

기업 지배구조가 차입비용에 미치는 영향

공재식*

¹대구대학교 경상대학

The effects of corporate governance on the borrowing costs

Jaisik Gong^{1*}

¹College of Business & Economics, Daegu University.

요약 본 연구는 독특한 기업 지배구조 형태가 대리인비용을 완화시켜 차입비용을 감소시킬 수 있는지에 대해 실증 분석하였다. 지배대주주가 존재하는 가족기업은 그렇지 않은 기업에 비해 위험회피 경영과 기업의 성과와 명성 중시 및 기업의 장기 존속 등의 면에서 채권자들과 이해가 일치되어 부채의 대리인비용이 완화될 수 있다고 주장되었다. 본 연구에서 지배대주주 지분율 및 외국인투자자 지분율 등 기업 지배구조와 차입비용 사이의 관계에 대한 실증 분석결과, 지배대주주 지분율과 외국인투자자 지분율은 차입비용에 대해 2008년 금융위기 이전에는 계수추정치가 유의적이지 못하였으나 2008년 금융위기 이후에는 계수추정치가 유의적으로 나타났다. 2008년 금융위기가 극복된 이후에, 지배대주주 지분율은 차입비용과의 유의적인 계수추정치를 보여 기업 지배구조에서 가족 지배대주주의 존재는 차입비용을 감소시키는데 크게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 외국인투자자 지분율은 차입비용과 양의 유의적인 계수추정치를 보여, 오히려 차입비용을 증가시키고 있는 것으로 나타났다. 본 연구를 통해, 지배대주주 지분율이나 외국인투자자 지분율 같은 기업의 지배구조 형태가 기업의 차입비용과 신용위험에 미치는 영향은 체계적이며 계량적으로 유의적으로 나타나고 있으며, 취약한 지배구조는 주주들에게 부정적인 영향을 미칠 뿐만 아니라, 기업의 경제적 가치를 하락시켜 채권자들에게도 불리한 영향을 줄 수 있다는 것이 확인된 것이다.

Abstract This paper investigates the impact of corporate governance structure on the firm's debt costs under different governance environments. We find that after the 2008 banking crisis, family firms with controlling shareholders benefit from lower debt cost through the strong control rights of dominating large shareholders, compared with the firms with diversified minority-shareholders. Foreign investors are related statistically to the higher cost of debt. Before the 2008 banking crisis, cash flows and growth potentials are positively associated with the firm's cost of debt.

Keywords : Agency costs, Borrowing costs, Corporate governance, Debt cost, Large shareholders, Family firms

1. 서론

기업의 발행주식의 상당부분이 일정 가족 및 그 구성원에 의해 소유되고 지배되는 가족기업은 세계 각국에서 나타나는 일반적인 기업형태이다.

전세계 상장 대기업의 30%, 중소기업의 45% 정도가

가족기업의 형태로 운영되고 있으며(La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer [1]), 미국 기업의 3분의 1 정도가 가족기업으로 분류되고 있다(Anderson, Mansi, and Reeb [2]). 가족기업에서의 대리인문제는 전통적인 주주 또는 소유자와 경영자 사이의 갈등이 아니라, 대규모 주식을 보유한 가족 지배 대주주가 다른 소수

이 논문은 2011학년도 대구대학교 학술연구비지원에 의한 논문임.

*Corresponding Author : Jaisik Gong(Daegu University)

Tel: +82-53-850-6264 email: jaigong@daum.net , bkgong@daegu.ac.kr

Received February 9, 2015

Revised (1st August 28, 2015, 2nd September 5, 2015)

Accepted September 11, 2015

Published September 30, 2015

주주와 채권자들에게 손실을 끼치면서 사적 이익을 추구할 유인이나 능력이 존재하는가에 있다.

본고는 가족기업에서 가족 지배 대주주와 채권자 사이의 대리인문제가 비가족 기업에 비해 완화되는가 혹은 악화되는가에 초점을 두고, 이에 따라 부채의 대리인비용이 감소되는지 혹은 증가되는 지를 실증 분석한다. 가족 기업에서의 부채의 대리인비용에 대해서 해외에서는 Anderson, Mansi, and Reeb [2]을 위시하여 많은 연구가 있어 왔으나, 국내에서는 아직 시도된 적이 없다.

먼저, 가족기업이 부채의 대리인비용을 완화시킬 수 있다는 논거로는, 가족기업은 상당히 분산이 안되어 있는 기업 투자를 보유하고 있어 상당한 비체계적 위험에 노출되어 있으며, 기업을 가족 후손에게 상속해 주고자 하며, 기업의 성과가 가족의 명성과 연계되는 현실에 직면하고 있다는 것이다. 가족기업의 이러한 독특한 유인은 기관투자자나 다른 대규모 주식 보유자 및 소액 주주들의 유인과 달리, 위험 회피형 경영 및 투자 기업의 장기 존속, 기업의 성과 및 명성 등에 대해 채권자들의 이해와 일치되어 부채의 대리인비용을 완화시킬 수 있다고 한다(Anderson, Mansi, and Reeb [2]). 가족기업은 다른 주주 그룹과는 달리 비분산 포트폴리오를 보유하고 이를 가족 후손에게 상속시키고자 하므로 무엇보다도 기업의 생존과 존속을 중시한다. 따라서 가족기업에서는 주주가 치보다도 기업가치 극대화에 초점을 두므로, 주주와 채권자 사이의 이해상충과 대리인문제는 비가족기업에 비해 덜 심각하다고 할 수 있으므로, 가족기업의 차입비용은 비가족기업의 차입비용에 비해 낮다고 예상할 수 있다. 또한 가족기업에서는 경영진이 가족 구성원 중에서 선임되므로 경영과 가족 대주주의 이해가 밀접하게 일치되어 일반적으로 비가족기업에 비해 부채의 대리인비용이 작다고 할 수 있다. 다만, 가족 경영자가 부진한 영업 성과를 초래하는 경우에는 채권자는 높은 차입비용을 요구할 수 있다.

가족기업에서 가족 지배대주주가 소액주주나 채권자들로부터 사적 이익을 추구할 경우에는 부도위험을 높이고 부채의 대리인비용을 증가시킨다고 예상할 수 있다. 가족기업에서 가족 지배 대주주가 추출할 수 있는 사적 이익은 지분이 광범위하게 분산된 소유구조의 기업과 달리, 사적 이익의 희석(dilution)이 발생하지 않기 때문에 가족기업에서 가족지배 대주주는 다른 주주집단이나 소액주주 및 채권자들에게 손실을 입히면서 자신들의 사적

이익을 추구할 유인이 훨씬 크게 된다. 이러한 가족기업에서는 사적 이익의 추구로 채권자의 손실이 크게 되므로 부채의 대리인비용이 높다고 예상할 수도 있다 (Inderst and Mueller [3]).

국내에서는 가족기업 지배구조와 차입비용과의 관계에 대한 연구는 아직 시도되지 않고 있다. 가족기업에 관한 국내 기존 연구는, 남영호, 문성주 [4], 반혜정 [5] 및 박세열, 신현한, 박경진 [6]과 같이, 가족기업과 비가족기업의 경영성과 비교 연구에 집중되어 있다. 본 연구는 기존 국내 가족기업 연구의 외연을 확장하여, 가족기업 등 기업의 독특한 지배구조가 차입비용에 미치는 영향을 대리인비용의 관점에서 조망하고자 한다.

2. 실증자료와 연구모형

본 연구는 한국거래소에 2000년부터 2014년까지 15년 동안 상장되어 있는 기업주식 617개에 대한 표본변수들을 대상으로 실증 분석을 진행한다. 지배대주주가 경영을 독점하는 가족기업에 대한 정의는 매우 다양하게 사용된다 (Miller, Le Breton-Miller, Lester, and Cannella Jr. [7]). 가족기업을 정의하는 기준은 크게 나누어 세 가지이다. 특정 가족 또는 그 구성원이 어떤 기업에 대해 절대적인 지배권을 지니고, 그 가족 일원이 기업의 이사회나 경영진으로 참여하고, 그 기업을 가족 후손들에게 대를 이어 물려주는 기업을 가족기업으로 정의한다. 가족 또는 그 구성원이 기업에 대해 갖는 절대적인 지배권은 Villalonga and Amit [8]는 5%, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer [1]와 Faccio and Lang [9]는 20%, Ang, Cole, and Lin [10]는 50%가 적절하다고 주장한다. 본 연구는 국내기업들의 상호지급보증 등 현실을 감안하여 특정가족 및 그 구성원이 기업의 발행주식 총수의 20% 이상을 보유 또는 지배하면서, 그 기업의 대표이사 등 최고경영자의 직을 담당하고 있는 경우에 가족기업으로 분류한다. 창업자 후손들이 기업을 물려받은 경우는 우리 기업역사가 그리 길지 않기에 고려하지 않기로 한다.

표본 기업의 변수에 대한 정의는 다음과 같다. Debt는 차입비용 또는 부채비용 변수로서, [총금융비용/평균이자발생부채]x100x(1-실효세율)로 계산되는 타인자본비용을 사용한다. LarS는 지배대주주가 보유하는 지분

보유율이다. Foreign는 외국인 투자자가 보유하는 보통주 지분 보유율이다. Lev는 총차입금/자본금 비율로 계산되는 재무레버리지 비율이다. 기업규모 변수 Size는 자산총계액(Assets)의 자연대수로서, $Size = \ln(Assets)$ 로 계산한다. Beta는 시장위험 지표로서 기준수익률의 변동에 대비하여 특정기업의 수익률이 어느 정도 변동되는지를 나타낸다. MKBK는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율이다. Currnt는 총자산 대비 유동자산 비율이다.

본 연구는 이상에서 정의된 변수에 대해 시계열 횡단면 자료를 대상으로 다음과 같은 모형의 시계열 횡단면 회귀분석을 실시한다.

$$Debt_{j,t} = \alpha_{j,t} + \beta_1 LarS_{j,t} + \beta_2 Foreign_{j,t} + \beta_3 Lev_{j,t} + \beta_4 Size_{j,t} + \beta_5 Beta_{j,t} + \beta_6 MKBK_{j,t} + \beta_7 Currnt_{j,t} + e_{j,t}$$

단, $j=1, 2, \dots, 617$. $t=2000, 2001, \dots, 2014$.

본 연구의 지배구조변수들 중, 지배대주주 지분 보유율 변수 LarS, 외국인 투자자 지분율 변수 Foreign에 대한 귀무가설은 아래와 같다.

- H_0 : 기업의 지배대주주는 차입비용에 영향을 주지 못한다.
- H_0 : 기업의 외국인 투자자 주주는 차입비용에 영향을 주지 못한다.

Table 1. Summary statistics

Var	Family firms (203)			Non-family firms (414)		
	Obs	Avg	Std. Dev	Obs	Avg	Std. Dev
Debt	4,603	0.079	0.39	3,311	0.130	1.27
LarS	5,337	36.416	14.69	3,344	13.586	4.08
Foreign	4,596	10.634	15.20	3,080	10.378	14.016
Lev	5,301	141.676	646.06	3,641	168.886	663.35
Size	5,327	26.422	1.45	3,705	26.420	1.64
Beta	5,261	0.704	0.45	3,607	0.746	0.99
MKBK	4,977	13.755	43.34	3,411	14.682	52.45
Currnt	5,326	3.207	21.71	3,705	2.346	25.76

[Note] This table provides the basis descriptive statistics of sample variables for 617 firms listed on the Korean Stock Exchange from the period 2000 to 2014 for 15 years. The sample variables are defined as follows. Debt is a proxy variable for borrowing cost or debt cost and a borrowed cost of capital, calculated by $[\text{Total banking costs}/\text{Average debts paying interest}] \times 100 \times (1 - \text{effective tax rate})$. LarS is a proportion of shares held by controlling large shareholders. Foreign is a proportion of shares held by foreign investors. Lev is a financial leverage and defined as $\text{Total debts}/\text{Total equity}$. Size indicates firm size and is calculated by log of Total assets, that is, $Size = \ln(Assets)$. Beta is a market risk index, showing how an individual stock's return changes in relation to a change in the basic rate of return. MKBK is a proportion, which is defined as market value of common stock/book value of common stock. Currnt is a proportion of liquidity assets, defined as liquid asset over total assets.

Table 2. Pearson correlation matrix

- H_0 : Under $Rho = 0$, $Prob > |r|$

Var	Debt	LarS	Foreign	Lev	Size	Beta	MKBK
Debt							
LarS	-0.021 (0.06)						
Foreign	0.026 (0.02)	0.032 (0.004)					
Lev	-0.004 (0.66)	-0.005 (0.61)	-0.048 ($<.0001$)				
Size	-0.005 (0.61)	-0.050 ($<.0001$)	0.443 ($<.0001$)	0.011 (0.26)			
Beta	-0.003 (0.76)	-0.019 (0.07)	0.032 (0.004)	0.044 ($<.0001$)	0.138 ($<.0001$)		
MKBK	0.022 (0.05)	-0.001 (0.89)	0.268 ($<.0001$)	-0.032 (0.003)	0.235 ($<.0001$)	0.020 (0.06)	
Currnt	0.032 (0.004)	0.031 (0.003)	0.011 (0.30)	-0.016 (0.12)	-0.025 (0.01)	-0.007 (0.45)	0.002 (0.79)

(Note) This table presents Pearson correlation matrix for research variables used in the analysis.

3. 분석결과

[표 1]은 본 연구에서 사용된 표본의 기업변수들에 대한 요약통계량으로서 평균과 표준편차가 제시되어 있다. 표본변수는 한국거래소에 2000년부터 2014년까지 15년 동안 상장되어 있는 617개 기업을 대상으로 추출하였다. 본 연구의 중요변수인 Debt는 차입비용 또는 부채비용의 대용변수로서 $[\text{총금융비용}/\text{평균이자발생부채}] \times 100 \times (1 - \text{실효세율})$ 로 계산되며, 지배대주주 가족기업의 Debt 평균은 7.9%, 표준편차 39%이며, 비가족기업의 Debt 평균은 13.0%, 표준편차는 1.27%이다. 지배대주주 가족기업의 차입비용이 비가족기업에 비해 낮은 것으로 나타났다.

지배대주주 가족기업의 외국인 지분율 Foreign의 평균은 10.6%인데 반해, 비가족기업의 Foreign 평균은 10.3%이다. 또한 가족기업의 부채비율 Lev 평균은 141.6%인데 비가족기업의 Lev 평균이 168.8%로 나타나, 가족기업의 부채수준이 비가족기업보다 크게 낮다. 위험지표인 Beta에서도 가족기업의 평균은 0.704이고, 비가족기업의 평균은 0.746이다. 성장성 지표인 보통주 장부가액 대비 보통주 시가총액 비율인 MKBK는 가족기업 평균이 13.7, 비가족기업 평균이 14.6으로 나타나, 가족기업의 성장성이 비가족기업 보다 낮게 나타났다. 총자산 대비 유동성 자산 비율인 Currnt는 가족기업이

3.2%, 비가족기업이 2.3%로 나타났다.

[표 2]는 본 연구 분석에서 사용되는 변수들에 대한 피어슨 상관계수를 보여주고 있다. 상관관계의 유의성을 보여 주는 P-value가 각 상관계수 아래의 괄호 안의 통계치로 제시되고 있다.

차입비용 변수 Debt가 지배대주주 변수 LarS와 음의 유의적인 관계를 보이고, 외국인 투자자 지분율 변수 Foreign과는 양의 유의적인 관계를 나타내는 것은 주목할 만하다.

아래 연구에서는, 기업소유 및 지배구조에서 지배대주주나 외국인 투자자 주주에 의한 실질적인 절대 지배가 기업의 차입비용에 어떠한 영향을 미치는지를 본격적으로 살펴본다. 그리고 기업 지배구조가 차입비용에 미치는 영향은 2008년 금융위기를 전후로 해서 다르게 나타날 것으로 판단하여, 표본을 2008년 금융위기 전후로 나누어 분석하였다.

[표 3]은 2008년 금융위기 이전 기업의 지배구조와 차입비용 사이의 상호관계를 보기 위해 Pooled OLS 회귀분석을 실시한 결과를 나타낸다. 독립변수들 상호간 상관관계 및 분산팽창계수(VIF)에 비추어, 본 분석에서 다중공선성 (multicollinearity) 문제는 크지 않았다.

먼저, [표 3]에서 기업 지배구조 관련 변수인 지배대주주 지분율 LarS 와 외국인 투자자 지분율 Foreign 에 대한 계수추정치와 t-value 를 살펴보기로 한다. 지배대주주 지분율 LarS는 차입비용과 음의 계수추정치를 보이나 유의적이지 못하고, 외국인 투자자 지분율 Foreign의 계수 추정치는 양의 값을 보이나 통계적 유의성은 보이지 않았다. 기업 지배구조에서 지배대주주와 외국인 투자자의 존재는 2008년 금융위기 이전에 기업의 차입비용감소에 기여하였다고 통계적으로 판단되지 않는다. 기업 성장성 변수 MKBK는 차입비용과 양의 유의적인 계수추정치를 나타내었다. 이는 기업 성장성이 좋은, 유망한 기업일수록 높은 차입비용에도 불구하고 외부자금을 이용하여 투자를 실행하여 높은 수익을 추구하는 것으로 해석된다. 유동자산 비율인 Currnt 가 차입비용에 통계적으로 유의적인 양의 계수 추정치를 나타내는 것은 차입 실행 시 기업에 유동자산 비율 증가로 나타나기 때문인 것으로 보인다. 2008년 금융위기 이전의 기업표본에 대한 Pooled OLS 분석에서 통제변수들인 부채 레버리지 비율 Lev, 기업규모 변수 Size, 시장위험 변수 Beta 는 차입비용과 유의적인 관계를 보이지 않고 있다.

[표 3]에서와 같이 617개 기업들에 대해 2000년부터 2014년 까지의 시계열 횡단면 자료에 대한 Pooled OLS 분석에서 가장 중요하게 고려해야 할 것은 고정효과(fixed effects)와 확률효과(random effects)이다. 본 연구의 분석모형에서 설명변수들 중 시간이 변하여도 불변하는 fixed-effects 변수와 시간이 변함에 따라 변화하는 random-effects 변수로 나눌 수 있다. 또한 오차항 부분에도 시간이 변하여도 불변하는 관측치 기업에 고유한 특성을 나타내는 fixed-effects 부분과 시간이 변함에 따라 변화하면서 관측치 기업 모두에게 영향을 미치는 거시적 경제충격과 같은 특성을 나타내는 random-effects 부분, 그리고 일반적인 오차항으로 구분될 수 있다.

[표 3]의 Pooled OLS 에 대한 Wald test에서 귀무가설이 기각되어 고정효과(fixed effects)가 존재하는 것으로 나타났으며, Breusch-Pagan LM test 도 귀무가설이 기각되어 확률효과(random effects)가 있는 것으로 나타났다. 따라서 [표 3]의 Pooled OLS 모형 분석을 강건하게 하기 위해 [표 4]에서는 양방 고정효과 모형(Two-Way Fixed-Effects Model)을 SAS의 Proc Mixed Procedure를 이용하여 추정하였으며, 양방 확률효과 모형(Two-Way Random-Effects Model)은 SAS의 Proc GLM Procedure 를 이용하여 일반화최소제곱(GLM) 추정을 실시하였다.

Table 3. Pooled OLS for the sample before the 2008 banking crisis

Var	Dep Var : Debt1 = log(Borrowing costs/risk-free rate)				
	Coeff. Est	Std Error	t-val	Pr>t	VIF
LarS	-0.0004	0.0007	-0.59	0.55	1.01
Foreign	0.0005	0.0007	0.66	0.51	1.44
Lev	-5.9E-7	.00001*	-0.05	0.96	1.00*
Size	-0.0004	0.008	0.05	0.95	1.58
Beta	-0.020	0.03	-0.67	0.50	1.11
MKBK	0.001	0.0003	3.50	0.0005**	1.11
Currnt	0.033	0.006	4.77	<0.0001**	1.09
Int	0.050	0.21	0.24	0.81	0
FVal	6.16		Pr >F	<.0001	
R-Sq	0.0135		Adj-R	0.0113	
DW Stat	1.660		Pr < DW	<.0001	

(Note) This table shows the empirical test results on the effects of corporate governance on the borrowing costs. Statistics in the table

includes coefficient estimates and t-values. * indicates the significance level of 5%. ** indicates the significance level of 1%.

Debt is a proxy variable for borrowing cost or debt cost and a borrowed cost of capital, calculated by [Total banking costs/Average debts paying interest] $\times 100 \times (1 - \text{effective tax rate})$. Dependant variable Debt1 is defined as the value taking a natural log of borrowed cost over risk-free rate, a proxy variable for credit risk premium. LarS is a proportion of shares held by controlling large shareholders. Foreign is a proportion of shares held by foreign investors. Lev is a financial leverage and defined as Total debts/Total equity. Size indicates firm size and is calculated by log of Total assets, that is, $\text{Size} = \ln(\text{Assets})$. Beta is a market risk index, showing how an individual stock' return changes in relation to a change in the basic rate of return. MKBK is a proportion, which is defined as market value of common stock/book value of common stock. Curmt is a proportion of liquidity assets, defined as liquid asset over total assets.

Table 4. Two-Way Fixed-Effects and Random_Effects estimation for the sample before the 2008 banking crisis

Var	Dep Var :					
	Debt1 = log(Borrowing costs/risk-free rate)					
	Fixed-Effects Model (Mixed)			Random-Effects Model (GLM)		
	Coeff. Est	Std Error	t-val (P>1)	Coeff. Est	Std Error	t-val (P>1)
LarS	-0.00043	.0007	-0.59 (0.55)	-0.0005	.0007	-0.70 (0.48)
Foreign	0.00052	.0007	0.66 (0.51)	0.00048	.0007	0.60 (0.54)
Lev	-5.9E-7	.00001	-0.05 (0.96)	-15E-8	.0001	-0.01 (0.99)
Size	0.00043	0.008	0.05 (0.95)	0.0016	0.008	0.20 (0.84)
Beta	-0.0201	0.03	-0.67 (0.50)	-0.033	0.031	-1.07 (0.28)
MKBK	0.0012	0.0003	3.50** (0.005)	0.0012	.0003	3.31** (0.001)
Curmt	0.033	0.006	4.77** (<.0001)	0.0327	0.006	4.72** (<.0001)
Int	0.0508	0.212	0.24 (0.81)	0.0745	0.214	0.35 (0.72)

(Note) This table shows the empirical test results on the effects of corporate governance on the borrowing costs. Statistics in the table includes coefficient estimates and t-values. * indicates the significance level of 5%. ** indicates the significance level of 1%. Debt is a proxy variable for borrowing cost or debt cost and a borrowed cost of capital, calculated by [Total banking costs/Average debts paying interest] $\times 100 \times (1 - \text{effective tax rate})$. Dependant variable Debt1 is defined as the value taking a natural log of borrowed cost over risk-free rate, a proxy variable for credit risk premium. LarS is a proportion of shares held by controlling large shareholders. Foreign is a proportion of shares held by foreign investors. Lev is a financial leverage and defined as Total debts/Total equity. Size indicates firm size and is calculated by log of Total assets, that is, $\text{Size} = \ln(\text{Assets})$. Beta is a market risk index, showing how an individual stock' return changes in relation to a change in the basic rate of return. MKBK is a proportion, which is defined as market value of common stock/book value of common stock. Curmt is a proportion of liquidity assets, defined as liquid asset over total assets.

확률효과 (random effects)에 대한 Hausman test 는 “확률효과 모형이 본 표본에 적합하다”라는 귀무가설에 대한 검증으로, Hausman test 가 $\text{Pr} > m (<.0001)$ 로 귀 무가설이 기각되게 나타나, 본 2008년 금융위기 이전 표 본에는 고정효과 모형이 더 적합한 것으로 나타났다.

[표 4] 에서의 2008년 금융위기 이전 기업표본에 대 한 양방 고정효과 및 확률효과 추정 모형 (Two-Way Fixed-Effects and Random-Effects Model) 추정 결과는, 계수추정치와 표준오차(Std error)에서 약간의 변화 이외 는 Pooled OLS 와 동일하게 나타났다. 즉, 2008년 금융 위기 이전에는 지배대주주 지분율과 외국인 투자자 지분 율은 차입비용에 유의적인 영향을 주고 있지 않았다.

[표 5]와 [표 6]는 2008년 금융위기 이후의 기업 표본 에 대한 Pooled OLS 분석과 양방 고정효과 및 확률효과 모형 (Two-Way Fixed-Effects and Random-Effects Model) 을 추정한 결과이다. 추정 모형 및 추정 방법은 2008년 금 융위기 이전 분석인 [표 3] 과 [표 4]의 경우와 동일하다. [표 5]의 Pooled OLS에서 fixed effects 와 random effects 가 존재하는 것으로 나타나 [표 6]에서 Fixed-Effects Model 과 Random-Effects Model 을 추정하였으나, 추정 결과는 [표 5]와 [표 6]이 동일하게 나타났다. 지배대주주 지분율 변수 LarS는 차입비용과 음의 유의적인 관계를 보 여 지배대주주가 차입비용 감소에 크게 기여하는 데, 이 는 지배대주주가 대리인비용을 크게 감소시키기 때문인 것으로 보인다. 반면, 외국인 투자자 지분율은 오히려 차 입비용을 증가시키고 있는 것으로 나타났는데, 이는 많 은 외국인 투자기업에서 차입을 통한 인수합병 (leveraged butouts)이 빈번하였기 때문인 것으로 보인다.

Table 5. Pooled OLS for the sample after the 2008 banking crisis

Var	Dep Var :				
	Debt1 = log(Borrowing costs/risk-free rate)				
	Coeff. Est	Std Error	t-val	Pr>t	VIF
LarS	-0.0025	0.0014	-1.83	0.06*	1.00
Foreign	0.0036	0.0018	1.93	0.05**	1.40
Lev	-2E-6	.00008*	-0.03	0.97	1.04*
Size	-0.023	0.016	-1.40	0.16	1.46
Beta	0.005	0.043	0.11	0.90	1.06
MKBK	0.0001	0.0003	0.47	0.64	1.10
Curmt	0.007	0.007	0.97	0.33	1.03
Int	0.734	0.430	1.71	0.08	0
FVal		1.31	Pr >F		0.24
R-Sq		0.0027	Adj-R		0.0006
DW Stat		1.961	Pr < DW		0.113

(Note) This table shows the empirical test results on the effects of corporate governance on the borrowing costs. Statistics in the table includes coefficient estimates and t-values. * indicates the significance level of 5%. ** indicates the significance level of 1%.

Debt is a proxy variable for borrowing cost or debt cost and a borrowed cost of capital, calculated by $[\text{Total banking costs}/\text{Average debts paying interest}] \times 100 \times (1 - \text{effective tax rate})$. Dependant variable Debt1 is defined as the value taking a natural log of borrowed cost over risk-free rate, a proxy variable for credit risk premium. LarS is a proportion of shares held by controlling large shareholders. Foreign is a proportion of shares held by foreign investors. Lev is a financial leverage and defined as $\text{Total debts}/\text{Total equity}$. Size indicates firm size and is calculated by log of Total assets, that is, $\text{Size} = \ln(\text{Assets})$. Beta is a market risk index, showing how an individual stock' return changes in relation to a change in the basic rate of return. MKBK is a proportion, which is defined as $\text{market value of common stock}/\text{book value of common stock}$. Curmt is a proportion of liquidity assets, defined as $\text{liquid asset over total assets}$.

Table 6. Two-Way Fixed-Effects and Random_Effects estimation for the sample after the 2008 banking crisis

Var	Dep Var :					
	Debt1 = log(Borrowing costs/risk-free rate)					
	Fixed-Effects Model (Mixed)			Random-Effects Model (GLM)		
	Coeff. Est	Std Error	t-val (P>t)	Coeff. Est	Std Error	t-val (P>t)
LarS	-0.0025	.0014	-1.84* (0.06)	-0.0026	.0014	-1.85* (0.06)
Foreign	0.0036	.0018	1.92* (0.055)	0.0035	.0018	1.90* (0.057)
Lev	-4.6E-6	.00009	-0.05 (0.95)	-7E-6	8E-5	-0.09 (0.93)
Size	-0.023	0.016	-1.40 (0.16)	-0.0232	0.016	-1.40 (0.16)
Beta	0.0075	0.044	0.17 (0.86)	0.012	0.044	1.27 (0.78)
MKBK	0.00016	0.0003	0.44 (0.65)	0.00015	.0003	0.41 (0.68)
Curmt	0.0070	0.007	0.95 (0.34)	0.0068	0.007	0.92 (0.35)
Int	0.734	0.431	1.70 (0.13)	0.896	0.438	2.05 (0.04)

(Note) This table shows the empirical test results on the effects of corporate governance on the borrowing costs. Statistics in the table includes coefficient estimates and t-values. * indicates the significance level of 5%. ** indicates the significance level of 1%.

Debt is a proxy variable for borrowing cost or debt cost and a borrowed cost of capital, calculated by $[\text{Total banking costs}/\text{Average debts paying interest}] \times 100 \times (1 - \text{effective tax rate})$. Dependant variable Debt1 is defined as the value taking a natural log of borrowed cost over risk-free rate, a proxy variable for credit risk premium. LarS is a proportion of shares held by controlling large shareholders. Foreign is a proportion of shares held by foreign investors. Lev is a financial leverage and defined as $\text{Total debts}/\text{Total equity}$. Size indicates firm size and is calculated by log of Total assets, that is, $\text{Size} = \ln(\text{Assets})$. Beta is a market risk index, showing how an individual stock' return changes in relation to a change in the basic rate of return. MKBK is a proportion, which is defined as $\text{market value of common stock}/\text{book value of common stock}$. Curmt is a proportion of liquidity assets, defined as $\text{liquid asset over total assets}$.

4. 결론

본 연구는 지배대주주와 외국인 투자자가 존재하는 기업의 대리인 문제를 비교하면서, 기업의 지배구조 형태가 대리인비용을 완화시켜 차입비용을 감소시킬 수 있는지에 대해 실증 분석을 실시하였다. 지배대주주가 경영을 독점하는 가족기업은 그렇지 않은 기업과 달리 위험 회피형 경영과 기업의 성과와 명성 중시 및 기업의 장기 존속 등에 대해 채권자들과 이해가 일치되어 부채의 대리인비용을 완화시킬 수 있다고 주장된다. 반면에 지배대주주가 존재하면 소액주주나 채권자들로부터 사회적 이익을 추구할 유인이 커서 부도위험을 높이고 부채의 대리인비용을 증가시킬 수도 있다는 주장도 있다.

본 논문에서 가족형태의 지배구조와 차입비용 사이의 관계에 대해 실증 분석한 결과에 따르면, 2008년 금융위기 이전에는 지배대주주 지분율과 외국인 투자자 지분율은 기업의 차입비용에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 반면, 2008년 금융위기 이후에는 지배대주주 지분율은 차입비용과 음의 유의적인 관계를 보여, 지배대주주의 존재는 대리인비용을 크게 감소시켜 차입비용 감소에 크게 기여한 것으로 보인다. 그리고, 금융위기 이후 외국인 투자자 지분율이 높은 기업에서 차입비용이 큰 것으로 나타났는데, 이는 차입을 통한 인수합병이 외국인 투자 기업을 중심으로 성행하였기 때문인 것으로 보인다.

지배대주주가 경영을 독점하는 국내 가족기업들을 중심으로 한 본 연구에서, 취약한 지배구조는 주주들 (shareholders)에게 부정적인 영향을 미치는 한편, 기업의 경제적 가치를 하락시켜 채권자들(bondholders)에게도 불리한 영향을 주고, 반대로 강건한 지배구조는 차입비용 감소에도 기여할 수 있다는 것이 확인되었다. 본 연구를 통해, 지배구조가 기업의 신용위험과 차입비용에 미치는 영향은 체계적이며 계량적으로 유의적인 관계라는 것이 확인된 것이다.

References

- [1] La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei, "Corporate ownership around the world", Journal of Finance 54, pp471-518, 1999.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00115>

- [2] Anderson, R., Mansi, S., Reeb, D.M., "Founding-family ownership and the agency cost of debt". Journal of Financial Economics 68, pp.263-285, 2003.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00067-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00067-9)
- [3] Inderst, R., Mueller, H., "Ownership concentration, monitoring, and the agency cost of debt", University of Mannheim Working Paper, 2001.
- [4] Nam, Young-Ho, Moon, Sung-Joo, "A performance comparison of family firms and non-family firms: Using exchange-listed company data", The Korean Journal of Business Administration Vol. 20 No. 1, pp.237-264, 2007.
- [5] Pan, Hye-Jung, "Korean family firm's leverage and performance," Management Review Vol. 22 No. 2., pp. 39-60, 2007.
- [6] Park, Se-Youl, Shin, Hyun-Han, Park, Kyung-Jin, "The impacts of family firm's governance characteristics on the firm value and performances," Management Review Vol. 25 No. 2, pp. 163-195, 2010.
- [7] Miller, Danny, Le Breton-Miller, Isabelle, Lester, Richard H., Cannella Jr., Albert A., "Are family firms really superior performers?", Journal of Corporate Finance 81, pp.411-439, 2007.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.03.004>
- [8] Villalonga, B., Amit, R., "How do family ownership, management, and control affect firm value?", Journal of Financial Economic 80, pp.385-417, 2006.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- [9] Faccio, M., Lang, L.H.P., "The ultimate ownership of Western European corporations", Journal of Financial Economics 65, pp.365-395, 2002.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- [10] Ang, J.S., R.A. Cole and J, Wuh Lin "Agency costs and ownership structure", Journal of Finance 55, pp.81-106, 2000.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00201>

공 재 식(Jaisik Gong)

[정회원]



- 1981년 2월 : 서울대학교 영어교육학과 학사
- 1984년 8월 : 서울대학교 대학원 경영학과 석사
- 1992년 8월 : 미국 Louisiana State Univ. (BR), Ph.D.(경영학박사)
- 1995년 3월 ~ 현재 : 대구대학교 경상대학 금융보험학과 교수

<관심분야>
기업금융, 은행론