

상품시장에서의 경쟁과 기업의 위험추구

이지혜 고려대학교 부설 기업지배구조연구소 연구원
변희섭* 한림대학교 경영대학 재무금융학과 조교수

요약 본 연구는 상품시장에서의 경쟁위험이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 실증적으로 확인한다. 실증분석 결과, 경쟁위험의 증가는 기업의 위험추구행태를 악화시키는 것으로 나타났다. 이는 경쟁위험에 기인한 투자위험 및 파산비용의 증가로 인해 기업의 위험추구 성향이 악화되기 때문으로 해석이 가능하며, 대리인이론 측면에서 상품시장에서의 경쟁이 일종의 경영통제장치로 이해될 수 있음을 의미한다. 추가적으로 기업의 위험추구행태와 상품시장에서의 경쟁 수준에 대한 다양한 대응치를 활용한 경우, 내생성 문제를 통제할 경우, 산업수준에서의 분석을 수행한 경우에도 동일한 결과가 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다. 또한 이러한 결과는 시장점유율이 낮거나, 대규모 기업집단에 소속되지 않아 경쟁위험에 대한 민감도가 클 것으로 예상되는 기업에서 보다 강하게 관찰되었다. 한편, 경영통제장치로서 좋은 지배구조는 기업의 위험추구행태를 악화시키는 것으로 나타났으며, 이러한 효과는 비경쟁적인 상품시장에서만 주로 관찰되고, 경쟁적인 상품 시장에서는 사라지는 것으로 확인되었다. 이는 지배구조가 기업의 과도한 위험추구행태를 통제하는 효과가 상품시장에서의 경쟁위험에 의해 대체될 수 있음을 의미한다. 본 연구의 결과는 국내 자본시장에서 다양한 재무적 의사결정과 연관되는 기업의 위험추구행태와 상품시장에서의 경쟁 간의 관계를 최초로 제시함으로써, 향후 시장구조 형성에 관련한 정책 입안시 중요한 시사점을 제공할 수 있을 것으로 판단된다.

주요단어 상품시장에서의 경쟁, 위험추구, 외부 경영통제장치, 시장지배력, 기업지배구조

투고일 2015년 04월 13일

수정일 2015년 09월 03일

게재확정일 2015년 12월 05일

* 교신저자. 주소 : 24252, 강원도 춘천시 한림대학길1 한림대학교 ; E-mail : heesbyun@hallym.ac.kr ; 전화 : 033-248-1856.

이 논문은 2015년도 한림대학교 교비연구비(HRF-201503-001)에 의하여 연구되었음.

Product Market Competition and Corporate Risk-Taking

Ji Hye Lee
Hee Sub Byun*

Researcher, Asian Institute of Corporate Governance, Korea University Business School
Assistant Professor, Department of Finance, College of Business, Hallym University

Received 13 Apr. 2015
Revised 03 Sep. 2015
Accepted 05 Dec. 2015

Abstract

We examine how competitive threat in a product market, as an external environmental factor of the firm, influences corporate risk-taking behavior. Product market competition as a control mechanism is an issue of growing importance in the academic field of corporate finance (Giroud and Mueller, 2011; Kim and Lu, 2011). Firms in competitive industries have high investment and bankruptcy risks and low marginal profits, and thus need to lower their production costs to gain a competitive edge. Moreover, to decrease the cost of capital and signal the firm's reputation to the market, firms should reveal their inside information and alleviate information asymmetry. Competitive threat is also an important factor in agency theory, as it is related to managerial compensation (Karuna, 2007) and to management's pursuit of private benefits of control. In sum, competitive threat influences managerial decisions in various ways. Therefore, we investigate the relationship between competitive threat and firms' risk-taking behavior to better understand its role as an external control device.

The relationship between product market competition and corporate risk-taking behavior is not yet theoretically defined; therefore, empirical evidence from this study will provide significant academic and practical implications. One strand of the literature argues that managers should be reluctant to pursue risk in a competitive environment, due to the

* Corresponding Author. Address: Hallym University, 1 Hallymdaehak-gil, Chuncheon, Gangwon-do, 24252 Korea; E-mail: heesbyun@hallym.ac.kr; Tel: 82-33-248-1856.

This research was supported by Hallym University Research Fund, 2015 (HRF-201503-001).

high risk of bankruptcy (Griffith, 2001) and high turnover sensitivity based on performance. Managers are expected to build conservative investment portfolios to lower the cost of capital. A similar argument is that competitive threat mitigates the risk-pursuing behavior of management based on the overinvestment incentive (Alchian, 1950; Stigler, 1958). The other strand of the literature argues that firms in competitive industries pursue more risks to acquire market power and a competitive edge. Under strong competition, managers are endowed with greater discretion to make managerial decisions quickly (Hubbard and Palia, 1995; Christie, Joye, and Watts, 2003), and hence can take risks to make large profits. In addition, in a competitive environment with lower profits, managers might pursue higher risks to increase their monetary compensation (Hermalin, 1992; Raith, 2003), or pursue private benefits by overinvesting in risky projects. We empirically investigate which of these two competing theories is supported in the Korean economy.

This is the first study to empirically examine the effect of product market competition on corporate risk-taking behavior in the Korean economy. External factors that influence risk-taking behavior are not actively discussed in the academic field, thus we aim to fill this academic gap. Moreover, we extend recent studies that analyze the effect of product market competition by investigating its effect on firms' risk-taking behavior. Under the agency theory, we test the disciplinary effect of competition in the Korean product market and explain how it disciplines managers or agency problems based on the risk-taking behavior of controlling shareholders.

We use firms listed on the Korean Stock Exchange and run regressions while controlling for various firm characteristics and environmental factors. Measuring the level of product market competition, we use the Herfindahl-Hirschman index, which is commonly used in the field of corporate finance and industrial organization. To estimate corporate risk-taking behavior, we follow previous studies in using the standard deviation of the profit or net income over the past five years, standardized by total assets.

Empirically, we find that competitive threat has a significantly negative effect on corporate risk-taking behavior. This means that managers burdened by high investment risks and bankruptcy costs in more competitive product markets do not want to form risky investment portfolios. It also implies that competitive threat can be considered as an external control device in the agency framework. The result is robust to control of the potential endogeneity problem, and to the use of alternative proxies for the level of product market competition and corporate risk-taking behavior. Furthermore, we find similar results when we perform an industry-level analysis. Our result is more strongly observed in firms with a low market share and those that do not belong to business groups. Meanwhile, examining the effect of the interaction between corporate governance and product market competition on corporate risk-taking behavior, we find that firms with good corporate governance are less likely to pursue risk. However, the negative effect of corporate governance on corporate risk-taking behavior exists only in less competitive product markets. We interpret this result as indicating that there is a substitution effect between internal corporate governance and competitive threat in product markets in determining corporate risk-taking behavior.

Keywords Product Market Competition, Corporate Risk-Taking, External Control Device, Market Power, Internal Corporate Governance

I. 서론

기업은 수익 창출을 위해 필연적으로 위험을 부담해야만 한다. 특히, 대부분의 재무적 의사결정은 위험과 수익의 상충관계를 고려하여 최적의 전략을 수립하는데 초점을 맞추고 있으므로, 경영자는 다양한 외부 환경적 요인과 기업의 내부 특성을 고려하여 어느 정도의 위험을 추구할지를 결정해야만 한다. 일반적으로 기업은 적극적인 위험추구를 통해 투자안의 현금흐름을 극대화할 수 있으며, 이는 궁극적으로 기업의 지속적인 양적 성장에 기여함으로써 자본시장에서 기업가치를 향상시킬 수 있다(DeLong and Summers, 1991; John, Litov, and Yeung, 2008). 하지만 과도한 위험추구행태는 자본비용의 상승을 야기할 뿐만 아니라 파산확률을 증가시킴으로써 주주와 채권자의 부를 훼손할 가능성도 존재한다. 무엇보다 대리인이론(agency theory) 측면에서 경영자는 자신의 금전적 보상과 사적편익을 극대화하기 위해 위험추구행태(risk-taking behavior)를 변화시킴으로써 주주와의 이해를 불일치시킬 수 있으며, 이를 효율적으로 견제하는 것은 주주가치 극대화라는 궁극적인 목적을 갖는 기업경영에 있어 우선적으로 고려해야할 사항이다. 따라서 기업은 이러한 상충관계를 고려하여 최적의 위험추구 수준을 결정해야 하며, 이는 투자전략, 자금조달, 배당 등과 같은 대부분의 재무적 의사결정과 직·간접적으로 연관되기 때문에 기업 내부자는 물론, 주식 투자자, 채권자 등과 같은 다양한 자본시장 참여자의 투자 의사결정에 있어서도 매우 중요한 요인으로 작용한다(Faccio, Marchica, and Mura, 2011). 하지만 기업의 위험추구행태를 파악하고자 시도된 대부분의 연구는 성장기회, 수익성 등과 같은 내부 특성에 초점을 맞추고 있는 반면, 국내 자본시장에서 외부 환경적 요인에 순응하여 기업이 어떤 행태를 보이고 있는지를 제시한 연구는 매우 드물다. 특히, 외부 환경적 요인은 외생적으로 결정되어 여타 내생적 의사결정들에 선행하기 때문에 이를 확인하는 작업은 기업경영의 행태에 대한 본질적 요인을 탐색하는데 있어 무엇보다 중요하다.

본 연구는 기업을 둘러싼 외부 환경적 요인으로서 상품시장에서의 경쟁(product market competition)이 기업의 위험추구행태에 어떤 영향을 미치는가를 확인한다. 본 연구가 기업의 다양한 외부 환경적 요인 중 상품시장에서의 경쟁을 주요 변수로 고려하는 이유는 최근 기업재무 분야에서 경영통제장치로서 상품시장에서의 경쟁의 역할이 부각되고 있기 때문이다(Giroud and Mueller, 2011; Kim and Lu, 2011). 일반적으로 경쟁적인 상품시장에서 기업은 높은

투자위험과 파산확률을 부담해야 하므로, 사업안의 가치평가에 있어 경쟁위험의 수준을 충분히 고려해야만 한다. 더불어 낮은 한계수익으로 인해 생산비용을 최적화 하는 과정에 있어 자본시장에서 경쟁우위 확보를 위해 급격히 낮은 자본비용으로 자금을 조달해야 하며, 기업의 명성을 신호하기 위해서라도 내부 정보를 적극적으로 공개해야 한다. 무엇보다 경쟁위험은 경영자의 보상구조 형성에도 영향을 미칠 수 있으며(Karuna, 2007) 사적효용추구 유인 등과도 밀접한 연관성을 갖기 때문에 대리인이론 측면에서도 중요한 요인으로서 고려될 수 있다. 이처럼 상품시장에서의 경쟁은 다양한 경로를 통해 경영전략 수립에 중요한 영향을 미칠 것으로 판단되며, 본 연구는 이에 주목하여 국내 자본시장에서 기업의 위험추구행태와의 연관성을 실증분석함으로써 새로운 관점을 제시한다.

무엇보다 본 연구의 논의가 학술적으로나 실무적으로 중요한 시사점을 갖는 이유는 상품 시장에서의 경쟁이 기업의 위험추구행태에 미치는 상반된 이론적 효과가 동시에 존재하여 이를 실증적으로 검증해 볼 필요성이 크기 때문이다. 먼저, 경쟁적인 상품시장에서 기업이 위험추구를 꺼려할 것이라는 주장은 상대적으로 높은 파산확률과 비용을 부담해야 하는 경영자가 지나친 위험을 부담하지 않을 것임을 근거로 제시하고 있다(Griffith, 2001). 더불어 경쟁적인 상품시장에서는 경영자의 성과에 기인한 교체 민감도가 상승할 것이기 때문에 높은 위험을 추구하기 보다는 보수적인 투자 포트폴리오를 형성할 것이라는 주장도 존재한다. 뿐만 아니라 경쟁적인 상품시장에서 기업은 자본비용 감소를 통해 생산비용을 절감해야 하는데, 이를 위해서 적극적인 위험추구를 꺼려할 것이라는 주장도 존재한다. 무엇보다 경쟁위험이 경영자의 과잉투자유인에 근거한 과도한 위험추구행태를 사전에 통제하기 위한 외부 규율장치로 작동할 수 있다는 주장도 존재하고 있어 이러한 논리들을 강화시켜주고 있다(Alchian, 1950; Stigler, 1958).

이러한 논의와 상반되게 경영자가 경쟁적인 상품시장 하에서 시장지배력을 확보하기 위해 보다 적극적으로 위험을 추구함으로써 시장우위를 선점하고자 노력할 것이라는 주장도 존재한다. 관련하여 경쟁적인 상품시장에서는 시장선점을 위한 다양한 전략을 구사함에 있어 보다 빠른 의사결정을 유도해내기 위해 경영자에게 상대적으로 경영전략에 대한 높은 재량권이 부여될 수 있으며(Hubbard and Palia, 1995; Christie et al., 2003), 이를 바탕으로 경영자는 적극적으로 위험을 추구하고 높은 수익을 창출하기 위한 전략을 수립할 것이라는 주장이 존재한다. 경영자의 유인구조(incentive structure) 측면에서도, 경쟁적인 상품시장에서는

상대적으로 낮은 수익성으로 인해 성과에 비례한 보상이 감소할 것으로 예상되는데, 이러한 조건 하에서 경영자는 자신의 금전적 보상을 증가시키기 위해서라도 적극적으로 위험을 추구할 것이다(Hermalin, 1992; Raith, 2003). 유사한 맥락에서 경쟁적인 시장 환경 하에서 경영자는 기업의 한계비용의 상승으로 인해 노력에 상응하는 편익을 충분히 누리지 못할 것이므로, 과도한 위험을 추구하는 과잉투자(overinvestment)를 통해 사적효용을 추구할 가능성도 존재한다. 이렇듯 상반된 이론적 논의가 제기되고 있는 가운데, 본 연구는 어떤 가설이 국내 자본시장에서 지지되는가를 실증분석을 통해 확인한다.

본 연구는 국내 자본시장에서 상품시장에서의 경쟁이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 최초로 확인하는 실증연구이다. 앞서 언급한 바와 같이 학술적으로 기업의 위험추구행태를 파악함에 있어 외부 환경적 요인에 대한 고려가 충분히 이루어지지 못하고 있다. 따라서 최근 기업경영에 있어 상품시장에서의 경쟁의 효과를 분석하려는 다수의 연구가 진행되고 있는 가운데, 본 연구는 기업의 위험추구행태에의 영향력을 확인함으로써 보다 풍부한 학술적 논거를 마련하는데 기여할 것으로 판단된다. 한편, 본 연구는 대리인이론의 관점에서 상품시장에서의 경쟁의 규율효과를 검증하는 연구로도 이해될 수 있다. Laksmana and Yang (2015)의 연구는 상품시장에서의 경쟁의 규율효과를 기업의 위험추구행태와 연관하여 제시하고 있다. 이들은 두 가지 가설을 제시하고 있는데, 먼저, 만일 상품시장에서의 경쟁이 대리인문제를 완화시킨다면, 기업 내부자의 사적효용추구를 위해 자원을 다각화시키려는 유인에 근거한 위험회피성향을 사전에 규율함에 따라 경쟁적인 상품시장에서 위험추구행태가 강화될 수 있음을 주장하고 있다. 이와 상반된 가설로, 여타 기업의 경영자와의 경영성과에 대한 비교 가능성이 높은 경쟁적인 상품시장에서 경영자는 자신의 신분을 유지하기 위해서 과도한 위험추구를 꺼려할 것인 반면, 비교 가능성이 낮은 비경쟁적인 상품시장에서는 낮은 경영성과의 원인을 외생적 충격(exogenous shocks)에 기인한 것으로 전가시킬 수 있기 때문에 고위험-고수익 투자에 적극적일 수 있음을 제시하였다. 이러한 논의를 고려할 때, 본 연구 역시 국내 자본시장에서 외부 경영통제장치로서 상품시장에서의 경쟁이 어떤 방식으로 경영자 내지는 지배주주의 위험추구행태에 기초한 대리인문제를 규율하는가에 대한 실증적 논거를 제시한다는 측면의 시사점도 가질 수 있을 것이다.

일반적으로 사회적 후생을 증대하기 위해 정책당국은 시장구조(market structure)를 효율적으로 형성시켜야 하며, 이는 지속적이며, 안정적인 경제 발전에 필수 불가결한 요소이다.

이러한 측면에서 본 연구는 효과적인 경쟁정책의 대안 마련에 있어 기초자료를 제공한다는 점에서의 정책적 시사점을 가질 수 있을 것으로 예상된다. 예를 들어, 진입장벽이 높은 규제 산업의 경우 낮은 파산위험과 높은 잉여현금흐름을 기반으로 기업이 과도히 높은 위험을 추구함으로써 주주 혹은 채권자의 부를 훼손할 가능성이 존재한다. 이러한 전제 하에 만일, 본 연구를 통해 비경쟁적인 상품시장에서 기업의 위험추구성향이 강화된다는 결과가 확인될 경우 정책당국은 이를 사전에 완화하기 위해 추가적인 경영통제장치 마련 방안을 모색해야 할 것이다. 반대로 경쟁적인 상품시장에서 기업의 과도한 위험추구행태가 관찰되는 경우 파산확률의 지나친 증가로 인해 사회적 비용을 가중시킬 우려가 존재하므로 이를 제한하기 위한 보완책을 마련해야 할 것이다.

본 연구는 한국거래소 유가증권시장 상장기업을 대상으로 상품시장에서의 경쟁 수준과 기업의 위험추구행태의 관계에 대한 실증분석을 위해 다양한 기업 특성 및 환경적 요인을 동시에 고려한 회귀분석을 실시한다. 상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치로 기존 산업조직론 및 기업재무 분야에서 널리 알려진 바 있는 HHI(Herfindahl-Hirschman index)를 활용하며, 기업의 위험추구행태의 대응치로 기존 연구와 동일하게 최근 5년 간 총자산 대비 영업이익 내지는 당기순이익의 표준편차를 활용한다. 한편, 본 연구는 주요 가설을 확장하여 기업의 시장지배력 수준을 추가 제약조건으로 고려한다. 이를 위해 본 연구는 상품시장 내 시장점유율을 기준으로 표본을 분리하여 각각의 표본에서 경쟁위험의 효과를 재차 확인한다. 더불어 국내 자본시장의 현실을 보다 적극적으로 반영하기 위해 본 연구는 대규모 기업집단(재벌) 소속여부를 추가적인 제약조건으로 활용한다. 이들 기업의 경우 여타 계열사와의 관계를 통한 안정적인 수익원 확보, 내부이전가격 설정 등으로 인해 동일 산업 내 경쟁기업에 비해 경쟁위험에 상대적으로 적게 노출될 것으로 예상된다. 따라서 본 연구는 이들에 소속한 기업과 독립기업으로 표본을 분리하여 추가적인 분석을 실시함으로써 연구 가설의 현실성을 보다 강화한다.

기존 연구는 내부 지배구조 수준이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 분석하고 있다(Burkart, Panunzi, and Shleifer, 2003; John et al., 2008). 이러한 논의를 실증적으로 확인하기 위해 국내 자본시장에서도 동일한 접근방식을 시도하며, 보다 중요하게 양자 간 관계가 상품시장에서의 경쟁 수준을 고려할 경우 어떻게 달라질 수 있는가에 집중한다. 일반적으로 대리인문제의 효과적인 규율은 기업을 둘러싼 다양한 내·외부적인 통제장치들의 상호작용을 통해 달성되는 것으로 알려져 있다(Shleifer and Vishny, 1997). 만일, 내부

지배구조와 상품시장에서의 경쟁위협 간의 대체관계가 성립된다면, 비경쟁적인 상품시장에서 지배구조 형성에 소요되는 비용을 집중함으로써 보다 효율적인 대리인문제 통제 방안을 수립할 수 있을 것이다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 기업들은 비경쟁적인 상품시장에서 위험추구행태를 보다 강화하고 있는 것으로 나타났다. 즉, 경쟁위협과 기업의 위험추구행태 간에는 유의한 음(-)의 관계가 성립하는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 경쟁위협으로 인한 투자위험 및 파산비용의 증가가 경영자의 적극적인 위험추구유인을 감소시키기 때문으로 해석이 가능하며, 대리인론의 측면에서 경쟁위협이 경영자 또는 지배주주의 과도한 위험추구를 완화시키기 위한 효과적인 장치로 고려될 수 있음을 시사한다. 한편, 이러한 결과는 상품시장에서의 경쟁과 기업의 위험선호행태에 대한 다양한 대응치를 활용한 경우에도 동일하게 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다. 더불어 내생성 문제를 고려하여 대안적 모형을 활용한 경우와 경쟁위협의 차이를 보다 명확히 반영하기 위해 산업수준에서의 분석을 수행한 경우에도 동일한 결과를 얻을 수 있었다. 추가적으로 본 연구는 상품시장에서의 경쟁의 효과를 보다 현실성 있게 확인하기 위해 시장지배력을 제약조건으로 고려한 분석을 실시한 결과, 시장점유율이 낮은, 즉 낮은 시장지배력을 보유한 기업과 대규모 기업집단에 소속되지 않은 기업의 경우 경쟁위협이 기업의 위험추구행태를 약화시키는 한계효과가 보다 강하게 관찰되었다. 한편, 지배구조와 상품시장에서의 경쟁 간 상호작용이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 분석한 결과, 좋은 지배구조는 기업의 위험추구행태를 감소시키고 있는 것으로 관찰되었으며, 이러한 효과는 비경쟁적인 상품시장에서만 유효한 것으로 확인되었다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 본 연구와 관련한 기존 문헌을 제시한다. 제III장에서는 자료와 변수의 측정방법 등을 논의하며, 제IV장에서는 실증분석 결과를 제시하고, 제V장에서는 본 연구의 결론 및 시사점을 도출한다.

II. 기존문헌

다수의 기존 연구는 기업의 위험추구행태가 기업의 어떤 내부적 특성 및 외부 환경적 요인에

영향을 받을 수 있는지를 탐색하고 있다. 경영자의 유인과 위험추구행태를 분석한 연구들은 대개 지분구조를 주요 변수로 고려하고 있는데, 지분을 보유하지 않는 경영자는 자신의 신분을 보호받기 위해서 과도한 위험을 추구하길 꺼려하는 것으로 알려져 있다(Amihud and Lev, 1981). 반대로, 일정 수준 이상의 기업 지분을 보유하는 경우 자신의 금전적 이득을 확대하기 위해 위험을 추구하려는 유인이 보다 강화될 것이다. 유사한 맥락에서 Coles, Daniel, and Naveen(2006)의 연구는 경영자의 주식 기반 보상체계의 민감도가 상승할수록 기업의 위험추구행태는 강화될 수 있음을 제시하였다. Faccio et al.(2011)의 연구는 경영자 지분율의 다각화 정도를 주요 변수로 기업의 위험추구행태에의 영향력을 확인하고 있는데, 투자 포트폴리오의 다각화 정도가 큰 주주가 존재하는 기업이 보다 적극적으로 위험을 추구하고 있음을 확인하고 있다.

한편, 국가별 자료를 바탕으로 투자자 보호 수준, 채권자 권리 보호 수준 등 전반적인 규제 수준 및 환경에 초점을 맞추어 기업의 위험추구행태를 확인한 연구들도 존재한다. 앞서 논의된 바와 같이 John et al.(2008)은 투자자 보호 수준이 강화될수록 기업의 위험추구행태가 강화될 것임을 주장하고 있다. 이와 반대로 투자자 보호 수준이 강화될수록 기업의 위험추구행태가 약화될 수 있음을 보여주는 연구들은 대개 적극적인 투자자 보호가 경영자의 과잉투자유인에 근거한 대리인문제 발생 가능성을 감소시킬 수 있음을 제시하고 있다(Burkart et al., 2003). Acharya, Amihud, and Litov(2011)의 연구는 채권자의 권리(creditor rights)와 기업의 위험추구행태 간의 관계를 분석하였다. 이들은 채권자의 권리가 강화될수록 위험추구행태는 감소하는데, 이는 기업의 파산에 기인한 다양한 비용발생 부담으로 인해 채권자의 과소투자 유인이 강화되기 때문이라고 주장하였다.

상품시장에서의 경쟁의 효과를 분석한 연구로 Hart(1983)는 경쟁위험으로 인한 투자위험과 파산비용의 증가가 경영자의 사적효용추구 유인을 규율함에 따라 대리인문제를 해소하는 수단이 될 수 있음을 주장하였다. Griffith(2001)의 연구 역시 상품시장에서 경쟁 수준의 상승이 기업의 효율성과 성장성을 강화시킬 수 있으며, 이는 대리인비용의 감소효과에 기인함을 주장하였다. 더불어 성과에 기인한 교체민감도(management sensitivity to performance)의 증가로 인해 경영자의 과잉투자성향이 완화될 수 있다는 연구도 존재하며(Alchian, 1950; Stigler, 1958), 경쟁적인 상품시장에서 기업은 경쟁우위 확보를 위해 자금조달에 수반하는 자본비용을 감소시킬 유인을 보유할 것이므로 적극적인 위험추구를 꺼려할 것이라는 주장도

존재한다. 이들 연구를 기업의 위험추구행태와 연관하면, 경쟁위협이 경영자의 위험추구성향을 약화시키는 영향력이 있을 것으로 유추할 수 있다. 하지만 이러한 주장과 반대로 지나친 경쟁위협이 경영자의 보상구조에 기인한 편익을 감소시켜 기업경영에 적극적인 노력을 투여할 가능성이 줄어들 수 있음을 지적하는 연구들도 존재한다. Hubbard and Palia(1995), Christie et al.(2003)의 연구는 경쟁적인 상품시장에서는 시장선점을 위한 다양한 전략을 구사함에 있어 빠른 의사결정을 유도해내기 위해 경영자에게 상대적으로 높은 재량권이 부여될 수 있음을 주장하였다. Hermalin(1992), Raith(2003)의 연구는 유인구조 측면에서 경쟁적인 상품시장에서는 낮은 한계수익으로 인해 성과에 비례한 보상이 감소하게 되므로 경영자는 자신의 금전적 보상을 증가시키기 위해서라도 공격적인 투자 포트폴리오 형성을 선호할 수 있음을 제시하였다. 이는 경쟁적인 상품시장에서는 경영자가 노력에 상응하는 편익을 충분히 누리지 못할 것이므로 과잉투자문제를 발생시킬 유인을 보유할 것이라는 논리에도 연관된다(Scharfstein, 1988). 따라서 이들 연구를 바탕으로는 경쟁위협이 오히려 경영자의 위험추구성향을 강화시키는 영향력이 있을 것으로 유추해낼 수 있다(Philippon, 2005). 이렇듯 상품시장에서의 경쟁에 관련한 상반된 효과가 상존하고 있는 가운데, 본 연구는 과연 어떤 가설이 국내 자본시장에서 지지되는가를 저자들이 이해하는 한 최초로 실증분석을 통해 제시한다.

본 연구와 가장 밀접한 연관성을 갖는 해외 연구로 Raith(2003)의 연구는 경쟁위협으로 인해 경영자로 하여금 경영에 수반하는 비용을 감소시키도록 다양한 유인(incentive)이 제공될 수 있음을 제시하고 있다. 이를 바탕으로 경쟁위협의 정도가 경영자 유인의 강화와 기업 위험과의 양(+)의 관계에 있어 일종의 매개체 역할을 할 수 있음을 제시하였다. Boyd and De Nicolo(2005)의 연구는 미국의 은행산업을 중심으로 경쟁위협의 약화가 이윤 증가로 이어져 위험추구행태를 약화시킬 수 있음을 실증적으로 확인하였다.

한편, 상품시장에서의 경쟁의 효과를 중심으로 논의된 국내 연구로 박경서(1999)는 상품시장에서의 경쟁과 소유구조 간의 관계를 이론적 모형을 바탕으로 제시하였는데, 상품시장이 경쟁적일수록 기업의 외형적인 확장보다는 경영성과의 중요도가 높아짐에 따라 경영자의 지분율은 상승하는 반면, 실질적 지배력은 감소할 수 있음을 확인하고 있다. 류두원, 류두진, 황준호(2015)의 연구는 상품시장에서의 경쟁에 영향을 미치는 외생적 충격으로 한미 FTA를 통한 관세변화를 고려하여 관세가 유지된 기업에 비해 관세철폐 또는 하향 변경한 기업의 주식수익률이 유의하게 낮아짐을 확인하고 있다. 본 연구는 이들 연구와 달리 여타 재무적

의사결정과 직·간접적으로 연관되는 기업의 위험추구행태에 초점을 맞춘다는 차별성을 갖는다.

기업의 위험추구행태와 관련한 국내 연구로 이상우(1999)의 연구는 경영자 지분율과 위험추구행태의 관계를 확인하고 있다. 동 연구는 지분율이 상승할수록 잠재적인 기업의 파산 위험에 대한 민감도가 증가함에 따라 경영자가 위험회피적 성향이 강화되는 경향을 보일 수 있음을 이론적, 실증적으로 제시하고 있다. 국찬표, 강윤식(2010)은 지배구조 관련 조항 채택여부로 평가된 투자자 보호 수준과 성장기회가 기업의 위험추구행태에 어떤 영향을 미치는가를 확인하였는데, 성장기회가 높은 기업의 경우 투자자 보호 수준과 위험추구행태 간 양(+)의 관계가 성립하지만, 낮은 기업의 경우 양자 간 유의한 관계가 성립하지 않음을 확인하고 있다. 이처럼 기존 국내 연구는 대부분 기업의 내부 경영통제장치가 위험추구행태에 미치는 영향력에 초점을 맞춘 반면, 본 연구는 외부 환경적 요인으로서 상품시장에서의 경쟁 수준에 주목한다.

Ⅲ. 자료 및 변수

1. 자료

본 연구의 표본은 1999년부터 2013년까지 한국거래소 유가증권시장 상장기업을 대상으로 한다. 이중 자본잠식기업을 제외하고, 기업의 재무 및 회계 자료가 접근이 가능한 8,938개 기업-연도(firm-year) 자료를 최종연구표본으로 설정하였다. 기업의 재무 및 회계 자료는 한국상장회사협의회 데이터베이스인 TS-2000에서 추출하였으며, 주식수익률 및 소유구조 자료는 FN-Guide의 자료를 활용하였다. 실증분석에 있어 상품시장에서의 경쟁 수준을 측정하기 위한 외부감사법인의 회계 자료 역시 한국상장회사협의회 데이터베이스인 TS-2000에서 추출하였다. 한편, 논문의 후반부에서 기업지배구조와 상품시장에서의 경쟁 간 상호효과를 확인함에 있어 기업지배구조의 대용치는 한국기업지배구조원의 기업별 지배구조 평가결과¹⁾를 활용하였다. 동 지배구조 평가는 국내 주식시장 내 상장기업을 대상으로 매년 수행되어 지수의

1) 동 지표에 관련한 보다 자세한 내용은 Byun, Lee, and Park(2012)의 연구를 참조.

형태로 공표되고 있다. 동 지수는 주주 권리의 보호, 이사회 구조 및 운영, 공시수준, 감사제도와 배당성향 5개 항목으로 구성되어 포괄적이고 엄격하게 평가되고 있다. 대규모 기업집단(재벌)에 대한 자료는 공정거래위원회의 기업집단포탈에서 추출하였다.

2. 변수의 측정

2.1 기업의 위험추구행태

기업경영에 있어 높은 위험추구행태는 기업으로 유입된 현금흐름(cash flow)의 변동성으로 측정이 가능하다(John et al., 2008). 이러한 점에 착안하여 기업의 위험추구행태를 밝혀내고자 시도한 대부분의 연구는 수익의 변동성을 위험추구행태의 대용치로 활용하고 있다. 따라서 본 연구 역시 기존 연구의 정의에 따라 최근 5년 간 총자산 대비 영업이익의 표준편차(Risk1) 또는 최근 3년 간 총자산 대비 영업이익의 표준편차(Risk2)를 기업의 영업활동에 기인한 위험추구행태의 대용치로 활용한다. 영업이익은 기업의 다양한 비영업 투자활동 등에 관련한 정보를 포함하지 않기 때문에 본 연구는 이를 고려하여 최근 5년 간 총자산 대비 당기순이익의 표준편차(Risk3) 또는 최근 3년 간 총자산 대비 당기순이익의 표준편차(Risk4)를 추가적인 대용치로 활용하여 강건성 있는 결과를 도출한다. 한편, 기업의 재무제표에 근거한 현금흐름 유입, 즉, 수익성의 변동성을 측정하는 이상의 대용치들은 추정기간을 넘어서 미래 발생 가능한 위험 혹은 재무제표에서는 관찰할 수 없는 요인들에 대한 고려가 충분히 이루어지지 못할 가능성이 있다. 더불어 동 지표들은 위험추구에 관련한 경영의사결정을 즉각적으로 반영하지 못할 가능성이 존재한다. 일반적으로 효율적 시장가설 하에 기업의 경영의사결정에 관련한 대부분의 정보는 주식가격에 반영되는 것으로 알려져 있다. 따라서 기업의 위험추구에 관련한 경영의사결정이 이루어지는 경우 이는 주식수익률에 반영될 것으로 예상할 수 있다. 본 연구는 추가적인 대용치로서 최근 1년 간 일별 주식수익률의 표준편차(Ret_vol1) 또는 최근 3년 간 월별 주식수익률의 표준편차(Ret_vol2)를 활용한다(Coles et al., 2006).

한편, 실증분석을 수행함에 있어 기업의 위험추구행태의 대용치가 특정 기간 내 현금흐름 내지는 주식수익률의 표준편차로 측정되기 때문에 변수 간 시차를 설정하는 방식이 매우 중요하다. 가령, 특정 독립변수가 위험추구행태의 대용치인 최근 5년 간 총자산 대비 영업이익의 표준편차에 영향을 미친다는 것을 가정할 때, 전자는 특정연도(t)를 기준으로 설정해야 하며,

후자는 특정연도 이후 기간($t, t+1, t+2, t+3, t+4$)을 바탕으로 설정해야만 현실적인 분석이 가능할 것이다. 즉, 추정기간 간 시차를 설정에 있어 특정연도를 기준으로 시차를 명확히 설정해야만 두 지표 간 영향력을 보다 엄밀히 확인할 수 있을 것이다. 따라서 본 연구에서 기업의 위험추구행태의 대응치는 특정연도 이후의 추정기간 동안의 수익성 내지는 주식수익률의 표준편차를 의미한다.

2.2 상품시장에서의 경쟁

본 연구는 상품시장에서의 경쟁에 대한 다양한 대응치를 활용하여 분석결과의 강건성을 확대한다. 다양한 대응치들의 의미와 측정방식을 논하기에 앞서, 먼저, 본 연구는 동 지표들을 산출함에 있어 연구표본인 한국거래소 유가증권시장 상장기업 뿐만 아니라 코스닥 상장기업 및 외부감사법인의 자료를 추가적으로 활용하였다는 점을 밝힌다. 기존 연구는 대개 상장기업 표본에 국한하여 상품시장에서의 경쟁 지표를 추정하고 있는데, 국내와 같이 자본시장 발전이 수준이 상대적으로 낮아 다수의 비상장기업이 존재하는 현실 하에서는 이러한 방식이 적절하지 않다. 가령, 특정 산업 내 다수의 비상장기업이 존재할 경우 상장기업에 국한하여 측정된 상품시장에서의 경쟁 지표는 현실을 호도할 가능성이 높으며, 실제로 높은 시장지배력을 보유한 산업 내 기업이 비상장된 경우를 심심치 않게 발견할 수 있다. 그러므로 가급적 각 산업 내 모든 기업의 자료를 활용하여 상품시장에서의 경쟁 지표를 산출하는 것이 필요하며, 이에 착안하여 본 연구는 자료의 접근 가능성을 전제로 특정 산업 내 한국거래소 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업, 외부감사법인의 재무제표 자료를 활용하여 다양한 대응치를 산출한다. 외부감사법인은 직전연도 총 자산 100억 원 이상을 기준으로 지정되고 있기 때문에, 본 연구는 사실상 시장구조에 유의한 영향력 행사가 가능한 기업을 모두 포함시킨다는 의미를 가질 수 있을 것이다. 이러한 설정을 통해 본 연구결과의 현실성을 보다 강화할 수 있을 것으로 판단된다.

상품시장에서의 경쟁의 대응치로 기존 산업조직론(industrial organization)과 기업재무 분야에서 경쟁위험의 대응치로 흔히 사용되고 있는 HHI(Herfindahl-Hirschman Index)를 활용한다(Giroud and Mueller, 2011). 동 지표는 미국 뿐만 아니라 국내에서도 시장구조를 비교적 직관적이며, 쉽게 계측하기 위한 방식으로 널리 사용되고 있어 이론적으로나 실무적으로 활용 가치가 높다고 할 수 있다. HHI는 산업 내 기업의 매출액 기준 시장점유율을 제공한

값을 모두 더한 값으로 산출되며, 비경쟁적인 상품시장은 시장점유율이 특정 기업에 집중되어 있음을 의미하기 때문에 상대적으로 높은 값을 가지며, 경쟁적인 상품시장에서는 시장점유율이 다수의 기업에 의해 넓게 분포되기 때문에 상대적으로 낮은 값을 갖는다. 한편, 동 지표의 산출을 위한 산업분류가 필요한데, 본 연구는 한국표준산업분류(Korea Standard Industry Code) 3자리(3-digit)를 기준으로 개별 기업의 각 산업으로 분류한다. 이를 바탕으로 본 연구는 총 265개 산업으로 표본을 분리하였으며, 실제로 분석에 활용된 한국거래소 유가증권 시장 상장기업이 포함된 산업의 숫자는 122개이다.²⁾

추가적으로 본 연구결과의 강건성 확보 차원에서 CR_4 (Concentration Ratio)와 시장 진입비용(entry cost)을 상품시장에서의 경쟁 수준에 대한 대용치로 활용한다. CR_4 는 산업 내 매출액 기준 시장점유율의 상위 4개 기업의 합계로 산출된다. 동 지표는 산업 내 기업 간 시장점유율의 편차가 큰 경우 상위 시장점유율을 보유한 기업 간 경쟁은 치열한 반면 하위 시장점유율을 보유한 기업은 사실상 경쟁에서 배제될 것이므로, 이러한 현실을 보다 명확히 분석에 반영하기 위해서 추가적으로 활용된다. CR_4 값이 크다는 것은 HHI와 마찬가지로 비경쟁적인 상품시장임을 의미하며, 작다는 것은 상대적으로 경쟁적인 상품시장임을 의미한다. 다음으로 시장 진입비용은 상품시장에서의 경쟁 수준이 내생적으로 결정됨을 가정하고 있는데(Karuna, 2007), 시장점유율 기반의 상품시장에서의 경쟁 대용치의 한계는 잠재적으로 진입이 가능한 국내·외 기업으로부터의 경쟁위협 가능성을 충분히 고려하지 못하는 점에 있다. 반면, 진입비용은 특정 산업에서 영업활동을 시작하는데 수반하는 평균적인 수준의 비용지출액을 의미하므로 국내·외 기업의 진입 가능성을 전제로 발생이 가능한 시장구조의 변화를 어느 정도 반영할 수 있을 것이다. 진입비용은 산업 내 기업들의 유형고정자산을 시장점유율 기준으로 가중 평균한 값에 자연로그를 취한 값(Entry)으로 산출된다. 진입비용이 높은 산업의 경우 진입장벽이 높아짐에 따라서 자연히 비경쟁적인 상품시장의 구조를 가질 것이고, 반대로 낮은 산업의 경우 진입장벽이 상대적으로 낮아져 경쟁적인 상품시장의 구조를 가질 것으로 예상된다. 앞서 언급한 바와 같이 진입비용은 산업 내 기업들의 행동에 따라 내생적으로 결정되는 특성을 갖기 때문에 국내·외 기업의 상품시장 진입 가능성이 사전적으로 고려된다는 장점을 가질 수 있을 것이다.

2) HHI 산출을 위해 각 산업분류(265개)에 포함된 기업의 수(유가증권시장 상장기업, 코스닥시장 상장기업, 외부감사법인)의 평균값과 중간값은 각각 약 57.33개와 약 16.33개로 나타났다. 보다 구체적으로 평균 기업 수가 5개 이상인 산업은 178개로 나타났으며, 10개 이상인 산업은 152개로 관찰되었다.

2.3 통제변수 및 기타변수

기업의 규모효과를 통제하기 위해 총자산에 자연로그를 취한 값(Size)을 모형에 포함한다. 자본구조는 파산위험과 직접적으로 연관되어 기업의 위험추구행태에 영향을 미칠 수 있다. 더불어 대리인론 측면에서 부채비율의 상승은 과소투자유인을 강화시키는 효과가 있는 것으로도 알려져 있다. 따라서 본 연구는 총자산 대비 총부채(Leverage)를 실증분석 모형에 포함한다. 기업의 수익성 수준은 현금흐름 창출력과 연관되어 위험추구행태에 직·간접적으로 연관될 수 있으므로, 본 연구는 총자산 대비 당기순이익(ROA)을 통제변수로 고려한다. 기업의 수명주기는 다양한 경영의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 가령, 낮은 업력을 갖는 기업의 경우 보다 적극적으로 위험을 추구할 것이며, 반대로 높은 업력을 갖는 기업의 경우 안정적인 수익성을 유지하기 위해 위험을 회피할 가능성이 높다. 따라서 기업업력(현재 사업연도-설립연도+1)에 자연로그를 취한 값(Age)을 모형에 포함한다. 자본시장에서의 낮은 기업가치를 부여받는 기업의 경우 보다 적극적인 위험추구를 통해 자신들의 가치를 신호할 유인을 보유하고 있으므로 예상할 수 있다. 따라서 이러한 효과를 통제하기 위해 자기자본의 시장가치(보통주 주식수×연말 종가)를 장부가치(우선주 자본금 차감)로 나눈 값(M/B)을 모형에 추가한다. 기업은 성장기회(growth opportunity)에 따라 위험추구행태를 변화시킬 수 있다. 따라서 본 연구는 성장성의 대용치로서 자본적 지출(capital expenditure)을 총자산으로 나눈 값(Invest)을 모형에 포함한다. 일반적으로 대리인문제는 경영자가 유용할 수 있는 현금흐름의 크기에 비례하며, 이는 사적효용추구의 주요 원천이라 할 수 있다. 자연히 과잉투자유인에 근거한 과도한 위험추구행태는 기업의 잉여현금흐름 수준에 영향을 받을 수 있다. 따라서 본 연구는 기업의 잉여현금흐름 크기의 대용치로 총자산 대비 영업활동에서의 현금흐름(FCF)을 통제변수로 고려한다. 앞서 제시한 바와 같이 기존 연구는 경영자의 유인구조에 따라 위험추구행태가 달라질 수 있음을 지적하고 있다. 하지만 잘 알려진 바와 같이 국내 자본시장은 집중된 소유구조를 바탕으로 대부분의 기업에서 지배주주가 존재하고 있다. 이들 지배주주는 사실상 경영자를 뛰어넘는 통제권을 행사하고 있어 대리인문제 발생의 보다 근본적인 유인을 보유하고 있다고 받아들일 수 있다(Shleifer and Vishny, 1997). 따라서 기존 연구가 제기한 바와 같이 경영자의 유인구조 내지는 보상구조와 위험추구행태 간의 관계를 고려하는 것보다는 소유구조를 바탕으로 한 지배주주의 금전적 보상이나 사적효용추구 유인을 통제하는 것이 보다 설득력 있게 받아들여진다. 그러므로 본 연구는 이러한 지배주주의 유인구조를 사전에

통제하기 위해 이들의 본인 직접 지분율과 특수관계인 지분율의 합계(Block)를 통제변수로 포함한다.

한편, 본 연구는 시장지배력의 크기에 따라 상품시장에서의 경쟁이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력이 달라질 수 있음을 확인한다. 이를 위해 시장지배력의 크기에 따라 표본을 분리하여 각 표본에서 상품시장에서의 경쟁 지표의 통계적 유의성과 경제적 의미를 파악한다. 본 연구는 특정 산업 내 기업의 시장점유율(Share)을 기준으로 상위 1개 사업자를 지배적(dominant) 사업자(Domi)로 분류하고, 여타 기업을 비지배적 사업자로 분류한다. 한편, 지배적 사업자를 기준으로 표본을 분리하는 경우에는 사실상 상위 몇 개 기업의 시장점유율의 차이가 크지 않은 경우 시장지배력의 차이를 명확히 반영하여 표본을 구분하기 힘든 구조를 갖는다.

〈표 1〉 변수의 정의

변수명	정의
Risk1	최근(t, t+1, t+2, t+3, t+4) 5년간 영업이익의 대비 총자산의 표준편차
Risk2	최근(t, t+1, t+2) 3년간 영업이익의 대비 총자산의 표준편차
Risk3	최근(t, t+1, t+2, t+3, t+4) 5년간 당기순이익의 대비 총자산의 표준편차
Risk4	최근(t, t+1, t+2) 3년간 당기순이익의 대비 총자산의 표준편차
Ret_vol1	최근(t+1) 1년간 일별 주식수익률의 표준편차
Ret_vol2	최근(t+1, t+2, t+3) 3년간 월별 주식수익률의 표준편차
HHI	한국표준산업분류 3자리를 바탕으로 구분된 산업 내 각 기업의 매출액 기준 시장점유율의 제곱을 더한 값(t)
CR ₄	산업 내 매출액 기준 시장점유율 상위 4개 기업의 시장점유율을 더한 값(t)
Entry	산업 내 기업의 유형고정자산을 시장점유율 기준으로 가중 평균한 값에 자연로그를 취한 값(t)
Size	총자산에 자연로그를 취한 값(t)
Leverage	총부채/총자산(t)
ROA	당기순이익의 대비 총자산(t)
Age	기업연령(=현재 사업연도-설립연도+1)에 자연로그를 취한값(t)
M/B	자기자본의 시장가치(보통주주식수×연말 종가)/자기자본의 장부가치(우선주 자본금 차감)(t)
Invest	자본적 지출/총자산(t)
FCF	영업활동에서의 현금흐름/총자산(t)
Block	최대주주 및 특수관계인 지분율 합계(t)
G-index	한국기업지배구조원의 기업별 지배구조 평가결과를 1점 만점으로 환산한 값(t)
Share	매출액 기준 시장점유율(t)
Domi	산업 내 시장점유율이 1위인 기업은 1의 값을 가지며, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수(t)
Chae	공정거래위원회가 공시한 대규모 기업집단 소속기업은 1의 값을 가지며, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수(t)
Year effect	연도더미변수
Industry effect	한국표준산업분류 1자리를 기준으로 설정된 산업더미변수

따라서 본 연구는 추가적으로 시장점유율의 중위수를 기준으로 전체 표본을 2개로 분리하여 동일한 분석을 수행한다. 더불어 본 연구는 대규모 기업집단(재벌) 소속기업 여부에 따라 주요 연구가설의 차이가 발생하는지를 확인함으로써 연구결과의 구체성과 현실성을 보다 강화한다. 이를 위해 매년 공정거래위원회가 발표하는 대규모 기업집단 소속 여부(Chae)를 기준으로 전체 표본을 나누어 각 표본에서 상품시장에서의 경쟁 지표의 통계적 유의성과 경제적 의미를 제시한다.

본 연구의 후반부에서는 지배구조가 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력이 상품시장에서의 경쟁위협에 의해 대체될 수 있는지를 확인한다. 지배구조의 대응치로 한국기업지배구조원의 기업별 지배구조 평가결과를 1점 만점으로 환산한 지수(G-index)를 활용한다. 지배구조와 상품시장에서의 경쟁 수준 간 상호관계를 확인하기 위해, 본 연구는 상품시장에서의 경쟁 수준 지표(HHI)의 중위수를 기준으로 이를 초과하는 경우(less competitive markets)와 이하인 경우(more competitive markets)를 기준으로 전체 표본을 2개로 분리하여, 각 표본에서 지배구조가 기업의 위험추구행태에 미치는 통계적 유의성과 한계효과(marginal effect)가 어떻게 달라질 수 있는가를 확인한다.

IV. 실증분석 결과

1. 기초통계량, 상관관계와 차이값 검증

〈표 2〉는 실증분석에 사용될 변수의 기초통계량과 주요 변수 간 상관관계를 보여주고 있다. Panel A는 기초통계량을 보여주고 있는데, 기업의 위험추구행태의 대응치로 최근 5년간 총자산 대비 영업이익의 표준편차(Risk1)의 표본 평균은 약 0.0380으로 관찰되었으며, 최근 3년 간 총자산 대비 영업이익의 표준편차(Risk2)의 표본 평균은 약 0.0322로 나타났다. 최근 5년 또는 3년 간 총자산 대비 당기순이익의 표준편차(Risk3, Risk4)의 표본 평균은 각각 약 0.0605와 약 0.0510으로 관찰되었다. 효율적 시장가설 하에 주식수익률을 기반으로 한 기업의 위험추구행태의 대응치로 최근 1년 간 일별 주식수익률의 표준편차(Ret_vol1)의 표본평균은 약 0.5073으로 관찰되었으며, 최근 3년 간 월별 주식수익률의 표준편차

〈표 2〉 기초통계량과 상관관계

이 표는 본 연구의 실증분석에 활용될 변수의 기초통계량과 주요 변수 간 상관관계를 보여준다. Panel A는 기초통계량을 나타내며, Panel B는 주요 변수 간 상관관계를 나타낸다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉에서 제시된 바와 같다. 굵은 글씨로 표시된 수치는 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

Panel A: 기초통계량

변수명	관측치	평균	중위수	표준편차	최대값	최소값
Risk1	5,826	0.0380	0.0265	0.0565	1.6167	0.0007
Risk2	7,356	0.0322	0.0200	0.0567	1.6834	0.0001
Risk3	5,826	0.0605	0.0296	0.1862	6.2092	0.0010
Risk4	7,356	0.0510	0.0226	0.1547	7.3687	0.0001
Ret_vol1	8,069	0.5073	0.4676	0.2034	1.8331	0.0969
Ret_vol2	6,504	0.4920	0.4586	0.2037	3.6603	0.0459
HHI	8,876	0.1179	0.0691	0.1347	1.0000	0.0054
CR _t	8,876	0.4684	0.4395	0.2041	1.0000	0.0846
Entry	8,876	12.7331	12.6817	1.7864	17.8620	4.7791
Size	8,938	19.7518	19.4300	1.6379	26.1117	15.8077
Leverage	8,938	0.4798	0.4761	0.2187	0.9990	0.0005
ROA	8,938	0.0249	0.0302	0.0963	0.9731	-0.9480
Age	8,938	3.4087	3.5835	0.7362	4.7622	0.0000
M/B	8,938	1.0251	0.7134	1.0450	9.8082	0.0111
Invest	8,938	0.0430	0.0253	0.0545	0.9279	0.0000
FCF	8,938	0.0472	0.0466	0.0909	0.5489	-0.9750
Block	8,857	0.4096	0.4046	0.1732	1.0000	0.0048
G-index	6,434	0.3867	0.3700	0.0910	0.8667	0.1833
Share	8,938	0.0600	0.0137	0.1282	1.0000	0.0000
Domi	8,938	0.0977	0.0000	0.2969	1.0000	0.0000
Chae	8,938	0.2484	0.0000	0.4321	1.0000	0.0000

Panel B: 상관관계

변수명	Risk1	Risk2	HHI	Size	Leverage	
Risk2	0.6796					
HHI	0.0539	0.0427				
Size	-0.1338	-0.1232	0.2068			
Leverage	0.0228	0.0290	-0.0022	0.2726		
ROA	-0.1421	-0.1386	0.0198	0.1326	-0.2786	
Age	-0.0209	-0.0255	-0.0229	0.0260	0.0620	
M/B	0.0683	0.0785	0.0263	0.0760	0.0968	
Invest	0.0032	0.0168	0.0526	0.0214	-0.1333	
FCF	-0.0999	-0.1199	0.0408	0.0785	-0.1788	
Block	-0.0772	-0.0770	0.0145	-0.0693	-0.1561	
G-index	-0.1028	-0.0814	0.1770	0.6434	0.1066	
변수명	ROA	Age	M/B	Invest	FCF	Block
Age	-0.0657					
M/B	-0.0202	-0.1264				
Invest	0.1079	-0.0289	0.1112			
FCF	0.4066	-0.0536	0.0430	0.1837		
Block	0.1398	-0.0628	-0.1204	0.0562	0.0509	
G-index	0.1827	-0.0755	0.1335	-0.0168	0.1360	-0.2372

(Ret_vol2)의 표본 평균은 0.4920이다. 상품시장에서의 경쟁 위협의 대응치로 HHI의 표본 평균은 0.1179로 나타났으며, 상위 4개 기업의 시장점유율 합계로 계산된 CR₄의 표본 평균은 0.4684로 관찰되었다. 특정 상품시장으로의 진입비용의 표본 평균은 약 12.7331이다.

통제변수로 총자산에 자연로그를 취한 값인 기업규모의 표본 평균은 약 19.7518로 관찰되었으며, 부채비율의 표본 평균은 약 0.4798로 나타났다. 수익성의 대응치인 ROA의 표본 평균은 약 2.49%로 관찰되었으며, 기업업력에 자연로그를 취한 값의 표본 평균은 약 3.4087로 관찰되었다. 기업가치의 대응치인 M/B ratio의 표본 평균은 약 1.0251로 관찰되었으며, 표본 기업의 투자지출의 평균은 약 4.30%로 관찰되었다. 대리인문제의 근본적 원인인 잉여현금흐름 수준의 표본 평균은 약 0.0472로 나타났으며, 지배주주 지분율의 표본 평균은 약 40.96%로 국내 자본시장이 집중된 소유구조의 특성을 가지고 있음을 다시금 확인시켜준다. 한국기업 지배구조원의 기업별 지배구조 평가결과를 1점 만점으로 환산한 수치인 지배구조원의 표본 평균은 약 0.3867점으로 나타나 여전히 국내 상장기업의 내부 지배구조가 개선될 부분이 많음을 상기시켜준다. 시장점유율의 평균은 약 6.00%로 나타났다. 연구표본의 약 9.77%는 가장 많은 시장점유율을 보유한 지배적 사업자인 것으로 관찰되었으며, 약 24.84%는 대규모 기업집단(재벌) 소속 기업인 것으로 나타났다. 이는 국내 상장기업에서 재벌이 차지하는 비중과 영향력이 상당한 수준임을 의미한다.

Panel B는 주요 변수 간 상관관계를 제시하고 있다. 기업의 위험추구행태의 대응치(Risk1, Risk2)와 상품시장에서의 경쟁 수준(HHI) 간에는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 HHI가 높은, 즉, 비경쟁적인 상품시장 내 기업이 보다 적극적으로 위협을 추구하고 있음을 보여주고 있다. 다만, 이러한 결과에서 기업의 위험추구행태에 영향을 미칠 수 있는 다양한 변수의 효과에 대한 고려가 이루어지지 못하였으므로 보다 면밀한 분석은 추후 회귀분석을 통해 제시한다. 한편, 지배주주 지분율(Block)과 위험추구행태 간 상관관계는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 일반적으로 과잉투자유인을 바탕으로 다양한 계열기업을 거느리길 선호하는 지배주주가 자신의 직접 지분율 확보로 인해 여타 소액주주와의 이해가 일치되는 경우 적극적인 위험추구보다는 보수적인 투자 포트폴리오를 형성하기를 선호함을 의미한다. 기업의 내부 지배구조 수준의 대응치로 한국기업지배구조원의 기업별 지배구조 평가결과를 1점 만점으로 환산한 지수와 위험추구행태 간 상관관계는 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다.

〈표 3〉은 상품시장에서의 경쟁 수준에 따른 기업의 위험추구행태의 차이를 검증한 결과이다. Panel A는 상품시장에서의 경쟁 수준의 대용치(HHI)를 기준으로 전체 표본을 3분위 수에 따라 나누어 각 그룹에서 위험추구행태의 대용치의 평균값을 계산하였다. 첫 번째 줄은 그룹을 구분함에 있어 활용된 HHI의 평균의 차이값을 제시하고 있는데, 가장 경쟁적인 상품시장의 HHI의 평균은 약 0.0301로 관찰되었으며, 가장 비경쟁적인 상품시장의 HHI의 평균은 약 0.2484로 관찰되어 충분한 차이를 반영하고 있음을 확인할 수 있었다. 한편, 양자 간 차이는 1% 수준에서 유의미한 것으로 나타났다. 두 번째 줄은 분리된 각 그룹에서 기업의 위험추구행태의 대용치(Risk1) 간 평균값의 차이를 검증한 결과인데, 경쟁적인 상품시장에서의 평균은 약 0.0372로 나타났으며, 비경쟁적인 상품시장에서의 평균은 약 0.0411로 관찰되었다. 양자 간 차이는 10% 수준에서 통계적으로 유의미한 값을 보인다. 이러한 결과는 추가적으로 기업의 위험추구행태의 대용치(Risk2)를 활용한 경우에도 유사하게 관찰되었다.

〈표 3〉 차이값 검증

이 표는 상품시장에서의 경쟁 수준에 따른 기업의 위험추구 수준의 차이값을 검증한 결과이다. Panel A, B는 연도별 HHI에 따라 전체 표본을 3분위 수 또는 5분위 수로 나누어 상대적으로 경쟁적인 시장(More competitive)과 비경쟁적인 시장(Less competitive) 간의 위험추구 수준(Risk1, Risk2) 차이를 검증한 결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉에 제시된 바와 같다. 괄호안의 값은 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

Panel A: 3분위 수

구 분	More competitive (1)	(2)	Less competitive (3)	차이 (t-test) (3)-(1)
HHI	[N = 2,951] 0.0301	[N = 2,987] 0.0764	[N = 2,938] 0.2484	0.2183*** (71.00)
Risk1	[N = 1,959] 0.0372	[N = 1,908] 0.0357	[N = 1,930] 0.0411	0.0038* (1.84)
Risk2	[N = 2,438] 0.0311	[N = 2,457] 0.0312	[N = 2,418] 0.0343	0.0032* (1.79)

Panel B: 5분위 수

구 분	More competitive(1)	(2)	(3)	(4)	Less competitive (5)	차이 (t-test) (5)-(1)
HHI	[N = 1,728] 0.0214	[N = 1,844] 0.0462	[N = 1,773] 0.0733	[N = 1,780] 0.1310	[N = 1,751] 0.3206	0.2991*** (68.67)
Risk1	[N = 1,144] 0.0372	[N = 1,207] 0.0385	[N = 1,138] 0.0349	[N = 1,162] 0.0357	[N = 1,146] 0.0437	0.0065** (2.35)
Risk2	[N = 1,435] 0.0315	[N = 1,519] 0.0318	[N = 1,444] 0.0312	[N = 1,467] 0.0286	[N = 1,448] 0.0381	0.0066*** (2.65)

Panel B는 상품시장에서의 경쟁 수준 간 차이를 보다 극명하고, 명확하게 반영하기 위해 전체 표본을 HHI의 5분위 수에 따라 구분하여, 분리된 표본 간 기업의 위험추구행태의 대응치의 평균의 차이를 검증한 결과이다. 첫 번째 줄의 가장 경쟁적인 상품시장과 가장 비경쟁적인 상품시장 간 HHI의 차이는 Panel A의 3분위 수를 활용한 경우에 비해 더 크게 관찰되었다. 한편, 기업의 위험추구행태의 대응치로 최근 5년 간 총자산 대비 영업이익의 표준편차(Risk1)의 평균은 가장 경쟁적인 상품시장에서는 약 0.0372로 관찰되었으며, 가장 비경쟁적인 상품시장에서는 약 0.0437로 나타났다. 양자 간 차이는 5% 수준에서 통계적으로 유의적인 것으로 관찰되었다. 한편, 추가적으로 최근 3년 간 총자산 대비 영업이익의 표준편차(Risk2)의 경쟁위험 수준에 따른 차이는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 값을 가진다.

이상의 결과를 정리하면, 전반적으로 비경쟁적인 상품시장에 포함된 기업이 경쟁적인 상품시장에 포함된 기업에 비해 보다 적극적으로 위험을 추구하고 있음을 알 수 있다. 즉, 경쟁위험이 기업의 적극적인 위험추구유인을 경감시키고 있는 것으로 해석이 가능하다. 이는 경쟁위험에 기인한 투자위험 및 파산비용의 상승으로 인해 경영자 혹은 지배주주가 적극적인 위험추구를 꺼려하기 때문인 것으로 판단된다. 더불어 자본비용을 감소시키기 위한 전략의 일환으로 지나친 위험추구행위를 자제하고 있기 때문으로도 해석될 수 있다.

2. 회귀분석

본 연구는 생략변수의 편의를 사전에 차단하기 위해 다양한 기업특성을 통제변수로 고려한 OLS 방식의 회귀분석을 실시하며, 분석에 활용될 실증분석모형은 아래와 같다.

$$\begin{aligned}
 Risk_{it} = & \beta_1 + \beta_2 HHI_{it} \text{ (or } CR_{4it}, Entry_{it}) + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Leve_{it} \\
 & + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 M/B \text{ ratio}_{it} + \beta_8 Invest_{it} + \beta_9 FCF_{it} \\
 & + \beta_{10} Block_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

상품시장에서의 경쟁(HHI, CR₄, Entry)이 기업의 위험추구행태(Risk1, Risk2, Risk3, Risk4, Ret_vol1, Ret_vol2)에 미치는 영향력을 확인하기 위해 다양한 대응치를 활용하여 강건성을 확인한다. 본 연구의 상품시장에서의 경쟁 대응치는 높은 값을 가질수록 비경쟁적인 상품시장임을 의미하므로, 동 변수들의 추정계수가 유의적인 양(+)의 값을 가질 경우 비경쟁적인

상품시장에서 기업의 위험추구행태가 강화되고 있음을 의미한다. 반대로 유의적인 음(-)의 값을 가질 경우 경쟁적인 상품시장에서 기업의 위험추구행태가 강화되고 있는 것으로 해석이 가능할 것이다. 추가적으로 본 연구는 산업특성을 통제하기 위해 산업더미변수³⁾(Industry effect)를 모형에 포함한다. 더불어 시계열적 시장여건의 변화를 통제하기 위해 연도더미변수 (Year effect)도 모형에 포함한다. 패널자료를 바탕으로 한 OLS 방식의 추정결과는 모든 관측치에 대한 잔차항의 분산이 동일하지 않을 때, 발생 가능한 이분산성으로 비효율적일 가능성이 내재한다. 따라서 본 연구는 이러한 문제점을 사전에 완화시키기 위해 Hetero-scedasticity-consistent standard error를 통해 추정계수의 유의성을 검증한다.

〈표 4〉는 여타 기업특성을 통제한 상태에서 상품시장에서의 경쟁 수준이 기업의 위험추구 행태에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 모형 (1)은 기업의 위험추구행태의 대응치로 최근 5년 간 총자산 대비 영업이익의 표준편차(Risk1)를 활용한 결과인데, HHI의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 모형 (2)는 최근 3년 간 총자산 대비 영업이익의 표준편차(Risk2)를 기업의 위험추구행태의 대응치로 활용한 결과인데, 앞선 결과와 동일하게 HHI의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 모형 (3)과 모형 (4)는 금융/보험업을 표본에서 제외하여 추정한 결과인데, 역시 동일한 결과가 관찰되었다. 이러한 결과는 HHI가 증가할수록 기업의 위험추구 행태가 증가하고 있음을 의미한다. HHI가 높은 산업은 비경쟁적인 상품시장을 의미하므로, 전반적으로 비경쟁적인 상품시장에 속한 기업이 보다 적극적으로 위험을 추구하고 있는 반면, 경쟁적인 상품시장에서는 기업의 위험추구행태가 다소 감소하고 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 경쟁위험으로 인해 투자위험 및 파산비용이 높은 상황 하에서 경영자 내지는 지배주주가 적극적인 위험을 추구하기보다는 상대적으로 보수적인 자산 포트폴리오를 구성하고 있는 것으로 해석이 가능하다. 대리인이론 측면에서 상품시장에서의 경쟁 위협이 일종의 경영통제 장치로 고려될 수 있음을 의미하기도 한다.⁴⁾ 이와 반대되는 가설로 경쟁적인 상품시장에서

3) 상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치의 경우 시계열적으로 크게 변화하지 않는 특성으로 인해 산업더미변수와 다중공선성 문제가 발생할 가능성이 존재한다. 따라서 동 변수의 형성에 있어 상품시장에서의 경쟁 수준의 측정시 활용된 한국표준산업분류 3자리가 아닌 1자리를 활용한다.

4) 본 연구는 기존 연구에서 활용된 바 있는 기업의 위험추구행태의 대응치를 주요 변수로 활용하였지만, 이는 기업으로 유입된 현금흐름 내지는 주식가격의 변동성을 기초로 측정되기 때문에 경영자 또는 지배주주의 위험추구행태와 관련한 대리인문제를 명확히 대리하는데 있어 한계를 갖는다. 뿐만 아니라 비경쟁적인 상품시장에서 충분한 사적이익을 향유하는 경우 오히려 위험을 적극적으로 추구하기 보다는 소극적인 투자 포트폴리오를 형성할 가능성이 존재하며, 과소투자문제 역시 대리인문제로 간주될 수 있다. 이러한 점을 고려할 때, 상품시장에서의 경쟁이 일종의 외부 경영통제장치로 간주될 수 있다는 해석에 주의를 요한다.

낮은 한계수익으로 인해 경영자 또는 지배주주가 금전적 이익을 확대하기 위해 적극적인 위험을 추구할 수 있다는 주장은 국내 자본시장에서 지지되지 않는다는 것을 알 수 있다. 이는 국내 자본시장이 집중된 소유구조를 갖는 특성상 지배주주가 직접 지분 뿐만 아니라 간접 지분을 통해서도 기업에 통제권을 행사할 수 있기 때문에 반드시 금전적 이익만을 고려하는 것이 아니라 사적효용을 확대하기 위해서 기업의 위험추구행태를 변화시킬 수 있기 때문으로 해석이 가능하다.

〈표 4〉 회귀분석

이 표는 상품시장에서의 경쟁 수준이 기업의 위험추구 수준에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉에 제시된 바와 같다. 괄호안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식으로 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

구 분	Total sample		금융/보험업 제외	
	Risk1	Risk2	Risk1	Risk2
	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)
상수항	0.1553*** [11.78]	0.1387*** [12.59]	0.14870** [10.42]	0.1314*** [11.04]
HHI	0.0478*** [3.13]	0.0413*** [4.16]	0.0541*** [3.23]	0.0466*** [4.34]
Size	-0.0054*** [-7.00]	-0.0047*** [-7.65]	-0.0053*** [-6.29]	-0.0046*** [-6.89]
Leverage	0.0070 [1.14]	0.0033 [0.57]	0.0113* [1.69]	0.0074 [1.17]
ROA	-0.0657*** [-3.93]	-0.0557*** [-2.84]	-0.0629*** [-3.68]	-0.0500** [-2.50]
Age	-0.0010 [-0.94]	-0.0016* [-1.91]	-0.0007 [-0.63]	-0.0015* [-1.70]
M/B	0.0044*** [4.88]	0.0050*** [6.19]	0.0044*** [4.62]	0.0050*** [5.94]
Invest	0.0222* [1.81]	0.0514** [2.52]	0.0246* [1.96]	0.0536*** [2.58]
FCF	-0.0327*** [-2.65]	-0.0520*** [-3.68]	-0.0423*** [-2.88]	-0.0661*** [-4.03]
Block	-0.0210*** [-5.54]	-0.0192*** [-4.87]	-0.0229*** [-5.56]	-0.0217*** [-5.02]
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5,784	7,291	5,311	6,696
adj-R ²	0.069	0.064	0.067	0.065

한편, 통제변수로 기업규모(Size)는 통계적으로 유의한 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 관찰되었다. 이는 규모가 낮은 기업일수록 양적 성장을 위해 보다 적극적으로 위험을 추구하기 때문으로 해석이 가능하다. 반면, 부채비율(Leverage)은 유의미한 통계적 영향력을 보유하지 않았다. 수익성(ROA)은 통계적으로 유의미한 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 관찰되었는데, 수익성이 악화된 기업일수록 보다 적극적인 위험추구를 통해 위기의 돌파구를 마련하고 있음을 의미한다. 기업가치 또는 성장성의 대용치로 M/B ratio의 추정계수는 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났는데, 성장기회가 많은 기업일수록 보다 적극적으로 위험을 추구하고 있기 때문으로 해석이 가능하다. 투자지출(Invest)의 추정계수 역시 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 잉여현금흐름수준(FCF)은 통계적으로 유의한 음(-)의 영향력을 보였는데, 이는 앞선 수익성의 추정결과와 동일한 맥락에서 해석이 가능하다. 마지막으로 국내 자본시장에서 경영자를 뛰어넘는 기업경영에의 사실상의 통제권을 행사하는 지배주주 지분율(Block)의 추정계수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 현실적으로 지배주주는 직접 지분 뿐만 아니라 간접 지분의 형태로 기업에 통제권을 행사할 수 있는데, 이러한 조건 하에서 직접 지분을 높게 보유하는 경우 보다는 간접 지분의 형태로 기업을 소유하는 경우 과잉투자유인에 근거한 사적효용추구 유인이 강화되어 보다 적극적으로 위험을 추구할 것이기 때문으로 해석이 가능하다.

〈표 5〉은 기업의 위험추구행태의 추가적인 대용치(Risk3, Risk4, Ret_vol1, Ret_vol2)를 종속변수로 활용한 결과이다. 본 연구는 먼저, 최근 5년 또는 3년 간 총자산 대비 당기순이익의 표준편차를 추가적인 대용치로 활용한다. 앞서 활용된 영업이익은 기업의 영업활동에 기인한 위험추구행태를 대리한다는 측면에서 효율성을 갖지만, 실질적으로 주주들에게 배분되는 이익과는 괴리가 발생할 수 있다. 따라서 주주가치 극대화라는 궁극적인 목표를 갖는 기업 경영에서 주주들에게 유입될 수 있는 현금흐름의 불확실성의 증가를 고려하는 것이 보다 현실적인 시사점을 제공할 수 있을 것이다. 가령, 경쟁위협이 위험추구행태에 영향을 미침에 따라 당기순이익 기반의 수익성의 불확실성이 변화된다면, 주주 또는 투자자 측면에서 경쟁위협의 효과를 고려함에 있어 보다 명확한 방향성이 확인될 것으로 예상된다. 이를 종속변수로 활용한 결과는 모형 (1)과 모형 (2)에 제시되어 있다. 앞선 〈표 4〉의 결과와 동일하게 HHI의 추정계수는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 본 연구 가설의 강건성을 확인시켜주고 있다. 한편, 효율적 시장 하에 기업경영 전반에 관련한 정보는 대부분

주식가치에 반영되는 것으로 알려져 있다. 기업의 재무제표에 근거한 현금흐름 유입, 즉, 수익성의 변동성을 측정하는 이상의 대응치들은 추정기간을 넘어 미래에 발생 가능한 위험이나 재무제표에서 관찰할 수 없는 요인들에 대한 고려가 충분히 이루어지지 못할 가능성이 있다. 따라서 추가적인 대응치로서 최근 1년 간 일별 주식수익률의 표준편차(Ret_vol1)와 최근 3년 간 월별 주식수익률의 표준편차(Ret_vol2)를 추가적으로 활용한다. <표 5>의 모형 (3)과 모형 (4)는 동 변수를 각각 종속변수로 활용한 추정결과를 제시하고 있다. 앞선 추정결과와 동일하게 HHI의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이는 비경쟁적인 상품시장에서 기업이 보다 적극적으로 위험을 추구함에 따라 주식수익률의 변동성이 더 크게 나타남을 의미한다.

<표 5> 강건성 검증1: 기업의 위험추구 수준에 대한 추가적인 대응치

이 표는 기업의 위험추구 수준의 추가적인 대응치를 활용하여, 상품시장에서의 경쟁 수준의 영향을 회귀분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 <표 2>에 제시된 바와 같다. 괄호안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식으로 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

구 분	Risk3 Model(1)	Risk4 Model(2)	Ret_vol1 Model(3)	Ret_vol2 Model(4)
상수항	0.2667*** [5.78]	0.2348*** [6.90]	1.4028*** [37.89]	1.1037*** [23.44]
HHI	0.1155** [2.23]	0.0878*** [2.81]	0.0501*** [3.55]	0.0831*** [4.12]
Size	-0.0101*** [-3.95]	-0.0097*** [-5.11]	-0.0318*** [-25.24]	-0.0302*** [-17.94]
Leverage	0.0491*** [4.11]	0.0354*** [2.74]	0.2419*** [22.01]	0.3008*** [20.12]
ROA	-0.1451*** [-3.59]	-0.1483*** [-2.69]	-0.3261*** [-9.99]	-0.2765*** [-6.00]
Age	-0.0072 [-1.60]	-0.0013 [-0.75]	-0.0069*** [-3.21]	-0.0042 [-1.42]
M/B	0.0081** [2.54]	0.0094*** [4.74]	0.0168*** [9.34]	0.0037 [1.35]
Invest	-0.0378 [-1.22]	0.1001 [1.16]	-0.0554* [-1.74]	-0.1176** [-2.58]
FCF	-0.1619*** [-3.78]	-0.1736*** [-3.85]	-0.1339*** [-5.92]	-0.1733*** [-5.80]
Block	-0.0824*** [-6.16]	-0.0686*** [-5.88]	-0.0847*** [-7.89]	-0.0909*** [-6.59]
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5,784	7,291	7,996	6,452
adj-R ²	0.055	0.066	0.497	0.290

본 연구는 앞선 분석과 마찬가지로 상품시장에서의 경쟁 수준의 대응치 역시 기존 연구에서 활용된 바 있는 다양한 변수를 활용하여 강건성을 확인한다. 먼저, 추가적인 대응치로 CR₄를 활용한다. 산업 내 기업 간 시장점유율의 편차가 큰 경우 상위 시장점유율을 보유한 기업 간 경쟁은 치열한데 반해, 하위 시장점유율을 보유한 기업들은 사실상 경쟁에서 배제될 수 있다. 이러한 현실을 보다 명확히 반영하기 위해 상위 4개 기업의 시장점유율 합계를 시장구조의 집중화 정도를 파악하기 위한 지표로 활용한다. <표 6>의 모형 (1)과 모형 (2)는 동 지표를 활용한 분석결과를 제시하고 있다. CR₄의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. HHI와 마찬가지로 CR₄도 비경쟁적인 상품시장에서

<표 6> 강건성 검증 2: 상품시장에서의 경쟁 수준의 추가적인 대응치

이 표는 상품시장에서의 경쟁 수준의 추가적인 대응치를 활용하여 기업의 위험추구 수준에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 <표 2>에 제시된 바와 같다. 괄호안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식으로 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

구 분	Risk1 Model[1]	Risk2 Model[2]	Risk1 Model[3]	Risk2 Model[4]
상수항	0.1484*** [12.91]	0.1337*** [13.09]	0.1415*** [12.53]	0.1259*** [12.33]
CR ₄	0.0243*** [4.14]	0.0251*** [4.91]		
Entry			0.0013*** [3.09]	0.0016*** [3.43]
Size	-0.0054*** [-7.65]	-0.0049*** [-7.85]	-0.0049*** [-8.57]	-0.0046*** [-8.90]
Leverage	0.0064 [1.04]	0.0028 [0.47]	0.0064 [1.04]	0.0027 [0.46]
ROA	-0.0655*** [-3.91]	-0.0554*** [-2.83]	-0.0657*** [-3.92]	-0.0561*** [-2.85]
Age	-0.0011 [-1.04]	-0.0018** [-2.10]	-0.0010 [-0.92]	-0.0016* [-1.90]
M/B	0.0045*** [4.99]	0.0051*** [6.29]	0.0046*** [5.00]	0.0052*** [6.29]
Invest	0.0224* [1.82]	0.0520** [2.53]	0.0187 [1.53]	0.0485** [2.30]
FCF	-0.0336*** [-2.72]	-0.0526*** [-3.71]	-0.0335*** [-2.70]	-0.0529*** [-3.71]
Block	-0.0218*** [-5.66]	-0.0201*** [-4.98]	-0.0208*** [-5.56]	-0.0190*** [-4.90]
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	5,784	7,291	5,784	7,291
adj-R ²	0.065	0.063	0.061	0.059

상대적으로 높은 값을 갖기 때문에, 이러한 결과 역시 비경쟁적인 상품시장에서 기업의 위험 추구행태가 보다 강화되고 있음을 시사한다.

한편, 본 연구는 시장구조가 내생적으로 결정됨을 가정하여 특정 상품시장으로 진입하는데 소요되는 진입비용(entry cost)을 추가적인 상품시장 경쟁의 대응치로 활용한다. 동 지표는 특정 산업에서 영업활동을 시작하는데 수반하는 평균적인 수준의 비용지출액을 의미하므로 국내·외 기업이 진입함으로써 발생이 가능한 시장구조의 변화를 어느 정도 반영하여 HHI의 한계점을 완화시킬 수 있을 것으로 예상된다. 동 지표를 활용한 결과는 <표 6>의 모형 (3)과 모형 (4)에 제시되어 있다. Entry의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되고 있다. Entry 역시 높은 값을 갖는 경우 여타 기업이 해당 상품시장으로의 진입하기 어려워 상대적으로 비경쟁적인 상품시장의 구조를 형성하게 될 것이므로, 이러한 결과 역시 비경쟁적인 상품시장에서 기업의 보다 적극적으로 위험을 추구하고 있음을 의미한다.

본 연구의 표본은 패널 자료의 형태를 가져 이분산성과 자기상관의 문제를 완벽히 배제시킬 수 없다. 이를 완화하기 위한 조치로 본 연구는 Fama and MacBeth(1973)의 횡단면 분석을 추가적으로 수행한다. 동 분석방식은 매년 횡단면 분석을 실시하고, 산출된 추정계수들의 시계열 평균이 0과 다름을 검증함으로써 분석 결과를 도출한다. <표 7>의 모형 (1)은 이러한 방식을 활용한 분석결과를 제시하고 있는데, HHI의 추정계수는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 본 연구의 주요 결과와 차이를 보이지 않고 있다. 한편, 본 연구의 종속변수인 기업의 위험추구행태가 특정 구간에 치우쳐 분포하는 경우 평균을 기반으로 추정되는 OLS 회귀분석 결과에 오류가 개입될 여지가 존재한다. 따라서 본 연구는 중위수를 활용한 회귀분석(median regression) 결과를 추가적으로 확인함으로써 강건성을 확인한다. 모형 (2)는 이러한 분석결과를 제시하고 있는데, 마찬가지로 HHI의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 본 연구의 주요 결과와 동일한 결과를 보여주고 있다. 한편, 내생성 문제는 흔히 연구모형이 고려치 못한 관찰 불가능한(unobservable) 요인에 기인하여 발생하는 생략변수의 편의(omitted variable bias)에서 비롯된다.⁵⁾ 본 연구의 실증분석모형에는 이미 다양한 기업특성을 대리하는 변수들이

5) 한편, 본 연구는 이미 산업더미변수를 모형에 포함하고 있으나, 동 변수는 다중공선성 문제의 발생 가능성을 감안하여 상품 시장에서의 경쟁 수준 측정에 활용된 한국표준산업분류 3자리가 아닌 1자리를 기준으로 설정하고 있다. 하지만 본 연구는 다양한 전제 하에서도 주요 분석결과가 유지되는지를 확인하는 차원에서 상품시장에서의 경쟁 수준 측정에 활용한 산업분류 기준(SIC 3자리)을 바탕으로 패널자료 분석방식인 고정효과모형과 확률효과모형을 추가적으로 추정한다.

〈표 7〉 강건성 검증 3: 내생성 통제

이 표는 내생성을 통제하기 위해 다양한 추정방식을 통해서 상품시장에서의 경쟁 수준이 기업의 위험추구 수준에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉에 제시된 바와 같다. 괄호안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식으로 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

구 분	Fama and Macbeth	Median regression	Fixed effect model	Random effect model
	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)
상수항	0.1498*** [8.61]	0.1131*** [23.56]	0.1258*** [9.61]	0.1515*** [8.60]
HHI	0.0306** [2.87]	0.0182*** [8.44]	0.0875*** [6.65]	0.0415*** [5.29]
Size	-0.0054*** [-6.71]	-0.0030*** [-16.04]	-0.0049*** [-7.82]	-0.0053*** [-9.14]
Leverage	0.0037 [0.52]	0.0024 [1.63]	0.0123*** [2.65]	0.0107** [2.37]
ROA	-0.0580*** [-3.95]	-0.0393*** [-12.43]	-0.0599*** [-6.50]	-0.0625*** [-6.79]
Age	-0.0018* [-1.89]	-0.0035*** [-9.30]	-0.0005 [-0.42]	-0.0009 [-0.78]
M/B	0.0056*** [4.23]	0.0027*** [9.67]	0.0035*** [4.15]	0.0039*** [4.74]
Invest	0.0112 [0.59]	0.0168*** [3.03]	0.0229 [1.40]	0.0235 [1.45]
FCF	-0.0309*** [-3.61]	0.0005 [0.17]	-0.0258*** [-2.91]	-0.0291*** [-3.29]
Block	-0.0205*** [-4.42]	-0.0051*** [-3.29]	-0.0173*** [-3.70]	-0.0184*** [-3.99]
Year effect	No	Yes	Yes	Yes
Industry effect	No	Yes	No	No
N	5,784	5,784	5,784	5,784
adj-R ² /Pseudo-R ²	0.105	0.062	0.046	0.071

포함되어 있으므로 동 편의를 상당 부분 완화시키고 있다. 다만, 연구모형에 산업특성을 대리하는 변수는 포함되지 않은 관계로 관찰 불가능한 산업특성으로 인해 본 연구의 주요 결과가 유도될 가능성을 배제시킬 수 없다. 특히, 본 연구의 주요 변수가 상품시장에서의 경쟁 수준으로 산업특성을 대리하고 있기 때문에 이러한 생략변수의 편의를 고려할 필요성이 크다. 따라서 본 연구는 산업 수준에서의 고정효과모형(fixed effect model)과 확률효과모형(random effect model)을 추가적인 분석방식으로 활용한다.⁶⁾ 이러한 추정방식은 관찰

6) 강건성 검증 차원에서 확률효과모형을 활용한 기업 수준(firm level)에서의 패널자료 분석의 추정결과를 통해서도 통계적 유의성은 다소 하락하지만 본 연구의 주요 가설이 지지되고 있음을 확인할 수 있었다.

불가능한 산업특성이 상수항 내지는 오차항에 고려되는 방식으로 생략변수의 편의에 기인한 내생성 문제⁷⁾를 완화하기 위한 조치로 기존 연구들이 흔히 차용하고 있다. 이러한 분석결과는 모형 (3)과 모형 (4)에 제시되어 있다. 본 연구의 주요 분석결과와 동일하게 HHI의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 따라서 본 연구가 우려하고 있는 생략변수의 편의에 기인한 분석결과의 오류가 발생할 가능성은 높지 않음을 보여주고 있다.

본 연구의 주요 변수인 상품시장에서의 경쟁 수준은 산업수준에서 측정되는 변수이기 때문에 기업수준에서 측정되는 위험추구행태에 미치는 영향을 확인하는 경우 경쟁위협 수준의 차이를 명확히 반영하기 어려운 구조를 가질 가능성이 존재한다. 따라서 본 연구는 추가적인 분석방식으로 상품시장에서의 경쟁 수준과 동일하게 종속변수 및 여타 통제변수 모두 산업수준에서 측정하여 분석에 활용한다. 종속변수 및 여타 통제변수는 산업 내 포함된 각 기업의 수치를 평균한 값으로 산출되었다.

〈표 8〉은 산업수준에서의 분석결과를 제시하고 있는데, 모형 (1)과 모형 (2)는 HHI를 상품시장에서의 경쟁 수준의 대용치로 활용한 결과이다. HHI의 추정계수는 앞선 기업수준에서 분석된 결과와 동일하게 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 모형 (3)과 모형 (4)는 CR₄를 상품시장에서의 경쟁 수준의 대용치로 활용한 결과인데, 이들의 추정계수 역시 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 모형 (5)와 모형 (6)은 진입비용(Entry)을 활용한 결과인데, 마찬가지로 동 변수의 추정계수 역시 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이상의 결과를 정리하면, 상품시장에서의 경쟁 수준의 차이를 보다 명확히 반영하기 위해 시도된 산업수준에서의 분석에서도 본 연구의 주요 결과는 그대로 유지되어 강건성을 가짐을 재차 확인시켜주고 있다.

한편, 경쟁위협에 대한 민감도가 산업 내 모든 기업에서 동일할 것이라는 가정은 제한적이다. 따라서 본 연구는 시장점유율을 기반으로 표본을 분리하여 각 표본에서 상품시장에서의 경쟁

7) 기업재무 분야 연구에 있어 대개 역의 인과관계(reverse causality)에 기인한 내생성 문제도 제기되고 있다. 다만, 본 연구의 경우 개별 기업의 위험추구행태가 산업 수준의 상품시장에서의 경쟁에 영향을 미칠 것으로 예상하지는 쉽지 않으며, 변수 간 명확한 시차의 차이가 존재하지 보이기 때문에 동 문제에 노출될 우려는 크지 않을 것으로 판단하였다. 그럼에도 불구하고 강건성 검증 차원에서 규제산업(공익산업(산업분류번호: D351, D352), 금융산업(산업분류번호: K641, K642, L649, K651, K661, K662))에 속한 기업의 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수를 도구변수(instrument variable)로 활용하여 2단계 연립방정식 모형을 추정한 결과도 대체로 보고된 결과와 유사하게 관찰되었다. 다만, 이러한 분석에 있어 도구변수의 선정과 타당성에 있어 연구자의 자의성이 개입될 여지가 존재하므로 해석에 주의가 필요하다.

수준이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력을 확인함으로써 보다 현실성 있는 분석결과를 제시한다. 경쟁위협에 대한 노출도가 클 것으로 예상되는 그룹에서 본 연구의 결과가 보다 강하게 관찰된다면, 경쟁위협의 규율효과의 구체적인 경로를 제시할 수 있을 것으로 판단된다. 본 연구는 특정 산업 내 기업의 시장점유율(Share)을 기준으로 상위 1개 사업자를 지배적(dominant) 사업자로 분류하고, 여타 기업을 비지배적 사업자로 분류하였다. <표 9>의 모형

<표 8> 강건성 검증 4: 산업수준에서의 분석

이 표는 산업수준 변수를 바탕으로 상품시장에서의 경쟁 수준이 기업의 위험추구 수준에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 각 변수는 <표 2>에 제시된 기업수준의 변수를 한국표준산업분류 3자리를 기준으로 산술평균한 값이다. 괄호안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식으로 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

구 분	Risk1	Risk3	Risk1	Risk3	Risk1	Risk3
	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)	Model(5)	Model(6)
상수항	0.1887*** [7.96]	0.5608*** [5.27]	0.1885*** [7.80]	0.5826*** [5.29]	0.1830*** [8.24]	0.5380*** [5.14]
HHI	0.0176** [2.03]	0.0559** [2.08]				
CR ₄			0.0149** [2.24]	0.0650*** [2.92]		
Entry					0.0017*** [2.82]	0.0049* [1.80]
Size	-0.0063*** [-6.00]	-0.0167*** [-4.68]	-0.0065*** [-5.99]	-0.0191*** [-4.84]	-0.0068*** [-6.57]	-0.0177*** [-4.12]
Leverage	0.0118 [1.13]	0.0305 [0.88]	0.0119 [1.14]	0.0310 [0.90]	0.0110 [1.06]	0.0283 [0.82]
ROA	-0.0198 [-0.91]	-0.1736** [-2.32]	-0.0198 [-0.92]	-0.1739** [-2.33]	-0.0184 [-0.86]	-0.1698** [-2.27]
Age	-0.0053** [-2.00]	-0.0392*** [-3.26]	-0.0058** [-2.19]	-0.0414*** [-3.40]	-0.0052** [-1.96]	-0.0392*** [-3.23]
M/B	0.0057*** [3.35]	0.0135** [2.05]	0.0058*** [3.44]	0.0137** [2.08]	0.0062*** [3.59]	0.0151** [2.19]
Invest	-0.0090 [-0.30]	-0.1696 [-1.40]	-0.0092 [-0.31]	-0.1692 [-1.40]	-0.0166 [-0.56]	-0.1915 [-1.63]
FCF	-0.0638*** [-3.40]	-0.2221*** [-3.30]	-0.0663*** [-3.50]	-0.2343*** [-3.40]	-0.0638*** [-3.45]	-0.2215*** [-3.32]
Block	-0.0184** [-2.17]	-0.1281*** [-3.49]	-0.0193** [-2.24]	-0.1342*** [-3.56]	-0.0183** [-2.13]	-0.1272*** [-3.44]
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,016	1,016	1,016	1,016	1,016	1,016
adj-R ²	0.172	0.158	0.171	0.163	0.168	0.155

(1)은 지배적 사업자를 대상으로 한 분석결과를 제시하고 있으며, 모형 (2)는 비지배적 사업자를 대상으로 한 분석결과를 제시하고 있다. 모형 (1)과 모형 (2)의 HHI의 추정계수는 모두 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 다만, 한계효과(marginal effect)를 의미하는 추정계수의 크기는 비지배적 사업의 경우(모형 (2))가 더 크게 관찰되었다. 따라서 상품시장에서의 경쟁 수준이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력은 지배적 사업자와 비지배적 사업자 모두 동일하지만, 한계효과는 비지배적 사업자의 경우에 더 크게 관찰되고 있어 경쟁위험의 효과가 양자 간 다소 상이하게 관찰될 수 있음을 확인할 수 있었다. 한편, 산업

〈표 9〉 시장지배력의 영향력

이 표는 시장지배력(Domi, Share)에 따라 상품시장에서의 경쟁 수준이 기업의 위험추구 수준에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉에 제시된 바와 같다. High share는 연도별 표본의 Share(매출액 기준 시장점유율)의 중위수 이상인 기업을 의미하며, Low share는 중위수 미만인 기업을 의미한다. 괄호안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식으로 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

구 분	Domi = 1	Domi = 0	High share	Low share
	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)
상수항	0.0676*** [3.26]	0.1627*** [12.50]	0.1208*** [11.12]	0.1666*** [6.74]
HHI	0.0219*** [2.61]	0.0596*** [2.58]	0.0094* [1.88]	0.1026*** [2.74]
Size	-0.0019** [-2.16]	-0.0058*** [-7.18]	-0.0034*** [-7.30]	-0.0070*** [-4.58]
Leverage	0.0143* [1.73]	0.0079 [1.21]	0.0089** [2.38]	0.0163 [1.48]
ROA	-0.0623* [-1.78]	-0.0645*** [-3.68]	-0.0203* [-1.67]	-0.0853*** [-3.42]
Age	-0.0008 [-0.51]	-0.0008 [-0.64]	-0.0019** [-2.43]	0.0004 [0.16]
M/B	0.0032** [2.50]	0.0047*** [4.61]	0.0027*** [3.50]	0.0041*** [2.63]
Invest	0.1683*** [4.41]	0.0059 [0.47]	0.0649*** [4.09]	-0.0222 [-1.19]
FCF	-0.0182 [-0.55]	-0.0336*** [-2.62]	0.0008 [0.07]	-0.0556*** [-2.86]
Block	-0.0217*** [-3.20]	-0.0205*** [-4.74]	-0.0158*** [-4.88]	-0.0211*** [-2.95]
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	578	5,206	2,947	2,837
adj-R ²	0.123	0.071	0.090	0.078

내 상위 몇 개 기업의 시장점유율의 차이가 크지 않은 경우에는 지배적 사업자를 기준으로 분리한 표본이 시장지배력의 차이를 명확히 반영한다고 보기에는 힘든 구조를 갖는다. 따라서 본 연구는 추가적으로 시장점유율의 중위수를 기준으로 전체 표본을 2개로 분리하여 동일한 분석을 수행한다. 전체 표본의 시장점유율의 중위수를 초과하는 기업에 대한 추정결과는 모형 (3)에 제시되어 있으며, 중위수 이하인 기업에 대한 추정결과는 모형 (4)에 제시되어 있다. 앞선 결과와 동일하게 두 모형에서 HHI의 추정계수는 모두 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 다만, 모형 (4)의 추정계수와 통계적 유의성은 모형 (3)에 비해 뚜렷이 높게 관찰되는 것으로 나타났다. 따라서 경쟁위협이 기업의 위험추구행태에 미치는 한계효과는 시장점유율이 상대적으로 낮은 기업군에서 보다 명확히 관찰될 수 있음을 확인할 수 있다. 이는 경쟁위협으로 인한 투자위험 내지는 파산비용을 시장지배력이 낮은 사업자가 상대적으로 더 많이 부담하게 될 것이므로 적극적인 위험추구를 더 꺼려하게 됨을 의미한다.

한편, 국내 자본시장에서는 다수의 계열사를 거느린 대규모 기업집단(재벌)이 높은 경제력을 행사하고 있다. 이들의 경우 계열사 간 수직적 계열화와 내부자본시장(internal capital market)을 이용한 상호지원 등을 통해 상대적으로 경쟁위협에 대한 노출도가 낮을 것으로 예상된다. 본 연구는 이에 주목하여 국내 자본시장의 현실을 보다 구체적으로 반영하기 위해 추가적인 분석을 수행한다. 본 연구는 대규모 기업집단 소속 여부를 기준으로 전체 표본을 2개로 분리하여 각 표본에서 상품시장에서의 경쟁 수준이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력을 확인한다. <표 10>의 모형 (1)은 대규모 기업집단 소속 표본을 바탕으로 분석한 결과인데, HHI의 추정계수는 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보여주고 있다. 반면, 모형 (2)는 대규모 기업집단 미소속 표본을 바탕으로 분석한 결과인데, HHI의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 보여주고 있다. 이러한 결과를 종합하면, 계열사 간 상호지원이 가능한 대규모 기업집단 소속기업에서는 경쟁위협에 따른 위험추구행태의 변화의 민감도가 사라지는 것으로 관찰되었으며, 이들에 소속되지 않은 기업에서 본 연구의 주요 결과가 도출됨을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 계열사 간 상호지원이 가능한 상황에서 대규모 기업집단 소속기업이 굳이 경쟁위협을 고려하여 위험추구행태를 변화할 필요성이 적다는 것을 의미하며, 이들 기업이 경쟁위협에 따른 투자위험과 파산비용을 상대적으로 적게 부담하기 때문으로 해석이 가능하다.

〈표 10〉 대규모 기업집단의 영향력

이 표는 대규모 기업집단 소속여부(Chae)에 따라 상품시장에서의 경쟁 수준이 기업의 위험추구 수준에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉에 제시된 바와 같다. 괄호안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식으로 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

구 분	Chae = 1	Chae = 0
	Model[1]	Model[2]
상수항	0.0972*** [6.55]	0.1725*** [10.31]
HHI	0.0065 [1.52]	0.0663*** [2.67]
Size	-0.0025*** [-3.96]	-0.0066*** [-6.61]
Leverage	-0.0005 [-0.09]	0.0130* [1.66]
ROA	-0.0685*** [-3.17]	-0.0571*** [-2.91]
Age	-0.0016** [-2.08]	-0.0008 [-0.54]
M/B	-0.0007 [-0.93]	0.0063*** [4.83]
Invest	0.1122*** [4.60]	-0.0090 [-0.68]
FCF	-0.0006 [-0.05]	-0.0368** [-2.38]
Block	-0.0139*** [-2.98]	-0.0217*** [-4.36]
Year effect	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes
N	1,492	4,292
adj-R ²	0.116	0.076

마지막으로 본 연구는 기업의 내부 지배구조와 상품시장에서의 경쟁 수준 간의 상호효과가 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력을 확인한다. 〈표 11〉의 모형 (1)은 기업의 내부 지배구조가 위험추구행태에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 기업지배구조의 대용치인 G-index의 추정계수는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이는 기존 연구에서 제기된 바와 같이 좋은 지배구조가 과잉투자유인에 근거한 대리인문제를 사전에 차단하기 위해 기업으로 하여금 보다 보수적인 투자 포트폴리오를 형성하도록 유도하고 있음을 의미한다. 이를 경쟁위협이 기업의 위험추구행태를 약화시킬 수 있다는 주요 결과와 연관하면, 양자 간 상호 대체 가능성이 제기될 수 있을 것이다. 즉, 두 가지 경영통제장치가 기업의

위험추구행태에 미치는 영향에 있어 동일한 효과를 갖기 때문에 상호효과를 보다 면밀히 확인해 볼 필요가 있다. 따라서 본 연구는 전체 표본을 HHI의 중위수에 따라 2개의 표본으로 분리하여 각 표본에서 지배구조가 기업의 위험추구행태에 미치는 영향력을 확인한다.

〈표 11〉 상품시장에서의 경쟁과 기업지배구조 간 상호관계

이 표는 지배구조가 기업의 위험추구 수준에 미치는 영향을 상품시장에서의 경쟁 수준에 따라 구분하여 회귀분석한 결과이다. Less competitive는 연도별 표본의 HHI의 중위수 이상인 기업을 의미하며, More competitive는 중위수 미만인 기업을 의미한다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉에 제시된 바와 같다. 괄호안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식으로 추정된 t-statistics이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

구 분	Total sample	Less competitive	More competitive
	Model(1)	Model(2)	Model(3)
상수항	0.1393*** [13.60]	0.1165*** [8.91]	0.1757*** [11.92]
G-index	-0.0217** [-2.46]	-0.0303** [-2.45]	-0.0072 [-0.61]
HHI	0.0298*** [3.90]	0.0181** [2.02]	0.1874*** [3.72]
Size	-0.0037*** [-6.41]	-0.0027*** [-3.36]	-0.0068*** [-7.16]
Leverage	-0.0004 [-0.05]	-0.0079 [-0.49]	0.0089 [1.63]
ROA	-0.0889*** [-3.58]	-0.0985** [-2.03]	-0.0706*** [-4.55]
Age	-0.0004 [-0.27]	0.0038 [1.44]	-0.0046*** [-4.99]
M/B	0.0047*** [4.20]	0.0062*** [2.99]	0.0043*** [4.08]
Invest	0.0527*** [3.41]	0.0807*** [2.85]	0.0121 [0.77]
FCF	-0.0277* [-1.84]	-0.0413 [-1.52]	-0.0192 [-1.23]
Blcok	-0.0171*** [-4.13]	-0.0232*** [-3.35]	-0.0118** [-2.15]
Year effect	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes
N	4,193	2,087	2,106
adj-R ²	0.0769	0.0667	0.141

모형 (2)는 HHI가 상대적으로 높은, 즉, 비경쟁적인 상품시장 내 표본을 바탕으로 한 분석결과인데, G-index의 추정계수는 5% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 모형 (3)은 HHI가 상대적으로 낮은, 즉, 경쟁적인 상품시장 내 표본을

바탕으로 한 분석결과인데, G-index의 추정계수는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 관찰되었다. 따라서 지배구조가 기업의 위험추구행태를 약화시키는 영향력은 비경쟁적인 상품시장에서만 주로 관찰됨을 확인할 수 있었다. 이는 지배구조와 경쟁위협 간 상호 대체 관계가 성립하기 때문으로 해석이 가능하다.⁸⁾ 즉, 경쟁위협이 기업의 위험추구행태를 완화시키는 경우 좋은 지배구조 형성에 따른 효과는 관찰되지 않으며, 경쟁위협이 존재하지 않는 환경하에서만 그 효과가 명확히 관찰됨을 의미한다. 따라서 기업 및 정책 당국은 지배구조 형성에 소요되는 비용 대비 편익을 극대화하기 위해 양자 간 상호관계를 고려할 필요성이 있을 것이다.

V. 결론 및 시사점

본 연구는 국내 자본시장에서 기업의 위험추구행태를 분석함에 있어 최근 기업재무 분야에서 주목하고 있는 외부 환경적 요인으로서 상품시장에서의 경쟁의 규율효과에 초점을 맞추어 새로운 실증적 논거를 제시한다.

실증분석결과, 기업들은 비경쟁적인 상품시장에서 위험추구행태를 보다 강화하고 있는 것으로 나타났다. 이는 경쟁위협이 투자위험 및 파산비용을 증가시켜 기업의 적극적인 위험추구유인이 감소되기 때문으로 해석이 가능하다. 한편, 이러한 결과는 상품시장에서의 경쟁과 기업의 위험선호행태에 대한 다양한 대응치를 활용한 경우에도 동일하게 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다. 더불어 내생성 문제를 고려하여 대안적 모형을 활용한 경우와 경쟁위협을 차이를 보다 명확히 반영하기 위해 산업수준에서의 분석을 수행한 경우에도 동일한 결과를 확인할 수 있었다. 추가적으로 본 연구는 상품시장에서의 경쟁의 효과를 보다 현실성 있게 확인하기 위해 시장지배력을 제약조건으로 고려한 분석을 실시한 결과, 시장점유율이 낮은, 즉, 낮은 시장지배력을 보유한 기업과 대규모 기업집단에 소속되지 않은 기업의 경우 경쟁위협이 기업의 위험추구행태를 약화시키는 한계효과가 보다 강하게 관찰되었다. 한편, 내부 지배구조와 상품시장에서의 경쟁 간 상호작용이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을

8) 심사자의 제안에 따라 내부 지배구조 수준에 따른 상품시장에서의 경쟁이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향도 추가적으로 분석한 결과, 취약한 지배구조를 가진 기업군에서 앞선 상품시장에서의 규율효과가 보다 강하게 관찰됨을 확인할 수 있었다.

분석한 결과, 좋은 지배구조는 기업의 위험추구행태를 감소시키고 있는 것으로 관찰되었으며, 이러한 효과는 비경쟁적인 상품시장에서만 유효한 것으로 나타났다. 이는 경쟁위협과 기업지배구조가 기업의 위험추구행태를 약화시키는 효과 간에 대체관계가 성립하고 있음을 시사한다.

본 연구의 결과를 바탕으로 정책당국은 특정 산업 보호를 위해 형성시킨 지나친 진입장벽이 기업의 위험추구유인을 강화시킬 수 있음을 주지해야 할 것이다. 더불어 본 연구의 결과는 대리인이론의 측면에서 경쟁위협이 국내 자본시장에서 과잉투자유인을 보유한 경영자 또는 지배주주의 과도한 위험추구를 완화시키기 위한 장치로 고려될 수 있음을 시사한다.

참고문헌

- 국찬표, 강운식, “투자자보호가 기업의 위험선호에 미치는 영향,” 재무관리연구, 제27권 제2호 (2010), pp. 115-144.
- (Translated in English) Kook, C. P. and Y. S. Kang, “Investor Protection, Growth Opportunity, and Risk Taking,” *Korean Journal of Financial Management*, Vol. 27, No. 2 (2010), pp. 115-144.
- 류두원, 류두진, 황준호, “제품시장경쟁이 주식수익률에 미치는 영향,” 재무연구, 제28권 제3호 (2015), pp. 487-512.
- (Translated in English) Ryu, D. W., D. J. Ryu, and J. H. Hwang, “Product Market Competition and Stock Market Returns: Evidence from the Korea-US Free Trade Agreement,” *Asian Review of Financial Research*, Vol. 28, No. 3 (2015), pp. 487-512.
- 박경서, “상품시장에서의 경쟁과 기업의 소유지배구조에 대한 계약론적 접근,” 재무연구, 제12권 제2호 (1999), pp. 1-42.
- (Translated in English) Park, K. S., “Competition and Corporate Governance,” *Asian Review of Financial Research*, Vol. 12, No. 2 (1999), pp. 1-42.
- 이상우, “경영자의 지분률과 투자안에 대한 위험선호유인,” 재무연구, 제12권 제2호 (1999), pp. 103-127.
- (Translated in English) Lee, S. W., “Managerial Ownership and Risk-Taking,” *Asian Review of Financial Research*, Vol. 12, No. 2 (1999), pp. 103-127.
- Acharya, V., Y. Amihud, and L. Litov, “Creditor Rights and Corporate Risk-Taking,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, No. 1 (2011), pp. 150-166.
- Alchian, A., “Uncertainty, Evolution and Economic Theory,” *Journal of Political Economy*, Vol. 58, No. 3 (1950), pp. 211-221.
- Amihud, Y. and B. Lev, “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate

- Mergers,” *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, No. 2 (1981), pp. 605–618.
- Boyd, J. and G. De Nicolo, “The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited,” *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 3 (2005), pp. 1329–1343.
- Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer, “Family Firms,” *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 3 (2003), pp. 2167–2201.
- Byun, H., J. Lee, and K. Park, “How Does Product Market Competition Interact with Internal Corporate Governance?: Evidence from the Korean Economy,” *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 41, No. 4 (2012), pp. 377–423.
- Christie, A., M. Joye, and R. Watts, “Decentralization of the Firm: Theory and Evidence,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9, No. 1 (2003), pp. 3–36.
- Coles, J., N. Daniel, and L. Naveen, “Managerial Incentives and Risk-Taking,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, No. 2 (2006), pp. 431–468.
- DeLong, J. and L. Summers, “Equipment Investment and Economic Growth,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 2 (1991), pp. 445–502.
- Faccio, M., M. Marchica, and R. Mura, “Large Shareholder Diversification and Corporate Risk-Taking,” *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 11 (2011), pp. 3601–3641.
- Fama, E. and J. Macbeth, “Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests,” *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3 (1973), pp. 607–636.
- Giroud, X. and H. Mueller, “Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices,” *Journal of Finance*, Vol. 66, No. 2 (2011), pp. 563–600.
- Griffith, R., “Product Market Competition, Efficiency and Agency Cost: An Empirical Analysis,” *Working Paper*, Institute for Fiscal Studies (2001).
- Hart, O., “The Market Mechanism as an Incentive Scheme,” *Bell Journal of Economics*, Vol. 14, No. 2 (1983), pp. 366–382.
- Hermalin, B., “The Effects of Competition on Executive Behavior,” *RAND Journal of Economics*, Vol. 23, No. 2 (1992), pp. 350–365.
- Hubbard, G. and D. Palia, “Executive Pay and Performance: Evidence from the U.S. Banking Industry,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, No. 1 (1995), pp.

105–130.

John, K., L. Litov, and B. Yeung, “Corporate Governance and Risk-Taking,” *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4 (2008), pp. 1679–1728.

Karuna, C., “Industry Product Market Competition and Managerial Incentives,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 43, No. 2–3 (2007), pp. 275–297.

Kim, E. and Y. Lu, “CEO Ownership, External Governance, and Risk-Taking,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, No. 2 (2011), pp. 272–292.

Laksmana, I. and Y. Yang, “Product Market Competition and Corporate Investment Decisions,” *Review of Accounting and Finance*, Vol. 14, No. 2 (2015), pp. 128–148.

Philippon, T., “Corporate Governance over the Business Cycle,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 30, No. 11 (2005), pp. 2117–2141.

Raith, M., “Competition, Risk, and Managerial Incentives,” *American Economic Review*, Vol. 93, No. 4 (2003), pp. 1425–1436.

Scharfstein, D., “Product Market Competition and Managerial Slack,” *RAND Journal of Economics*, Vol. 19, No. 1 (1988), pp. 147–155.

Shleifer, A. and R. Vishny, “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2 (1997), pp. 737–783.

Stigler, G., “The Economies of Scale,” *Journal of Law and Economics*, Vol. 1 (1958), pp. 54–71.