포함하였다. 기업규모에 따른 사외이사비율의 차이를 통제하기 위하여 기업규모변수를 고려하고 이사회 규모효과를 통제하기 위하여 총 이사 수를 설명변수로 추가하였다. 그리고 내부자 지분과 마찬가지로 창업자의 존재를 나타내는 대리변수로 영업연수를 고려하였는데, 창업자가 독단적(autocratic)임을 가정한다면 영업연수가 오래될수록 창업자가 존재하지 않고 그 결과 더 많은 사외이사가 임명될 수 있으므로 영업연수와 사외이사비율 간에는 정의 관계가 존재할 수 있다. 외국인이 사외이사비율에 미치는 효과를 통제하기 위하여 외국인 지분율을 포함하였고, 이사회 규모효과를 통제하기 위하여 이사회 규모변수를 포함하였다.

부채비율의 추정식에는 위험, R&D, 고정자산비율, 현금흐름을 고려하였다. 금융기관(대부자)과 기업(차입자) 간에 존재하는 정보의 비대칭성을 반영하기 위

하여 위험과 R&D를 고려하였는데, 위험은 감독의 어려움(monitoring difficulties)을 포착하는 변수로서 기업(차입자)을 감독하기 어려울수록 자금을 대출하는 것을 줄일 가능성이 있으므로 음의 관계가 존재할 수 있다. R&D는 미래의 성장 가능성과 동시에 경영진의 통제 가능성을 나타내는 변수로 고려하였다. R&D는 많은 경우 기업특수적(firm-specific)인 성격을 가지므로 간접적인 기업의 도산비용(bankruptcy costs)으로도 해석할 수 있는데 이 경우 R&D와 부채비율 간에 음의 관계가 성립할 것이다. 현금흐름은 Jensen (1986)의 잉여현금흐름가설(free cash flow hypothesis)을 반영하여 현금흐름과 부채비율 간의 관계를 통제하기 위한 변수이다. 기업이 도산하는 경우 기업특수적인 무형자산보다는 유형자산의 크기가 중요한데 이를 반영하여 고정자산을 포함하였다. Scott(1977)에 따르면 기업의 청산가치(liquidation value)가 증가하는 경우 차입이 증가하므로 고정자산과 부채비율 사이에는 정의 관계가 존재할 것이다.

배당에 영향을 미치는 변수로는 위험, 기업규모, 외국인 지분율, 수익성, 주주의 수, 매출액 증가율, 투자 등을 고려하였다. 선행연구는, 배당은 현재의 수익성과 미래의 수익성의 영향을 받는 것으로 보고하고 있는데, 현재의 수익성을 반영하

는 변수로는 자산수익률을, 그리고 미래의 수익성을 반영하는 변수로는 투자 및 매출증가율을 고려하였다. 배당을 통해 미래의 수익성을 신호(signal)하고자 하는 경우 미래의 수익성과 배당 간에는 정의 관계가 존재할 것이다. 위험은 미래의 수익성에 대한 불확실성을 반영하는 변수로 포함하였는데, 불확실성이 증가하는 경우 경영진에 대한 감독이 어려우므로 위험과 배당 사이에는 음의 관계가 존재할 것이다. 기업규모는 규모효과를 통제하기 위하여, 그리고 주주의 수와 외국인 지분율은 주주의 특성을 통제하기 위하여 포함하였다.

이상에서 설명한 변수들 외에 규제 효과의 통제를 위하여 자산규모 2조원 이상인 기업과 기타 기업을 구분하는 자산규모더미와 상호출자제한 기업집단을 구분하기 위한 더미를 각 식에 추가하여 추정하였다.²⁰⁾

이상의 논의를 종합하면 실증분석을 위한 모형은 다음과 같이 상정할 수 있다.

내부자 지분 = $IN(CG-i, \text{기관투자자지분}_{t-1}, \text{위험}, \text{자산}, \text{R\&D}, \text{이사회 규모}, \text{영업연수}, \text{자산규모더미}, \text{재벌더미}, \text{연도더미})$

기관투자자 지분 = $INST(CG-i, \text{내부자지분}_{t-1}, \text{사외이사비율}_{t-1}, \text{자산}, \text{최대주}$

20) Black, Jang, and Kim(2006a)에 따르면, 자산규모 2조원 이상인 기업과 그 외의 기업 간에 뚜렷한 차이가 존재한다.

주, 상장연수, 자산규모더미, 재벌더미, 연도더미)

사외이사비율 = BOD(CG-i, 기관투자자 지분_{t-1}, 자산, 이사회규모, 영업연수, 외국인 지분, 자산규모더미, 재벌더미, 연도더미)

부채비율 = DEBT(CG-i, 위험, R&D, 고정자산, 현금흐름, 자산규모더미, 재벌더미, 연도더미)

배당 = DIV(CG-i, 기관투자자 지분_{t-1}, 위험, 자산, 외국인 지분, 수익성, 주주수, 매출증가율, 투자, 자산규모더미, 재벌더미, 연도더미)

여기서 CG-i는 추정식의 종속변수를 제외한 다른 통제장치를 나타내며, (t-1)의 하첨자는 전기 값을, 그리고 하첨자가 명기되지 않은 변수들은 종속변수와 동기 값을 이용한다. 위 식의 내생변수는 5개이고 통제장치의 전기 값과 더미변수를 제외하면 외생변수는 14개이므로 최소한 4개의 외생변수가 개별 통제장치의 추정식에서 제외되어야 추정식이 식별(identification)되는데 위 식은 이러한 조건을 만족한다.²¹⁾

4. 추정결과

가. 기업통제장치의 상호관계

제2절에서 구축된 패널데이터를 이용하여 제3절에서 도출된 모형을 2단계 최소자승법을 이용하여 선형으로 추정한 결과는 <표 9>에 제시되어 있다. 본 연구의 관심은 통제장치들 사이에 존재하는 상호관계이므로 기업 특성을 고려한 변수들에는 크게 관심을 두지 않으나 전절에서 예측한 부호를 갖는 경우가 대부분이었으며 부호가 다른 경우 통계적으로 유의하지 않은 것으로 확인됐다.

통제장치들 간의 상호관계에 대한 추정결과를 살펴보면, 대부분의 상호효과를 나타내는 부호가 일치하여 상호관계가 일관되게 추정되었으며, 부호가 반대인 경우(예를 들어, 내부자 지분 추정식의 사외이사비율 추정계수와 사외이사비율 추정식의 내부자 지분 추정계수) 통계적으로 유의하지 않아 상호관계가 존재하지 않는 것으로 확인되었다. 또한 인과관계 검증을 통해 포함된 전기 값은 부채비율을 제외하고는 모두 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

내부자 지분과 기관투자자 지분은 각각의 추정식에서 동기 값에 대한 추정계수가 음으로 나타나 두 통제장치 간의 관

21) Chen and Steiner(1999), Jensen et al.(1992), Moyer et al.(1992), Singh and Davidson(2003), Agrawal and Knoeber(1996) 등을 참고하여 선행연구와 일관된 기준으로 외생변수를 제외하였다.

<표 9> 기업통제장치의 상호관계

설명변수	종속변수				
	내부자 지분	기관투자자 지분	사외이사비율	부채비율	배 당
내부자 지분		-1.844* (0.947)	0.079 (0.086)	0.002** (0.001)	0.010*** (0.003)
기관투자자 지분	-3.752*** (0.985)		4.528*** (0.979)	0.002 (0.002)	0.079* (0.046)
사외이사 비율	-0.085 (0.139)	4.131** (1.763)		0.001 (0.002)	-0.004 (0.005)
부채비율	21.865*** (6.701)	-7.413 (10.539)	-6.124 (8.472)		-0.904 (0.782)
배 당	16.814*** (3.781)	-5.838 (6.008)	0.110 (5.093)	-0.504*** (0.031)	
내부자 지분 (t-1)		1.500** (0.759)			
기관투자자 지분(t-1)	1.921*** (0.545)		-2.428*** (0.542)		-0.042* (0.025)
사외이사비율 (t-1)		-2.116** (0.933)			
부채비율 (t-1)					-0.606 (0.601)
위 험	0.001 (0.008)			-0.0001 (0.0001)	-0.0003 (0.0003)
자 산	1.328 (1.442)	0.350 (1.370)	0.568 (0.388)		-0.077 (0.060)
R&D	-79.866 (81.409)			-0.454 (1.153)	
이사회 규모	-2.314 (2.348)		1.035 (0.907)		
영업연수	0.042 (0.075)		0.092*** (0.027)		
최대주주		0.147 (0.112)			
상장연수		-0.204 (0.196)			
외국인 지분			0.019 (0.041)		0.016*** (0.003)
고정자산				0.102 (0.066)	
현금흐름				0.062 (0.066)	

<표 9>의 계속

설명변수	종속변수				
	내부자 지분	기관투자자 지분	사외이사비율	부채비율	배 당
수익성					0.188 (0.421)
주주 수					0.038 (0.028)
매출증가율					-0.099 (0.074)
투 자					0.871* (0.525)
자산규모 더미	-11.472** (5.297)	-32.223** (13.052)	8.398*** (1.984)	0.267*** (0.058)	0.377** (0.175)
재벌더미	-1.612 (2.792)	-3.879 (4.041)	0.372 (1.111)	-0.028 (0.036)	-0.126*** (0.089)
연도더미 포함 여부	○	○	○	○	○
핀측치	2,484	2,484	2,484	2,484	2,484
p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

주: () 안은 표준오차를 나타내며, *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.

계가 대체적임을 시사한다. 이는 기관투자자가 기업경영감시의 역할을 충실하게 수행한다면 내부자 지분에 대한 의존이 줄어들 수 있으며, 반대로 내부자 지분에 의한 유인이 제공되는 경우 기관투자자의 감시자 역할의 중요도는 상대적으로 작기 때문인 것으로 생각된다. 또한 내부자 지분 추정식에서 기관투자자 지분의 전기 값과 기관투자자 지분의 추정식에서 내부자 지분의 전기 값은 정의 관계를 가지는 것으로 나타나 내부자 지분과 기관투자자 지분이 시차를 두고 서로 반대

방향으로 변화함을 알 수 있다.

내부자 지분과 부채비율은 계수가 각각 양으로 추정되어 상호 보완관계가 존재하는 것으로 확인되었다. 이는 부채비율이 높은 경우 대부자와 채무자 간의 대리인 비용을 감소시키기 위하여 내부자 지분을 증가시키고, 반대로 내부자 지분이 높은 기업은 부채비율을 높여 내부자 지분율을 유지하거나 차입에 따른 대리인 비용을 감소시킨다는 Leland and Pyle(1977) 및 Kim and Sorensen(1986)의 논의와 일관된 것으로 생각된다.

배당과 내부자 지분의 관계는 부채비율과 내부자 지분의 관계와 유사하게 보완적인 것으로 나타났다. 부채비율과 배당이 경영자 통제하에 있는 잉여현금흐름을 감소시키는 역할을 한다는 점을 고려할 때 부채비율과 배당이 가지는 성격이 유사함을 알 수 있다.

사외이사비율과 기관투자자 지분 간에는 서로 정의 관계가 존재하는 것으로 확인되었는데, 이는 사외이사의 내부감시자의 역할과 기관투자자의 외부감시자의 역할이 상호 보완적임을 의미한다.²²⁾

부채비율의 추정식에서 배당의 계수가 음인 것은 배당을 많이 하는 기업은 주식 발행을 통해 자본을 조달하는 것을 차입을 통해 자금을 조달하는 것보다 선호함을 시사하는 것으로, 이는 고정금융비용(fixed financial costs)이 높은 경우 배당을 많이 지급하는 것을 회피하는 경향이 있음을 시사한다.

배당의 추정식에서 기관투자자 지분의 동기 값의 계수가 양으로 나타났는데, 이는 기관투자자는 대리인 비용을 통제하기 위해 배당을 통해 잉여현금흐름을 감소시킬 수 있음을 지적한 Jensen(1986) 및

Eckbo and Verma(1994)의 연구와 일관된다.²³⁾

나. 기업성과와의 관계

기업지배구조의 개선을 위해 각종 제도를 도입한 것은 궁극적으로 대리인 비용을 통제하여 기업성과 및 가치를 제고하는 데 있다. 이하에서는 토빈 Q(Tobin's Q)를 기업가치변수로 고려하여 기업통제장치가 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증분석을 수행한다.²⁴⁾

토빈 Q는 기업의 시장가치(market value)를 대체비용(replacement costs)으로 나눈 것으로 정의되는데, 본고는 Himmelberg et al.(1999)과 같이 시장가치를 보통주 및 우선주의 시장가치 및 장부상 부채로, 대체비용을 장부상의 자산으로 하여 측정한다. 기업별로 토빈 Q를 구한 후 한국표준산업분류(KSIC) 2-digit 산업수준에서 산업별 평균을 구하여 산업평균을 차감한 변수를 기업가치변수로 사용한다.²⁵⁾²⁶⁾

토빈 Q에 영향을 미치는 변수로는 기업통제장치들 외에 기업규모(자산), 투자, R&D, 광고, 영업연수와 자산규모더미를

22) <표 9>의 결과를 다른 측면에서 해석할 수도 있다. 예를 들어, 기관투자자의 경우 사외이사의 비율이 높고 배당을 많이 하여 상대적으로 대리인 비용이 적은 기업에 투자한다고 볼 수 있다.

23) 기업통제장치의 상호관계에 대한 연도별 추정결과는 부록에 수록되어 있다.

24) 다양한 기업통제장치와 기업가치 사이의 관계를 분석한 연구로는 Black, Jang, and Kim(2006b), Black et al.(2005) 등이 있다. 두 연구는 한국기업지배구조 개선지원센터의 설문조사 자료를 이용하여 분석을 수행하였는데, Black, Jang, and Kim(2006b)은 2001년에 대한 횡단면 분석을, Black et al.(2005)은 1998년부터 2003년까지의 시계열 자료를 패널로 분석하였다.

25) 기업별 토빈 Q의 경우 자산의 노후(obsolescence) 등을 반영하지 못해 대체비용이 과다 계상되거나 주식

고려한다. 기업규모는 규모효과를 통제하기 위한 변수이며, 투자 R&D 및 광고는 기업의 성장성 또는 무형자산을 반영하는 변수로 포함하였다. 영업연수는 기업의 연령 간 차이를 통제하기 위하여, 자산규모더미는 규제효과를 통제하기 위하여 포함하였다.

따라서 분석의 모형은 다음과 같이 설정할 수 있다.

토빈 Q = Q(CG, 기업규모, 투자, R&D, 광고, 영업연수, 자산규모더미)

통제장치와 기업성과 간의 관계에 대한 분석은 기업의 특성을 반영하는 변수들을 고려하여 연도효과(time effect)와 개별효과(individual effect)를 포함한 고정효과패널모형(fixed effect panel model)을 통해 추정하였는데, 그 결과는 <표 10>과 <표 11>에 제시되어 있다. <표 10>은 기업통제장치와 자산규모더미만을 고려한 추정결과이고, <표 11>은 기업통제장치 외에 기업의 특성을 통제하는 변수를 포함한 추정결과이다.

<표 10>의 (i)과 (ii)는 기업통제장치의 동기 값만을 포함한 것으로 부채비율 및

배당은 기업가치와 정의 관계를 가지는 것으로 확인되었다.²⁷⁾ 내부자 지분과 기업가치 간에 존재하는 비선형성(non-linearity)을 확인하기 위하여 내부자 지분의 제곱항을 추가하여 회귀분석을 하였으나 (ii)식에서는 유의한 비선형성이 관찰되지 않았다.²⁸⁾

통제장치와 기업가치 사이에 내생성(endogeneity)이 존재하는 경우 당기의 값만을 고려하는 것은 허구적 상관(spurious correlation)에 의한 편의된 추정치를 얻을 가능성이 존재한다. 이러한 문제를 회피하기 위하여 본 연구에서는 (iii)과 (iv)에서 기업가치와 통제장치변수들의 전기 값을, (v)와 (vi)에서는 동기와 전기 값을 동시에 고려하여 회귀분석을 하였다. 전기 값만을 고려한 경우 부채비율만이 기업가치와 유의한 관계를 가지고 있으며 내부자 지분의 비선형성은 관찰되지 않았다. 동기 값과 전기 값을 동시에 고려한 경우 부채비율과 배당의 동기 값 외에 기관투자자 지분과 사외이사비율의 동기 값이 기업가치와 유의한 관계를 가지며 부채비율의 전기 값은 기업가치와 유의한 정의 관계를 가지는 것으로 확인되었다.

시장의 가격이 기업의 가치를 정확하게 반영하지 못하는 경우 부정확한 지표가 될 수 있다. 따라서 Morck et al.(1988)은 최소한 산업별 효과를 통제한다는 측면에서 산업별 평균을 차감한 토빈 Q를 분석에 사용할 것을 주장한다.

26) 기업별 토빈 Q를 사용하여 추정하여도 결과는 달라지지 않는다.

27) 부채비율과 기업가치 사이에 존재하는 정의 관계는 박현준 외(2004) 및 신현한 외(2004) 등에서도 관찰되고 있다.

28) 기업가치와 내부자 지분(경영자 지분) 사이에 존재하는 비선형성에 대한 연구로는 Morck et al.(1988), McConnell and Servaes(1990, 1995) and Kole(1995) 등을 참고하라.

<표 10> 기업가치와 통제장치의 관계(I)

설명변수	종속변수: 토빈 Q					
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)
내부자 지분	0.000 (0.001)	0.001 (0.003)			-0.001 (0.001)	-0.005*** (0.002)
내부자 지분 ²		-0.000 (0.000)				0.00008*** (0.00003)
기관투자자 지분	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)			0.0013* (0.0007)	0.0013* (0.0007)
사외이사비율	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)			-0.0013** (0.0006)	-0.0012* (0.0006)
부채비율	0.685*** (0.047)	0.685*** (0.047)			0.768*** (0.029)	0.767*** (0.029)
배 당	0.078*** (0.014)	0.078*** (0.014)			0.021** (0.009)	0.020** (0.009)
내부자 지분 (t-1)			0.001 (0.001)	0.003 (0.002)	0.0001 (0.0009)	0.001 (0.002)
내부자 지분 (t-1) ²				0.000 (0.000)		-0.000 (0.000)
기관투자자 지분 (t-1)			0.000 (0.001)	0.0001 (0.0009)	-0.0004 (0.0008)	-0.0004 (0.0008)
사외이사비율 (t-1)			0.0002 (0.0007)	0.0003 (0.0007)	-0.000 (0.0006)	-0.000 (0.0007)
부채비율(t-1)			0.181*** (0.033)	0.182*** (0.033)	0.152*** (0.028)	0.148*** (0.028)
배당(t-1)			-0.004 (0.010)	-0.004 (0.010)	0.005 (0.009)	0.006 (0.009)
자산규모더미	0.122 (0.092)	0.122 (0.092)	-0.054 (0.155)	-0.054 (0.155)	-0.025 (0.131)	-0.027 (0.131)
관측치 수	3,105	3,105	2,484	2,484	2,484	2,484
N	621	621	621	621	621	621
T	5	5	4	4	4	4
R-square	0.1050	0.1050	0.1190	0.0945	0.2911	0.2975

주: () 안은 표준오차를 나타내며, *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.

<표 11> 기업가치와 통제장치의 관계(II)

설명변수	종속변수: 토빈 Q					
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)
내부자 지분	0.001 (0.001)	0.005* (0.003)			-0.0001 (0.0009)	-0.002 (0.002)
내부자 지분 ²		-0.000 (0.0005)				-0.000 (0.000)
기관투자자 지분	0.001 (0.001)	0.0006 (0.0012)			0.0018** (0.0007)	0.0019** (0.0007)
사외이사비율	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)			-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
부채비율	0.662*** (0.046)	0.662*** (0.046)			0.762*** (0.027)	0.759*** (0.027)
배 당	0.080*** (0.014)	0.080*** (0.014)			0.021** (0.009)	0.020** (0.009)
내부자 지분 (t-1)			0.001 (0.001)	0.006*** (0.002)	0.001 (0.001)	0.004** (0.002)
내부자 지분 (t-1) ²				-0.00008*** (0.000)		-0.00005* (0.000)
기관투자자 지분 (t-1)			0.0002 (0.0009)	0.0003 (0.0009)	-0.0003 (0.0007)	-0.0003 (0.0007)
사외이사비율 (t-1)			0.0008 (0.0007)	0.001 (0.001)	0.0004 (0.0006)	0.0004 (0.0006)
부채비율(t-1)			0.119*** (0.033)	0.118*** (0.033)	0.094*** (0.028)	0.092*** (0.027)
배당(t-1)			0.010 (0.010)	0.011 (0.010)	0.018** (0.009)	0.019** (0.009)
기업규모	-0.375*** (0.043)	-0.384*** (0.043)	-0.392*** (0.036)	-0.404*** (0.036)	-0.371*** (0.0309)	-0.373*** (0.030)
투 자	0.336 (0.239)	0.332 (0.239)	0.082 (0.163)	0.094 (0.163)	0.103 (0.137)	0.109 (0.137)
R&D	0.214 (0.895)	0.201 (0.895)	0.761 (0.612)	0.774 (0.611)	1.232** (0.514)	1.238** (0.513)
광 고	-0.548 (1.550)	-0.605 (1.550)	-1.139 (1.120)	-1.160 (1.118)	-0.622 (0.940)	-0.621 (0.939)
영업연수	-1.355*** (0.473)	-1.354*** (0.473)	-0.018 (0.367)	-0.024 (0.366)	-0.117 (0.307)	-0.122 (0.307)
자산규모더미	0.113 (0.091)	0.116 (0.091)	0.050 (0.151)	0.052 (0.150)	0.071 (0.126)	0.071 (0.126)
관측치 수	3,105	3,105	2,484	2,484	2,484	2,484
N(T)	621(5)	621(5)	621(4)	621(4)	621(4)	621(4)
R-square	0.0198	0.0198	0.0243	0.0230	0.0485	0.0468

주: () 안은 표준오차를 나타내며, *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.

사외이사비율이 기업가치에 큰 영향을 주지 못하는 것은 제도적으로 사외이사의 임명이 의무화되었지만 사외이사제도가 경영자 통제의 실질적 역할을 수행하지 못한다는 점을 시사하는 것으로 생각된다. 제II장에서 살펴본 바와 같이 최대주주 및 주요 주주의 추천에 의해 임명되는 사외이사의 비율이 76%에 달하여 독립성을 가지고 경영진의 의사결정을 감시 및 감독하는 데 사외이사의 역할에 한계가 있으며 이로 인해 기업가치 제고에 사외이사가 기여하지 못할 수 있으므로 실질적인 경영자 통제의 역할을 담당하기 위해서는 사외이사의 독립성을 제고하는 것이 필요할 것이다.

물론 이 같은 해석이 현행 사외이사제도의 가치가 없음을 의미하는 것은 아니다. 전 절의 상호관계에 대한 분석 결과 기관투자자 지분과 사외이사비율은 상호보완적인 관계에 있으므로 기관투자자 지분이 높은 경우 사외이사가 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있기 때문이다. <부표 5>와 <부표 6>에서 사외이사비율과 기관투자자 지분의 곱(interaction term)은 기업가치와 유의미한 관계를 가지는 것으로 나타나 이를 확인하여 주고 있다.

<표 11>은 통제장치 외에 기업 특성 변수를 추가하여 수행한 회귀분석의 결과를 보여준다. <표 10>과 유사한 결과를 확인할 수 있으며 기업규모의 경우 기업

가치와 음의 관계를 가지는 것으로 나타나 박현준 외(2004) 및 신현한 외(2004)와 일관된 결과를 확인하였다. 또한 (iv)와 (vi)의 경우 내부자 지분의 전기 값이 역 U자형의 비선형성을 가지는 것이 기업특성변수를 고려한 경우 확인한 결과이다.

IV. 분석의 종합 및 결론

대리인 비용은 기업의 성과에 영향을 미칠 뿐 아니라, 경제 전체의 생산성을 저하시킬 가능성이 있으므로 지배구조의 원활한 작동을 통해 효과적으로 대리인 비용을 통제하는 것은 매우 중요한 문제이다. 지배구조는 대리인 비용을 통제하기 위한 여러 통제장치들이 상호 연관되어 나타나는 것으로 지배구조를 이해하기 위해서는 통제장치들 간에 존재하는 상호관계를 이해하는 것이 필수적이다. 특히 대규모 기업집단이 존재하는 우리나라의 특수성을 고려할 때 우리나라에 적합한 지배구조를 설계하기 위해서는 기업들에게 적용되는 통제장치들에 대한 이해가 필수적일 것이다.

본 연구는 기업통제장치들의 시간에 따른 변화를 고찰하고 기업의 내·외부 지배구조를 동시에 고려하여 그 상호관계를 파악함과 동시에 기업의 내·외부 지배구조가 기업성장에 미치는 영향을

실증적으로 분석하였다.

분석의 결과 기업통제장치의 평균적인 변화는 상대적으로 작으나 기업별 변화는 큰 것으로 확인되었다. 내부자 지분, 기관투자자 지분 및 배당은 일정 정도 수렴현상을 보여주며, 사외이사비율은 제도 도입의 영향으로 전반적으로 상승하는 추세, 부채비율은 하락하는 추세를 발견하였다. 이 같은 변화는 상호 연관되어 나타나며 동태적 패널벡터자기회귀모형을 통해 통제장치 사이에 존재하는 인과관계를 확인하였다. 나아가 2단계 최소자승법을 이용하여 통제장치 간에 존재하는 상호관계 또한 발견하였는데 내부자 지분과 기관투자자 지분은 대체적 관계, 기관투자자 지분과 사외이사비율, 내부자 지분과 부채비율 및 배당은 보완적 관계를 가짐을 확인하였다. 마지막으로 지배구조와 기업가치의 관계에 대한 회귀분석 결과 부채비율은 기업가치와 정의 관계를 가지나 사외이사비율은 기업가치를 제고하는 데 기여하지 못하는 것으로 확인되었다.

본 연구는 자료의 한계로 기업지배구조를 구성하는 다양한 통제장치 중 내부자 지분, 기관투자자 지분, 사외이사비율, 부채비율, 배당 등을 대상으로 비교적 짧은 시계열 자료를 가지고 분석을 수행하였다. 경영자에 대한 보상체계, 경영권 시장, 경영자 노동시장, 상품시장, 경쟁 등 다른 기업통제장치에 대한 분석이 추

가적으로 이루어진다면 지배구조의 작동 원리에 대한 이해가 증진될 것으로 생각된다. 또한 통제장치의 동태적 변화에 대한 분석을 위해서는 보다 많은 자료의 수집과 보완이 필요할 것으로 판단된다.

이 같은 한계에도 불구하고 본 연구는 지배구조의 개선에 있어 다음과 같은 의의를 가지는 것으로 판단된다. 먼저 지배구조를 구성하는 통제장치의 상호관계에 대한 고려를 통해 보다 효과적인 지배구조의 개선을 도모할 수 있을 것으로 생각된다. 대체관계에 있는 두 통제장치를 동시에 개선하는 것은 의도한 효과를 기대하기 어려우며, 보완적인 관계에 있는 통제장치의 경우 비용효과적인 개선방안을 모색할 수 있을 것이다.

기업지배구조와 기업성과 간의 상호관계의 분석 결과 외환위기 이후 우리나라의 기업지배구조는 상당히 개선되었음에도 불구하고 개선의 여지가 존재함을 확인할 수 있었다. 예를 들어, 사외이사비율이 기업가치를 제고하는 데 기여하지 못한다는 실증분석 결과는 사외이사제도가 제도적으로는 정착되었으나 실질적이고 효과적인 경영진 감시의 역할을 수행하지 못함을 시사한다. 따라서 사외이사제도의 효과적인 운영을 위해 독립성을 제고하고 사외이사의 전문성을 제고하는 방안이 마련되어야 할 것이다.

이 같은 결과가 현행 사외이사제도의 가치가 없음을 의미하는 것은 아니다. 통

제장치의 상호관계에 대한 분석 결과 기관투자자 지분과 사외이사비율은 상호 보완적이므로 기관투자자 지분이 높은 경우 사외이사가 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있다. 따라서 사외이사제도가 경영진을 통제하는 본연의 기능을 발휘하기 위해서는 기관투자자 등 다른 통제장치의 개선이 필요한 것으로 생각된다.

물론 본 연구의 결과는 평균적인 경향

을 확인하는 것으로 모든 기업에 동일하게 적용되는 것은 아닐 것이다. 기업별, 산업별 특성에 따라 동일한 지배구조를 가지고 있더라도 다른 결과가 초래될 수 있음을 고려하여 대리인 비용을 효과적으로 통제하고 기업의 효율성을 제고할 수 있는 지배구조 설계에 대한 연구가 필요할 것이다.

참 고 문 헌

- 김용열 · 조창현 · 조명현, 「선진경제 도약을 위한 기업지배구조 개혁」, 산업연구원, 2000.
- 김용열 · 진태홍, 「기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구」, 산업연구원, 2003.
- 박경서 · 이은정 · 이인무, “국내기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구,” 「재무연구」, 제16권 제2호, 2003, pp.195~229.
- 박광우 · 박래수 · 황이석, “좋은 기업지배구조는 주주의 부를 극대화시키는가?” 기업지배구조 정책연구 세미나 발표자료, 2004.
- 박현준 · 신현한 · 최완수, “한국기업의 대리인 비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할,” 「경영학연구」, 제33권 제2호, 2004, pp.655~682.
- 신인석, 「투신사의 의결권 행사실태와 정책대응」, 정책연구시리즈 2001-02, 한국개발연구원, 2001.
- 신현한 · 이상철 · 장진호, “외부감시주체와 기업가치,” 「재무연구」, 제17권 제1호, 2004, pp.41~72.
- 연태훈 편, 「기업경영권에 대한 연구」, 연구보고서 2005-07, 한국개발연구원, 2005.
- 조성욱, 「경제위기 이후 재벌정책의 성과에 대한 실증분석」, 정책연구시리즈 2001-15, 한국개발연구원, 2001.
- Agrawal, Anup, and Charles R. Knoeber, “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, No.3, 1996, pp.377~397.
- Black, Bernard, “Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice,” *UCLA Law Review* 39, 1992.
- Black, Bernard S., Hasung Jang, Woochan Kim, and Kyung-Suh Park, “Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Time Series Evidence from Korea,” ECGI Working Paper No.103/2005, 2005.
- Black, Bernard S., Hasung Jang, and Woochan Kim, “Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence from Korea,” *Journal of Corporate Finance*, 2006a, forthcoming.
- Black, Bernard S., Hasung Jang, and Woochan Kim, “Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea,” *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2006b, forthcoming.
- Chen, R. Carl and Thomas L. Steiner, “Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking and Debt Policy and

- Dividend Policy,” *Financial Review*, Vol.34, 1999, pp.119~136.
- Core, John E., Robert W. Holthausen, and David F. Larcker, “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance,” *Journal of Financial Economics*, Vol.51, 1999, pp.371~406.
- Crutchley, Claire E. and Robert S. Hansen, “A Test for the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends,” *Financial Management*, Vol.28, No.4, 1989, pp.36~46.
- Denis, David J. and Atulya Sarin, “Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations,” *Journal of Financial Economics*, Vol.52, 1999, pp.187~223.
- Easterbrook, F., “Two Agency-Cost Explanation of Dividends,” *American Economic Review*, September 1984, pp.650~659.
- Eckbo, B. E. and S. Verma, “Managerial Shareownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.1, 1994, pp.33~62.
- Fama, E. and M. Jensen, “Agency Problems and Residual Claims,” *Journal of Law and Economics*, Vol.26, 1983, pp.327~350.
- Hermalin, Benjamin E. and Michael S. Weisbach, “The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance,” *Financial Management*, Vol.20, No.4, 1991, pp.101~112.
- Himmelberg, Charles P., R. Glenn Hubbard, and Darius Palia, “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance,” *Journal of Financial Economics*, Vol.53, 1999, pp.353~384.
- Holderness, C. G. and D. P. Sheeham, “The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations,” *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1985, pp.317~346.
- Holtz-Eakin, Douglas, Whitney Newey, and Harvey S. Rosen, “Estimating Vector Autoregressions with Panel Data,” *Econometrica*, Vol.56, No.6, 1988, pp.1371~1395.
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, and Thomas S. Zorn, “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.27, No.2, 1992, pp.247~263.
- Jensen, M., “Presidential Address: The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems,” *Journal of Finance*, Vol.48, 1993, pp.831~880.
- Jensen, Michael, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover,” *American Economic Review*, Vol.76, No.2, 1986, pp.323~329.
- Jensen, M. and W. H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol.3, 1976, pp.305~360.
- Joh, Sung Wook, “Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.68, 2003, pp.287~322.
- Kim, Wi Saeng and Eric E. Sorensen, “Evidence on the Impact of Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.21, No.2, 1986,

- pp.131~144.
- Kole, Stacey R., "Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data," *Journal of Corporate Finance*, Vol.1, 1995, pp.413~435.
- Kole, Stacey R. and Kenneth M. Lehn, "Deregulation and the Adaptation of Governance Structure: the Case of the U.S. Airline Industry," *Journal of Financial Economics*, Vol.52, 1999, pp.79~117.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, Vol.54, 1999, pp.471~517.
- Leland, Hayne E. and David H. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol.32, No.2, 1977, pp.371~387.
- McConnell, J. and H. Servaes, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt," *Journal of Financial Economics*, Vol.39, 1995, pp.131~157.
- McConnell, J. and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990, pp.595~612.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988a, pp.293~316.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, "Characteristics of Targets of Hostile Takeover and Friendly Takeover," in Alan J. Auerbach(ed.) *Corporate Takeover Causes and Consequences*, Chicago: University of Chicago Press 1988b.
- Moyer, R. Charles, Ramesh Rao, and Phillip M. Siseros, "Substitutes for Voting Rights: Evidence from Dual Class Recapitalization," *Financial Management*, Vol.21, No.3, 1992, pp.35~47.
- Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol.5, 1977, pp.147~176.
- Myers, S. C. and N. S. Majliff, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Finance*, Vol.39, 1984, pp.187~221.
- Nesbitt, Stephen L., "Long-term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the CalPERS Effect," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.6, 1994, pp.
- Noronha, Gregory M., Dilip K. Shome, and George E. Morgan, "The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions," *Journal of Banking and Finance*, Vol.20, 1996, pp.439~454.
- Rozeff, M., "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research*, Vol.5, 1982, pp.249~259.
- Scott, James H. Jr., "A Theory of Optimal Capital Structure," *Bell Journal of Economics*, Vol.7, No.1, 1976, pp.33~54.
- Shivdasani, Anil and David Yermack, "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, Vol.54, No.5, 1999, pp.1829~1853.
- Shleifer, A. and R. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political*

- Economy*, Vol.94, 1986, pp.461~488.
- Singh, Manohar and Wallace N. Davidson III, "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms," *Journal of Banking and Finance*, Vol.27, 2003, pp.793~816.
- Smith, Clifford W. Jr., and Ross L. Watts, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Financial Economics*, Vol.32, 1992, pp.263~292.
- Smith, Michael P., "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS," *Journal of Finance*, Vol.51, 1996.
- Weisbach, M., "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, pp.431~460.
- Zeckhauser, Richard J. and John Pound, "Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance," in Glenn G. Hubbard(ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, Chicago: University of Chicago Press, 1990, pp.149~180.

【부 록】

<부표 1> 기업통제장치의 상호관계(2000년)

설명변수	종속변수				
	내부자 지분	기관투자자 지분	사외이사비율	부채비율	배 당
내부자 지분		-0.777 (0.638)	-0.065 (0.062)	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.005)
기관투자자 지분	-1.331*** (0.443)		0.907** (0.362)	0.004 (0.003)	-0.101 (0.072)
사외이사 비율	-0.226* (0.144)	1.665** (0.813)		0.003 (0.004)	0.019 (0.014)
부채비율	-12.130** (6.473)	-0.187 (6.852)	3.932 (4.855)		-0.275 (2.260)
배 당	-5.494 (4.769)	-4.195 (4.718)	6.188* (3.378)	-0.689*** (0.081)	
내부자 지분 (t-1)					
기관투자자 지분(t-1)	0.694*** (0.267)		-0.464** (0.219)		0.058 (0.042)
사외이사 비율(t-1)		-0.848** (0.479)			
부채비율 (t-1)					-0.107 (1.935)
위 험	-0.003 (0.004)			0.0001 (0.0001)	-0.0001 (0.0003)
기업규모	-1.471 (1.047)	-0.693 (1.343)	0.682 (0.893)		0.040 (0.096)
R&D	0.273*** (150.689)			11.561 (3.762)	
이사회 규모	1.964 (2.284)		0.848 (1.820)		

<부표 1>의 계속

설명변수	종속변수				
	내부자 지분	기관투자자 지분	사외이사비율	부채비율	배 당
영업연수	-0.004 (0.073)		0.069 (0.060)		
최대주주		0.153 (0.108)			
상장연수		-0.155 (0.194)			
외국인 지분			-0.054 (0.078)		0.003 (0.009)
고정자산				-0.150 (0.133)	
현금흐름				0.376* (0.228)	
수익성					0.970 (1.790)
주주 수					0.059** (0.057)
매출증가율					-0.039 (0.164)
투 자					0.436 (1.187)
자산규모 더미	1.300 (4.899)	-10.673** (5.719)	4.138 (4.009)	0.098 (0.110)	-0.311 (0.377)
재벌더미	-8.746*** (2.757)	-1.182 (3.905)	1.036 (2.394)	-0.064 (0.076)	-0.162 (0.185)
관측치 수	621	621	621	621	621
p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

주: () 안은 표준오차를 나타내며, *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.

〈부표 2〉 기업통제장치의 상호관계(2001년)

설명변수	종속변수				
	내부자 지분	기관투자자 지분	사외이사비율	부채비율	배 당
내부자 지분		0.058 (0.899)	-0.235*** (0.079)	0.005*** (0.002)	0.009** (0.004)
기관투자자 지분	-2.460* (1.370)		0.330 (0.774)	0.005 (0.003)	-0.015 (0.050)
사외이사 비율	-0.370* (0.205)	-2.704*** (0.987)		0.005* (0.003)	0.009* (0.005)
부채비율	33.388*** (9.629)	6.306 (8.966)	15.629*** (5.537)		0.334 (0.717)
배 당	32.053*** (6.459)	4.841 (7.012)	15.434*** (4.015)	-0.637* (0.073)	
내부자 지분 (t-1)		-0.264 (0.705)			
기관투자자 지분(t-1)	1.136 (0.744)		-0.222 (0.413)		0.011 (0.027)
사외이사 비율(t-1)		1.442*** (0.525)			
부채비율 (t-1)					-1.112* (0.518)
위 험	0.070 (0.061)			-0.002 (0.001)	-0.0027* (0.0014)
기업규모	-0.186 (1.822)	1.949 (1.529)	1.072 (0.971)		-0.070 (0.048)
R&D	-197.712 (156.366)			1.191 (2.493)	
이사회 규모	-6.618 (4.163)		-3.577 (2.189)		
영업연수	0.065 (0.137)		0.083 (0.070)		
최대주주		0.015 (0.107)			

<부표 2>의 계속

설명변수	종속변수				
	내부자 지분	기관투자자 지분	사외이사비율	부채비율	배 당
상장연수		0.317* (0.184)			
외국인 지분			-0.138 (0.097)		0.011*** (0.004)
고정자산				-0.081 (0.130)	
현금흐름				0.080 (0.151)	
수익성					0.985** (0.512)
주주 수					0.090** (0.037)
매출증가율					-0.181 (0.110)
투 자					0.965 (0.935)
자산규모 더미	-1.886 (9.392)	17.847 (11.861)	11.778** (4.660)	0.038 (0.113)	-0.166 (0.229)
재벌더미	-2.315 (4.853)	2.692 (4.594)	2.294 (2.512)	-0.036 (0.072)	-0.098 (0.112)
관측치 수	621	621	621	621	621
p-value	0.0000	0.0063	0.0000	0.0000	0.0000

주: () 안은 표준오차를 나타내며, *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.

〈부표 3〉 기업통제장치의 상호관계(2002년)

설명변수	종속변수				
	내부자 지분	기관투자자 지분	사외이사비율	부채비율	배 당
내부자 지분		-1.503*** (0.558)	0.040 (0.084)	0.002 (0.002)	0.008* (0.005)
기관투자자 지분	-2.429** (0.959)		2.135*** (0.583)	-0.003 (0.004)	0.060 (0.063)
사외이사비율	0.192 (0.224)	-0.369 (0.401)		-0.006 (0.004)	-0.013 (0.010)
부채비율	0.460 (7.739)	-15.171*** (4.862)	5.478 (5.608)		1.092 (1.145)
배 당	13.334*** (3.793)	-6.026** (2.686)	-0.975 (2.873)	-0.443*** (0.065)	
내부자 지분 (t-1)		1.218** (0.481)			
기관투자자 지분(t-1)	1.267** (0.557)		-1.203*** (0.339)		-0.034 (0.035)
사외이사 비율(t-1)		0.171 (0.202)			
부채비율 (t-1)					-1.894** (0.909)
위 험	0.062 (0.093)			-0.004** (0.002)	-0.008** (0.004)
기업규모	2.558 (2.454)	2.844** (0.809)	-3.602** (1.638)		-0.177 (0.147)
R&D	65.305 (115.558)			-2.809 (2.134)	
이사회 규모	1.435 (4.338)		5.518* (3.097)		
영업연수	-0.144 (0.111)		0.032 (0.086)		
최대주주		0.145** (0.070)			

<부표 3>의 계속

설명변수	종속변수				
	내부자 지분	기관투자자 지분	사외이사비율	부채비율	배 당
상장연수		0.177* (0.106)			
외국인 지분			0.030 (0.108)		0.011* (0.006)
고정자산				0.365** (0.156)	
현금흐름				-0.100 (0.138)	
수익성					1.392** (0.690)
주주 수					0.007 (0.067)
매출증가율					-0.041 (0.176)
투 자					0.993 (1.071)
자산규모 더미	-13.414 (8.698)	4.953 (6.502)	14.596*** (5.606)	0.499*** (0.148)	1.049*** (0.397)
재벌더미	1.922 (5.330)	2.690 (2.487)	-6.491* (3.706)	0.027 (0.085)	-0.181 (0.282)
권축치 수	621	621	621	621	621
p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

주: () 안은 표준오차를 나타내며, *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.

〈부표 4〉 기업통제장치의 상호관계(2003년)

설명변수	종속변수				
	내부자 지분	기관투자자 지분	사외이사비율	부채비율	배 당
내부자 지분		-0.260 (0.461)	0.079 (0.099)	0.000 (0.001)	-0.001 (0.007)
기관투자자 지분	-2.459* (1.373)		3.036 (1.917)	0.000 (0.002)	-0.144 (0.127)
사외이사 비율	0.032 (0.142)	1.643*** (0.410)		-0.002 (0.002)	-0.005 (0.010)
부채비율	-16.408 (17.419)	3.773 (10.290)	-12.690 (15.707)		-2.435* (1.237)
배 당	-1.324 (6.149)	-0.441 (3.252)	-4.257 (5.299)	-0.275*** (0.025)	
내부자 지분 (t-1)		0.143 (0.381)			
기관투자자 지분(t-1)	1.141 (0.752)		-1.467 (1.037)		0.079 (0.068)
사외이사 비율(t-1)		-0.847*** (0.229)			
부채비율 (t-1)					-0.151 (0.847)
위 험	-0.073 (0.087)			-0.002*** (0.001)	-0.0083* (0.0043)
자 산	0.268 (1.705)	1.636* (0.889)	-2.432 (2.308)		0.168 (0.162)
R&D	-228.423 (110.731)			-1.887 (1.266)	
이사회 규모	1.057 (3.020)		0.023 (3.874)		
기업의 나이	-0.031 (0.092)		-0.003 (0.102)		
최대주주		0.020 (0.068)			
상장연수		0.106 (0.104)			

<부표 4>의 계속

설명변수	종속변수				
	내부자 지분	기관투자자 지분	사외이사비율	부채비율	배 당
외국인지분			0.287 (0.197)		0.003 (0.011)
고정자산				0.067 (0.075)	
현금흐름				-0.068 (0.054)	
수익성					-0.040 (0.484)
주주 수					-0.076 (0.089)
매출증가율					0.051 (0.186)
투 자					0.506 (1.413)
자산규모 더미	6.040 (9.277)	-14.909** (6.561)	12.845 (8.205)	0.326*** (0.072)	1.076** (0.460)
재벌더미	-5.157 (3.467)	-2.267 (2.894)	-0.571 (4.218)	-0.010 (0.042)	0.015 (0.241)
관측치 수	621	621	621	621	621
p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

주: () 안은 표준오차를 나타내며, *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.

<부표 5> 기업가치와 통제장치의 관계(III)

설명변수	종속변수: 토빈 Q					
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)
내부자 지분	0.0004 (0.0015)	0.0005 (0.003)			-0.001 (0.001)	-0.005*** (0.002)
내부자 지분 ²		0.000 (0.000)				0.00001*** (0.00003)
기관투자자 지분	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)			0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
사외이사비율	-0.0003 (0.001)	-0.0003 (0.001)			-0.002*** (0.0006)	-0.002*** (0.0007)
부채비율	0.682*** (0.047)	0.682*** (0.047)			0.769*** (0.029)	0.768*** (0.029)
배 당	0.077*** (0.014)	0.077*** (0.014)			0.021** (0.009)	0.020** (0.009)
내부자 지분 (t-1)	0.0001** (0.00005)	0.0001** (0.00005)	0.001 (0.001)	0.003 (0.002)	0.0001 (0.001)	0.001 (0.002)
내부자 지분 (t-1) ²				-0.00004 (0.00003)		0.000 (0.00002)
기관투자자 지분 (t-1)			0.0001 (0.001)	0.0002 (0.001)	-0.0016* (0.0009)	-0.002* (0.001)
사외이사비율 (t-1)			0.0003 (0.001)	0.0003 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
부채비율(t-1)			0.181*** (0.033)	0.182*** (0.033)	0.151*** (0.028)	0.147*** (0.028)
배당(t-1)			-0.004 (0.010)	-0.004 (0.010)	0.005 (0.009)	0.005 (0.009)
사외이사비율× 기관투자자지분					0.00008** (0.00003)	0.00008** (0.00003)
사외이사비율(t-1) × 기관투자자지분(t-1)			0.000 (0.00003)	0.000 (0.00003)	0.00006* (0.00003)	0.00006* (0.00003)
자산규모더미	0.106 (0.093)	0.107 (0.093)	-0.054 (0.155)	-0.054 (0.155)	-0.027 (0.131)	-0.029 (0.131)
관측치 수	3,105	3,105	2,484	2,484	2,484	2,484
N(T)	621(5)	621(5)	621(4)	621(4)	621(4)	621(4)
R-square	0.1081	0.1081	0.1188	0.0944	0.2958	0.3020

주: () 안은 표준오차를 나타내며, *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.

<부표 6> 기업가치와 통제장치의 관계(IV)

설명변수	종속변수: 토빈 Q					
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)
내부자 지분	0.001 (0.001)	0.005* (0.003)			-0.0001 (0.001)	-0.002 (0.002)
내부자 지분 ²		0.000 (0.000)				0.00003 (0.00002)
기관투자자 지분	-0.001 (0.002)	-0.001 (0.002)			0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
사외이사비율	0.0003 (0.001)	0.0003 (0.001)			-0.0013** (0.0007)	-0.001* (0.0006)
부채비율	0.660*** (0.046)	0.660*** (0.046)			0.764*** (0.027)	0.760*** (0.027)
배 당	0.080*** (0.014)	0.080*** (0.014)			0.021** (0.009)	0.020** (0.009)
내부자 지분 (t-1)			0.001 (0.001)	0.006*** (0.002)	0.001 (0.001)	0.004** (0.002)
내부자 지분 (t-1) ²				-0.0001*** (0.00003)		0.00004* (0.00002)
기관투자자 지분(t-1)			0.0004 (0.001)	0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
사외이사비율 (t-1)			0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.0002 (0.001)	0.0002 (0.001)
부채비율(t-1)			0.119*** (0.033)	0.118*** (0.033)	0.093*** (0.027)	0.09***1 (0.027)
배당(t-1)			0.010 (0.010)	0.011 (0.010)	0.018** (0.009)	0.018** (0.009)
사외이사비율× 기관투자자지분	0.00008 (0.00005)	0.00008 (0.00005)			0.00006* (0.00003)	0.00006* (0.00003)
사외이사비율(t-1) × 기관투자자 지분(t-1)			0.00001 (0.00004)	0.000 (0.000)	0.00005* (0.00003)	0.00005* (0.00003)
기업규모	-0.372*** (0.043)	-0.381*** (0.043)	-0.393*** (0.036)	-0.404*** (0.036)	-0.367*** (0.030)	-0.369*** (0.030)
투 자	0.331 (0.239)	0.326 (0.239)	0.084 (0.163)	0.095 (0.163)	0.091 (0.137)	0.097 (0.137)
R&D	0.178 (0.895)	0.165 (0.895)	0.763 (0.612)	0.775 (0.611)	1.204** (0.513)	1.210** (0.513)
광 고	-0.572 (1.550)	-0.628 (1.550)	-1.142 (1.120)	-1.164 (1.118)	-0.614 (0.939)	-0.613 (0.938)
영업연수	-1.357*** (0.473)	-1.357*** (0.472)	-0.018 (0.367)	-0.023 (0.366)	-0.120 (0.307)	-0.125 (0.307)
자산규모더미	0.102 (0.091)	0.105 (0.091)	0.050 (0.151)	0.052 (0.150)	0.070 (0.126)	0.069 (0.126)
관측치 수	3,105	3,105	2,484	2,484	2,484	2,484
N(T)	621(5)	621(5)	621(4)	621(4)	621(4)	621(4)
R-square	0.0198	0.0198	0.0243	0.0230	0.0481	0.0465

주: () 안은 표준오차를 나타내며, *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.