



저작자표시 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.
- 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사 학위논문

기업지배구조가 기업성장에
미치는 영향에 관한 연구



2014년 2월

부경대학교 일반대학원

경영학과

석 가 石 佳

경영학석사 학위논문

기업지배구조가 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구

지도교수: 박영병

이 논문을 석사학위논문으로 제출함.

2014년 2월

부경대학교대학원

경영학과

석 가 石 佳

석가의 경영학석사 학위논문을 인준함.

2014년 2월



The logo of Pukyong National University is a circular emblem. The outer ring contains the text "PUKYONG NATIONAL UNIVERSITY" in blue capital letters at the top and "부경대학교" in Korean at the bottom. The inner circle features a stylized blue and white design resembling a compass or a stylized 'G'.

주	심	경영학박사	홍재범 (인)
위	원	경영학박사	이진수 (인)
위	원	경영학박사	박영병 (인)

<목 차>

제 1 장 서론	1
제 1 절 연구의 목적	1
제 2 절 연구의 방법과 논문의 구성	4
제 2 장 이론적 배경과 선행연구의 검토	5
제 1 절 기업지배구조의 개념	5
제 2 절 기업지배구조에 대한 이론적 배경	13
제 3 절 선행연구의 검토	22
제 3 장 연구방법	33
제 1 절 연구가설의 설정	33
제 2 절 연구모형의 설정	36
제 3 절 변수의 정의	37
제 4 절 표본의 선정	43
제 4 장 실증분석	44
제 1 절 기술통계량과 상관관계분석	44
제 2 절 실증분석 결과	46
제 5 장 결론	50
<참고문헌>	52
<Abstract>	58

<표 목 차>

< 표 1 > 기업지배구조 등급별 구분	39
< 표 2 > 기업지배구조 평가기준	40
< 표 3 > 변수 산출방법	42
< 표 4 > 기술통계량	44
< 표 5 > 상관관계	45
< 표 6 > 기업지배구조등급과 매출액영업이익률	46
< 표 7 > 기업지배구조등급과 총자본이익률	47
< 표 8 > 기업지배구조등급과 자기자본이익률	48

<그 림 목 차>

< 그림 1> 기업지배구조와 경영성과와의 관련성	35
----------------------------------	----

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 목적

기업의 사회적 책임을 확립하고 경영의 효율성을 제고시키기 위해 기업의 지배구조를 개선시키기 위한 논의가 한국뿐만 아니라 전 세계적으로 활발히 진행되고 있으며, 이를 위해 각국 정부는 법 및 제도를 개선하고 있다.

기업지배구조는 기업과 관련된 모든 이해관계자들의 권익을 보호하기 위하여 존재하는 것이다. 최근의 연구결과 좋은 기업지배구조는 기업가치와 주주의 수익을 제고시켜주며 그만큼 기업 스스로 추구할 가치가 있다는 것이다.

그 동안 미국을 비롯한 선진국에서는 우수한 기업지배구조가 기업경쟁력의 원천이며, 장기적인 안정성장의 기본요건이라는 인식이 확산되어 왔으며, 경제와 자본시장의 국제화가 가속화되면서 기업지배구조에 대한 전 세계적인 국제규범의 필요성이 제기되어 왔다. 이에 따라 OECD(Organization for Economic Cooperation and Development : 경제협력개발기구)는 1999년 5월에 기업지배구조원칙(Principles of Corporate Governance)을 제정하였다.

우리나라의 경우, 1997년 말 외환위기가 발생하였고, 그 이후 기업지배구조의 개혁은 우리 경제에 가장 중요한 문제의 하나로 간주되어 왔다. 특히 외환위기를 거치면서 다수의 대기업들과 금융기관이 도산하는 과정에서 자기거래, 분식회계, 도덕적 해이, 정경유착, 횡령과 배임 등이 노출되면서 불투명한 경영과 기업지배구조의 낙후성으로 인해 기업부실이 초래되었다고 지적되면서 본격적인 기업지배구조 개선이 추진되었다.

1998년 1월에 정부는 기업경영의 투명성 제고, 상호지급보증 해소, 재무구조

개선, 핵심부문 역량 강화, 지배주주 및 경영진의 책임 강화 등 기업구조조정 5대 원칙을 제정하였으며, 1998년 개정상법이 제정되고, 1998년 증권관련 집단소송에 관한 법률이 상정되어 유가증권규정에 사외이사제도가 도입되었고, 상장회사의 표준정관, 사외이사 직무수행기준, 감사인 선임위원회 운영규정, 상장회사 표준이사회 규정 등이 제정되었다.

1999년 3월에는 경영자, 금융계대표, 회계 및 법률전문가, 학계대표 등 14명으로 구성된 위원회와 위원회 자문을 위한 상법 및 경영학자, 증권·금융 전문가 13인으로 구성된 자문위원회로 구성된 기업지배구조개선위원회가 설립되었으며, 1999년 9월에는 기업들이 바람직한 기업지배구조를 확립하는 데 필요한 가이드라인이 될 기업지배구조 모범규준(Code of Best Practice for Corporate Governance)이 제정되었고, 이는 2003년에 개정되어 사용되어 오고 있다.

2002년 재정경제부(현 기획재정부)의 승인으로 한국기업지배구조센터(KCGS)가 설립되어 운영되고 있으며, 기업지배구조센터에서는 한국거래소(Korea Exchange, KRX)에 상장되어 있는 상장기업 및 코스닥기업을 대상으로 기업지배구조에 대하여 주주 권리보호, 이사회기능, 공시기능, 감사기구 및 경영과실배분 부문 등에 대하여 조사하여 각 부문별 점수를 매기고 합산하여 기업지배구조등급을 발표하고 있다.

이러한 기업지배구조등급은 점수에 따라 최우량(excellent)부터 매우 취약(very weak)까지 총 8등급으로 구분되며, 등급공표에는 최우량(excellent)부터 보통(moderate)등급에 속한 기업명을 공개하고 있다. 2004년 처음으로 공표되기 시작한 기업지배구조 등급의 구성을 살펴보면 KT, POSCO, 삼성전사 등 국내를 대표하는 대기업이 상당수 포함되어 있다. 이들은 주식시장에서 차지하는 비중이 커서 상대적으로 지배구조 개선에 대한 요구도 많이 받아왔고, 이러한 대내외적 기준을 맞추기 위한 지속적 노력의 결과로 점점 높은 평가를 받고 있다.¹⁾

1) 기업지배구조센터(2007.7.31), "CGS 2007 유가증권시장의 지배구조 평가결과 분석", 기업지배구

기업지배구조평가등급과 관련된 이전의 대부분 연구들이 지배구조평가지표 즉, 지배구조평가점수와 기업성과와의 관계를 연구하였다. 일반적으로 시장에는 평가기관에 의해 평가되는 지배구조 점수가 발표되는 것이 아니라, 이를 토대로 분류되어진 개별기업들의 등급만이 제공된다. 따라서 시장의 대부분 일반투자자들이 얻을 수 있는 정보는 기업의 지배구조평가지표가 아닌 기업지배구조등급 정보이다. 따라서 이러한 연구들은 기업지배구조등급의 산출에 참여하는 일부 학자들에 의해서 이루어져 형평성 문제에 대한 논란이 제기되고 있다.

따라서 본 연구에서는 일반인들이 쉽게 접할 수 없는 기업지배구조평가지표를 사용하지 않고 기업지배구조연구원에서 우수한 기업으로 선정한 기업과 그 외 기업을 대상으로 하여 양자 간에 경영성과의 차이가 나는가를 분석하는데 목적을 두고 있다. 본 연구의 결과는 국내 기업들의 지배구조 개선 노력이 투자자들에게 어떻게 인식되고 평가되며 시장에 어떠한 영향력을 주는지를 알 수 있으며, 또한 여러 이해관계자 등에게 중요 투자지표로 사용되는 기업지배구조등급과 경영성과 간의 관계를 파악하여 사회적인 인식 제고를 돕는다는 점에서 중요한 의미를 갖는다.

제 2 절 연구의 방법과 논문의 구성

본 연구에서는 기업지배구조연구원에서 우수한 기업으로 선정한 기업과 그 외 기업 간에 경영성과의 차이가 나는가를 분석하는데 목적이 있다.

이러한 목적을 달성하기 위하여 본 연구에서는 먼저 기업지배구조의 개념과 기업지배구조와 경영성과간의 관계에 대한 이론을 살펴보고, 기업지배구조와 경영성과에 대하여 연구한 선행연구를 수집하고 검토하였다. 이러한 이론의 검토와 선행연구의 수집 및 검토는 문헌연구를 통하여 이루어졌다.

대리인 이론에 의하면 기업지배구조가 우수한 기업의 경우에는 그렇지 않은 기업보다 대리비용이 적어지게 될 것이므로 경영성과가 우수할 것으로 예상할 수 있다. 이에 대한 실증분석을 위해 본 연구에서는 기업지배구조센터에서 공표되는 최근 3년 동안 우수한 기업으로 선정한 기업과 그 외 기업을 대상으로 기업지배구조등급 정보와 경영성과와의 관계를 회귀분석을 통하여 분석하였다.

본 논문은 전체 5장으로 구성하였다. 제1장에서 연구의 목적과 방법을 제시하고, 제2장에서는 기업지배구조에 관한 이론적 배경이 되는 지식과 기본적 이론을 기술하고 선행연구에 대한 검토를 하였다. 제3장에서는 연구의 가설과 본 연구에서 사용된 데이터와 분석에 사용된 모형과 변수에 대하여 설명하였다. 제4장에서는 기술통계량 및 상관관계분석 하고 회귀분석 결과에 대하여 설명하였다. 마지막으로 제5장에서는 연구의 결론과 의미 그리고 한계를 제시하였다.

제 2 장 이론적 배경과 선행연구의 검토

제 1 절 기업지배구조의 개념

1. 기업지배구조의 개념

기업지배구조(Corporate Governance)란 기업 경영의 통제에 관한 시스템으로 기업 경영에 직접·간접적으로 참여하는 주주, 경영진, 근로자 등의 이해관계를 조정하고 규율하는 제도적 장치와 운영기구를 의미한다.²⁾ 즉 기업 내부의 의사결정 시스템, 이사회와 감사의 역할과 기능, 경영자와 주주와의 관계와 같이 기업을 지휘하고 통제하는 시스템으로 기업 활동을 하도록 자원을 제공한 다양한 이해관계자들의 이익을 극대화시키고 이들의 이해관계를 규정하는 규범이며 행동양식으로, 기업의 경영권 또는 지배권을 둘러싼 권한 배분구조이다. 좁은 의미로는 기업 경영자가 이해관계자의 이익을 위해 역할을 다 할 수 있도록 감시 통제하는 체계를 의미하고, 넓은 의미로는 기업 경영과 관련된 의사결정에 영향을 미치는 요소이다.

기업지배구조의 개념에 대해서 기업의 성장 환경, 역사적 제도적 맥락이 다르기 때문에 구체적 개념은 국가나 학자별로 차이가 있다. 1932년 Berle & Means가 소유와 경영의 분리에 따른 주식회사의 문제점을 제시한 것을 시작으로 학자들마다 다양한 견해를 제시하고 있다. Blair(1995)³⁾는 기업지배구조란 소유가 분산된 기업에서 누가 기업을 통치하고 기업 활동에서 발생하는 수익과 위험을 어

2) 네이버 백과사전, www.naver.com 참조.

3) Blair, M.(1995), Ownership and Control, Brookings Institution Press.

떻게 배분하는지를 규정하는 메커니즘이라고 주장하였다. Hart(1995)⁴⁾는 기업지배구조는 투자자들의 관점에서 기업경영에 수반하는 대리인비용과 거래비용을 최소화시키는 데에 주안점을 두어야 한다고 하였다.

Monks & Minow(1995)⁵⁾는 주식회사의 방침과 집행의 결정과정에 참여하는 경제 주체들-주로 주주, 경영자, 이사회와의 관계라고 하고 있으며, John & Senbet(1998)⁶⁾는 기업지배구조를 기업의 이해관계자들이 자신의 이익을 보호하기 위하여 기업내부자와 경영진을 통제하는 메커니즘이라고 정의하였다.

Shleifer & Vishny(1997)⁷⁾는 기업지배구조의 초점을 기업자금 제공자들에게 두고 자금제공자들이 투자수익을 보장받기 위하여 경영진의 자원배분의 대한 의사결정을 감독하고 통제하는 방법이라고 하였다. 그리고 Scott(1998)⁸⁾도 자금제공자 중에서 특히 주주에게 초점을 두고 있다. 즉 주주는 기업의 잔여위험 부담자(residual risk bearer)이기 때문에 기업과의 계약에 있어서 자금을 제공한 주주들은 확실한 대가를 약속 받지 못하고 자금의 용도나 관리에 대한 아무런 보장이 없다는 점에서 경영자의 이기적 행동으로부터 가장 보호받지 못하는 것이며, 기업지배구조는 주주의 이익을 보호하는데 초점을 두어야 한다고 주장하였다. 따라서 그들에 의하면 100% 소유경영기업의 경우에는 지배구조가 문제될 것이 없으며 소유가 광범위하게 분산된 경우에 경영자의 이기적 행동으로부터 외부주주의 이익을 보호하기 위해 지배구조가 필요하다는 것이다.

OECD Guideline(1999)⁹⁾에 의하면 기업지배구조를 구체적으로 5개 분야로 제

4) Hart, O. D.(1995), "Corporate Governance : Some Theory and Implications", Economic Journal, Vol.105, pp.678~689.

5) Monks & Minow(1995), Corporate Governance, p.181.

6) John, K. & L. Senbet(1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness", Journal of Banking and Finance, Vol.22, pp.371~403.

7) Shleifer A. and R. W. Vishny(1997), "A Survey of Corporate Governance", Journal of Finance, Vol.52, pp.737~783.

8) Scott, K.(1998), "The Role of Corporate Governance in South Korean Economic Reform", Journal of Applied Corporate Finance, Vol.10, pp.8~15.

9) OECD(1999), OECD Corporate Governance Guideline.

시하고 있다. 첫째, 주주의 권한과 책임, 둘째, 이해관계자의 역할, 셋째, 주주에 대한 동등한 대우, 넷째, 공시와 투명성, 다섯째, 이사회에의 의무와 책임이다.

2. 기업지배구조의 내용

기업지배구조는 소유와 경영의 분리에 따라 필연적으로 발생하게 되는 주주와 경영자 사이의 대리인 문제와 밀접한 관련을 가지게 되며, 기업지배구조의 효율성은 기업지배구조가 이러한 대리인 문제를 얼마나 잘 통제할 수 있느냐에 달려 있다. 이러한 효율성을 통제하기 위한 지배구조의 메커니즘이 기업내부에 존재하느냐 아니면 기업 외부에 존재하느냐에 따라 내부지배구조와 외부지배구조로 나눌 수 있다.

가. 내부지배구조

내부메커니즘은 의사결정관리와 의사결정 통제기능의 분리, 이사회(사내이사, 사외이사), 감사위원회, 경영자보상제도 등의 적절성에 따라 그 효율성이 결정된다.

(1) 이사회

내부통제 메커니즘에서 가장 중요한 역할을 하는 것이 바로 이사회 제도이며, 소유와 경영이 분리되고 이에 따라 경영과 통제가 분리된 기업에서 이사회는 내부통제에 대해서 가장 큰 책임을 진다.¹⁰⁾ 이사회는 기업지배구조의 핵심기구이며

10) 김성훈·박철순(2000), "사외이사제도의 이론적 배경과 시대적 의미", 전략경영연구, 제3권 제2호, pp.1~23.

주주와 경영자의 이해 충돌을 조율하는 기구이다. 이사회는 기업 내에서 주주를 대신하여 경영진을 직접 감독하고 견제하는 역할을 수행하여야 하며, 기업경영에 관한 포괄적인 권한을 가진다.

이사의회의 주요기능으로 첫째, 경영목표와 전략의 설정, 둘째, 경영진의 임면 및 경영진에 대한 감독, 셋째, 경영성과의 평가와 보상수준의 결의가 있다.

이러한 이사회는 사내이사와 사외이사로 구분되는데 사내이사는 현재 당해 기업에 근무하는 경우로서 경영의 상무에 종사하는 자를 말하며, 사외이사는 당해 기업의 임직원이 아닌 이사로서 경영자를 잘 감시하고 객관적인 관점에서 조언할 수 있기 때문에 사내이사에 비하여 사외이사의 역할이 특히 강조된다.

이사의회의 역할을 제대로 수행하기 위해서는 독립성과 자율성이 필수적인데 기존의 사내이사들로 구성된 이사회는 기업의 업무집행과 감시를 동시에 수행하므로 감시기능이 저하되었다. 이에 기업의 이사회에 일정비율의 외부 인사를 영입하여, 사외이사로 하여금 독립적으로 중요한 기업경영정책의 결정에 참여하고 이사의회의 구성원으로서 경영진을 감독, 지원할 수 있도록 하였다.

이사회는 기업성과에 직접적인 결정요인이 아니라는 주장¹¹⁾도 있지만, 많은 연구들에서 이사회와 경영성과 간에 유의한 관계를 제시하고 있다. 사외이사의 비율로 측정되는 이사의회의 독립성은 일관된 결과를 제시하지 못하고 있다. 즉 사내이사의 비율이 높을수록 기업성과와 긍정적인 관계를 가지고 있다는 연구결과¹²⁾와 더불어, 반대로 사외이사의 비율이 높을수록 기업의 성과와 긍정적인 관계를

11) Kesner, I. F. and R. B. Johnson(1990), "An Investigation of the Relationship Between Board Composition and Stockholder Suits", Strategic Management Journal, Vol.11, pp.327~336.

12) 이러한 연구들로는 다음과 같은 연구들이 있다.

① Baysinger, B. and R. Hoskisson(1990), "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control : Effects on Corporate Strategy", Academy of Management Review, Vol.15 No.1, pp.72~87.

② Cochran, P. L., Wood, R. A. and T. B. Jones(1985), "The Composition of Boards of Directors and Incident of Golden Parachutes", Academy of Management Journal, Vol.28, pp.663~671.

가지고 있다는 연구결과¹³⁾가 함께 존재한다.

(2) 감사위원회

감사위원회는 이사의 업무집행 및 회계를 감사할 권한을 가지는 주식회사의 필요적 상설기관이다. 감사위원회는 이사와 경영진의 직무집행에 대한 적법성 감사뿐만 아니라 직무 집행이 현저하게 부당한 경우 타당성 감사를 수행하여야 하며, 재무보고의 신뢰성을 확인해야 한다. 내부통제 시스템을 설계하고 운영하는 것은 경영진의 책임이지만 그 적정성을 평가하고 개선점을 모색하는 것 또한 감사위원회의 의무로 명시하고 있으며, 이와 같은 권한을 보장하기 위해 독립성을 보장해주는 것은 감사업무의 실효성을 확보하는 선결조건이므로 감사위원회는 그들의 업무를 위해 필요한 조치를 기업으로부터 받을 수 있다.

감사위원회는 기업의 내부감사와 외부감사 기능을 효과적으로 수행함으로써 경영자가 재무제표를 작성하는 과정에 대한 신뢰성을 높일 수 있다.¹⁴⁾

(3) 경영자보상 제도

경영자보상 제도는 소유와 지배가 분리되어 있는 경우 소유자와 경영자간의 이해충돌을 감소시키며 경영자가 사적이익보다 기업가치의 최대화를 추구하기 위해 경영자 감시 장치를 보완할 수 있는 중요한 수단이다. 이는 주주가 경영자

13) 이러한 연구들로는 다음과 같은 연구들이 있다.

① Ezzamel, M. A. and R. Watson(1993), "Organizational Form Ownership Structure and Corporate Performance: A Contextual Empirical Analysis of UK Companies", British Journal of Management. Vol.4 No.3, pp.161~176.

② Hill, C. W. L. and S. A. Snell(1988), "External Control, Corporate Strategy and Firm Performance in Research Intensive Industries", Strategic Management Journal, Vol.9, pp.577~590.

14) Bradbury, M.(1990), "The Incentives for Voluntary Audit Committee Formation", Journal of Accounting and Public Policy, Vol.9, pp.19~36.

의 도덕적 해이와 노력회피 행동을 여유 있게 관찰 할 수 있으며, 경영자와의 고용계약을 복수의 기간 동안 계속적으로 갱신될 수 있도록 하는 경우에 경영자를 효과적으로 통제할 수 있는 제도이다. 또한 경영자의 보수를 성과와 연동시키게 되면 경영자의 노력이 성과에 반영됨으로써 경영자 대리인비용을 절감할 수 있고 주주의 부를 극대화하는 의사결정을 하게 하는 인센티브를 제공하게 된다.

주주의 이익과 경영자의 보수를 연동시키는 대표적인 방법이 주가 하락 시에는 주식옵션을 부여하는 것이며, 그 외에도 업적에 근거한 보너스, 이윤분배제도 등이 있다. 여기서 핵심은 경영자의 성과를 공정하게 평가하는데 있다. 성과 평가를 위하여 사용되는 척도는 첫째, 그 지표가 반영하는 성과가 기업의 목표와 일치되어야 하며, 둘째, 그 지표가 경영자의 노력에 의하여 영향을 받는 통제가능 변수이어야 한다. 그 성과척도의 대표적인 지표는 주가로 미국에서는 경영자에게 주어지는 주식옵션이 가장 일반적인 경영자의 성과 보상수단으로 인식되고 있다.

나. 외부지배구조

내부규율과 조화를 이루고, 시장규율을 보다 강화하기 위하여 추진하는 외부지배구조는 공시제도, 주주권리 보호, M&A시장, 기관투자자 및 금융기관 등의 역할에 중점을 두고 있다.

(1) 공시제도

이는 유가증권의 발행인, 상장 또는 등록법인이 회사의 과거, 현재, 미래의 경영 및 재무에 관한 사항, 향후 사업계획 등 중요한 경영정보를 투자자에게 신속하고 정확하게 알려줌으로써 투자자가 합리적인 판단을 하고 증권시장에서 공정

한 거래질서가 형성되도록 하는 제도이다. 공시제도는 이해관계자들에게 기업 관련 정보를 전달하여 의사결정에 필요한 자료를 제공하며, 공정한 주가 형성에 기여하여 선의의 투자자를 보호하고 자본시장의 신뢰를 유지한다. 그리고 기업에게 양질의 자금조달을 가능하게 하는 기회를 제공하는 제도적 장치이다.

(2) 주주권리 보호

자본시장의 통제로서의 주주권리 보호가 갖는 의미는 대주주와 경영진의 독단적인 경영으로부터 소액주주들의 권익을 보호하는 것이다. 지배주주와 소액주주간의 이해상충을 해결하기 위해서는 주주총회에서의 투표권 행사 보장, 상법상의 경영진의 신의성실원칙, 이사의 충실의무 등의 이해관계자들에 대한 법적, 제도적 환경개선 등이 필요하다.

(3) 기업인수합병시장

기업인수합병시장(M&A시장)은 경영자를 규율하여 감시할 수 있는 가장 핵심적인 수단이고, 내부지배구조를 보완하는 외부지배구조 중 대표적인 메커니즘이며 미국과 영국에서 많이 사용된다. 만일 특정기업의 경영자가 비효율적인 경영을 하거나 도덕적 해이가 심각해진다면 그 기업의 주가는 건전한 기업의 주가에 비하여 낮게 될 것이다. 이 경우 여타의 많은 기업들은 낮은 주가의 기업을 인수하고자 시도할 것이고, 이와 같은 시도가 성공하게 되면 낮은 주가 기업의 경영자는 교체되게 될 것이다. 따라서 기업인수시장에서 불건전한 경영을 한 경영자가 교체되고 기업문화를 개선시키며 조직을 개편함으로써 대리인 문제를 줄이고 기업가치를 높을 수 있다. 그 결과, 주가 상승에 따른 이득을 향유할 수 있다. 이와 같은 기업 감시 규율방식은 M&A를 통한 긍정적 기능으로서 경영진의 경영

형태를 감시하고 M&A시장을 통하여 가장 능률적인 경영자에게 경영권을 이전시킬 수 있는 순기능의 수단이다.

반면에 기업인수시장에서의 기업 감시는 기업 인수 효과의 과대 계상에 따른 인수비용의 과대발생과 기업방어를 위한 과대 방어비용 등 인수에 따른 비용이 크게 발생하기 때문에, 간혹 기관투자자에 의한 감시보다 비효율적일 수 있다. 그러나 기업인수시장에 의한 감시는 모든 기업을 대상으로 이루어지기 때문에 투자하고 있는 기업에 국한되는 기관투자자에 의한 감시보다 훨씬 포괄적이므로 M&A에 의한 경영권 교체는 기관투자자나 은행에 의한 감시를 대신할 지속적인 감시의 역할을 충분히 수행하는 것이다.

(4) 기관투자자

기관투자자와 일반투자자간의 가장 구별되는 특징은 기관투자자들은 기본적으로 활용가능한 자원이 많고, 주식구매력이 커서 다른 일반투자자에 비해 투자대상 주식의 정보를 입수하는데 유리한 점을 가지고 있다. 따라서 일반투자자를 대신하여 기업을 감시해 줄 대리인으로 기관투자자에 대한 사회적 기대가 점차 커지고 있다. 기관투자자는 일반투자자보다 주식보유 비율이 높고 업무의 성격상 투자기업에 관한 정보수집, 전문적인 분석능력을 가지고 있기 때문에 기업의 경영진에 대한 경영감시 및 투자이익에 대한 관심이 크며 기업경영의 투명성과 효율성을 높일 수 있다.

한편, 기관투자자의 부정적 역할도 있다. 이는 기관투자자의 기업경영 감시를 위한 의결권행사와 관련하여 발생하는 이해상충의 문제이다. 기업의 주주의 지위를 가지고 있는 기관투자자는 동시에 당해 기업과 자신의 업무와 관련된 거래관계를 가질 수 있으며, 주주 이외의 채권자 지위도 가질 수 있기 때문에 이해상충의 가능성이 있다.

(5) 금융기관

기업지배구조 문제는 자본공급자가 소유경영자의 대리인 문제를 얼마나 효과적으로 감시, 통제하는가의 문제로 볼 수 있으며, 현실적으로 이런 감시 통제의 유인과 수단을 가지고 있는 자본공급자는 금융기관이다. 이에 은행, 보험회사와 같은 금융 중개기관, 증권회사, 투자은행, 연기금기관, 또는 조직화되지 않은 투자자 집단 등이 있다. 이들 중 은행, 보험회사와 같은 대형 금융기관은 기업자금의 상당 부분을 공급하므로 자연스럽게 감시 통제의 유인을 가지게 된다.

금융기관에 의한 대리감시는 직접금융방식과는 달리 감시주체가 소수이며 지속적이고 안정적인 관계를 통해 이루어질 수 있는 장점을 가진다. 일본, 독일에서는 자본시장이 비교적 발달하지 못하여 기업의 부채 중 금융기관 차입이 큰 비중을 차지하고 있으며, 금융기관에 의한 경영감시기능이 발달되었다. 반면에 미국과 영국에서는 주식시장과 채권시장 등 직접금융시장에 대한 규제가 비교적 적고, 기업정보의 공시와 경영의 투명성이 높아 직접금융시장을 통한 자금조달이 비교적 용이한 실정이다.

제 2 절 기업지배구조에 대한 이론적 배경

주식회사제도는 자본주의 경제체제에 있어 가장 보편적인 기업형태로서 경영관리의 전문성 때문에 그 의사결정이 경영진에게 위임되고, 경영자가 주주의 이익에 반하는 행동을 할 경우 주주와 경영자간 이해상충의 문제가 발생하는 대리인 문제로 이어진다. 이렇게 소유구조와 기업성과와 관련하여 대리인 이론의 관점에서 많은 학자들의 연구가 진행되어 왔다. 기업의 지배구조와 기업성과와의

관련성에 관한 접근은 본 연구의 주안점이므로 실증분석을 하기 전에 이와 연관된 기존가설들에 대한 접근을 해보기로 한다. 기업의 지배구조의 가장 대표적인 것이 소유구조이다. 따라서 소유구조에 대한 이론이 기업지배구조에 대한 이론으로 사용될 수 있는 것이다.

1. 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)

이해일치가설은 경영자의 지분율이 증가할수록 외부 대주주와의 갈등이 줄어들어 기업의 성과가 높게 나타난다는 견해로, 기업의 성장과 발전은 바로 경영자 자신과 주주의 이익으로 귀결된다는 것이다. 즉, 경영자의 지분이 증가되면 이에 따른 대리인비용이 감소될 것이고, 기업가치 증대에 기여하지 않는 것은 경영자 자신의 비용부담으로 나타나므로 경영자는 기업가치 극대화를 추구하게 된다는 것이다. 이는 경영자와 주주와의 이해관계가 일치하는 것으로써 Berle & Means(1932)¹⁵⁾의 고전적 대리인이론에 기초한 이론이다. 소유가 집중된 경우 대주주인 경영자는 사적소비를 통한 효용을 누리기보다 기업 가치를 극대화하기 위해 더 많은 노력을 기울이고, 그 결과 경영자의 소유 집중은 기업성과를 향상시킨다. 반면에 주식의 분산이 이루어진 경우 경영자는 안전한 지위를 보장받기 위해서 단기적인 성과에만 급급하게 되므로 장기적인 관점에서의 경영성과는 오히려 하락할 수도 있다는 것이다.¹⁶⁾

Fama(1980)¹⁷⁾는 경쟁시장 하에서 경영자 서비스의 시장가격은 미래에 있을 수 있는 도덕적 해이(moral hazard)를 모두 반영하는 것으로 보았다. 그러므로 비

15) Berle & Means(1932), The Modern Corporation and Private Property, Books, google. com

16) 이러한 이해일치가설을 지지하는 연구로는 Fama(1980), Bradley(1980), Jensen & Rubak (1983), Demsetz & Lehn(1985), Holderness & Sheehan(1988) 등의 연구가 있다.

17) Fama, E. F(1980), "Agency Problem and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy, Vol.88, pp.288~307.

록 어느 한 시점에서 경영자의 불성실한 행위가 포착되지 않고 지나쳐 버렸다 할지라도 이는 사후적 조정을 통하여 경영자의 보수에 모두 반영된다는 것이다. 따라서 경영자가 자신의 현재 보수를 극대화하기 위해서는 자신의 자의적인 기업행위를 최대한 자제할 것이며, 주주의 이익을 극대화하기 위하여 최선을 다할 것이라고 주장하였다.

Bradly(1980)¹⁸⁾는 기업인수에 실패한 주식공개매입의 사례들을 분석하여 이해 일치가설이 타당하다는 증거를 제시하였다. 인수대상기업의 주주들이 합리적으로 부의 극대화를 위한 의사결정을 한다고 가정하고, 공개매입에 대한 거절은 더 높은 대안이 존재할 경우에만 가능하다는 것이다. 또한 인수 대상기업의 경영자가 그들의 주주이익에 부합하여 행동한다면 오직 주주이익극대화와 상충되는 공개매입 제의에 대해서만 반대의사를 표시해야 할 것이라는 이론이다.

Jensen & Ruback(1983)¹⁹⁾는 기업통제권시장 또는 기업인수시장에서의 경영권 확보 경쟁을 통해 주주이익을 증대시키는데 적합한 경영자가 궁극적으로 기업 지배권을 가진다고 주장하였다. 또한 인수대상기업과 인수기업에서 모두 정(+)의 초과수익률을 나타내는 것은 초과이익의 인수에 따른 시장지배력의 강화가 아니라, 주주 부의 극대화에서 이탈한 경영자의 비효율 제거, 규모의 경제 또는 시너지 효과를 통한 기업자원의 효율적 사용에 따른 결과라고 하였다.

Demsetz & Lehn(1985)²⁰⁾은 기업의 소유구조에 따라서 기업성과의 차이가 발생한다는 가설에 대하여 실증분석을 실시하였다. 이들은 미국 511개 대기업의 1976년부터 1980년의 자료를 이용하여 대주주의 소유집중률과 회계이익률 사이의 관계에 대하여 회귀분석을 실시하였는데, 분석결과 어떤 소유구조 변수에 대

18) Bradly, M.(1980), "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control", Journal of Business, Vol.54, pp.345~376.

19) Jensen, M. C and R. S. Ruback(1983), "The Market for Corporate Control", Journal of Financial Economics, Vol.15, pp.5~50.

20) Demsetz, H. and K. Lehn(1985), "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences", Journal of Political Economy, Vol.93, pp.1155~1177.

해서도 기업성과와의 유의한 관계를 발견하지 못하였다.

Holderness & Sheehan(1988)²¹⁾는 미국의 주식시장에서 거래가 활발하게 이루어지고 있는 500개 기업 중 50% 이상 지분이 소유되고 있는 대주주 기업과 20% 이상 대주주가 없는 기업을 대상으로 소유구조에 따른 기업성과의 차이를 분석하였다. 단 두 집단의 성과를 비교하기 위하여 회계적 이익률을 사용한 경우에는 소유구조에 따른 차이가 없었으나, Tobin의 Q를 사용한 경우에는 두 집단의 소유구조에 차이가 나타난다고 하였다.

2. 경영자 안주주의 가설(management entrenchment hypothesis)

경영자 안주주의 가설은 이해이치가설과는 상반되는 가설로서, 경영자가 자신의 입지를 방어할 수 있을 정도의 상당한 지분율을 보유하게 되면 주주총회나 이사회 의사결정에 영향력을 행사할 수 있으며, 또한 자신의 사적 이익추구를 위한 유인이 발행할 수 있으므로 자동차, 사무실, 경영과 관련된 경비사용 등의 과잉 사적소비에 의해 기업의 가치는 저하하게 된다는 가설이다. 즉, 경영자들이 합병이나 인수와 같은 기업인수권시장의 위협을 무력화시킬 수 있는 방어력을 가질 정도의 상당한 지분율을 보유하게 되면 주주들의 이익을 희생시키며 자신의 이익을 취할 수 있다는 것이다. 경영자들은 기업 내에서 주주이익을 희생하더라도 자신들의 이익을 추구하기 때문에 경영자 지분과 기업가치 사이에는 부(-)의 상관관계가 존재한다는 것이다. 이는 계속기업(going concern)으로써 경영활동을 영위해 나가는 과정에서 기업가치의 증가와 무관한 다양한 투자 및 자본조달의 의사결정이 발생하고, 이들이 경영자의 사적만족을 위한 의사결정 결과일

21) Holderness, C. G and D. P. Sheehan(1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporation : An Exploratory Analysis", Journal of Financial Economics, Vol.20, pp.317~346.

수도 있다고 보는 것이다.²²⁾ 우리나라의 경우 아직 자본시장의 미성숙으로 인하여 시장의 징계 및 정화기능이 충분히 발휘될 여건이 부족하고, 경영자 노동시장 역시 아직 미흡한 단계이기에 이와 같은 현상이 경영자 안주주의에 의해서 진행될 가능성이 높다는 의견이 많다.

Monsen, Chiu & Cooley(1968)²³⁾은 1963년 매출액을 기준으로 미국의 500개 기업을 대상으로 실증분석을 하였다. 분석결과 소유자 지배기업이 경영자 지배기업보다 기업가치 극대화의 목표에 근접하다는 결과를 얻었으며, 이는 경영자 지배기업에서는 경영자가 다른 목표를 추구하도록 하는 동기적 유인이 존재한다고 해석하였다.

Radice(1971)²⁴⁾는 영국의 순자산 500만 파운드 이상의 89개 기업을 대상으로 성장률과 수익에 미치는 통제요인을 분석하였다. 분석결과 전체표본에 대해서 소유자 지배기업이 약간 높은 수익률을 보이고 있으나, 각 산업별로는 상반된 결과가 도출되었다.

Stano(1973)²⁵⁾는 경영자안주주의 가설을 검증하기 위하여 주가수익률을 사용하여 기업성과를 측정하고, 소유구조에 따른 성과의 차이를 검증하였다. 연구 결과는 소유자 지배기업의 경영자가 더 위험 회피적이며, 경영자 지배기업의 경영자가 합병에 더 관심이 많으며, 경영자 지배기업의 규모가 소유자 지배기업의 규모보다 큰 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경영자의 자의적인 행동이 있다는 것을 보여주는 결과로 해석할 수 있을 것이다.²⁶⁾

22) 경영자 안주주의 가설을 지지하는 연구로는 Monsen, Chiu & Cooley(1968), Radice(1971), Stano(1973), Bothwell(1980), DeAngelo & Rice(1983) 등의 연구가 있다.

23) Monsen, J., J. S. Chiu and D. E. Cooley(1968), "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm", Quarterly Journal of Economics, pp.435~451.

24) Radice, H. K(1971), "Control Type, Profitability and Growth in Large Firms", The Economic Journal, Vol.81, pp.547~562.

25) Stano, M.(1973), "Monopoly Power, Ownership Structure and Corporate Performance", The Bell Journal of Economics, Vol.7, No.1, pp.321~332.

26) 기존의 연구가 회계적 이익률을 사용한 것과는 달리 이 연구에서는 주가 수익률을 사용하고 있다. 주가수익률을 기업성과의 측정치로 사용하는 이유는 경영자의 기업행위가 주주의 이익에 따라

Bothwell(1980)²⁷⁾은 기존의 연구가 통제형태의 수익성 및 위험에 미치는 영향을 각각 분리하여 분석함으로써 오류를 범하고 있다고 주장하고, 이 두 변수를 함께 고려하기 위하여 CAPM을 도입하였다. 종속변수로 위험조정수익률을 설정하고 독립변수로 통제형태와 시장구조의 대용변수로서 산업점유도 및 시장점유율을 사용하여 분석한 결과, 소유자 지배기업(OCF)이 경영자 지배기업(MCF)보다 높은 위험조정수익률을 나타내고 있다고 주장하였다.

DeAngelo & Rice(1983)²⁸⁾은 기업인수를 어렵게 하는 정관개정이 주주의 부에 미치는 영향에 대하여 실증 분석하였다. 이들은 기업인수를 어렵게 하는 정관개정의 제안이 공포되는 시점을 중심으로 사건연구(event study)를 한 결과, 평균 초과수익률이 준강형 효율적 시장과 일치하는 것으로 나타났다.

3. 절충가설

이해일치가설이나 경영자안주주의 가설을 지지하는 실증적 연구들에서 연구결과의 구간 대에 따라 이해일치가설을 지지하는 구간과 경영자안주가설을 지지하는 구간 대가 나타나는데, 이는 경영환경의 인프라와 관련된 자본시장 및 증권시장의 발생 및 유통시장 등에 따라 상황적으로 나타난다고 볼 수 있다. 따라서 경영자의 지분과 경영성과와의 관계는 경영자의 지분이 증가함에 따라 기업의 자원을 경영자 자신의 이익을 위하여 사용하려는 성향과 경영자의 이해를 외부 이해관계자들과 일치시키려고 노력하는 성향 중 보다 강한 성향에 따라 그 결과가 달라진다는 것이다. 즉, 절충가설은 지분율과 기업성과의 관계가 경영자 지분

어떠한 영향을 미치는지 알아보기 위하여 회계적 수치라는 중간적 정보 보다는 주식투자 성과라는 궁극적 자료를 분석하는 것이 보다 합당하다는 것이 지적되었다.

27) Bothwell, J. L(1980), "Profitability, Risk and the Separation of Ownership from Control", Journal of Industrial Economics, Vol.27, pp.303~311.

28) DeAngelo, H. and M. Rice(1983), "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth", Journal of Law and Economics, pp.367~401.

율이 증가함에 따라 기업의 자원을 경영자 자신을 위하여 사용하려는 성향과 경영자의 이해를 외부주주들과 일치시키려는 성향 중에서 어떤 힘이 강한가에 따라 달라진다는 이론이다. 따라서 경영자 지분율의 구간에 따라 이해일치가설과 경영자 안주가설을 각각 지지하는 결과가 나타날 수 있다.²⁹⁾

Morck, Shleifer & Vishny(1988)³⁰⁾는 기업의 소유구조가 기업 가치에 미치는 영향을 알아보기 위해서 이사회 의 소유지분과 Tobin의 Q로 측정된 기업 가치와의 관계를 분석하였다. Fortune지의 500대 기업 중에서 자료 획득이 가능한 371개 기업을 대상으로 1980년을 기준으로 횡단면 회귀분석을 실시하였는데, 이사회 의 소유지분과 Tobin의 Q는 단순한 선형관계가 아니라 경영자 지분율의 수준에 따라 다른 관계를 갖는 것으로 나타났다. 분석결과 외부이사를 포함한 경우에는 경영자 지분율이 0~5% 구간에서는 Tobin의 Q 비율이 상승하다가, 5~25% 구간에서는 반대로 감소하였고, 25% 이상인 구간에서는 다시 증가하는 N자 형을 보이는 것으로 나타났다. 또한 외부이사를 제외한 경영자지분과의 관계에서는 0~25% 구간에서는 Tobin의 Q가 상승하다가, 25% 이후에는 하락하는 역U자 형의 곡선관계를 보였다. 즉 Tobin의 Q는 증가 또는 감소하게 되는데, 이는 Tobin의 Q가 증가하는 것은 이해일치가설을 지지하고, 반면 Tobin의 Q가 감소하는 것은 경영자안주주의사가설을 지지하고 있는 것으로써 두 가지 가설이 절충되어 어느 하나가 더 영향력이 높아진다고 설명할 수 있다. 그들의 연구에서 회계적 이익률을 사용한 경우에도 Tobin의 Q의 결과와 동일하게 나타났다. 또한 25%이상의 구간에서는 모두가 통계적 유의성이 낮았다.

Wruck(1989)³¹⁾는 기업의 내부 자원 배분과 인수 가능성에 대한 시장의 평가

29) 이러한 절충가설을 지지하는 연구로는 Morck, Shleifer & Vishny(1988), Wruck(1989), McConnel & Servaes(1990), 김주현(1992), 김우택, 장홍택 & 김경수(1993)등의 연구가 있다.

30) Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny(1988), "Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis", Journal of Financial Economics, Vol.20, pp.293~315.

31) Wruck, K. H(1989), "Equity Ownership Concentration and Firm Value : Evidence form Private Equity Financing", Journal of Financial Economics, Vol.23, pp.3~28.

가 지분율의 변화에 따른 기업가치에 영향을 미친다고 보았다. 따라서 그는 경영자에게 소유지분이 집중되면 기업인수가 어려워지고 주식거래 자체에 많은 비용이 드는 반면 경영자의 의사결정이 기업가치 극대화에 많은 영향을 미칠 수 있다고 보았고, 반대로 지분의 집중도가 낮아지면 경영상의 의사결정에 많은 영향력을 미칠 수는 없지만 기업인수를 용이하게 할 수 있다고 보았다. 그는 공모보다 사모에서 더 많은 정(+)의 초과수익률이 발생한다는 사실을 발견하고 사모를 통한 초과수익률을 계산하였다. 분석결과 Morck, Shleifer & Vishny(1988)의 결과와 유사한 N자 형의 구조적 전환점을 지닌 구간선형관계를 보였고, 단순한 소유 집중도 보다는 소유 집중도의 변화율이 더 유의적인 정(+)의 관계를 나타냈다.

McConnel & Servaes(1990)³²⁾는 기업가치가 기업내부자, 대량주식보유자, 소액투자자, 기관투자자간의 지분분포의 함수라는 가설 하에 1976년과 1986년의 각각 1,173개와 1,093개의 기업들을 대상으로 한 횡단면 분석을 한 결과, 경영자(내부)지분율의 소유 집중도와 Tobin의 Q간에 매우 유의적인 역U자 형의 곡선관계를 보이며, 기관투자가 지분율도 유의한 것으로 나타났다. 그러나 대량주식보유자 지분율은 기업 가치에 독립적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

김주현(1992)³³⁾은 대주주와 소유경영자의 지분이 기업 가치에 미치는 영향을 실증분석하기 위하여 Morck, Shleifer & Vishny(1988)의 방법을 원용하였다. 모형의 설명변수로 기관투자가 지분, 상장 경과기간, 기업규모, 부채비율, 성장성, 제조업과 비제조업, 업종 가변수를 사용하였으며, 보통주와 우선주는 '시장가치'로, 부채는 '추정가치'로, 그리고 대체원가는 '장부가치'로 대용하여 Tobin의 Q를 계산하였다. 소유 집중도 변수는 대주주지분율을 사용하였다. 분석 결과, 부채비

32) McConnel, J. J and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership Corporate Value", Journal of Financial Economics, Vol.27, pp.595~612.

33) 김주현(1992), "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구", 재무연구, 제5호, 한국재무학회, pp.161~182.

율과 업종 가변수를 제외한 변수는 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났으며, 소유구조와 기업성과와의 관계는 대주주지분과 기업가치는 단순한 직선관계가 아니라 구조적 전환점(40%)을 지닌 부분적인 U자형 관계로, 다만 정(+)의 관계를 보이는 상승부분은 통계적 유의성이 낮았다. 또한 잠재변수 중에는 부채비율과 업종변수만이 기업 가치와 유의한 관계를 가지는 것으로 나타났다.

김우택, 장홍택 & 김경수(1993)³⁴⁾의 연구는 김주현(1992)의 연구가 Tobin의 Q 산출시 대체원가 추정에 있어 장부가치 사용의 한계를 극복하기 위하여 투자유가증권, 유형고정자산, 토지에 대한 대체원가를 추정하여 사용하였다. 또한 소유경영자기업(OCF)과 전문경영자 기업(MCF)으로 구분하여 상이한 소유구조 하에서 소유 집중도의 변화에 따른 Tobin의 Q 변화를 측정하여 소유지분의 집중이 기업가치에 어떤 영향을 미치는가를 실증 분석하였다. 분석결과 소유자 지배기업(OCF)의 경우 0~5% 구간에서는 기업가치가 증가하다가 25% 구간까지는 감소하였고, 25% 이상의 구간에서 다시 상승하는 구간별 선형관계인 N자 형을 보였으나 25% 이상의 구간은 유의하지 않은 것으로 나타났다. 경영자 지배기업(MCF)의 경우 소유자 지배가치가 감소하는 것으로 나타났다. 전체적으로 Morck, Shleifer & Vishny(1988)의 결과와 유사하나, 대기업집단의 존재, 계열사 간 상호주식보유, 그리고 대기업위주의 금융관행으로 인해 한국기업이 소유구조와 기업가치 간의 관계는 미국의 경우와 다르다는 견해를 피력하고 있다.

김영숙과 이재춘(2000)³⁵⁾은 기업가치 대용변수로 시장가치 대 장부가치비율을 사용함으로써 대주주 1인 지분이 29% 이하인 구간에서는 경영자안주가설이 존재하며, 29% 이상인 구간에서는 이해일치가설이 성립함을 실증분석하였다.

34) 김우택·장대홍·김경수(1993), "기업가치와 기업경영구조에 관한 실증적 연구", 재무연구, 제6호, 한국재무학회, pp.55~75.

35) 김영숙·이재춘(2000), "기업가치와 기업소유구조와의 연관성", 증권학회지, 제26집, 한국증권학회, pp.173~197.

4. 무관련 가설

무관련 가설이란 소유구조는 여러 비용 상의 이점과 불리한 점의 균형을 이루도록 내생적으로 선택되어지므로 소유구조와 기업성과는 무관하다는 이론이다.

Herman(1981)³⁶⁾은 기존의 소유구조에 관한 연구들이 통계처리의 미숙, 지배형태 구분의 모호함, 표본기업의 비 동질성 등을 들어 신뢰성에 의문을 표시하였다. 또 경영자혁명(Managerial Revolution)으로 인한 경영자 지배현상은 기업성과에 영향을 미치는 중요한 다른 요인들인 기업규모의 증대, 다각화, 기업구조 및 내부통제제도의 재조직, 법적 환경의 변화 등과 함께 이루어지므로 이들 변수에 대한 통제 없이 경영자 지배가 반드시 기업성과에 많은 영향을 주었다고 결론내기는 어렵다고 보았다. 그리고 많은 부분은 기업 특유의 성격에 의해 좌우된다고 하였다.

제 3 절 선행연구의 검토

기업지배구조에 대한 연구는 개별기업의 지배구조 특성과 기업가치 및 경영성과와 관련된 연구와 지배구조지수를 이용하여 기업의 시장가치나 경영성과와의 관련에 관한 연구들로 대별될 수 있다.

개별기업의 지배구조 특성을 이용한 선행연구는 매우 다양하다. 이러한 연구는 내부지배구조의 요소인 이사회, 감사위원회, 경영자보상제도의 효율성 여부와 경영성과 및 기업가치와 관련된 연구는 물론, 외부지배구조의 요소인 공시제도, 주주권리 보호, M&A시장, 기관투자자 및 금융기관 등의 효율성 여부와 경영성과

36) Herman(1981), Corporate Control, Corporate Power, Cambridge University Press, Cambridge, pp.58~59.

및 기업가치와 관련된 연구들로 구분될 수 있다. 그 중에서도 기업의 소유구조를 나타내는 대주주 지분율과 기관투자자 지분율과 관련된 연구가 많은 부분을 차지하고 있다.

지배구조지수를 이용하여 기업의 시장가치나 경영성과와의 관련에 관한 연구는 개별적 방법으로 기업지배구조지수를 산정하여 분석한 연구와 개별 국가 내에 설립된 지배구조 평가기관이 작성한 지배구조지수를 이용하여 기업의 시장가치나 경영성과와의 관련에 관한 연구들로 구별할 수 있다. 이하에서는 이러한 선행연구들 중 몇 가지를 검토하기로 한다.

1. 개별기업의 지배구조 특성과 기업가치 및 경영성과와 관련된 연구

박기성(2002)³⁷⁾은 대주주 지분율과 외부 기관투자자 지분율이라는 지배매커니즘간의 상호작용이 경영성과에 미치는 효과를 검증하였다. 1994~1996년의 3년간의 통계치를 바탕으로 252개 기업을 대상으로 재무적 성과를 측정하는 ROA와 ROS, 기업가치를 측정하는 토빈 q를 종속변수로 활용하여 기관투자자의 지분율의 집중도의 차이에 따라 검증한 결과, 기관투자자 지분율이 높은 기업일수록 경영자에 대한 모니터링 기능이 강화되며, 따라서 내부 소유지분과 기업가치와 성과의 유의적 관계는 기관투자자 지분이 낮은 경우보다 높은 경우에 특히 강하게 나타나는 것을 검증하였다.

박종일·전규안·최종학(2003)³⁸⁾은 2000년 및 2001년에 각각 감사위원회를 설치한 기업 58개 기업에 대하여 이사회 및 감사위원회의 특성이 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 이사회의 전문성이 높을수록, 그리고 이사회 규모가

37) 박기성(2002), "소유 구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin Q의 관계에 관한 연구", 한국증권학회지, 제30권, pp.297~325.

38) 박종일·전규안·최종학(2003), "동일 감사인의 감사와 비감사 보수에 대한 현황분석 : 주권상장법인과 현회등록법인을 중심으로", 회계저널, 제12권 제3호, 한국회계학회, pp.29~66.

클수록 이익조정이 감소하는 것으로 분석되었다. 감사위원회의 경우 감사위원이 해당 기업의 지분을 보유하고 있으면 이익조정은 증가하지만 감가위원회의 전문성이 높거나 감사위원회의 규모가 클수록 이익조정은 감소하고 있다.

최우석·이우백(2005)³⁹⁾은 소유주에 의한 경영방식과 전문경영인에 의한 경영방식 중 경영성과의 측면에서 어느 것이 우수한가를 실증분석 하였다. 2001년부터 2003년까지 3년간 증권거래소에 계속 상장된 601개 기업을 분석대상으로 삼아 금융업을 제외한 1616개의 표본을 선정하였다. 오너경영기업과 전문경영기업간의 기업성과를 비교하기 위한 성과변수는 총자산영업이익률, 시장조정초과이익률 등으로 측정하였다. 경영형태는 오너경영기업과 전문경영기업으로 나누고 분석하여 전문경영기업보다 오너경영기업의 성과가 우월하다고 주장하였다.

2. 개별적 방법으로 기업지배구조지수를 산정하여 분석한 선행연구

오재영(2005)⁴⁰⁾은 2003년 한국 기업지배구조개선지원센터에서 한국증권거래소 상장기업을 대상으로 실시한 기업지배구조평가 설문조사에 응한 425개 기업 중 금융기관을 제외한 384개 기업에 대한 설문응답을 바탕으로 기업고유의 기업지배구조지수를 만들고, 이를 주요 설명변수로 하여 기업성과 변수와 기업가치 변수 및 기업의 사장가치이익 변수에 대하여 어떻게 체계적으로 영향을 주는지를 검증하기 위한 회귀분석을 실시하여 검증한 결과, 총자본순이익률(ROA)과 매출액영업이익률(EBIT/SALES)을 종속변수로 한 기업지배구조와 경영성과간의 관계검증에서는 모두 좋은 지배구조를 가진 기업이 좋은 경영성과를 가진다는 유의한 결과를 얻을 수 있었고, 이에 대한 2단계 최소자승법(2SLS)에 의한 인과관

39) 최우석·이우백(2005), "오너경영과 기업성과에 관한 실증연구", 재무연구, 제18권 제1호, pp.121~155.

40) 오재영(2005), 기업지배구조가 기업성과와 기업가치 및 주식수익률에 미치는 영향, 박사학위논문.

계 분석에서도 좋은 지배구조가 좋은 경영성과를 가져온다는 결과를 보이고 있다.

윤봉한·오재영(2005)⁴¹⁾은 2003년 기업지배구조개선지원센터에서 거래소 상장기업을 대상으로 실시한 설문조사에 응한 425개 기업 중 금융기관을 제외한 384개 기업의 자료를 기초로 기업 고유의 기업지배구조지수를 산출하고, 이 지수를 설명변수로 하여 개별기업의 경영성과와 가치 및 시장수익률과의 관계를 검증하였다. 분석결과, 금융기관을 제외한 주주권리 보호와 이사회 운영이 경영성과와 시장수익 등의 관계검증에서 우수한 지배구조를 가진 기업이 경영성과 또한 좋다는 유의한 결과를 얻었다. 그러나 2SLS회귀분석의 결과와 시장가치이익률간의 관계는 유의하지 않았다. 이에 대해 그들은 기업성과를 주가가 충분히 반영하지 못하고, 한국시장에서는 지배구조에 대한 프리미엄이 아직 형성되지 않고 있음을 보여준다고 주장하였다.

문상혁·이화진·지현미(2006)⁴²⁾는 2000년부터 2002년 사이의 금융업을 제외한 1,255개 기업을 대상으로 기업지배구조와 기업가치 간의 관계를 회계투명성과 경영성과의 향상이라는 실질적인 매개체를 통하여 실증적으로 분석하고, 이를 위해 기업지배구조와 보고이익의 질 및 경영성과간의 관련성, 그리고 기업지배구조와 관련된 보고이익의 질과 경영성과와 기업가치와의 관련성을 2단계로 나누어 실증적으로 분석하여 결과, 이사회 내 사외이사의 전문성 및 활동성이 높을수록, 외국인지분율이 높을수록 보고이익의 질이 증가하는 것으로 나타났다. 또한 사외이사의 전문성 및 활동성이 높을수록 경영성과가 더 높았으며, 그리고 기업지배구조에 의해 설명되는 보고이익의 질과 경영성과가 기업가치와 유의한 관련성을 보였다.

41) 윤봉한·오재영(2005), "기업지배구조와 기업성과 및 기업가치 : 한국상장기업에 대한 실증연구", 증권학회지, 제34권, 제1호, pp.227~263.

42) 문상혁·이화진·지현미(2006), "기업지배구조가 보고이익의 질, 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향", 회계와 감사연구, 제44호, pp.257~288.

송혁준(2006)⁴³⁾은 연구의 표본을 2003년 12월말일자 기준 증권거래소에 상장되어 있는 제조업종 12월 결산법인 전체를 대상으로 하였으며, 기업지배구조 및 재무데이터는 IMF를 지난 시점인 1999년부터 2003년까지의 기업으로 선정하였다. 실증분석 결과 기업성과와 관련하여 기업지배구조에 기인한 이익조정은 기업성과와 양의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 기업지배구조에 기인한 경영자의 이익조정은 일반적인 기회주의적인 경영자의 이익조정과는 달리 기업성과를 증가시키는 것으로 보인다. 따라서 경영자의 이익조정은 일반적으로 기업성과에 부정적인 영향을 미친다는 기존의 연구결과와 상충되는 측면이 있다.

3. 지배구조 평가기관이 작성한 지배구조지수를 이용한 선행연구

황선웅·김종상(2007)⁴⁴⁾은 한국기업지배구조원(CGS)에서 제공하는 지배구조지수를 이용하여 산업별 분석결과 금융업의 지배구조가 가장 높은 점수를 얻었으나, 제조업이나 어업·광업 등의 업종은 낮은 점수가 나왔다. 또한 주식시장의 신호효과에 대한 검증결과, 지배구조 우수기업의 발표가 시장에서 해당기업에게 호재로 작용했음에도 불구하고 주식수익률이 발표일 전후를 기준으로 유의한 차이가 없는 것으로 나타났다.

김동주(2008)⁴⁵⁾는 2006년도와 2007년도에 모두 증권거래소에 상장된 기업 중에서 CGS(기업지배구조개선지원센터), KEJI(경제정의연구소)의 자료원과 연결이 가능한 318개 기업을 분석대상으로 하였고, 이 중에서 상장 폐지되거나 기업보고서가 누락된 경우 등의 4개 기업을 제외한 314개 기업을 대상으로 기업지배구조

43) 송혁준(2006), "기업지배구조가 경영자의 이익조정과 기업성과에 미치는 영향", 제24권, 제4호, pp.167~186.

44) 황선웅·김종상(2007), "주식가치와 기업지배구조간의 상호관련성에 관한 실증연구", 재무관리논총, 제13권 제1호, pp.19~46.

45) 김동주(2008), 기업지배구조의 특성이 고용관계에 미치는 영향에 관한 실증연구, 박사학위논문.

의 특성이 고용관계에 미치는 효과에 대해 분석하였다. 분석 결과, 기업지배구조의 이해관계자 지향적 특성은 인당 교육훈련비, 직원평균임금, 노사관계분위기 및 파업을 중심으로 개별적, 집단적 고용관계에 유의한 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 그러나 상대적으로 개별적 고용관계보다는 집단적 고용관계에 더욱 유의한 관련성이 나타나고 있다. 우선 기업지배구조를 기업의 최고 의사결정구조로 보았을 때 기업의 다양한 이해관계자들 간의 힘의 역학관계가 기업지배구조에 반영될 가능성이 있다. 이러한 측면은 보다 구체적인 주체들 간의 관계인 집단적 고용관계에 투영될 가능성이 더욱 높다고 할 수 있다. 상대적으로 개별적 고용관계의 경우에는 관련 제도나 기업의 상황요인에 더욱 큰 영향을 받을 개연성이 크므로 특히 기업수준의 경우에 있어서는 기업지배구조의 특성에 따른 차이가 뚜렷하게 나타나지 않을 가능성이 있다고 본다.

손평식(2008)⁴⁶⁾ 연구에서는 한국기업지배구조개선지원센터(KCGS)의 기업지배구조지수를 이용하여 기업지배구조지수와 경영성과와의 관계를 회귀분석을 이용하여 실증적으로 분석하였다. 결과를 보면 기업크기, 부채비율, 연구개발비 등의 통제변수를 고려한 후 회귀분석에 의하면 기업지배구조와 경영성과는 유의한 양의 관계를 보여주었다. 종속변수로 사용한 ROA와 ROE의 차이분석에 있어서, ROA와 전체기업지배구조지수는 유의한 양의 관계를 나타내었으나, ROE와 전체기업지배구조지수는 유의한 관계를 나타내지 못하였다. 영업이익은 본질적인 기업활동의 경영성과를 측정하는 것이나 당기순이익은 영업외 항목과 특별항목을 고려한 후의 이익인 때문인 것으로 판단된다. 즉 기업의 핵심경영성과는 영업이익이므로 영업이익을 분자로 하고 총자산을 분모로 하는 ROA가 기업의 경영성과를 충실히 나타내는 것을 의미한다. 부문별 기업지배구조지수와 경영성과의 관계를 보면 주주 권리보호와 경영과실 배분 부문지배구조지수가 경영성과와 유

46) 손평식(2008), "기업지배구조와 경영성과 간의 관계에 대한 실증연구", 산업경제연구, 제21권 제3호, pp.1061~1083.

의한 양의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 여기서도 ROA는 주주 권리보호와 경영과실 배분 부문지수와 유의한 양의 관계를 보여주었으나, ROE 경우에는 유의한 관계를 보여주는 부문별 지배구조지수는 나타나지 않았다.

이호갑·손영건(2009)⁴⁷⁾은 기업지배구조가 우수한 기업과 통제기업간 재무성과와 기업가치에 차이가 있는지 밝히는 연구에서 CGS(corporate governance score)지배구조등급이 양호 이상이었던 기업 중 금융업에 속하지 않는 지배구조 우수기업을 선정하고, 통제그룹에는 우수기업과 같은 업종이면서 자산규모가 비슷한 1개 기업을 임의로 선정하였다. 그 결과 수익성 지표는 지배구조 우수기업이 통제기업보다 ROA는 1%, 매출액 영업이익률은 5% 유의수준에서 높게 나타났다. Tobin's Q에서는 우수기업과 통제기업 간에 유의한 차이가 없으며, EVA는 지배구조 우수기업이 통제기업에 비하여 1% 유의수준에서 높게 나타나서, 기업지배구조가 개선되면 지배주주의 비합리적 의사결정과 사적이익 추구를 효과적으로 견제할 수 있으며, 이는 기업의 재무적 성과의 개선으로 이어질 수 있다는 것을 의미한다고 하였다.

4. 국외에서 이루어진 지배구조지수를 이용한 선행연구

한편 국외에서 이루어진 연구들 중 지배구조지수를 이용한 연구들을 살펴보면 다음과 같다.

Black(2001)⁴⁸⁾은 21개의 러시아 대기업을 대상으로 연구를 진행하였다. 러시아의 한 투자은행에 의해 개발된 이들 기업의 지배구조평가와 또 다른 러시아 투자은행에 의해 산출된 자본화 가치율을 사용하여 기업의 지배구조 행태와 시장

47) 이호갑·손영건(2009), "기업지배구조가 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향", 대한회계학회 학술대회논문집, 제1권. pp.471~489.

48) Black, B.(2001), "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms", Emerging Markets Review, Vol.2, pp.89~108.

가치간의 관계를 검증하였다. 연구결과, 러시아 기업의 미비한 지배구조 수준으로 인해 기업 간에 큰 가격 변동의 폭이 발생한다는 것을 보였으며, 이로 인해 투자자가 기업지분 투자를 결정함에 있어 기업의 지배구조 행태에 큰 비중을 두도록 시장에 작용하고 있음을 밝혔다.

Mitton(2002)⁴⁹⁾은 인도네시아, 한국, 말레이시아, 필리핀, 태국 등 동아시아 5개국의 398개 기업을 대상으로 금융위기 기간 동안에 기업지배구조가 기업성과(주식수익률로 측정)에 중요한 영향을 미쳤음을 발견하였다. 그는 금융위기 동안 지배구조가 기업성과에 영향을 미친 이유로 첫째, 투자수익률이 저하되면서 지배주주들에게는 소수주주의 부를 전용할 유인이 증가하였고, 둘째, 투자자들이 기업지배구조의 중요성을 자각하기 시작했기 때문으로 분석하였다. 그리고 주가는 공시의 품질성이 높은 기업, 외부지분비율이 높은 기업 등이 더 높다는 것을 발견하였다.

Gompers, Ishii, and Metrick(2003)⁵⁰⁾는 관련 전문연구기관인 Investor Responsibility Research Center(IRRC)로부터 입수한 24개 기업지배구조관련 항목들을 이용하여 1990년부터 1999년까지의 기간 동안 미국의 상위 1500개 대기업을 대상으로 주주권리 보호의 수준에 대한 대용변수인 기업지배구조지수를 산출하였다. 이들 항목들은 주로 경영권 방어와 의결권 행사 및 등기이사 보호 등과 관련되어 있다. 조사결과, 좋은 지배구조의 기업이 나쁜 지배구조의 기업을 능가한다. 즉 좋은 지배구조의 기업은 높은 주가수익을 갖고 높게 평가되며 나은 영업실적을 보이고 있다. 또한, 강한 주주권리를 가진 기업이 높은 기업가치와 높은 이익, 높은 매출성장률 및 낮은 자본비용을 가지며, 피기업인수를 맞게 됨을 밝혔다.

49) Mitton, T.(2002), "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", Journal of Financial Economics, Vol.64, pp.215~241.

50) Gompers, P., Ishii, L. and A. Metrick(2003), "Corporate Governance and Equity Prices", Working paper, Harvard Business School, Quarterly Journal of Economics, Vol.118, No.1, pp.107~156.

Klapper and Love(2003)⁵¹⁾은 14개 개별기업의 지배구조순위를 분석 후, 평균적으로는 법적 보호가 강한 국가들에게서 개별기업의 지배구조 건전성이 더 높은 것을 발견하고 있다. 그러나 이러한 결과는 각 기업의 지배구조 건전성 분포가 투자자 보호에 대한 국가간 차이와는 구조적으로 관련되어 있지 않기에 법적 보호가 약한 국가에서도 높은 지배구조 건전성을 가진 기업들이 존재하고 그 반대현상 역시 존재한다고 보고하였다.

Drobetz, Schillhofer and Zimmermann(2004)⁵²⁾은 독일기업의 지배구조등급과 기업가치와 성과 간에는 양의 상관관계가 있으며, 지배구조가 좋은 기업을 매수하고 지배구조가 취약한 기업을 매도하는 투자전략은 일 년 동안 12%의 초과수익을 발생시킨다고 주장하였다.

Krivogorsky(2006)⁵³⁾은 7개 유럽 국가의 87개 기업을 대상으로 이사회 구성원 중 독립이사의 비중이 기업성과(ROA, ROE, MTB)에 어떤 영향을 미치는지를 분석하였으며, 분석결과 독립이사의 비율이 ROE, ROA와 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다.

Bhagat and Bolton(2008)⁵⁴⁾은 첫째, GIM index와 BCF index⁵⁵⁾를 이용하여 측정한 결과 지배구조가 우수하고, 이사회 임원의 주식보유, 그리고 최고경영자와 이사회 의장의 분리는 당 회기와 다음 회기의 더 좋은 성과를 가져오지만, 이사회 독립성은 반대의 결과를 가져왔다. 둘째, 기존연구와는 반대로 어떠한 지배

51) Klapper, L. and I. Love(2003), "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets", Journal of Corporate Finance, Vol.195, pp.1~26.

52) Drobetz, Schillhofer, Zimmermann(2004), "Corporate Governance and Expected Stock Return : Evidence from Germany", European Financial Management, Vol.10 No.2, pp.267~293.

53) Krivogorsky, V.(2006), "Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe", The International Journal of Accounting, Vol.41, pp.176~197.

54) Bhagat, S. and Bolton, B.(2008), "Corporate Governance and Firm Performance", Journal of Corporate Finance, Vol.14 Issue3, pp.257~273.

55) Bebchuk 등(BCF,2004)은 Investor Responsibility Research Center(IRRC)의 조항의 상대적 중요성을 조사하고, 이 중 주주의 권리를 잠재적인 적대적 인수 합병은 더 어렵게 만드는 것 2개와 주주의 권한을 제한하는 4개로 이루어진 "침해index"와 기타 index18개를 만들었는데, GIM index를 사용한 기업가치와의 관련성에서 비슷한 결과를 가져왔다.

구조 측정변수도 미래주가수익율과 상관관계가 없었다. 셋째, 낮은 경영성과에서 이익조정가능성은 이사회 임원의 주식보유와 이사회 독립성과 양(+)의 상관관계를 가져왔다고 하였다.

Ertugrul and Hegde(2009)⁵⁶⁾는 미국의 3대 지배구조평가 기관⁵⁷⁾에 의해 제공되는 각각의 기업지배구조 등급과 경영성과간의 관련성을 연구하였다. TCL의 경우 종합점수(summary score)와 하부등급(sub-rating)으로 구분하여 분석하였는데, 하부등급이 요약점수보다 정확하게 문제점을 지적하고 있는 것으로 나타났다. 종합점수의 경우 경영성과와 TCL 지수, 경영성과와 ISS는 음(-)의 관계, 경영성과와 GMI등급과는 양(+)의 관계를 나타내었다. 그러나 경영성과와 TCL의 하부등급 간의 다중회귀분석에서 경영성과는 이사회 보상(board compensation), 최고경영자보상(CEO compensation), 주주의 민감성(shareholder responsiveness), 전략적 의사결정(strategic decision) 등과는 음(-)의 관계를, 소송 문제(litigation problems), 인수방어(takeover defenses), 회계(accounting)와는 양(+)의 관계를 나타내는 것으로 나타났다. 따라서 기업지배구조의 하부등급을 이용하여 분석하는 것이 종합점수를 이용하는 것보다 설명력이 더 높으며 정확하다고 할 수 있다. 즉, 이러한 결과는 복잡한 기업지배구조를 단순하고 통합된 유익한 전반적인 지수로 모두를 평가하기는 어렵다는 학술연구자 및 자금관리자들의 최근 결과와 일치한다.

Renders등(2010)⁵⁸⁾은 Deminor와 Worldscope의 1999년~2003년까지의 자료를 이용한 연구에서 내생성(endogeneity)과 편의(bias)를 동시 선택하여 통제한 후에 기업지배구조등급과 성과 사이에 유의한 정의 관계를 발견하였지만, 이 관계의

56) Ertugrul, M. and S. Hegde(2009), "Corporate Governance Rating and Firm Performance", Financial Management, Blackwell Publishing Ltd., Vol.38 Issue1, pp.139~160.

57) 미국의 3대 지배구조평가기관 : ①TCL: The Corporate Library, ②ISS:Institutional Shareholders Services, and ③GMI: Governance Metrics International.

58) Renders, A., Gaeremynck, A., and P. Sercu(2010), "Corporate-Governance Ratings and Company Performance : A Cross-European Study", Corporate Governance : An International Review, Vol.18 Issue2, pp.87~106.

강도는 제도적 환경의 질에 달렸다고 느낀다고 하였다. 또한 지배구조등급의 개선은 시간이 경과하면서 경영성과적인 측면에서 한계이익의 감소를 가져왔으며, 연성법(softlaw)과 시장의 보이지 않는 손이 그들의 기업지배구조를 개선하는 기업으로 이끌 것을 제안하였다.

5. 선행연구와의 차별성

최근까지 연구된 논문들은 기업지배구조평가지표 점수의 좋고 나쁨에 따라 경영성과와 기업가치에 차이가 있는가를 분석하였으며, 대부분의 경우 기업지배구조평가지수가 높은 경우 기업가치가 높은 것으로 나타났다.

그러나 일반적으로 평가기관에 의해 수행되는 지배구조평가의 결과 점수는 발표되지 않으며, 이를 바탕으로 분류된 지배구조등급 중 보통 이상인 기업만 발표된다. 따라서 시장에서 일반적인 정보이용자들은 기업지배구조등급만을 투자정보로 활용할 수 있을 뿐이다.

따라서 본 연구는 투자자들이 현실적으로 접할 수 있는 정보인 국내의 한국기업지배구조원(CGS)에서 공표하는 등급에 포함되어 있는 기업과 발표되는 등급에 포함되지 않는 기업 간의 경영성과에 차이가 나는지를 분석한다는 점에서 기존의 연구와 차이가 있다.

제 3 장 연구방법

제 1 절 연구가설의 설정

실질적으로 기업지배구조에 대한 연구는 기업의 대리인 비용을 감소시키기 위한 장치에 대한 연구라고 할 수 있다. 대리인 비용이 과다하면 당해 회사가 붕괴하고, 이렇게 여러 회사가 붕괴하면 회사제도와 자본시장이 붕괴하게 될 것이며, 회사제도와 자본시장이 붕괴하면 사회의 후생수준이 후퇴하게 될 것이고, 사회 후생수준의 저하는 인권을 후퇴시키고 분쟁을 증가시키게 될 것이다.

대리인 비용은 게으름(shirking)과 무능력 및 스틸링(stealing)⁵⁹⁾ 등에서 발생한다. 게으름(shirking)과 무능력은 회사 내외에서의 생존경쟁에 의해 상당 수준으로 억제되는 반면, 스틸링⁶⁰⁾은 부패의 일종이기 때문에 회사경영의 효율성 차원을 넘는 사회적, 정치적 과장을 생산한다.

기업의 경영권은 이러한 스틸링을 감행할 수 있는 힘을 내포하고 있으며, 그러한 힘에서 발생하는 이익을 경영권의 사적 이익(private benefit of control)이라고 통칭한다. 문제는 경영권의 사적 이익 추구가 인간의 본성에서 유래한다는 것이다. 일반적으로 회사를 위한 일과 경영자 개인을 위한 일의 구별이나 위신 추구와 사업적 판단에 의한 투자 결정의 구별 등은 많은 경우 외관상 거의 불가능하며, 행위의 당사자조차도 구별하지 못하는 경우가 많다. 우리나라에서는 이러한

59) 회사의 사업을 위해 경영권을 행사해야 할 위치에 있는 경영자들이 경영권을 개인적인 이익을 위해 사용하는 것을 스틸링이라고 총칭한다.

60) 스틸링의 종류로는, 횡령, 회사 돈의 개인용도 지출, 부당한 조건에 의한 회사와의 거래, 회사 비용으로 개인적 위신 추구, 업무수행을 위한 과도한 회사 비용 지출, 자격이 의심스러운 가족, 친지를 위한 인사권 행사 및 경영권 승계, 경영자의 지위와 특권유지를 위한 분식회계와 부실공시, 증권시장에서의 내부자거래와 시세조종, 회사 돈의 위법한 사용과 그를 위한 회계조작, 지위의 보전 상승을 위한 위법한 지시의 이행, 오너의 의중을 반영한 자발적인 위법행위 등이 있다.

스틸링이 기업의 단기적인 실적 증가로 연결된 사례가 무수히 많으며, 그 때문에 당사자들의 판단이 종종 혼란을 겪게 된다.

기업지배구조의 정비는 가능한 최선의 범위 내에서 스틸링을 막기 위한 장치를 고안하고, 그 집행을 성취하는 것이다. 성공적인 기업지배구조의 전파는 기업 실적의 상승과 자본시장의 발전으로 연결된다. 이는 국가경제의 성장과 사회복지 수준의 증대로 나타나며, 결과적으로 국내 및 국제사회에서의 인권신장과 평화유지를 초래하게 해준다. 이 때문에 최근 국제기구들도 기업지배구조의 연구에 많은 노력을 기울이고 있는 것이다.

기업지배구조 정비의 목표는 경영자의 지배력 확장이나 지배를 유지를 규제하는 것이 아니라, 스틸링을 막아 경영자의 사적 이익을 축소하는데 있다. 문제는 강력한 기업경영권은 거의 스틸링을 수반하였다는 역사적 경험이기 때문에 기업지배구조의 정비가 경영자의 지배력 확장을 견제하는 것으로 설정되어 온 것이다. 소유구조가 복잡해지면, 경영자의 지배력 확장과 유지가 용이해지며, 특히 기업집단을 조성하면 소수주주의 돈으로 지배력을 확장할 수 있게 되며, 계열의 금융사를 이용하면 주주도 아닌 예금자의 돈으로 지배력을 확장할 수 있게 된다. 또한 소유구조가 복잡해지면 스틸링이 발생했을 때 이를 시정 제재할 수 있는 장치의 작동도 어려워지게 된다. 만약 경영자의 지배력이 스틸링에 사용되지 않고 사업에만 사용된다는 보장만 있다면, 기업의 소유지배구조에 대한 일체의 규제가 불필요하며, 경영자들의 권한과 활동을 최대한 보장하고, 정당한 사업수행의 결과 발생하는 실패에 대해 최대한 면책해 줄 수 있을 것이다. 그러나 이러한 보장이 없기 때문에 기업지배구조의 개선이 필요하게 되는 것이다.

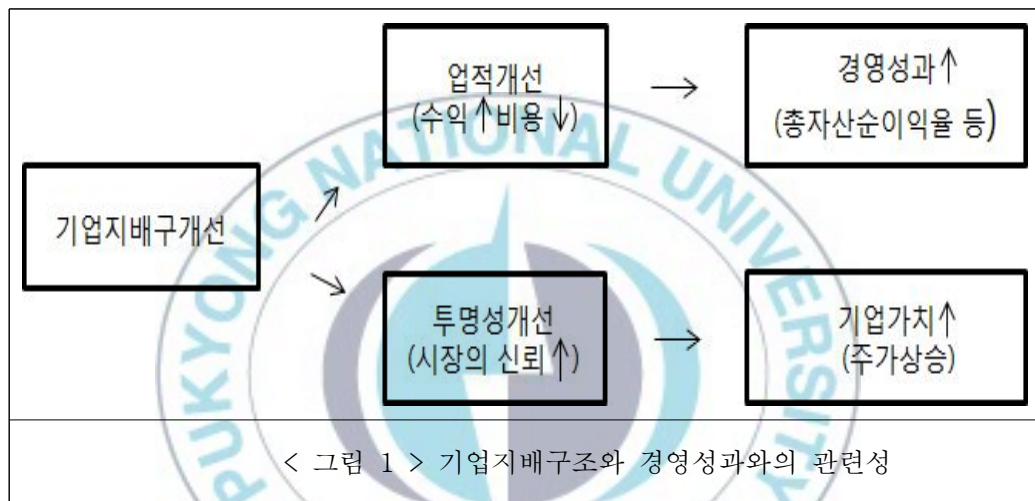
기업지배구조의 개선이 기업가치를 상승시키는 이유는 두 가지로 구분할 수 있다.

첫째, 기업지배구조가 개선되면 이사회와 경영의사결정에 있어서 주주의 부증가에 초점을 맞춘 합리성을 추구하는 것이 용이해지고 이는 경영성과의 개선으로

로 이어진다는 것이다.

둘째, 기업의 지배구조가 개선되면 대주주의 사적 이익 추구를 위한 불공정 공시를 할 필요성이 없어지기 때문에 기업의 경영투명성이 높아지고 이는 투자자들의 당해 기업에 대한 신뢰도 상승을 가져오므로 주가가 상승한다는 것이다.

이러한 관계를 그림으로 표시하면 < 그림 1 >과 같다.



본 연구는 한국기업지배구조원에 의해 ‘전반적으로 지배구조 관행이 보통’ 이상의 등급이라고 공표되는 기업은 그렇지 않은 기업(통제기업)에 비해 경영자에 대한 감시와 견제, 내부 통제를 통해 대리인 비용을 감소시키고, 경영의사결정에 있어 경영효율과 합리성이 제고되어 보다 우수한 경영성과를 창출할 것으로 예상된다. 따라서 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

가설 : 기업지배구조가 좋은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업의 성과가 높을 것이다.

제 2 절 연구모형의 설정

본 연구는 좋은 지배구조를 가진 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 기업성과가 높은지를 검증하는 것이다. 따라서 종속변수를 기업성과로 하고 독립변수를 좋은 지배구조를 가진 기업이 그렇지 않은 기업으로 하여 더미변수로 선정하였다. 일반적으로 기업성과는 기업의 규모, 부채비율, 매출액증가, 현금흐름 등에 의해 영향을 받는 것이므로 모형에서는 이들을 통제변수로 선정하였다. 이와 같이 하여 분석에 사용된 모형은 다음과 같다.

$$\text{기업의 성과} = \alpha + \beta_1 \cdot \text{CGIDum} + \beta_2 \cdot \text{SIZE} + \beta_3 \cdot \text{DEBT} + \beta_4 \cdot \text{SALE} + \beta_5 \cdot \text{CFO} + \varepsilon$$

기업성과	: 총자산이익률, 자기자본이익률, 매출액영업이익률
CGIDum	: 기업지배구조등급더미(GOOD 1, BAD 0)
SIZE	: 총자산의 자연대수
DEBT	: 부채비율
SALE	: 매출액증가율
CFO	: 영업현금흐름
ε	: 오차항

제 3 절 변수의 정의

1. 종속변수

본 연구에서는 기업성과를 종속변수로 하였다. 기업의 경영성과를 측정하는 변수는 총자산이익률(ROA), 자기자본이익률(ROE) 및 매출액영업이익률(EBSL) 등의 3가지 성과측정지표를 대용변수로서 설정하였다. 총자산이익률은 기업의 경영자가 기업의 자산을 사용하여 어느 정도의 이익을 창출하였는가를 나타내는 기업의 이익창출능력을 의미한다. 자기자본이익률이란 경영자가 기업에 투자된 자본을 사용하여 어느 정도 이익을 올리고 있는가를 나타내는 기업의 이익창출능력을 말한다. 매출액영업이익률은 기업의 경영활동에서 매출액에 대한 영업이익의 관계를 나타내는 비율로서 기업의 주된 영업활동의 능력을 측정하는 기준이 된다. 이러한 각 변수를 산출하는 식은 다음과 같다.

$$\text{총자산순이익율} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}} * 100$$

$$\text{자기자본순이익율} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{자기자본}} * 100$$

$$\text{매출액영업이익율} = \frac{\text{영업이익}}{\text{매출액}} * 100$$

2. 독립변수

본 연구에서는 독립변수로 기업지배구조가 좋은 기업과 그렇지 않은 2가지 종류의 기업으로 구분하였으며, 이 두 가지 그룹 간에 기업성과에 유의적인 차이가 있는지를 분석하는 것이다. 따라서 기업지배구조가 좋은 기업과 그렇지 않은 기업의 구분이 필요하다. 본 연구에서는 지배구조의 대용변수로 한국기업지배구조원에서 발표한 지배구조등급(CGI)을 이용하였다. 먼저 한국기업지배구조원에서 평가한 지배구조등급이 "보통" 이상이면 "1"로 지배구조가 좋은 기업으로 분류하고, 유가증권시장 상장되고 코스닥증권시장에 상장된 기업 중 이러한 기업에 속하지 않은 나머지 기업에 대하여 "보통" 이하의 등급을 받은 것으로 판정하여 "0"을 부여하고 지배구조가 안 좋은 기업으로 분류하였다.

가. 등급의 정의

한국기업지배구조원에서 발표되는 정보는 매년 상반기 설문조사 및 구조원 내부조사를 통하여 주주의 권리보호, 이사회 구성 및 운영, 공시(경영 투명성), 감사기구, 경영의 과실배분 등의 5개 부문으로 구분하여 기업지배구조 평가 항목을 선정하여 지배구조 점수를 평가하고, 이에 따라 등급을 분류한 다음 지배구조 등급이 보통(Moderate) 이상인 기업을 대상으로 공표하고 있다.

한국 기업지배구조원에서 발표하는 기업지배구조 등급의 구분은 < 표 1 >과 같다.

〈 표 1 〉 기업지배구조 등급별 구분

등 급	의 미
최우량 (Excellent)	기업지배구조의 모든 부문에서 모범기준이 제시한 체계를 갖추고 그에 부합한 운영 관행을 보이는 기업
우량+ (Very Strong)	전반적으로 지배구조 관행이 매우 우량하며 전 분야에서 매우 높은 점수를 받은 기업
우량 (Strong)	전반적으로 지배구조 관행이 우량한 기업으로 대부분의 분야에서 높은 점수를 받고 있는 기업
양호+ (Very Good)	전반적으로 지배구조 관행이 매우 양호하나 한·두 분야에서 다소 낮은 점수를 받은 기업
양호 (Good)	전반적으로 지배구조 관행이 양호하나 일부 분야에서 다소 낮은 점수를 받을 기업
보통 (Moderate)	전반적으로 지배구조 관행이 보통인 기업으로 일부 부분에서 개선의 여지가 있는 기업
취약 (Weak)	전반적으로 지배구조 관행이 취약하며 각 부문에서 개선의 여지가 많은 기업
매우취약 (Very Weak)	전반적으로 지배구조 관행이 매우 취약하며 지배구조 개선이 절대적으로 필요한 기업

나. 평가기준

기업지배구조 평가는 주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영의 과실배분의 5가지 부문 분야로 측정되며, 그 측정 기준은 < 표 2 >와 같다.

〈 표 2 〉 기업지배구조 평가기준

주주의 권리보호	주주 권리의 보호 및 행사 편의성	- 기업지배구조현장 및 임직원 윤리규정 도입 - 집중투표제, 서면투표제 및 전자투표제 도입 - 적대적 M&A 관련 원천적 방어수단 도입 - 소수주주권 행사현황 - 정기주주총회 개최 전 관련정보 사전제공
	소유구조	- 최대주주 및 특수관계인의 지분을 합계 - 등기임원의 지분을 합계 - 계열회사의 지분을 합계
	특수관계인과의 거래	- 최대주주 및 특수관계인과의 거래실적 - 계열회사와의 거래실적
이사회	이사의 구성	- 이사의 사외이사 구성 현황 - 대표이사와 이사회회장의 분리 여부 - 사외이사 후보추천위원회, 보상위원회의 설치 및 구성 현황
	이사의운영, 평가 및 보상	- 이사회 및 이사회 내 위원회의 활동내역 및 평가 결과 - 사외이사의 활동내용 및 평가 결과 - 등기임원에 대한 주식성과급 부여
공시	공시일반	- 기업설명회(IR)실적 및 사전예고 여부 - 자진(자율)·정정·조회·장 마감 이후 공시 등 공시 실적 - 영업손익 등 사업실적 및 예측정보 관련사항 - 사외이사의 겸직 및 겸업 내역
	홈페이지 공시	- 이사회 및 이사회 내 위원회 관련사항 - 영업보고서 및 수시공시사항 - 기업지배구조 모범기준과의 차이 및 평가등급 - 개별 등기임원 보수 현황
감사기구	감사기구 일반	- 감사기구의 형태 - 감사기구의 업무지원을 위한 독립된 감사부서 존재 - 감사위원회의 설치, 구성 및 운영 현황 - 외부감사인과의 비 감사용역 현황 - 내부신고자 보호규정 및 관계사와의 거래 투명성관리 시스템 마련
경영과실 배분	경영과실 배분 일반	- 배당수익률 현황 및 최근 3년간 배당성향 - 중간 또는 분기배당 실시여부

3. 통제변수

앞에서 설명한 종속변수와 설명변수로 쓰일 CGI로 나타낼 회귀식에 추가로 투입할 통제변수는 다음과 같다.

일반적으로 기업의 규모가 큰 기업일수록 대리인 비용이 증가하고, 이러한 문제를 해결하기 위해 지배구조를 향상시키려는 경향이 있다. 또한 규모가 큰 기업은 규모의 경제를 통해 성과에 영향을 미칠 수 있기 때문에 기업규모를 통제변수로 사용하였다. 다만 기업의 총자산을 그대로 사용하지 않고 자연로그를 취하여 사용하였다. 자산규모는 기업에 따라 그 범위가 매우 넓어지기 때문에 자연로그를 취함으로써 범위를 줄이고 분산을 균일하게 하여 정규성(normality)을 가지게 하였다.

$$\text{기업규모 (SIZE)} = \text{LN}(\text{총자산})$$

부채비율은 기업의 타인자본에 의존하고 있는 정도를 나타내는 비율이다. 부채비율이 높은 기업일수록 채무에 대한 원리금상환능력이 낮아지고 재무적 위험도가 높아지므로 기업의 성과에 부(-)의 영향을 줄 수 있다. 본 연구에서는 부채비율을 통제변수로 사용하며, 이는 총 부채를 총자산으로 나눈 값으로 계산하였다.

$$\text{부채비율 (DEBT)} = \frac{\text{총부채}}{\text{총자산}} * 100$$

매출액증가율은 비교 대상 기간에 대하여 매출액이 증가한 비율이다. 본 연구에서는 기업의 성장률을 매출액증가율로 판단하고 이를 통제변수로 사용하였다.

영업현금흐름이 좋은 기업의 경우 현금흐름이 나쁜 기업에 비하여 경영효율성

을 제고할 수 있을 것으로 판단되며, 영업현금흐름은 발생기준으로 측정된 경영 성과에 대한 현금기준의 경영성과로도 해석되므로 영업현금흐름이 경영성과에 정(+)의 영향을 미칠 수 있다. 따라서 본 연구에서는 영업현금흐름을 통제변수를 사용하였다. 본 연구에서 사용된 변수에 대한 상세한 설명과 산출방법에 대하여 < 표 3 >에 정리하였다.

< 표 3 > 변수 산출방법

주요변수	변수 명	변수 산출방법
ROA	총자산이익률	$(\text{당기순이익} / \text{총자산}) * 100$
ROE	자기자본이익률	$(\text{당기순이익} / \text{자기자본}) * 100$
EBSL	매출액영업이익률	$(\text{영업이익} / \text{매출액}) * 100$
CGIDum	지배구조를 대변하는 더미변수	좋은 기업지배구조 1, 안 좋은 기업지배구조 0.
SIZE	총자산의 자연대수	$\text{LN}(\text{총자산})$
DEBT	부채비율	$(\text{총 부채} / \text{총자산}) * 100$
SALE	매출액증가율	$(\text{당기매출액} - \text{전기매출액}) / \text{전기매출액} * 100$
CFO	영업현금흐름	$(\text{영업현금흐름} / \text{기초 총자산}) * 100$

제 4 절 표본의 선정

한국에서는 2002년 한국기업지배구조원(Corporate Governance Service: CGS)을 설립하여 매년 상장기업에 대하여 기업지배구조를 평가하고 지배구조 등급을 공표하고 있다. 본 연구는 한국기업지배구조원이 발표하는 지배구조등급을 이용하여 지배구조가 우수한 기업을 선정하였고, 그 외의 재무자료는 Kis-Value를 통하여 추출하였다. 표본기간은 2010년부터 2012년까지로 3년으로 하였다.

구체적으로 실증분석을 위한 표본기업의 선정기준은 다음과 같다.

- ① 기업지배구조센터에서 기업지배구조등급이 보통 이상 좋은 기업지배구조 기업으로 선정,
- ② 기업지배구조센터에서 기업지배구조등급이 공개되지 않은 기업을 안 좋은 기업지배구조 기업으로 선정,
- ③ 안 좋은 지배구조 기업은 유가증권에 상장된 기업과 코스닥에 상장된 기업 중에서 기업규모가 비슷한 기업을 무작위 추출,
- ④ 금융업과 금융관련 서비스업, 보험업종이 아닌 기업⁶¹⁾,
- ⑤ 12월 결산법인

2010년부터 2012년까지 3년 동안 포함된 표본의 수는 총 1,104개이며, 좋은 기업이 317개이고, 안 좋은 기업은 787개이다.

61) 금융업 등을 제외한 이유는 금융업에 속한 기업들의 경우 영업상의 특징, 소유지배구조에 대한 정부의 규제 및 재무제표 구성항목에 있어 일반기업과 상이하기 때문이다.

제 4 장 실증분석

제 1 절 기술통계량과 상관관계분석

1. 기술통계량

본 연구의 실증분석에서 다루고 있는 주요 변수와 기업지배구조에 대한 전체 기초통계량은 < 표 4 >와 같다.

< 표 4 > 기술통계량

변수	변수명	N	평균	표준편차	최솟값	최댓값
CGI	기업지배구조등급	1,104	0.29	0.45	0.00	1.00
SIZE	기업규모	1,104	26.35	1.88	22.07	32.40
DEBT	부채비율	1,104	49.28	21.08	0.77	99.54
SALE	매출액증가율	1,104	6.07	19.88	-49.36	79.68
CFO	영업현금흐름	1,104	3.09	7.76	-33.48	31.83
EBSL	매출액영업이익률	1,104	2.35	7.16	-29.04	27.49
ROA	총자산이익률	1,104	0.50	6.58	-33.18	35.22
ROE	자기자본이익률	1,104	0.40	13.28	-62.62	88.10

2. 상관관계분석

< 표 5 >는 기업지배구조와 기업성과간의 관계에 대한 실증분석에 사용되는 각 변수들 간의 상관관계를 분석한 것이다.

< 표 5 > 상관관계

변수	CGI	SIZE	DEBT	SALE	CFO	EBSL	ROA	ROE
CGI	1.00							
SIZE	0.70*** <.0001	1.00						
DEBT	0.07** 0.03	0.18*** <.0001	1.00					
SALE	0.13*** <.0001	0.12*** <.0001	0.17*** <.0001	1.00				
CFO	0.28*** <.0001	0.19*** <.0001	-0.10*** 0.001	0.12*** <.0001	1.00			
EBSL	0.36*** <.0001	0.31*** <.0001	0.03 0.32	0.29*** <.0001	0.37*** <.0001	1.00		
ROA	0.44*** <.0001	0.35*** <.0001	-0.08*** 0.001	0.22*** <.0001	0.39*** <.0001	0.61*** <.0001	1.00	
ROE	0.41*** <.0001	0.32*** <.0001	-0.06* 0.06	0.23*** <.0001	0.33*** <.0001	0.57*** <.0001	0.93*** <.0001	1.00

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

상관관계 분석결과를 살펴보면 기업성과들을 나타내는 변수인 매출액영업이익률, 총자본이익률, 자기자본이익률과 기업지배구조등급(CGI)의 상관관계는 모두 1% 유의한 수준에서 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 통제변수인 기업규모, 영업현금흐름, 매출액증가율과 기업지배구조등급(CGI)의 상관관계는 1% 유의한 수준에서 모두 정(+)의 관계를 보였고, 부채비율은 5% 유의한 수준에서 정(+)의 관계를 보였다.

실증분석에서 사용되는 각 변수들의 상관관계를 살펴본 결과 자기상관 문제는 없는 것을 알 수 있다.

제 2 절 실증분석 결과

1. 가설의 검증

< 가설 >은 기업지배구조가 좋은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업의 성과가 높을 것이라는 것이다. 이를 검증하기 위해 본 연구에서는 독립변수로 기업 지배구조가 좋은 기업과 그렇지 않은 2가지 종류의 기업으로 구분하였으며, 이 두 가지 그룹 간에 기업성과에 유의적인 차이가 있는지를 회귀분석하였으며, 그 결과는 < 표 6 >에서 < 표 8 >까지와 같다.

< 표 6 > 기업지배구조등급과 매출액영업이익률

Variable	DF	Parameter Estimate	Standard Error	t Value	Pr > t
Intercept	1	-10.59	3.52	-3.01	0.00
SIZE	1	0.45	0.14	3.22	0.00
DEBT	1	0.00	0.01	-0.39	0.70
SALE	1	0.07***	0.01	7.22	<.0001
CFO	1	0.25***	0.03	9.86	<.0001
CGI	1	2.66***	0.59	4.51	<.0001
Y2011	1	-0.85	0.46	-1.84	0.07
Y2012	1	-1.67	0.47	-3.58	0.00
수정 R ² = 0.26					

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

< 표 6 >을 보면, 기업규모, 부채비율, 매출액증가율, 영업현금흐름을 통제하고 분석한 결과, 기업지배구조 등급 더미와 매출액영업이익률 간에 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관계를 갖고 있는 것으로 나타났다. 따라서 기업지배구조가 좋은

기업은 그렇지 않은 기업에 비해 매출액영업이익률이 높은 것으로 판단된다. 통제변수로 사용한 기업규모, 부채비율, 매출액증가율, 영업현금흐름 중 매출액증가율과 영업현금흐름 만이 매출액영업이익률과 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관계를 갖고 있는 것으로 나타났다. 그러나 회귀계수의 값이 낮아서 그 영향은 크지 않은 것으로 판단된다.

〈 표 7 〉 기업지배구조등급과 총자산이익률

Variable	DF	Parameter Estimate	Standard Error	t Value	Pr > t
Intercept	1	-10.15	3.13	-3.24	0.00
SIZE	1	0.42	0.13	3.35	0.00
DEBT	1	-0.04***	0.01	-4.79	<.0001
SALE	1	0.05***	0.01	5.51	<.0001
CFO	1	0.22***	0.02	9.85	<.0001
CGI	1	3.90***	0.53	7.42	<.0001
Y ₂₀₁₁	1	-0.43	0.41	-1.05	0.30
Y ₂₀₁₂	1	-1.28	0.42	-3.08	0.00
수정 R ² = 0.31					

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

다음으로 < 표 7 >을 보면, 기업규모, 부채비율, 매출액증가율, 영업현금흐름을 통제하고 분석한 결과, 기업지배구조 등급 더미와 총자산이익률 간에 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관계를 갖고 있는 것으로 나타났다. 따라서 기업지배구조가 좋은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 총자산이익률이 높은 것으로 판단된다. 통제변수로 사용한 기업규모, 부채비율, 매출액증가율, 영업현금흐름 중 기업규모를 제외한 매출액증가율과 영업현금흐름은 총자산이익률과 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관계를 갖고 있으며, 부채비율은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관계를 갖

고 있는 것으로 나타났다. 그러나 회귀계수의 값이 낮아서 그 영향은 크지 않은 것으로 판단된다.

〈 표 8 〉 기업지배구조등급과 자기자본이익률

Variable	DF	Parameter Estimate	Standard Error	t Value	Pr > t
Intercept	1	-18.97	6.56	-2.89	0.00
SIZE	1	0.75	0.26	2.85	0.00
DEBT	1	-0.06	0.02	-3.67	0.00
SALE	1	0.10***	0.02	5.70	<.0001
CFO	1	0.36***	0.05	7.57	<.0001
CGI	1	7.64***	1.10	6.94	<.0001
Y2011	1	-1.10	0.86	-1.28	0.20
Y2012	1	-2.52	0.87	-2.90	0.00
수정 R ² = 0.25					

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

그리고 < 표 8 >을 보면, 기업규모, 부채비율, 매출액증가율, 영업현금흐름을 통제하고 분석한 결과, 기업지배구조 등급 더미와 자기자본이익률 간에 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관계를 갖고 있는 것으로 나타났다. 따라서 기업지배구조가 좋은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 자기자본이익률이 높은 것으로 판단된다. 통제변수로 사용한 기업규모, 부채비율, 매출액증가율, 영업현금흐름 중 매출액증가율과 영업현금흐름 만이 자기자본이익률과 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관계를 갖고 있는 것으로 나타났다. 그러나 회귀계수의 값이 낮아서 그 영향은 크지 않은 것으로 판단된다.

2. 분석 결과의 해석

이상의 결과를 종합해 볼 때 기업지배구조가 개선되면 이사회와 경영의사결정에 있어서 주주의 부 증가에 초점을 맞춘 합리성을 추구하는 것이 용이해지고 이는 경영성과의 개선으로 이어진다는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 이해일치가설이 적합한 것으로 볼 수 있는 것이다.



제 5 장 결 론

1997년 아시아 금융위기와 미국의 Enron 사태 등을 거치면서 기업지배구조에 대한 논의가 세계적으로 중요한 화두가 되고 있다. 한국에서도 한국기업지배구조 개선원의 상설기구화, 기업지배구조 모범기준의 설립, 기업지배구조개선원에 의해 매년 기업지배구조와 개선의 이행 정도를 평가하고, 지배구조 우수기업을 선정하는 등 기업지배구조에 대한 국제적 표준 도달을 위해 부단한 노력을 기울이고 있는 실정이다.

본 연구에서는 주주의 권리보호 및 행사의 편의성, 소유구조의 분산, 지배주주와 이해관계 없는 사외이사의 선정 등 이사회 구성의 적정성과 운영의 효율성, 경영활동 공시, 독립적이고 공정한 감사기구, 적정한 경영과실의 분배 등의 평가 점수에 의하여 한국기업지배구조원에서 공표되는 등급정보를 통해 상위등급을 받은 기업이 통제기업에 비하여 대주주의 사적 이익추구동기를 효율적으로 통제할 수 있고, 경영 투명성과 경영의사결정의 합리성이 더 추구될 것이므로 경영성과가 더 나을 것이라는데 착안하여 이를 검정하였다.

연구가설은 좋은 기업지배구조를 가진 기업일수록 기업의 성과가 높다는 것이다. 분석대상기업은 한국기업지배구조원에서 2010년에서 2012년까지 공표한 기업지배구조등급을 통해 연구기간동안 지배등급이 비교적 좋은 기업이라고 판단되는 "보통" 이상의 등급을 유지하는 기업과, 이에 대응되는 통제기업으로 동일한 기간 동안 보통 이상의 등급을 받은 적이 없는 유가증권시장과 코스닥상장기업 중에서 기업규모가 비슷한 기업을 무작위 추출하였다.

본 연구의 실증적 분석 결과는 다음과 같다. 기업성과 변수로 사용한 종속변수들인 매출액영업이익률, 총자산이익률, 자기자본이익률은 모두 기업지배구조 등급 더미와 유의한 정(+)의 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과를

불 때 기업지배구조가 개선되면 이사회와 경영의사결정에 있어서 주주의 부 증가에 초점을 맞춘 합리성을 추구하는 것이 용이해지고, 이는 경영성과의 개선으로 이어진다는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 이해일치가설이 적합한 것으로 볼 수 있는 것이다.

본 연구는 지배등급 평가 점수가 지배구조평가 지표를 사용하지 않고 시장에 공표되는 지배등급만을 이용한 것으로, 현실적으로 시장의 대부분의 투자자들이 이용할 수 있는 정보를 이용하여 기업의 경영성과에 대한 분석하였다는 점에서 의의를 가진다.

본 연구는 다음과 같은 한계점을 가진다. 기업지배구조에 대한 변수를 기업지배구조원의 지배구조등급을 사용하였다는 한계점을 갖는다. 종속변수인 경영성과를 나타내는 많은 지표들 중 수익성만을 나타내는 재무비율을 사용하였다는 것과 연구 모형을 설계함에 있어 각 표본들 간에 내재된 연관성을 고려하지 못한 한계점이 있다. 본 연구는 지배구조등급의 좋고 나쁨의 단순개념으로만 경영성과를 살펴봤는데, 향후 기업구조등급정보가 좀 더 누적되어 분석 표본의 수가 많아지면 지배구조등급의 동적변화에 따른 연구 등의 추가적인 연구가 필요하다.

또한 기업의 지배구조가 개선되면 대주주의 사적 이익 추구를 위한 불공정 공시를 할 필요성이 없어지기 때문에 기업의 경영투명성이 높아지고 이는 투자자들의 당해 기업에 대한 신뢰도 상승을 가져오므로 주가가 상승한다는 것으로 볼 수 있는데, 이러한 점을 분석하지 못하였다는 점이 가장 큰 한계라고 할 수 있다. 이러한 문제는 차후의 연구에서 해결할 과제로 두기로 한다.

참고문헌

- 기업지배구조센터(2007.7.31), "CGS 2007 유가증권시장의 지배구조 평가결과 분석", 기업지배구조센터 보도자료, pp.1~9.
- 김동주(2008), 기업지배구조의 특성이 고용관계에 미치는 영향에 관한 실증연구, 박사학위논문.
- 김성훈·박철순(2000), "사외이사제도의 이론적 배경과 시대적 의미", 전략경영연구, 제3권 제2호, pp.1~23.
- 김우택·장대홍·김경수(1993), "기업가치와 기업경영구조에 관한 실증적 연구", 재무연구, 제6호, 한국재무학회, pp.55~75.
- 김영숙·이재춘(2000), "기업가치와 기업소유구조와의 연관성", 증권학회지, 제26집, 한국증권학회, pp.173~197.
- 김주현(1992), "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구", 재무연구, 제5호, 한국재무학회, pp.161~182.
- 문상혁·이화진·지현미(2006), "기업지배구조가 보고이익의 질, 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향", 회계와 감사연구, 제44호, pp.257~288.
- 박기성(2002), "소유구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin Q의 관계에 관한 연구", 한국증권학회지, 제30권, pp.297~325.
- 박종일·전규안·최종학(2003), "동일 감사인의 감사와 비감사 보수에 대한 현황분석 : 주권상장법인과 현회등록법인을 중심으로", 회계저널, 제12권 제3호, 한국회계학회, pp.29~66.
- 손평식(2008), "기업지배구조와 경영성과 간의 관계에 대한 실증연구", 산업경제연구, 제21권 제3호, pp.1061~1083.

- 송혁준(2006), "기업지배구조가 경영자의 이익조정과 기업성과에 미치는 영향", 제24권, 제4호, pp.167~186.
- 오재영(2005), 기업지배구조가 기업성과와 기업가치 및 주식수익률에 미치는 영향, 박사학위논문.
- 윤봉한 · 오재영(2005), "기업지배구조와 기업성과 및 기업가치 : 한국상장기업에 대한 실증연구", 증권학회지, 제34권, 제1호, pp.227~263.
- 이호갑 · 손영건(2009), "기업지배구조가 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향", 대한회계학회 학술대회논문집 제1권, pp.471~489.
- 최우석 · 이우백(2005), "오너경영과 기업성과에 관한 실증연구", 재무연구, 제18권 제1호, pp.121~155.
- 황선웅 · 김종상(2007), "주식가치와 기업지배구조간의 상호관련성에 관한 실증연구", 재무관리논총, 제13권 제1호, pp.19~46.
- Baysinger, B. and R. Hoskisson(1990), "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control : Effects on Corporate Strategy", Academy of Management Review, Vol.15 No.1, pp.72~87.
- Berle and Means(1932), "The Modern Corporation and Private Property". Books, google. com
- Bhagat, S. and B. Bolton(2008), "Corporate Governance and Firm Performance", Journal of Corporate Finance, Vol.14 Issue3, pp.257~273.
- Black, B.(2001), "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms", Emerging Markets Review, Vol.2, pp.89~108.
- Blair, M.(1995), Ownership and Control, Brookings Institution Press, pp.1~375.

- Bothwell, J. L.(1980), " Profitability, Risk and the Separation of Ownership from Control", Journal of Industrial Economics, Vol.27, pp.303~311.
- Bradbury, M.(1990), "The Incentives for Voluntary Audit Committee Formation", Journal of Accounting and Public Policy, Vol.9, pp.19~36.
- Bradly, M.(1980), "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control", Journal of Business, Vol.54, pp.345~376.
- Cochran, P. L., Wood, R. A. and T. B. Jones(1985), "The Composition of Boards of Directors and Incident of Golden Parachutes", Academy of Management Journal, Vol.28, pp.663~671.
- DeAngelo, H. and M. Rice(1983), "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth", Journal of Law and Economics, pp.367~401.
- Demsetz, H. and K. Lehn(1985), "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences", Journal of Political Economy, Vol.93, pp.1155~1177.
- Drobetz, Schillhofer, Zimmermann(2004), "Corporate Governance and Expected Stock Return : Evidence from Germany", European Financial Management, Vol.10 No.2, pp.267~293.
- Ertugrul, M. and Hegde, S.(2009), "Corporate Governance Rating and Firm Performance", Financial Management, Blackwell Publishing Ltd., Vol.38 Issue1, pp.139~160.
- Ezzamel, M. A. and R. Watson(1993), "Organizational Form Ownership Structure and Corporate Performance : A Contextual Empirical Analysis of UK Companies", British Journal of Management, Vol.4 No.3, pp.161~176.

- Fama, E. F.(1980), "Agency Problem and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy, Vol.88, pp.288~307.
- Gompers, P., Ishii, L., and A. Metrick(2003), "Corporate Governance and Equity Prices", Working paper, Harvard Business School, Quarterly Journal of Economics, Vol.118, No.1, pp.107~156.
- Hart, O. D.(1995), "Corporate Governance : Some Theory and Implications", Economic Journal, Vol.105, pp.678~689.
- Herman(1981), Corporate Control, Corporate Power, Cambridge University Press, Cambridge, pp.58~59.
- Hill, C. W. L. and S. A. Snell(1988), "External Control, Corporate Strategy and Firm Performance in Research Intensive Industries", Strategic Management Journal, Vol.9, pp.577~590.
- Holderness, C. G and D. P. Sheehan(1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporation : An Exploratory Analysis", Journal of Financial Economics, Vol.20, pp.317~346.
- Jensen, M. C and R. S. Ruback(1983), "The Market for Corporate Control", Journal of Financial Economics, Vol.15, pp.5~50.
- John, K. & L. Senbet(1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness", Journal of Banking and Finance, Vol.22, pp.371~403.
- Kesner, I. F. and R. B. Johnson(1990), "An Investigation of the Relationship Between Board Composition and Stockholder Suits", Strategic Management Journal, Vol.11, pp.327~336.
- Klapper, L. and I. Love(2003), "Corporate Governance, Investor Protection

- and Performance in Emerging Markets", *Journal of Corporate Finance*, Vol.195, pp.1~26.
- Krivogorsky, V.(2006), "Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe", *The International Journal of Accounting*, Vol.41, pp.176~197.
- McConnel, J. J and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp.595~612.
- Mitton, T.(2002), "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol.64, pp.215~241.
- Monks & Minow(1995), *Corporate Governance*.
- Monsen, J., J. S. Chiu and D. E. Cooley(1968), "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm", *Quarterly Journal of Economics*, pp.435~451.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny(1988), "Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.293~315.
- OECD(1999), *OECD Corporate Governance Guideline*.
- Radice, H. K.(1971), "Control Type, Profitability and Growth in Large Firms", *The Economic Journal*, Vol.81, pp.547~562.
- Renders, A., Gaeremynck, A. and P. Sercu(2010), "Corporate-Governance Ratings and Company Performance : A Cross-European Study",

Corporate Governance : An International Review, Vol.18 Issue2,
pp.87~106.

Scott, K(1998), "The Role of Corporate Governance in South Korean
Economic Reform", Journal of Applied Corporate Finance, Vol.10,
pp.8~15.

Shleifer, A. and R. W. Vishny(1997), "A Survey of Corporate Governance",
Journal of Finance, Vol.52, pp.737~783.

Stano, M.(1973), "Monopoly Power, Ownership Structure and Corporate
Performance", The Bell Journal of Economics, Vol.7, No.1, pp.321~332.

Wruck, K. H.(1989), "Equity Ownership Concentration and Firm Value :
Evidence form Private Equity Financing", Journal of Financial
Economics, Vol, 23, pp.3~28.



A Study on the Effects of Corporate Governance to Firm Performances

Suk Ga

Department of Business Administration

The Graduate School of Pukyong National University

Abstract

The objective of this study examines the effects of corporate governance on firm performance.

We select the samples that are comprised of non-financial business, which have an moderate and more record from KGS(Korea Corporate Governance Service) for 3 years(i.e., 2010-2012), and settled accounts in December. The reference of financial data is form KIS-value(i.e., Korea Investors Service).

The study decomposes sample into two groups where Group 1 firms have moderate and more of the corporate governance index and Group 2 have less than moderate of the corporate governance index.

We investigate the relation between corporate governance and firm performance via t-test and regression analysis.

The empirical results of the regression analysis are as follows;

1) There is a significant differences for the business performance between Group 1 and Group 2; ① net income to total assets ratio, ② ROE(i.e., return on equity) and ③ operating profit on sales ratio are influenced by the

governance rating.

2) Firms to have relatively good corporate governance index better firm performance.

Keywords: corporate governance rating, management performance

