

지배주주의 사적이익추구 유인과 기업의 부도 가능성: 소유-지배 괴리도와 부도거리의 관계*

Ownership-Control Disparity and Bankruptcy Risk

변 희 섭**

Hee Sub Byun

자본시장에서 비재무 정보인 ESG(Environmental, Social, and Governance) 요인에 대한 정책적, 실무적 관심이 지속해서 확대되고 있다. 특히, 과거 회계 부정 스캔들, 글로벌 금융위기는 지배구조와 부도위험 간의 연관성을 제기하는 촉매제로 작용하였다. 이러한 관점에서 과연 비재무 정보로써 지배구조가 기업의 부도 가능성에 어떻게 연관될 수 있는지에 대한 평가가 필요한 시점이다. 본 연구는 지배구조 특성으로 소유-지배 괴리도에 기초한 지배주주의 사적이익추구 유인에 주목하여, 동 특성이 부도위험에 미치는 영향을 분석한다. 분석 결과, 소유-지배 괴리도의 확대는 부도거리로 측정된 부도위험을 상승시키는 것으로 관찰된다. 더불어 지배주주가 50% 이상의 통제권을 보유하거나 직접 지분을 보유하지 않은 경우, 이러한 결과는 더욱 강하게 확인된다. 저성장 기조하에서 한국 기업들의 부도위험이 점진적으로 확대되는 가운데, 본 연구는 이러한 위험을 사전에 관리하기 위한 대안으로 지배구조의 영향력을 실증적으로 제시하는 시사점을 갖는다.

국문 색인어: 소유-지배 괴리도, 지배구조, 부도위험, 유인 효과, 참호구축 효과

한국연구재단 분류 연구분야 코드: B050700, B050703

* 이 논문은 2022년도 한림대학교 교비연구비(HRF-202201-006)에 의하여 연구되었음.

** 한림대학교 경영대학 금융재무학과 부교수(heesbyun@hallym.ac.kr), 제1저자

논문 투고일: 2022. 3. 10, 논문 최종 수정일: 2022. 6. 22, 논문 게재 확정일: 2022. 11. 18

I. 서론

기업은 적극적인 위험관리를 통해 경영활동의 연속성을 안정적으로 유지해야 한다. 이러한 목표하에서, 최근 자본시장에서 관심이 대두되고 있는 ESG(Environmental, Social, and Governance) 요인이 위험관리의 대안으로 주목받고 있다. 특히, 지배구조(Governance)는 과거 기업의 회계 부정(예를 들어, 엔론(Enron), 월드콤(WorldCom)) 스캔들, 글로벌 금융위기 등을 통해 경험적으로 확인된 바와 같이 부도위험과 밀접한 연관성을 가질 것으로 평가되고 있다(Robinson, Robinson, and Sisneros 2012). 하지만 기존 연구는 대개 영미권 국가에 대한 평가와 분석에 집중하고 있어 신흥국(emerging countries)을 아우르는 일반화된 결론을 도출하는 데 어려움이 있다. 더욱이 이들 국가와 신흥국 간에는 지배구조상의 뚜렷한 차이가 관찰되기 때문에 이러한 어려움은 보다 두드러질 수 있다. 신흥국은 집중된 소유구조하에 지배주주(controlling shareholder)가 존재하며, 이에 따라 분산된 소유구조를 전제하는 영미권 국가와 다른 양상의 대리인문제가 발생할 수 있다(Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 2000).¹⁾ 대표적인 형태가 지배주주의 과도한 통제권 행사를 통한 터널링(tunneling) 현상이다. 이러한 현상에는 계열사 간 부의 이전, 과도한 보상 지급, 채무보증 등과 같은 명시적 형태뿐만 아니라, 과도한 위험 추구, 성장 기회 착취 등과 같은 암묵적 형태도 포함된다. 따라서 신흥국의 지배구조상의 특수성을 고려하여 부도위험과의 연관성을 검증해 볼 필요성이 제기되지만, 이러한 접근을 시도한 연구를 쉽게 찾기 힘들다.

본 연구는 한국기업을 대상으로 지배주주의 소유-지배 괴리도(disparity between control rights and cash flow rights)와 부도위험(bankruptcy risk) 간의 관계를 실증 분석한다. 소유-지배 괴리 현상은 소수의 지분을 바탕으로 과도한 통제권을 행사하는 소유구조로 신흥국에서 빈번하게 관찰된다(La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer 1999). 이들 국가 내에는 다수의 기업집단(business group)이 존재하고 있는데, 지배주

1) 영미권 국가를 중심으로 한 대리인이론은 소유와 경영의 분리를 전제하여 경영자와 주주 간 이해 상충의 문제에 주목한다. 하지만 신흥국은 소유권과 경영 통제권을 동시에 보유하는 지배주주가 존재하므로, 지배주주와 소액주주 또는 지배주주와 채권자 등과 같은 새로운 이해 상충의 문제가 나타날 수 있다(Shleifer and Vishny 1997).

주는 비교적 적은 지분만으로 기업집단 전체를 통제하기 위해 계열사 간 상호 주식을 보유하거나 피라미드 소유구조를 형성한다. 이러한 과정에서 소유-지배 괴리도가 발생 또는 확대된다. 다수의 대리인이론은 소유-지배 괴리도가 지배주주의 사적이익추구 유인을 대리할 수 있음을 주장한다(Grossman and Hart 1988; Harris and Raviv 1988). 이러한 소유구조는 지배주주가 사적이익을 추구하더라도 금전적 손해를 감수해야 하지 않아도 되므로 대리인문제를 조장할 수 있으며(Bebchuk, Kraakman, and Triantis 2000), 이러한 문제는 소액주주, 채권자, 공급업체 등 다양한 기업의 이해관계자들의 부(wealth)를 훼손할 수 있다.

이론적으로 지배주주의 사적이익은 기업규모에 비례한다(Jensen and Meckling 1976). 기업규모의 상승은 지배주주의 자원 활용의 재량권과 자본시장에서의 명성을 확대하는 데 기여한다. 이러한 사적이익을 극대화하기 위해 지배주주는 수익성이 없는 투자안에 과잉 투자할 유인을 보유한다. 이러한 유인은 소유-지배 괴리도와 밀접한 연관성을 가질 것으로 예상된다. 높은 소유-지배 괴리도를 갖는 지배주주는 충분한 통제권을 확보함으로써 사적이익추구를 위한 자의적인 의사결정을 유도하기가 쉬우며(참호구축 효과, entrenchment effect), 과잉투자로 인한 소유권(지분)의 가치 하락이라는 비용을 부담할 가능성이 작다(유인 효과, incentive effect). 따라서 높은 소유-지배 괴리도를 갖는 기업에서 지배주주는 적극적으로 과잉 투자할 것이며, 이에 따라 부도위험이 확대될 것으로 예상된다. 이러한 행태는 지배주주를 제외한 여타 이해관계자들에게 어떤 금전적, 비금전적 편익을 가져다주지 못하며, 오로지 이들이 부담하는 위험을 상승시켜 경영활동의 연속성을 약화시킬 것이다.

본 연구는 한국 기업을 연구표본으로 활용한다. 한국 기업에 대한 분석은 여러 측면에서 소유-지배 괴리도와 부도위험 간의 관계를 검증하는데 효율적일 것으로 판단된다. 먼저, 지배주주의 소유-지배 괴리 현상이 만연해 있으므로 일반화할 수 있는 다수 연구표본의 확보가 가능하다. Cheong and Kim (2019)는 한국에서 지배주주 일가가 기업집단을 통제하는 사례가 빈번함을 보고한다. Kim, Lim, and Sung (2007)은 한국의 지배주주(재벌 총수) 일가들은 약 73.17%의 통제권(voting rights)을 행사하는 반면 약 12.33%의 소유권(cash flow rights)만을 보유하고 있음을 확인한다. 이렇듯 한국에서는 소유-지배 괴리

도가 일반적인 소유구조 형태이다. 둘째, 지배주주의 과도한 통제권 행사가 자본시장의 부정적 평가와 연관되어 있다는 주장이 지속해서 제기되고 있다. Ducret and Isakov (2019)는 한국 기업의 주가수익비율(price-earnings ratio)이 여타 국가의 기업에 비해 낮음을 보고하고, 이에 대한 원인으로 취약한 소유구조를 지적한다. 높은 통제권을 보유한 지배주주는 친족 등용, 인수·합병 위협 방어 등 시장규율의 효율적인 작동을 저해시킬 수 있다. 이는 단순히 소유-지배 괴리도가 특정 기업의 대리인문제뿐만 아니라, 자본시장의 비효율성을 초래할 수 있음을 시사한다. 이러한 여러 현상을 고려할 때, 한국 기업은 대리인이론에 기초한 소유-지배 괴리도의 부정적 기능을 전제하는 본 연구의 설정을 효과적으로 뒷받침할 것으로 예상된다. 마지막으로, 한국 경제는 저성장 단계에 진입함과 동시에 불안한 대내·외 경제 여건에 노출되어 있어 기업의 부도위험이 지속해서 상승하고 있다. 한국은행의 자료에 따르면, 2018년 기준 전체 기업 중 약 35.2%가 영업활동을 통한 이익으로 이자 비용조차도 충당하기 힘든 한계적 상황에 직면한 것으로 나타난다. 따라서 한국 기업은 경제 전반에 부도위험에 대한 노출도(exposure)가 확대된 상황에서 이를 관리하기 위한 대안을 평가하는 데 적합한 표본으로 판단된다.

본 연구의 분석 기간은 2004년부터 2016년까지이며, 분석표본은 한국거래소 유가증권 시장 상장기업이다. 주요 변수로 부도위험은 Vassalou and Zing (2004), Bharath and Shumway (2008)에서 제안된 부도거리(distance to default)로 대응한다. 부도거리는 자본구조, 주가가격의 변동성 등 기업의 내부적 경영행태, 자본시장 참여자의 불확실성에 대한 평가와 기대에 기초하여 부도위험을 평가한다. 따라서 정보비대칭 등 자본시장의 마찰적 요인이 부도위험 측정에 개입될 우려를 최소화할 수 있다는 장점이 있다. 소유-지배 괴리도는 지배주주의 계열사 등을 통한 간접 지분이 전체 통제권(지배주주 일가 지분과 계열사 지분의 합계)에서 차지하는 비중으로 측정한다. 주요 분석 결과로, 지배주주의 소유-지배 괴리도의 확대는 유의미하게 부도거리를 축소(부도위험을 확대)하는 것으로 관찰된다. 이러한 결과는 대안적 모형(Fama and MacBeth (1973) 회귀분석, Quantile 회귀분석, 2단계 최소제곱법 등)을 설정하거나 주요 변수의 또 다른 대응치를 활용한 때에도 같게 관찰되어 강건성을 갖는다. 한편 앞선 결과는 공익산업(utility industry)이나 지주회사(holding company)를 제외하여 규제의 효과를 통제할 때도 같게 나타났다. 또한 소유-

지배 괴리도와 부도위험의 관계는 글로벌 금융위기 이후 기간에서 더욱 강하게 관찰되었다. 이는 해당 사건 이후 지배구조에 대한 우려가 확대되었기 때문으로 해석될 수 있으며, 소유-지배 괴리도의 정보력이 유의미하게 상승하였음을 시사한다.

본 연구는 주요 결과의 구체성과 엄밀성을 검토하기 위한 추가분석을 시행한다. 먼저, 주요 결과가 구체적으로 어떤 지배주주의 행태와 연계되는지를 평가한다. 이론적으로 부도위험의 상승은 크게 두 가지 요인, 부채 확대와 위험 추구에 기인한다. 투자자금의 제약에 직면하는 지배주주는 자산규모의 확대를 위해 타인자본, 즉, 부채를 늘리려는 유인을 보유한다. 주식 발행과 달리 부채의 확대는 통제권 희석의 문제를 발생시키지 않기 때문에, 지배주주에게 선호될 것이다. 한편 위험과 수익의 상충관계하에서, 지배주주는 기업규모의 확대를 위해 고위험을 추구할 수 있다. 과거 아시아 외환위기 이전 대규모 기업집단(재벌)의 지배주주가 문어발식 그룹 확장을 위해 무분별한 인수·합병을 실행한 것이 대표적이다. 부채 확대와 위험 추구는 지배주주에게 이득이 되지만, 부도위험이 확대되는 부작용을 포함한다. 따라서 소유-지배 괴리도와 어떤 행태 간 연관성이 확인되는지를 파악함으로써, 주요 결과가 실현되는 경로를 평가할 수 있다. 분석 결과, 소유-지배 괴리도의 확대는 부채 규모와 주식수익률의 변동성으로 측정된 위험 추구 성향을 모두 상승시키는 것으로 확인된다. 이는 지배주주가 사적이익추구를 위해 두 가지 행태를 동시에 보임으로써 부도위험이 확대되고 있음을 시사한다.

다음으로, 본 연구는 가설의 엄밀성을 검토하기 위해 소유구조 특성을 보다 세분화한 분석을 시행한다. 앞서 언급한 바와 같이, 소유-지배 괴리도에 기초한 사적이익추구 유인은 참호구축 효과와 유인 효과에 기인한다. 지배주주가 50% 이상의 통제권을 보유할 때 경영권 위협에 기초한 시장규율에 노출될 가능성이 희박할 것이다. 이는 참호구축 효과가 극명하게 실현되는 조건으로 이해될 수 있다. 한편 지배주주가 직접 지분을 전혀 보유하지 않았을 때 오로지 사적이익을 통해 효용을 극대화할 유인만을 보유하게 될 것이다. 이는 유인 효과가 명료하게 실현되는 조건으로 이해될 수 있다. 만일 이와 같은 두 가지 조건에서 주요 결과가 더욱 강하게 관찰된다면, 참호구축 효과와 유인 효과에 기초한 본 연구의 추론이 적절함을 확인시켜줄 것이다. 분석 결과, 두 가지 조건에서 소유-지배 괴리도와 부도위험의 관계는 더욱 강화되는 것으로 관찰된다. 구체적으로, 두 가지 조건이 모두 충족된

상황에서 소유-지배 괴리도의 상승이 부도위험을 확대하는 영향력은 약 3배 증가하는 것으로 확인된다.

본 연구의 결과는 두 가지 함의를 가질 것으로 예상된다. 먼저, 본 연구는 신용평가, 자본비용 추정 등을 정교화하는데 소유구조 특성이 적극적으로 고려되어야 한다는 실무적 함의를 제공한다. 일반적으로 부도위험 예측에는 재무 정보가 활용된다. 본 연구의 결과는 비재무 정보인 소유-지배 괴리도에도 상당한 예측력이 존재함을 시사한다. 따라서 재무 정보에 더하여 동 특성도 고려함으로써 신용등급 예측, 자본비용 평가 등에 있어 판별력과 설명력을 개선할 수 있을 것으로 기대된다. 둘째, 본 연구의 결과는 소유-지배 괴리 현상의 부정적 효과에 대한 실증적 논거로 활용될 수 있다. 이론적으로 소유-지배 괴리도의 부작용에 대한 일관된 합의가 존재하지만, 과연 어떤 경로를 통해 실현되는지에 대한 직접적인 논거는 부족한 실정이다. 본 연구는 이러한 학문적 공백을 메우는 데 활용될 것으로 기대된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II 장에서는 기존 연구와 연구 가설을 논의한다. III 장에서는 실증분석을 위한 표본, 변수와 분석방법론을, IV 장에서는 실증분석결과와 이에 대한 해석을 제시한다. 마지막으로, V 장에서는 본 연구의 결론 및 시사점을 도출한다.

II. 기존 문헌 및 가설 설정

1. 기존 문헌

Grossman and Hart (1988)은 1주당 1개 의결권(one share-one vote)을 벗어난 주식의 존재가 무능한 경영진을 진입할 수 있게 하여 기업가치의 하락을 초래할 수 있음을 제시한다. 무능한 경영진의 부는 주식이치(security benefit)와 사적이익(private benefit)으로 구성된다. 만일 1주당 1개 의결권을 벗어난 주식이 존재하는 경우 무능한 경영진은 통제권 확보를 위해 오로지 이러한 주식만을 소유하면 된다. 따라서 이들은 무능한 경영으로 인한 주식이치 하락을 적게 부담하고 사적이익을 적극적으로 확대할 수 있으며

로, 기업을 인수한 유인을 가질 것이다. 반면, 소액주주는 사적이익을 누리지 못하기 때문에, 오로지 주식가치 하락만을 부담하게 된다. 유사한 맥락에서, Harris and Raviv (1988)는 1주당 1개 의결권 원칙에 어긋나는 'cheap vote'의 존재가 인수 후 주식가치와 경영진의 금전적 보상의 민감도를 낮춰 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 주장한다. Bebchuk, Kraakman, and Triantis (2000)는 소수 지분만을 소유하는 지배주주가 존재하는 소유구조(controlling-minority structure)가 분산된 소유구조에 비해 다양한 대리인비용을 발생시킬 수 있음을 주장한다. 이들은 Grossman and Hart (1988)과 유사하게, 지배주주는 주식가치와 사적이익을, 소액주주는 오로지 주식가치만을 누리게 됨을 전제한다. 투자이사 결정에 있어 지배주주는 투자안의 가치보다는 자신의 지분과 사적이익을 고려하게 된다. 이때, 지분이 적으면 투자안의 가치가 낮더라도 사적이익이 큰 투자안을 채택할 가능성이 확대된다. 이상의 이론적 논의들은 기업의 통제권을 보유한 지배주주가 낮은 지분만을 소유하는 행태 즉, 소유-지배 괴리도의 확대가 궁극적으로 경영 비효율성을 초래하여 기업의 연속성을 약화시킬 수 있음을 제시한다.

이론적 논의에 대한 실증적 논거는 신흥국을 중심으로 제기되고 있다. Joh (2003)은 한국에서 아시아 외환위기(Asian financial crisis) 이전 소유-지배 괴리도가 높은 기업의 수익성이 낮게 관찰되고 있음을 확인한다. 이를 근거로 지배주주 일가(controlling family)의 사적이익추구 유인이 경제위기의 원인으로 지목될 수 있음을 주장한다. Lemmon and Lin (2003)은 동아시아 국가를 대상으로, 외환위기 기간 높은 소유-지배 괴리도를 갖는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 더 낮게 나타남을 확인한다. 몇몇 연구들은 소유-지배 괴리도가 구체적으로 어떤 경로를 통해 기업가치를 훼손할 수 있는지에 주목한다. Bae, Kang, and Kim (2002)는 소유-지배 괴리도가 큰 한국의 재벌 기업집단에 주목하여 합병의 공시효과를 확인한다. 이들은 재벌기업의 공시효과가 그렇지 않은 기업에 비해 낮음을 근거로, 지배주주가 기업규모 확대를 위한 합병을 통해 사적이익을 추구하고 있음을 주장한다. Choi, Cho, and Sul (2014)는 한국 기업을 표본으로 높은 소유-지배 괴리도를 갖는 기업에 대해 외국인 투자자가 투자를 꺼리고 있음을 확인한다. 외국인 투자자가 투자에 대한 전문적 지식을 보유하며 상당한 경영상의 영향력을 행사할 유인이 있다는 관점에서, 이러한 기업의 잠재적 대리인문제를 크게 우려하고 있음을 주장

한다. 신흥국에서 소유-지배 괴리도의 효과를 검증하는 연구들이 존재하지만, 지금까지 부도위험과의 연관성을 평가한 사례를 찾기 힘들다.

다양한 이해관계자와의 계약의 집합체(nexus of contracts)인 기업에서 부도위험 관리 는 경영활동의 연속성 유지는 물론 원활한 자금조달을 위해 필수적이다. 이에 따라 다양한 재무 특성에 기초하여, 부도위험을 예측하기 위한 시도가 이루어져 왔다(Altman 1968). 기존 연구는 지배구조가 수익성, 투자성향, 자본비용 등 다양한 부도위험의 예측 수단들에 대한 영향력을 보유함을 주장한다(John, Litov, and Yeung 2008; Lin, Ma, Malatesta, Xuan 2011). 이를 바탕으로, 비재무 정보인 지배구조에는 부도위험의 예측에 있어 선행적 효과가 포함될 수 있음을 유추할 수 있다. Liang, Lu, Tsai, and Shih (2016)은 대만 기업을 표본으로 전통적 재무비율과 지배구조가 부도위험 예측에 미치는 효과를 검증한다. 이들은 두 특성의 적절한 조합을 통해 최적의 부도위험 예측 모형이 도출됨을 주장한다. 특히, 소유구조와 이사회 구조가 모형에 추가될 때 모형 설명력이 유의미하게 상승함을 근거로 지배구조의 중요성을 강조한다. Bhojraj and Sengupta (2003)은 기관투자자 지분과 사외이사 구성 비율의 상승이 채권수익률을 감소시키고, 신용등급을 개선할 수 있음을 제안한다. 이들은 효율적인 지배구조가 대리인문제의 발생 가능성(agency risk)을 낮추고, 정보의 불투명성(information risk)을 감소시키는 효과를 가짐을 주장한다. Fich and Slezak (2008)은 미국 기업을 대상으로 지배구조가 부도위험의 관리와 예측에 미치는 효과를 실증적으로 확인한다. 이들은 이사회 규모가 작거나, 이사회 내 사외이사 구성 비율이 높거나, 사내이사의 지분이 높은 기업에서 부도위험이 낮게 관찰됨을 보고한다. 이에 대한 근거로, 이러한 유형의 지배구조가 효과적인 경영진 감시에 기여함을 주장한다. Robinson, Robinson, and Sisneros (2012)는 미국 기업을 대상으로 이사회 내 사외이사 구성 비율과 파산 가능성 간의 관계를 실증적으로 확인한다. 이들은 양자 간 유의적인 관계가 성립하지 않지만, 사외이사 지분이 낮은 경우 양(+)의 관계가, 높은 경우 음(-)의 관계가 관찰됨을 보고한다. 이를 통해 소유구조가 지배구조와 부도위험 간의 관계에 중요한 매개체로 작동하고 있음을 제안한다. Joe, Oh, and Park (2018)은 한국 기업을 표본으로 소유-지배 괴리도가 높은 기업에서 배당성장 예측력이 개선됨을 제시한다. 이를 바탕으로, 소유구조가 주식수익률의 예측력에 상당한 효과가 있음을 주장한다.

본 연구와 유사한 접근으로, Boubakri and Ghouma (2010), Lin, Ma, Malatesta, and Xuan (2011)은 소유-지배 괴리도의 상승이 채권 수익률에 양(+), 신용등급에 음(-)의 영향력을 보임을 제시한다. 하지만 이들 연구의 결과를 신흥국에 일반화하는 데 한계가 있다. Boubakri and Ghouma (2010)은 채권 발행기업에 국한한 분석을 수행하여, 표본선정의 편이가 야기될 우려가 제기된다. 즉, 소유-지배 괴리도에 따라 채권 발행 여부가 사전적으로 결정된다면, 기업 간 소유-지배 괴리도의 차이를 명확히 반영하기 힘든 구조를 갖는다. 한편 Lin, Ma, Malatesta, and Xuan (2011)은 연구표본의 약 45%만이 가족 지배 기업이며, 소유-지배 괴리도의 평균은 약 6.1% 수준으로 제시하는데, 이는 신흥국(특히, 동아시아 국가)의 소유구조에 주목한 기존 연구와 상당한 차이를 보인다(Kim, Lim, and Sung 2007).

2. 가설 설정

이론적으로 지배주주는 자신의 재량권과 명성을 강화하기 위한 목적으로 수익성이 없는 투자안에 과잉 투자할 유인을 보유한다(Jensen and Meckling 1976). 이러한 유인이 실현된다면 기업의 부도위험은 확대될 것이다. 소유-지배 괴리도는 크게 세 가지 측면에서 이러한 유인이 실현될 가능성을 상승시킨다. 첫째, 금전적 유인의 부재(유인 효과)이다. 소유-지배 괴리도의 확대는 비교적 낮은 지분만으로 상당한 통제권을 행사함을 의미한다. 따라서 유인구조의 측면에서 지배주주는 과도한 위험 추구에 따른 잠재적 비용(지분가치의 하락) 대비 사적이익 확대라는 편익을 더 크게 누릴 수 있음을 의미한다. 극단적으로 과잉 투자의 실패로 인해 기업이 파산되더라도 지배주주가 통제권만 보유할 뿐 지분을 보유하지 않는다면 스스로 손해 볼 것이 전혀 없다. 둘째, 시장규율(market discipline)의 회피 가능성(참호구축 효과)이다. 소유-지배 괴리도가 큰 기업에서 지배주주는 높은 통제권을 행사한다. 이 때문에 기업경영권시장, 주주행동주의 등과 같은 외부 경영 통제장치에 의한 경영권 교체 가능성이 희박하다(Bebchuk, Kraakman, and Triantis 2000). Stulz (1988)은 소유-경영자의 통제권이 특정 임계치를 초과할 때 경영권 방어 가능성이 상승하여 사적이익추구 행태가 강화될 수 있음을 주장한다. 따라서 높은 소유-지배 괴리도를 보

유한 지배주주는 외부로부터의 견제 없이 자신이 원하는 대로 사적이익을 추구할 수 있다. 마지막으로, 기업집단에 대한 통제권 행사이다. 지배주주는 계열사 간 상호주식 보유, 피라미드 소유구조 등을 통해 기업집단 내 전체 계열사들에 대한 통제권을 보유하고 있는 것으로 알려져 있다. 이를 전제로, 지배주주는 자신의 소유구조를 고려하여 선택적으로 특정 계열사에서만 과잉투자를 실행하기 쉽다. 즉, 소유-지배 괴리도가 높은 기업에서는 사적이익추구를 통해, 낮은 기업에서는 지분가치의 확대를 통해 자신의 투자 포트폴리오를 관리할 수 있다. 정리하면, 높은 소유-지배 괴리도를 갖는 지배주주는 적극적인 위험 추구를 통해 사적이익을 확대할 것으로 예상되며, 이는 필연적으로 부도위험을 상승시킬 것이다.

가설: 지배주주의 소유-지배 괴리도의 상승은 부도위험을 확대할 것이다.

III. 표본, 변수 및 분석자료

1. 표본

본 연구는 한국거래소 유가증권시장 상장기업을 최초 표본으로 설정하며, 분석 기간은 2004년부터 2016년이다. 이 중 금융·보험업 기업과 자본잠식 기업을 제외하고, 실증분석을 위한 자료의 접근이 가능한 7,456개(766개 기업)를 최종 표본으로 설정한다. 소유구조는 기업별 사업보고서, 신문 기사, 지분 변동 공시 등의 자료를 바탕으로 수작업을 통해 수집된다. 수작업이 요구되는 이유는 기업의 실질적인 통제권을 보유한 지배주주(또는 지배주주 일가)를 판별해야 하기 때문이다. 기존 연구는 최대주주의 지분에 기초하여 지배주주 여부를 판단한다.²⁾ 하지만 기업집단 내 계열사를 통한 간접적인 통제권 행사가 이루어지는 한국에서 최대주주가 법인인 경우가 빈번하다. 따라서 이들을 지배주주로 인식하고 소유-지배 괴리도를 측정할 경우, 현실을 호도할 우려가 제기된다. 이러한 현실을 고려하여,

2) 기존 연구는 대개 직접 지분의 규모(10%, 20% 등)에 대한 자의적인 기준에 따라 지배주주를 판별한다. 하지만 간접 지분을 통한 통제권 형성이 만연한 신흥국에서는 이러한 기준이 현실적이지 않다. 가령, 지배주주 일가의 직접 지분이 약 5% 미만으로 보고되는 기업집단이 다수 존재하지만, 이들은 그룹 전체에 대한 통제권을 행사한다.

본 연구는 지배주주를 판별하기 위해 먼저, 사업보고서의 '주주에 관한 사항'을 확인한다. 한국의 경우 '최대주주와의 관계'를 통해 지배주주(본인), 친인척, 계열사 등에 관한 판단이 가능하다. 이를 활용하더라도 지배주주가 판별되지 않으면 공정거래위원회(Fair Trade Commission)의 기업집단 포탈, 신문 기사, 공시자료 등을 추가로 활용한다. 다음으로, 판별된 주체별 지분을 수작업으로 수집하며, 이는 공시된 사업보고서를 활용한다. 기업의 재무 및 주식 정보는 FN-Guide database를 통해 추출하며, 대규모 기업집단 소속 여부는 공정거래위원회의 기업집단 포탈을 통해 파악한다. 무위험수익률은 한국은행 경제통계시스템에서 추출한다. 지분과 더미변수를 제외한 각 재무 변수들은 이상치 효과를 통제하기 위해 상·하위 1%에서 극단치 조정(winzorization)을 실시하여 활용한다.

2. 변수

가. 소유-지배 괴리도

소유-지배 괴리도는 사실상 같은 경제적 이해를 갖는 지배주주 일가의 통제권과 소유권의 차이에 기초하여 측정된다. 통제권은 지배주주, 친인척 및 계열사의 지분 합계로 측정된다. 소유권은 지배주주와 친인척의 지분 합계로 측정된다. 계열사 지분은 상호출자, 피라미드 소유구조 등을 통해 사실상 지배주주의 통제하에 있으므로 간접적으로 통제권을 확대하는 대표적인 수단이다. 이러한 간접 지분의 행사는 지배주주의 금전적 편익과 연관되지 않기 때문에 오로지 사적이익추구를 위한 수단으로만 고려된다.

본 연구는 기존 연구를 참고하여 소유-지배 괴리도의 대응치로 두 가지 변수를 활용한다. 먼저, 통제권에서 간접 지분(계열사 지분)이 차지하는 비중을 활용한다(Disparity_{Ratio}). 지배주주는 사적이익추구를 통한 비금전적 편익을 얻지만, 이에 상응하여 지분가치 하락이라는 비용을 부담해야 한다. 따라서 사적이익추구에 따른 비용 대비 편익을 평가해야만 더욱 명료하게 지배주주의 유인을 명확히 반영할 수 있을 것이다. 동 변수는 통제권 중 지분가치에 비례하는 금전적 편익에 대비한 사적이익의 상대적 규모를 반영한다. 하지만 이러한 변수에는 사적이익의 절대적 규모를 반영하기 힘들다는 단점이 내재한다. 특히, 절대적 규모는 통제권 행사의 용이성을 내포하기 때문에 사적이익추구 행태가 실현될 가능성과도 연

관될 수 있다. 따라서 본 연구는 통제권과 소유권의 차이(Disparity_{Level})를 보완적인 지표로 활용하여 연구 결과의 강건성을 확인한다. 본 연구는 후반부에서 소유-지배 괴리도의 효과를 가중하는 소유구조 특성을 고려한 분석을 시행한다. 이를 위해, 통제권이 50% 이상인 기업의 경우 1의 값을 갖는 더미변수(Entrench)와 소유권이 0인 경우 1의 값을 갖는 더미변수(Zero own)를 활용한다.

나. 부도위험

본 연구는 부도위험의 대응치로 Merton (1974)에서 제안된 부도거리를 활용한다 (Vassalou and Zing 2004; Bharath and Shumway 2008). 본 연구는 Aktas, Karampatsas, Petmezas, and Servaes (2015)의 정의에 따라 아래 식 (1)을 통해 부도 거리를 추정한다(Distance to default).

$$\text{Distance to default} = [\text{Ln}(V/F) + EP + R_{\text{bill}} - 0.5 * \sigma_v^2] / \sigma_v \quad (1)$$

여기서, V는 기업의 자산가치이며, 이는 자기자본의 시장가치(E)와 부채의 장부가치(F) 합계로 계산된다. 부채의 장부가치는 단기부채와 장기부채의 1/2을 합한 값으로 산출한다. EP(Equity Premium)은 주식 프리미엄을 의미하며, 0.06으로 설정한다(Campbell, Hilscher, and Szilagyi 2008). R_{bill}은 단기국채(treasury bill) 수익률이다. σ_v 는 자산가치의 변동성이다. 이는 과거 1년간 일별 주식수익률의 표준편차(σ_E)에 자기자본의 구성 비율(E/(E+F))을 곱하여 계산된다. 추정된 부도거리가 길다는 것은 부도위험이 낮음을 의미한다.³⁾

다. 기타 변수

본 연구는 누락변수의 편의(omitted variable bias)에 기인한 내생성 문제를 최소화하기 위해 다양한 통제변수를 모형에 포함한다. 먼저, 기업규모 효과의 통제를 위해 총자산

3) 부도위험의 또 다른 대응치로 Altman (1968)의 Z-score와 Altman, Eom, and Kim (1995)의 K-score를 활용한 분석결과도 보고된 결과와 대동소이하게 나타난다.

에 자연로그를 취한 값을 모형에 포함한다(Size). 부채비율은 현재의 부도위험 수준, 외부 자금조달 여력과 연관되어 미래의 부도위험에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 자기자본 대비 부채를 모형에 추가한다(Leverage). 기업의 높은 수익성은 내부 자금 여력을 확대해 부도 위험을 축소하는데 기여할 수 있다. 이러한 효과를 고려하여, 총자산 대비 당기순이익을 모형에 포함한다(ROA). 기업에 대한 자본시장 참여자의 평가 수준은 자금조달의 용이성, 성장 가능성 등을 반영하므로, 부도위험과 연관될 수 있다. 따라서 자기자본의 시장가치 대비 장부가치를 모형에 추가한다(MTB). 기업 업력은 성장 단계를 내포한다. 신생 기업의 경우 안정적인 사업 기반이 구축되지 않아 부도위험이 가중될 수 있다. 기업 업력은 기업 나이에 자연로그를 취한 값으로 계산된다(Age).

배당은 기업의 내부 자금이 외부로 이전되기 때문에 단기 부도위험을 확대할 수 있다. 반면 배당금을 지급한다는 것은 내부적으로 안정적 자금 여력이 뒷받침되어 부도위험이 낮음을 신호하기도 한다. 본 연구는 배당정책의 대응치로 자기자본 대비 배당액을 활용한다(Dividend). 기업은 적극적인 투자지출을 통해 미래 성장동력을 마련해야 하며, 이는 경영활동의 연속성 확대에 기여한다. 하지만 과도한 투자지출은 오히려 단기 부도위험을 상승시킬 수 있다. 투자지출의 대응치로 자본지출과 R&D 비용의 합계를 총자산으로 나눈 값을 모형에 추가한다(Investment). 유동성은 외생적 충격이 발생할 때 이에 대한 대응능력을 의미한다. 따라서 기업의 단기 부도위험과 직접적인 연관성을 갖는다. 유동성의 대응치로 총자산 대비 유동자산을 모형에 포함한다(Liquidity). 기업의 현금 보유는 내부 자금 유통의 유연성을 확대함으로써 부도위험을 축소할 수 있다. 이러한 효과를 고려하여, 총자산 대비 현금 및 현금등가물을 모형에 추가한다(Cash). 기업의 경영활동에 수반된 경영위험을 통제하기 위해 과거 5년간 ROA의 표준편차(S.D. ROA)를 모형에 포함한다. 기업의 성장동력 확보는 부도위험을 축소하는 데 기여할 수 있다. 반면 높은 성장성이 과도한 위험 추구 행태의 결과물일 가능성도 있다. 따라서 과거 5년간 매출액 성장률의 평균을 모형에 포함한다(Growth).

잉여현금흐름의 상승은 경영자가 유통할 수 있는 자금 규모를 확대해 과잉투자 가능성을 가중한다(Jensen 1986). 이러한 과잉투자는 기업의 부도위험을 확대하므로, 잉여현금흐름은 부도위험과 연관될 수 있다. 잉여현금흐름은 영업이익에서 이자 비용, 배당액, 법인

세를 차감한 값을 총자산으로 나누어 계산된다(FCF). 경영자는 재량적 발생액(managerial accruals)을 통해 자의적으로 이익 수준을 조정할 수 있다(Almeida, Park, Subrahmanyam and Wolfenzon 2011). 회계 부정 스캔들의 사례에서 확인할 수 있듯이, 이러한 정보는닉 행태로 인해 축적된 부정적 정보가 일시에 공개될 때 기업은 파산에 이를 수 있다. 재량적 발생액은 총자산 대비 영업활동에서의 현금흐름과 총자산 대비 당기순이익의 차이에 절댓값을 취한 값으로 계산된다(Accruals). 외국인 투자자는 전문적 투자 능력을 보유하며, 높은 지분을 바탕으로 경영자를 적극적으로 감시하는 주체로 활동한다. 따라서 경영자를 효과적으로 견제하고 과잉투자를 미리 방지함으로써 부도위험을 축소할 수 있다. 이러한 효과를 고려하여, 외국인 투자자 지분 합계를 모형에 추가한다(Foreign).

본 연구는 소유-지배 괴리도와 부도위험 간의 역의 인과관계에 기초한 내생성 문제를 통제하기 위해 2단계 최소제곱법(2 stage least square)을 대안적 모형으로 활용한다. 이를 위한 도구 변수로 공정거래위원회가 지정한 대규모 기업집단 소속 여부 더미변수를 활용한다(Chaebol). 한국의 대규모 기업집단은 흔히, 재벌이라 명명된다. 재벌은 다수의 계열사를 보유하므로, 순환출자, 피라미드식 소유구조 등을 바탕으로 지배주주가 소유-지배 괴리도를 확대하기 쉽다. 이 때문에 정부 기관에서는 이들을 매년 지정하여 강화된 규제를 적용한다. 이러한 외생성은 도구 변수로써의 적정성을 뒷받침한다. 앞서 언급한 바와 같이, 본 연구는 후반부에서 소유-지배 괴리도와 부도위험 간의 관계의 경로를 평가한다. 이를 위해 총자산 대비 부채(Debt-asset)와 산업 조정⁴⁾ 연간 일별 주식수익률의 표준편차를 활용한다(Volatility).

3. 방법론

본 연구는 다변량 OLS(Ordinary Least Square) 회귀분석을 통해 소유-지배 괴리도와 부도위험의 관계를 검증한다. 부도위험과 독립변수 간의 시차(time-lag) 관계를 고려하여 모든 독립변수는 1기 이전의 값을 모형에 포함한다. 패널자료의 형태를 보이는 본 연구의 표본의 특성상 회귀분석의 추정 결과에 통계적 오류가 개입될 가능성이 존재한다. 이를 최소화하기 위해 robust standard error를 통해 추정 계수의 통계적 유의성을 검증한다. 부

4) 산업 조정을 위해 한국표준산업분류(Korea industry classification code) 3자리를 활용한다.

도위험의 시계열적 변화, 산업적 차이를 고려하여, 연도 더미변수(Year effect, η)와 산업 더미변수(Industry effect, λ)를 모형에 추가한다. 주요 실증분석 모형은 아래 식 (2)와 같으며, 각 변수의 정의는 <Appendix>와 같다.

$$\begin{aligned} \text{Bankruptcy risk}_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 * \text{Disparity}_{it} + \beta_2 * \text{Size}_{it} + \beta_3 * \text{Leverage}_{it} + \beta_4 * \text{ROA}_{it} \\ & + \beta_5 * \text{MTB}_{it} + \beta_6 * \text{Age}_{it} + \beta_7 * \text{Dividend}_{it} + \beta_8 * \text{Investment}_{it} \\ & + \beta_9 * \text{Liquidity}_{it} + \beta_{10} * \text{Cash}_{it} + \beta_{11} * \text{S.D. ROA}_{it} \\ & + \beta_{12} * \text{Growth}_{it} + \beta_{13} * \text{FCF}_{it} + \beta_{14} * \text{Accruals}_{it} \\ & + \beta_{15} * \text{Foreign}_{it} + \eta_t + \lambda_j + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

[Where, i 는 기업, t 는 연도, j 는 산업을 의미하며, $\text{Disparity} = \text{Disparity}_{\text{ratio}}$, $\text{Disparity}_{\text{level}} / \text{Bankruptcy risk} = \text{Distance to default}$]

본 연구는 모형 선택에 따른 추정 결과의 강건성 검증을 위해 Fama and MacBeth (1973)에서 제안된 회귀분석, 기업-연도 수준의 clustered standard error의 활용, Quantile 회귀분석과 2단계 최소제곱법을 추가로 활용한다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량, 상관관계와 차이 검증

<Table 1>은 실증분석에 활용될 변수의 기술 통계량을 제시한다. 부도거리(Distance to default)의 평균은 4.4854로 관찰된다. 지배주주의 소유-지배 괴리도의 대응치로, $\text{Disparity}_{\text{Ratio}}$ 의 평균은 0.3483으로 관찰된다. 이는 통제권 중 약 35%가 간접 지분을 통해 행사되고 있음을 시사한다. $\text{Disparity}_{\text{Level}}$ 의 평균은 0.1536으로 관찰된다. Entrench의 평균은 0.2936으로 관찰되는데, 이는 지배주주가 통제권을 50% 이상 확보한 기업이 전체 표본의 약 29%로 나타남을 의미한다. 기존 연구의 주장과 같게, 지배주주는 과도한

통제권을 행사하고 있으며, 이는 기업경영권시장, 경영자노동시장의 효율성을 저해시키는 주된 원인으로 지목될 수 있다. Zero own의 평균은 0.1568로 나타난다. 이는 지배주주가 직접 지분(소유권)을 전혀 보유하지 않은 기업이 전체 표본의 약 16%가량임을 시사한다. 여타 변수의 경우 눈에 띄는 이상치가 관찰되지 않아 통계적 추정에 있어 큰 문제가 없음을 확인할 수 있다.

〈Table 1〉 Summary statistics

This table shows the summary statistics of variables. The definition of variables is presented in 〈Appendix〉.

Variables	N	Mean	Median	STD.DEV	Max	Min
Distance to default	7,456	4.4854	3.9806	2.2869	13.8321	1.3532
Disparity _{Ratio}	7,456	0.3483	0.1180	0.4012	1.0000	0.0000
Disparity _{Level}	7,456	0.1536	0.0445	0.2008	1.0000	0.0000
Entrench	7,456	0.2936	0.0000	0.4554	1.0000	0.0000
Zero own	7,456	0.1568	0.0000	0.3636	1.0000	0.0000
Size	7,456	19.6720	19.4088	1.5064	23.9695	16.8541
Leverage	7,456	1.1479	0.7794	1.3308	8.8857	0.0297
ROA	7,456	0.0188	0.0302	0.0926	0.1985	-0.4717
MTB	7,456	1.2144	0.8433	1.1800	7.3780	0.1774
Age	7,456	3.4459	3.6376	0.7144	4.4188	0.6931
Dividend	7,456	0.0139	0.0101	0.0167	0.0926	0.0000
Investment	7,456	0.0480	0.0318	0.0497	0.2493	0.0000
Liquidity	7,456	0.4255	0.4248	0.1836	0.8418	0.0181
Cash	7,454	0.0545	0.0355	0.0578	0.2885	0.0002
S.D. ROA	6,859	0.0498	0.0306	0.0628	0.4254	0.0040
Growth	7,088	0.0904	0.0710	0.1664	1.0701	-0.2546
FCF	7,456	0.0058	0.0103	0.0585	0.1391	-0.2571
Accruals	7,456	0.0620	0.0408	0.0719	0.4462	0.0006
Foreign	7,456	0.1039	0.0382	0.1459	0.9411	0.0000
Chaebol	7,456	0.2292	0.0000	0.4204	1.0000	0.0000
Debt-asset	7,456	0.4338	0.4356	0.2098	0.9627	0.0263
Volatility	7,372	-0.0042	-0.0119	0.1375	0.4439	-0.2817

〈Table 2〉는 변수 간 상관관계를 제시한다. 소유-지배 괴리도와 부도위험 간에는 유의적인 음(-)의 상관관계가 확인된다. 즉, 소유-지배 괴리도가 높은 기업에서는 부도거리

(Distance to default)가 짧아지거나 부도확률이 확대되는 효과가 나타남을 시사한다. 이는 본 연구의 가설을 지지하는 결과로 해석된다. Entrench와 부도거리 간에는 유의한 양(+)의 상관관계가 확인된다. 이는 지배주주가 50%를 넘는 통제권을 행사할 때 부도위험이 축소됨을 시사한다. 하지만 이러한 효과에 소유-지배 괴리도의 영향력이 개입될 때 어떤 행태가 관찰되는지에 대해서는 추가 분석이 요구된다. Zero own과 부도거리 간에는 유의한 음(-)의 상관관계가 확인된다. 이는 지배주주 자신의 금전적 보상과 무관한 기업에서 높은 부도위험이 관찰됨을 시사한다.

부도거리와 Debt-asset 간에는 유의한 음(-)의 상관관계가 확인되는데, 이는 부채의 규모 확대가 부도위험 상승의 주된 경로로 작용할 것이라는 본 연구의 추론을 뒷받침한다. 부도거리와 Volatility 간에도 유의한 음(-)의 상관관계가 확인된다. 이는 사적이익 확대를 위한 과잉투자가 부도위험을 확대할 것이라는 추론의 적정성을 확인시켜 준다. 도구 변수인 대규모 기업집단 소속 여부(Chaebol)와 소유-지배 괴리도 간에는 유의한 양(+)의 상관관계가 확인된다. 한편, 앞서 논의한 통제변수는 대체로 부도거리와 유의한 상관관계가 관찰된다. 독립변수 간에는 눈에 띄는 높은 상관관계가 확인되지 않아 다중공선성에 대한 우려가 크지 않음을 확인할 수 있다.

〈Table 2〉 Correlation among the variables

This table shows the correlation coefficient among the variables. The definition of variables is presented in 〈Appendix〉. * denotes the statistical significance at a minimum 5% level.

Variables	Distance to default	Disparity Ratio	Disparity Level	Entrench	Zero own	Size	Leverage	ROA	MTB	Age	Dividend
Disparity Ratio	-0.0623*										
Disparity Level	-0.0284*	0.8544*									
Entrench	0.0984*	0.1393*	0.4043*								
Zero own	-0.0325*	0.4411*	0.3528*	0.0006							
Size	0.1863*	0.1323*	0.0837*	-0.0578*	0.0653*						
Leverage	-0.2650*	0.1179*	0.0634*	-0.1134*	0.0994*	0.1027*					
ROA	0.2480*	-0.0475*	0.0112	0.0944*	-0.0874*	0.2274*	-0.3841*				
MTB	-0.0095	0.0440*	0.0015	-0.0633*	0.1152*	0.0492*	0.2160*	-0.0592*			
Age	-0.0048	-0.0321*	-0.0512*	-0.0979*	-0.0257*	0.0129	-0.0141	-0.0495*	-0.1277*		
Dividend	0.2853*	-0.0151	-0.0083	0.0484*	0.0019	0.1409*	-0.1894*	0.4216*	0.2516*	-0.1159*	
Investment	-0.0372*	0.0157	-0.0015	-0.0317*	0.0030	0.0840*	-0.0313*	0.0995*	0.1701*	-0.0678*	0.1190*
Liquidity	-0.0902*	-0.0046	-0.0229*	-0.0897*	0.0422*	-0.2806*	0.0661*	0.0461*	0.0913*	-0.0694*	0.1238*
Cash	0.0473*	0.0239*	0.0141	-0.0096	0.0580*	-0.0837*	-0.1309*	0.1134*	0.1283*	-0.0707*	0.1492*
S.D. ROA	-0.1866*	0.0679*	0.0139	-0.0632*	0.1349*	-0.2318*	0.1447*	-0.3251*	0.2145*	-0.0234	-0.1689*
Growth	-0.0353*	0.0113	0.0138	0.0050	-0.0446*	0.0751*	0.0205	0.1253*	0.1419*	-0.1680*	0.1115*

FCF	0.1955*	-0.0367*	0.0149	0.0867*	-0.0897*	0.2308*	-0.3066*	0.7724*	-0.0184	-0.0740*	0.3140*
Accruals	-0.1853*	0.0479*	0.0022	-0.0617*	0.0769*	-0.1540*	0.2688*	-0.4943*	0.1789*	-0.0568*	-0.1131*
Foreign	0.2641*	0.1069*	0.0514*	-0.0864*	0.1241*	0.4634*	-0.1271*	0.2412*	0.1730*	-0.0457*	0.3481*
Chaebol	0.0416*	0.2266*	0.1696*	-0.0426*	0.0281*	0.5547*	0.0853*	0.0868*	0.0856*	0.0445*	0.0620*
Debt-asset	-0.4509*	0.1345*	0.0897*	-0.1328*	0.0924*	0.1380*	0.7258*	-0.3004*	0.0999*	-0.0186	-0.1755*
Volatility	-0.3285*	0.0374*	0.0071	-0.0605*	0.0764*	-0.2416*	0.2353*	-0.3301*	0.1314*	-0.0055	-0.2291*
Variables	Investment	Liquidity	Cash	S.D. ROA	Growth	FCF	Accruals	Foreign	Chaebol	Debt-asset	
Liquidity	-0.0684*										
Cash	-0.0392*	0.3820*									
S.D. ROA	-0.0065	0.0302*	0.0571*								
Growth	0.1455*	0.0614*	0.0165	0.0791*							
FCF	0.1238*	0.0664*	0.0932*	-0.2738*	0.1898*						
Accruals	0.0605*	0.0933*	0.0480*	0.2565*	0.0316*	-0.3663*					
Foreign	0.1172*	-0.0143	0.1209*	-0.1200*	0.0208	0.2007*	-0.0634*				
Chaebol	0.0416*	-0.2065*	-0.0439*	-0.0640*	0.0468*	0.1032*	-0.0420*	0.2019*			
Debt-asset	0.0594*	0.0885*	-0.1668*	0.0954*	0.0821*	-0.2481*	0.1744*	-0.1498*	0.1211*		
Volatility	-0.0548*	0.0273*	-0.0280*	0.2352*	-0.0247*	-0.2981*	0.2150*	-0.2030*	-0.1183*	0.2214*	

〈Table 3〉은 소유-지배 괴리도에 따른 부도위험의 차이를 검증한 결과를 제시한다. 이를 위해 먼저, $Disparity_{Ratio}$ 를 0.2 단위로 5개 구간으로 나누어 각 구간에서 부도위험 대응치의 평균을 계산한다. 다음으로, $Disparity_{Ratio}$ 가 가장 높은 구간과 가장 낮은 구간 간 부도위험 차이의 통계적 유의성을 검증한다. $Disparity_{Ratio}$ 가 가장 낮은 구간(0.0 이상 0.2 미만)에는 가장 많은 표본이 포함된 것으로 관찰된다(4,039개). 하지만 구간별로 충분한 표본이 확보된 것으로 나타나, 소유-지배 괴리도의 차이를 분석 결과에 반영하는 데 큰 어려움이 없음을 확인할 수 있다. 눈에 띄는 점은 $Disparity_{Ratio}$ 가 가장 높은 구간(0.8 이상 1.0 이하)에 속한 표본이 1,733개가 된다는 것이다. 이는 소수의 직접 지분을 소유한 지배주주가 계열사 지분을 통해 높은 통제권을 행사하는 사례가 빈번함을 시사한다. 정리하면, 한국에서는 소유-지배 괴리도가 일반적인 소유구조 행태로 인식될 수 있으며, 기업 간 차이도 상당한 것으로 나타난다. $Disparity_{Ratio}$ 가 가장 높은 구간의 부도거리 평균은 4.2702, 가장 낮은 구간의 경우 4.5911로 관찰된다. 두 수치 간 차이는 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 특히, $Disparity_{Ratio}$ 의 구간이 점차 상승할수록 부도거리는 단조 감소하고 있음을 확인할 수 있다. 이는 소유-지배 괴리도와 부도위험 간에 명확한 선형관계가 성립하고 있음을 시사한다. 이를 통해 높은 소유-지배 괴리도가 부도위험 확대의 주요한 원인으로 작용할 수 있음을 추론할 수 있으며, 본 연구의 가설과 일치한다.

〈Table 3〉 Difference of bankruptcy risk depending on the ownership-control disparity

This table shows the difference in the bankruptcy risk depending on the ownership-control disparity. We divide the sample into five groups based on the level of ownership-control disparity and compare the bankruptcy risk between each group. The definition of variables is presented in 〈Appendix〉. ***, **, * denotes the statistical significance at 1%, 5%, 10%, respectively.

Range/variables	Distance to default	
	N	Mean
(A) $0.0 \leq Disparity_{Ratio} < 0.2$	4,039	4.5911
$0.2 \leq Disparity_{Ratio} < 0.4$	549	4.5455
$0.4 \leq Disparity_{Ratio} < 0.6$	625	4.4891
$0.6 \leq Disparity_{Ratio} < 0.8$	510	4.3111
(B) $0.8 \leq Disparity_{Ratio} < 1.0$	1,733	4.2702
Difference test (A)-(B)	t-test	0.0000***
	Wilcoxon ranked sum test	0.0000***

2. 회귀분석결과

가. 주요 결과

〈Table 4〉는 소유-지배 괴리도가 부도거리(Distance to default)에 미치는 효과에 대한 다변량 분석 결과를 제시한다. Model (1)은 OLS 회귀분석 결과이다. $Disparity_{Ratio}$ 의 추정 계수는 1% 수준에서 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타난다. 이는 소유-지배 괴리도가 높은 기업이 짧은 부도거리를 가져 부도위험이 확대됨을 시사한다. 따라서 본 연구의 가설을 지지한다. 이는 앞서 추론한 바와 같이, 소유-지배 괴리도에 기인한 지배주주의 사적이익추구 유인의 확대가 과도한 위험 추구를 통해 기업의 여러 이해관계자의 부를 훼손할 수 있음을 시사한다. 더불어 기업의 파산확률을 예측하는 데 소유-지배 괴리도가 설명력을 가짐을 의미한다.

Model (2)-(4)는 대안적 모형을 활용하여 소유-지배 괴리도와 부도거리 간의 관계를 검증한 결과이다. Fama and MacBeth (1973)의 회귀분석은 패널자료의 활용 시 발생할 수 있는 이분산성과 자기상관의 문제를 효과적으로 통제하는 것으로 알려져 있다. Model (2)는 이러한 방법론을 적용한 결과이며, 소유-지배 괴리도의 추정 계수는 Model (1)과 같게 유의한 음(-)의 값을 갖는다. Model (3)은 기업-연도 수준의 clustered standard error를 통해 OLS 회귀분석의 통계적 오류 가능성을 통제한 결과를 제시하며, Model (1)과 같게 $Disparity_{Ratio}$ 의 추정 계수는 유의한 음(-)의 값으로 확인된다. Model (4)는 주요 변수가 정규분포에서 벗어날 가능성을 고려하여 Quantile 회귀분석을 실시한 결과이다. 이러한 모형하에서도 소유-지배 괴리도는 부도거리에 유의한 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 나타난다.

Model (5)와 (6)은 소유-지배 괴리도와 부도거리 간 역의 인과관계에 기초한 내생성 문제를 통제하기 위한 대안으로 2단계 최소제곱법을 적용한 결과이다. Model (1)은 1단계 추정 결과를 제시하는데, 도구 변수인 Chaebol의 추정 계수는 유의한 양(+)의 값을 갖는다. 이러한 결과는 이론적 예상과 같은 방향성을 가질 뿐만 아니라, 추정 계수의 t값이 3.3 이상으로 통계적으로 충분한 설명력을 보유하여 도구 변수로써 적정성을 확인시켜 준다. Model (6)은 2단계 추정 결과를 제시한다. 추정된 $Disparity_{Ratio}$ 의 추정 계수는 유의한

음(-)의 값을 갖는다. 이는 내생성 문제를 통제하고도 본 연구의 가설이 강건성 있게 지지 가 될 수 있음을 의미한다.

Model (7)은 소유-지배 괴리도의 절대적 규모의 차이를 반영하는 변수($Disparity_{Level}$)를 활용한 분석 결과를 제시한다. $Disparity_{Level}$ 의 추정 계수는 유의한 음(-)의 값을 가져, 본 연구의 가설을 지지하는 결과가 확인된다.

통제변수의 통계적 유의성은 모형별로 다소 다르다. 따라서 모든 모형에서 공통적인 방향성과 유의성이 확인되는 변수들을 중심으로 설명한다. 부채비율(Leverage)은 모든 모형에서 유의적인 음(-)의 영향력이 확인된다. 이는 이론적으로 추론된 바와 같이, 부채의 확대가 파산 가능성을 확대함과 동시에 자금조달 여력을 감소시켜 부도거리를 축소함을 시사한다. 배당(Dividend)의 추정 계수는 유의적인 양(+)의 값을 갖는다. 이는 배당을 적극적으로 지급하는 기업이 충분한 내부 자금 여력을 보유한다는 일종의 신호 효과로 인해 부도위험이 축소되고 있음을 의미한다. 투자지출(Investment)의 추정 계수는 유의적인 음(-)의 값이 확인된다. 일반적으로 지배주주의 과도한 위험 추구 행태는 과잉투자와 연관된다. 따라서 이러한 결과는 지배주주의 사적이익추구 행태의 경로로 풀이될 수 있다. 경영위험(S.D. ROA)의 추정 계수는 유의적인 음(-)의 값을 갖는데, 경영활동 전반에 불확실성이 큰 기업일수록 자연히 부도위험이 확대되는 직관적인 해석이 가능하다. 성장성(Growth)의 추정 계수는 유의한 음(-)의 값을 갖는다. 높은 성장성이 과도한 위험 추구 행태에 기인하여 부도위험이 확대될 수 있다고 해석할 수 있다. 마지막으로, 외국인 지분율(Foreign)의 추정 계수는 유의적인 양(+)의 값을 갖는다. 이는 외국인 투자자의 적극적인 감시효과로 경영활동의 연속성이 확대되고 있음을 시사한다.

〈Table 4〉 Effect of the ownership-control disparity on a distance to default

This table shows the effect of ownership-control disparity on the bankruptcy risk, using multivariate regression. In model (1) and (7), OLS regression is used. In model (2), Fama and MacBeth (1973)'s cross-sectional regression is used. In model (3), clustered standard errors at firm-year level are used to verify the statistical significance. In model (4), quantile regression is used. In model (5) and (6), two-stage least square approach is used. The definition of variables is presented in 〈Appendix〉. Industry effect and year effect are the industry dummy variable and year dummy variable, respectively. Numbers in bracket are z-statistic calculated by the robust standard error. ***, **, * denotes the statistical significance at 1%, 5%, 10%, respectively.

Variables/ Models	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)		Model (6)	Model (7)
	OLS	FM regression	Clustered S.D.	Quantile regression	1 stage	2 stage	2 stage least square	OLS
Intercept	3.5027 ^{****} [6.84]	3.8246 ^{****} [7.31]	3.5027 ^{****} [3.42]	2.3749 ^{****} [4.52]	0.5843 ^{****} [5.10]	3.4037 ^{****} [6.41]	3.5955 ^{****} [7.04]	
DisparityRatio	-0.2438 ^{****} [-4.23]	-0.1919 ^{****} [-3.29]	-0.2438 ^{**} [-2.54]	-0.2008 ^{****} [-3.39]		-1.0039 ^{****} [-3.24]		
DisparityLevel								-0.2751 ^{**} [-2.40]
Size	0.0352 [*] [1.73]	0.0453 [1.35]	0.0352 [0.83]	0.0796 ^{****} [3.87]	-0.0119 ^{**} [-2.49]	0.0554 ^{**} [2.49]	0.0296 [1.46]	
Leverage	-0.2572 ^{****} [-9.11]	-0.2668 ^{****} [-5.72]	-0.2572 ^{****} [-5.74]	-0.2702 ^{****} [-12.18]	0.0235 ^{****} [5.27]	-0.2400 ^{****} [-10.26]	-0.2600 ^{****} [-9.19]	
ROA	0.5163 [1.10]	1.1596 [1.70]	0.5163 [0.79]	-0.1192 [-0.24]	-0.1299 [-1.33]	0.3942 [0.80]	0.5673 [1.20]	
MTB	-0.0843 ^{****} [-3.22]	-0.0847 [*] [-1.83]	-0.0843 [-1.70]	-0.0504 ^{**} [-2.05]	-0.0121 ^{**} [-2.45]	-0.0905 ^{****} [-3.64]	-0.0849 ^{****} [-3.22]	

Age	-0.0660 [-1.34]	-0.0505 [-1.29]	-0.0660 [-0.69]	-0.0422 [-0.92]	-0.0291 ^{***} [-3.15]	-0.0895 [*] [-1.89]	-0.0658 [-1.33]
Dividend	26.8152 ^{***} [13.18]	26.4254 ^{***} [9.16]	26.8152 ^{***} [6.25]	21.9638 ^{***} [12.79]	0.1267 [0.37]	26.9001 ^{***} [15.54]	26.8256 ^{***} [13.14]
Investment	-2.7821 ^{***} [-6.14]	-2.6396 ^{***} [-4.29]	-2.7821 ^{***} [-3.41]	-1.3805 ^{***} [-2.75]	0.0911 [0.90]	-2.7237 ^{***} [-5.37]	-2.8061 ^{***} [-6.19]
Liquidity	-0.4388 ^{***} [-2.63]	-0.2800 [*] [-1.91]	-0.4388 [-1.50]	-0.1412 [-0.87]	-0.0854 ^{***} [-2.63]	-0.5290 ^{***} [-3.17]	-0.4426 ^{***} [-2.64]
Cash	0.3172 [0.68]	0.3231 [0.70]	0.3172 [0.41]	0.2833 [0.63]	0.2581 ^{***} [2.85]	0.5615 [1.21]	0.2835 [0.60]
S.D. ROA	-2.2027 ^{***} [-5.31]	-2.5608 ^{***} [-6.36]	-2.2027 ^{***} [-3.27]	-2.3032 ^{***} [-5.55]	0.4567 ^{***} [5.49]	-1.8121 ^{***} [-4.06]	-2.2925 ^{***} [-5.53]
Growth	-0.6528 ^{***} [-3.81]	-0.7702 ^{***} [-3.86]	-0.6528 ^{**} [-2.56]	-0.4749 ^{***} [-3.11]	0.0585 [*] [1.91]	-0.6141 ^{***} [-3.97]	-0.6552 ^{***} [-3.82]
FCF	0.7121 [1.07]	0.8235 [1.22]	0.7121 [0.72]	1.6727 ^{**} [2.53]	-0.1616 [-1.22]	0.6209 [0.93]	0.7449 [1.12]
Accruals	-0.3038 [-0.80]	0.0309 [0.09]	-0.3038 [-0.74]	-0.5433 [-1.35]	-0.0514 [-0.63]	-0.3355 [-0.82]	-0.3020 [-0.79]
Foreign	2.5138 ^{***} [11.08]	2.4882 ^{***} [10.94]	2.5138 ^{***} [4.96]	2.1007 ^{***} [10.86]	0.3673 ^{***} [9.44]	2.7445 ^{***} [12.72]	2.4668 ^{***} [10.90]
Chaebol					0.2173 ^{***} [16.16]		
Industry effect	Included						
Year effect	Included	Not included	Included	Included	Included	Included	Included
N	6,840	6,840	6,840	6,840	6,840	6,840	6,840
R ² /Pseudo R ²	0.338	0.310	0.338	0.205	0.115	0.322	0.337

나. 소표본 분석결과

본 연구는 분석 결과의 현실성을 강화하기 위해 소표본(sub-sample)을 활용한 분석을 추가로 시행한다. 종속변수는 부도거리(Distance to default)이다. <Table 5>의 Model (1)과 (2)는 규제산업과 지주회사를 제외한 표본을 활용한 분석 결과이다. 한국에서 규제 산업은 대개 국영화되어 있어 지배주주가 존재치 않는다. 따라서 이들 기업에서 지배주주가 소유구조에 기초하여 자의적인 경영의사결정을 유도할 것이라는 추론을 현실적이지 않다. 지주회사는 단순히 계열사를 지배하기 위해 설립된 조직의 형태로, 실질적인 경영활동이 이루어지지 않는다. 자연히 지배주주가 이들을 통해 사적이익을 추구할 것이라는 추론 역시 현실적이지 않다. 따라서 이들을 제외한 표본은 지배주주의 소유구조에 기초한 사적 이익 극대화 유인을 보다 명확히 반영하기 위한 접근으로 이해될 수 있다. 두 모형에서 소유-지배 괴리도의 대응치의 추정 계수는 유의적인 음(-)의 값을 가져 주요 결과의 강건성을 확인시켜 준다.

한편, 앞서 서론에서 언급한 바와 같이, 글로벌 금융위기는 지배구조와 부도위험 간 관계에 대한 정책적, 실무적 관심을 확대하는 중요한 외생적 충격으로 인식된다. 따라서 이러한 충격이 실제로 발생하였는지를 확인할 필요가 있다. 만일 금융위기 이후 소유-지배 괴리도가 부도위험에 미치는 영향력이 확대되었다면, 자본시장의 참여자들이 외생적 충격을 증대하게 인식하고 있음을 확인시켜 줄 것이다. Model (3)과 (4)는 금융위기 이후 표본을 분석에 활용한 결과이다. 소유-지배 괴리도의 추정 계수는 유의한 음(-)의 값을 가져 주요 결과와 같게 나타난다. 반면 금융위기 이전 표본을 활용한 Model (5)와 (6)에서는 소유-지배 괴리도의 추정 계수가 유의적이지 않다. 따라서 글로벌 금융위기가 지배구조와 부도위험 간의 관계를 촉발하는 충격으로 인식되었음을 확인할 수 있다. 또한 이러한 결과는 지배구조의 중요성이 주목받은 전환기 이후 소유-지배 괴리도의 부도위험 예측에 대한 정보력이 확대되었음을 의미한다.

〈Table 5〉 Sub-sample analysis

This table shows the effect of ownership-control disparity on the bankruptcy risk, using the sub-sample. The definition of variables is presented in 〈Appendix〉. Industry effect and year effect are the industry dummy variable and year dummy variable, respectively. Numbers in bracket are z-statistic calculated by the robust standard error. ***, **, * denotes the statistical significance at 1%, 5%, 10%, respectively.

Variables/ Models	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
	Excluding utility industry or holding company		Global financial crisis			
			After		Before	
Intercept	1.5200*** [3.15]	1.6333*** [3.38]	3.7718*** [6.43]	3.9001*** [6.65]	1.2228 [1.27]	1.1803 [1.23]
Disparity _{Ratio}	-0.2437*** [-4.39]		-0.2969*** [-4.47]		0.0304 [0.27]	
Disparity _{Level}		-0.2993*** [-2.74]		-0.3523*** [-2.73]		0.1670 [0.68]
Size	0.0819*** [4.23]	0.0757*** [3.92]	0.0241 [1.02]	0.0179 [0.76]	0.0608 [1.48]	0.0609 [1.50]
Leverage	-0.1952*** [-7.23]	-0.1973*** [-7.30]	-0.2291*** [-7.20]	-0.2328*** [-7.29]	-0.3808*** [-7.22]	-0.3813*** [-7.22]
ROA	0.3221 [0.70]	0.3703 [0.80]	0.6560 [1.19]	0.7246 [1.30]	0.1568 [0.19]	0.1322 [0.16]
MTB	-0.0698*** [-2.87]	-0.0708*** [-2.90]	-0.0933*** [-3.15]	-0.0940*** [-3.16]	-0.0556 [-1.09]	-0.0551 [-1.08]
Age	0.1157*** [2.77]	0.1137*** [2.71]	-0.0766 [-1.42]	-0.0784 [-1.45]	0.0868 [0.87]	0.0918 [0.92]
Dividend	26.3609*** [12.89]	26.4276*** [12.88]	28.0683*** [11.68]	28.2086*** [11.70]	21.6724*** [5.54]	21.6090*** [5.51]
Investment	-0.8384* [-1.93]	-0.8512* [-1.95]	-2.9710*** [-5.65]	-3.0200*** [-5.73]	-1.5544* [-1.83]	-1.5369* [-1.82]
Liquidity	0.3758** [2.26]	0.3729** [2.23]	-0.3970** [-2.02]	-0.4110** [-2.08]	-0.2262 [-0.73]	-0.2144 [-0.69]
Cash	0.6825 [1.49]	0.6609 [1.44]	-0.0539 [-0.10]	-0.0939 [-0.17]	1.5395* [1.74]	1.5352* [1.74]
S.D. ROA	-3.0702*** [-9.05]	-3.1668*** [-9.36]	-2.2842*** [-4.59]	-2.3719*** [-4.76]	-2.5085*** [-3.68]	-2.5204*** [-3.71]
Growth	-0.8168*** [-5.71]	-0.8202*** [-5.71]	-0.6073*** [-3.06]	-0.6156*** [-3.10]	-0.7182** [-2.33]	-0.7181** [-2.33]

FCF	0.6135 [0.94]	0.6489 [0.99]	0.5345 [0.67]	0.5785 [0.72]	1.6738 [1.58]	1.7144 [1.61]
Accruals	-0.4571 [-1.24]	-0.4565 [-1.24]	-0.2652 [-0.61]	-0.2563 [-0.59]	-0.2416 [-0.32]	-0.2372 [-0.31]
Foreign	2.3602*** [10.61]	2.3208*** [10.46]	2.7581*** [9.88]	2.7066*** [9.72]	2.0482*** [5.31]	2.0404*** [5.27]
Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Year effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	6,079	6,079	5,349	5,349	1,491	1,491
R ²	0.331	0.330	0.347	0.345	0.334	0.334

다. 주요 결과의 경로

본 연구는 부도위험 확대와 연관되는 경영행태와 소유-지배 괴리도 간의 연관성을 확인한다. 이를 통해 본 연구의 주요 결과가 과연 어떤 지배주주의 경영행태와 연관되는지를 파악함으로써 경로를 평가할 수 있을 것으로 기대된다. 본 연구는 부채 확대와 위험 추구가 부도위험을 확대할 것으로 판단한다. <Table 6>의 Model (1)과 (2)는 총자산 대비 부채 비율(Debt-asset)을 종속변수로 활용한 분석 결과이다. 소유-지배 괴리도의 추정 계수는 유의적인 양(+)의 값을 갖는다. 이는 지배주주가 높은 소유-지배 괴리도를 바탕으로 통제권을 행사하는 기업에서 부채비율이 확대되고 있음을 의미한다. 이러한 결과를 바탕으로 지배주주의 두 가지 행태에 대한 추론이 가능하다. 먼저, 과거 아시아 외환위기의 전개 과정에서 확인된 바와 같이, 지배주주는 차입경영을 통해 자신의 통제권을 확대하고 있다. 둘째, 주식 발행을 통한 자금조달은 통제권(또는 지분권)을 희석할 우려가 존재하기 때문에, 지배주주는 부채를 활용하여 자산 규모를 확대하는 행태를 보인다. 이러한 두 가지 행태는 궁극적으로 부도위험을 확대하기 때문에 부정적으로 평가될 수 있다. Model (3)과 (4)는 산업 조정 연간 개별 주식수익률의 표준편차(Volatility)를 종속변수로 활용한 분석 결과이다. 소유-지배 괴리도의 추정 계수는 유의한 양(+)의 값을 갖는다. 이러한 결과는 Jensen and Meckling (1976)이 지적한 바와 같이, 지배주주가 과도한 위험 추구를 통해 채권자를 중심으로 한 기업의 이해관계자들에게 위험을 전가하는(risk-shifting) 행태로 풀이될 수 있다. 따라서 전형적인 대리인문제로 해석될 수 있다. 결국, 앞선 소유-지배 괴리도와 부도위험의 연관성은 부채 확대, 과도한 위험 추구라는 경로로 실현되고 있다.

〈Table 6〉 Path of main result

This table shows the effect of ownership-control disparity on the debt ratio and variance of stock return. The definition of variables is presented in 〈Appendix〉. Industry effect and year effect are the industry dummy variable and year dummy variable, respectively. Numbers in bracket are z-statistic calculated by the robust standard error. ***, **, * denotes the statistical significance at 1%, 5%, 10%, respectively.

Variables/ Models	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
	Debt-asset		Volatility	
Intercept	-0.0312 [-0.90]	-0.0419 [-1.20]	0.2973*** [9.07]	0.2919*** [8.90]
Disparity _{Ratio}	0.0173*** [4.18]		0.0147*** [3.78]	
Disparity _{Level}		0.0380*** [4.88]		0.0152** [1.96]
Size	0.0209*** [14.13]	0.0212*** [14.41]	-0.0168*** [-12.92]	-0.0165*** [-12.71]
Leverage	0.1032*** [32.21]	0.1032*** [32.20]	0.0163*** [9.46]	0.0165*** [9.57]
ROA	-0.1462*** [-3.08]	-0.1506*** [-3.18]	-0.1196*** [-3.27]	-0.1225*** [-3.34]
MTB	-0.0048** [-1.96]	-0.0046* [-1.88]	0.0184*** [11.20]	0.0184*** [11.15]
Age	-0.0068** [-2.13]	-0.0063** [-1.99]	0.0014 [0.46]	0.0013 [0.44]
Dividend	-0.1385 [-1.08]	-0.1417 [-1.11]	-1.1460*** [-10.07]	-1.1461*** [-10.07]
Investment	0.4018*** [11.66]	0.4039*** [11.75]	-0.0959*** [-2.95]	-0.0941*** [-2.89]
Liquidity	0.1032*** [8.55]	0.1057*** [8.71]	0.0012 [0.11]	0.0013 [0.12]
Cash	-0.2931*** [-8.53]	-0.2937*** [-8.56]	-0.0292 [-0.96]	-0.0269 [-0.88]
S.D. ROA	-0.0147 [-0.38]	-0.0107 [-0.28]	0.1641*** [5.47]	0.1701*** [5.65]
Growth	0.0881*** [6.70]	0.0876*** [6.66]	-0.0033 [-0.29]	-0.0031 [-0.28]

FCF	-0.2067*** [-3.67]	-0.2093*** [-3.71]	-0.1544*** [-3.24]	-0.1564*** [-3.28]
Accruals	-0.1630*** [-4.64]	-0.1626*** [-4.63]	0.0936*** [3.34]	0.0932*** [3.32]
Foreign	-0.1686*** [-12.65]	-0.1670*** [-12.61]	-0.0336*** [-2.93]	-0.0306*** [-2.67]
Industry effect	Included	Included	Included	Included
Year effect	Included	Included	Included	Included
N	6,840	6,840	6,772	6,772
R ²	0.616	0.616	0.206	0.205

라. 참호구축 효과와 유인효과의 검증

〈Table 7〉은 소유-지배 괴리도와 부도위험 간의 관계를 추론하면서 제시된 참호구축 효과와 유인 효과의 유효성을 보다 명료히 검증한 분석 결과를 제시한다. 본 연구는 소유-지배 괴리도와 참호구축 또는 유인 효과를 반영하는 대용치 간 교차변수를 설정한다. 교차변수의 추정 결과를 통해, 지배주주의 참호구축 또는 소유권의 유무에 따른 유인이 소유-지배 괴리도의 영향력을 강화하는지에 대한 평가가 가능할 것이다. 만일 강화되는 현상이 관찰될 때 두 가지 효과를 소유-지배 괴리도와 부도위험 간의 관계의 주된 동인으로 해석할 수 있을 것이다.

〈Table 7〉의 종속변수는 부도거리(Distance to default)이다. Model (1)의 소유-지배 괴리도와 Entrench 간 교차변수의 추정 계수는 유의한 음(-)의 값을 갖는다. 소유-지배 괴리도의 추정 계수 역시 유의한 음(-)의 값을 갖는다. 따라서 지배주주가 50%를 초과하는 완전한 통제권을 보유함에 따라 자본시장의 규율에 노출되지 않을 때 소유-지배 괴리도가 부도위험을 확대하는 영향력이 보다 강화된다. 특히, 이러한 조건에 해당하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 소유-지배 괴리도가 부도거리를 축소하는 영향력이 약 3.3배 확대되어 경제적 의미도 상당한 것으로 파악된다. 이러한 결과는 참호구축 효과에 기초한 소유-지배 괴리도와 부도위험 간의 연관성이 충분한 설명력을 가질 수 있음을 시사한다. Model (2)의 소유-지배 괴리도와 Zero own 간 교차변수, 소유-지배 괴리도의 추정 계수는 모두 유의한 음(-)의 추정 계수를 갖는다. 이는 지배주주가 소유권을 전혀 보유하지 않

음에 따라, 이들의 효용이 금전적 보상과 연계되지 않는 조건에서 소유-지배 괴리도와 부도위험의 관계가 강화됨을 의미한다. 즉, 지배주주가 소유-지배 괴리도에 기초하여 사적이익을 추구하더라도 스스로 금전적 손실을 부담하지 않아도 된다면 부도위험을 더욱 확대함을 시사한다. 따라서 본 연구의 가설 추론의 주된 배경인 유인 효과의 유효성을 확인시켜 준다. Model (3)은 참호구축 효과와 유인 효과를 동시에 검증하기 위한 시도이다. 이를 위해, 소유=지배 괴리도, Entrench와 Zero own 세 변수의 교차변수를 설정한 분석을 시행한다. 이러한 교차변수의 추정 계수는 유의한 음(-)의 값을 갖는다. 앞선 두 가지 변수 간 교차변수와 비교할 때, 통계적 유의성과 추정 계수의 절댓값이 가장 크게 나타난다. Model (4)-(6)은 소유-지배 괴리도의 절대적 규모를 반영하는 변수(Disparity_{Level})를 활용하여 Model (1)-(3)과 같은 분석을 시행한 결과이다. 대체로 앞선 결과와 같은 결과가 확인된다.

〈Table 7〉 Controlling families' incentives for the entrenchment and monetary compensation

This table shows the effect of ownership-control disparity on the bankruptcy risk depending on the entrenchment effect and incentive effect. The definition of variables is presented in 〈Appendix〉. Industry effect and year effect are the industry dummy variable and year dummy variable, respectively. Numbers in bracket are z-statistic calculated by the robust standard error. ***, **, * denotes the statistical significance at 1%, 5%, 10%, respectively.

Variables/Models	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
Intercept	2.9887*** [5.84]	3.5800*** [6.93]	2.9749*** [5.80]	3.0311*** [5.92]	3.6122*** [7.05]	3.0199*** [5.90]
Disparity _{Ratio}	-0.1870*** [-2.87]	-0.1378* [-1.85]	-0.2477*** [-3.80]			
Disparity _{Level}				-0.1336 [-0.70]	0.0131 [0.09]	-0.4124*** [-2.72]
Disparity _{Ratio} * Entrench	-0.4305*** [-3.15]					
Disparity _{Ratio} * Zero own		-0.2978** [-1.98]				
Disparity _{Ratio} * Entrench*Zero own			-0.5262*** [-3.88]			

Disparity _{Level} * Entrench				-0.8743*** [-3.36]		
Disparity _{Level} * Zero own					-0.6588** [-2.53]	
Disparity _{Level} * Entrench*Zero own						-0.7783*** [-3.67]
Entrench	0.4980*** [5.86]		0.4008*** [6.65]	0.5499*** [6.60]		0.4341*** [6.71]
Zero own		0.0925 [0.77]	0.0445 [0.59]		0.0083 [0.09]	-0.0033 [-0.05]
Size	0.0416** [2.04]	0.0299 [1.45]	0.0409** [2.00]	0.0375* [1.85]	0.0257 [1.25]	0.0378* [1.85]
Leverage	-0.2473*** [-8.87]	-0.2591*** [-9.14]	-0.2488*** [-8.91]	-0.2494*** [-8.91]	-0.2615*** [-9.23]	-0.2498*** [-8.93]
ROA	0.4540 [0.97]	0.5131 [1.09]	0.4554 [0.97]	0.4883 [1.04]	0.5692 [1.20]	0.4957 [1.06]
MTB	-0.0745*** [-2.86]	-0.0818*** [-3.11]	-0.0752*** [-2.89]	-0.0736*** [-2.82]	-0.0819*** [-3.10]	-0.0751*** [-2.88]
Age	-0.0372 [-0.75]	-0.0677 [-1.37]	-0.0383 [-0.78]	-0.0346 [-0.70]	-0.0668 [-1.35]	-0.0384 [-0.78]
Dividend	26.0956*** [12.94]	26.7242*** [13.15]	26.2281*** [12.99]	26.0835*** [12.91]	26.7922*** [13.15]	26.1842*** [12.96]
Investment	-2.5925*** [-5.73]	-2.7873*** [-6.16]	-2.6006*** [-5.75]	-2.6074*** [-5.77]	-2.8036*** [-6.19]	-2.6246*** [-5.81]
Liquidity	-0.3214* [-1.92]	-0.4302** [-2.57]	-0.3123* [-1.86]	-0.3250* [-1.94]	-0.4265** [-2.54]	-0.3215* [-1.92]
Cash	0.3016 [0.65]	0.3246 [0.69]	0.3202 [0.69]	0.2787 [0.60]	0.2958 [0.63]	0.3034 [0.65]
S.D. ROA	-2.1021*** [-5.13]	-2.2148*** [-5.26]	-2.0727*** [-5.01]	-2.1636*** [-5.30]	-2.2314*** [-5.33]	-2.1010*** [-5.10]
Growth	-0.6782*** [-3.94]	-0.6617*** [-3.85]	-0.6709*** [-3.89]	-0.6793*** [-3.94]	-0.6718*** [-3.91]	-0.6722*** [-3.89]
FCF	0.6249 [0.94]	0.6498 [0.98]	0.5497 [0.83]	0.6423 [0.97]	0.6552 [0.98]	0.5688 [0.86]
Accruals	-0.3296 [-0.86]	-0.3148 [-0.83]	-0.3372 [-0.88]	-0.3315 [-0.87]	-0.3140 [-0.82]	-0.3416 [-0.90]
Foreign	2.6646*** [11.66]	2.5288*** [11.19]	2.6919*** [11.81]	2.6383*** [11.61]	2.5176*** [11.18]	2.6726*** [11.78]
Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Year effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	6,840	6,840	6,840	6,840	6,840	6,840
R ²	0.342	0.338	0.343	0.342	0.338	0.343

V. 결론 및 시사점

본 연구는 한국 기업을 대상으로 지배주주의 소유-지배 괴리도와 부도위험 간의 관계를 분석한다. 취약한 지배구조에 대한 자본시장의 관심이 높지만, 이러한 우려가 어떻게 실현되는지를 검증한 연구는 많지 않다. 소유-지배 괴리도의 부정적 효과에 대한 논의가 지속해서 제기됨과 동시에 이러한 소유구조가 만연한 한국에서, 이와 같은 소유구조 특성에 대한 분석이 적극적으로 필요하다. 본 연구는 소유-지배 괴리도와 부도위험 간 관계를 실증적으로 검증함과 동시에 이러한 관계에 대한 구체적인 동인을 제시하고 경로를 평가한다는 점에서 학술적 의의가 있을 것으로 기대된다.

주요 결과는 다음과 같다. 먼저, 소유-지배 괴리도의 확대는 부도거리를 축소(즉, 부도위험을 확대)하는 것으로 나타난다. 이는 소유-지배 괴리도의 기초한 지배주주의 사적이익 추구 유인이 부도위험을 확대함에 따라 여타 이해관계자들의 부를 훼손할 수 있음을 시사한다. 이뿐만 아니라, 파산확률 예측에 있어 비재무 정보인 소유-지배 괴리도에 상당한 정보력이 내재함을 의미한다. 양자 간 관계는 글로벌 금융위기 이후 주로 관찰되는데, 이는 지배구조의 중요성이 주목받은 외생적 충격 이후 소유-지배 괴리도에 관한 관심이 확대되었음을 시사한다. 한편, 소유-지배 괴리도는 부채비율과 주식수익률 변동성에 양(+)의 영향력을 갖는 것으로 나타난다. 일반적으로, 부도위험의 확대는 부채 확대, 위험 추구에 기인하므로, 이러한 결과는 부도위험 상승의 경로로 인식될 수 있다. 마지막으로, 소유-지배 괴리도의 영향력은 지배주주가 50% 이상의 통제권을 행사하거나 지분을 전혀 보유하지 않는 경우 강화되는 것으로 나타난다. 이는 참호구축 효과와 유인 효과가 소유-지배 괴리도와 부도위험 간의 관계를 견인하는 동인임을 확인시켜 준다.

본 연구의 결과는 정책적 관점에서 기업의 적극적인 지배구조 관리의 편익을 제시함으로써 관련 제도 수립에 기초자료로 활용될 것으로 기대된다. 저성장기에 접어든 한국에서 기업의 파산으로 인해 산업적, 경제적 충격이 확대될 우려가 지속해서 제기되고 있다. 국가 경제의 유지 가능성을 확보하기 위해 정책당국은 이러한 충격을 최소화하는 사전적 정책 대안을 마련해야 하며, 본 연구의 결과는 지배구조의 적극적인 관리가 하나의 대안으로 활용될 수 있음을 제안한다.

한편, 분석결과와 일반화 가능성을 확대하기 위해 분석기간을 보다 확대할 필요성이 제기된다. 하지만 COVID-19의 발생으로 인해 2019년 이후에는 기업의 일상적인 경영활동이 이루어졌다고 보기는 어려워 동 기간의 표본을 활용하는 데 한계가 있다. 이에 더하여 COVID-19 기간을 제외하고 본 연구의 분석기간 이후 지배주주의 소유구조와 기업의 부도위험의 구조적 변화의 발생 여부를 규제 도입, 통계자료 등을 통해 검토하였으나 명확한 근거가 확인되지 않았다. 따라서 본 연구의 분석결과를 일반화하는 데 큰 문제가 없을 것으로 판단한다. 다만, COVID-19 이후 기업의 파산위험에 대한 자본시장 참여자들의 평가, 지배주주의 지분 확보·유지 성향 등에 대한 검토가 필요할 것으로 판단하며, 이는 향후 연구과제로 남겨둔다.

참고문헌

- Aktas, N., N. Karampatsas, D. Petmezas and H. Servaes (2015). “Credit ratings and acquisitions”, Working paper.
- Almeida, H., S. Park, M. Subrahmanyam and D. Wolfenzon (2011). “The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols”, *Journal of Financial Economics*, 99(2):447-475.
- Altman, E. (1968). “Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy”, *Journal of Finance*, 23(4):589-609.
- Altman, E., Y. Eom and D. Kim (1995). “Failure prediction: Evidence from Korea”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 6(3):230-249.
- Bae, K., J. Kang and J. Kim (2002). “Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups”. *Journal of Finance*, 57(6):2695-2740.
- Bebchuk, L., R. Kraakman and G. Triantis (2000). “Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights”, in Randall K. Morck ed. *Concentrated corporate ownership*, 445-460.
- Bharath, S. and T. Shumway (2008). “Forecasting default with the Merton distance to default model”, *Review of Financial Studies*, 21(3):1339-1369.
- Bhojraj, S. and P. Sengupta (2003). “Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors”, *Journal of Business*, 76(3):455-475.
- Boubakri, N. and H. Ghouma (2010). “Control/ownership structure,

- creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence”, *Journal of Banking & Finance*, 34(10):2481-2499.
- Campbell, J., J. Hilscher and J. Szilagyi (2008). “In search of distress risk”, *Journal of Finance*, 63(6):2899-2939.
- Cheong, J. and W. Kim (2019). “Family pay premium in large business group firms”, *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(10):2314-2333.
- Choi, H., Y. Cho and W. Sul (2014). “Ownership-control disparity and foreign investors’ ownership: Evidence from the Korean stock market”, *Emerging Markets Finance & Trade*, 50(supplement1), 178-193.
- Ducret, R. and D. Isakov (2019). “The Korea discount and chaebols”, Working paper.
- Fama, E. and J. MacBeth (1973). “Risk, return, and equilibrium: Empirical tests”, *Journal of Political Economy*, 81(3):607-636.
- Fich, E. and S. Slezak (2008). “Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(2):225-251.
- Grossman, S. and O. Hart (1988). “One share-one vote and the market for corporate control”, *Journal of Financial Economics*, 20(1-2):175-202.
- Harris, M. and A. Raviv (1988). “Corporate governance: Voting rights and majority rules”, *Journal of Financial Economics*, 20(1-2):203-235.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976). “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3(4):305-360.

- Jensen, M. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, 76(2):323-329.
- Joe, D., F. Oh and C. Park (2018). "Control-ownership disparity and stock market predictability: Evidence from Korean chaebols", *Finance Research Letters*, 27(C):6-11.
- Joh, S. (2003). "Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis", *Journal of Financial Economics*, 68(2):287-322.
- John, K., L. Litov and B. Yeung (2008). "Corporate governance and risk-taking", *Journal of Finance*, 63(4):1679-1728.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2000). "Tunneling", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90(2):22-27.
- Kim, W., Y. Lim and T. Sung (2007). "Group control motive as a determinant of ownership structure in business conglomerates: Evidence from Korea's chaebols", *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(3):213-252.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999). "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54(2):471-517.
- Lemmon, M. and K. Lin (2003). "Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis", *Journal of Finance*, 58(4):1445-1468.
- Liang, D., C. Lu, C. Tsai and G. Shih (2016). "Financial ratios and corporate governance indicators in bankruptcy prediction: A comprehensive study", *European Journal of Operational Research*, 252(2):561-572.
- Lin, C., Y. Ma, P. Malatesta and Y. Xuan (2011). "Ownership structure and

the cost of corporate borrowing”, *Journal of Financial Economics*, 100(1):1-23.

Merton, R. (1974). “On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates”, *Journal of Finance*, 29(2):449-470.

Robinson, D., M. Robinson and C. Sisneros (2012). “Bankruptcy outcomes: Does the board matter?”, *Advances in Accounting*, 28(2):270-278.

Shleifer, A. and R. Vishny (1997). “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, 52(2):737-783.

Stulz, R. (1988). “Managerial control of voting rights: Financing policies and market for corporate control”, *Journal of Financial Economics*, 20(1-2):25-54.

Vassalou, M. and Y. Xing (2004). “Default risk in equity returns”, *Journal of Finance*, 59(2):831-868.

Appendix: Definition of variables

Variables		Definition
Bankruptcy risk	Distance to default	Distance to default proposed in Merton (1974)
Ownership structure of controlling shareholder	Disparity _{Ratio}	(Control rights-cash flow rights)/Control rights Control rights is the sum of ownership of a controlling shareholder, their relatives, and affiliates. Cash flow rights is the sum of ownership of a controlling shareholder and their relatives.
	Disparity _{Level}	Control rights-cash flow rights
	Entrench	Dummy variable that takes a value of 1 if control rights of owner-managers is more than 50%.
	Zero own	Dummy variable that takes a value of 1 if owner-managers do not have the cash flow rights.
Other variables	Size	Natural log of total assets
	Leverage	Liabilities/Equity
	ROA	Net income/Total assets
	MTB	Market value of equity/Book value of equity
	Age	Natural log of firm age
	Dividend	Dividend/Equity
	Investment	(Capital expenditure+R&D expense)/Total assets
	Liquidity	Current assets/Total assets
	Cash	Cash and cash equivalent/Total assets
	S.D. ROA	Standard deviation of ROA over the past five years
	Growth	Average of sales growth over the past five years
	FCF	(Operating profit-interest expense-dividend-corporate taxes)/Total assets
	Accruals	Absolute value of difference between operating profit over total assets and net income over total assets
	Foreign	Sum of ownership of foreign investors
Chaebol	Dummy variable that take a value of 1 if a firm belongs to conglomerate group in Korea	
Debt-asset	Liabilities/Total assets	
Volatility	Industry adjusted standard deviation of daily stock return over a past year	

Abstract

After accounting scandals (e.g., Enron, WorldCom, etc.) and the global financial crisis, interests in academic research and policy on the relationship between corporate governance and bankruptcy risk are growing. In this context, this study investigates the effect of ownership-control disparity on the bankruptcy risk in Korea. Empirically, the results reveal that the bankruptcy risk is significantly higher for firms with a wider difference between owner-managers' control rights and cash flow rights. This result suggests that owner-managers' incentives to pursue private benefits can undermine the wealth of creditors. Additionally, the main result is more strongly observed with firms where owner-managers have more than 50% of control rights but do not have cash flow rights. There has been a consensus on the negative function of the ownership-control disparity yet empirical evidence on how it is realized was scant. This study can contribute to filling this academic gap.

※ Key words: Ownership-control disparity, Corporate governance, Bankruptcy risk, Entrenchment effect, Incentive effect

