

지배주주 지분율과 기업의 위험추구행태: 경쟁위협이 규율효과*

Ownership of Controlling Shareholders and Corporate Risk-Taking Behavior: Disciplinary Effect of Competitive Threat in Product Markets

이 지 혜**·변 희 섭***

Ji Hye Lee · Hee Sub Byun

본 연구는 지배주주 지분율과 기업의 위험추구행태 간의 관계가 상품시장에서의 경쟁 위협에 따라 어떻게 변화할 수 있는가를 확인한다. 실증분석결과, 지배주주 지분율은 기업의 위험추구행태에 유의적인 음(-)의 영향력을 보이는 것으로 나타났다. 이는 지배주주가 자신의 지분구조에 근거한 유인에 따라 기업의 위험추구행태를 변경시킬 수 있음을 의미한다. 하지만 이러한 관계는 경쟁적인 상품시장에서는 사라지며, 비경쟁적인 상품시장에서만 주로 관찰되는 것으로 나타났다. 이는 경쟁적인 상품시장에서 경쟁위협이 규율효과로 인해 지배주주가 지분구조에 근거하여 기업의 위험추구행태를 유동적으로 변화시키기 어렵기 때문으로 해석이 가능하다. 따라서 경쟁위협이 일종의 경영통제장치로서 지배주주의 전횡을 차단하는 효과를 갖는다는 것을 의미한다. 한편, 이러한 경쟁위협이 규율효과는 내부 지배구조가 취약한 기업에서 주로 관찰되었다. 이는 내부 경영통제장치의 취약성을 상품 시장에서의 경쟁 위협이 일정 수준 보완할 수 있음을 의미한다.

본 연구는 기존 선진 국가의 분산된 소유구조와 달리 집중된 소유구조 하의 지배주주의 지분율에 초점을 맞추어 기업의 위험추구행태와의 연관성이 과연 상품시장 내 경쟁위협에 따라 어떻게 달라질 수 있는지를 최초로 제시함으로써 학술적 시사점을 가진다. 무엇보다 경쟁위협이 지배주주를 규율하는 통제수단이 될 수 있다는 논리를 바탕으로 향후 효율적인 기업의 경영통제장치 형성 방안을 모색함에 있어 정책적 시사점을 제시할 수 있을 것으로 판단된다.

국문 색인어: 지배주주 지분율, 유인구조, 위험추구행태, 상품시장에서의 경쟁, 내부 지배구조
한국연구재단 분류 연구분야 코드: B050700, B050703

* 저자들은 학술적 목적을 위해 데이터를 제공해주신 한국기업지배구조원 관계자에게 감사드립니다. 더불어 소중한 심사의견을 개진해주신 익명의 심사자들에게도 감사의 말씀을 전합니다.

** 고려대학교 경영대학 기업경영연구원 연구교수(jihye.lee.kr@gmail.com), 제1저자

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

논문 투고일: 2015. 04. 24, 논문 최종 수정일: 2015. 07. 27, 논문 게재 확정일: 2015. 08. 27

I. 서론

기업은 경영의 지속 가능성을 확보하기 위해서 다양한 투자 포트폴리오를 형성해야 하는데, 이러한 과정에서 필연적으로 위험을 부담하게 된다. 기업의 적극적인 위험추구행태(corporate risk taking behavior)는 투자가치 극대화에 기여할 수 있지만 반대로 파산확률을 상승시키는 상충된 효과를 동시에 갖기 때문에, 경영자는 기업의 내부 특성과 외부 환경적 요인을 고려하여 최적의 위험추구 수준을 도출해야만 한다. 뿐만 아니라 위험과 수익의 상충관계(risk-return tradeoff)를 근간으로 하는 대다수의 재무적 의사결정에 있어 기업의 위험추구행태는 본질적 요인으로 작용하기 때문에 이를 사전적으로 파악하는 것은 외부 투자자의 투자 의사결정에 있어도 매우 중요한 작업이라 할 수 있다(Rumelt, 1974; Porter, 1980).

이에 따라 다수의 학술적 연구들은 과연 기업의 내부 특성과 외부 환경적 요인이 위험추구행태에 어떤 영향을 미칠 수 있는지를 탐색하고 있다. 대표적으로 전통적 대리인이론(agency theory)은 경영자가 소유구조에 근거한 유인(incentive)에 따라 기업의 위험추구행태를 변화시킬 수 있음을 제시하고 있다(Jensen and Meckling, 1976). 예를 들어, 높은 지분의 보유로 기업성과에 대한 경영자의 부(wealth)의 민감도가 상승하는 경우 이들은 보다 공격적으로 위험을 추구함으로써 지분율의 가치를 개선시킬 수 있다(Amihud and Lev, 1981). 유사한 맥락에서 스톡옵션 등과 같은 주식 기반 보상체계의 증가는 경영자로 하여금 보다 적극적으로 위험을 인수하도록 유도하는 효과를 갖는 것으로 알려져 있다(Coles et al., 2006). 반면, 내부자 지분율의 집중도가 높은 기업의 경우 낮은 다각화 효과로 인해 위험추구성향이 약화될 수 있다는 주장도 동시에 제기되고 있다(Faccio et al., 2011). 이렇듯 선진 국가를 중심으로 경영자의 소유구조가 기업의 위험추구행태에 미치는 영향과 관련한 논의가 다양하게 제기되고 있지만 아직까지 국내 자본 시장에서는 이와 관련된 분석결과를 쉽게 찾아보기 힘들다. 무엇보다 집중된 소유구조를 가지며 투자자 보호를 위한 법/체계의 발달정도가 낮은 환경적 특성을 갖는 국내 자본시장에 선진 국가를 중심으로 제기된 기존 이론과 분석결과를 그

대로 적용하기는 어려울 것으로 판단되므로, 국내 자본시장에 적합한 보다 현실적인 가설을 도출하고, 새로운 접근방식을 통해 설득력 있는 분석결과를 제시할 필요성이 크다.

본 연구는 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 실증분석한다. 앞서 언급한 바와 같이 선진 국가를 중심으로 제기된 기존 연구들은 대게 소유와 경영의 분리 하에 경영자의 유인구조에 초점을 맞추고 있다. 하지만 집중된 소유구조를 바탕으로 대부분의 기업¹⁾에서 지배주주(controlling shareholder)²⁾가 존재하는 국내 자본시장의 특성을 고려할 때, 이들 연구의 결과를 그대로 수용하기는 어려울 것으로 판단된다. 특히, 지배주주는 경영자를 뛰어넘는³⁾ 사실상의 경영의사결정에 대한 통제권을 보유하기 때문에 국내 자본시장에서는 이들의 유인구조를 파악하는 것이 보다 중요하다. 즉, 기업의 위험추구행태의 변화 정도가 경영자의 유인구조보다는 실질적인 통제권을 보유한 지배주주의 유인구조에 더 큰 영향을 받을 것으로 전제하는 것이 보다 현실적이다. 따라서 국내 자본시장에서는 기존 연구가 제시하지 못한 지배주주의 지분율에 근거한 유인의 변화가 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력을 파악하는 작업이 필요하다. 이러한 맥락에서 본 연구의 논의는 국내 자본시장에서 일반화하기에 제한적이었던 기존 연구의 결과를 보완하고, 새로운 가설을 제시한다는 측면의 학술적 시사점을 제시할 것으로 예상된다.

보다 중요하게 본 연구는 앞서 언급한 지배주주 지분율과 기업의 위험추구행태 간의 관계가 상품시장에서의 경쟁 위협에 따라 어떻게 달라질 수 있는지를 확인한다. 최근 기업재무 분야의 연구들은 대리인문제의 외부 통제수단으로서 경쟁위

-
- 1) 한국기업지배구조원의 자료에 따르면 2010년 기준 한국거래소 상장기업 중 약 99.06%에서 지배주주가 존재하는 것으로 나타났으며, 약 92.78%에서 계열사가 존재하는 것으로 나타났다. 이러한 통계치는 국내 자본시장에서 지분율에 근거한 지배주주의 유인구조에 주목하는 본 연구의 논의가 적절함을 확인시켜 준다.
 - 2) 지배주주는 흔히 실질적으로 기업경영에 통제권을 행사할 것으로 파악되는 개인대주주(동일인)를 의미한다.
 - 3) 현실적으로 지배주주는 경영자의 선임권한을 가질 뿐만 아니라, 이들을 교체(해임)하는데 있어 막강한 통제력을 행사하므로 이들이 사실상의 경영의사결정 권한을 보유하는 것으로 보는 것이 적절할 것이다(Johnson et al., 2000; Kim and Kim, 2008).

협(competitive threats)에 주목하고 있다(Schmidt, 1997; Giroud and Mueller, 2011; Kim and Lu, 2011). 이들 연구들은 경쟁위협이 경영자나 지배주주의 대리인문제를 효율적으로 통제함으로써 여타 내부 경영통제장치의 역할을 대체 또는 보완할 수 있음을 제시하고 있다. 관련한 논거로서 경쟁적인 상품시장에서는 높은 투자위험과 파산비용을 부담해야 하며, 이에 기인하여 경영권 교체 위협이 상승하기 때문에 대리인문제가 사전에 효과적으로 통제될 것이라는 주장이 존재한다(Griffith, 2001; Holmstrom and Milgrom, 1994). 더불어 기업은 경쟁우위 확보를 위해 자본비용(cost of capital)을 감소시키려는 유인을 보유하고 있는데, 이를 위해 보다 적극적으로 자본시장에 정보를 공개함으로써 경영의 투명성을 상승시킬 것이라는 주장도 존재한다(Alchian, 1950; Stigler, 1958). 무엇보다 경쟁위협이 높은 시장 환경 하에서는 여타 소액주주 또는 외부 투자자에 의한 시장규율(market discipline)이 강화될 것이다. 따라서 본 연구는 이러한 상품시장에서의 경쟁 위협의 규율효과를 추가적인 제약조건으로 고려하여 과연 지배주주 지분율과 기업의 위험추구행태 간의 어떻게 변화할 수 있는가에 초점을 맞춘다.

한편, 기존 연구는 기업의 내부 지배구조와 상품시장에서의 경쟁 위협 간 상호관계가 존재할 수 있음을 제시하고 있다(Shleifer and Vishny, 1997; Giroud and Mueller, 2011). 이들은 기업의 내부 지배구조가 기업경영의사결정을 효율화시키는 영향력이 경쟁적인 상품시장에서 약화되고, 비경쟁적인 상품시장에서 보다 강하게 관찰되고 있음을 보고하고 있다. 이러한 기존 연구의 논의를 감안하여 본 연구는 지배주주 지분율, 기업의 위험추구행태, 그리고 상품시장에서의 경쟁 간의 관계가 기업의 내부 지배구조 수준에 따라 달라질 수 있는지를 확인한다. 이러한 논의가 중요한 이유는 일반적으로 내부 지배구조 구축에는 다양한 비용이 수반되기 때문에 이를 고려하여 편익을 극대화하는 방향으로 효율적인 지배구조 형성 방안이 모색되어야 하기 때문이다. 가령, 경쟁위협의 규율효과가 내부 지배구조가 취약한 기업에서 주로 관찰된다면, 이는 경쟁적인 상품시장에서는 내부 지배구조 형성에 수반하는 비용 지출을 과도히 높일 필요가 적다는 것을 의미할 것이다. 무엇보다 이러한 접근 방식을 통해 다양한 경영통제장치의 상호관계에 대한 이해를 넓

히고, 본 연구의 결과의 적용 범위를 보다 확대할 수 있을 것으로 예상된다.

본 연구는 국내 자본시장에서 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력이 상품시장에서의 경쟁 위협에 따라 달라질 수 있음을 분석한 최초의 연구이다. 앞서 언급한 바와 같이, 기존 연구에서 선진 국가를 중심으로 제기된 경영자의 유인구조가 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력은 국내 자본시장 내 지배주주의 존재를 고려할 때 충분한 설득력을 갖기에 제한적이다(Johnson et al., 2000). 이러한 측면에서 본 연구는 국내 자본시장의 기업경영에서 지배주주가 갖는 중요성을 고려하여 선진 국가를 중심으로 제기된 연구가설을 수정/보완하여 신흥 국가에 보다 적합한 새로운 가설을 제시한다는 측면의 학술적 시사점을 가질 것으로 예상된다. 한편, 기존 연구는 한 가지 특정 요인에 초점을 맞추어 기업의 위험추구행태에의 영향력을 분석하고 있다. 하지만 기업을 둘러싼 다양한 환경적 요인과 내부 특성 간에서는 유기적인 상호관계가 존재하기 때문에 한 가지 요인에 경영의사결정이 의존한다는 가정은 복잡/다양한 기업경영의 현실을 충분히 반영하기에 한계가 있다(Raheja, 2005; Giroud and Mueller, 2011). 따라서 본 연구는 지배주주 지분율과 기업의 위험추구행태를 분석함에 있어 추가적으로 상품시장에서의 경쟁 수준을 고려함으로써 보다 일반화할 수 있는 가설을 제시한다는 측면의 시사점도 가질 수 있을 것이다.

만일 상품시장에서의 경쟁 위협이 지분율에 근거한 지배주주의 위험추구행태에 유의적인 영향을 미친다면, 정책적 측면에서 효율적인 경영통제장치 마련을 모색함에 있어 시장구조(market structure)에 대한 심도 있는 논의가 이루어져야 할 것이다. 국내 자본시장에서 과도한 통제권을 보유한 지배주주의 사적효용추구 행태에 집중하여 이를 사전적으로 어떻게 규율해야 하는지에 대해 정책적 초점이 맞추어지고 있지만 이러한 과정에 있어 외부 경영통제장치의 규율효과는 충분히 고려치 못하고 있는 실정이다. 따라서 본 연구를 통해 경쟁위협 의 규율효과가 확인된다면, 이를 고려하여 특정 상품시장 내 경영통제장치 마련에 관련 정책을 집중함으로써 다양한 지배구조 관련 규제에 상응하는 사회적 비용을 경감할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구는 2005년부터 2013년까지 한국거래소 상장기업을 표본으로 실증분석을 수행한다. 이를 위해 먼저 지배주주의 지분율은 지배주주 본인 및 친·인척 지분율로 측정한다. 특히, 본 연구의 정의상 지배주주는 최대주주가 아닌 기업집단 전체에 대한 사실상의 통제권을 행사하는 동일인을 의미하므로, 사전적으로 이들의 존재여부를 파악하고 이를 바탕으로 지분율을 산출한다. 기업의 위험추구행태의 대응치로는 기존 연구가 흔히 활용하는 바와 같이 일정기간 동안 기업의 현금흐름(수익성)의 변동성을 활용한다. 다만, 이를 산출함에 있어 산업여건 변화에 따른 위험요인을 사전에 감안하기 위해 산업평균을 통해 표준화한 지수를 활용한다. 구체적으로 본 연구는 최근 5년간 총자산 대비 영업이익의 표준편차에서 동지표의 산업 평균을 차감한 지표를 활용한다. 상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치로 본 연구는 기존 연구와 동일하게 시장진입비용(entry cost)을 활용한다. 일반적으로 해당 상품시장의 진입장벽 수준을 대리하는 시장진입비용은 잠재적 경쟁 수준을 반영하므로 다수의 산업조직론, 기업재무 분야 연구에서 활용되고 있다. 추가적으로 본 연구는 HHI(Herfindahl-Hirschman Index)도 상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치로 활용하여 연구결과의 강건성을 확인한다.

본 연구의 주요 가설을 확인하기 위해 먼저, 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 회귀분석한다. 기업의 위험추구행태가 일정기간 동안 재무비율의 표준편차로 측정되기 때문에 본 연구는 t 기의 지배주주 지분율이 t 기부터 $t+n$ 기 동안의 총자산 대비 영업이익의 표준편차에 미치는 영향을 확인한다. 더불어 상품시장에서 경쟁 수준의 영향력을 파악하기 위해, 본 연구는 전체 표본을 경쟁위험의 대응치의 중위수에 따라 2개로 나누어 각 표본에서 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 확인한다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 예상한 바와 같이 지배주주의 지분율은 기업의 위험추구행태에 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 지배주주가 자신의 지분구조에 근거한 유인에 따라 기업의 위험추구행태를 변경시킬 수 있음을 의미한다. 한편, 이러한 관계는 경쟁적인 상품시장에서는 사라지는 것으로 관찰되었으며, 비경쟁적인 상품시장에서만 주로 관찰되었다. 이는 경

쟁위협이 지배주주의 위험추구행태를 기반으로 한 전횡을 효율적으로 차단하는 장치로 이해될 수 있음을 보여준다. 한편, 경쟁위협 의 규율효과는 내부 지배구조가 좋은 기업에서는 사라지고, 취약한 기업에서만 관찰되었다. 즉, 내부 지배구조가 지배주주의 전횡을 적극적으로 통제하지 못하는 상황에서 경쟁위협이 이러한 취약성을 상당 부분 보완할 수 있는 것으로 나타났다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 본 연구와 관련한 기존문헌과 이론적 배경을 제시한다. 3장에서는 데이터와 변수의 측정방법 등을 논의하며, 4장에서는 실증분석결과를 제시하고, 5장에서는 이를 바탕으로 본 연구의 결론 및 시사점을 도출한다.

II. 기존문헌 및 이론적 배경

1. 지배주주 지분율과 기업의 위험추구행태

선진 국가를 대상으로 제기된 기존의 대리인이론은 대개 경영자와 주주 간 이해의 불일치에 초점을 맞추고 있다. 하지만 이는 흔히 분산된 소유구조(disperse ownership structure)를 갖는 선진 국가의 대리인문제를 분석하는 데에는 설득력을 갖지만, 집중된 소유구조(concentrated ownership structure)를 갖는 신흥 국가(emerging markets)에 적용하기에는 상당한 한계를 가진다(Shleifer and Vishny, 1997). 따라서 이들 국가에서는 지배주주와 소액주주(minority shareholders) 간 이해상충의 문제로 인식의 전환이 필요하다. 다수의 계열사를 보유한 기업집단 전체에 대해 강력한 통제권을 행사하는 지배주주는 자신의 금전적 이득(monetary compensation)과 사적효용(private benefit)을 확대하기 유리한 방향으로 기업의 경영의사결정을 유도하고, 소액주주의 부를 훼손시킬 수 있다.

일반적으로 이러한 행태는 지배주주의 지분구조에 근거하는 것으로 알려져 있는데, 지분율이 낮은 계열사의 경우 지배주주가 금전적 보상을 얻을 수 없기 때문

에 보다 적극적으로 사적효용을 확대하려는 강력한 유인을 보유하는 것으로 알려져 있다(Grossman and Hart, 1988). 구체적으로 지배주주가 과도한 통제권을 이용하여 자신의 금전적 보상과 연관성이 낮은 계열사에서 부를 이전하거나 순현재가(net present value)가 낮은 프로젝트에 과잉투자하는 등의 사적이익 추구현상이 빈번히 일어나고 있다(Johnson et al., 2000; Baek et al., 2004). 특히, 이러한 행태는 여타 소액주주의 피해로 이어질 수밖에 없는데, 관련하여 Joh(2003)의 연구는 지배주주의 지분구조에 근거한 사적효용추구 행태가 경제위기 이전 기업의 수익성에 부정적인 영향을 미쳤을 뿐만 아니라 경제위기의 주요한 원인이 되었음을 주장하였다. 유사한 맥락에서 Bae et al.(2002)는 국내 자본시장에서 기업집단 내 지배주주가 인수/합병을 통한 문어발식 계열 확장을 추진함으로써 자신의 사적효용을 증가시키고 있음을 보여주었다. 반대로, 지배주주가 지분율이 높은 계열사에 대해서는 여타 계열사로부터의 부의 이전, 일감몰아주기 등을 통해 자신의 금전적 이득을 보다 확대할 유인을 보유하는 것으로 알려져 있다(Kim et al., 2007). 이렇듯 지배주주의 유인구조는 기존 선진 국가를 중심으로 제기된 대리인이론에 의해 설명되기 어려운 부분이 존재함에도 불구하고 아직까지 이러한 행태와 기업의 위험추구행태와의 연관성을 분석한 연구는 쉽게 찾아보기 힘들다.

기업의 경영의사결정에 막강한 통제권을 행사하는 지배주주는 자신의 효용(utility)을 극대화하기 위하여 위험추구행태를 변화시킬 수 있다. 일반적으로 지배주주는 자본시장에서 자신의 명성(reputation)과 기업 자원 사용에 대한 재량권(discretion)을 확대하기 위해 수익성이 없는 투자안에 과잉투자하는 식의 대리인 문제를 발생시킬 수 있는데, 이는 기업의 위험추구행태와 직접적으로 연관될 수 있다(Bae et al., 2002). 대표적으로 과거 경제위기 이전 기업집단 내 지배주주의 무분별한 과잉투자, 문어발식 계열 확장 등이 이러한 유인에 근거한다. 한편, 일반적으로 국내 자본시장의 지배주주는 계열사 지분 등을 통해 기업집단 전체에 대한 통제권을 보유한 것으로 알려져 있다. 이러한 전제 하에서 지배주주가 과잉투자 유인을 바탕으로 사적효용을 확대하는 행태는 주로 지배주주 지분율이 낮은 기업에서 관찰될 것으로 예상할 수 있다. 이러한 기업은 기업가치의 상승과 지배주주

의 금전적 보상 간에 직접적인 연관성이 작기 때문에 지배주주가 여타 소액주주의 부(wealth)가 훼손되더라도 과잉투자유인을 충족시키기 위해 공격적으로 위험을 추구함으로써 기업 확장에 상응하는 사적효용을 얻기를 선호할 것이다.

반대로, 지배주주는 자신의 지분율이 높은 기업에 대해 비교적 보수적인 투자 포트폴리오를 형성할 것으로 예상할 수 있다. 기존 연구는 내부자 지분율의 집중도가 상승하는 경우 다각화 효과가 감소함에 따라 기업의 위험추구성향이 약화될 수 있음을 주장하고 있다(Faccio et al., 2011). 이러한 맥락에서 지배주주 지분율이 집중된 기업에서는 적극적으로 위험을 인수하려는 성향이 약화될 것으로 예상할 수 있다⁴⁾. 더욱이 지배주주는 미래 발생 가능한 경영권 위협에 효과적으로 대응하기 위해서라도 과잉투자유인에 기인한 과도한 위험추구로 지분의 가치를 약화시키지는 않을 것이다. 또한 앞서 언급한 바와 같이 기업집단 전체에 대한 통제권을 행사하는 지배주주는 여타 지분율이 낮은 계열사를 통해 과잉투자유인을 확대할 수 있을 것이므로 굳이 지분율이 높은 기업에서 과도한 위험을 추구함으로써 이에 상응하는 파산확률의 상승을 직접적으로 부담하기를 꺼려할 것으로 예상할 수 있다⁵⁾. 정리하면, 지배주주는 자신의 지분율이 높은 기업 보다는 낮은 기업에서 적극적으로 위험을 추구할 유인을 보유할 것이다. 일반적으로 기업은 다양한 내부 특성과 환경적 요인을 고려하여 최적의 위험추구행태를 결정해야 한다. 하지만 본 연구가 제기하는 바와 같이 지배주주가 자신의 지분구조에 근거하여 자의적으로 기업의 위험추구행태를 변경시킨다면, 여타 소액주주는 피해를 입을 수밖에 없기 때문에 이를 일종의 대리인비용(agent cost)으로 인식할 수 있다.

한편, 이러한 논의는 기존 연구에서 경영자의 소유구조를 바탕으로 제기된 주장들과 일면 상충하는 부분이 있는 것으로 받아들여진다. 하지만 소유와 경영의 분리 하의 경영자의 유인과, 집중된 소유구조 하의 다수의 계열사에 대한 통제권

4) 지배주주가 간접 지분을 통해 다수의 계열사를 보유하고 있더라도 이를 지분율의 다각화로 보기는 어렵다. 왜냐하면, 간접 지분은 사실상 지배주주의 금전적 보상과 직접적으로 연관되지 않기 때문이다.

5) 이러한 가설이 지배주주가 높은 지분율을 보유한 기업의 경우 전혀 위험을 추구하지 않는다는 것을 의미하지는 않는다. 과잉투자유인에 근거한 과도한 위험추구행태가 지분율이 낮은 기업에서 보다 명확하게 관찰될 수 있는 것으로 보는 것이 현실적일 것이다.

을 보유하는 지배주주의 유인은 동일하다고 보기 어렵다. 왜냐하면, 경영자의 경우 자신의 금전적 보상과 사적효용이 전적으로 특정 기업에 의존하는 반면, 지배주주의 경우 금전적 보상과 별도로 여타 자신의 지분율이 낮은 계열사를 통해 사적효용을 확대할 수 있기 때문이다. 이러한 논의는 신흥 국가를 중심으로 제기된 대리인이론 하에서 지배주주의 과잉투자행태가 주로 지분율이 낮은 기업에서 관찰될 수 있다는 기존 연구의 주장과 일맥상통한다(Joh, 2003; Beak et al., 2004). 뿐만 아니라 소유 경영자(owner-manager)로서 지배주주는 경영권 위협을 효율적으로 방어하려는 유인도 동시에 보유하기 때문에 소유와 경영의 분리 하에 제기된 기존 연구의 논리를 그대로 적용하기는 어렵다. 이러한 맥락에서 본 연구는 국내 자본시장의 여건을 반영한 보다 현실적인 가설을 제시함으로써 신흥 국가에 적합한 대리인이론을 도출하는데 기여할 것으로 판단된다.

2. 상품시장에서의 경쟁의 규율효과

최근 기업재무 분야의 연구들은 대리인문제의 외부 통제수단으로서 경쟁위협(competitive threats)에 주목하고 있다(Schmidt, 1997; Giroud and Mueller, 2011; Kim and Lu, 2011). 이들 연구들은 경쟁위협이 경영자나 지배주주의 대리인문제를 효율적으로 통제함으로써 여타 내부 경영통제장치의 역할을 대체 또는 보완할 수 있음을 제시하고 있다. 관련한 논거로서 경쟁적인 상품시장에서는 높은 투자위험과 파산비용을 부담해야 하며, 이에 기인하여 경영권 교체 위협이 상승하기 때문에 대리인문제가 사전에 효과적으로 통제될 것이라는 주장이 존재한다(Holmstrom and Milgrom, 1994). 또한 한계수익과 한계비용이 거의 일치하는 상황 하에서 기업은 경쟁우위를 확보하기 위해 자금조달에 수반하는 자본비용을 감소시키려는 유인을 보유하는데, 이를 위해 다양한 내부 정보를 자본시장에 공개함으로써 투명성을 증대시킬 수 있다(Alchian, 1950; Stigler, 1958). 더불어 경쟁위협으로 인해 기업의 생산비용을 감소시키는 과정에서 효율성과 생산성이 높아질 수 있으며, 이러한 행태가 최적의 지배구조 형성에 기여함으로써 대리인비용을 감소

시킬 수 있다(Griffith, 2001). 무엇보다 경쟁적인 상품시장에서 기업의 내부자는 기업경영권시장(market for corporate control), 경영자노동시장(managerial labor market) 등과 같은 외부 경영통제장치로부터 규율될 가능성이 높기 때문에 사적 효용을 확대하기가 어려운 것으로 알려져 있다.

이러한 여건 하에서는 지배주주가 과잉투자유인을 확대하기 위해 과도한 위험을 추구하기가 어려울 것이다. 무엇보다 경쟁위협이 높은 시장 환경 하에서는 여타 소액주주 또는 외부 투자자에 의한 시장규율(market discipline) 역시 강화될 것이기 때문에 지배주주가 자신의 지분율에 따라 위험추구행태를 자의적으로 변화시킬 유인이 상대적으로 감소할 것이다. 따라서 이러한 경쟁위협이 규율효과가 존재하는 경쟁적인 상품시장에서는 지배주주의 지분율에 기인한 기업의 위험추구행태 간 차이는 사라지거나 약화될 것으로 예상할 수 있다. 반면, 경쟁위협이 낮은 시장 여건 하에서는 지배주주가 자신이 원하는 대로 위험추구행태를 변경시키더라도 낮은 파산확률로 인해 자본시장으로부터의 규율에서 상대적으로 자유로울 것이다. 그러므로 비경쟁적인 상품시장에서 지배주주의 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력이 주로 관찰될 것으로 예상할 수 있다.

3. 외부 경영통제장치와 내부 지배구조 간 상호작용

경쟁위협이 규율효과를 고려한 연구들은 대개 이와 여타 내/외부적 경영통제장치 간에 어떤 연관성을 갖는지에 주목하고 있다. Grosfeld and Tressel(2001)은 외부 경영통제장치로서 상품시장에서의 경쟁과 내부 지배구조로서 소유구조 간 상호관계를 밝히고 있다. 이들은 소유구조의 집중도가 낮은 기업에서는 경쟁위협이 경영성과에 유의한 영향을 미치지 않지만, 소유구조의 집중도가 높은 경우 경영성과를 개선시킴을 보여줌으로써 양자 간 보완관계가 성립할 수 있음을 보여주었다(Shlifer and Vishny, 1997; Guadalupe and Perez-Gonzalez, 2005). Giroud and Mueller(2011)는 경쟁위협이 내부 지배구조에 기인한 주식수익률의 차이에 어떤 영향을 미치는지를 확인하였다. 이들은 지배구조가 좋은 기업을 매수하고, 취약

한 기업을 매도하는 경우 발생할 수 있는 양(+)¹의 초과수익률이 주로 경쟁위협이 낮은 비경쟁적인 상품시장에서 관찰되며, 경쟁적인 상품시장에서는 사라지는 것을 보고하였다. 이를 통해 상품시장에서의 경쟁이 내부 지배구조를 대체할 수 있음을 주장하였으며, 이러한 행태는 대부분의 국가에서 유사하게 관찰되고 있다 (Ammann et al., 2013; Byun et al., 2012). Kim and Lu(2011)은 경영자의 지분율이 기업가치에 미치는 영향력이 경쟁위협 수준에 따라 어떻게 달라질 수 있는지를 확인하고 있다. 이들은 경영자의 지분율이 일정 수준 이상인 경우에 지분율과 상품시장에서의 경쟁 위협이 대리인비용을 줄이는데 대체관계를 가질 수 있음을 제시하였다.

따라서 추가적으로 본 연구는 지배주주 지분율, 기업의 위험추구행태, 그리고 상품시장에서의 경쟁 간의 관계가 기업의 내부 지배구조 수준에 따라 달라질 수 있는지를 확인한다. 앞선 논의를 본 연구의 주요 가설과 연관시키면, 경쟁위협의 규율효과는 주로 내부 지배구조의 취약성이 큰 기업에서 보다 강하게 관찰될 것으로 예상할 수 있다. 즉, 기업의 내부 지배구조가 지배주주를 규율하지 못하는 공백을 경쟁위협이 일정 수준 보완할 수 있을 것이다.

III. 데이터 및 변수

1. 데이터

본 연구는 2005년부터 2013년까지 한국거래소(Korea Exchange) 상장기업을 연구표본으로 실증분석을 수행한다. 자본잠식기업의 경우 실증분석상 오류가 발생할 가능성이 존재하므로 이를 제외하고, 재무/회계 데이터가 이용 가능한 2,977개 표본을 최종적으로 선정하였다. 재무/회계 데이터는 한국상장회사협의회 데이터베이스인 TS-2000을 통해 추출하였으며, 주가(stock price) 데이터는 FN-Guide의 자료를 활용한다. 본 연구의 주요 변수로 지배주주의 지분율은 각 사별 사업보고서

를 바탕으로 확보하였다. 기업의 내부 지배구조의 대응치는 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service)의 기업별 지배구조 평가결과⁶⁾를 활용하였다. 동 평가는 국내 주식시장 내 상장기업을 대상으로 매년 수행되어 공표되고 있다. 더불어 동 지수는 주주 권리의 보호, 이사회 구조 및 운영, 공시수준, 감사제도와 배당성향 5개 항목으로 구성되어 포괄적이고 엄격하게 평가되고 있다. 이러한 장점으로 인해 기존 연구에서 동 평가결과를 기업의 내부 지배구조의 대응치로 활용하고 있으며, 본 연구 역시 이를 분석에 사용한다.

2. 변수

가. 지배주주 지분율

본 연구는 지배주주 본인 및 친·인척 지분율의 합계를 지배주주 지분율의 대응치로 활용한다(Joh, 2003). 동 지표는 지배주주의 금전적 보상을 대리하는 지표로 기존 연구에서 흔히 활용된다. 지배주주 지분율을 산출하는 과정에 있어 우선적으로 고려해야 할 사항은 실질적 통제권(*de facto* control rights)을 보유한 지배주주를 선별해내는 것이다. 가령, 지배주주와 해당 기업의 대주주(blockholder)가 불일치하는 사례를 다수 발견할 수 있는데, 대표적인 사례로 기업집단 내 계열사가 여타 계열사의 대주주로 명기되어 있는 경우를 들 수 있다. 이러한 기업들에 대해서도 지배주주는 실질적으로 낮은 직접 지분을 보유하거나 직접 지분을 보유하지 않고도 간접 지분 등을 통해 통제권을 행사할 수 있으며, 본 연구의 가설도 이에 기초하고 있다. 하지만 본 연구가 지배주주의 실질적인 금전적 보상에 기초한 유인구조에 초점을 맞추고 있으므로, 이를 지배주주의 지분율로 고려하는 것은 적절치 않다. 따라서 본 연구는 사업보고서를 기초로 친·인척 관계, 여타 계열사 소유구조, 공시자료와 공정거래위원회 기업집단포털의 자료 등을 활용하여 사실상의 지배주주(동일인)를 파악하고, 이들에 대한 지분율을 보다 엄밀히 산출하여 실

6) 동 지표에 관련한 보다 자세한 내용은 한국기업지배구조원(<http://www.cgs.or.kr>)의 홈페이지와 Byun et al.(2012)의 연구를 참조.

증분석에 활용한다.

나. 기업의 위험추구행태

기업경영에 있어 높은 위험추구행태는 기업으로 유입된 현금흐름(cash flow)의 변동성으로 측정이 가능하며(John et al., 2008), 이에 착안하여 기존 연구는 수익성의 변동성을 위험추구행태의 대용치로 활용하고 있다(Faccio et al., 2011; Acharya et al., 2011). 다만, 이러한 지표를 활용함에 있어 사전에 산업 조정을 거칠 필요성이 있다. 즉, 개별 기업의 위험추구행태가 아닌 산업 내 시장 여건의 변화로 인해 발생하는 수익성의 불확실성 상승은 본 연구가 파악하고자 하는 지배주주의 지분율에 근거한 위험추구행태를 반영하지 않기 때문에 이를 사전에 배제하기 위해 산업 조정을 거친 보다 엄밀한 지표를 활용한다. 따라서 본 연구는 최근 5년간 총 자산 대비 영업이익의 표준편차에서 동 지표의 산업⁷⁾ 내 기업들의 평균값을 차감하여 산업 조정 위험추구행태(Risk1)를 산출하였다. 이에 추가적으로 지표 산출 기간에 따라 결과가 변화될 수 있는 점을 감안하여 최근 3년을 기준으로 위험추구행태의 대용치(Risk2)를 측정해 활용한다. 산업 내 시장 여건을 감안하지 않은 지표(Risk3)도 분석에 활용하여 산업 조정 과정에서 발생 가능한 오류를 사전에 감안함으로써 강건성을 확인한다. 한편, 주주가치와 직접적인 연관성을 갖는 자기자본을 바탕으로 한 지표를 추가적으로 활용하여 지배주주의 지분율에 근거한 유인구조의 변화가 과연 주주들의 부(wealth)의 불확실성에 어떤 영향을 미치는지도 확인할 필요가 있다. 따라서 최근 5년간 자기자본 대비 영업이익의 표준편차를 산업 조정한 값(Risk4)도 강건성 검증 차원에서 분석에 활용한다.

다. 상품시장에서의 경쟁

상품시장에서의 경쟁 수준을 추정함에 있어 본 연구는 연구표본인 한국거래소 상장기업뿐만 아니라 코스닥 상장기업 및 외부감사법인의 데이터를 활용하였다.

7) 산업분류는 한국표준산업분류 3자리(3-digit)를 기준으로 설정하였다.

기존 연구는 흔히 상장기업 표본에 국한하여 경쟁위협 의 수준을 측정하고 있는데, 이러한 방식은 비상장기업(private firms)이 다수 존재하는 국내 자본시장에서는 현실을 적절히 반영할 수 없는 한계에 노출될 수밖에 없다. 특히, 높은 시장점유율을 갖는 기업이 주식시장에 상장되어 있지 않은 경우가 존재하는데, 이러한 상황 하에서 상장기업 표본만을 대상으로 경쟁위협 의 수준을 추정할 경우 실증분석상의 오류가 발생할 여지가 존재한다. 따라서 본 연구는 재무제표의 확보가 가능한 코스닥 상장기업과 외부감사법인의 데이터를 종합하여 상품시장에서의 경쟁 수준을 측정하였다. 외부감사법인은 직전연도 총 자산 100억 원 이상을 기준으로 지정되고 있기 때문에, 본 연구는 사실 상 시장구조에 유의한 영향력 행사가 가능한 기업을 모두 포함시킨다는 의미를 가질 수 있을 것이다. 본 연구는 개별 기업을 한국표준산업분류(Korea Industry Classification Code) 3자리(3-digit)에 따라 구분하여 상품시장에서의 경쟁 수준을 측정한다. 이를 바탕으로 개별 기업은 235개 산업으로 분류하였다.

상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치로 먼저 시장진입비용(entry cost)을 활용한다. 일반적으로 비경쟁적인 상품시장에서는 높은 진입장벽(entry barrier)이 형성되어 있으며, 이로 인해 여타 경쟁기업의 진입이 어려워 경쟁의 제한이 높아질 수밖에 없다. 이러한 점에서 착안하여 기존 연구는 시장진입비용을 경쟁위협 의 대응치로 활용하고 있으며(Karuna, 2007), 동 지표는 동일 상품시장 내 기업들의 유형고정자산을 시장점유율에 따라 가중 평균한 값에 자연로그를 취한 값(Entry cost)으로 산출된다. 본 연구가 시장진입비용을 상품시장에서의 경쟁 수준의 주요 대응치로 고려하는 이유는 시장구조가 내생적으로 결정된다는 것을 가정하고 있기 때문이다. 흔히, 시장구조가 외생적으로 결정된다고 가정하는 시장점유율 기반의 경쟁위협 대응치들은 잠재적으로 진입이 가능한 외국기업(foreign companies)에 의한 경쟁위협 의 가능성을 충분히 고려치 못한다. 반면, 시장진입비용의 경우 시장구조가 산업 내 기업들의 행동(conduct)에 의해 내생적으로 결정됨을 가정하기 때문에 외국기업 역시 동일한 진입장벽을 부담해야함을 전제한다. 따라서 외국기업의 국내 상품시장 진입 가능성도 사전적으로 고려된다는 장점이 있다. 동 지표

가 높다는 것은 높은 진입장벽으로 인해 비경쟁적인 상품시장의 구조를 가짐을 의미하며, 반대로 낮다는 것은 상대적으로 낮은 진입장벽으로 인해 경쟁적인 상품시장의 구조를 가짐을 의미한다. 한편, 본 연구는 추가적으로 연구결과의 강건성 검증 차원에서 HHI(Herfindahl-Hirschman Index)도 활용한다(Giroud and Mueller, 2011). 동 지표는 미국뿐만 아니라 국내에서도 시장구조를 비교적 직관적이며 쉽게 측정하기 위한 방식으로 널리 사용되고 있어, 이론적으로나 실무적으로 활용 가치가 높다고 할 수 있다. HHI는 산업 내 기업의 매출액 기준 시장점유율을 제곱한 값을 모두 더한 값으로 산출되며, 비경쟁적인 상품시장은 시장점유율이 특정 기업에 집중되어 있음을 의미하기 때문에 상대적으로 높은 값을 가지며, 경쟁적인 상품시장에서는 시장점유율이 다수의 기업에 의해 넓게 분포되기 때문에 상대적으로 낮은 값을 갖는다.

라. 통제변수 및 기타변수

본 연구는 누락된 기업특성으로 인해 주요 분석결과가 유도되는 점을 사전에 차단하기 위해 다양한 통제변수를 활용한다. 먼저, 기업의 규모효과를 통제하기 위해 총자산에 자연로그를 취한 값(Size)을 실증분석모형에 추가한다. 일반적으로 부채의 상승은 파산확률의 상승으로 이어져 과소투자문제를 야기할 수 있다. 이러한 효과를 감안하여 총자산 대비 총부채(Lever)를 통제변수로 고려한다. 수익성⁸⁾ 수준에 따라 기업의 위험추구행태를 변화시킬 수 있으므로 당기순이익을 자기자본으로 나눈 값(ROE)을 실증분석모형에 추가한다. 기업의 성장기회 역시 위험추구행태와 연관될 수 있다. 따라서 이에 대한 대응치로 자기자본의 시장가치(보통주주식수×연말종가)를 자기자본의 시장가치(우선주자본금 차감)로 나눈 값(MBR)을 통제변수로 고려한다. 기업은 성장주기에 따라 위험추구행태를 변화시킬 수 있다. 일반적으로 성장 초기단계에 있는 기업의 경우 적극적인 위험을 추구

8) 심사자의 제언에 따라 기업 수익성의 대응치로 ROE가 아닌 총자산영업이익률(=영업이익/총자산)을 활용한 분석한 경우에도 본 연구의 주요 결과는 그대로 유지될 수 있음을 확인할 수 있었다.

할 수 있으며, 일정 수준 이상 성장단계에 진입한 기업의 경우 수익성의 안정성을 확보하고자 위험을 회피할 가능성이 존재한다. 이러한 효과를 고려하여 기업업력(현재 사업연도-설립연도+1)에 자연로그를 취한 값(Age)을 실증분석모형에 포함한다. 기업의 투자성향을 고려하기 위해 자본적 지출(capital expenditure)을 총자산으로 나눈 값(Invest)을 통제변수로 고려한다. 일반적으로 대리인문제는 잉여현금흐름(free cash flow)에 기인하는 것으로 알려져 있는데, 이는 자연히 본 연구의 지배주주의 과잉투자유인과 직·간접적으로 연관될 수 있다. 따라서 이를 통제하

〈표 1〉 변수의 정의

변수	정의
Risk1	최근 5년(t, t+1, t+2, t+3, t+4)간 총자산 대비 영업이익의 표준편차-최근 5년간 총자산 대비 영업이익의 표준편차의 산업 평균
Risk2	최근 3년(t, t+1, t+2)간 총자산 대비 영업이익의 표준편차-최근 3년간 총자산 대비 영업이익의 표준편차의 산업 평균
Risk3	최근 5년(t, t+1, t+2, t+3, t+4)간 총자산 대비 영업이익의 표준편차
Risk4	최근 5년(t, t+1, t+2, t+3, t+4)간 자기자본 대비 영업이익의 표준편차-최근 5년간 자기자본 대비 영업이익의 표준편차의 산업 평균
Control own	지배주주(동일인) 및 친·인척 지분율 합계/100(t)
Entry cost	한국표준산업분류 3자리를 기준으로 설정된 산업 내 기업의 유형 고정자산을 시장점유율 기준으로 가중 평균한 값에 자연로그를 취한 값(t)
HHI	산업 내 각 기업의 매출액 기준 시장점유율의 제곱을 더한 값(t)
Size	자연로그(총자산)(t)
Leve	총부채/총자산(t)
ROE	당기순이익/자기자본(t)
MBR	자기자본의 시장가치(보통주주식수×연말종가)/자기자본의 장부가치(우선주자본금 차감)(t)
Age	자연로그(현재 사업연도-설립연도+1)(t)
Invest	자본적지출/총자산(t)
FCF	영업활동에서의 현금흐름/총자산(t)
G-index	한국기업지배구조원의 기업별 지배구조 평가결과를 1점 만점으로 환산한 값(t)
Year effect	연도더미변수(t)
Industry effect	한국표준산업분류 1자리를 기준으로 설정된 산업더미변수(t)

기 위해 영업활동에서의 현금흐름을 총자산으로 나눈 값(FCF)을 실증분석모형에 포함한다⁹⁾. 기업의 내부 지배구조는 대리인문제를 효율적으로 견제하기 위한 장치로 이해될 수 있으며, 자연히 과잉투자유인에 근거한 위험추구행태와도 연관될 수 있다. 따라서 본 연구는 한국기업지배구조원의 기업별 지배구조 평가결과를 1점 만점으로 환산한 값(G-index)을 통제변수로 포함한다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량 및 상관관계

〈표 2〉는 실증분석에 활용된 변수의 기술통계량을 제시하고 있다. 기업의 위험추구행태의 대응치로 최근 5년간 총자산 대비 영업이익의 표준편차를 산업 조정 값(Risk1)의 표본 평균은 약 -0.0004로 관찰되고 있다. 동 지표의 산업 조정 이전 값(Risk3)의 표본 평균은 약 0.0357로 나타났다. 지배주주 지분율(Control own)의 표본 평균은 약 22.69%로 나타났다. 이는 국내 자본시장에서 집중된 소유구조를 바탕으로 대부분의 기업에서 지배주주가 존재하며, 이들이 지분율을 바탕으로 기업경영에 상당한 통제권을 행사하고 있다는 본 연구의 전제와 일치하는 결과이다. 따라서 선진 국가를 중심으로 제기된 분산된 소유구조 하의 경영자와 주주 간 이해상충의 문제가 지배주주와 소액주주 간의 문제로 전환되어야 함을 알 수 있다. 상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치로 시장진입비용(Entry cost)의 표본 평균은 약 12.7023으로 나타났으며, HHI의 표본 평균은 약 0.1136으로 관찰되었다. 이들 지표들은 넓게 분포하고 있는 것으로 관찰되어 본 연구가 경쟁위험의 수준의 차이를 적절히 반영할 수 있음을 보여주고 있다. 기업규모(Size)의 표본 평균은 약 19.7226으로 나타났으며, 부채비율(Leve)의 표본 평균은 약 46.03%로 관찰되었다.

9) 추가적으로 잉여현금흐름의 대응치를 [영업이익-(법인세+이자비용+배당액)]을 총자산으로 나눈 값(Chae et al., 2009)으로 정의하여 통제변수로 활용한 분석을 수행한 결과도 보고된 결과와 대동소이함을 확인할 수 있었다.

수익성 지표로 자기자본 대비 당기순이익의 표본 평균은 약 1.08%이며, 성장기회의 대응치로 자기자본의 시장가치대 장부가치 비율(MBR)의 표본 평균은 1.2016이다. 기업업력(Age)의 표본 평균은 약 3.4142로 관찰되었으며, 투자지출(Invest)의 표본 평균은 약 0.0395로 나타났다. 기업의 잉여현금흐름의 대응치로 영업활동에서의 현금흐름을 총자산으로 나눈 값(FCF)의 표본 평균은 약 0.0428이다. 기업의 내부 지배구조의 대응치로 한국기업지배구조원의 기업별 지배구조 평가결과를 1점 만점으로 환산한 지수의 표본 평균은 약 0.3925로 관찰되었는데, 여전히 국내 자본시장 내 기업들의 지배구조 개선이 요구됨을 의미한다. 이는 역으로 아직까지 내부 지배구조를 통한 지배주주 견제가 적극적으로 이루어지지 않을 가능성이 존재함을 보여준다. 이러한 상황 하에서 본 연구는 상품시장에서의 경쟁 위협의 효과를 확인함으로써 간접적으로나마 내부 지배구조의 취약성을 외부 경영통제 장치가 보완할 수 있는 지를 제시한다.

〈표 2〉 기술통계량

이 표는 본 연구의 실증분석에 사용된 변수의 기술통계량을 보여준다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다.

변수	N	평균	중위수	표준편차	1%	25%	75%	99%
Risk1	2,805	-0.0004	-0.0028	0.0424	-0.0556	-0.0148	0.0064	0.1090
Risk2	2,899	-0.0006	-0.0031	0.0435	-0.0681	-0.0141	0.0062	0.1104
Risk3	2,805	0.0357	0.0258	0.0462	0.0029	0.0145	0.0436	0.1809
Risk4	2,805	-0.0007	-0.0113	0.7273	-1.0243	-0.0403	0.0113	1.0371
Control own	2,977	0.2269	0.2123	0.1983	0.0000	0.0158	0.3747	0.7124
Entry cost	2,955	12.7023	12.6651	1.8336	9.0603	11.2599	14.0563	16.7203
HHI	2,955	0.1136	0.0641	0.1320	0.0094	0.0350	0.1440	0.5831
Size	2,977	19.7226	19.3859	1.6149	17.0455	18.5438	20.6467	23.9846
Leve	2,977	0.4603	0.4629	0.2142	0.0498	0.2971	0.6099	0.9393
ROE	2,977	0.0108	0.0703	0.5323	-1.0739	0.0176	0.1254	0.3382
MBR	2,977	1.2016	0.8692	1.1003	0.2007	0.5474	1.4294	6.1613
Age	2,977	3.4142	3.6109	0.7497	0.6931	3.3322	3.8501	4.3944
Invest	2,977	0.0395	0.0233	0.0490	0.0000	0.0073	0.0536	0.2301
FCF	2,977	0.0428	0.0459	0.0972	-0.2575	-0.0026	0.0927	0.2971
G-index	2,977	0.3925	0.3700	0.0963	0.2500	0.3300	0.4300	0.7133

〈표 3〉은 실증분석에 사용된 주요 변수 간 상관관계를 제시하고 있다. 본 연구의 주요 변수인 기업의 위험추구행태와 지배주주 지분율(Control own) 간에는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 성립하는 것으로 관찰되었다. 이는 지배주주의 직접 지분율이 낮은 기업에서 주로 위험추구행태를 확대하고 있음을 의미하며, 본 연구의 가설과 일치하는 결과이다. 한편, 지배주주 지분율과 상품시장에서의 경쟁 수준의 대용치인 시장진입비용(Entry cost) 간에는 유의적인 상관관계가 존재하지 않는 것으로 나타났다. 이는 상품시장에서의 경쟁 위협을 고려하여 지배주주가 지분율을 변화시키지는 않음을 의미한다.

〈표 3〉 상관관계

이 표는 본 연구의 실증분석에 사용된 주요 변수 간 상관관계를 보여준다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같으며, *은 5% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

변수	Risk1	Control own	Entry cost	Size	Leve	ROE	MBR	Age	Invest	FCF
Control own	-0.0374*									
Entry cost	-0.0163	-0.0074								
Size	-0.0859*	-0.2277*	0.3227*							
Leve	0.0622*	-0.2243*	-0.0540*	0.2679*						
ROE	-0.0738*	0.0690*	0.0332	0.1145*	-0.1776*					
MBR	0.0470*	-0.1457*	-0.0835*	0.0907*	0.1689*	-0.1070*				
Age	0.0047	-0.0284	-0.0106	0.0017	0.0811*	-0.0125	-0.1013*			
Invest	0.0340	0.0612*	0.1026*	-0.0012	-0.0525*	0.0250	0.0963*	-0.0531*		
FCF	-0.0406*	0.0738*	0.0779*	0.0825*	-0.2186*	0.2080*	0.0566*	-0.0797*	0.2305*	
G-index	-0.0725*	-0.1213*	0.1971*	0.7315*	0.1169*	0.1126*	0.1725*	-0.0696*	0.0169	0.1186*

2. 차이값 검증

〈표 4〉는 전체 표본을 지배주주 지분율(Control own)의 중위수에 따라 2개로 나누어 표본 간 주요 변수의 차이값을 검증한 결과이다. Low Control own 그룹은 지배주주 지분율 중위수 미만인 표본, High Control own 그룹은 중위수 이상인 표본을 의미한다. 두 그룹 간 차이값의 통계적 유의성을 확인하기 위해 t-test를 수행하였으며, 표본이 정규분포하지 않을 가능성을 감안하여 순위합 검증(wilcoxon rank sum test)도 추가적으로 실시한다. 기업의 위험추구행태의 대응치(Risk1)는 지배주주 지분율이 낮은 기업에서 보다 높게 관찰되었다. 이러한 결과는 10% 통계적 유의수준 하에서 유의미한 것으로 나타났으며, 순위합 검증(wilcoxon rank sum test) 추정에서도 유의한 결과를 보여주고 있다. 하지만 이러한 결과는 기업의 위험추구행태에 영향을 미칠 수 있는 다양한 기업 특성을 고려치 못하였기 때문에 일반화된 결론을 내리기에 제한적이다. 따라서 추후 회귀분석 결과를 바탕으로 보다 엄밀한 경제적 의미와 통계적 유의성을 제시한다. 상품시장에서의 경쟁 수준은 지배주주 지분율에 따른 유의미한 차이를 보이지 않았다. 한편, 기업규모(Size)는 지배주주 지분율이 높은 기업에서 보다 낮게 관찰되었다. 이는 지배주주가 자신의 직접 지분율을 확대하는데 재무적 제약이 존재하므로 소기업에서 지분율을 확대하기가 보다 용이하기 때문으로 해석이 가능하다. 부채비율(Leve)은 지배주주 지분율이 낮은 기업에서 보다 높게 관찰되었다. 지배주주 지분율이 높은 기업은 수익성(ROE)이 높은 것으로 나타났는데, 이는 지배주주와 여타 소액주주 간 이해일치의 결과로 해석이 가능하다. 기업의 성장기회의 대응치(MBR)는 지배주주 지분율이 낮은 기업에서 보다 높게 관찰되었다. 기업의 투자지출액(Invest)과 잉여현금흐름(FCF)은 지배주주 지분율이 높은 기업에서 보다 높게 나타났다. 기업의 내부 지배구조(G-index)는 지배주주 지분율이 낮은 기업에서 보다 높게 관찰되었다.

〈표 4〉 차이값 검증

이 표는 지배주주 지분율에 따른 주요 변수 간 차이값을 검증한 결과이다. 전체 표본은 지배주주 지분율(Control own)의 중위수에 따라 2개로 나누었다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

변수	Low Control own [N=1,472]	High Control own [N=1,505]	Difference test (p-value)	
			t-test	wilcoxon rank sum test
Risk1	0.0011	-0.0018	0.0709*	0.0136**
Control own	0.0564	0.3937	0.0000****	0.0000***
Entry cost	12.7425	12.6638	0.2410	0.2094
Size	20.0561	19.3965	0.0000***	0.0000***
Leve	0.5048	0.4167	0.0000***	0.0000***
ROE	-0.0326	0.0532	0.0000***	0.0733*
MBR	1.3398	1.0664	0.0000***	0.0000***
Age	3.4037	3.4245	0.4490	0.1576
Invest	0.0374	0.0416	0.0214**	0.0000***
FCF	0.0339	0.0514	0.0000***	0.0004***
G-index	0.4013	0.3839	0.0000***	0.1805

3. 회귀분석

가. 회귀분석모형

회귀분석을 수행함에 있어 기업의 위험추구행태의 대응치가 특정 기간 내 현금 흐름의 표준편차로 측정되기 때문에 변수 간 시차를 설정하는 방식이 매우 중요하다. 가령, 지배주주의 지분율이 위험추구행태의 대응치인 최근 5년 간 총자산 대비 영업이익의 표준편차에 영향을 미친다는 것을 가정할 때, 전자는 특정연도 (t)를 기준으로 설정해야 하며, 후자는 특정연도 이후 기간(t, t+1, t+2, t+3, t+4)을 바탕으로 설정해야만 현실적인 분석이 가능할 것이다. 즉, 추정기간 간 시차를 설정에 있어 특정연도를 기준으로 시차를 명확히 설정해야만 두 지표 간 영향력을 보다 엄밀히 확인할 수 있을 것이다. 따라서 본 연구에서 기업의 위험추구행태의 대

용치는 특정연도 이후 추정기간 동안의 수익성(현금흐름)의 표준편차(변동성)를 의미한다. 본 연구는 생략변수의 편의를 사전에 차단하기 위해 다양한 기업특성을 통제변수로 고려하는데, 이들 변수의 경우에도 동일한 설정방식을 활용한다. 추가적으로 생략변수의 편의에 기인한 내생성 문제를 사전에 차단하기 위해 산업 더미변수¹⁰⁾(Industry effect)를 모형에 추가하고, 시계열적 시장여건의 변화를 통제하기 위해 연도더미변수(Year effect)도 모형에 포함한다. 본 연구의 표본이 패널 데이터 형태를 갖고 있으므로, 잠재적 이분산성과 자기상관성을 사전에 완화시키기 위해 robust standard error 방식을 통해 통계적 유의성을 검증한다. 본 연구는 OLS 방식의 회귀분석을 실시하며, 분석에 활용될 실증분석모형은 아래와 같다.

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Controlown_{it} + \beta_2 Entry\ cost_{it} (or\ HHI_{it}) + \beta_3 Size_{it} \\ + \beta_4 Leve_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 MBR_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Invest_{it} + \beta_9 FCF_{it} \\ + \beta_{10} G-index_{it} + \epsilon_{it}$$

여기서, $RISK_{it}$ 는 총자산 대비 영업이익의 t기, t+1기, t+2기, t+3기, t+4기의 표준편차에서 동 지표의 산업 내 기업들의 평균값을 차감한 값

만일, 본 연구의 가설이 적합하다면 지배주주 지분율(Control own)의 추정계수는 통계적으로 유의적인 음(-)의 값을 가질 것으로 예상할 수 있다. 보다 중요하게 본 연구는 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력에 있어 상품시장에서의 경쟁 위협을 고려하여 보다 일반화된 가설을 제시함으로써 학술적, 실무적 기여도를 강화한다. 이를 위해 본 연구는 전체 표본을 상품시장에서의 경쟁 수준 대응치의 중위수에 따라 2개로 나누어 각 표본에서 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 확인한다. 만일 경쟁위험이 지배주주의 지분율에 근거한 위험추구유인을 적극적으로 규율한다면 양자 간 관계는 주로 비경쟁적인 상품시장에서 강하게 관찰될 것이다.

10) 다만, 산업수준에서 측정된 상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치와의 다중공선성 문제의 발생 가능성을 고려하여 산업더미변수는 한국표준산업분류 1자리를 기준으로 설정하였다.

한편, 기존 연구는 외부 경영통제장치와 내부 지배구조 간 상호 보완성 또는 대체성이 존재할 수 있음을 제시하고 있다(Shleider and Vishny, 1997; Giroud and Mueller, 2011). 이러한 논의의 연장선상에서 본 연구의 경쟁위협 의 규율효과가 내부 지배구조를 보완할 수 있는지를 확인한다. 구체적으로 경쟁위협 수준에 따른 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력이 과연 내부 지배구조 수준에 따라 어떻게 달라질 수 있는지를 확인한다. 이를 위해 전체 표본을 내부 지배구조 수준(G-index)의 표본 중위수에 따라 2개로 나누어 좋은 내부 지배구조를 가진 기업군과 취약한 내부 지배구조를 가진 기업군으로 구분한다. 이렇게 분리된 각 표본에서 앞서 분석한 방식과 동일하게 경쟁위협 의 규율효과를 확인한다.

나. 회귀분석결과

〈표 5〉는 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 회귀분석을 통해 확인한 결과이다. 모형(1)의 지배주주 지분율(Control own)의 추정계수는 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다¹¹⁾. 이는 지배주주가 높은 지분율을 보유한 기업에 비해 낮은 지분율을 보유한 기업에서 보다 적극적으로 위험을 추구하고 있음을 의미한다. 지배주주가 자신의 금전적 보상과 직접적인 연관성이 적은 기업에서 과잉투자유인을 갖고 적극적인 위험추구행태를 보인다는 것을 알 수 있다. 반대로, 자신의 지분율이 높은 기업에서는 파산확률을 낮추고 미래 발생 가능한 경영권 위협을 효율적으로 반영하기 위해 상대적으로 보수적인 투자포트폴리오를 형성하고 있는 것으로 분석된다. 이러한 결과는 지배주주 지분율이 높은 기업에서 위험을 추구하지 않음을 의미하지는 않

11) 기존 대리인이론에 따르면 경영자의 지분구조에 근거한 유인은 지분율의 크기에 따라 단계적 영향력을 갖는 것으로 알려져 있다. 따라서 추가적으로 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 2차 함수의 형태, 3차 함수의 형태, 5%, 25% 지점을 변곡점으로 고려한 비선형 관계를 검증한 결과, 이러한 형태는 관찰되지 않았다. 이러한 결과를 종합하면, 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력에는 선형 관계가 성립하며, 비선형관계는 존재치 않는다는 결론을 내릴 수 있다. 따라서 이후에는 주로 지배주주 지분율의 선형적 영향력에 초점을 맞춘 분석을 수행한다.

며, 과잉투자유인을 확대하기 위한 위험추구행태가 지분율이 낮은 기업에서 상대적으로 더 크게 관찰될 수 있음을 의미한다. 이러한 행태는 과거 경제위기 이전에, 기업집단 내 간접 지분을 통해 통제권을 행사할 수 있는 계열사의 무분별한 계열 확장, 가치 없는 사업안에 과잉 투자하는 등의 문제의 현실적인 논거로 활용이 가능할 것으로 예상된다. 모형(2)는 여타 기업 특성을 대리하는 다양한 통제변수를 추가하여 분석한 결과인데, 지배주주 지분율의 추정계수는 여전히 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 따라서 본 연구의 결과가 누락변수의 편의에 기인한 오류에 노출될 가능성은 낮은 것으로 나타났다. 모형(3)과 (4)는 기업의 위험추구행태의 추가적인 대응치로 최근 3년간 현금흐름의 변동성을 종속변수로 활용한 결과인데, 앞선 결과와 동일한 결과를 보여주고 있어 강건성을 확인시켜준다.

여타 통제변수로 상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치로 시장진입비용(Entry cost)은 10% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 시장진입비용이 높은 값을 가질수록 경쟁위험이 낮은 것을 의미하므로, 비경쟁적인 상품시장 내 기업이 경쟁적인 상품시장 내 기업에 비해 적극적으로 위험을 추구하고 있음을 의미한다. 기업규모(Size)의 추정계수는 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났는데, 소규모 기업의 경우 양적 성장을 위해 보다 적극적으로 위험을 추구하고 있는 것으로 해석이 가능하다. 수익성(ROE)의 추정계수는 5% 통계적 유의수준에서 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었는데, 수익성이 낮은 기업일수록 적극적인 위험추구를 통해 수익성을 개선시키려는 노력을 강화하고 있는 것으로 해석된다. 기업의 성장기회의 대응치로 자기자본의 시장가치 대비 장부가치 비율(MBR)은 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 성장기회가 높은 기업일수록 적극적으로 위험을 인수하고 있음을 보여준다. 투자지출액(Invest)의 추정계수는 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는데, 이는 투자지출성향이 높은 기업일수록 위험을 적극적으로 추구하고 있음을 의미한다.

〈표 5〉 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향

이 표는 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식을 통해 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)
	Risk1	Risk1	Risk2	Risk2
상수항	0.0014 [1.42]	0.0464*** [3.94]	0.0020* [1.85]	0.0476*** [3.85]
Control own	-0.0080*** [-2.69]	-0.0085*** [-2.77]	-0.0114*** [-3.60]	-0.0115*** [-3.60]
Entry cost		0.0008* [1.89]		0.0008* [1.77]
Size		-0.0033*** [-4.69]		-0.0033*** [-4.76]
Leve		0.0132** [2.43]		0.0073 [1.31]
ROE		-0.0065** [-2.16]		-0.0077** [-2.36]
MBR		0.0021*** [3.13]		0.0026*** [3.56]
Age		0.0007 [0.44]		0.0006 [0.43]
Invest		0.0410*** [3.10]		0.0528*** [3.44]
FCF		-0.0096 [-0.86]		-0.0272* [-1.88]
G-index		-0.0105 [-1.26]		-0.0015 [-0.18]
Year effect	No	Yes	No	Yes
Industry effect	No	Yes	No	Yes
N	2,805	2,783	2,899	2,877
adj-R ²	0.0010	0.0168	0.0024	0.0215

〈표 6〉에서는 모형설정의 오류를 고려하여 다양한 대안적 모형을 통해 주요 실증분석결과의 강건성을 확인한다. 패널데이터를 활용하는 본 연구의 설정상 이분산과 자기상관의 문제를 완벽히 배제할 수 없다. 따라서 이를 완화하기 위한 방안으로 Fama and MacBeth(1973)의 횡단면 분석을 활용한다. Fama and French(2002)

는 동 추정방식이 OLS 방식의 회귀분석시 발생할 수 있는 이분산과 자기상관에 기인한 오류를 상당 부분 경감시켜줄 수 있음을 보고한 바 있다. 모형(1)은 이러한 추정방식을 통한 분석결과인데, 지배주주 지분율(Control own)의 추정계수는 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이는 앞선 회귀분석의 결과와 동일하며, 본 연구의 주요 실증분석의 강건성을 확인시켜준다. 모형(2)는 실증분석에 활용된 대용치들이 정규분포를 따르지 않은 가능성을 고려하여 중위수를 활용한 회귀분석(median regression)을 활용한 결과이다. 동 추정방식을 통한 추정결과, 지배주주 지분율의 추정계수는 여전히 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것을 보여주고 있다. 한편, 본 연구의 실증분석모형에서 제기될 수 있는 통계분석상 오류로 누락변수의 편의(omitted variable bias)에 기인한 내생성 문제를 통제하기 위해 기업수준의 고정효과모형(firm fixed effect model)을 활용¹²⁾한다. 동 모형은 관찰 불가능한 기업특성을 상수항에 반영하는 형태로 다수의 기업재무 분야 논문에서 내생성 문제를 완화시키기 위한 통계분석방식으로 활용되고 있다. 모형(3)은 이러한 분석결과를 제시하고 있는데, 지배주주 지분율의 추정계수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가짐을 확인할 수 있었다. 이상의 분석 결과들을 감안할 때, 다양한 통계분석 상의 오류에 기인하여 본 연구의 결과가 유도될 가능성은 낮음을 확인할 수 있었으며, 강건성을 가짐을 확인할 수 있다.

12) 이러한 분석방법을 제안해주신 심사자께 감사한다.

〈표 6〉 대안적 모형 설정: 내생성 통제

이 표는 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 대안적 모형을 통해 분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식을 통해 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의 수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1)	모형(2)	모형(3)
	Risk1	Risk1	Risk1
	Fama and MacBeth (1973)	Median regression	Firm fixed effect
상수항	0.0429*** [5.04]	0.0211*** [3.51]	-0.2120** [-2.12]
Control own	-0.0098*** [-5.15]	-0.0035** [-2.15]	-0.0078* [-1.70]
Entry cost	0.0006 [1.46]	-0.0003 [-1.37]	-0.0012 [-0.24]
Size	-0.0029** [-4.11]	-0.0013*** [-4.14]	0.0118 [1.41]
Leve	0.0149*** [5.59]	0.0032* [1.81]	0.0362 [1.19]
ROE	-0.0148* [-2.25]	-0.0060*** [-6.42]	-0.0008 [-0.53]
MBR	0.0019** [3.60]	0.0012*** [3.81]	0.0001 [0.06]
Age	0.0007 [0.66]	-0.0017*** [-3.95]	-0.0051 [-0.80]
Invest	0.0396** [4.57]	0.0158** [2.37]	0.0290** [2.55]
FCF	-0.0059 [-0.49]	0.0130*** [3.57]	0.0084 [1.27]
G-index	-0.0072 [-1.49]	-0.0006 [-0.13]	-0.0026 [-0.20]
Year effect	No	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	No
N	2,783	2,783	2,783
R ² (Pseudo R ²)	0.0512	0.0372	0.0280

한편, 본 연구는 앞선 지배주주 지분율과 기업의 위험추구행태 간의 관계가 과연 상품시장에서의 경쟁의 규율효과가 존재하는 경우 어떻게 달라질 수 있는지를 확인한다. <표 7>은 이러한 분석을 수행한 결과이다. 모형(1)과 (2)는 상품시장에서의 경쟁 수준의 대용치로 시장진입비용(Entry cost)의 중위수 미만인 기업을 분석 표본으로 추정된 결과이다. 즉, 경쟁적인 상품시장 내 기업의 표본으로 분석을 실시한 결과이다. 모형(1)에서 지배주주 지분율(Control own)의 추정계수는 통계적 유의성을 갖지 않는 것으로 나타났다. 모형(2)에서 기업의 위험추구행태의 추가적인 대용치를 활용한 경우에도 이러한 결과는 동일하게 관찰되었다. 이는 경쟁위협이 존재하는 시장 환경 하에서 지배주주가 지분율을 기반으로 한 유인을 바탕으로 기업의 위험추구행태를 적극적으로 변화시키지는 않음을 의미한다. 모형(3)과 (4)는 시장진입비용이 중위수 이상인 기업 즉, 비경쟁적인 상품시장 내 기업의 표본을 활용한 분석결과인데, 지배주주 지분율의 추정계수는 최소 5% 통계적 유의수준에서 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 더불어 추정계수의 절대값은 앞서 전체 표본을 바탕으로 한 분석결과보다 더 크게 관찰되었다. 이러한 결과들을 종합하면, 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력은 주로 경쟁위협이 낮은 비경쟁적인 상품시장에서 주로 관찰됨을 확인할 수 있다. 이는 경쟁위협으로 인해 비교적 높은 투자위험과 파산비용을 부담해야 하는 지배주주가 과잉투자유인을 확대하기 위해 지분율에 근거하여 기업의 위험추구행태를 자의적으로 변경하지 못함을 의미한다. 뿐만 아니라 경쟁적인 상품시장에서는 자본시장 참여자들로부터의 시장규율의 작동 가능성이 높으며 경영권 위협도 증가할 것이기 때문에 지배주주의 전횡이 사전에 차단될 수 있음을 시사한다. 따라서 경쟁위협이 일종의 대리인비용으로 볼 수 있는 지배주주가 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력을 통제하기 위한 효율적인 규율장치로 이해될 수 있다.

〈표 7〉 경쟁위협 하에 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향

이 표는 상품시장에서의 경쟁 위협에 따른 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 회귀분석을 통해 분석한 결과이다. 표본은 시장진입비용(Entry cost)의 중위수에 따라 2개로 구분하였다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식을 통해 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)
	Risk1	Risk2	Risk1	Risk2
	Entry cost < Median		Entry cost >= Median	
상수항	0.1126*** [5.44]	0.1037*** [4.97]	0.0225 [1.55]	0.0316** [1.98]
Control own	-0.0007 [-0.19]	-0.0043 [-0.93]	-0.0123** [-2.50]	-0.0160*** [-3.54]
Entry cost	0.0024*** [3.23]	0.0020** [2.51]	0.0006 [0.64]	0.0002 [0.26]
Size	-0.0067*** [-5.02]	-0.0064*** [-5.25]	-0.0021*** [-2.71]	-0.0020** [-2.40]
Leve	-0.0018 [-0.35]	-0.0024 [-0.35]	0.0235** [2.55]	0.0134 [1.49]
ROE	-0.0052 [-1.42]	-0.0089* [-1.65]	-0.0057 [-1.61]	-0.0060* [-1.93]
MBR	0.0035*** [3.82]	0.0036*** [3.45]	0.0017 [1.47]	0.0019 [1.43]
Age	-0.0027*** [-2.65]	-0.0018* [-1.65]	0.0024 [0.99]	0.0018 [0.78]
Invest	0.0027 [0.17]	0.0335* [1.81]	0.0584*** [2.98]	0.0593*** [2.64]
FCF	-0.0060 [-0.60]	-0.0292 [-1.64]	-0.0202 [-0.89]	-0.0264 [-1.02]
G-index	-0.0200 [-1.53]	-0.0042 [-0.33]	-0.0213* [-1.70]	-0.0147 [-1.07]
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,311	1,366	1,472	1,511
adj-R ²	0.0703	0.0483	0.0120	0.0115

〈표 8〉은 상품시장에서의 경쟁 수준의 추가적인 대용치로 HHI를 활용하여 연구결과의 강건성을 확인한 결과이다. 모형(1)과 (2)는 HHI의 중위수 미만인 기업 즉, 비교적 경쟁적인 상품시장에 속한 표본을 바탕으로 분석을 실시한 결과인데, 지배주주 지분율(Control own)의 추정계수는 통계적으로 유의적이지 않은 것으로 나타났다. 반면, HHI의 중위수 이상인 기업 즉 비경쟁적인 상품시장에 속한 표본을 바탕으로 한 모형(3)과 (4)에서는 지배주주 지분율의 추정계수가 통계적 유의성을 갖는 것으로 관찰되었다. 이는 앞서 제기한 바와 같이 경쟁위험이 지배주주가 지분구조에 따라 기업의 위험추구행태를 자의적으로 변경하는 영향력을 통제하는 효과가 있음을 다시금 확인시켜주는 결과이다. 따라서 상품시장에서의 경쟁 수준의 대용치 선택에 따른 오류가 본 연구 결과에 개입될 가능성이 낮음을 보여주는 결과로 강건성을 확인시켜준다.

〈표 8〉 상품시장에서의 경쟁의 대안적 대리지표(HHI) 활용

이 표는 상품시장에서의 경쟁 위협에 따른 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 회귀분석을 통해 분석한 결과이다. 표본은 허핀달-허쉬만 지수(HHI)의 중위수에 따라 2개로 구분하였다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식을 통해 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)
	Risk1	Risk2	Risk1	Risk2
	HHI < Median		HHI >= Median	
상수항	0.1109*** [6, 15]	0.1018*** [6, 25]	0.0204 [1, 28]	0.0287 [1, 56]
Control own	-0.0044 [-1, 23]	-0.0068 [-1, 57]	-0.0091* [-1, 76]	-0.0126*** [-2, 63]
HHI	0.0586 [1, 15]	0.0315 [0, 46]	0.0001 [0, 02]	-0.0024 [-0, 27]
Size	-0.0054*** [-4, 89]	-0.0048*** [-4, 83]	-0.0022** [-2, 56]	-0.0024** [-2, 54]
Leve	0.0119** [2, 54]	0.0070 [1, 13]	0.0125 [1, 35]	0.0049 [0, 53]
ROE	-0.0131** [-2, 41]	-0.0189*** [-2, 89]	-0.0056** [-2, 05]	-0.0052** [-2, 51]
MBR	0.0029*** [3, 14]	0.0029*** [2, 77]	0.0016 [1, 54]	0.0023** [2, 19]
Age	-0.0035*** [-3, 98]	-0.0034*** [-3, 85]	0.0046 [1, 56]	0.0039 [1, 46]
Invest	0.0110 [0, 69]	0.0269 [1, 58]	0.0648*** [3, 15]	0.0703*** [2, 91]
FCF	0.0058 [0, 42]	-0.0275 [-1, 39]	-0.0240 [-1, 33]	-0.0238 [-1, 13]
G-index	-0.0186 [-1, 40]	-0.0119 [-0, 95]	-0.0100 [-0, 91]	-0.0010 [-0, 08]
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,381	1,427	1,402	1,450
adj-R ²	0.0764	0.0609	0.0018	0.0042

〈표 9〉는 기업의 위험추구행태의 추가적인 대응치를 활용한 결과¹³⁾이다. 본 연구는 추가적인 대응치로 산업 조정 방식의 오류 가능성을 감안하여 최근 5년간 총자산 대비 영업이익의 표준편차(Risk3)를 그대로 사용한다. 더불어 본 연구의 주요 분석에서 활용된 기업의 위험추구행태의 대응치는 총자산을 기초로 표준화되어 기업의 주인인 주주들의 부의 불확실성을 직접적으로 대리하기 어렵다는 한계에 노출될 가능성이 존재한다. 특히, 지배주주가 지분율에 근거하여 기업의 위험추구행태를 변화시킴에 있어 자신의 금전적 보상의 불확실성도 동시에 부담해야만 한다는 측면을 분석에 반영할 필요성이 있다. 따라서 본 연구는 추가적으로 최근 5년간 자기자본 대비 영업이익의 표준편차를 산업 조정한 값(Risk4)을 분석에 활용한다. 모형(1)과 (2)는 이상의 지표를 종속변수로 전체 표본을 바탕으로 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 분석한 결과인데, 지배주주 지분율의 추정계수는 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 보다 중요하게 경쟁위험 수준에 따라 전체 표본을 2개로 나누어 추가적인 분석을 실시하였는데, 모형(3)과 (4)는 경쟁적인 상품시장 내 기업들을 바탕으로 분석한 결과이다. 앞서 확인된 바와 같이 이들 기업들에서는 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 유의적인 영향력을 미치지 않는 것으로 관찰되었다. 모형(5)와 (6)은 비교적 비경쟁적인 상품시장 내 기업들을 바탕으로 한 결과인데, 지배주주 지분율의 추정계수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되어 앞선 분석결과와 대동소이하게 관찰되었다. 이러한 결과들은 본 연구의 주요 결과의 강건성을 재차 확인시켜주며, 기업의 위험추구행태 선택에 따른 오류 가능성이 연구결과에 개입될 가능성이 낮음을 의미한다.

13) 심사자의 제언에 따라 주식수익률의 표준편차를 기업의 위험추구행태의 대응치로 활용한 분석도 추가적으로 실시한 결과, 보고된 결과와 유사한 결과를 확인할 수 있었다.

〈표 9〉 기업의 위험추구수준의 대안적 대리지표(Risk3, Risk4) 활용

이 표는 상품시장에서의 경쟁 위협에 따른 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 회귀분석을 통해 분석한 결과이다. 표본은 시장진입비용(Entry cost)의 중위수에 따라 2개로 구분하였다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식을 통해 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)	모형(5)	모형(6)
	Risk3	Risk4	Risk3	Risk4	Risk3	Risk4
	Total sample		Entry cost < Median		Entry cost >= Median	
상수항	0.1178*** [9.01]	0.6198** [2.22]	0.2374*** [9.37]	0.9367 [1.50]	0.0052 [0.33]	0.4704 [1.37]
Control own	-0.0122*** [-3.45]	-0.0809 [-1.23]	-0.0051 [-1.08]	0.0257 [0.22]	-0.0169*** [-3.25]	-0.1730** [-2.22]
Entry cost	0.0022*** [4.69]	0.0094 [0.92]	0.0006 [0.65]	0.0228 [0.50]	0.0061*** [5.89]	0.0127** [1.98]
Size	-0.0046*** [-5.91]	-0.0486*** [-2.62]	-0.0090*** [-5.90]	-0.0774* [-1.82]	-0.0029*** [-3.53]	-0.0381** [-2.18]
Leve	0.0128** [2.27]	0.1931*** [2.93]	0.0036 [0.58]	0.2765* [1.72]	0.0234** [2.51]	0.1146 [1.59]
ROE	-0.0069** [-2.35]	-0.1901** [-2.39]	-0.0063 [-1.41]	-0.2262** [-2.19]	-0.0063** [-2.08]	-0.1676* [-1.76]
MBR	0.0031*** [3.80]	0.0016 [0.12]	0.0051*** [4.49]	-0.0195 [-1.05]	0.0022* [1.84]	0.0412* [1.83]
Age	0.0003 [0.22]	-0.0002 [-0.02]	-0.0035*** [-3.17]	-0.0003 [-0.02]	0.0022 [0.89]	0.0038 [0.34]
Invest	0.0516*** [3.39]	0.5325 [1.55]	0.0022 [0.11]	0.7270 [0.92]	0.0688*** [3.28]	0.4325* [1.70]
FCF	-0.0331*** [-2.61]	-0.3758 [-1.13]	-0.0252** [-2.09]	-0.1234 [-0.28]	-0.0350 [-1.38]	-0.7377 [-1.46]
G-index	-0.0061 [-0.64]	0.2977 [1.32]	-0.0178 [-1.13]	0.3264 [0.66]	-0.0187 [-1.43]	0.1778 [1.06]
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2,783	2,783	1,311	1,311	1,472	1,472
adj-R ²	0.0643	0.0104	0.1590	-0.0063	0.0554	0.0441

추가적으로 본 연구는 경쟁위험 수준에 따른 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력이 과연 내부 지배구조 수준에 따라 어떻게 달라질 수 있는지를 확인한다. <표 10>은 이러한 방식의 분석결과를 제시하고 있다. 모형(1)-(3)은 좋은 내부 지배구조를 가진 기업군을 대상으로 한 결과이며, 모형(4)-(6)은 취약한 내부 지배구조를 가진 기업군을 대상으로 한 결과이다. 모형(1)의 지배주주 지분율의 추정계수는 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보여주고 있다. 이러한 결과는 좋은 지배구조가 형성되어 있는 기업에서 지배주주가 지분율에 근거하여 위험추구행태를 자의적으로 변화시키지 못하는 것으로 해석이 가능하다. 즉, 좋은 내부 지배구조가 지배주주의 전횡을 사전에 차단하고 있는 효율적인 장치로 이해될 수 있으며, 기존 연구와 동일한 결과를 재차 확인할 수 있다. 모형(2)와 (3)은 좋은 내부 지배구조를 가진 기업군을 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 2개로 나누어 각각의 그룹에서 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력을 확인한 결과이다. 각 모형에서 지배주주 지분율의 추정계수는 통계적으로 유의적이지 않은 것으로 나타났다. 이는 앞서 제시한 경쟁위험의 규율효과가 좋은 내부 지배구조를 가진 기업에서 관찰되지 않을 수 있음을 의미한다. 한편, 취약한 내부 지배구조를 가진 기업군을 대상으로 한 결과로, 모형(4)의 지배주주 지분율의 추정계수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이를 앞선 모형(1)의 추정결과와 연관하면, 지배주주가 지분율을 기반으로 한 유인을 바탕으로 기업의 위험추구행태를 변화시키는 효과는 주로 내부 지배구조가 취약한 기업에서만 관찰될 수 있음을 의미한다. 모형(5)와 (6)은 취약한 내부 지배구조를 가진 기업군을 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 2개로 나누어 각각의 그룹에서 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력을 확인한 결과이다. 모형(5)는 경쟁적인 상품시장 내 기업들을 대상으로 한 결과인데, 지배주주 지분율의 추정계수가 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 나타났다. 반면, 모형(6)은 비경쟁적인 상품시장 내 기업들을 대상으로 한 결과인데, 지배주주 지분율의 추정계수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 즉, 취약한 내부 지배구조를 가진 기업에서는 경쟁위험에 따라 지배주주 지분율이 기업

의 위협추구행태에 미치는 영향력의 차이가 존재한다. 앞선 모형(2)와 (3)의 추정 결과와 연계하면 경쟁위협의 규율효과는 취약한 지배구조를 가진 기업에서만 주로 관찰되고 있음을 확인할 수 있다¹⁴⁾. 이는 취약한 내부 지배구조로 인해 지배주주의 전횡이 확대되는 대리인문제를 경쟁위협이 효과적으로 보완할 수 있음을 의미한다. 역으로 비경쟁적인 상품시장에서만 내부 지배구조의 규율효과가 높게 관찰될 수 있음을 의미하기도 한다. 따라서 이러한 경쟁위협과 내부 지배구조 간 상호관계를 고려하여 보다 효율적인 경영통제장치 형성 방안을 모색해야 할 것이다. 즉, 비경쟁적인 상품시장에서 보다 적극적으로 내부 지배구조를 강화하려는 노력이 필요할 것으로 예상된다.

14) 통상적으로 한국기업지배구조에서는 지배구조 평가결과를 바탕으로 B+이상인 기업을 비교적 좋은 지배구조를 가진 것으로 판별하고 있으며, 평균적으로 평가대상기업의 약 20% 가량이 이러한 기업군에 속하는 것으로 관찰되고 있다. 따라서 기업의 지배구조 수준에 차이를 보다 명확히 반영하기 위하여 한국기업지배구조원의 지배구조 평가 결과에 따라 전체 표본을 5분위 수로 나누어 상위 20% 표본을 좋은 지배구조를 가진 기업군, 나머지 표본을 취약한 기업군으로 분류하여 <표 10>과 동일한 분석을 수행한 결과, 보고된 결과와 대동소이한 결과를 확인할 수 있었다. 이러한 분석을 제안해주신 심사자께 감사한다.

〈표 10〉 경쟁위협 vs. 기업의 내부 지배구조

이 표는 표본을 기업의 내부 지배구조(G-index)의 대용치의 중위수에 따라 2개로 나누어 각 표본에서 상품시장에서의 경쟁 위협에 따른 지배주주 지분율이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 회귀분석을 통해 분석한 결과이다. 표본은 시장진입비용(Entry cost)의 중위수에 따라 2개로 구분하였다. 각 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 robust standard error 방식을 통해 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	Good governance (G-index \geq Median)			Weak governance (G-index $<$ Median)		
	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)	Model(5)	Model(6)
	Total sample	Entry cost $<$ Median	Entry cost \geq Median	Total sample	Entry cost $<$ Median	Entry cost \geq Median
상수항	0.0236 [1.02]	0.0875** [2.37]	0.0037 [0.26]	0.0702*** [3.10]	0.1242*** [4.47]	0.0232 [0.66]
Control own	-0.0018 [-0.51]	0.0045 [0.82]	-0.0044 [-0.88]	-0.0122** [-2.16]	-0.0021 [-0.39]	-0.0177* [-1.75]
Entry cost	-0.0004 [-0.88]	0.0024** [2.29]	-0.0021** [-2.14]	0.0012* [1.85]	0.0038*** [3.23]	0.0015 [0.91]
Size	-0.0009 [-1.04]	-0.0064*** [-2.70]	0.0012* [1.74]	-0.0061*** [-4.50]	-0.0072*** [-4.79]	-0.0056*** [-3.05]
Leve	0.0106** [2.55]	0.0172*** [2.59]	0.0073 [1.24]	0.0181* [1.71]	-0.0163** [-2.10]	0.0421** [2.35]
ROE	-0.0043** [-2.15]	0.0010 [0.08]	-0.0040** [-2.14]	-0.0085* [-1.92]	-0.0054 [-1.46]	-0.0171** [-2.02]
MBR	0.0001 [0.08]	0.0014 [1.35]	-0.0011 [-1.08]	0.0040*** [2.95]	0.0056*** [3.88]	0.0043* [1.66]
Age	0.0003 [0.37]	-0.0007 [-0.53]	0.0005 [0.51]	0.0011 [0.37]	-0.0036** [-2.19]	0.0031 [0.66]
Invest	0.0804*** [3.86]	0.0272 [1.19]	0.1066*** [3.78]	0.0046 [0.28]	-0.0196 [-0.83]	0.0119 [0.46]
FCF	0.0009 [0.09]	-0.0010 [-0.08]	0.0041 [0.18]	-0.0174 [-0.88]	-0.0076 [-0.45]	-0.0232 [-0.67]
G-index	-0.0184* [-1.91]	-0.0040 [-0.24]	-0.0318** [-2.47]	0.0592 [1.40]	-0.0473 [-1.10]	0.1305** [1.97]
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,411	638	773	1,372	673	699
adj-R ²	0.0526	0.0467	0.0920	0.0148	0.0839	0.0132

V. 결론 및 시사점

본 연구는 기존 선진 국가를 중심으로 제기된 지분구조와 기업의 위험추구행태에 관련한 이론을 수정/보완하여 국내와 같은 신흥국가에 보다 적합한 가설을 제시한다. 구체적으로 기존 연구와 달리 본 연구는 집중된 소유구조 하에서 지배주주의 지분율에 근거한 유인이 과연 기업의 위험추구행태에 어떤 영향을 미치는지를 확인하였다. 보다 중요하게 최근 외부 경영통제장치로서 다수의 학술적 연구에 주목을 받고 있는 상품시장에서의 경쟁 위협이 지배주주의 지분율에 근거한 전횡을 효과적으로 차단하기 위한 장치로 이해될 수 있는지에 대해서도 실증분석을 수행하였다.

실증분석결과, 지배주주 지분율은 기업의 위험추구행태에 통계적으로 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 기존 선진 국가를 중심으로 제기된 경영자의 지분구조에 근거한 결과와 다소 상이한데, 이는 국내 자본시장의 지배주주의 영향력과 유인구조의 차이에 기인한 것으로 받아들여진다. 기업집단 전체에 대한 통제권을 행사하는 지배주주의 경우 자신의 직접 지분이 높은 기업보다는 낮은 기업에서 과잉투자유인을 확대하기 위해 보다 적극적으로 위험을 추구하고 있기 때문으로 해석이 가능하다. 즉, 사적효용확대를 위한 과잉투자는 지분율이 낮은 기업에서, 안정적인 금전적 보상과 경영권 위협 방어를 위한 보수적 경영은 지분율이 높은 기업에서 이루어지고 있기 때문이다. 한편, 이러한 관계는 경쟁적인 상품시장에서는 사라지며, 비경쟁적인 상품시장에서만 주로 관찰되는 것으로 나타났다. 이는 경쟁위협이 지배주주의 전횡을 규율함에 따라 그들이 자의적으로 기업의 위험추구행태를 변경시키는 대리인문제를 사전에 차단하고 있기 때문으로 해석이 가능하다. 추가적으로 이러한 경쟁위협의 규율효과는 취약한 내부 지배구조를 가진 기업에서 주로 관찰되었다. 이는 대리인문제 통제에 있어 기업의 내부 지배구조와 상품시장에서의 경쟁 위협 간 상호 보완성이 존재하는 결과로 해석이 가능하다.

본 연구는 지분율에 근거한 지배주주의 위험추구행태의 변화가 상품시장에서

의 경쟁 위협에 따라 어떻게 변화할 수 있는지를 최초로 제시한다는 측면의 학술적 시사점을 가진다. 더불어 경쟁위협이 지배주주를 규율하기 위한 효율적인 통제수단이 될 수 있음을 제시함은 물론, 기업의 내부 지배구조와의 상호관계를 도출함으로써 향후 효율적인 기업의 경영통제장치 형성에 있어 정책적 시사점을 제시할 수 있을 것으로 판단된다.

참고문헌

- Acharya, V., Y. Amihud, and L. Litov, "Creditor rights and corporate risk-taking", *Journal of Financial Economics*, 102, 2011, pp. 150-166.
- Alchian, A., "Uncertainty, evolution and economic theory", *Journal of Political Economy*, 58, 1950, pp. 211-221.
- Amihud, Y. and B. Lev, B., "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics*, 12, 1981, pp. 605-618.
- Ammann, M., D. Osech, and M. Schmid, "Product market competition, corporate governance, and firm value: Evidence from the EU-area", *European Financial Management*, 19, 2013, pp. 452-469.
- Bae, K., J. Kang, and J. Kim, "Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups", *Journal of Finance*, 57, 2002, pp. 2695-2740.
- Baek, J., J. Kang, and K. Park, "Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis", *Journal of Financial Economics*, 71, 2004, pp. 265-313.
- Byun, H., J. Lee, and K. Park, "How does product market competition interact with internal corporate governance?: Evidence from the Korean economy", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41, 2012, pp. 377-423.
- Chae, J., S. Kim, and E. Lee, "How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints", *Journal of Banking & Finance*, 33, 2009, pp. 2093-2101.
- Coles, J., N. Danial, and L. Naveen, "Managerial incentives and risk-taking", *Journal of Financial Economics*, 79, 2006, pp. 431-468.
- Faccio, M., M. Marchica, and R. Mura, "Large shareholder diversification and corporate risk-taking", *Review of Financial Studies*, 24, 2011, pp. 3601-3641.
- Fama, E. and J. Macbeth, "Risk, return, and equilibrium: Empirical tests", *Journal of*

- Political Economy*, 81, 1973, pp. 607-636.
- Fama, E. and K. French, "Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt", *Review of Financial Studies*, 15, 2002, pp. 1-37.
- Giroud, X. and H. Mueller, "Corporate governance, product market competition, and equity prices", *Journal of Finance*, 66, 2011, pp. 563-600.
- Griffith, R., "Product market competition, efficiency and agency cost: An empirical analysis", Institute for Fiscal Studies working paper, 2001.
- Grosfeld, I. and T. Tressel, "Competition, Corporate Governance: Substitutes or Complements? Evidence from the Warsaw Stock Exchange", CEPR Discussion Papers, 2011.
- Grossman, S. and O. Hart, "One share-one vote and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 175-202.
- Guadalupe, M., and F. Perez-Gonzalez, "The impact of product market competition on private benefits of control", Working Paper, 2005.
- Hart, O., "The market mechanism as an incentive scheme", *Bell Journal of Economics*, 14, 1983, pp. 366-382.
- Holmstrom, B. and P. Milgrom, "The firm as an Incentive system", *American Economic Review*, 84, 1994, pp. 972-991.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360.
- Joh, S., "Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis", *Journal of Financial Economics*, 68, 2003, pp. 287-322.
- John, K., L. Litov, and B. Yeung, "Corporate governance and risk-taking", *Journal of Finance*, 63, 2008, pp. 1679-1728.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Tunneling", *American Economic Review*, 90, 2000, pp. 22-27.

- Karuna, C., "Industry product market competition and managerial incentives", *Journal of Accounting and Economics*, 43, 2007, pp. 275-297.
- Kim, E. and W. Kim, "Changes in Korean corporate governance: A response to crisis", *Journal of Applied Corporate Finance*, 20, 2008, pp. 47-58.
- Kim, E. and Y. Lu, "CEO ownership, external governance, and risk-taking", *Journal of Financial Economics*, 102, 2011, pp. 272-292.
- Kim, W., Y. Lim, and T. Sung, "Group control motive as a determinant of ownership structure in business conglomerates: Evidence from Korea's chaebols", *Pacific Basin Finance Journal*, 15, 2007, pp. 213-252.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, "Management ownership and market valuation : An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 293-315.
- Porter, M., *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, New York, 1980.
- Raheja, C., "Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 2005, pp. 283-306.
- Rumelt, R., *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1974.
- Schmidt, M., "Managerial incentives and product market competition", *Review of Economic Studies*, 64, 1997, pp. 191-213.
- Shleifer, A. and R. Vishny, "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 52, 1997, pp. 737-783.
- Stigler, G., "The economies of scale", *Journal of Law and Economics*, 1, 1958, pp. 54-71.
- Stulz, R., "Managerial control of voting rights: Financing policies and market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 25-54.

Abstract

This paper investigates how the competitive threat affects the relation between the ownership of controlling shareholders and corporate risk-taking behavior. Empirically, we confirm that the ownership of controlling shareholders has significantly negative effect on the level of corporate risk-taking. This result means that controlling shareholders change corporate risk-taking behavior based on their incentive structure from stock ownership. However, this relationship is not observed in more competitive product markets, while it appears in less competitive product markets. Thus, competitive threat can be considered as an external control mechanism to discipline the incentive of controlling shareholders, who want to pursue the private benefits. Meanwhile, the disciplinary effect of competitive threat is mainly observed in firms with weak internal corporate governance. This result implies that the weakness of internal control mechanisms is significantly complemented by product market competition.

※ **Key words:** Ownership of Controlling Shareholders, Incentive Structure, Risk-Taking Behavior, Product Market Competition, Internal Corporate Governance