

투자자보호가 기업의 위험선호에 미치는 영향

국찬표* · 강윤식**

<요 약>

본 연구는 투자자보호가 위험선호에 미치는 영향이 성장기회에 따라 달라질 수 있음을 실증적으로 검증하는 것을 목적으로 한다. 또한 그러한 위험선호가 기업가치에 미치는 영향도 성장기회에 따라 다를 것이라는 점을 검증하고자 한다. 이러한 연구는 모든 기업에서 위험을 선호하는 것이 투자자의 이해와 일치한다는 전제에 따라 투자자보호와 위험선호 간의 관계를 일률적으로 분석한 기존연구와 달리 성장기회에 따라 투자자보호와 위험선호간의 관계가 다르다는 것을 고려한다는 점에서 차별화된다.

분석결과에 따르면 성장기회가 큰 기업의 경우에는 투자자보호 수준이 높을수록 기업의 경영위험 선호가 높아지지만, 성장기회가 낮은 기업의 경우에는 투자자보호 수준이 경영위험 선호에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 그리고 성장기회가 큰 기업에서는 경영위험 선호가 기업가치 제고에 통계적으로 유의한 양의 영향을 끼치지만, 성장기회가 낮은 기업에서는 경영위험 선호가 기업가치 제고에 미치는 영향이 작거나 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

주제어 : 투자자보호, 위험선호, 성장기회, 기업가치

논문접수일 : 2010년 04월 20일 논문최종수정일 : 2010년 06월 12일 게재확정일 : 2010년 06월 14일

* 서강대학교 경영학부 교수, E-mail : chanpyo@sogang.ac.kr

** 교신저자, 한국기업지배구조센터 수석연구원, E-mail : yskang0720@hanmail.net

I. 서 론

경영자의 사적이익 추구 행위를 통제하여 자금의 제공자인 투자자의 이익을 보호하고 극대화하는 것은 기업지배구조 분야의 중요한 이슈이다.¹⁾ 경영자의 사적이익 추구로 인한 대리인 문제는 기업의 모든 활동에서 발생할 수 있는데, 본 논문에서는 기업의 투자활동에서 나타나는 경영자의 위험선호와 관련된 대리인문제에 초점을 맞춘다. 일반적으로 기업은 지속가능한 성장과 가치창출을 도모하기 위해 지속적인 투자를 수행하게 되는데, 이때 기업의 투자는 기대수익 뿐만 아니라 항상 그에 상응하는 위험을 수반하기 때문에 기업에서는 위험을 고려한 최적의 투자정책을 수립하는 것이 중요하다. 기존 연구에 따르면 최적의 투자위험 선호 수준은 기업이 가지는 성장기회에 따라 달라질 수 있으며(Smith and Watts, 1992; Gaver and Gaver, 1993; Hutchinson and Gul, 2004), 경영자의 사적이익 추구 유인에 따라 최적의 위험선호가 왜곡될 수 있다(John, Litov, and Yeung, 2008). 기업의 왜곡된 투자위험 선호는 기업가치를 하락시켜 투자자의 이익을 훼손하기 때문에 효율적인 투자자보호 메커니즘을 통해 이를 방지하여 기업이 가지는 성장기회에 따라 최적의 투자위험을 선택할 필요가 있다.

이때 실제로 이러한 투자자보호 메커니즘이 경영자의 사적이익 추구행위를 효율적으로 통제하여 성장기회에 따라 기업이 최적의 투자위험을 선택할 수 있는가를 규명하는 것은 실증연구의 중요한 과제로 남는다. 그러나 지금까지 이에 대한 연구는 활발하게 수행되지 않았으며, 관련된 소수의 연구는 성장기회에 대한 고려 없이 단순히 투자자보호와 위험선호간의 관계에만 초점을 맞추고 있다. 이는 기업의 주요 특성인 성장기회에 따라 최적의 위험선호가 달라질 수 있다는 점을 간과하여 투자위험 선호의 가치를 모든 기업에 대해 일률적으로 적용하고 있다는 문제점이 있다. 이에 본 연구는 성장기회에 따라 최적의 위험선호 수준이 다를 수 있다는 점을 고려하여 투자자보호가 위험선호에 미치는 영향을 분석하였다는 점에서 연구의 의의가 있다.

투자자보호가 위험선호에 미치는 영향에 관한 대표적인 기존연구로 John, Litov, Yeung(2008)의 논문이 있는데, 이들의 연구에 따르면 우수한 투자자보호 수준은 경영

1) 기업의 주주들은 확정적 청구권(fixed claim)을 가진 채권자와 달리 잔여 청구권(residual claim)을 가지기 때문에 자금 제공의 대가에 대해서 그 어떤 확실한 보장도 받지 못하게 된다. 또한 주주들은 주주들로부터 경영권을 위임받은 경영자의 사적이익 추구로 인한 기업가치 훼손 부분에 대해서도 보호받기 힘들다. 이러한 점으로 인해 Shleifer and Vishny(1997)와 Scott(1988) 등은 기업지배구조의 초점을 자금의 제공자인 투자자에게 두고 있으며, 특히 보호가 취약한 주주들에게 초점을 맞추면서 기업지배구조를 투자자보호의 문제로 정의하고 있다. 따라서 투자자보호는 경영자의 사적이익 추구 행위를 통제하고 경영자의 의사결정이 기업가치 극대화를 지향하도록 규율하는 시스템으로 이해될 수 있다.

자의 사적이익 추구 유인을 완화하여 경영자의 투자위험 선호를 유인하게 되고, 그러한 투자위험 선호는 기업의 성과와도 양의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 그런데 이들의 연구에서는 기업의 투자와 관련된 연구에서 중요한 변수로 여겨지는 성장기회를 명시적으로 고려하지 않았다는 문제점이 있다. 반면 본 연구는 기업의 성장기회에 따라 최적의 위험선호 수준이 달라 질 수 있고 그로 인해 대리인문제의 양상이 다르게 나타나 투자자보호의 효과는 성장기회에 따라 상이하게 나타날 수 있음을 보여주고 있다는 점에서 기존 문헌과 중요한 차이를 보인다. Smith and Watts(1992), Gaver and Gaver(1993) 및 Hutchinson and Gul(2004)에 따르면 기업의 투자와 관련된 연구에서는 성장기회를 고려하는 것이 중요한데, 왜냐하면 기업의 투자는 기업이 가지고 있는 성장기회에 따라 투자정책의 방향과 내용이 달라질 수 있기 때문이다. 성장기회가 많은 기업들의 경우, 기업가치의 많은 부분이 미래로부터의 기대현금흐름에 의존하게 되므로 성장기회를 개발하기 위해 NPV가 양(+)인 프로젝트에 더 많이 투자할 유인을 가지게 되지만, 반면 성장기회가 적은 기업에서는 NPV가 양(+)인 프로젝트에 투자할 기회가 적기 때문에 무분별한 투자위험 선호가 이루어질 경우 오히려 기업가치를 훼손시키는 결과를 초래할 수 있다.

이와 같이 성장기회가 높고 낮음에 따라 투자위험의 선호가 기업가치에 미치는 영향이 다르게 나타난다는 것은 투자위험 선호와 관련된 경영자의 사적이익 추구 행위도 성장기회에 따라 다른 양상으로 나타날 수 있다는 점을 시사한다. 따라서 투자자보호가 투자위험 선호에 미치는 효과도 성장기회에 따라 달라 질 수 있을 것으로 예상된다. 예를 들어 성장기회가 많은 기업의 경우 적극적인 투자를 통해 성장기회를 개발하여 기업가치를 제고할 수 있지만, 성장기회에 관한 사적정보(private information)를 가지고 있는 경영자는 자신의 사적이익 추구를 위해 보수적인 투자를 수행할 수 있다. 이때 투자자보호가 우수하여 경영자의 사적이익 추구 행위를 효율적으로 모니터링할 수 있는 기업에서는 투자위험과 관련된 경영자의 사적이익 추구 행위를 통제하여 경영자로 하여금 투자위험을 선호하는 의사결정을 하도록 유인할 수 있을 것이다. 반면 성장기회가 낮은 기업의 경우에서 사적이익을 추구하고자 하는 경영자는 기업의 잉여 현금흐름을 배당을 통해 주주들에게 배분하기 보다는 NPV가 음(-)인 프로젝트에 투자를 하고자 기업의 현금흐름을 이용할 수 있다(Jensen, 1986; Shleifer and Vishny, 1989). 이 경우에는 성장기회가 많은 기업에서와 달리 투자자보호 장치가 효율적일수록 경영자의 투자위험 선호는 감소될 것으로 보여진다.

따라서 성장기회가 많은 기업에서는 투자자보호와 기업의 투자위험 선호 간에 양의 상관관계가 나타날 것으로 보이지만, 반면 성장기회가 적은 기업에서는 투자자보호와

기업의 투자위험 선호 간에 음의 상관관계가 나타날 것이라고 예상된다. 이는 투자자 보호가 내포하는 의미가 모든 기업에서 동일하게 해석되어 진다할지라도, 투자자보호 효과의 양상은 모든 기업에게서 동일하게 나타나지 않고 기업의 성장기회에 따라 다른 양상으로 나타날 수 있다는 것을 의미한다. 이러한 점은 투자자보호가 위험선호에 미치는 영향을 분석할 때 성장기회를 고려한 실증분석이 중요하다는 것을 보여준다. 이에 본 연구에서는 투자자보호와 투자위험 선호 간의 관계가 기업의 성장기회에 따라 다르게 나타날 수 있다는 가설을 세우고 이를 검증하고자 한다. 이어서 성장기회에 따른 투자위험 선호가 기업가치 및 기업성과에는 어떠한 영향을 미치는가에 대해서 분석을 수행한다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 제 II장에서는 본 연구와 관련된 기존연구를 정리하고 이와 함께 본 연구의 가설을 제시한다. 그리고 제 III장에서는 표본 및 연구모형을 설명하고 주요변수들의 기초통계량을 제시한다. 제 IV장에서는 실증분석 결과를 설명하며, 제 V장에서는 본 연구의 결론을 기술한다.

II. 기존연구 및 연구가설

1. 투자자보호가 위험선호에 미치는 영향

기업의 투자위험 선호와 관련된 대리인 문제는 경영자의 사적이익 추구 행위에 의해서 발생하게 되는데, 대리인 이론에 따르면 주주들의 대리인인 경영자는 자신에게 주어진 의사결정권한을 남용하여 주주들의 이익에 반하는 투자 의사결정을 통해 경영자 자신의 사적이익을 취할 수 있다(Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986; Stultz, 1990). 경영자가 추구하고자 하는 사적이익은 현금을 비롯한 재무적 요인과 명성, 경력관리 등 비재무적 요인으로 구분할 수 있는데, 이러한 경영자의 사적이익은 경영자의 투자의사결정 과정에서 투자위험 선택에 영향을 미칠 수 있다.

사적이익의 재무적 요인과 관련해서 경영자들이 사적으로 이용하고자 하는 기업의 현금 흐름은 경영자들을 마치 선순위 채권자(senior debtholder)처럼 보이게 만든다. 이 경우 경영자는 위험한 투자를 통해 얻는 기대 이익이 그 투자를 실시하지 않고 현재 자신이 향유할 수 있는 기업 현금흐름의 효용보다 클 경우에만 투자를 실시하고자 하여 전반적으로 투자정책은 보수적이 된다(John, Litov, Yeung, 2008). 또한 명성, 경력 관리 등 비재무적 요인을 고려하는 경영자는 위험한 투자를 감내하기 보다는 보다

안전한 투자를 선호할 것이다(Hirshleifer and Thakor, 1992). 왜냐하면 경영자들은 자신의 인적자본(human capital)을 기업에 투자하고 있어서 이에 대한 불확실성을 제거하기 위해 덜 위험한 투자안과 낮은 레버리지를 택하여 파산의 가능성을 줄이려 노력할 것이기 때문이다. 이러한 경영자의 이해관계는 채권자와 더욱 동일하게 되어 적당한 보상체계가 없다면 경영자는 낮은 위험의 투자안을 선택하여 자신의 효용을 극대화하게 되고 그 결과로 투자자들은 손실을 입게 되는 것이다(이상우, 1999).

즉 경영자는 그들의 재무적 및 비재무적 사적이익을 보호하고 향유하기 위해 위험한 투자의 기대이익이 기업가치를 제고할 수 있음에도 불구하고 보수적인 투자를 선호하고자 할 것이다. 이러한 경영자의 사적이익의 크기는 투자자보호 수준에 달려있어서, 투자자보호 수준이 높을수록 경영자에 의한 기업자원의 유용 정도는 낮아질 것이다(Shleifer and Wolfenzon, 2002). 따라서 투자자보호 수준이 높을수록 경영자의 사적이익 추구 행위는 완화 될 것이고 그 결과로 기업의 투자정책은 덜 보수적이 될 것이다.

한편 Burkart, Panunzi, and Shleifer(2003)에 따르면 투자자보호가 취약할수록 기업에 대해 완벽한 통제권을 가진 지배주주의 존재가 증가하게 되는데, 이 경우 지배주주가 전문경영인의 사적이익 추구를 효율적으로 모니터링하여 기업가치 극대화를 도모하는 주체가 된다고 한다면 투자자보호 수준과 기업의 투자위험은 음의 상관관계를 보이게 된다. 또한 이들에 따르면 투자자보호 수준이 높아질수록 경영자의 사적이익 추구행위가 감소되기 때문에, 지배주주는 전문경영인에게 경영을 맡기게 될 것이며 지배주주의 지분 또한 분산될 것이라고 한다. 만약 이런 경우라면 지배주주의 감소가 전문경영인의 위험회피에 대한 재량권을 크게 만드는 결과로 이어져 기업투자가 보수적이 될 가능성도 있다. 이때에도 투자자보호 수준과 기업의 투자위험은 음의 상관관계를 보이게 된다.

이와 같은 기존연구들은 투자자보호와 기업의 투자위험 선호 간의 관계에 대해서 일관된 설명을 보여주지 못하고 있다. 투자자보호가 우수할수록 나타나는 현상으로 인해 기업의 투자가 활성화될 수도 있고, 이와 달리 보수적이 될 수도 있다. 이와 관련하여 John, Litov, and Yeung(2008)은 투자자보호와 기업의 투자위험 선호의 관계에 대해서 상반된 가설을 세우고 실증연구를 수행하였는데, 이들의 연구결과에 따르면 투자자보호 수준이 높을수록 경영자가 높은 투자위험을 받아들여 기업가치를 증진시키는 프로젝트를 수행한다고 한다. 하지만 이들의 연구는 투자위험 선호가 투자자보호 외에도 성장기회에 따라 달라질 수 있다는 점을 고려하지 않은 문제점을 내포하

고 있다. 만약 성장기회에 따라 투자위험 선호가 달라진다고 한다면 투자자보호가 기업의 투자위험 선호에 일률적인 영향을 미친다고 한 John, Litov, and Yeung(2008)의 연구결과는 편의를 가지게 된다.

2. 성장기회에 따라 투자자보호가 위험선호에 미치는 영향

성장기회가 기업의 여러 가지 정책에 영향을 미친다는 대표적인 연구로 Smith and Watts(1992), Gaver and Gaver(1993) 및 Gul(1999)의 연구가 있다. 이들은 실증연구를 통해 재무정책, 배당정책, 보상정책 및 투자정책 등 기업의 주요 정책들이 개별 기업 별로 횡단면적인 차이를 보이는 성장기회에 따라 다르게 나타난다는 점을 보여주었다. 성장기회를 고려한 실증분석이 중요하다는 또 하나의 근거로 Hutchinson and Gul(2004)의 연구가 있다. 이들은 기업지배구조와 기업성과와의 관계가 일관되게 나타나지 않고 때로는 통계적 유의성이 약하게 나타난다는 다수의 기존연구(Core et al., 1999; Jensen and Murphy, 1990 등)에 대해서 기업의 중요한 특성인 성장기회를 고려하지 않은 문제점을 지적하였다. 이에 Hutchinson and Gul(2004)은 호주 상장기업을 표본으로 하여 성장기회를 고려한 실증분석을 수행하였는데, 이들의 연구결과에 따르면 기업통제장치가 우수하여 대리인비용이 낮은 기업에서 성장기회와 기업성과 간의 음의 관계가 더 약하게 나타났다. 이러한 결과에 대해서 이들은 기업지배구조와 기업성과 간의 관계는 기업의 성장기회에 따라 다르게 나타나고, 이는 기업지배구조의 효율성이 성장기회에 따라 다르게 나타나기 때문이라고 해석하였다.

성장기회를 고려한 이와 같은 기존의 연구는 투자자보호가 투자위험 선호에 미치는 영향이 일률적으로 나타난다는 것을 보여준 John, Litov, and Yeung(2008)의 연구결과가 편의를 가질 수 있다는 가능성을 고려하게 만든다. 만약 최적의 투자위험 선호가 기업의 성장기회(growth opportunity)에 따라 달라진다고 한다면, 위험 선호와 관련된 대리인문제도 기업의 성장기회에 따라 그 양상이 다르게 나타날 수 있어서 위험 선호와 관련된 투자자보호의 영향도 기업의 성장기회에 따라 다르게 나타날 수 있을 것으로 예상된다.

Smith and Watts(1992)에 따르면 성장기회가 많은 기업들의 경우 기업가치의 많은 부분이 미래로부터의 기대현금흐름에 의존하게 되므로, 성장기회를 개발하기 위해 더 많이 투자할 유인을 가진다고 한다. 이는 기업의 위험성을 증대시키는 투자행위가 성장기회를 많이 가진 기업들에서 더 큰 중요성을 지닌다는 점을 의미한다. 그렇다면 성장기회가 적은 기업에서의 투자위험 선호는 기업가치에 미치는 영향이 적거나 부정적

일 수 있을 것으로 기대되는데, 이와 관련하여 Shleifer and Vishny(1989)의 연구에 따르면 성장기회가 적은 기업에서는 대리인문제로 인하여 NPV가 음(-)인 프로젝트에 까지 투자하게 되는 과대투자 문제로 이어질 수 있다고 한다. 이는 기업이 가지는 성장기회의 특성에 따라 최적투자정책이 달라질 수 있고 투자위험 선호가 내포하는 의의가 다를 수 있음을 보여준다. 또한 이는 성장기회에 따라 기업의 투자위험 선호와 관련된 대리인 문제의 양상도 다르게 나타날 수 있음을 시사한다. 예를 들어 성장성이 높은 기업의 경우에 성장기회의 가치는 투자 프로젝트에 관한 사적정보를 가지고 있는 경영자의 재량적인 투자(discretionary investment)와 관련되기 때문에, 성장기회가 증가할수록 경영자 행위의 관찰가능성은 더욱 줄어들고, 또한 경영자가 사적이익을 추구하고자 하는 기회주의적인 행위(opportunistic behavior)의 유인은 증가하게 된다(Hutchinson and Gul, 2004). Gaver and Gaver(1993), Gul(1999)과 Smith and Watts(1992) 등에 따르면 이러한 기회주의적인 행동은 성장기업의 가치를 훼손하는 결과로 이어 질 수 있다.

그리고 성장기회가 적어 수익성이 높은 투자기회가 부족한 기업의 경우, 경영자는 기업의 잉여현금흐름을 배당을 통해 주주들에게 배분해야 하지만, 이와 달리 경영자는 사적이익을 향유하는 목적으로 기업의 잉여현금흐름을 유용할 수 있다(Jensen, 1986). 성장성이 낮음에도 불구하고 경영자는 사적이익을 추구하기 위해 무리하게 투자를 실시할 수도 있는데, 이 또한 기업가치를 훼손하게 되는 과대투자 문제를 야기 시키게 된다. Jensen(1986)과 Stulz(1990)에 따르면 경영자가 기업가치를 해침에도 불구하고 과대투자를 통해 최적수준 이상으로 기업규모를 팽창시키고자 하는 것은 기업규모가 클수록 경영자의 보상이 증가하고, 더 많은 명성과 권력을 얻을 수 있기 때문이다.

이와 같이 투자위험 선호와 관련된 대리인 문제의 양상이 성장기회에 따라 달리 나타날 수 있다는 것은, 성장기회에 따라 투자자보호가 투자위험 선호에 미치는 영향이 달라 질 수 있음을 시사하는 것으로 해석된다. 성장기회가 많은 기업에서는 적극적인 투자를 통해 기업가치를 증진시킬 수 있지만, 경영자는 사적이익을 추구하기 위해 가치증진 투자를 보수적으로 행하여 투자위험을 선호하지 않을 수 있다. 성장기회가 많음에도 불구하고 경영자의 사적이익 추구행위로 인한 보수적인 투자는 점진적으로 기업의 경쟁우위를 잃게 만들 수 있는데, 이때 경영자의 사적이익 추구행위를 통제할 수 있는 투자자보호의 수준이 충분히 효율적이라면 기업가치를 제고할 수 있는 기업의 투자위험 선호는 증가할 것으로 기대된다.

반면 성장기회가 적은 기업에서의 투자는 기업가치 제고를 위한 투자라기보다 경영

자 자신의 사적이익을 위하거나 또는 주주의 이익과 일치하지 않는 투자일 가능성이 높다고 볼 수 있다. 그래서 성장기회가 적은 기업에서는 경영자의 사적이익 추구로 인한 투자위험 선호가 기업가치를 훼손시키는 무리한 투자로 이어 질 수 있다. 이 경우 투자자보호 수준이 높다면 투자위험이 증가하지 않을 것이라고 예상된다. 이에 본 연구에서는 기업의 성장기회에 따라 투자자보호가 기업의 투자위험에 미치는 영향을 다를 것이라는 점을 고려하여 다음과 같은 가설을 세우고 실증분석을 수행한다.

가설 1 : 투자자보호 수준이 높고 성장기회가 높다면 기업의 투자위험은 증가할 것이다.

가설 2 : 투자자보호 수준이 높고 성장기회가 낮다면 기업의 투자위험은 증가하지 않을 것이다.

가설 3 : 성장기회가 높은 기업에서 투자위험의 증가는 기업가치 및 기업성과를 증가시킬 것이다.

가설 4 : 성장기회가 낮은 기업에서 투자위험의 증가는 기업가치 및 기업성과를 증가시키지 못할 것이다.

Ⅲ. 표본 및 연구 방법

1. 표본의 선정

자료 수집을 위하여 본 연구에서 설정한 표본기간은 2004회계연도부터 2008회계연도에 걸친 5개년이다. 표본기업은 2004회계연도를 기준으로 하여 534개사이다. 이는 2004회계연도의 전체 상장기업 664개사 중 비 12월 결산법인 77개사, 금융업종 법인 12개사, 재무자료가 이용 불가능한 기업 41개사를 순차적으로 제외한 나머지 상장기업이다. 금융업종의 경우 회계기준의 차이로 인해 각종 재무비율 등 재무적 특성이 비금융업종과 상이하여 직접적인 비교가 불가능하기 때문에 표본에서 제외하였다. 실증분석에서 활용된 표본기업의 재무자료와 지분율은 DataGuide Pro를 통해 수집하였고, 추가자료는 자본시장연구원의 KCMI-SD에서 추출하였다. 그리고 투자자보호 지표와 관련된 자료는 한국기업지배구조센터(이하 KCGS)²⁾의 ‘상장법인 기업지배구조평가’ 자료를 활용하였다.

2) 한국기업지배구조센터(Korea Corporate Governance Service)는 한국거래소, 금융투자협회, 상장회사협의회, 코스닥상장 법인협의회를 사원기관으로 하여 2002년에 설립되어 2003년부터 매년 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 전체 상장기업을 대상으로 기업지배구조평가를 실시하고 있다.

2. 변수의 정의³⁾

1) 위험선호의 측정

<표 III-1> 주요 변수들의 정의

주요 변수	정 의
IP1	투자자보호 수준을 보여주는 변수로서 표본기업의 투자자보호 수준을 측정하는 모든 지표에 대해서 우수할 경우 가중치 없이 각각 1의 값을 부여하여 이를 합산한 값임
IP2	투자자보호 수준을 보여주는 변수로서 표본기업의 투자자보호 수준을 측정하는 모든 지표에 대하여 우수할 경우 한국기업지배구조센터(CGS)의 가중치를 부여하고 이를 합산한 값
IP3	투자자보호 수준을 보여주는 변수로서 투자자보호 수준을 측정하는 모든 지표 중에 주요 지표 7개를 선별하여 우수할 경우 가중치 없이 각각 1의 값을 부여하여 이를 합산한 값임
Risk1	경영위험(operating risk)을 보여주는 변수로 fy2004부터 fy2008까지 EBITDA/총자산의 표준편차로 계산함
IRisk1	2SLS의 1단계에서 추정된 RISK1의 기댓값임
Risk1_ind	Risk1의 산업별 평균값임
RET	표본기간인 fy2004부터 fy2008까지 월별 주가수익률의 평균값으로서 주주 부의 증가를 보여줌
TobinQ	(장부가치 총부채+자기자본 시가총액)/(장부가치 총자산)으로 계산되며, 표본기간인 fy2004부터 fy2008까지 Tobin's Q의 평균값임
AAG	표본기간인 fy2004부터 fy2008동안 평균총자산증가율(Average assets growth)로서, 자료 분포의 ±1%에서 winsorize 함
ASG	표본기간인 fy2004부터 fy2008동안 평균매출액성장률(Average sales growth)로서, 자료 분포의 ±1%에서 winsorize 함
ES	이익유연화 정도를 보여주는 변수로 $\{1 - [(당기순이익_t / 총자산(t-1))의 표준편차 / (영업활동으로 인한 현금흐름_t / 총자산(t-1))의 표준편차]\}$ 로 계산됨
Size	기업규모를 보여주는 변수로 ln(총자산)으로 계산되며, fy2004에 해당하는 값임
PR	수익성을 보여주는 변수로 EBITDA/총자산으로 계산되며, fy2004에 해당하는 값으로, 자료 분포의 ±1%에서 winsorize 함
SG	성장성을 보여주는 변수로 fy2004에 해당하는 매출액성장률로서, 자료 분포의 ±1%에서 winsorize 함
Lev	레버리지를 나타내는 변수로 총부채/총자산으로 계산되며, fy2004에 해당하는 값으로, 자료 분포의 ±1%에서 winsorize 함
LSH	최대주주 및 특수관계인의 지분율을 나타내는 변수로, fy2004에 해당하는 값임
MB	투자기회 또는 성장기회를 나타내는 변수로 주식의 시장가치대 장부가치 비율(market to book ratio)이며, fy2004에 해당하는 값임
Dind	표준산업분류에 따른 산업별 더미변수임

3) 본 연구에서 사용된 주요변수들에 대한 요약된 설명은 <표 III-1>에 제시되어 있다.

경영위험 선호가 높은 기업은 현금흐름의 변동성이 클 것이기 때문에, 본 연구에서는 John, Litov, and Yeung(2008) 및 이상우(1999)의 연구와 유사하게 현금흐름의 변동성에 근거하여 경영위험 선호(operating risk taking)의 대리변수를 구하고자 하였다. 이를 위해 본 연구에서는 영업활동을 통한 기업의 현금창출 능력을 보여주는 지표인 EBITDA를 활용하여 경영위험 선호의 대리변수인 Risk1을 측정하였다. 구체적으로 Risk1은 fy2004부터 fy2008까지 5년 간 총자산 대비 EBITDA의 표준편차로 구해졌다. 이렇게 구해진 경영위험은 기업의 경영활동에 내재된 위험으로서 경영자가 투자자를 통해 통제할 수 있는 위험이다. 따라서 본 연구에서는 투자위험과 경영위험을 같은 의미의 위험으로 간주한다.

2) 투자자보호 수준의 측정

투자자보호 수준을 측정하기 위해 본 연구에서는 한국기업지배구조센터(KCGS)의 기업지배구조 평가모형을 참고하였다. KCGS는 사업보고서 및 각종 공시자료에 기초하여 매년 상장기업의 지배구조를 평가하고 있는데, KCGS의 기업지배구조 평가모형은 주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영의 과실배분과 같이 5개 부문으로 구성되어 있다. 평가모형의 5개 부문 중 특히 주주권리보호 부문은 주주권리의 보호 및 행사 편의성, 소유구조, 특수관계인과의 거래와 같이 3개의 소영역으로 구분되어 진다.

본 논문에서는 3개의 소영역 중 주주권리의 보호 및 행사 편의성을 평가하는 지표들을 투자자보호 수준을 측정하는 지표로 고려하고 있으며, 구체적인 지표는 <표 III-2>에 제시되어 있다. <표 III-2>에서 제시되고 있는 투자자보호 수준의 측정지표는 기업지배구조의 궁극적 목적인 주주의 권리와 가치를 보호하고 이를 극대화 할 수 있는 기업내부의 제반장치, 제도 및 관행에 관한 지표로서, 법적 강제사항이 아닌 기업의 자발적인 투자자보호 현황을 평가할 수 있는 지표이다.⁴⁾

본 연구에서 측정된 투자자보호 수준(investor protection)의 대리변수인 IP는 IP1과 IP2로 구분된다. IP1은 <표 III-2>에 나타나 있는 17개의 모든 지표에 대해서 우수할 경우 가중치 없이 각각 1의 값을 부여하고 취약할 경우 0의 값을 부여하여 이를 합산한 수치이다. 이와 달리 IP2는 모든 지표에 대해서 우수할 경우 KCGS의 문항별 가중

4) 국내의 많은 기존연구에서는 기업지배구조의 대리변수로 개별지표 또는 주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분 등 지배구조 전 분야를 평가하는 기업지배구조센터의 총점을 사용하였다. 이와 달리 본 연구에서 사용된 투자자보호의 대리변수는 구체적인 주주의 권리보호 제도 및 관행과 관련된 지표를 통해 산출된 지수라는 점에서 기존연구와 차별성을 보인다.

치를 부여하고 이를 합산한 값이다. 따라서 IP1과 IP2의 값이 높다는 것은 투자자보호 수준이 우수하다는 것을 의미한다. 이렇게 같은 지표에 대해 IP1과 IP2로 구분한 것은 지표에 대한 가중치에 의해서 결과가 왜곡될 수 있다는 논란을 피하기 위함이다.

<표 III-2> 투자자보호 수준의 측정 지표 : IP1, IP2

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. 기업지배구조현장을 공시하고 있는가? 2. 임직원 윤리규정을 공시하고 있는가? 3. 집중투표제를 도입하고 있는가? 4. 서면에 의한 의결권행사 제도를 도입하고 있는가? 5. 정관에 전환사채 발행한도를 명시하고 있는가? 6. 정관에 신주인수권부사채 발행한도를 명시 하고 있는가? 7. 최대주주 및 특수관계인에게 제 3자 배정 또는 사모방식으로 유상증자를 실시한 적이 있는가? 8. 최대주주 및 특수관계인에게 CB 또는 BW를 사모발행한 적이 있는가? 9. 유상증자시 신주인수권 증서의 매매를 허용하였는가? 10. 정관에서 임원해임요건을 가중하고 있는가? 11. 정관에 합병특별결의 요건의 가중규정을 도입하고 있는가? 12. 정관에 발행즉시 전환이 가능한 사모 전환우선주를 발행할 수 있도록 하는 규정이 있는가? 13. 이사사차임기제(모든 이사를 동시에 선임하지 않는 경우 포함)를 도입하고 있는가? 14. 경영권 이전시 경영진에게 지나치게 과도한 퇴직보상금을 지급하게 하는 규정을 두고 있는가? 15. 주주총회에서 주주제안의 사례여부? 16. 주주제안에 의하여 사외이사가 선임된 바가 있는가? 17. 정기주주총회 개최시 장소, 안전 등에 관한 사항을 주주총회 몇 일전에 통지하였는가? |
|--|

한편 연구의 후반부에서 수행된 강건성 검증에서는 투자자보호 수준의 대리변수로 IP3가 활용되고 있다. IP3는 IP1과 IP2로 인한 결과가 강건하다는 것을 추가적으로 보여주기 위한 하부지수로서 선별된 7개로 지표로 구성되며, 선별된 지표는 <표 III-2>에서 볼드체로 표시되어 있다. 하부지수를 구성하기 위해 기업 간 변동성이 적거나 타 질문과의 중복성이 큰 지표들은 제외하였다. 또한 투자자보호와 관련하여 지속적인 관행을 묻는 지표가 아니라 일회성 실적을 묻는 지표도 제외하였다. 이렇게 선별된 지표로 측정된 지수인 IP3는 투자자보호와 관련하여 기업간 횡단면적인 차이를 더욱 잘 설명해 주는 지수라 할 수 있다.

3) 기업가치 및 기업성과의 측정

본 연구에서는 성장기회에 따라 투자자보호가 경영위험에 미치는 영향을 분석한 이

후 그러한 경영위험이 기업가치와 기업성가에 미치는 영향을 분석한다. 이때 사용되는 기업가치의 대리변수로는 토빈 Q와 추가수익률이 사용되었다. 토빈 Q는 표본기간인 fy2004부터 fy2008까지 5년 간의 평균값이며, 추가수익률은 fy2004부터 fy2008까지 월별 추가수익률의 평균값이다. 그리고 기업성과의 대리변수는 fy2004부터 fy2008까지 5년 간의 평균총자산증가율(Average assets growth, AAG)과 평균매출액성장률(Average sales growth, ASG)로 측정하였다.

4) 통제변수의 정의

기업이익의 변동성에 근거한 경영위험은 투자 프로젝트의 근원적인 변동성(fundamental volatility)뿐만 아니라 이익유연화 동기(earnings smoothing incentives)에 의해서도 영향을 받을 수 있다(John, Litov, and Yeung, 2008). 왜냐하면 경영자는 이익조정(earnings management)을 통해 외부투자자에게 기업성가를 감출 수도 있기 때문이다(Leuz, Nanda, and Wysocki, 2003). 본 논문에서는 경영위험에 미치는 이익유연화 효과를 통제하기 위해, 총자산 대비 당기순이익의 표준편차를 총자산 대비 영업활동으로 인한 현금흐름의 표준편차로 나누어준 값으로 이익유연화를 측정하여 통제변수에 포함시켰다. 이때 총자산은 전기의 총자산을 의미한다. 이 값이 낮다는 것은 발생액 조정을 통한 이익유연화 정도가 크다는 것을 의미한다(Leuz, Nanda, and Wysocki, 2003). 본 논문에서는 해석의 용이함을 위해 1에서 이익유연화 값을 차감하여 이익유연화의 대리변수(ES)로 측정하였다. 따라서 본 논문에서 ES 값이 크다는 것은 이익유연화의 정도가 크다는 것을 의미한다.

그리고 기타 통제변수로는 이익변동의 횡단면적 요인을 설명하는 기업특성 변수로 소유구조(LSH), 기업규모(Size), 수익성(PR), 성장성(SG), 레버리지(Lev), 산업더미(Dind)를 사용하였고, 모든 통제변수는 표본기간의 처음인 fy2004의 값이다. 지배주주의 보유 지분 정도에 따라 기업의 경영의사결정이 달라질 수 있기 때문에 지배주주의 지분율이 경영위험에 미치는 영향을 통제하기 위해서 지배주주 및 특수관계인의 지분율을 통제변수에 포함하였다. 기업규모가 큰 기업은 안정적인 영업을 통해 수익성의 변동성이 상대적으로 작을 수 있다. 그래서 총자산의 자연로그 값을 기업규모의 대리변수로 사용하였다. 또한 기업의 수익성과 성장성이 투자정책에 미치는 영향을 통제하기 위해 총자산 대비 EBITDA와 매출액성장률을 통제변수에 포함하였다. 부채가 많은 기업에서는 채권자들의 영향력이 기업경영에 영향을 미칠 수 있기 때문에(Morck and Nakamura, 1999), 이를 반영하여 총자산 대비 총부채로 계산된 레버리지의 대리변수

를 통제변수에 포함하였다. 자료의 극단치가 분석에 미치는 영향을 통제하기 위하여 수익성, 성장성, 레버리지 변수는 자료분포의 $\pm 1\%$ 에서 winsorize 되었다.

3. 실증분석 모형

여기서는 본 연구의 가설을 검증하기 위한 연구모형을 John, Litov, and Yeung (2008)의 모형과 유사하게 설정하여 설명하고자 한다. 연구모형은 성장기회에 따라 투자자보호가 위험선호에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형과 성장기회에 따라 위험선호가 기업가치 및 기업성과에 미치는 영향을 분석하는 모형으로 구분된다.

먼저 가설 1과 가설 2를 검증하기 위해 성장기회 더미변수를 활용한 실증모형인 (모형 1)을 살펴보면, (모형 1)에는 기업의 성장기회에 따라 투자자보호가 기업의 투자 위험에 미치는 영향이 다를 것이라는 점을 분석하기 위해 성장기회 더미변수(DHMB)와 투자자보호 수준 변수(IP)의 교차변수(DHMB×IP)가 연구모형에 포함되어 있다. 본 논문에서는 성장기회의 대응변수로 장부가 대비 시장가 비율(market to book ratio)를 사용하였고,⁵⁾ DHMB는 시장가치대 장부가치 비율이 중앙값(median) 이상이면 1, 중앙값 미만이면 0의 값을 부여한 더미변수이다. 그리고 본 연구의 모든 모형에는 표준 산업분류에 따른 산업더미가 포함되어져 있다.

$$\begin{aligned} Risk1_i = & \alpha_1 + \alpha_2 IP_i + \alpha_3 ES_i + \alpha_4 Size_i + \alpha_5 PR_i + \alpha_6 SG_i + \alpha_7 Lev_i \\ & + \alpha_8 LSH_i + \alpha_9 MB_i + \alpha_{10} DHMB \cdot IP_i + \alpha_{11} Dind_i + \omega_i \end{aligned} \quad (\text{모형 1})$$

그리고 가설 1과 가설 2를 검증하는 다른 방법으로 전체 표본을 성장기회가 높은 기업군과 낮은 기업군으로 구분하여, (모형 1)에서 성장기회 더미변수를 제외한 모형으로 분석을 수행하였다. (모형 1)에서와 같이 성장기회를 더미변수만으로 구분할 경우 이는 다른 통제변수들의 영향력이 2개의 표본 집단(성장기회가 큰 기업과 성장기회가 작은 기업)에 동일하다는 가정이 전제된다. 하지만 2개의 표본집단에 있어서 통제변수들의 영향력이 다를 수도 있기 때문에 성장기회의 중앙값을 기준으로 전체 표본기업을 2개의 표본집단으로 분리하여 분석을 실시한 것이다.

5) Gaver and Gaver(1993)에 따르면 장부가 대비 시장가 비율이 성장기회를 측정하기 위한 대응변수로 가장 많이 사용된다. Gaver and Gaver(1993) 이후로도 장부가 대비 시장가 비율은 실증연구에서 성장기회 대응변수로 자주 사용되었다(Kallapur and Trombly, 1999; Goyal et al., 2002; Frank, 2002 등 다수).

다음으로 가설 3과 가설 4를 검증하기 위해 성장기회에 따라 기업의 위험 선호가 기업의 가치와 성과에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석하였다. 본 실증 분석에서는 기업가치 또는 기업성고가 우수한 산업이나 기업에서 위험선호가 높을 수 있기 때문에 인과관계로 인한 내생성 문제가 제기된다(John, Litov, and Yeung, 2008).⁶⁾ 따라서 본 연구에서는 1단계에서 도구변수를 이용하여 위험선호의 대리변수인 Risk1의 기대치(IRisk1)를 추정하고, 2단계에서 IRisk1이 기업가치 및 기업성고에 미치는 영향을 분석하는 2단계 최소자승법을 이용하였다.

1단계 회귀식인 (모형 2)에서는 John, Litov, and Yeung(2008)의 연구와 동일하게 Risk1의 기대치를 구하기 위하여 투자자보호 수준 변수(IP)와 함께 동일 산업 내 타기업의 위험선호 평균값(Risk1_ind)⁷⁾이 도구변수로 활용되었다. (모형 3)은 (모형 2)에서 구해진 Risk1의 기대치가 성장기회에 따라 기업가치 및 기업성고에 미치는 영향을 분석하기 위한 2단계 회귀식이다.

$$\begin{aligned} Risk1_i = & \beta_1 + \beta_2 Risk1_ind_i + \beta_3 IP_i + \beta_4 ES_i + \beta_5 Size_i \\ & + \beta_6 PR_i + \beta_7 SG_i + \beta_8 Lev_i + \beta_9 Dind_i + v_i \end{aligned} \quad (\text{모형 2})$$

$$\begin{aligned} Value(\text{or Performance})_i = & \gamma_1 + \gamma_2 IRisk1_i + \gamma_3 ES_i + \gamma_4 Size_i + \gamma_5 PR_i \\ & + \gamma_6 SG_i + \gamma_7 Lev_i + \gamma_8 MB_i + \gamma_9 DHMB \cdot IRisk1_i + \gamma_{10} Dind_i + \epsilon_i \end{aligned} \quad (\text{모형 3})$$

4. 기초통계량

<표 III-3>에서는 주요 변수들의 기초통계량이 제시되어 있다. IP1, IP2, IP3는 각각 투자자보호 수준을 보여주는 지표이다. IP1은 17점 만점에 평균 9.6199점을, IP2는 31점 만점에 평균 12.3989점을, 그리고 IP3는 7점 만점에 평균 2.6779점을 보여주고 있다.

6) 설명변수가 오차항과 독립적이지 않고 상관관계를 보일 경우, 설명변수의 내생성(endogeneity)문제가 발생하기 때문에, 일반 선형회귀식(ordinary linear regression)을 통해서 편향되지 않은 일치추정량(unbiased and consistent estimator)을 얻을 수 없다. 이 경우의 설명변수를 내생설명변수(endogenous explanatory variable)라고 한다. 설명변수의 내생성 문제는 인과관계 문제(simultaneous causality bias), 생략된 변수 문제(omitted variable bias), 변수의 측정 오차 문제(measurement errors problem) 등에 기인한다. 이러한 내생설명변수로 인한 문제는 도구변수를 통해 해결할 수 있다. 도구변수는 내생설명변수와는 상관관계가 있어야 하지만, 2단계 추정에서의 오차항과는 상관관계가 없어야 한다. 따라서 이러한 도구변수는 1단계에서 추정하고자하는 변수를 통해 2단계의 결과에 간접적으로 영향을 미치게 된다.

7) 산업 내 타기업의 위험선호는 상품시장의 경쟁으로 인해 해당기업의 위험선호에 영향을 미칠 수 있다.

<표 III-3> 주요 변수들의 기초통계량

	N	Mean	Median	Min	Max	Std
IP1	534	9.6199	9.5000	6.0000	15.0000	1.0922
IP2	534	12.3989	12.0000	6.0000	27.0000	2.4357
IP3	534	2.6779	3.0000	0.0000	6.0000	0.8582
Risk1	534	0.0426	0.0285	0.0028	1.2128	0.0661
Risk1_ind	534	0.0426	0.0387	0.0111	0.0778	0.0159
TobinQ	534	1.0341	0.9317	0.4269	3.5460	0.4343
RET	534	0.0052	0.0185	-4.7432	0.2452	0.2251
ASG	534	9.7445	8.4870	-26.3520	81.4300	15.2417
AAG	534	10.2183	8.1600	-15.7880	67.7360	13.4165
ES	534	-0.0731	0.2856	-11.5327	0.9760	1.2619
Size	534	19.3027	19.0946	14.5188	24.7994	1.5107
PR	534	8.2722	8.6504	-23.2689	30.1275	7.8453
SG	534	13.6813	10.6050	-52.6000	132.0900	25.1778
Lev	534	45.5308	45.2124	7.7311	92.1371	19.4102
LSH	534	40.2315	39.7200	0.0000	92.7100	16.5876
MB	534	0.7241	0.4853	-4.8056	8.1863	0.8246

다음으로 <표 III-4>에서는 장부가 대비 시장가 비율(market to bok ratio)로 측정 한 성장기회에 따라 그룹을 구분하여 두 그룹의 기초통계량을 보여주고 있다. 장부가 대비 시장가 비율이 중앙값 이상이면 고성장기회 기업군(High Growth)이며, 중앙값 미만이면 저성장기회 기업군(Low Growth)을 의미한다. 주요 변수들에 있어서 두 그룹 간 차이가 있는가를 살펴보기 위해 평균값에 대해서는 T-test를 그리고 중앙값에 대해서는 Wilcoxon z-test를 실시하였다. 결과에 따르면 고성장기회 기업군이 저성장기회 기업군보다 투자자보호 수준이 높은 것으로 나타났으나, 그 차이가 크지는 않았다. 경영위험을 보여주는 Risk1의 평균값은 고성장기회 기업군이 큰 것으로 나타났으나, 통계적으로 유의하지는 않아 성장기회에 따라 위험선호의 차이가 크지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 만약 성장기회에 따라 위험선호의 중요성이 다르다고 한다면, 어느 한쪽 또는 양쪽 모두에서 최적 수준의 위험선호가 아니라 위험선호와 관련된 대리인문제가 발생하고 있음을 예상케 한다. 이는 성장기회에 따라 투자자보호가 위험선호에 미치는 영향을 분석함으로써 검증할 수 있을 것으로 예상되며, 따라서 다음 장의 실증분석의 중요성이 부각된다.

<표 III-4> 주요변수들의 기초통계량 차이검정 : 고성장기회 기업군과 저성장기회 기업군의 비교
 분석에서 활용된 표본기업은 2004회계연도를 기준으로 12월 결산법인 중 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 534개 기업이다. 고성장기회 기업군(high growth)은 주식의 시장가치대 장부가치 비율 (market/book ratio)이 중앙값(median) 이상인 기업군이며, 저성장기회 기업군(low growth)은 주식의 시장가치대 장부가치 비율이 중앙값 이하인 기업군을 의미한다. 아래 표에서 성장기회의 고저에 따른 평균(mean)은 위에, 중위수(median)는 아래의 []안에 표기하였다. 평균값에 대한 차이검정은 t-검정의 t값과 p값이고, 중간값에 대한 차이검정은 Wilcoxon z-검정의 z값과 p값이다. 주요변수들에 대한 설명은 <표 III-1>에 요약되어 있다.

	High Growth (N = 267)	Low Growth (N = 267)	t value [z value]	p value
IP1	9.6704 [10.0000]	9.5693 [9.0000]	-1.0700 [0.7561]	0.2851 [0.4496]
IP2	12.6142 [12.0000]	12.1835 [12.0000]	-2.0500 [1.3752]	0.0409 [0.1691]
IP3	2.7790 [3.0000]	2.5768 [2.0000]	-2.7400 [2.6059]	0.0064 [0.0092]
Risk1	0.0438 [0.0312]	0.0415 [0.0266]	-0.4100 [1.6929]	0.6806 [0.0905]
Risk1_ind	0.0442 [0.0372]	0.0411 [0.0403]	-2.3300 [0.9386]	0.0203 [0.3479]
TobinQ	1.2225 [1.1094]	0.8458 [0.7886]	-11.1200 [13.3527]	0.0000 [0.0000]
RET	-0.0064 [0.0150]	0.0168 [0.0217]	1.1900 [-3.9943]	0.2331 [0.0001]
ASG	11.1433 [9.5880]	8.3458 [7.4880]	-2.1300 [2.1747]	0.0338 [0.0297]
AAG	12.3136 [9.8120]	8.1230 [6.7140]	-3.6500 [3.6642]	0.0003 [0.0002]
ES	0.0423 [0.3207]	-0.1885 [0.2200]	-2.1200 [1.0388]	0.0344 [0.2989]
Size	19.5761 [19.3884]	19.0292 [18.8958]	-4.2500 [3.6095]	0.0000 [0.0003]
PR	10.2145 [10.5609]	6.3299 [6.8633]	-5.9000 [6.9852]	0.0000 [0.0000]
SG	16.3099 [12.6800]	11.0527 [8.7700]	-2.4200 [2.5783]	0.0157 [0.0099]
Lev	46.6645 [45.9677]	44.3971 [45.1259]	-1.3500 [1.1437]	0.1774 [0.2527]
LSH	38.4185 [37.5900]	42.0444 [42.0200]	2.5400 [-2.6206]	0.0114 [0.0088]
MB	1.1649 [0.8832]	0.2833 [0.3150]	-14.6100 [19.9935]	0.0000 [0.0000]

IV. 실증분석 결과

1. 성장기회에 따라 투자자보호가 위험선호에 미치는 영향 분석

여기서는 가설 1과 가설 2를 검증하기 위하여 성장기회에 따라 투자자보호가 기업의 경영위험 선호에 미치는 영향을 분석한다. 이를 위해 본 연구에서는 최소자승법(ordinary least squares)을 이용하였는데, 그 결과가 <표 IV-1>에 제시되어 있다. 본 연구의 주요 설명변수인 투자자보호 수준은 두 가지 방법으로 측정되어지는데, 식 (1)과 식 (3)에서의 IP1은 투자자보호 수준을 측정하는 17개의 모든 지표에 대해 가중치를 부여하지 않고 산출한 지수이며, 식 (2)와 식 (4)에서의 IP2는 투자자보호 수준을 측정하는 모든 지표에 한국기업지배구조센터(KCGS)의 가중치를 부여하여 산출한 지수이다.

<표 IV-1>에서 식 (1)과 식 (2)는 투자자보호가 경영위험 선호에 미치는 영향을 분석한 기존연구인 John, Litov, and Yeung(2008)의 연구와 본 연구를 비교하기 위한 회귀식이다. 그리고 식 (3)과 식 (4)는 성장기회에 따라 투자자보호가 경영위험 선호에 미치는 영향이 다를 것이라는 본 연구의 가설을 검증하기 위한 회귀식으로서 성장기회 변수 및 성장기회 터미변수와 투자자보호 수준변수 간의 교차변수가 추가로 포함되어 있다.

실증분석 결과에 따르면 식 (1)의 경우 투자자보호 수준의 계수는 양의 값을 보이거나 통계적인 유의성은 다소 낮게 나타났다. 식 (2)에서는 투자자보호 수준의 계수가 양의 값을 보이며 유의수준 10%에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 이러한 결과는 기존의 연구(John, Litov, and Yeung, 2008)와 비교해 보았을 때, 계수의 부호는 일치하나 통계적인 유의성은 다소 떨어진 결과이다.

식 (1)과 식 (2)의 결과가 기존연구와 다소 차이를 보이는 원인을 분석하기 위해 본 연구에서는 성장기회를 고려한다. 기존연구에서 알 수 있듯이 성장기회가 큰 기업의 경우에 사적이익을 추구하고자 하는 경영자는 보수적인 투자정책을 취할 수 있고, 그러한 정책은 기업의 성장을 느리게 하며 이와 관련된 기회비용은 곧 투자자의 몫이 된다. 반면 성장기회가 낮은 경우에 과도한 투자위험 선호는 오히려 기업의 성장을 저해할 수 있고 이러한 비용 또한 투자자의 몫이 된다. 이와 같이 성장기회에 따라서 위험선호와 관련된 대리인 문제의 양상은 달리 나타나지만, 공통적인 것은 최적이 아닌 투자정책을 통해 경영자는 사적이익을 취할 수 있고 투자자는 그에 대한 비용을 지불한다는 것이다.

<표 IV-1> 성장기회에 따라 투자자보호 수준이 위험선호에 미치는 영향

분석에서 활용된 표본기업은 2004회계연도를 기준으로 12월 결산법인 중 금융업종과 재무자료가 이용불가
 능한 기업을 제외한 534개 기업이며 표본기간은 fy2004부터 fy2008까지 5년 간이다. 주요변수들에 대한 설
 명은 <표 III-1>에 요약되어 있다. 모든 모형에는 산업더미가 포함되어 있다. 괄호안의 수치는 t값을 의미
 하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	식 (1)	식 (2)	식 (3)	식 (4)
Intercept	0.2587*** (4.47)	0.2703*** (4.92)	0.3427*** (5.16)	0.3105*** (5.34)
IP1	0.0037 (1.41)		-0.0039 (-0.97)	
IP2		0.0022* (1.81)		-0.0008 (-0.42)
ES	-0.0046** (-2.07)	-0.0046** (-2.09)	-0.0046** (-2.07)	-0.0048** (-2.16)
Size	-0.0068*** (-3.18)	-0.0071*** (-3.30)	-0.0077*** (-3.60)	-0.0076*** (-3.54)
PR	-0.0008** (-2.00)	-0.0008** (-2.02)	-0.0010** (-2.27)	-0.0010** (-2.29)
SG	0.0001 (0.59)	0.0001 (0.62)	0.0001 (0.65)	0.0001 (0.65)
Lev	0.0003* (1.84)	0.0003** (1.83)	0.0003 (1.71)	0.0003 (1.69)
LSH	-0.0002 (-0.97)	-0.0002 (-0.94)	-0.0001 (-0.64)	-0.0001 (-0.65)
MB			-0.1214** (-2.39)	-0.0523* (-1.74)
DHMB×IP1			0.0134*** (2.54)	
DHMB×IP2				0.0048** (2.01)
산업더미	included	included	included	included
IP+DHMB*IP			0.0095***	0.0040***
F-value	4.18***	4.27***	4.20***	4.12***
adj R2	0.0872	0.0895	0.0975	0.0953
N	534	534	534	534

본 연구는 위험선호와 관련하여 성장기회가 높고 낮음에 따라 각기 다른 모습으로 나타나는 대리인 문제를 투자자보호 장치의 개선을 통해 완화 시킬 수 있다고 가정하고 있다. 즉 우수한 투자자보호는 성장기회가 큰 기업의 경우 경영자의 투자위험 선호를 유도할 수 있으며, 반면 성장기회가 적은 기업의 경우에는 경영자의 투자위험 선호를 감소시킬 것으로 예상하고 있다. 이러한 가정은 성장기회에 따라 투자자보호 장치가 기업의 투자위험 선호에 미치는 영향이 다를 것이라는 점을 의미하고, 이는 성장기회에 따라서 경영위험 선호에 미치는 투자자보호의 영향이 다를 수 있다는 점을 간과하고 분석을 수행한다면 투자자보호의 효과가 희석될 수 있다는 점을 시사한다.

이러한 가설이 성립한다고 가정한다면 식 (1)과 식 (2)의 결과는 성장기회에 따라 경영위험에 영향을 미치는 서로 다른 투자자보호의 효과가 상쇄되어 나타난 결과라 할 수 있다. 이 점을 고려하여 식 (3)과 식 (4)에서는 성장기회 더미변수와 투자자보호의 교차변수(DHMB*IP)를 추가하여 분석을 수행하였다. 분석 결과에 따르면 식 (3)과 식 (4)에서 성장기회와 투자자보호의 교차변수 모두 양의 값을 가지며 각각 유의수준 1%, 5%에서 통계적으로 유의하게 나타나고 있다. 그리고 성장기회가 큰 경우 투자자보호가 기업의 투자위험 선호에 미치는 총효과(IP1+DHMB*IP1, IP2+DHMB*IP2) 또한 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양의 값으로 나타났다. 하지만 성장기회가 낮은 경우에 투자자보호가 경영위험 선호에 미치는 영향의 경우 계수 값(IP1, IP2의 계수 값)이 통계적으로 유의하지는 않지만 음으로 나타났다.

이러한 결과는 성장기회에 따라 투자자보호가 기업의 경영위험 선호에 미치는 영향이 다를 것이라는 앞서 언급된 가설을 지지하는 것이다. 가설 1과 같이 성장기회가 큰 기업의 경우에는 투자자보호 수준이 높을수록 기업의 경영위험 선호가 높아지지만, 성장기회가 낮은 기업의 경우에는 가설 2와 같이 투자자보호 수준이 경영위험을 선호하게 하지 않는다는 것을 의미한다. 요컨대 분석 결과는 성장기회가 높고 낮음에 따라 경영자의 위험선호와 관련된 대리인 문제의 양상이 다르게 나타남에도 불구하고, 모든 경우에서 우수한 투자자보호 메커니즘은 대리인문제를 완화시켜 투자자의 이익을 제고시킬 수 있는 것으로 해석된다.

한편 2개의 표본집단에 있어서 통제변수들의 영향이 다를 수도 있기 때문에 성장기회를 기준으로 표본집단을 2개로 구분한 분석을 실시하였다. <표 IV-2>에 제시되어 있는 실증분석 결과에 따르면 투자자보호의 대리변수인 IP1과 IP2의 경우 고성장기회 기업군을 분석한 식 (1)과 식 (2)에서는 5%의 유의수준에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보여 가설 1을 지지하는 결과를 보였다. 하지만 저성장기회 기업군을 분석한 식 (3)

과 식 (4)에서는 통계적으로 유의하지는 않으나 음의 값을 보여 가설 2를 지지하는 것으로 나타났다. 이는 성장기회를 더미변수로 하여 전체표본을 대상으로 분석한 앞의 <표 IV-1>의 결과와 일치하여 분석결과의 강건성을 보여준다.

<표 IV-2> 투자자보호 수준이 위험선호에 미치는 영향 : 고성장기회 기업군과 저성장기회 기업군의 비교

분석에서 활용된 표본기업은 2004회계연도를 기준으로 12월 결산법인 중 금융업종과 재무자료가 이용불가능한 기업을 제외한 534개 기업이며 표본기간은 fy2004부터 fy2008까지 5년 간이다. 고성장기회 기업군(high growth)은 주식의 시장가치대 장부가치 비율(market/book ratio)이 중앙값(median) 이상인 기업군이며, 저성장기회 기업군(low growth)은 주식의 시장가치대 장부가치 비율이 중앙값 이하인 기업군을 의미한다. 주요변수들에 대한 설명은 <표 III-1>에 요약되어 있다. 모든 모형에는 산업더미가 포함되어 있다. 괄호 안의 수치는 t값을 의미하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다. 종속변수는 Risk1(경영위험)이다.

	High Growth		Low Growth	
	식 (1)	식 (2)	식 (3)	식 (4)
Intercept	0.1277 (1.23)	0.1568 (1.56)	0.3462*** (5.45)	0.3121*** (5.31)
IP1	0.0095** (2.18)		-0.0045 (-1.52)	
IP2		0.0042** (2.22)		-0.0009 (-0.63)
ES	-0.0079 (-1.44)	-0.0085 (-1.55)	-0.0050*** (-2.68)	-0.0051*** (-2.72)
Size	-0.0084*** (-2.48)	-0.0084*** (-2.5)	-0.0069*** (-2.7)	-0.0068*** (-2.63)
PR	-0.0001 (-0.2)	-0.0001 (-0.14)	-0.0021*** (-4.37)	-0.0021*** (-4.4)
SG	-0.0001 (-0.64)	-0.0001 (-0.62)	0.0002* (1.74)	0.0002* (1.63)
Lev	0.0000 (0.12)	0.0000 (0.16)	0.0006*** (3.67)	0.0006*** (3.61)
LSH	-0.0002 (-0.7)	-0.0002 (-0.72)	0.0001 (0.73)	0.0001 (0.79)
산업더미	included	included	included	included
F-value	1.87**	1.88**	6.94***	6.76***
adj R2	0.0495	0.0502	0.2508	0.2451
N	267	267	267	267

2. 성장기회에 따라 위험선호가 기업가치 및 기업성과에 미치는 영향 분석

본 장에서는 앞서 분석한 경영위험 선호가 성장기회에 따라 기업가치 및 기업성과에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석하여 가설 3과 가설 4를 검증한다. John, Litov, and Yeung(2008)에 따르면 경영위험은 기업가치(또는 기업성과)가 높은 기업들에서 선호될 수 있기 때문에 경영위험선호와 기업가치(또는 기업성과)사이에는 인과관계가 있을 수 있어서, 위험선호 변수는 내생변수로 인식된다. 따라서 경영위험선호 변수의 내생성으로 인해 OLS(ordinary linear regression)로는 편향되지 않은 일치추정량을 구할 수 없기에 본 연구에서는 기존연구와 같이 2단계 최소자승법을 통해 모형을 추정한다. 경영위험 선호의 대리변수인 Risk1의 기대치를 구하기 위해 사용된 도구변수로는 John, Litov, and Yeung(2008)의 연구에서와 같이 투자자보호 수준(IP)과 동일 산업 내 타기업의 투자위험 선호의 평균값(Risk1_ind)이 활용되었다.⁸⁾ 투자자보호 수준은 선행된 분석에서 알 수 있듯이 경영위험선호에 영향을 미치고 있고, 산업 내 타기업의 위험선호는 상품시장의 경쟁으로 인해 해당기업의 위험선호에 영향을 미칠 수 있다.

2SLS를 통해 분석한 2단계 회귀식의 결과가 <표 IV-3>과 <표 IV-4>에 제시되어 있다.⁹⁾ 식 (1)과 식 (2) 및 식 (5)와 식 (6)은 추정된 경영위험선호(IRisk1)가 기업가치 및 기업성과에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 그리고 식 (3)과 식 (4) 및 식 (7)과 식 (8)에는 성장기회에 따라 경영위험 선호가 기업가치에 미치는 영향이 다를 것이라는 가설을 검증하기 위하여 성장기회 더미변수와 경영위험선호 변수간의 교차변수(DHMB*IRisk1)를 추가하였다. 식 (1), 식 (3), 식 (5), 식 (7)에서는 도구변수로 사용된 투자자보호 수준이 IP1이며, 식 (2), 식 (4), 식 (6), 식 (8)에서는 IP2가 도구변수로 활용되었다.

<표 IV-3>에서는 성장기회에 따라 경영위험 선호가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 실증결과가 제시되어 있는데, 기업가치를 나타내는 종속변수로 식 (1)~식 (4)에서는 토빈의 큐(Tobin's Q)가 사용되었고, 식 (5)~식 (8)에서는 주가수익률(RET)이 이용되었다. 우선 토빈의 큐가 기업가치의 대리변수로 사용된 식 (1)~식 (4)를 살펴보면 식 (1)과 식 (2)에서 추정된 경영위험인 IRisk1은 유의수준 1%에서 통계적으로 유

8) 2단계 최소자승법 분석에서는 도구변수의 선택이 중요한 문제인데, 본 연구에서는 2개의 도구변수로 인한 과대식별(over-identification) 문제를 보완하기 위하여 동일 산업 내 타기업의 투자위험 선호의 평균값(Risk1_ind)만을 도구변수로 한 분석도 수행하였다. 분석결과는 본문에 제시된 결과와 일관되게 나타났다.

9) 경영위험선호 변수를 추정하기 위한 1단계 회귀식의 결과는 지면의 제약으로 인해 제시하지 않는다.

<표 IV-3> 성장기회에 따라 위험선호가 기업가치에 미치는 영향 (2SLS)

분석에서 활용된 표본기업은 2004회계연도를 기준으로 12월 결산법인 중 금융업종과 재무자료가 이용불가
 능한 기업을 제외한 534개 기업이며 표본기간은 fy2004부터 fy2008까지 5년 간이다. 주요변수들에 대한 설명
 명은 <표 III-1>에 요약되어 있다. 모든 모형에는 산업더미가 포함되어 있다. 괄호안의 수치는 t값을 의미
 하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	Second-Stage Regressions				Second-Stage Regressions			
	Tobin's Q				RET			
	식 (1)	식 (2)	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (6)	식 (7)	식 (8)
Intercept	-0.7341 (-1.18)	-0.7718 (-1.29)	-0.1574 (-0.29)	-0.1487 (-0.28)	-0.0732 (-0.21)	-0.0805 (-0.24)	-0.1831 (-0.55)	-0.1897 (-0.59)
IRisk1	7.5230*** (3.92)	7.6613*** (4.22)	4.6350*** (2.65)	4.5930*** (2.76)	1.1368 (1.05)	1.1636 (1.14)	1.0873 (1.04)	1.1029 (1.10)
ES	0.0206 (1.24)	0.0212 (1.30)	-0.0018 (-0.12)	-0.0021 (-0.14)	0.0099 (1.06)	0.0100 (1.09)	0.0142 (1.60)	0.0142 (1.62)
Size	0.0531*** (3.03)	0.0539*** (3.15)	0.0335** (2.15)	0.0334** (2.19)	-0.0045 (-0.46)	-0.0043 (-0.45)	0.0040 (0.42)	0.0041 (0.45)
PR	0.0101*** (3.26)	0.0102*** (3.35)	0.0029 (1.03)	0.0029 (1.04)	0.0008 (0.45)	0.0008 (0.47)	0.0031* (1.86)	0.0031* (1.89)
SG	0.0009 (1.23)	0.0009 (1.22)	0.0014** (2.05)	0.0014** (2.06)	0.0002 (0.58)	0.0002 (0.58)	0.0000 (-0.12)	0.0000 (-0.13)
Lev	0.0026** (2.28)	0.0025** (2.28)	0.0018* (1.75)	0.0018* (1.80)	-0.0010 (-1.53)	-0.0010 (-1.57)	-0.0007 (-1.15)	-0.0007 (-1.18)
MB			0.2051*** (8.8)	0.2042*** (8.77)			-0.1112*** (-7.96)	-0.1116*** (-7.99)
DHMB×IRisk1			2.3075*** (3.00)	2.2927*** (3.00)			1.4076*** (3.06)	1.4066*** (3.07)
산업더미	included	included	included	included	included	included	included	included
IRisk1+DHMB *IRisk1			6.9425***	6.8857***			2.4949**	2.5095***
F-value	7.33***	7.53***	16.89***	17.02***	1.18	1.20	4.94***	4.99***
adj R2	0.1513	0.1552	0.3363	0.3381	0.0051	0.0055	0.1117	0.1129
N	534	534	534	534	534	534	534	534

의한 양의 값을 보여, 경영위험 선호가 기업가치를 증진시킨다는 것을 시사하고 있다.
 그리고 성장기회 더미변수와 경영위험선호 변수간의 교차변수(DHMB*IRisk1)가 포함
 된 식 (3)와 식 (4) 모두에서 교차변수는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양을 값

을 보여 주었다. 이는 성장기회가 큰 기업에서의 경영위험 선호가 기업가치 제고에 미치는 효과가 더 크다는 것을 보여주고 있다. 또한 성장기회가 큰 기업에서 경영위험선호가 기업가치 제고에 미치는 총 효과 또한 1% 유의수준에서 유의하게 나타나고 있다.

다음으로 기업가치를 보여주는 대리변수로 주가수익률이 활용된 식 (5)~식 (8)에서는 식 (5)와 식 (6)에서 IRisk1이 양의 값을 보이거나 통계적으로 유의하게 나타나지는 않았다. 그러나 성장기회와 경영위험선호의 교차변수(DHMB*IRisk1)가 추가된 식 (7)과 식 (8)에서는 교차변수가 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보여주고 있다. 또한 성장기회가 큰 기업에서 경영위험선호가 기업가치 제고에 미치는 총효과 또한 유의하게 나타나고 있다. 반면 식 (7)과 식 (8)에서 성장기회가 낮은 기업에서 경영위험선호가 기업가치 제고에 미치는 영향을 보여주는 IRisk1의 변수는 양의 값을 보이거나 통계적으로 유의하게 나타나지는 않았다. 이러한 결과는 경영위험 선호가 성장기회가 큰 기업에서는 기업가치를 제고시키는 역할을 하지만, 성장기회가 작은 기업에서는 경영위험이 기업가치에 유의한 영향을 끼치지 않는 것으로 해석된다.

<표 IV-3>의 결과를 종합해 보면 경영위험 선호는 성장기회가 큰 기업에서는 기업가치 제고에 유의한 영향을 끼치지만, 성장기회가 작은 기업에서는 기업가치 제고에 미치는 영향이 작거나 영향을 미치지 않는 것으로 해석할 수 있다.

한편 <표 IV-4>에서는 경영위험 선호가 기업성장에 미치는 영향에 대한 분석이 제시되어 있다. 종속변수인 기업성장의 대리변수로 식 (1)~식 (4)에서는 표본기간 5년 동안의 평균매출액성장률(Average sales growth, ASG)이, 식 (5)~식 (8)에서는 표본기간 5년 동안의 평균총자산증가율(Average assets growth, AAG)이 사용되었다. <표 IV-4>의 분석결과는 <표 IV-3>의 분석결과와 유사하다.

<표 IV-3>과 <표 IV-4>에서 제시되고 있는 실증분석 결과는 경영위험 선호가 기업성과 제고에 일률적인 영향을 미친다는 기존연구(John, Litov, Yeung, 2008)와 중요한 차이점을 보이고 있는데, 본 연구의 결과는 성장기회에 따른 기업특성에 따라 경영위험선호가 기업가치 및 기업성장에 미치는 영향이 다를 수 있다는 점을 시사하고 있다.¹⁰⁾

10) 본 연구에서는 <표 IV-2>에서와 같이 성장기회가 큰 기업과 작은 기업에 따라 표본을 구분하여 경영위험이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였지만 지면의 제약으로 인해 본문에 제시하지는 않는다. 표본을 구분하여 분석한 결과 성장기회가 높은 기업군의 경우에는 IRisk1의 계수값이 각각 유의수준 5%, 1%에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보여주어 가설 3을 지지하는 결과를 보였고, 성장기회가 낮은 기업군의 경우에는 IRisk1의 계수값이 양의 값을 보이거나 통계적으로 유의하게 나타나지는 않아 가설 4를 지지하는 결과를 보였다. 이러한 결과는 전체표본을 대상으로 성장기회 더미변수를 활용하여 분석한 앞의 <표 IV-3>과 <표 IV-4>의 결과와 전체적인 맥락에서 일관된다고 볼 수 있다.

<표 IV-4> 성장기회에 따라 위험선호가 기업성과에 미치는 영향 (2SLS)

분석에서 활용된 표본기업은 2004회계연도를 기준으로 12월 결산법인 중 금융업종과 재무자료가 이용불가
 능한 기업을 제외한 534개 기업이며 표본기간은 fy2004부터 fy2008까지 5년 간이다. 주요변수들에 대한 설
 명은 <표 III-1>에 요약되어 있다. 모든 모형에는 산업더미가 포함되어 있다. 괄호안의 수치는 t값을 의미
 하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	Second-Stage Regressions				Second-Stage Regressions			
	ASG				AAG			
	식 (1)	식 (2)	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (6)	식 (7)	식 (8)
Intercept	-4.8300 (-0.21)	-7.6061 (-0.34)	-0.8714 (-0.04)	-3.1243 (-0.14)	-0.4088 (-0.02)	-4.1844 (-0.21)	8.2586 (0.41)	5.2173 (0.27)
IRisk1	80.5506 (1.13)	90.6892 (1.34)	41.8279 (0.57)	49.8832 (0.71)	104.1599* (1.67)	117.9483** (1.99)	54.4992 (0.86)	65.9803 (1.09)
ES	2.1791*** (3.52)	2.2262*** (3.64)	2.0238*** (3.24)	2.0572*** (3.34)	2.0808*** (3.84)	2.1449*** (4.02)	1.7407*** (3.24)	1.7910*** (3.37)
Size	-0.2713 (-0.41)	-0.2094 (-0.33)	-0.2504 (-0.38)	-0.2006 (-0.31)	-0.2985 (-0.52)	-0.2142 (-0.38)	-0.5471 (-0.96)	-0.4815 (-0.87)
PR	0.0421 (0.39)	0.0497 (0.46)	0.0203 (0.18)	0.0268 (0.25)	0.0983 (1.03)	0.1087 (1.16)	0.0058 (0.06)	0.0147 (0.16)
Lev	0.0422 (1)	0.0390 (0.93)	0.0406 (0.96)	0.0382 (0.92)	0.0238 (0.64)	0.0194 (0.53)	0.0129 (0.35)	0.0097 (0.27)
MB			-0.9069 (-0.93)	-0.9212 (-0.94)			2.3101*** (2.74)	2.3111*** (2.74)
DHMB×IRisk1			73.4807** (2.27)	72.5500** (2.25)			55.0402** (1.98)	52.8473* (1.90)
산업더미	included	included	included	included	included	included	included	included
IRisk1+DHMB *IRisk1			115.3086	122.4332*			109.5394*	118.8276**
F-value	2.45***	2.49***	2.48***	2.51***	2.93***	3.02***	4.01***	4.05***
adj R2	0.0368	0.0377	0.0427	0.0434	0.0483	0.0504	0.0830	0.0840
N	534	534	534	534	534	534	534	534

6. 강건성 검증

여기서는 앞서의 실증검증이 강건하다는 것을 보여주기 위해 다음과 같은 분석을
 추가로 수행한다. 첫째 종속변수인 경영위험의 측정변수로 산업조정위험을 사용하여
 분석한다. 기업별로 총자산 대비 EBITDA의 표준편차로 측정된 경영위험은 산업별
 특수성이 반영되어 있지 않다. 투자지출이 큰 산업의 경우에는 경영위험이 자연히 클

수 있기 때문에, 본고에서는 이러한 점을 반영하여 산업조정된 경영위험을 이용한 분석을 추가로 수행한다. 산업조정 경영위험은 각 연도별로 EBITDA/Assets의 산업평균값을 해당기업의 EBITDA/Assets에 차감하여 그 값의 5년 간 표준편차로 구한다.

둘째 투자자보호 수준의 대리변수로 지표를 다르게 구성하여 산출된 또 다른 지수(IP3)를 사용한다. 17개 지표로 지수를 산출한 IP1과 IP2의 경우 지표선정의 문제점으로 인해 결과가 왜곡되었을 가능성도 있다. 따라서 선별된 7개 지표로 산출된 지수를 투자자보호 수준의 대리변수로 사용하여 분석을 수행한다.

셋째 통제변수로 이사회 특성 변수를 추가하여 분석한다.¹¹⁾ 이사회는 경영자를 감시·감독하는 역할을 하며 또한 투자계획 등 주요 경영 의사결정을 수행한다. 따라서 이사회의 특성은 기업의 경영위험 선호에도 영향을 미칠 수 있다. 이러한 점을 고려하여 본 연구에서는 대표이사와 이사회 의장의 분리여부(Duality), 이사회 규모(Board Size), 사외이사의 비율(Independent Borad), 사외이사후보추천위원회의 설치 여부(Nomination Committee), 보상위원회의 설치 여부(Compensation Committee), 감사위원회의 설치 여부(Audit Committee)를 이사회 특성으로 간주하고 모형에서 통제한다. Duality는 대표이사와 이사회 의장이 분리된 경우 1, 그렇지 않은 경우 0을 부여한 더미변수이며, Board Size는 이사회를 구성하는 이사의 수이고, Independent Borad는 사외이사 비율이 50% 이상이면 1, 50% 미만이면 0이 부여된 더미변수이다. Nomination Committee, Compensation Committee, Audit Committee는 각각의 위원회가 설치된 경우 1, 그렇지 않은 경우 0이 부여된 더미변수이다. 그리고 이사회의 전반적인 효율성을 통제하기 위하여 한국기업지배구조센터의 지배구조 평가모형에서 이사회부문의 총점을 통제변수로 추가한 분석도 수행한다.

넷째 경영자의 능력을 보여주는 대리변수를 통제변수에 추가하여 분석한다. 유능한 경영자는 자신의 명성과 직위 유지를 위해 NPV가 0이상인 투자에 적극적으로 투자하여 기업가치를 제고하고자 할 것이다. 따라서 경영자의 능력은 기업의 경영위험선호에 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상되기에 투자자보호가 경영위험선호에 미치는 효과와 구분하기 위해 경영자 능력 변수를 통제변수에 추가하여 분석을 수행한다. 산업의 특성으로 인한 성과는 경영자의 통제에 의한 것이 아니며, 산업평균 대비 낮은 성과를 보이는 경우 경영자 교체를 유발하기 때문에 경영자 능력의 대리변수로 과거 3

11) 세 번째, 네 번째, 다섯 번째의 이슈는 생략된 변수 문제(omitted variables problem)로 인한 내생성 문제를 확인하기 위한 것이다. 이를 위해 경영위험 선호에 영향을 미칠 가능성이 있는 변수들을 통제변수로 추가하여 앞의 결과가 생략된 변수들에 의해 영향을 받는지를 검증한다.

년 간 산업조정된 영업이익증가율을 사용한다(Morck, Shleifer, and Vishny, 1990; Masulis, Wang, and Xie, 2007).

다섯째 기업특성 변수로 기관투자자가 미치는 영향력, 정부의 영향력, 재벌여부 변수를 통제변수에 추가하여 분석한다. 기관투자자는 소액 투자자에 비해 정보수집 능력이 우수하고 투자금액이 커서 기업의 경영에 영향력을 행사할 능력과 유인을 가지고 있다. 따라서 기업에 투자한 기관투자자 지분율이 10% 이상인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0을 부여한 더미변수를 모형에 추가한다. 정부는 경제의 안정성과 지속적인 고용 유지를 원할 수 있다(Fogel, Morck, and Yeung, 2008). 따라서 정부의 영향력이 미치는 기업의 경우에는 투자가 보수적이 될 수 있다. 이러한 점을 고려하여 공기업 또는 정부의 지분이 투자되고 있는 기업의 경우 1, 그렇지 않은 경우 0을 부여한 더미변수를 모형에 통제변수로 추가한다. 그리고 재벌에 속한 기업들은 독립적으로 경영되지 못하고 당해 기업 주주들의 이익이 아니라 전체 재벌그룹의 이익 또는 최대주주 일가의 이익을 극대화하기 위하여 경영될 수 있다. 이러한 재벌의 관행은 기업의 투자 정책에 영향을 미칠 것이다. 이 점을 반영하기 위하여 재벌일 경우 1, 그렇지 않은 경우 0을 부여한 더미변수를 통제변수에 추가한다.

마지막으로 성장기회 대리변수를 개별 기업의 시장가치 대 장부가치 비율로 측정하지 않고, 기업이 속한 산업별 평균값을 해당기업의 성장기회 대리변수로 측정하여 분석을 수행한다. 또한 성장기회가 높고 낮음을 시장가치 대 장부가치 비율의 중앙값으로 구분하지 않고 상위 20%와 하위 20%로 구분한 분석도 수행한다. 이상과 같은 강건성 분석을 통한 결과는 앞서 제시된 본 연구의 주된 결과와 일관되게 나타났다. 따라서 상기의 여섯 가지 이슈에 의해 본 연구의 결과가 왜곡되지 않았다는 것을 알 수 있다.

V. 결 론

본 논문에서는 투자자보호가 위험선호에 미치는 영향이 성장기회에 따라 달라질 수 있음을 실증적으로 검증하는 것을 목적으로 하였다. 그리고 그러한 위험선호가 기업 가치(또는 기업성과)에 미치는 영향도 성장기회에 따라 다를 것이라는 점을 검증하고자 하였다.

분석결과에 따르면 본 연구의 가설과 같이 성장기회가 큰 기업의 경우에는 투자자보호 수준이 높을수록 기업의 경영위험 선호가 높아지지만, 성장기회가 낮은 기업

의 경우에는 투자자보호 수준이 경영위험 선호에 영향을 미치지 않거나 적어도 경영위험을 선호하게 하지는 않는 것으로 나타났다. 그리고 성장기회가 큰 기업에서는 경영위험 선호가 기업가치 제고에 통계적으로 유의한 양의 영향을 끼치지만, 성장기회가 낮은 기업에서는 경영위험 선호가 기업가치 제고에 미치는 영향이 작거나 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

본 연구는 기업에 있어서 최적의 투자위험 수준은 성장기회와 같은 기업특성에 따라 결정되어 저야함을 보여준다. 또한 본 연구는 동일한 이슈에 대해 대리인 문제의 양상이 기업마다 상이하게 나타날 수 있고 따라서 투자자의 이익을 보호하고 제고하기 위한 투자자보호 메커니즘의 효과가 모든 기업에서 동일한 양상으로 나타나지 않고 기업특성에 따라 그 양상이 달리 나타날 수 있다는 점을 시사하고 있다. 이는 기업 지배구조 분야의 연구에서 우수한 기업지배구조의 효과가 모든 기업에서 동일하게 나타나지 않고 기업특성에 따라 다르게 나타날 수 있다는 점을 고려하여 연구를 수행해야 한다는 점을 보여준다. 그리고 본 연구는 기업특성에 따라 우수한 투자자보호가 기업가치 또는 기업성과 제고에 어떻게 기여하는지에 대한 새로운 근거를 제시하여 투자자보호의 필요성을 재확인하였다는 점에서 기업지배구조 분야의 연구에 기여하고 있다.

참 고 문 헌

- 이상우, “경영자의 지분률과 투자안에 대한 위험선호유인”, 재무연구, 1999, 103-127.
- Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer, “Family firms,” *Journal of Finance*, 58, (2003), 2167-2201.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larker, “Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance,” *Journal of Financial Economics*, 51, (1999), 371-406.
- Fogel, K., R. Morck, and B. Yeung, “Big business stability and economic growth : Is what’s good for General Motors good for America?,” *Journal of Financial Economics*, 89, (2008), 83-108.
- Frank, K., “The effect of growth on the value relevance of accounting data,” *Journal of Business Research*, 55, (2002), 69-78.
- Gaver, J. J. and K. M. Gaver, “Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies,” *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125-160.
- Goyal, V. K., K. Lehn, and S. Racic, “Growth opportunities and corporate debt policy : The case of the U. S. defense industry,” *Journal of Financial Economics*, 64, (2002), 35-59.
- Gul, F. A., “Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan,” *Journal of Corporate Finance*, 5, (1999), 141-168.
- Hirshleifer, D. and A. Thakor, “Managerial conservatism, project choice, and debt,” *The Review of Financial Studies*, 5, (1992), 437-470.
- Hutchinson, M. and F. A. Gul, “Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance,” *Journal of Corporate Finance*, 10, (2004), 595-614.
- Jensen, M. C., “Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers,” *American Economic Review*, 76, (1986), 323-329.
- Jensen, M. C. and K. J. Murphy, “Performance pay and top management incentives,” *Journal of Political Economy*, 98, (1990), 225-264.

- Jensen, M. C. and W. Meckling, "Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and capital structure," *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 305-360.
- John, K., L. Litov, and B. Yeung, "Corporate governance and risk-taking," *Journal of Finance*, 63, (2008), 1679-1728.
- Kallapur, S. and M. A. Trombly, "The association between investment opportunity set proxies and realized growth," *Journal of Business Finance and Accounting*, 26, (1999), 505-519.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki, "Earnings management and investor protection : An international comparison," *Journal of Financial Economics*, 69, (2003), 506-527.
- Masulis, R., W. C. Wang, and F. Xie, "Corporate governance and acquirer returns," *Journal of Finance*, (2007), 1851-1889.
- Morck, R. and M. Nakamura, "Banks and corporate control in Japan," *Journal of Finance*, 54, (1999), 319-339.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Do managerial objectives incentives drive bad acquisitions?," *Journal of Finance*, 45, (1990), 31-48.
- Shleifer, A. and D. Wolfenzon, "Investor protection and equity markets," *Journal of Financial Economics*, 66, (2002), 3-27.
- Shleifer A. and R. W. Vishny, "Management entrenchment : the case of manager-specific investments," *Journal of Financial Economics*, 25, (1989), 123-139.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, 52, (1997), 737-783.
- Smith, C. and R. Watts, "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies," *Journal of Financial Economics* 32, (1992), 263-292.
- Stulz R., "Managerial discretion and optimal financing policies," *Journal of Financial Economics*, 26, (1990), 3-27.

Investor Protection, Growth Opportunity and Risk Taking

Chan Pyo Kook* · Yun Sik Kang**

<abstract>

This study aims to empirically verify that the effect of investor protection on risk taking may differ according to growth opportunities. Furthermore, this paper intends to verify the hypothesis that the impact of risk taking upon corporate value will also be influenced by growth opportunities.

The results of the analysis show that firms with high growth opportunities demonstrate greater risk taking as investor protection gets stronger while the degree of investor protection has little or no impact on their risk taking in case of firms suffering a lack of growth opportunities. In addition, risk taking has a statistically significant positive impact on improving corporate value for firms with sufficient growth opportunities, in contrast the impact is little or none when firms lack growth opportunities.

Keywords : Investor Protection, Risk Taking, Growth Opportunity, Corporate Value

* Professor, Graduate School of Business, Sogang University, Seoul, Korea

** Corresponding Author, Chief Researcher, Korea Corporate Governance Service, Seoul, Korea