

기업지배구조가 부채비용에 미치는 영향에 관한 연구: 시장경쟁도의 조절효과를 중심으로

A Study on the Effects of Corporate Governance on Cost of Debt: Focusing on the Moderating Effects of Market Competition

최정혁¹

Jung-Hyuck Choy¹

요 약

본 연구는 기업의 지배구조와 부채비용의 관계를 시장경쟁도의 조절효과를 중심으로 실증 분석하였다. 분석 결과, 기업은 지배구조를 개선함으로써 부채비용을 절감할 수 있는 것으로 나타났다. 특히 시장경쟁도가 낮아 외적 지배구조가 약한 기업일수록 지배구조 개선을 통한 부채비용 절감 효과를 더 크게 누릴 수 있었다. 이러한 결과는 기업지배구조가 대리인 비용을 감소시키고 부도위험을 낮춤으로써 신용등급의 상승과 부채비용의 하락을 이끌 수 있고, 시장경쟁도에 따라 기업지배구조가 부채비용에 미치는 영향이 차별화될 수 있다는 것을 의미한다. 본 연구의 시사점은 다음과 같다. 기업은 지배구조 개선을 통해 고금리 부담을 완화할 수 있으며, 특히 시장경쟁도가 낮은 기업일수록 지배구조의 향상을 도모함으로써 재무적 경쟁력을 강화할 수 있을 것이다. 정부는 기업의 지배구조 개선을 유도할 적절한 제도를 마련함으로써 기업의 재무적 건전성을 강화할 수 있고, 채권시장의 코리아 디스카운트를 해소할 수 있을 것이다.

핵심어: 기업지배구조, 부채비용, 시장경쟁도, 대리인 비용

Abstract

This study empirically analyzed the relationship between corporate governance and cost of debt, focusing on the moderating effects of market competition. As a result of the analysis, it was found that companies can reduce cost of debt by improving corporate governance. In particular, companies, having weak external governance due to low market competition, were able to enjoy the greater effect of the reduction of cost of debt by improving corporate governance. These results imply that corporate governance can lead an increase in credit rating and a decrease in cost of debt by reducing agency cost and lowering default risk, and that the effects of corporate governance on cost of debt can be differentiated according to the market competition. The implications of this study are as follows. Companies can alleviate the burden of high-interest rates by improving corporate governance, and in particular, companies having lower market competition will be able to strengthen financial competitiveness by improving corporate governance. The government will be able to strengthen the financial soundness of companies and resolve the Korea discount in the bond market by preparing an appropriate system to induce improvement of corporate governance.

Keyword: Corporate Governance, Cost of Debt, Market Competition, Agency Cost

¹ Department of Economics and Financial Asset Management, Hanyang Cyber University, Seoul, Korea [Assistant Professor]
e-mail: jhchoy@hycu.ac.kr

Received(January 16, 2024), Review Result(1st: February 2, 2024), Accepted(February 9, 2024), Published(February 29, 2024)



© 2024 The Authors. Published by NCISS.
This is an open access article licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.
To view a copy of this license, visit <http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>.

1. 서론

기업의 경영진은 ‘선량한 관리자의 의무’를 지닌다. 경영진은 기업의 주인인 주주의 재산을 관리하는 책임자로서 개인적 이익이 아닌 주주의 이익을 최우선으로 하는 경영활동을 수행함으로써 기업의 가치를 끌어올려야 한다는 것이다. 이를 위한 출발점은 ‘대리인 비용’을 최소화하는 것이다. 대리인 비용은 경영진이 선량한 관리자의 의무를 소홀히 하는 것을 방지하기 위해 주주가 부담하게 되는 비용을 의미한다. 그리고 대리인 비용을 줄이기 위한 일련의 사내 통제시스템이 ‘기업지배구조’이고, 이는 주주권 강화, 이사회 책임 강화, 투명성 강화 등을 기반으로 한다.

주주의 대리인 비용에 초점을 맞춘 기업지배구조는 채권자가 부담하는 대리인 비용에도 영향을 미칠 수 있다. 채권자 대리인 비용에 대한 기업지배구조의 영향은 긍정적인 면과 부정적인 면이 함께 존재할 수 있다. 우선 긍정적인 영향은 기업지배구조의 투명성 강화가 작용한 결과이다. 기업이 투명성을 강화하면 주주와 채권자 등 외부투자자의 기업 내부 정보에 대한 접근성이 높아지면서 내·외부인 간 정보의 비대칭이 완화된 채 경영진에 대한 효율적 감시가 가능해지므로 주주와 채권자 모두의 대리인 비용이 감소하게 되는 것이다 [1]. 다음으로 부정적인 영향은 주주와 채권자 간의 이해 충돌에서 유발한다. 기업지배구조를 통해 경영진이 채권자보다 주주의 이익을 우선하는 의사결정을 내리면 채권자의 부(富)가 주주에게 이전될 수 있기 때문이다 [2].

이렇게 기업지배구조의 영향을 받는 채권자 대리인 비용은 결과적으로 기업의 부채비용(타인자본비용)에 영향을 미친다. 부채비용은 기업이 채권자에게 원리금을 제대로 상환하지 못할 부도위험을 반영하여 기업의 신용등급과 부채조달금리 등의 형태로 나타난다. 채권자 대리인 비용이 커질수록 채권자가 감수해야 할 부도위험도 함께 증가하므로 신용등급은 하락하고 부채 조달금리는 상승하게 된다.

한편 기업지배구조가 부채비용에 미치는 영향은 기업이 속한 산업의 경쟁 정도(시장경쟁도)에 따라 차이가 나타날 수 있다. 기업의 외적 요인으로서 시장경쟁도는 기업의 내적 요인인 기업지배구조와 유사한 기능을 한다고 밝혀져 있어 [3], 시장경쟁도에 따라 기업지배구조가 부채비용에 미치는 영향이 차별화될 수 있기 때문이다.

위와 같은 이론적 배경과 함께 최근 고금리로 인한 기업 부담 증가라는 현실적 배경 또한 본 연구의 계기로 작용했다. 그동안 우리나라의 기업지배구조는 국내 주식시장의 저평가를 의미하는 코리아 디스카운트의 주요 원인으로 지목되어 왔다. 따라서 기업이 과연 지배구조 개선을 통해 부채비용도 절감할 수 있는지 살펴보는 것은 의미가 있을 것이다.

본 연구는 기업지배구조가 부채비용에 미치는 영향을 시장경쟁도의 조절효과를 중심으로 분석한다. 주요 변수로는 기업지배구조 성과와 부채비용을 설명변수와 결과변수로 각각 설정하고 시장

경쟁도를 조절변수로 설정한다. 또한 선행연구에서 사용된 통제변수들을 추가하여 분석한다. 마지막으로 연구의 강건성 검증을 위해 2단계 최소자승법(2 SLS) 분석을 실시한다.

2. 이론적 배경 및 연구가설

2.1 기업지배구조와 부채비용

기업지배구조를 뒷받침하는 가장 대표적인 이론이 대리인 이론이다. 대리인 이론은 기업의 주인과 대리인이 분리됨으로써 나타나게 되는 대리인 문제를 설명하고 대리인 문제의 축소에 초점을 맞추고 있다. 대리인 문제는 주인이 대리인에게 일정 범위의 의사결정 권한을 위임하는 계약인 대리관계에서 출발한다 [2]. 대리관계에 따라 기업의 의사결정을 내리고 실행하는 주체와 그러한 의사결정이 초래하는 부의 효과를 실질적으로 감수하게 되는 주체가 일치하지 않을 때 대리인 문제가 발생하며, 이러한 대리인 문제가 초래하는 대리인 비용은 감시비용(*monitoring costs*), 확증비용(*bonding costs*) 그리고 잔여손실(*residual loss*)의 합이라고 정의되었다 [2]. 대리인 문제에 관한 연구는 주인과 대리인의 범위를 점차 넓혀 나갔다. 가장 일반적인 경영진과 주주의 관계에서 발생하는 대리인 문제 [2][4] 뿐만 아니라 지배주주와 소액주주의 관계에서 발생하는 대리인 문제 [5][6], 주주와 채권자의 관계에서 발생하는 대리인 문제 [1][7] 등으로 확장되었다.

이러한 대리인 이론을 기반으로 기업지배구조는 경영진이 주주의 이익을 위해 행동하도록 유도하는 과정 [8], 기업의 외부투자자가 경영진 및 지배주주 등과 같은 내부인으로부터 자신을 보호하는 일련의 작동 원리 [9] 등으로 정의할 수 있으며, 기업지배구조의 중요한 역할은 자본시장이 효과적으로 작동하는 데 필요한 신뢰를 제공하는 것이다 [8]. 한편 기업지배구조는 일반적으로 주주와 경영진 간의 대리인 문제에 초점을 맞추어 주주와 경영진의 이익이 부합하도록 하는 것을 목표로 하므로 주주에게는 긍정적이지만 채권자에게는 그 효과가 불확실하다는 주장도 제기되었다 [10].

기업의 부채비용은 기업이 채권자에게 원리금을 제대로 상환하지 못할 부도위험을 반영한다. 기업의 부도위험은 기업이 창출할 것으로 기대되는 미래현금흐름의 확률분포에 따라 결정되며, 기대현금흐름의 평균치가 낮고 분산이 클수록 부도위험은 증가한다. 이러한 부도위험을 측정하는 것이 신용평가사의 역할이다. 신용평가사는 기업의 신용도와 재무적 의무를 충족할 수 있는 역량을 평가하여 기업의 신용등급을 결정한다 [1]. 따라서 신용등급은 부도위험을 직접 반영하게 되고 궁극적으로 기업의 부채비용을 결정짓게 된다.

경제적 손실인 대리인 비용은 기업의 현금흐름에 부정적인 영향을 미침으로써 부도위험을 높이고 신용등급의 하락과 부채비용의 증가를 초래할 수 있다. 특히 채권자가 수취할 현금흐름에 부정적인 영향을 미치는 대리인 문제는 두 가지 관계에서 발생할 수 있다. 첫째, 경영진과 채권자의 관

계이다. 기업의 내부인이자 전문성을 보유한 경영진이 지닌 정보와 외부인인 채권자가 접근할 수 있는 정보의 차이로 인해 발생하는 정보비대칭의 문제 때문이다. 기업지배구조에서 정보비대칭 해소의 중요성은 주인이 대리인의 모든 행위에 대한 정보를 파악할 수 있는 지배구조를 갖춘다면 대리인이 주인의 이해에 반하는 결정을 내릴 수 없다는 주장 [11]에서 잘 드러난다. 정보비대칭은 경영진의 사익 추구 등 도덕적 해이로 이어져 기업의 현금흐름을 감소시키며 결과적으로 주주와 채권자 모두에게 부정적인 영향을 미치게 된다 [1]. 따라서 대리인 문제를 감소시키는 기업지배구조는 정보비대칭을 완화하여 부도위험을 낮춤으로써 신용등급의 상승과 부채비용의 감소로 이어질 수 있다 [1]. 이는 회계정보의 질이 낮은 기업일수록 높은 부채비용을 부담하고 [12], 재무제표의 비교 가능성이 낮은 기업일수록 부채비용이 높고 신용등급이 낮다 [13]는 등의 연구 결과를 통해 입증되었다.

둘째는 주주와 채권자의 관계에서 발생하는 문제이다. 이러한 대리인 비용을 설명하는 데 주로 사용되는 논리가 채권자에서 주주로 부(富)의 이전이다. 주주는 채권자로부터 채권 원금을 행사가격으로 하는 유령형 콜옵션을 매수한 것과 같은 경제적 이익 구조를 보유하고 있어, 주주의 이익을 우선한 경영진이 주주 가치를 높이기 위해 현금흐름의 변동성은 크지만 기대수익률이 더 높은 투자를 선택할 수 있고 [2], 이로 인한 투자 위험의 증가는 부도위험을 높여 신용등급의 하락과 부채비용의 상승으로 이어질 수 있다는 것이다.

종합하면 기업지배구조는 부채비용에 대해 상충하는 효과가 있다고 볼 수 있다. 정보비대칭의 완화를 통해 부채비용을 감소시키지만 동시에 주주의 이익에 집중함으로써 부의 이전을 우려한 채권자들이 높은 부채비용을 요구할 수 있기 때문이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하여 기업지배구조의 부채비용에 대한 영향을 분석하고자 한다.

가설 1. 기업지배구조 성과는 부채비용에 대해 음(-) 또는 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

2.2 시장경쟁도와 기업지배구조의 효과

기업의 소유와 경영이 분리되면서 발생하는 대리인 문제를 감소시키는 기업 외적 요인으로 시장의 영향력이 주목받아 왔는데 가장 대표적인 것이 시장의 경쟁이다. 대리인 문제의 감소를 위해선 기업을 둘러싼 환경 요인과 기업 특성이 함께 고려되어야 하며 특히 경제적 효율성을 달성하도록 하는 가장 강력한 힘으로 시장경쟁이 제시되었다 [14]. 따라서 대리인 문제의 감소를 통한 효율성 증대를 목표로 하는 내적 지배구조와 시장경쟁처럼 기업 외적 요인으로서 지배구조 역할을 수행하는 외적 지배구조는 상호 복합적으로 기업에 영향을 미친다고 볼 수 있다.

다수의 선행연구에서 시장경쟁은 가장 영향력 있는 외적 지배구조로 지목되었다. 높은 수준의 시장경쟁은 경영진이 경영 태만을 줄이거나 없애도록 하고, 시장에서 생존하기 위하여 이익을 극대화하고 효율성을 높이도록 하는 거대한 압력으로 작용한다 [15]. 시장경쟁은 경영진이 경쟁 기업

보다 우월한 성과를 거두지 못하면 해고되거나 기업이 도산하는 위험에 처하도록 강제함으로써 [16] 경영진이 비용을 절감하고 노력을 증대하도록 이끌 수 있다 [17]. 시장경쟁의 정도가 낮은 산업에 속한 기업들은 생산성이 떨어지는 활동을 펼치는 경향이 있다 [18].

시장경쟁은 또한 정보비대칭을 완화하는 외적 지배구조의 역할을 수행한다. 시장경쟁도가 높은 기업은 가격 결정력이 약하고 재무적 제약이 크므로 경쟁력 있는 비용으로 자금을 조달할 필요가 있다. 따라서 자본시장에서 낮은 비용으로 외부 자금을 조달하기 위해 더 많은 내부 정보를 제공하게 되고 이는 정보비대칭의 완화로 이어진다 [19]. 또한 경쟁도가 높은 산업일수록 적은 비용으로 기업 간 성과의 비교가 쉬우므로 정보비대칭의 문제가 심하지 않을 수 있다 [20].

종합하면 기업이 속한 시장의 경쟁 정도에 따라 기업지배구조가 기업 활동 및 경영 성과에 미치는 영향은 차별화될 수 있다. 높은 시장경쟁이 제공하는 외적 지배구조 요인을 이미 갖추고 있는 기업과 그렇지 않은 기업이 기업지배구조를 통해 얻게 되는 혜택의 정도는 다를 수밖에 없기 때문이다. 미국과 유럽 기업을 대상으로 한 연구에서 시장경쟁도가 낮은 기업이 높은 기업에 비해 기업가치 등에 있어 기업지배구조 성과의 혜택을 더 크게 본다는 연구 결과가 보고되기도 하였다 [15][21]. 따라서 본 연구는 다음과 같은 가설을 설정하여 분석하고자 한다.

가설 2. 기업지배구조 성과의 부채비용에 대한 영향은 시장경쟁도가 높은 기업에 비해 낮은 기업에서 더 크게 나타날 것이다.

3. 연구 방법론

3.1 자료의 수집

본 연구는 한국기업지배구조원(KCGS)이 기업지배구조 평가등급을 발표한 기업 중 국내 유가증권시장에 상장된 기업들을 연구의 대상으로 설정한다. 평가등급이 있는 기업들 가운데 금융회사, 자본잠식기업, 관리종목지정기업 및 12월 이외 결산기업은 연구의 표본에서 제외한다.

연구를 위한 주요 변수의 출처는 다음과 같다. 기업지배구조 변수는 KCGS가 발표하는 기업지배구조 평가등급을 수집하여 사용하고, 기업의 부채비용 변수로는 한국신용평가(KIS)가 발표하는 KIS 신용평점을 수집하여 사용한다. 그 외 시장 변수와 재무 변수들은 FnGuide의 DataGuide와 KIS Value의 자료들을 활용한다.

연구의 대상 기간은 KCGS가 기업의 지속가능성을 환경, 사회, 기업지배구조로 세분화하여 통합적으로 평가하기 시작한 2011년부터 2021년까지로 설정한다.

3.2 변수의 설정

본 연구의 설명변수인 기업지배구조 성과는 KCGS의 평가등급을 점수화하여 사용한다. KCGS는

국내 상장회사의 사업보고서, 공시자료, 뉴스 등을 바탕으로 매년 기업의 지배구조 수준을 평가하여 발표하고 있다. 평가 분야는 주주권리 보호 제도의 도입 및 운영, 이사회 의 경영진에 대한 감독 기능, 감사기구의 독립성/전문성 확보, 중요 경영정보의 공시로 나누어져 있다. 따라서 KCGS의 기업지배구조 평가는 특히 주주의 경영권 및 가치 제고에 초점이 맞추어져 있음을 알 수 있다. 다음으로 결과변수인 부채비용의 대용 변수로는 KIS 신용평점을 사용한다. KIS는 자체적인 부실예측모형과 재무평점모형에 기반하여 기업의 신용평점을 10개의 등급(1 등급: 최고 신용 상태, 10 등급: 최저 신용 상태)으로 평가하고 있다. KIS 신용평점을 포함한 기업 신용등급은 다수의 국내 연구에서 부채비용의 대용 변수로 사용되었다 [22-24].

통제변수로는 선행연구에서 부채비용에 영향을 미치는 변수로 제시된 현금보유비율, 베타, 외국인지분율, 대주주지분율, 기업규모, 주가순자산비율, 총자산수익률, 부채비율, 기업연령, 유동비율을 설정한다. 모든 회계 자료는 극단치로 인한 왜곡을 방지하기 위해 상·하위 1% 수준에서 원저라이징한다.

기업지배구조의 부채비용에 대한 영향을 조절하는 변수인 시장경쟁도는 허핀달-허쉬만 지수(HHI)를 측정하여 사용한다. 먼저 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 전체 기업을 한국표준산업분류 중분류에 따라 분류한 후 동일 산업에 속한 기업의 매출액을 모두 합하여 해당 산업의 총매출액을 산출한다. 다음으로 각 기업의 매출액을 소속 산업의 총매출액으로 나눈 값을 제곱한 후 산업별로 모두 합하여 HHI를 산출한다. 따라서 HHI 수치가 클수록 시장경쟁도는 오히려 낮은 것을 의미하므로, 직관적인 해석을 위해 수치를 음수화한 후 더미변수화하여 시장경쟁도 변수로 사용한다. [표 1]은 본 연구의 주요 변수 및 측정 방법을 나타내고 있다.

[표 1] 변수의 측정 방법

[Table 1] Variable Measurement

주요 변수		측정 방법
결과변수	부채비용(CoD)	신용등급(KIS 신용평점)
설명변수	기업지배구조(Gov)	기업지배구조 평가등급의 점수화
통제변수	현금보유비율(Cash)	현금성자산/총자산
	베타(Beta)	60개월 월간 주가수익률의 베타
	외국인지분율(Foreign)	외국인지분율
	대주주지분율(Large)	최대 주주와 특수관계인의 지분율
	기업규모(Size)	총자산(자연로그값)
	주가순자산비율(PBR)	주가/주당순자산
	총자산수익률(ROA)	당기순이익/총자산
	부채비율(Leverage)	총부채/총자본
	기업연령(Age)	사업연도-설립연도(자연로그값)
조절변수	유동비율(CR)	유동자산/유동부채
	시장경쟁도(HHI)	허핀달-허쉬만 지수의 음수화(중간값 이상이면 1, 미만이면 0)

3.3 연구모형

본 연구의 모형은 아래와 같다. <모형 1>은 기업지배구조의 부채비용에 대한 영향을 분석하기 위한 연구모형이고, <모형 2>는 <모형 1>에서 나타난 기업지배구조와 부채비용의 관계에 대한 시장경쟁도의 조절 효과를 분석하기 위한 연구모형이다. <모형 3>은 본 연구의 강건성을 검증하기 위한 연구모형으로 2단계 최소자승법(2 SLS) 분석을 실시한다. 또한 본 연구에 적합한 패널분석 모형을 채택하기 위해 Hausman 검정과 F 검정을 실시하였으며, 그 결과 고정효과 모형을 적용하는 것이 타당한 것으로 나타났다.

<모형 1>

$$CoD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Gov_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t} + \beta_3 Beta_{i,t} + \beta_4 Foreign_{i,t} + \beta_5 Large_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 PBR_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 Leverage_{i,t} + \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} CR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

<모형 2>

$$CoD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Gov_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t} + \beta_3 Beta_{i,t} + \beta_4 Foreign_{i,t} + \beta_5 Large_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 PBR_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 Leverage_{i,t} + \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} CR_{i,t} + \beta_{12} HHI_{i,t} + \beta_{13} Gov_{i,t} * HHI_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

<모형 3>

- 1단계

$$*Gov_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Industry_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t} + \beta_3 Beta_{i,t} + \beta_4 Foreign_{i,t} + \beta_5 Large_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 PBR_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 Leverage_{i,t} + \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} CR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- 2단계

$$CoD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 *Gov_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t} + \beta_3 Beta_{i,t} + \beta_4 Foreign_{i,t} + \beta_5 Large_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 PBR_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 Leverage_{i,t} + \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} CR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$CoD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 *Gov_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t} + \beta_3 Beta_{i,t} + \beta_4 Foreign_{i,t} + \beta_5 Large_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 PBR_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 Leverage_{i,t} + \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} CR_{i,t} + \beta_{12} HHI_{i,t} + \beta_{13} *Gov_{i,t} * HHI_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

4. 분석 결과

4.1 기초통계량과 상관관계 분석

[표 2]는 주요 변수의 기초통계량을 나타내고 있다. 1에서 10까지 분포한 부채비용은 평균이 4.895(중간값 5)이고 표준편차는 1.87이었다. 총 6등급을 점수화한 기업지배구조 성과는 평균이 3.052(중간값 3)이고 표준편차는 0.945로 나타났다. 또한 표본기업들의 평균 자산 규모는 약 6,800억, 평균 기업 연령은 약 34년이었다.

[표 2] 기초통계량

[Table 2] Descriptive Statistics

변수	N	Mean	SD	Med.	Min.	Max.
CoD	6,707	4.895	1.870	5	1	10
Gov	6,707	3.052	0.945	3	1	6
Cash	6,707	0.072	0.061	0.056	0.001	0.314
Beta	6,707	0.992	0.559	0.983	-1.704	3.967
Foreign	6,707	9.893	12.929	4.571	0	89.733
Large	6,707	44.273	16.573	44.970	0	93.390
Size	6,707	20.338	1.616	20.094	16.097	26.779
PBR	6,707	1.262	1.242	0.860	0.210	7.890
ROA	6,707	1.797	6.993	2.410	-29.030	19.950
Leverage	6,707	140.343	159.577	95.910	7.980	1,051.260
Age	6,707	3.527	0.708	3.758	0.150	4.799
CR	6,707	1.804	1.897	1.327	0.050	38.792
HHI	6,707	0.520	0.500	1	0	1

[표 3]은 주요 변수의 피어슨 상관계수를 나타내고 있다. 설명변수인 기업지배구조 성과는 부채비용과 유의한 음(-)의 상관관계를 나타냈다. 통제변수를 살펴보면 현금보유비율, 외국인지분율, 대주주지분율, 기업규모, 총자산수익률, 유동비율은 부채비용과 유의한 음(-)의 상관관계를 보인 반면, 베타, 주가순자산비율, 부채비율은 부채비용과 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. 기업연령과 부채비용의 상관관계는 유의하지 않았다. 조절변수인 시장경쟁도와 부채비용의 상관관계도 유의하지 않았다.

다음으로 기업지배구조와 다른 변수들의 관계를 살펴보면 현금보유비율, 베타, 외국인지분율, 기업규모, 총자산수익률은 유의한 양(+)의 상관관계를 보였으나, 대주주지분율, 부채비율, 기업연령, 시장경쟁도는 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 주가순자산비율, 유동비율과의 상관관계는 유의하지 않았다. 마지막으로 다중공선성을 고려하여 분산팽창지수(VIF)를 확인한 결과 모든 변수가 10 이하 수치를 나타내 다중공선성의 가능성은 작은 것으로 나타났다.

[표 3] 상관관계

[Table 3] Correlation

구분	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) CoD	1.00												
(2) Gov	-0.16* **	1.00											
(3) Cash	-0.22* **	0.05* **	1.00										

(4) Beta	0.22* **	0.04* **	-0.03* *	1.00									
(5) Foreign	-0.27* **	0.32* **	0.13* **	-0.08* **	1.00								
(6) Large	-0.15* **	-0.06* **	-0.12* **	-0.03* **	-0.18* **	1.00							
(7) Size	-0.10* **	0.49* **	-0.05* **	0.07* **	0.50* **	-0.01	1.00						
(8) PBR	0.05* **	-0.00	0.14* **	-0.02* **	0.09* **	-0.17* **	-0.09* **	1.00					
(9) ROA	-0.58* **	0.14* **	0.11* **	-0.15* **	0.24* **	0.14* **	0.18* **	-0.04* **	1.00				
(10) Lev	0.57* **	-0.02* **	-0.17* **	0.20* **	-0.11* **	-0.09* **	0.16* **	0.14* **	-0.37* **	1.00			
(11) Age	0.02	-0.10* **	-0.04* **	-0.01	-0.07* **	-0.08* **	-0.03* **	-0.13* **	-0.04* **	-0.01	1.00		
(12) CR	-0.53* **	0.01	0.38* **	-0.12* **	0.14* **	-0.01	-0.15* **	-0.01	0.29* **	-0.50* **	0.02*	1.00	
(13) HHI	0.02	-0.09* **	0.03* *	0.01	-0.10* **	0.04* **	-0.16* **	0.08* **	-0.00	-0.05* **	-0.04* **	0.11* **	1.00

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

4.2 회귀분석

[표 4]의 (1)은 기업지배구조 성과의 부채비용에 대한 영향을 <모형 1>에 따라 회귀분석한 결과를 나타내고 있다. 먼저 기업지배구조 성과는 부채비용에 대해 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 영향을 미치고 있어 가설 1은 채택되었다. 이는 기업지배구조 성과가 높을수록 부도위험은 낮아져 신용등급의 상승과 부채비용의 절감으로 이어진다고 해석할 수 있다. 특히 음(-)의 영향이 나타난 것은 기업지배구조가 경영진과 채권자 간 정보비대칭을 완화함으로써 대리인 비용을 감소시키는 긍정적인 효과가 주주와 채권자 간 발생할 수 있는 대리인 문제의 부정적인 효과보다 더 크기 때문이라고 해석할 수 있다.

주요 통제변수와 부채비용의 관계를 회귀분석한 결과는 다음과 같다. 현금보유비율은 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 회귀계수를 보여 현금 유동성이 풍부할수록 채무 상환능력이 상승해 부채비용은 하락하는 것으로 해석할 수 있다 [23]. 외국인지분율과 대주주지분율은 각각 1%와 5% 수준에서 유의하게 음(-)의 회귀계수를 나타냈다. 이는 외국인투자자는 대리인비용을 감소시키는 효율적인 감시자의 역할을 담당하고 [25], 대주주는 소액주주와 달리 경영진을 적극적으로 감시하여 기업 가치를 올릴 동기를 지니고 있음을 의미한다 [26]. 주가순자산비율은 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 회귀계수를 보여 기업의 성장 가능성은 부채비용을 감소시키는 역할을 하는 것으로 나타났다 [22]. 총자산수익률은 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 회귀계수를 나타내 높은 수익성은 안정적인

현금 유입을 통해 부채비용의 하락으로 이어짐을 나타냈다 [1][7][10][24]. 반면 부채비율은 1% 수준에서 유의하게 양(+)의 회귀계수를 보여 부채비율 상승으로 인한 채무 상환 부담은 부채비용을 상승시키는 것으로 나타났다 [1][7][10][22-24]. 기업연령은 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 회귀계수를 보여 기업연령이 높을수록 신용 자료가 충분히 누적되어 부채비용은 하락함을 알 수 있었다 [27]. 마지막으로 유동비율도 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 회귀계수를 보여 기업의 재무적 안정성은 채무 상환능력을 높여 부채비용을 감소시키는 것으로 나타났다 [24]. 한편 베타와 기업규모는 부채비용에 유의한 영향을 미치지 못했다.

[표 4]의 (2)는 시장경쟁도의 조절효과를 <모형 2>에 따라 회귀분석한 결과이다. 기업지배구조 성과와 시장경쟁도의 상호작용항 회귀계수는 5% 수준에서 유의하게 양(+)의 값을 나타냈다. 이는 기업지배구조 성과와 부채비용 간의 음(-)의 관계에 대해 시장경쟁도가 양(+)의 조절효과를 갖는 것을 의미하며, 시장경쟁도가 높은 산업에 속한 기업은 시장경쟁도가 낮은 산업에 속한 기업에 비해 기업지배구조 개선에 따른 부채비용 하락의 혜택을 작게 받는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 기업 지배구조 개선의 부채비용 감소 효과는 시장경쟁도가 높은 기업에 비해 낮은 기업에서 더 크게 나타나는 것이다. 따라서 가설 2는 채택될 수 있었다.

[표 4] 기업지배구조가 부채비용에 미치는 영향과 시장경쟁도의 조절효과

[Table 4] Effects of Corporate Governance on Cost of Debt and Moderating Effects of Market Competition

구분	CoD	
	(1)	(2)
Constant	9.0198*** (11.01)	9.0231*** (10.98)
Gov	-0.0901*** (-4.79)	-0.1273*** (-4.96)
Cash	-2.1298*** (-6.79)	-2.1409*** (-6.83)
Beta	0.0372 (1.26)	0.0377 (1.27)
Foreign	-0.0179*** (-6.55)	-0.0178*** (-6.51)
Large	-0.0040** (-1.98)	-0.0038* (-1.92)
Asset	-0.0105 (-0.25)	-0.0088 (-0.21)
PBR	-0.0629*** (-3.97)	-0.0640*** (-4.04)
ROA	-0.0591*** (-23.94)	-0.0589*** (-23.87)
Leverage	0.0023*** (15.97)	0.0023*** (15.98)
Age	-0.8748*** (-10.46)	-0.8816*** (-10.54)

CR	-0.6565***	-0.6577***
	(-16.24)	(-16.28)
HHI		-0.0372
		(-0.29)
Gov*HHI		0.0742**
		(2.15)
N	6,707	6,707
R-sq	0.315	0.316

괄호안의 수치는 t 값임

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

4.3 추가 분석

다음으로 연구모형의 잠재적 내생성을 참작하여 2단계 최소자승법(2SLS) 분석을 실시하였다. 분석을 위한 도구변수로는 기업지배구조 성과의 산업 평균(Industry)을 사용하였다 [28]. 기업지배구조 성과의 산업 평균은 개별 기업의 지배구조 성과와 관계가 밀접하지만 부채비용과의 관계는 불확실하여 도구변수로서 적합한 조건을 갖추고 있다.

[표 5]는 <모형 3>에 따른 2SLS 분석의 결과를 나타내고 있다. 먼저 1단계 분석인 (1)에서 도구변수는 1% 수준에서 유의하게 양(+)의 회귀계수를 보였다. 다음으로 2단계 분석 중 기업지배구조 성과의 부채비용에 대한 영향을 분석한 (2)의 결과를 보면 기업지배구조 성과의 회귀계수는 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 값을 보였다. 마지막으로 시장경쟁도의 조절효과를 분석한 (3)의 결과에서는 기업지배구조 성과와 시장경쟁도의 상호작용항 회귀계수가 1% 수준에서 유의하게 양(+)의 값을 나타냈다. 또한 통제변수들의 회귀계수도 앞선 회귀분석 결과와 유사하게 나타났다. 이처럼 2SLS 분석에서도 두 가설이 모두 채택되어 연구 결과의 강건성을 확보할 수 있었다.

[표 5] 2단계 최소자승법 분석

[Table 5] 2SLS Analysis

구분	*Gov	CoD	
	(1)	(2)	(3)
Constant	-1.3686***	7.9315***	8.5494***
	(-2.70)	(9.48)	(10.07)
Industry	0.9346***		
	(39.40)		
*Gov		-0.3115***	-0.4597***
		(-7.55)	(-8.90)
Cash	0.0343	-1.9870***	-2.0316***
	(0.18)	(-6.33)	(-6.49)
Beta	-0.0399**	0.0481	0.0502*
	(-2.18)	(1.63)	(1.70)
Foreign	-0.0033*	-0.0191***	-0.0188***

	(-1.95)	(-6.98)	(-6.90)
Large	0.0006	-0.0039**	-0.0037*
	(0.53)	(-1.98)	(-1.84)
Asset	0.0850***	0.0504	0.0436
	(3.21)	(1.15)	(1.00)
PBR	-0.0233**	-0.0666***	-0.0693***
	(-2.39)	(-4.20)	(-4.39)
ROA	-0.0010	-0.0590***	-0.0588***
	(-0.68)	(-23.98)	(-23.95)
Leverage	-0.0003***	0.0022***	0.0023***
	(-3.35)	(15.27)	(15.58)
Age	-0.0082	-0.7234***	-0.7557***
	(-0.15)	(-8.30)	(-8.67)
CR	-0.0355	-0.6609***	-0.6600***
	(-1.43)	(-16.40)	(-16.41)
HHI			-0.8344***
			(-3.72)
*Gov*HHI			0.3272***
			(4.81)
N	6,707	6,707	6,707
R-sq	0.260	0.319	0.322

괄호안의 수치는 t 값임

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

5. 결론

고금리로 인한 기업 부담의 증가 그리고 코리아 디스카운트의 원인으로 지목되는 기업지배구조 문제라는 현 상황을 배경으로 본 연구는 기업지배구조와 부채비용의 관계를 분석하고자 하였다. 연구 결과, 기업은 지배구조를 개선함으로써 부채비용을 절감할 수 있는 것으로 나타났다. 특히 시장경쟁도가 낮아 외적 지배구조가 약한 기업일수록 지배구조 개선을 통한 부채비용 절감 효과를 더 크게 누릴 수 있었다. 한편 주주권에 초점을 맞춘 기업지배구조가 초래할 수 있는 주주와 채권자 간 대리인 문제는 정보비대칭 완화로 얻는 긍정적인 효과보다 작다는 결론을 내릴 수 있었다. 또한 추가적인 2SLS 분석을 통해 연구 결과의 강건성을 확보할 수 있었다.

본 연구의 시사점은 다음과 같다. 첫째, 기업은 지배구조 개선 노력을 기울임으로써 부채 조달 비용을 절감할 수 있을 것이다. 그러면서 주주 이익에 치우친 지배구조가 초래할 수 있는 주주와 채권자 간 대리인 문제를 방지하도록 노력해야 할 것이다. 둘째, 시장경쟁도가 낮은 기업일수록 낮은 수준의 외부 감시에 안주하지 않고 지배구조의 향상을 도모함으로써 재무적 경쟁력을 강화할 수 있을 것이다. 셋째, 정부는 기업의 지배구조 개선을 유도할 적절한 제도를 마련함으로써 기업의 재무적 건전성을 강화할 수 있을 것이다. 이를 통해 정부는 주식시장뿐만 아니라 채권시장의 코리아 디스카운트를 해소할 수 있을 것이다.

마지막으로 본 연구의 한계점과 향후 연구 방향에 대한 제언은 다음과 같다. 첫째, 연구의 대상이 국내 유가증권시장 상장기업으로 제한되었다. 향후 연구에서 코스닥시장 등 타 주식시장의 상장기업이 포함된다면 연구 결과의 일반화를 제고할 수 있을 것이다. 둘째, 기업의 지배구조 특성을 배당정책, 이사회 구성 등으로 세분화하여 부채비용에 대한 영향을 분석함으로써 연구의 질적 향상을 도모할 수 있을 것이다.

References

- [1] H. Ashbaugh-Skaife, D. W. Collins, R. LaFond, "The effects of corporate governance on firms' credit ratings", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 42, no. 1-2, October 2006, pp. 203-243, doi: 10.1016/j.jacceco.2006.02.003.
- [2] M. C. Jensen, W. H. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October 1976, pp. 305-360, doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.
- [3] P. Valt, "Competition and the cost of debt", *Journal of Financial Economics*, vol. 105, no. 3, September 2012, pp. 661-682, doi: 10.1016/j.jfineco.2012.04.004.
- [4] O. E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, and Relational Contracting*, New York: Macmillan, 1985.
- [5] E. F. Fama, M. C. Jensen, "Separation of ownership and control", *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2, June 1983, pp. 301-325, doi: 10.1086/467037.
- [6] H. Demsetz, K. Lehn, "The structure of corporate ownership: Causes and consequences", *Journal of Political Economy*, vol. 96, no. 6, December 1985, pp. 1155-1177, doi: 10.1086/261354.
- [7] M. S. Klock, S. A. Mansi, W. F. Maxwell, "Does corporate governance matter to bondholders?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, no. 4, December 2005, pp. 693-719, doi: 10.1017/S0022109000001940.
- [8] Z. Rezaee, *Corporate Governance and Ethics*, John Wiley & Sons, Inc, 2009.
- [9] R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, "Agency problems and dividend policies around the world", *The Journal of Finance*, vol. 55, no. 1, February 2000, pp. 1-33, doi: 10.1111/0022-1082.00199.
- [10] P. Jiraporn, P. Chintrakarn, J. C. Kim, Y. Liu, "Exploring the agency cost of debt: Evidence from the ISS governance standards", *Journal of Financial Services Research*, vol. 44, October 2013, pp. 205-227, doi: 10.1007/s10693-012-0142-2.
- [11] K. M. Eisenhardt, "Agency theory: An assessment and review", *Academy of Management Review*, vol. 14, no. 1, January 1989, pp. 57-74, doi: 10.2307/258191.
- [12] J. Francis, R. LaFond, P. Olsson, K. Schipper, "The market pricing of accruals quality", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, no. 2, June 2005, pp. 295-327, doi: 10.1016/j.jacceco.2004.06.003.
- [13] S. C. Lee, Y. W. Ko, "Financial Statement Comparability and Cost of Debt Capital", *Journal of Finance*

- and Accounting Information, vol. 14, no. 2, June 2014, pp. 43-64.
- [14] A. Shleifer, R. W. Vishny, "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, vol. 52, no. 2, June 1997, pp. 737-783, doi: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x.
- [15] X. Giroud, H. M. Mueller, "Corporate governance, product market competition, and equity prices", *The Journal of Finance*, vol. 66, no. 2, April 2011, pp. 563-600, doi: 10.1111/j.1540-6261.2010.01642.x.
- [16] J. Chou, L. Ng, V. Sibilkov, Q. Wang, "Product market competition and corporate governance", *Review of Development Finance*, vol. 1, no. 2, April-June 2011, pp. 114-130, doi: 10.1016/j.rdf.2011.03.005.
- [17] J. Baggs, J. E. De Bettignies, "Product market competition and agency costs", *The Journal of Industrial Economics*, vol. 55, no. 2, June 2007, pp. 289-323, doi: 10.1111/j.1467-6451.2007.00312.x.
- [18] R. Jagannathan, S. B. Srinivasan, "Does product market competition reduce agency costs?", *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 10, no. 2, January 1999, pp. 387-399, doi: 10.1016/s1062-9408(99)00033-9.
- [19] J. H. Lee, H. S. Byun, K. S. Park, "How does product market competition affect corporate takeover in an emerging economy?", *International Review of Economics & Finance*, vol. 60, March 2019, pp. 26-45, doi: 10.1016/j.iref.2018.12.012.
- [20] K. M. Schmidt, "Managerial incentives and product market competition", *The Review of Economic Studies*, vol. 64, no. 2, April 1997, pp. 191-213, doi: 10.2307/2971709.
- [21] M. Ammann, D. Oesch, M. M. Schmid, "Product market competition, corporate governance, and firm value: Evidence from the EU area", *European Financial Management*, vol. 19, no. 3, June 2013, pp. 452-469, doi: 10.1111/j.1468-036X.2010.00605.x.
- [22] D. Kim, Y. Kook, T. Jeong, "The Impact of Corporate Social Responsibility Investment on the Cost of Debt for Korean Firms: Focusing on the Corporate Bond Rating and Corporate Governance Level", *Korean Journal of Business Administration*, vol. 29, no. 7, July 2016, pp. 1193-1214, doi: 10.18032/kaaba.2016.29.7.1193.
- [23] K. Kim, H. Lee, "The Effect of ESG rates on Corporate Value and Cost of Debt, Credit rating", *Asia-Pacific Journal of Business & Commerce*, vol. 13, no. 3, November 2021, pp. 94-121, doi: 10.35183/ajbc.2021.11.13.3.94.
- [24] W. Park, "The Impact of Firm Sizes on the Relationship between ESG Management and Credit Rating or Cost of Debt", *Journal of SME Finance*, vol. 42, no. 4, December 2022, pp. 45-68, doi: 10.33219/jsmef.2022.42.4.002.
- [25] H. J. Park, H. H. Shin, W. S. Choi, "The Korean Firms' Agency Costs and Firm Value: Role of Foreign Investors' Equity Ownership", *Korean Management Review*, vol. 33, no. 2, April 2004, pp. 655-682.
- [26] A. Shleifer, R. W. Vishny, "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 3, June 1986, pp. 461-488, doi: 10.1086/261385.
- [27] J. A. Pittman, S. Fortin, "Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 37, no. 1, February 2004, pp. 113-136, doi: 10.1016/j.jacceco.2003.06.005.
- [28] Y. Eliwa, A. Aboud, A. Saleh, "ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries", *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 79, September 2021, 102097, doi: 10.1016/j.cpa.2019.102097.