



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

공기업정책학 석사 학위논문

재무위험이 이사회 활동에 미치는
영향에 대한 연구

- 상장 공기업을 중심으로 -

2020년 8월

서울대학교 행정대학원

공기업정책학과

박 정 훈

재무위험이 이사회 활동에 미치는
영향에 대한 연구

- 상장 공기업을 중심으로 -

지도교수 엄 석 진

이 논문을 공기업정책학 석사 학위논문으로
제출함

2020년 5월

서울대학교 행정대학원

공기업정책학과

박 정 훈

박정훈의 석사 학위논문을 인준함

2020년 6월

위 원 장 우 지 숙 (인)

부위원장 이 승 중 (인)

위 원 엄 석 진 (인)

【 국문초록 】

이사회는 기업의 주요정책에 관해 의사결정을 하기 때문에 외부환경에 대해 민감하게 반응해야 하며, 기업의 위기 상황에서 그 중요성은 더욱 부각된다. 특히 공기업의 경우 재무위험으로 부채가 증가함에도 불구하고 매출이나 이익이 향상되지 않으면 적자도산이 발생하게 되고, 그에 대한 책임은 국가 또는 국민이 떠안게 되므로 이사회는 이를 방지하기 위해 노력해야할 의무가 있다. 그러나 선행연구에서는 대리인 이론을 기반으로 바람직한 이사회 특성 지니면 효율적으로 경영진을 통제함으로써 경영성과를 창출할 수 있다고 보았으며, 그로 인해 이사회 특성과 경영성과와의 관계에 대한 분석이 대부분이었다.

따라서 본 연구에서는 공기업의 이사회는 기업의 재무위험 상황에서 외부 환경에 더욱 민감하게 반응하는지를 실증적으로 분석하고자 했으며, 상대적으로 재무 여건에 민감할 수밖에 없는 상장 공기업을 연구대상으로 하였다. 또한, 재무위험 상황에서 이사회적 적극적 활동을 유인하기 위한 제도적 시사점을 도출하기 위해 사외이사비율과, 정부지분율에 따라 이사회적 활동이 어떻게 변화하는지 분석하였다.

분석기간은 상장 공기업이 모두 상장된 시기인 2010년도부터 2018년까지 9년간이었으며, 국내 8개 상장 공기업을 대상으로 패널데이터 분석을 시행하였다. 독립변수는 재무위험을 나타낼 수 있는 부채비율 증감률·당기순이익 증감률을 사용하였고, 종속변수는 이사회적 양적 활동을 의미하는 의결안건수·보고안건수와 질적 활동을 의미하는 수정의결률을 사용하였다. 그리고 사외이사비율과 정부지분율을 조절변수로 선정하였다.

본 연구의 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 부채비율 증감률이 높을수록 이사회적 의결안건수·보고안건수가 증가하는 것으로 나타났다. 이는 상장 공기업의 부채가 증가하면 경영진이 이러한 상황을 이사회에 알리고 적극적으로 대응한다고 해석할 수 있다. 그러나 당기순이익 증감률은 이사회적 활동에 유의미한 영향을 주지

않는 것으로 나타났다.

둘째, 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향을 시차에 따라 분기별로 분석해본 결과, 상장 공기업의 재무상황 악화는 시차에 따라 다르게 이사회 활동에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

셋째, 재무위험이 이사회 활동에 영향을 미칠 때 사외이사비율과 정부지분율은 조절변수로서 어떤 작용을 하는지 분석해본 결과, 부채비율 증감률과 이사회 활동과의 관계에서는 유의미한 효과가 없었다. 당기순이익 증감률과 이사회 활동과의 관계에서는 정부지분율이 높을수록 당기순이익 증가에 따라 의결안건수가 증가하고, 사외이사비율이 높을수록 당기순이익 증가에 따라 보고안건수가 증가한 것으로 분석되었으나 당초 예상했던 재무위험 상황인 당기순이익 감소와는 유의미한 영향이 없었다.

이와 같은 연구결과를 통해 재무위험과 이사회 활동에 대한 정책적 시사점은 크게 세 가지로 살펴볼 수 있다.

첫째, 상장 공기업은 부채비율 증감률에는 민감하게 반응하는 것으로 확인되었는데 이는 박근혜 정권 이후 부채비율을 공공기관 경영평가 지표로 관리한 것에 기인한다. 그러나 이사회는 당기순이익 증감률에는 민감하게 반응하지 않았는데, 그 이유는 판매가격 조정과 같은 당기순이익 개선을 위한 실질적 권한이 이사회에 없기 때문이다. 따라서 이사회가 부채비율 뿐만 아니라 당기순이익 증감률에도 적극적으로 대응할 수 있도록 하기 위해서는 판매가격 조정 권한 등을 부여해줄 필요가 있으며, 현재처럼 일률적으로 공공기관 경영평가를 적용할게 아니라 상장 공기업에 대해서는 별도의 평가군을 편성하고 상장 공기업 특성에 맞는 평가지표를 수립하여 운영할 필요가 있다.

둘째, 상장 공기업은 부채비율이 증가할수록 의결·보고안건수가 증가하는 등 이사회 활동이 활발해지는 것으로 분석되었다. 공기업 전체를 분석 대상으로 했던 선행연구에서는 기업의 부채가 증가하면 의결·보고안건수가 감소하는 것으로 분석되어 경영진이 기업 위기상황을 이사회에

알리는 것으로 꺼려한다고 해석하였는데, 상장 공기업은 이와 달리 경영진이 기업 위기상황을 이사회에 적극적으로 알린다고 해석될 수 있어 타 공공기관에 비해 이사회 역할이 성숙한 것으로 생각된다. 따라서 이사회 역할을 경영진에 대한 견제에만 국한하지 않고, 적극적인 의사결정을 통해 기업의 경영성과를 극대화 할 수 있도록 실질적인 경영권한을 부여해줄 필요가 있다.

셋째, 사외이사비율과 정부지분율의 조절효과는 부채비율 증감률과는 관계가 없었으며 당기순이익 증감률과 관련이 있었다. 정부지분율이 높을수록 당기순이익 증가에 따라 의결안건수가 증가한 것은 공기업의 여유자본을 활용하여 정부의 정책을 이행하려고 함으로써 의결안건수가 증가한 것으로 해석할 수 있어, 상장했음에도 불구하고 공기업의 한계를 벗어나지 못한다는 것을 알 수 있었다. 또한 사외이사비율이 높을수록 당기순이익 증가에 따른 보고안건수가 증가하는 것은, 이사회 내에서 더 많은 의결권을 사외이사가 갖고 있어 정부정책 안건이 부결될 가능성이 높기 때문에 상대적으로 보고안건이 늘어난 것으로 해석할 수 있다. 이는 상장 공기업임에도 기업가치 극대화를 통한 주주이익 제고 보다는 정부정책 이행수단으로서 공기업의 한계를 벗어나지 못하는 현실을 보여준다. 따라서 향후에는 정부재정 확충, 자본시장 활성화, 소득재분배, 재무구조 개선, 경영효율화 및 경영투명성 제고 등 공기업 상장 본연의 취지를 살릴 수 있도록 이사회 권한 확대 등 상장 공기업 운영의 제도적 변화가 필요할 것으로 생각된다.

주요어 : 상장, 공기업, 재무위험, 이사회, 활동성, 조절효과

학번 : 2019-24917

목 차

제 1 장 서 론	1
제 1 절 연구의 배경 및 목적	1
제 2 절 연구의 대상과 범위	4
제 3 절 연구의 방법	7
제 2 장 이론적 배경 및 선행연구의 검토	8
제 1 절 이론적 배경	8
1. 기업지배구조	8
2. 공기업의 지배구조	9
3. OECD 공기업 지배구조 가이드라인	10
4. 공기업의 이사회	12
5. 기업 위기 상황시 이사회 역할	14
제 2 절 선행연구 검토	16
1. 공기업의 지배구조 개선에 관한 연구	16
2. 공기업 이사회에 관한 연구	18
3. 공기업 이사회 구조와 경영성과의 관계에 대한 연구	19
4. 이사회 활동에 영향을 미치는 요인에 관한 연구	21
5. 재무위험과 이사회 역할에 대한 연구	21
6. 선행연구와의 차별성	23
제 3 장 연구설계	24
제 1 절 연구분석의 틀 및 연구가설	24
1. 연구분석의 틀	24
2. 연구가설	25
제 2 절 변수의 개념적 정의와 조작화	28
1. 독립변수	28
2. 종속변수	28
3. 조절변수	29
4. 통제변수	30
제 3 절 자료의 수집 및 분석방법	31

제 4 장 실증연구 분석결과	34
제 1 절 데이터의 특성 및 기초통계	34
1. 기초통계량 분석	34
2. 상관관계 분석	37
제 2 절 회귀분석 결과	38
1. 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향	38
2. 시차에 따라 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향	40
3. 사외이사비율과 정부지분율의 조절효과	46
4. 소결	50
제 5 장 결 론	55
제 1 절 연구결과의 요약	55
제 2 절 연구시사점 및 정책적 함의	57
제 3 절 연구의 한계	59
참고문헌	61

표 목차

[표 2-1] 기업지배구조의 구성요소	8
[표 2-2] 공운법 제정 전·후 공공기관의 내부지배구조 ...	12
[표 2-3] 사외이사비율과 기업성과와의 관계에 대한 선행연구 ..	19
[표 2-4] 이사회 규모와 기업성과와의 관계에 대한 선행연구 ..	20
[표 3-1] 변수명 및 측정단위	30
[표 3-2] 연구대상 상장 공기업 일반현황	31
[표 3-3] 고정효과 패널분석 모형	33
[표 4-1] 독립변수 기초통계량	34
[표 4-2] 종속변수 기초통계량	35
[표 4-3] 통제변수 기초통계량	36
[표 4-4] 조절변수 기초통계량	36
[표 4-5] 피어슨 상관관계 분석	37
[표 4-6] 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향	39
[표 4-7] 시차에 따라 재무위험이 의결안건수에 미치는 영향 ..	40
[표 4-8] 시차에 따라 재무위험이 보고안건수에 미치는 영향 ..	42
[표 4-9] 시차에 따라 재무위험이 수정의결률에 미치는 영향 ..	43
[표 4-10] 재무위험이 시차에 따라 이사회 활동에 미치는 영향 ..	44
[표 4-11] 조절변수에 따라 부채비율이 이사회 활동에 미치는 영향	46
[표 4-12] 조절변수에 따라 당기순이익이 이사회 활동에 미치는 영향	48
[표 4-13] 재무위험과 이사회활동 분석결과 요약	53

그림 목차

[그림 3-1] 연구의 분석틀	26
------------------------	----

제1장 서 론

제1절 연구의 배경 및 목적

기업지배구조는 기업의 경영방침과 전략에 대한 방향을 결정하고 경영진의 의사결정을 견제 또는 감독하는 법적·제도적 방법을 포괄적으로 의미한다. 지배구조는 일반적으로 이사회·감시기구 등 기업의 내부조직을 통해 경영자를 직접적으로 감시하는 내부지배구조와, 주식시장·채권시장·상품시장 등 기업 외부의 통제에 의해 감시기능이 이루어지는 외부 지배구조로 구분할 수 있다.

OECD는 1999년 “OECD 기업지배구조 원칙” 제정으로 기업지배구조의 글로벌 스탠다드를 만든 이후, “OECD 공기업 지배구조 가이드라인”을 통해 공공기관 지배구조의 준거틀을 제시하고 있다. 우리 정부는 이를 토대로 2007년에 “공공기관운영에관한법률(이하 공운법)”을 제정하여 우리나라 공공기관 지배구조의 근간을 만들었다.

민간기업과 달리, 공기업은 정부의 소유 및 지급보증, 독점적 상품 공급 등으로 인해 외부 지배구조 즉, 시장의 감시·감독을 통한 지배구조가 작동하기 어렵다. 또한, 정부-공기업간의 대리인 문제뿐만 아니라 국민-정부-공기업간의 복대리인 문제가 발생하며, 이로 인해 제대로 된 감시자가 없고 정치인과 관료 그리고 경영진이 지대만 추구하는 경향이 강하다. 그러한 이유로 인해 공운법 제정과 도입에도 불구하고, ‘방만경영, 낙하산 인사’ 등 공공기관의 부정적 행태는 끊이지 않고 있으며, 그에 따라 공기업 내부지배구조의 핵심인 이사회역의 역할이 부각되고 있다.

이사회역의 역할에 관해서는 다양한 견해가 존재한다. 대리인 이론(Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983)에서는 소유와 경영의 분리에 따른 대리인 문제가 발생하므로 이 문제를 해결하기 위한 제도로써 이사회역의 역할이 강조된다. 즉, 이사회는 기업의 주요 정책에 관해 의사결정을 하고 그 결정된 사항이 경영진에 의하여 제대로 집행됐는지를

통제 및 감시하는 역할을 한다(Sundaramurthy & Lewis, 2003). 특히, 사외이사는 경영진에게 전문지식을 제공함으로써 경영성과와 가치를 향상시키는데 기여하며(김동순·전호진, 2010; Dowell et al, 2011), 기업경영의 투명성 제고와 기업지배구조를 개선함으로써 시장의 신뢰를 높인다(김동순 등, 2008).

이사회에 대한 대부분의 선행연구는 대리인 이론을 기반으로 이루어졌다. 대리인 이론은 바람직한 이사회 특성을 지니면 효율적으로 경영진을 통제함으로써 경영성과를 창출할 수 있다고 주장하는데, 이러한 관점은 이사회 특성이라는 구조적 변수가 이사회 활동을 통하여 경영성과에 영향을 미친다는 논리이다. 그러나 선행연구들은 이사회 활동이라는 중간 변수에 대한 고려 없이 바로 이사회 구조와 경영성과를 연결하는 연구를 하였다. 연구자에 따라서 이사회 구조와 경영성과 간에 정(+의) 관계 또는 부(-의) 관계를 주장하였고, 또 다른 연구자는 이사회 구조와 경영성과는 어떠한 인과관계도 지니지 않는다는 연구결과를 제시하기도 하였다. 즉, 기존의 연구들은 이사회 구조와 경영성과의 관계에 대한 일관성 있는 연구결과를 제시하지 못했다. 이는 ‘이사회 구조-경영성과’라는 인과관계 사이에, 이사회 활동뿐만 아니라 환율·유가 변동이나 금융위기와 같은 중간변수들이 많이 있기 때문일 것이다.

이사회에 관한 선행연구들에서 간과한 또 다른 영역은 외부환경에 의하여 이사회 활동이 어떻게 변하는지에 관한 것이다. 이사회 활동은 고정된 것이 아니므로 기업이 당면하는 환경의 변화에 대응하여 이사회 특성과 활동이 변할 것이라고 볼 수 있다. 그런데 선행연구를 살펴보면 이사회 구조와 경영성과의 관계를 규명하려는 노력은 많았으나 이사회 활동이 이사회 특성 및 외부요소에 의하여 어떻게 변하는지를 살펴본 연구는 매우 부족하다.

이사회는 기업의 주요 정책에 관해 의사결정을 하기 때문에 외부환경에 대해 민감하게 반응해야 하며, 기업의 위험 상황에서 그 중요성은 더욱 부각된다. 실제로 한국전력공사의 소액주주들은 2011년, 이사회가 적극적으로 전기요금 인상을 시도하지 않아 회사에 손해를 입었다고 주장

하며 당시 한전 사장을 상대로 주주대표소송을 제기한 바 있는데, 이는 경영악화로 인해 당기손익이 감소하고 부채가 증가하고 있음에도 사장을 비롯한 경영진이 제 역할을 하지 못한 것에 대한 소송으로, 기업 위기시 이사회의 역할이 더욱 중요함을 보여주는 대표적인 사례이다.

기업의 위험은 영업위험과 재무위험으로 구분되는데, 재무위험은 기업의 부채 사용 등으로 인하여 이익의 분산이 증감함에 따른 위험이라고 할 수 있다. 공기업의 경우 부채가 증가함에도 불구하고 기업의 매출이나 이익이 향상되지 않으면 흑자도산이 발생하게 되고, 그에 대한 책임은 국가 또는 국민이 떠안게 되기 때문에 이사회의 최소한의 의무는 이를 방지하는 것에 있다고 할 수 있다.

이에 본 연구에서는 기업의 부채 증가와 당기손익 감소와 같은 재무위험 상황에서, 그동안의 선행연구들이 간과했던 이사회의 활동에 초점을 맞췄다. 신종섭(2014)은 공기업을 대상으로 한 연구에서 재무위험 요소인 부채비율이 증가할 경우 이사회 활동인 의결건수와 보고건수가 감소하는 등 경영진이 소극적으로 대응한다고 분석하였는데, 앞서 제시했던 한전 사례의 경우 그 당시 이사회는 6차례의 전기요금 인상안을 의결하는 등 이사회 활동을 강화하여 기존 연구와는 다른 결과를 보였다. 따라서 재무지표에 민감한 상장 공기업의 이사회도 선행연구와 같은 결과에도 달할지에 대한 의문에서 연구문제를 착안하게 되었다.

따라서, 우선 재무위험이라는 기업 위기상황 발생시 이사회는 이에 대해 역동적으로 활발하게 대응하는지, 그리고 그 이사회가 활성화되는 시기는 언제인지를 실증적으로 고찰해보고자 한다. 이때 재무위험은 부채비율과 당기순이익의 증감으로 측정하고, 이사회 활동은 양적 측면의 의결건수와 보고건수 질적 측면의 수정의결률로 측정하였다. 이 과정에서 연구의 신뢰성과 정확성을 높이기 위해 기업성이 강해 재무위험에 민감한 상장 공기업을 연구대상으로 하였다.

(연구문제 1) 재무위험 발생시 상장 공기업의 이사회 활동은 어떻게 반응하며, 반응시기는 언제인가?

이사회 구조는 주로 사외이사비율과 이사회 규모로 측정되는데, Dowell 등(2011)은 기업이 재정 문제에 처했을 때 이사회 구조 중에서 사외이사비율과 이사회 규모가 중요하다고 강조하였고, 여기서 사외이사비율은 이사회 독립성을 제고하여 주주의 이익을 보호하는 이사회 구조적 변수로 논의되었다. 따라서 상장 공기업에서의 이사회 적극적 활동을 위한 바람직한 이사회 구조를 검토하고자, 사외이사비율에 따른 이사회 활동의 조절효과를 분석하고 한다.

박정수(2010)는 우리나라 출자기관을 대상으로 상장 여부 및 공적 소유지분이 경영성과에 미치는 영향을 분석한바 있는데, 그 결과 공기업의 상장은 정부관료제의 경직성을 극복하는데 도움이 되어 경영성과의 개선으로 나타났고, 공적 지분율을 증가가 경영성과의 하락으로 나타났다. 따라서 본 연구에서는 공적 지분율의 증가가 정부의 통제 및 간섭의 강화로 이어져서, 결국 이사회 활동이 경직될 수 있을 것으로 보고, 상장 공기업에서의 이사회 적극적 활동을 위한 지분 구조를 검토하고자, 정부 지분율에 따른 이사회 활동의 조절효과를 분석하고자 한다.

(연구문제 2) 상장 공기업의 사외이사비율과 정부지분율은 재무위험시 이사회 활동에 대한 조절효과로 어떻게 작용하는가?

제2절 연구의 대상과 범위

본 연구에서는 기업 위기상황 발생시 공기업 이사회 활동이 신속하게 이뤄지는지를 살펴보고, 이를 원활하게 하는 이사회 구조와 지분 구조의 특성을 분석하는데 있으므로, 연구대상은 이사회를 보유한 공기업 중에서도 기업성이 강해 재무위험에 민감한 상장 공기업으로 한다.

공공기관운영에 관한 법률 제4조에 따르면 ‘정부의 투자·출자 또는 정부의 재정지원 등으로 설립·운영되는 기관으로서 일정 요건에 해당하여 기획재정부장관이 매년 지정한 기관’을 공공기관이라고 정의한다. 2019년

기준 공공기관으로 지정된 기관은 총 339개이며 공기업 36개(시장형 16개, 준시장형 20개), 준정부기관 93개(기금관리형 14개, 위탁집행형 79개), 기타공공기관 210개로 분류되어 있다.

공기업은 직원이 50인 이상이고 자체수입원이 총 수입액의 2분의 1 이상인 공공기관 중에서, 준정부기관은 직원 정원이 50인 이상이고 공기업이 아닌 공공기관 중에서 기획재정부장관이 지정한다. 이러한 분류는 기관의 고유업무 특성을 고려하여 기업성, 수익성이 상대적으로 높은 기관은 공기업으로, 공익성이 더 중요하거나 정부의 위탁사무를 주로 처리하는 기관은 준정부기관으로 구분하는 것으로 볼 수 있다. 기타공공기관은 공기업 또는 준정부기관으로 지정되지 않은 그 외 모든 공공기관에 해당되며, 기관별 고유업무 성격은 기관별로 상이하다. 연구원, 진흥원, 재단 등 소규모 기관 뿐만 아니라 기업은행, 산업은행 등의 금융공기업도 포함되어 있다.

전체 공공기관 중 한국거래소에 주식이 상장된 기관은 8개 기업이며 이 중 중소기업은행을 제외한 7개는 시장성이 강한 공기업으로 분류되어 있으며, 중소기업은행은 공기업으로는 지정되지 않았으나 고유업무 성격상 기업성이 강한 기관이다.

공기업 상장의 목적은 ‘정부재정 확충, 자본시장 활성화, 소득재분배, 민영화, 재무구조 개선, 경영효율화 및 경영투명성 제고’ 등 다양하지만(손지은, 2018), 결과적으로 기업가치가 주식시장에서 평가되기 때문에 높은 기업성을 갖고 재무위험에 민감할 수밖에 없는 공통점을 지닌다.

본 연구에서는 기업의 위기상황을 나타낼 수 있는 객관적 지표인 재무지표를 독립변수로 하였으며, 이때 장기적인 재무위험을 나타내는 지표인 부채비율과 단기적인 재무위험을 나타내는 지표인 당기순이익을 모두 활용함으로써 장·단기에 걸친 재무위험 요소에 대한 이사회 활동을 실증적으로 분석하고자 했다. 또한, 절대적인 수치보다는 상대적 수치인 분기별 증감 데이터를 활용하여 이사회의 활동에 대한 시차적 요인을 반영하고 했다.

이사회 활동에 대한 측정은 양적 측면과 질적 측면으로 구분하여 분석

하고자 했다. 양적 측면을 측정하는 지표로는 이사회 회의수, 의결안수, 보고건수 등의 지표가 대표적인데 이사회 회의가 거의 매월 개최되는 것을 감안하여 회의수 지표는 제외하고 ‘의결안수+보고건수’를 합산한 지표를 활용하고자 한다. 질적 측면에서는 이사회에 올라온 안건에 대한 활발한 논의가 있었음을 확인할 수 있는 ‘수정의결률’을 지표로 활용하여 활동성을 측정하고자 한다. 이 또한 독립변수와 마찬가지로 분기별 증감수치를 통해 시차적 요인을 반영하고자 한다.

기업위기 상황에 따른 이사회 활동이 이사회 특성 및 외부요인에 의해 어떻게 변하는지를 살펴보기 위해 ‘이사회 구조’와 ‘지분 구조’에 따른 조절효과를 분석하고자 한다.

이사회 구조는 이사회 내부 구성원의 특징에 따른 내부통제 효과를 분석하기 위한 것으로 선행연구에서는 전문성과 사외이사비율 지표를 많이 활용하였는데, 전문성은 관료나 정치인을 전문가로 볼 것인가에 대한 조작적 정의에 따라 달라질 수 있어 주관적일뿐 아니라 정부에서 낙하산 인사에 대한 의심을 피하기 위해 관련 이력이 있는 인사를 넣는 경우가 많아 측정요소로서의 신빙성이 떨어질 수 있어서, 보다 객관적인 지표인 사외이사비율을 조절변수로 하였다.

지분 구조는 이사회 외부통제 효과를 분석하기 위한 것으로 상장 공기업의 이사회는 지분 비율에 따라, 즉 정부지분율이 높을수록 관료와 정치인의 통제에 따르게 되고 낮을수록 민간 또는 주주의 통제에 따르게 될 수 있다. 따라서, 정부와 민간 중 누구의 지분율이 더 높은지에 따라 재무위험에 대한 이사회 활동에 변화가 생길 수 있을 것으로 가정하여, 정부 지분율을 조절변수로 보고 분석하고자 하였다.

위 내용을 분석하기 위해 기업별 재무지표와 이사회 자료는 기획재정부 공공기관 경영정보 공개시스템(ALIO), 금융감독원 전자공시시스템(DART)에 공시된 사업보고서, 연합뉴스포맷스를 통해 직접 수집하였으며, 연구대상 기간은 8개 공기업이 모두 상장된 2010년부터 2018년까지인 9개년으로 기간별 증감을 파악하기 위해 월별, 분기별, 반기별, 연도별 통계를 모두 활용하였다.

제3절 연구의 방법

이사회에 대한 연구방법은 이사회실의 실질적 역할과 기능을 강화하기 위한 법과 제도개선 방향을 주된 연구주제로 한 ‘제도적 접근방법’과 이사회 운영과 경영성과의 상관관계를 통해 이사회 운영실태를 분석함으로써 개선방안을 도출하는 ‘실증적 접근방법’으로 나뉘는데, 본 연구는 기업위기에 대한 이사회실의 활동을 분석하는 실증적 연구에 초점을 맞추면서, 한편으로는 이사회 구조와 지분 구조에 따른 조절효과를 분석하여 제도적 개선방향에 대한 검토도 시행하고자 한다.

연구의 진행을 위해 우선 문헌조사를 통하여 이론적 논거를 마련하고, 기존 연구에서 실증적으로 분석한 변수들을 바탕으로 보다 체계적이고 합리적인 측정지표를 도출하였다.

재무위험에 대응하여 이사회가 어떤 활동을 하는지 선형혼합효과모형(Linear Mixed Effect Model)을 통해 실증적으로 분석하였으며, 자료는 이에 대한 패널데이터를 사용하고 분석에는 SPSS 통계프로그램을 활용하였다.

제2장 이론적 배경과 선행연구의 검토

제1절 이론적 배경

1. 기업지배구조

본 연구의 목적인 기업의 위기상황시 이사회에 활동에 영향을 미치는 요인을 분석하기 위해서는, 이사회를 포함한 기업지배구조가 어떻게 작동하는지에 대한 논의가 필요하다.

기업지배구조(governance)는 기업의 경영을 규율하는 메커니즘으로 소유와 경영의 분리로 인해 발생하는 대리인 비용 및 거래비용을 효율적으로 절감할 수 있는 구조를 말한다(곽채기, 2002).

기업지배구조는 기업에 대한 통제기제가 내부에 있는지, 외부에 있는지에 따라 내부지배구조와 외부지배구조로 분류할 수 있는데 정리하면 [표 2-1]과 같다.

[표 2-1] 기업지배구조의 구성요소

구 분	내부지배구조	외부지배구조
통제원리	독립성	경쟁성
기본성격	내부기구(조직규율)	외부기구(시장규율)
주요기능	직접 감시기능	간접감시기능
통제기구	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 이사 : 사내, 사외이사 ▪ 감사 : 내부, 외부감사 ▪ 기타 : 주주총회, 지주회사 경영자보상제도, 공시제도 등 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 자본시장 : 기업인수시장 ▪ 금융시장 : 은행 등 ▪ 경영자 노동시장 : 평판 ▪ 상품시장 : 진입, 퇴출 ▪ 공시제도 : 기업내용공개

<출처 : 곽채기(2002) ; 유훈(2012)를 참고하여 작성>

2. 공기업의 지배구조

공기업은 단순히 민간기업과 같은 주인-대리인 관계가 아니라 국민, 정부를 비롯한 정치권, 공기업이라는 복대리인 구조로 인하여 더욱 복잡한 양상을 보이며, ‘주인 없는 기업’으로 불릴 만큼 문제가 심각하다. 공기업의 지배구조는 아래와 같이 민간기업과 대비되는 여러 가지 특징을 지니고 있다.

1) 복대리인 구조

공기업은 앞서 말한바와 같이 지배구조 형성의 근간인 재산권과 소유주체가 명확하지 않아 대리인의 문제와 복대리인의 문제에 동시에 노출되는 복잡한 양상이 나타난다. 공기업의 경영진은 이 같은 특성으로 기업의 경영효율을 극대화해야 하는 동기나 유인을 찾기 어렵다. 따라서 기업의 실질적 경쟁력과 가치를 제고하기 보다는 본인의 이익을 추구하기 쉬워, 예산이나 인력을 확보하려는 내부성이 발생하게 된다.

1차적 소유자인 정부, 즉 관료와 정치인들은 규제와 감독을 통해 위와 같은 현상을 감시 감독해야 하지만, 본인들도 국민의 대리인에 불과하여 효율적인 감시요인을 찾기 어렵다. 오히려 관료와 정치인의 스스로의 이익을 위한 지대추구 현상이 발생하게 된다. 정부의 무리한 4대강 사업 추진으로 한국수자원공사의 재무상태가 악화된 것이 대표적인 사례로 볼 수 있다. 따라서 사실상 주인이 없어 대리인 문제가 심각한 공기업은 경영진들에 대한 감시가 필수적이기 때문에 이것이 지배구조의 중요한 과제가 된다.

2) 시장규율의 부재

민간기업에서는 외부지배구조인 경쟁과 시장규율이 중요하게 작동하는 반면, 공기업은 독점적 시장구조를 형성하고 있어 이러한 장치가 결여되

어 있다. 민간기업은 상품이 소비자의 수요나 효용을 충족시키지 못할 경우 수익을 확보할 수 없고, 시장에서 도태되므로 파산이나 피합병의 위협에 처하게 된다. 반면 공기업은 이러한 위협에 직면할 가능성이 매우 적어 자본시장에서의 기업인수합병 메커니즘이 작동하지 않는다(곽채기, 2002). 또한 공기업은 독점사업권, 연성예산의 편성 등 정부로부터 유무형의 보호를 받게 되므로 비용절감, 기술혁신 등 경영효율성 향상에 대한 유인을 찾기 어렵다.

3) 상이한 경영목적

공기업은 공익성과 수익성을 동시에 추구하여야 하는데 있어서 수익성만을 추구하는 민간기업과 구분된다. 수익성 추구 외에도 사회적 요구와 부합하는 공공성을 추구하는 공기업의 특성은 사회구성원에게 기업 활동의 혜택이 고루 미친다는 점에서 긍정적이나, 민간기업과 달리 경영의 유인체계가 불분명해짐으로써 기업지배구조 설정에서 어려움이 발생한다. 민간기업에서는 이윤극대화를 위한 동기와 시장 감시기능을 기본으로, 내부 및 외부 이해관계자들 간의 감시와 감독으로 지배구조가 형성된다. 반면 공기업은 공공이익, 사회적 가치 구현 등 사회적 요구에 대응하여 정부의 정책목표를 수행해야 한다. 이런 과정에서 민간기업과 달리 경영에 있어서 절차적 민주성, 합리성, 공공성 또한 중시되고 정부와 국민에 대한 책임을 다해야 한다는 점에서 지배구조의 설계가 다원화, 복잡화되어 있다(김준기, 2014).

3. OECD 공기업 지배구조 가이드라인

기업지배구조에 대한 관심은 국내뿐만 아니라 국제적으로 고조되어 OECD는 1999년 기업지배구조 원칙을 제정하기 이른다. 그 후 공기업과 공공부문의 특수성과 방만경영과 같은 문제로 인해, OECD는 앞서 제정

한 원칙을 토대로 공기업의 특수성을 반영한 ‘공기업 지배구조 가이드라인’을 2004년 공표하였다. 이 가이드라인은 공기업 지배구조라는 특정 영역에 대한 표준화된 원칙을 제공하고 있어, 우리나라 공기업의 지배구조를 논하는데 기준점이 될 수 있다. 가이드라인에서는 시장에서의 공기업의 역할 및 상장 공기업의 목적을 아래와 같이 제시하고 있다.

① 상업성·수익성 지향 : 공기업은 공기업 운영조건을 감안하되, 민간기업과 동일한 수준의 수익률을 올려야 한다.

② 투자접근성 향상 및 주주권리 보호 : 공기업이 상장되어 있거나 공기업 소유주 중 국가 이외의 투자자가 있는 경우, 국가와 상장 공기업은 모든 주주의 권리를 인정해야 하고 모든 주주에게 공평한 대우 및 기업 정보에 대한 동등한 접근권을 보장해야 한다.

③ 이사회 독립성 제고 : 이사회 권한을 명확히 규정하고, 이사회에 기업성과에 대한 궁극적인 책임을 부여해야 하며, 이사회는 소유주(투자자 및 정부)에 대해 완전한 책임을 져야 한다.

④ 공익성 목표 축소 : 공공정책사업 관련 비용은 국가로부터 조달되고 공시되어야 한다.

⑤ 정부 영향력 감소 : 국가의 공기업 소유권 기능은 시장규제 등 공기업 경영 환경에 영향을 미치는 다른 기능과 명확히 구분되어야 한다.

⑥ 기업의 사회적 책임 : 상장 공기업은 노동자, 채권자 및 지역사회 등 이해관계자 관계에 대해 보고해야 한다.

⑦ 투명성·정보공개 확대 : 기업공시 기준에 따른 재무·비재무를 공시해야 하며, 공공정책 추진 시 일반 주주들에게 충분한 정보를 제공해야 한다.

위 가이드라인의 ②의 내용을 살펴보면 공기업이 상장되어 있는 경우 모든 주주에 대한 동등한 접근권을 언급하고 있으며, ⑦의 내용은 상장기업과 동일한 수준의 공시를 시행하여 투명성 기준을 준수해야 함을 명시하고 있다. 이를 통해 공기업 지배구조의 개선방안으로 증시상장을 전제하고 있음을 알 수 있다. 따라서 이번 연구를 통해 국내 상장 공기업의 지배구조를 심층 분석함으로써, 공기업 지배구조의 개선에 대한 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

4. 공기업의 이사회

1) 이사회 의의

OECD에서 2004년도에 공기업 지배구조 가이드라인을 발표한 후, 당시 기획예산처는 가이드라인을 토대로 공공기관의 경영혁신을 위해 지배구조 개선하고자 노력하여, 2006년 말 ‘공공기관운영에관한법률’(이하 공운법)을 제정하였고 2007년 4월 1일부터 시행되었다. 공운법 제정 후 공공기관 지배구조를 종전과 비교하면 [표 2-2]와 같다.

[표2-2] 공운법 제정 전·후 공공기관의 내부지배구조

구 분	종 전	개 선
이사회	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 기관장 중심 체제 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 이사회 권한·책임 강화 <ul style="list-style-type: none"> - 이사회 의장 : 선임 비상임이사 - 기관장 해임건의권 보유 - 직무평가제 신설
감 사	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 실질적 감사 기능 미약 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 감사위원회 설치 ▪ 직무평가제 신설

<출처 : 공공기관 정책자문단 발족식 자료, 2007. 8 ; 이상철(2007)>

공운법 제정 후 가장 많이 개선된 부분은 기관장 권한 축소와 이사회 의 권한과 책임 강화이다. 이는 공기업 지배구조의 특수성에 기인한다. 공기업은 앞서 논의한 바와 같이 복대리인구조 및 시장규율의 부재, 상이한 경영목적 등으로 인해 외부지배구조가 작동하기 어려우며 내부지배구조 중심으로 형성되게 된다. 공기업의 내부지배구조에서 가장 중요한 역할을 이사회가 담당하기 때문에 그에 대한 권한과 책임을 강화했다고 볼 수 있다.

공기업의 이사회는 공운법 제17조에 의거 기업의 운영과 관련하여 주

요 내용을 심의, 의결하기 위하여 기관장을 포함한 사내 상임이사와, 사외의 비상임이사로 구성되는 필수기관이다. 이사회는 기관장을 포함한 15인 이내의 이사로 구성되며, 이사회 내 상임이사의 정수는 기관장을 포함하여 이사 정수의 2분의 1미만으로 정함으로써, 비상임이사의 수가 상임이사의 수보다 더 많도록 규정하여 이사회의 독립성을 제고하고자 하였다. 그리고 시장형 공기업과 자산규모가 2조원 이상인 준시장형 공기업의 이사회 의장은 선임 비상임이사가 수행하도록 함으로써 이사회 운영의 독립성을 더욱 강화하였다. 본 연구에서는 사외이사의 비율에 따른 이사회의 활동성을 분석함으로써, 상장 공기업의 사외이사 비중 확대가 기업위기시 이사회의 활동성을 촉진하는지를 실증적으로 분석하는데 그 의미가 있다고 할 수 있다.

2) 이사회의 역할

공기업 이사회는 정부에 의한 간섭을 막고 기업의 자율적 경영체제를 구축을 유도하는 것을 목적으로 한다. 즉, 이사회를 통해 심의, 의결 기능을 수행하고, 집행기능은 기업의 경영진을 중심으로 수행할 수 있도록 기능을 분리하고, 이사회 구성에 있어서는 비상임이사를 활용하여 민간의 전문성을 도입한다. 또한 기업의 내부 상임이사를 포함하게 됨으로써 합리적인 정책결정과 경영의 책임성을 높일 수 있도록 하는 것이 공기업 이사회의 존재의 이유라고 할 수 있다. 따라서 이사회의 합리적인 구성과 효율적인 운영은 공기업의 대리인 비용을 낮추고 경영성과를 제고시킬 수 있는 중요한 요인이 된다(곽채기, 2008).

Johnson, Daily & Ellstrand(1996)는 이사회의 기능과 관련하여 이사회의 기능을 아래와 같이 통제, 서비스, 자원접근의 세 가지로 분류하여 설명한다.

첫째, 통제 기능은 대리인 이론에서 강조되는 기능으로 전략적 의사결정은 경영자에게 위임하는 대신, 이사회에서 경영자의 의사결정과 그 성

과에 대한 의사결정 통제를 행사하게 함으로써 대리인 비용을 낮추는 것을 강조한다. 이러한 기능의 수행은 이사회 독립성 확보를 전제로 한다.

둘째, 서비스 기능은 최고경영자에게 조언을 하는 이사회 기능이다. 이러한 서비스 기능은 관리적 측면에서의 의사결정 뿐만 아니라 전략적 의사결정에 대해서도 이루어지기도 한다.

셋째, 자원접근 기능은 이사회를 통해 경영자가 기업 성공에 필수적인 자본, 기업 파트너십 등의 필수적인 자원을 획득할 수 있도록 도움을 주는 기능이다.

5. 기업 위기 상황시 이사회 역할

기업의 위험은 크게 영업위험과 재무위험으로 구분된다(신중섭, 2014). 영업위험은 투자의사결정에 따르는 영업이익의 불확실성을 의미하고, 재무위험은 기업의 부채 사용 등으로 인하여 이익의 분산이 증감함에 따른 위험이다. 부채사용은 자기자본순이익률이 증가되어 기업의 가치를 향상시키기도 하지만, 자기자본순이익률의 변동성이 커짐으로써 기업의 재무 위험이 증가되어 가치를 하락시키기도 한다.

특히 공공부문에서의 재무위험 지표인 과도한 부채사용은 국가가 국민에게 재정적 부담으로 주기 때문에, 박근혜 정권을 시작으로 최근 10년간 지속적으로 이슈화되고 있으며 이는 우리나라에 국한되는 것이 아니라 세계 각국에서도 마찬가지이다. 박근혜 정부 당시 대대적인 공공기관 부채감축 노력으로 2014년부터 이어져온 부채 감소세가 2018년부터 증가로 전환한데 이어, 2019~2023년 공공기관 중장기 재무관리계획에 따르면 한전을 포함한 39개 공공기관 부채는 2019년 498.9조원에서 2023년에는 586.3조원으로 약 87.4조원 증가할 것으로 전망되고 있어서, 공공기관 부채감축 관리는 여전히 중요한 지표로 사용되고 있다.

기업에 있어서 지배구조의 불안정한 상태는 심각한 문제를 야기하며

이는 기업의 실적에 영향을 미치게 된다. 특히 재무위험과 같은 위기상황에서 CEO와 이사회 등 지배구조의 균형여부는 기업의 존폐에 크게 영향을 미칠 만큼 중요한 요소라는 것에 대한 다양한 연구가 존재한다(Boyd, 1994; Weisbach, 1988). 또한, 기업이 처한 환경에 따라 바람직한 지배구조가 존재하게 된다. 예를 들어 기업이 정상적으로 운영되는 상황에서는 경영진인 CEO와 감시통제 역할을 하는 이사회와의 힘의 균형이 중요한 반면, 기업의 환경이 급변하고 위기에 대한 빠른 대응이 필요한 경우에는 CEO가 빠른 결정을 통해 효율적으로 경영을 할 수 있는 최소한의 이사회가 바람직할 수 있을 것이다(Dowell, 2011).

이사회는 기업이 위기에 처했을 때 최고 의사결정기구로서 이를 극복하는데 중요한 역할을 수행한다. 이승준(2010)은 1997년 외환위기를 통해 우리나라 기업지배구조에 대한 성찰의 결과, 사외이사제도가 도입되고 활성화되는 큰 변화를 겪었으며, 2008년 글로벌 금융위기를 통해 경영진의 의사결정을 견제하고 감시해야 하는 이사회와 독립성이 문제점으로 대두되는 등 기업 위기시 이사회와 중요성은 더욱 부각되어 왔다고 보았다. 뿐만 아니라 조성순(2016)에 의하면 글로벌 금융위기 기간 동안 경영자의 의사결정이 왜곡될 가능성이 높지만 이를 감시함과 동시에 경영 노하우를 제공할 수 있는 이사회가 제대로 운영되는 기업일수록 효율적인 의사결정을 할 수 있어 해당기업의 추가하락 정도가 유의적으로 낮다고 한바 있다. 이처럼 기업에 있어서 이사회는 외부 환경에 의한 위기 대응의 핵심주체로 볼 있다.

본 연구에서는 상장 공기업의 위기상황 발생시 이사회와 이러한 기능들이 원활하게 이뤄지고 있는지를, 보고·의결안건수와 수정의결률을 변수로 활용하여, 실증적으로 분석하는데 그 의미가 있다.

제2절 선행연구의 검토

1. 공기업의 지배구조 개선에 관한 연구

공기업의 지배구조에 관한 연구는 복대리인 문제와 공공성과 시장성을 동시에 추구하는 공기업의 태생적인 문제를 어떻게 최소화 할 수 있을지에 대한 논의를 중심으로 전개되어 왔다. 다수의 연구에서 OECD 가이드라인과 마찬가지로 정부의 직접통제를 늘리기 보다는, 자율적인 책임경영과 통제시스템을 강화함으로써 기업의 효율성과 투명성을 제고하는 방향을 강조하였다.

곽채기(2002)는 당시의 정부투자기관의 지배구조가 외형적으로 상당히 선진화된 모습을 갖추고 있음에도 주무부처의 경영개입, 낙하산 인사, 이사회 운영의 실효성 부족 등의 문제점이 지속적으로 나타나고 있는 것은 제도가 당초의 취지대로 운영되지 않고 있거나, 제도 외적인 비공식적인 요소들이 공기업 경영에 끼어들고 있기 때문이라고 지적하면서, 새로운 제도를 도입하기에 앞서 현행 제도들을 당초 취지대로 운영토록 하는 것이 더 중요함을 강조하였다.

선우석호(2005)는 OECD 공기업 지배구조 가이드 라인을 상세히 분석하여 우리 공기업 지배구조에서의 정책적 시사점을 도출하였다. 기업의 지배구조는 각 나라마다 기업이 처한 경영 및 사회환경에 따라 달리 할 수 있다. 공기업의 경우도 민간 기업의 경우와 마찬가지로 역사적 관점과 환경요인에 크게 지배받으므로, 가이드라인의 도입여부는 비용과 효익의 관점에서 수용 여부를 검토하면서 결정해야 한다고 보았다. 그럼에도 불구하고 공기업의 좋은 지배구조는 구매자에게 공기업보다 매력적이게 만들고 기업가치를 높일 수 있는 민영화의 선행조건이 된다고 말하면서, 공기업의 소유주이면서 동시에 공정한 경쟁 환경을 조성하여야 하는 정부의 역할, 주주와 이해관계자에 대한 공기업의 책임성, 공기업 이사회의 역할 등에 대해 언급하고 있다.

조택(2007)은 기업 내외부의 지배구조는 기업 내외부의 다양한 이해관계자 간에 견제와 균형이 이루어지도록 함으로써 조정하고 통제하는 역할을 한다고 하면서, 지배구조가 제대로 작동하기 위해서는 내부지배구조에서는 이사회 및 감사의 독립성, 경영진의 자율성 확보가 중요하며 외부지배구조에서는 시장에서의 경쟁성을 대신해 주는 기관신설심사, 기능적정성 심사, 경영공시제도 등의 중요성을 강조 했다. 그러면서 공운법은 공공기관의 소유권을 명확히 하고 내부적으로는 경영진과 이사회·감사 간의 견제와 균형을 도모하고 외부적으로는 기관 신설 심사와 기능적정성 심사, 경영공시, 경영평가 등을 통하여 시장기능을 대체하도록 하여 효율성과 공공성을 달성하려고 하고 있다고 하면서도, 실제 성과는 앞으로의 실천 즉 이사회와 활동에 달려있음을 강조하였다.

김원기·박성진(2008)은 주식회사의 지배구조를 모델로, 법적인 관점에서 공기업의 지배구조 개선관련 문제점과 대안을 논의하였다. 연구에 따르면 정부는 공기업의 도덕적 해이를 지적하고 있지만 오히려 독점적 지배권을 행사하는 정부의 책임이 크다. 지배구조 개선을 위해 소유권 측면에서는 공공기관운영위원회 등 복잡하고 불투명한 구조를 개선하고, 부처 이기주의를 감소시켜 국민에 대한 책임성을 강화하며, 내부적으로는 기관장을 효과적으로 감시, 견제할 수 있는 독립적인 이사회가 확립이 필요하다고 결론 내리고 있다. 그리고 실질적인 이사회와 지배구조 투명성 달성을 위해서는 지배구조의 핵심 기구인 공공기관운영위원회의 구성과 운영방안이 획기적으로 개선되어야 함을 강조하였다.

유민수(2010)는 공기업 지배구조를 엄격히 규제하고 끊임없이 제도개선을 해왔음에도 불구하고 위법행위와 도덕적 해이 사례가 근절되지 않는 것은 지배구조의 문제가 사람과 조직의 문제라는 점을 소홀히 하였기 때문이라고 보았다. 아무리 엄격한 제도를 만들고 규제한다고 하여도 기업 스스로 준수할 의사가 가장 중요하다고 하면서, 새로운 제제 수단을 도입하는 것보다는 기업 스스로 규제를 준수할 수 있도록 해야 한다고 하였다. 즉 자율성을 기본틀로 한 지배구조의 구축과 이를 스스로 실천할 수 있는 여건이 만들어져야 함을 강조하였다.

선행연구들은 공통적으로 정부로부터의 자율성을 확보하고, 국민으로부터의 책임성을 강화할 것을 공기업 지배구조의 개선방향으로 보고 있다. 그리고 공운법 제정 이후 제도가 선진화됐음은 공감하면서도 제도가 취지에 맞게 시행되고 있는지에 대한 의문을 제기하면서, 실천이 중요함을 강조하였다.

2. 공기업의 이사회에 관한 연구

앞서 살펴본 공기업의 지배구조에 대한 선행연구에서 그 역할이 가장 강조된 것은 내부지배구조의 핵심인 이사회였다. 법적·제도적으로는 정부와 이사회가 분리되어 있으나, 이사회 의결사항과 상임이사의 임면, 공운위의 운영 등에 정부는 실질적으로 깊게 관여하고 있다. 그럼에도 불구하고 공기업 이사회 역할의 중요성으로 인해 관련 연구는 지속되어 왔다.

김준기(2005)는 공기업 이사회 문제점을 이사회 구성, 이사회 운영, 이사회 평가, 이사진 인력관리의 측면에서 비판하며 개선방향을 제시하였다. 이사회 제도의 활성화를 위해 비상임이사의 비중 확대, 전문성 강화, 참여 인센티브 제공 등을 제도화함으로써 이사회가 정부와 국민의 충실한 대리인으로서 기관의 경영에 적절한 감독과 통제를 수행할 수 있도록 하여야 한다고 제안하였다.

곽채기(2008)는 공기업 이사회 존재 목적으로 정부의 지나친 개입과 간섭을 막고 기업의 경영진을 중심으로 자율적인 경영체제를 구축할 수 있도록 유도하는 데 있다고 한다. 세부적으로는 이사회를 통해 심의·의결기능과 이러한 기관의 경영의사 결정사항을 수행하는 집행기능을 분리시키고, 이사회 구성에 있어서는 민간 전문가를 활용하는 등 비상임이사를 활용할 수 있도록 한다. 기관의 집행업무는 상임이사를 중심으로 수행하게 되는데, 이러한 상임이사를 이사회 구성에 참여시킴으로서 합리적이고 현실적인 정책결정을 유도하고 책임성을 확보할 수 있다고 보고 있다. 즉, 이사회를 합리적으로 구성하고 효율적으로 운영하는 것이 공기

업의 대리인 비용을 최소화 하고 경영성과를 제고할 수 있도록 하는 중요한 요인이 됨을 알 수 있다.

신진영(2013)의 연구에 의하면 정부가 국민의 대리인으로서 주무부처, 정당 등의 이익에 우선하는 정치화가 발생할 소지가 있는 반면 시장의 인수 합병 같은 외부 견제와 감시기능이 작동하기 어렵기 때문에 이러한 것을 통제하기가 곤란하다는 점을 들어 비상임이사 역할의 중요성을 강조하고 있다. 따라서 이사회가 독립적이고 자율적인 운영을 위해 민간기업의 사외이사 요건에 준하는 자격을 지닌 인사로 제한하는 것이 바람직하며, 독립적 사외이사가 다수가 되는 이사회가 경영진을 견제 및 감시하고 정부로부터 자율성을 확보하는 한편, 비상임이사의 역할을 강화해야 함을 강조하고 있다.

선행연구들에서는 공기업의 대리인 구조적 특성으로 외부지배구조인 시장기제의 감시가 적용되지 않음으로 인해, 이사회 역할이 더욱 중요함을 강조하고 있다. 한편, 이사회 제도의 활성화를 위한 요소로서 비상임이사의 비중 증대, 전문성 강화를 공통적으로 제시하고 있다.

3. 공기업 이사회 구조와 경영성과간의 관계에 대한 연구

선진 제도인 OECD 공기업 지배구조 가이드라인을 반영한 공운법이 도입되면서 공기업의 이사회 운영구조가 선진화 되었고, 이에 근거한 이사회 구조가 경영성과에 어떻게 영향을 미치는지에 대한 실증적 연구가 지속적으로 이루어져 왔다. 이 연구는 이사회 구조에 대한 조작적 정의를 통해 사외이사비율, 이사회 규모 등을 독립변수로 설정하고, 정부 경영평가 실적이나 재무성과(매출액, ROE) 등을 종속변수로 하여 그 인과관계를 분석하고 있다.

사외이사비율과 기업 성과와의 관계에 대해 분석한 연구는 연구자들에 따라 그 결과가 아래와 같이 다르게 나타난다.

<표 2-3> 사외이사비율과 기업성과와의 관계에 대한 선행연구

연구자	연구결과
Dalton et al(1998); Vafeas & Theodorou(1998)	아무 관계 없음
Hill & Snell(1988); Pearce & Zhara(1992); Byrd & Hickman(1992); Schellenger et al. (1989); 전무경·이기은(2013)	정(+) ^의 관계 있음
Morck et al.(1988); Hermalin & Weisbach(1991); Mehran(1995); Agrawal & Knoeber(1996); Laing & Weir(1999); Bhagat & Black(2001); 이서영(2018)	부(-) ^의 관계 있음

또한 소종일 등(2012)은 기업 유형을 유가증권 상장기업과 코스닥 상장기업으로 구분하여 기업 유형에 따라 사외이사비율과 기업가치의 관계가 다르게 나타난다고 주장하였다. 유가증권 상장기업의 경우 사외이사비율이 기업가치와 정(+)^의 관계를 갖는 반면, 코스닥 상장기업은 사외이사비율이 높아도 기업가치가 향상되지 않아 관계가 없었다.

이사회 규모와 기업 성과의 관계에 관해서도 사외이사비율과 같이 상반된 주장이 존재한다.

<표 2-4> 이사회 규모와 기업성과와의 관계에 대한 선행연구

연구자	연구결과
Jensen (1993) Lipton & Lorsch (1992)	이사회 규모가 커지면 비효율적이며, 이사회 규모가 커지면 대리인 문제가 발생하게 되며 이사회는 상징적이 된다.
Yermack (1996)	이사회 규모와 Tobin's Q는 부(-) ^의 관계에 있음. * Tobin's Q : 기업의 시장가치를 모든 자산대체에 소요되는 비용을 나눈값으로 기업가치 평가 대용지표
구분경, 김영규 (2011)	이사회 규모가 클수록 경영의 효율성이 높아져 정(+) ^의 관계에 있음
전무경, 이기은 (2013)	유가증권 등록기업 대상 분석 결과, 이사회 규모와 기업성과가 정(+) ^의 관계에 있음

살펴본 바와 같이 이사회 구조와 기업성과와의 관계에 대해 다양한 선행연구들

이 있지만, 연구자마다 일관되지 않은 결과를 도출하였다(Rhoades et al., 2000).

4. 이사회 활동에 영향을 미치는 요인에 관한 연구

공운법 도입에 따른 이사회 구조의 선진화로, 그간의 연구들은 앞서 살펴본 바와 같이 이사회 구조에 초점이 맞춰져서 진행되어왔으나, 사실 이사회 활동에 대해 실증적으로 살펴보는 것 또한 매우 중요하다. 이사회 활동은 다양한 요인에 의해 영향을 받게 되는데 그 요인들에 관한 선행연구들은 아래와 같다.

Vafeas(1999)는 이사회 활동의 핵심인 통제 및 감시 역할에 영향을 주는 요소로 이사회 구조 외에 다른 요소가 있고 주장하면서, 기업의 성과가 악화되거나 기업이 위험에 처할 경우 이사회 회의수가 증가하며 사외이사는 명예의 훼손을 피하기 위해 이사회 활동에 더 적극적으로 참여하게 한다고 주장하였다.

유승보(2018)는 이사회 주요기능인 기업의 경영진을 통제 및 감시하는 것이라고 보고 이사회 운영에 있어 독립적인 활동 자체가 제대로 이루어지고 있는지를 검증하였다. 독립변수로는 이사회 전문성, 활동요인, 환경요인, 내용요인을 사용하였고 종속변수는 수정의결률을 사용하였다. 분석 결과, 이사회 운영의 독립성(수정의결률)에 유의미한 상관관계가 있는 것은 이사회 구성원의 전문성으로, 독립성을 바탕으로 한 바람직한 이사회 운영을 위해서는 정치적인 임용으로부터 벗어나 전문성을 갖춘 비상임이사의 선임이 필요함을 실증적으로 확인하였다.

5. 재무위험과 이사회 역할에 대한 연구

이사회 구조와 경영성과간의 관계에 대한 연구에서 바람직한 이사회 구조에 대해 일관성 있는 결과가 나오지 않는 것에서 착안하여, 기업이 처한 상황에 따라 바람직한 이사회 구조가 다를 것이라는 새로운 가정으로 접근한 선행연구도 있다. Dowell 등(2011)은 기업이 재정위기에 처

한 상황에서 사외이사비율과 이사회 규모가 기업성장에 미치는 영향을 살펴보았다. 이 영향을 분석하기에 앞서 전제된 것은, 일반적으로 통용되는 바람직한 이사회 구조란 없으며, 기업의 특성과 처한 환경에 따라 높은 성과를 내는 이사회 구조는 다르다는 것이다. 그 결과, 기업이 처한 위기가 강한 경우 사외이사비율이 높고 이사회 규모가 작을수록 기업 성과가 향상되었는데, 저자는 사외이사가 CEO의 경영을 감시통제하고 이사회 규모가 작은 경우 빠른 의사결정이 가능하기 때문이라고 해석했다. 그러면서, 향후 이사회와 성과간의 관계에 대한 연구를 시행할 경우 특정 환경조건을 고려해야함을 강조하였다.

신중섭(2014)은 기업의 위험을 크게 영업위험과 재무위험으로 나누고, 재무위험으로 부채가 증가하고 영업실적이 저조하면 적자도산이 발생할 수 있기 때문에, 공기업에 있어서 재무위험에 대한 이사회들의 대응이 중요하다고 하였다. 또한 최근 우리나라뿐만 아니라 세계 각국에서 국가와 국민에게 재정적 부담이 되고 있는 과도한 부채사용을 재무위험 지표로 설정하였다.

따라서 공기업을 대상으로 재무위기 상황인 부채의 증가 시, 이사회가 이러한 위험에 대응하여 어떠한 활동을 하는지 분석하고, 이사회 구조가 조절변수로서 어떠한 역할을 하는지를 연구하였다. 부채비율을 독립변수로 하고, 종속변수로는 이사회들의 활동을 의미하는 이사회 회의수, 의결안수, 보고건수, 수정의결률을 사용하였으며, 이사회 구조관련 조절변수는 사외이사비율과 이사회 규모를 사용하여 분석하였다.

그 결과는 다음 세 가지로 정리할 수 있는데 첫째, 기업의 부채비율은 의결안수 및 보고건수에 부(-)의 영향을 미친 것으로 나타났다. 이 결과에 대해 연구자는 의결건수와 보고건수가 경영진이 주도하는 지표들이라는 것을 근거로, 부채가 증가하면 경영진은 이러한 상황이 이사회에 알려지는 것을 꺼려한다고 해석하였다. 둘째, 사외이사비율이 높을수록 기업의 부채비율이 수정의결률에 미치는 정(+)의 영향이 더욱 증가하였다. 이는 지배구조 개선에 있어서 사외이사비율을 확대하는 방향으로 가는

것이 바람직하다고 해석하였다. 셋째, 이사회 규모가 부채비율과 이사회 활동에 미치는 영향을 살펴보면 10%의 유의수준에서 수정의결률만 정(+)의 영향을 받는 것을 볼 수 있다. 이는 이사회 규모가 클수록 이사회가 적극적으로 대처한다고 해석하였다.

6. 선행연구와의 차별성

공기업의 이사회와 관련된 주된 선행연구는 이사회 구조의 특성에 따라 경영성과에 주는 영향에 관한 것이었으나, 연구자에 따라 상관관계가 다르게 나타나는 일관성 없는 결과를 보여줬다. 이는 이사회 구조(독립 변수)에서 경영성과(종속변수)로 이어지는 인과관계에 있어서 지나치게 많은 중간변수가 존재하기 때문인 것으로 판단된다.

이사회에 관한 선행연구들에서 간과한 또 다른 영역은 외부환경에 의하여 이사회 활동이 어떻게 변하는지에 관한 것이다. Dowell 등(2011)은 외부환경에 따라 바람직한 이사회 구조에 대해서 연구했지만, 이사회 활동에 관한 것은 고려하지 않았다. 하지만 그의 접근방식에서 착안하여 기업이 당면하는 환경의 변화에 따라 이사회 활동이 달라지고, 그에 따른 바람직한 이사회 구조를 도출할 수 있다는 것을 전제로 하였다.

따라서 본 연구는 선행연구들에서 간과하였던 외부환경의 변화와 이사회 활동에 초점을 맞춰 분석하는데 연구의 차별성이 있다. 또한 신종섭(2014)이 공기업 전체를 대상으로 재무위험시 바람직한 이사회 구조를 살펴보았던 것에서 좀 더 구체적으로, 재무 위험에 민감한 상장 공기를 대상으로 분석하고자 한다. 뿐만 아니라, 이사회 활동의 활성화를 위한 조절효과를 살펴보는 데 있어 사외이사비율과 함께 정부통제에 따른 영향을 볼 수 있는 정부지분율도 함께 분석함으로써 상장 공기업에 대한 적정한 지배구조 형태를 도출하고자 한다는 시사점이 있다.

제3장 연구설계

제1절 연구분석의 틀 및 연구가설

1. 연구분석의 틀

앞의 이론적 논의와 선행연구를 살펴본 결과 대부분의 선행연구는 대리인 이론을 기반으로 이루어져, 바람직한 이사회 구조라면 효율적으로 경영진을 통제함으로써 경영성과를 창출할 수 있다고 보았다. 그러나 선행연구들은 이사회 구조와 경영성과 간의 상관관계에 일관성 있는 연구결과를 제시하지 못했는데, 이는 그 사이에 있는 이사회 활동을 살펴보지 않았을 뿐만 아니라 환경적인 요소도 반영하지 못하였기 때문이라고 볼 수 있다.

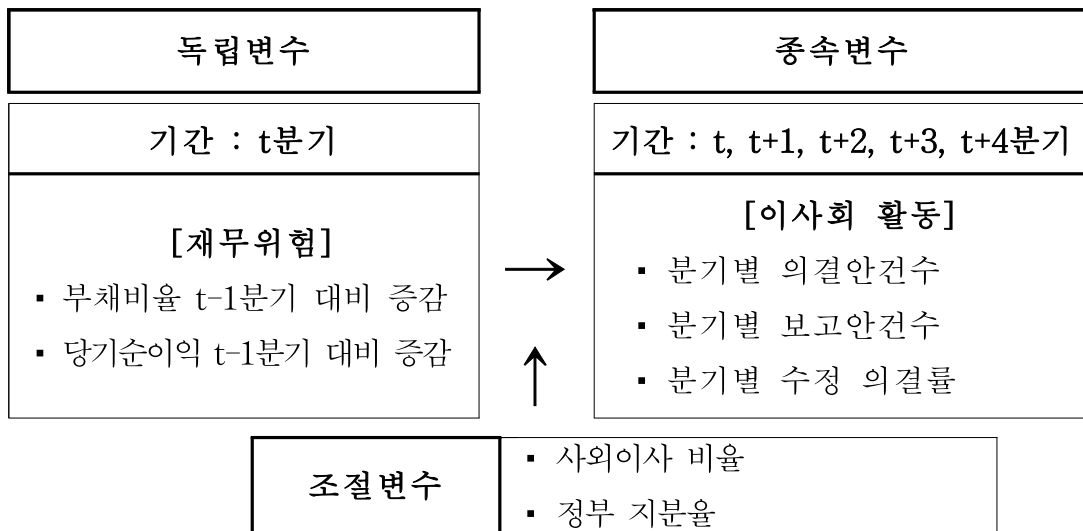
본 연구는 선행연구의 연구영역을 확장하여, 환경적인 요소 등으로 인한 재무위험 상황(부채비율 증가, 당기순이익 감소)이 이사회 활동 자체에 미치는 영향을 살펴보고, 사외이사비율과 정부지분율이 재무위험과 이사회 활동에 미치는 조절효과를 분석하여, 이사회 활동의 적극적인 활동을 촉진할 수 있는 정책적 시사점을 도출하고자 다음과 같이 변수를 정의하여 연구를 진행하였다.

먼저 종속변수는 이사회 활동으로 설정하고, 그 측정지표로 양적 측면으로는 의결안건수와 보고안건수를, 질적 측면으로는 수정의결률을 사용하였다. 독립변수는 재무위험으로 설정하고, 그 측정지표로 단기적 측면으로는 당기순이익의 증감을, 장기적 측면으로는 부채비율의 증감을 사용하였다. 또한 재무위험 상황이 닦쳤을 때 이사회가 반응하는 시차를 분석하기 위해 종속변수는 $t \sim t+4$ 분기에 걸쳐 기간별로 분석하였다.

또한, 다수의 선행연구에서 경영성과에 대해 정(+)의 관계에 있던 사외이사비율과, 정부의 통제 강도를 측정하는 지표인 정부지분율을 조절효과

로 하여 분석하고자 한다. 연구의 분석틀은 [그림 3-1]과 같다.

[그림 3-1] 연구의 분석틀



통제변수 : 자산규모, 기관연령, 상장기간, 업종

2. 연구가설

이론적 논의와 선행연구는 공기업 지배구조에서 이사회역의 역할을 강조하면서 어떤 이사회 구조가 기업성과 향상에 바람직한지를 주로 연구해 왔으나, 정부 개입이나 유가·환율의 변동 등 중간변수의 작용으로 인해 일관된 결론을 내지 못했다.

이와 같이 이사회 구조에만 집중한 선행연구들은 이사회역의 주된 활동인 통제 및 감시기능이 어떻게 이루어지는지에 대해서는 구체적으로 살펴볼 수 없었다는 한계를 지닌다. 또한, 그간의 선행연구의 결론이 불일치했다는 것에 착안하여 Dowell 등(2011)의 연구처럼 기업이 처한 상황, 즉 외부환경에 대한 고려도 필요할 것으로 보였다.

Dowell 등(2011)은 기업이 재정문제에 처한 상황에서 이사회 구조인 사외이사비율과 이사회 규모가 기업성과에 미치는 영향을 살펴본 결과, 기업이 처한 위기가 강할수록 사외이사비율이 높고, 이사회 규모가 작을

수록 기업성과가 향상된다고 하였다.

신종섭(2014)은 공기업의 부채비율은 의결안수와 보고건수에 부(-)의 영향을 미쳤다고 하면서, 이는 공기업의 부채가 증가하면 경영진은 이러한 상황이 이사회에 알려지는 것을 꺼려한다고 해석하였다.

하지만 이사회는 기업의 주요 정책에 관해 의사결정을 하기 때문에 외부 환경에 대해 민감하게 반응해야 하며, 기업의 위험 상황에서 그 중요성은 더욱 부각된다. 실제로 한국전력공사의 소액주주들은 2011년 이사회가 적극적으로 전기요금 인상을 시도하지 않아 회사에 손해를 입었다고 주장하며 당시 한전 사장을 상대로 주주대표소송을 제기한 바 있는데, 이는 경영악화로 인해 당기손익이 감소하고 부채가 증가하고 있음에도 사장을 비롯한 경영진이 제 역할을 하지 못한 것에 대한 소송으로, 기업 위기시 이사회 역할이 더욱 중요함을 보여주는 대표적인 사례이다.

따라서, 앞서 살펴본 신종섭(2014)의 연구결과와는 달리 본 연구에서는 시장성이 강한 상장 공기업은 재무위험에 처했을 때 이사회 활동이 활발해진다고 보고 다음과 같은 가설을 설정하였다.

[가설 1] 상장 공기업의 재무상황 악화는 이사회 활동에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.
--

또한, 재무상황 악화시 이사회가 얼마나 빠르게 대응하는지를 살펴보고자 다음과 같은 가설을 설정하였다.

[가설 2] 상장 공기업의 재무상황 악화는 시차를 두고 이사회 활동에 영향을 미칠 것이다.

- | |
|---|
| 2-1. 상장 공기업의 재무상황 악화는 t+1분기 이사회 활동에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. |
| 2-2. 상장 공기업의 재무상황 악화는 t+2분기 이사회 활동에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. |
| 2-3. 상장 공기업의 재무상황 악화는 t+3분기 이사회 활동에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. |
| 2-4. 상장 공기업의 재무상황 악화는 t+4분기 이사회 활동에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. |

이사회 구조는 주로 사외이사비율과 이사회 규모로 측정되는데, Dowell 등(2011)은 기업이 재정 문제에 처했을 때 이사회 구조 중에서 사외이사비율과 이사회 규모가 중요하다고 강조하였다.

사외이사비율은 이사회 독립성을 제고하여 주주의 이익을 보호하는 이사회 구조적 변수로서 논의되어 왔는데(이동기·조용곤, 2001; Klein, 2002), Mintzberg(1973)은 공기업의 사외이사는 경영자가 주요 주주인 사기업의 사외이사보다 더욱 활발히 의사결정에 참여하는 경향이 있다고 보았다. 신종섭(2014)은 공기업을 대상으로 한 연구에서 부채비율과 수정의결률의 관계에 사외이사비율이 조절변수로서 유의하게 정(+)의 영향을 주는 것으로 분석되었다.

박정수(2010)는 우리나라 출자기관들을 대상으로 상장 여부 및 정부, 공적 소유지분이 경영성과에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과, 공기업의 상장은 정부관료제의 경직성을 극복하는데 도움이 되어 경영성과의 개선으로 나타났고, 정부 등 공적 지분율의 증가가 경영성과의 하락으로 나타난 바 있다.

따라서 본 연구는 상장 공기업의 재무상황 악화와 이사회 활동과의 관계에 대한 사외이사비율과 정부지분율의 조절효과와 관련하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

[가설 3] 사외이사비율과 정부지분율이 높을수록, 상장 공기업의 재무상황 악화가 이사회 활동에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

3-1. 사외이사비율과 정부지분율이 높을수록, 부채비율의 증가가 이사회 활동에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

3-2. 사외이사비율과 정부지분율이 높을수록, 당기순이익의 증가가 이사회 활동에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

제2절 변수의 개념적 정의와 조작화

1. 독립변수 (재무위험)

본 연구의 독립변수는 공기업임에도 불구하고 기업가치를 시장에서 평가받는 상장 공기업을 대상으로 하기 때문에, 상장 공기업이 민감할 수 있는 기업위기 상황을 재무위험으로 정의하고 변수를 부채비율과 당기순이익의 증감으로 선정하였다.

신종섭(2014)는 기업의 위기상황에 대한 독립변수를 부채비율로만 보았는데, 이는 기간에 따른 변동이 크지 않아 장기 위험에 대한 요소로 볼 수 있기 때문에, 단기 재무위험 요소로서 당기순이익을 추가로 선정하였다. 또한 재무위험 요소는 재무지표의 절대적 수치가 아닌 상대적 변동을 통해 감지되기 때문에 두 가지 변수의 증감을 변수로 활용하였다.

공기업의 부채는 파산 등 위험 상황에서는 재무위험을 야기할 수 있어서 매우 중요하며, 공기업별로 자본과 부채 금액의 규모에 차이가 있을 수 밖에 없기 때문에 부채비율을 살펴보았다. 여기서 부채비율은 각 기업의 회계연도말 재무상태표 상의 총부채/총자본의 비율을 사용하고자 한다.

당기순이익은 이자비용이나 법인세 등 각종 비용을 모두 차감한 잔여이익의 개념으로 주주에게 귀속되기 때문에 이에 대한 증감을 상장 공기업의 재무위험에 대한 측정요소로 활용하고 한다.

2. 종속변수 (이사회 활동성)

본 연구의 종속변수는 공기업 최고 의사결정기구로서 경영자를 감시하고 통제하는 핵심 기구인 이사회에 관한 것이다. 이사회 활동과 관련된 지표는 양적 측면과 질적 측면으로 구분할 수 있다.

양적 지표에는 이사회 개최횟수, 의결건수, 보고건수 등이 있다. 대부분의 공기업이 거의 매월 이사회를 개최하므로 이사회 개최횟수는 제외하고 의결건수와 보고건수를 합산한 것의 증감을 이사회 활동의 양적 측

면의 변수로 정의하였다.

질적 지표에는 수정의결률, 심의시간 등이 있는데, 공기업에 따라서 사외이사에게 안건에 대한 사전설명을 시행하는지 여부에 따라 심의시간의 변동폭이 커지므로 심의시간은 관련 변수에서 제외하였다. 김준기(2014)에 따르면 이사회 질적 성장에 대한 필요성을 강조하면서 이사회 가장 중요한 기능은 기관장에 대한 견제성과를 나타내는 수정의결 이상의 비중이라고 하고 있다. 따라서, 이사회 상정 안건에 대한 수정의결 이상(수정, 부결 등)의 비중, 즉 수정의결률의 증감을 이사회 활동에 대한 질적 측면에 해당하는 변수로 정의하였다.

3. 조절변수

이사회 구조는 주로 사외이사비율과 이사회 규모로 측정되는데, Dowell 등(2011)은 기업이 재정 문제에 처했을 때 이사회 구조 중에서 사외이사비율과 이사회 규모가 중요하다고 강조하였고, 여기서 사외이사비율은 이사회 독립성을 제고하여 주주의 이익을 보호하는 이사회 구조적 변수로 논의되었다. 따라서 상장 공기업에서의 이사회 적극적 활동을 위한 바람직한 이사회 구조를 검토하고자, 사외이사비율에 따른 이사회 활동의 조절효과를 분석하고 한다.

박정수(2010)는 우리나라 출자기관을 대상으로 상장 여부 및 공적 소유지분이 경영성과에 미치는 영향을 분석한바 있는데, 그 결과 공기업의 상장은 정부관료제의 경직성을 극복하는데 도움이 되어 경영성과의 개선으로 나타났고, 공적 지분율을 증가가 경영성과의 하락으로 나타났다. 따라서, 본 연구에서는 공적 지분율의 증가가 정부의 통제 및 간섭의 강화로 이어져서, 결국 이사회 활동이 경직될 수 있을 것으로 보고, 상장 공기업에서의 이사회 적극적 활동을 위한 지분 구조를 검토하고자, 정부 지분율에 따른 이사회 활동의 조절효과를 분석하고자 한다.

사외이사비율은 전체 이사 중 사외이사의 비중로 하고, 정부지분율은 전체 지분 중 정부 및 공적 지분(산업은행, 국민연금 등)의 비중으로 한다.

4. 통제변수

기업의 규모와 연령에 따른 기업별 차이로 인한 오류가 존재할 수 있기 때문에 규모변수의 대표인 자산규모와 기관연령·상장기간을, 그리고 동일한 상장 공기업이라고 하더라도 업종의 특성에 따라 차이가 클 수 있어 업종을 통제변수로 설정하였다.

한국전력공사를 비롯한 개별 공기업은 발전자회사와 같은 다양한 자회사를 보유하고 있음에도 불구하고 그에 대한 이사회 통제 권한은 미미하여 연결기준에 의한 재무제표 활용시 기관 고유의 특성 등이 왜곡될 수 있으므로 별도 기준으로 작성된 재무제표를 활용하여 측정의 정합성을 제고하였다.

[표 3-1] 변수명 및 측정단위

구 분	변 수 명		측정단위
독립변수	재무	부채비율 증감률 루트	%
	위험	당기순이익 증감률 루트	%
종속변수	이사회 활동	의결안건수	건
		보고안건수	건
		수정의결률	%
조절변수	사외이사비율		%
	정부지분율		%
통제변수	자산규모		백만원
	기관연령		year
	상장기간		year
	업종		에너지, 관광, 금융 (dummy)

제3절 자료의 수집 및 분석방법

자료의 수집 대상은 공공기관 중 한국거래소에 주식이 상장된 8개 기관으로 2017년 말 기준 일반현황은 표[3-2]과 같다.

자료는 8개 대상 기업의 9년간(2010~2018년)의 분기별 이사회 운영 결과와 재무제표로 하며, 기획재정부 공공기관 경영정보 공개 시스템(ALIO), 금융감독원 전자공시시스템(DART)에 공시된 사업보고서, 연합인포맥스를 통해 직접 수집하였다. 연구모형의 영향관계를 파악하고 연구가설을 검증하기 위해 부채비율의 증감과 당기손익의 증감을 독립변수로, 당해 기업의 이사회 의결 및 보고안건수와 수정의결률을 종속변수로, 사외이사비율과 정부지분율을 조절변수로 활용하였다.

수집된 패널데이터 분석은 SPSS 통계 프로그램을 활용하였다. 먼저 변수의 특성을 확인하기 위해 기초통계 분석을 시행하고, 독립변수간의 다중공선성을 확인하기 위해 상관관계 분석을 시행하였으며, 종속변수에 대한 독립변수의 영향을 패널회귀분석을 통해 검증하였다.

[표 3-2] 연구대상 상장 공기업 일반현황 (2019년 기준, 출처: DART)

기관명	목적사업	상장	지분구조* (%)		재무현황 (백억원)	
			정	지	자산	순이익
한국전력	전기판매, 전력자원개발	'89.08	정 18.20 공 39.06	지 - 일 42.74	10,981	△259
가스공사	가스도입 및 판매	'99.12	정 26.15 공 28.55	지 - 일 45.30	3,726	8
지역난방	열공급, 전기생산 및 판매	'10.01	정 34.55 공 30.08	지 10.37 일 25.00	589	△3
강원랜드	카지노, 호텔 레저	'03.09	정 - 공 46.97	지 - 일 53.03	444	34
그랜드코리아레저	카지노	'09.11	정 - 공 61.81	지 - 일 38.19	91	7
한전기술	발전설비설계	'09.12	정 - 공 72.51	지 - 일 27.49	74	3
한전KPS	전력설비 운전 및 정비	'07.12	정 - 공 59.17	지 - 일 40.83	136	16
기업은행	여신전문금융, 금융투자	'03.12	정 51.80 공 9.41	지 - 일 38.79	29,477	139

* 정 대한민국정부, 지 지방자치단체, 공 공공기관, 일 일반주주(외국인포함)

본 연구에서는 총 8개 상장 공기업의 9개년간 자료를 토대로 재무위험과 이사회 활동과의 관계를 분석하였다. 구성된 자료는 대상기간 동안의 시계열 관측값과 기업간 횡단면 관측값이 결합된 패널데이터이므로 패널 분석모형을 통해 연구결과를 도출하였다. 이처럼 패널데이터 분석을 하는 이유는 횡단면 연구에서의 정적인 관계 추정뿐만 아니라 반복적인 발생으로 관찰 가능한 동적인 관계를 동시에 추정할 수 있으므로, 그러한 변동성까지 연구모형에 포함시킬 수 있기 때문이다.

패널분석모형에는 고정효과모델(Fixed Effects Model)과 확률효과모델(Random Effects Model), 합동 OLS모델(Pooled OLS Model) 등이 있는데 본 연구대상 패널자료는 동일한 기업 내에서 분석대상 포괄기간에 대해 시차없이 추출하였기 때문에, 대상기업의 고유한 특성을 고려하지 못하는 합동 OLS 모델은 추정 편의가 발생할 수 있으므로 분석에 활용하지 않았다.

고정효과모델과 확률효과모델은 패널 선형회귀모형에서 오차항을 고정효과로 볼 것인지, 확률효과로 볼 것인지에 따라 추정방법이 달라지는데 이를 판단하는 중요한 기준은 패널데이터 개체의 특성에 대한 추론이다. 패널 개체들이 모집단에서 무작위하게 추출된 표본에 가깝다면 오차항은 확률분포를 따른다고 가정할 수 있지만, 무작위 표본이 아닌 모집단 그 자체를 반영한다면 확률분포를 따른다고 할 수 없다(민인식·최필선, 2009). 따라서 본 연구의 대상은 상장한 공기업 전체에 대한 자료로 무작위 표본보다는 모집단 자체에 가깝다고 볼 수 있어 고정효과모델이 적합할 것으로 판단하였다.

계량적으로는 하우스만 검정을 이용하여 추정모형의 적합성을 검정할 수 있다. 고정효과모델과 확률효과모델 각각의 추정량이 서로 유사한 결과를 얻게 된다면, 추정결과에 체계적 차이가 존재하지 않으므로 확률효과 모델이 더 적합하다고 판단하며, 반대로 하우스만 검정에서 두 모델의 오차항 차이가 통계적으로 유의하게 존재한다면 확률효과모델을 통한 추정량은 일치추정량이 아니라고 간주되며 오차항에 체계적 차이가 존재한다고 판단 가능하므로 고정효과모델이 더 적합하다고 볼 수 있다.

[표 3-3] 고정효과 패널분석 모형

$$Y_i = \alpha + \sum_{k=1}^k \beta_{kit} \chi_k + \mu_i + \epsilon_i$$

① k : 독립변수의 개수

- 기본모형 3개 (독립변수 2개, 통제변수 1개)

- 독립변수 : 부채비율 증감률, 당기순이익 증감률
- 통제변수 : 자산규모

- 조절효과모형 6개 (독립변수 3개, 조절변수 2개, 통제변수1개)

- 조절변수 : 사외이사비율, 정부지분율

② i : 횡단관측치 (8개 기업)

③ t : 시계열관측치(9개 연도, 2010년~2018년)

④ μ : 오차항 (관측불가능한 오차)

⑤ ϵ : 교란항 (개별효과에 따른 오차)

본 연구의 재무위험과 이사회 활동과의 관계에서 더 중요하게 설명하고자 하는 것은 집단간(between) 변이가 아니라 집단내(within) 변이이므로, 집단내 변이에 대한 추정이 더 적합한 고정효과모형을 분석모형으로 활용하였으며, 분석모형은 아래와 같다.

제 4 장 실증연구 분석결과

제 1 절 데이터의 특성 및 기초통계

1. 기초통계량 분석

1) 독립변수

상장 공기기업의 재무위험을 나타내는 독립변수는 부채비율 증감률과 당기순이익 증감률을 조작적 정의 하였으며, 9년간(2010년~2018년) 8개 연구대상 기관의 분기별 수치인 280건의 데이터를 표본수로 하였다. 이에 따라 독립변수를 대상으로 기술통계량 분석을 시행한 결과는 다음과 같다.

[표 4-1] 독립변수 기초통계량

변 수	관측수	평균	표준편차	최소값	최대값
부채비율 증감률	280	2.12%	27.57%	-57.56%	276.39%
부채비율 증감률 루트	280	7.58	1.61	0.66	18.29
당기순이익 증감률	280	-43.61%	903.58%	-9267.92%	2212.09%
당기순이익 증감률 루트	280	95.72	7.82	0.27	107.15

부채비율 증감률 평균은 2.12%이고 표준편차는 27.57%이며, 한전KPS가 2010년도 4분기에 27%였던 부채비율이 2011년도 1분기에 102%로 대폭 증가하면서 부채비율 증감률 최대값인 276.39%를 기록하였으며, 강원랜드가 2011년 1분기 36%였던 부채비율이 2011년 2분기에 15%로 감소하면서 부채비율 증감률 최소값인 57.56%를 기록하였다.

당기순이익 증감률 평균은 -43.61%이고 표준편차는 903.58%이며, 한전KPS가 2016년 4분기에 1,257백만원이었던 당기순이익이 2017년 1분기

에 29,063백만원으로 증가하면서 당기순이익 증감률은 최대값인 2212.09%를 기록하였으며, 한전은 2011년 3분기에 17,222백만원이었던 당기순이익이 -1,578,900백만원으로 감소하면서 최소값인 -9267.92%를 기록하였다.

2) 종속변수

상장 공기업의 이사회 활동을 나타내는 종속변수는 ‘의결안건수, 보고안건수, 수정의결률’로 조작적 정의하였으며, 이에 따라 종속변수를 대상으로 기술통계량 분석을 시행한 결과는 [표 4-2]에 제시된 바와 같다.

[표 4-2] 종속변수 기초통계량

변 수	관측수	평균	표준편차	최소값	최대값
의결안건수	280	9.218	4.676	0	23
보고안건수	280	3.975	3.072	0	16
수정의결률	280	5.35%	11.78%	0%	100%

주요변수의 평균을 살펴보면 의결안건수는 9.218건(SD=4.676)으로 나타났다고 보고안건수는 3.975건 (SD=3.072), 수정의결률은 5.35%(SD=11.78%)로 분석되었다.

3) 통제변수

[표 4-3] 통제변수 기초통계량

변 수	관측수	평균	표준편차	최소값	최대값
자산규모(백만원)	280	44,955,492	72,535,765	288,643	268,926,594
기관연령	280	37.864	32.226	5	120
상장기간	280	23.739	13.566	0	51
업 종	280	1.5	0.708	1	3

통제변수에 대한 기술통계를 실시한 결과는 [표4-3]에 제시된 바와 같다. 자산규모의 평균은 44,955,492백만원(SD=72535,765백만원)이며, 최대값과 최소값은 각각 268,926,594백만원, 288,643백만원이었다. 기관연령은 평균 37.864년(SD=32.226년)이었으며, 상장기간은 평균 23.739년(SD=13.566년)으로 개별 기업별로 차이가 큰 것을 알 수 있다. 그리고 업종의 경우 에너지 부문 5개(한국전력, 가스공사, 지역난방공사, 한전KPS, 한전기술), 관광부문 2개(강원랜드, 그랜드코리아레저), 금융부문 1개(기업은행) 기업으로 구성되어 있다.

4) 조절변수

상장 공기업이 이사회 활동에 영향을 미칠 때 작용하는 조절변수는 ‘사외이사비율, 정부지분율’로 하였는데, 이 때 정부지분율은 ‘정부, 지자체, 공공기관(국민연금 제외)’가 보유한 지분율로 조작적 정의하였다.

이에 따라 조절변수를 대상으로 기술통계량을 분석한 결과는 [표4-4]에 제시된 바와 같다.

[표 4-4] 조절변수 기초통계량

변 수	관측수	평균	표준편차	최소값	최대값
사외이사비율	280	59.08%	11.97%	33.33%	92.86%
정부지분율	280	57.92%	8.72%	51.00%	74.99%

사외이사비율의 평균은 59.08%(SD=11.97%)로 나타났으며, 정부지분율의 평균은 57.92%(SD=8.72%)로 분석되었고, 8개 상장 공기업 중 한전 KPS가 51%로 가장 낮으며 한국지역난방공사가 74.99%로 가장 높았다.

2. 상관관계 분석

본 연구의 주요 변수들간의 특성 및 상관관계를 확인하기 위하여 피어슨 상관관계 분석을 시행한 결과는 [표4-]와 같다.

[표 4-5] 피어슨 상관관계 분석

구분	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	1.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2	-0.053	1.0	-	-	-	-	-	-	-	-
3	0.121**	-0.103*	1.0	-	-	-	-	-	-	-
4	0.099*	0.082	0.387***	1.0	-	-	-	-	-	-
5	-0.028	-0.036	-0.098	-0.049	1.0	-	-	-	-	-
6	0.010	-0.072	0.214***	0.052	-0.144**	1.0	-	-	-	-
7	0.030	-0.226***	0.220***	-0.101*	-0.030	0.574***	1.0	-	-	-
8	0.005	0.012	-0.145**	-0.376***	-0.313***	0.615***	0.260***	1.0	-	-
9	-0.044	0.034	0.046	0.029	-0.326***	-0.191***	-0.262***	-0.453***	1.0	-
10	0.023	0.086	-0.163**	0.163***	-0.126**	0.022	-0.175***	-0.166***	-0.186***	1.0

1.부채비율 증감률 루트 2.당기순이익 증감률 루트 3.의결안건수 4.보고안건수
5. 수정의결률 6.자산규모 7.기관연령 8.상장기간 9.사외이사비율 10.정부지분율
(* : $p < 0.1$, ** : $p < 0.05$, *** : $p < 0.01$)

그 결과 독립변수인 부채비율 증감률은 의결안건수, 보고안건수와 유의한 정(+)적 상관관계를 보였고, 당기순이익 증감률은 의결안건수, 기관연령과 부(-)적 상관관계를 보였다. 종속변수인 의결안건수는 보고안건수, 자산규모, 기관연령과 정(+)적 상관관계를 상장기간, 정부지분율과는 부(-)적 상관관계를 보였으며, 보고안건수는 기관연령, 상장기간과 부(-)적 상관관계를, 정부지분율과는 정(+)적 상관관계를 보였다. 수정의결률은 자산규모, 상장기간, 사외이사비율, 정부지분율과 모두 부(-)적 관계를 보였다.

제 2 절 회귀분석 결과

1. 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향에 대한 분석결과

상장 공기업의 이사회 활동을 나타내는 ‘의결안건수, 보고안건수, 수정의결률’을 종속변수로, 재무위험을 나타내는 ‘부채비율증감률, 당기순이익증감률’을 독립변수로 하고, 자산규모·기관연령·상장기간·업종을 통제변수로 설정하여 회귀분석한 결과는 [표4-6]과 같다.

회귀계수의 유의성 검증결과, 부채비율 증감률은 의결안건수($\beta=0.102$, $p<0.1$)와 보고안건수($\beta=0.094$, $p<0.05$)에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 재무위험 징후로 부채비율의 급격히 증가하는 경우 이사회는 양적으로 활발하게 움직이면서 의결안건수와 보고안건수도 모두 증가하는 것을 알 수 있다.

이는 공기업 부채비율이 의결안건수 및 보고건수에 부(-)의 영향을 미친다는 신중섭(2014)의 주장과 반대되는 결과로, 신중섭은 공기업의 부채가 증가하면 경영진이 이러한 상황이 이사회에 알려지는 것을 꺼려해서 보고, 의결건수가 감소한다고 해석하였다. 그러나 본 연구에서는 공기업의 부채가 증가하면 경영진이 적극적으로 이 사실을 알리고 대응하려고 노력하여 보고건수와 의결안건수가 증가한다고 해석할 수 있다. 이러한 차이는 신중섭은 국내 모든 공기업을 대상으로 연구하였고 본 논문은 상장 공기업만을 대상으로 연구한 것에서 기인한다고 볼 수 있다. 따라서 일반 공기업보다는 상장 공기업의 이사회가 주주의 견제를 받기 때문에 기업의 재무위험에 민감하게 반응한다고 해석할 수 있다.

그러나 부채비율의 증감은 이사회 의사결정률에는 유의한 영향이 없는 것으로 확인되었다. 분석결과와 같이 상장 공기업이 부채비율에 민감하게 반응한 것은 박근혜 정부 시절 공공기관 경영개혁의 일환으로 대대적인 부채감축을 시행함으로써, 대규모 사업조정, 불필요 자산 매각 등을 위한 이사회 의결 또는 보고 안건이 증가한 것도 일부 기인한다고 볼 수 있다.

다른 독립변수인 당기순이익 증감률은 모든 종속변수에 유의미한 영향을

미치지 않는 것으로 확인되었는데, 이는 공기업은 판매가격을 시장의 논리에 따라 조정할 수 있는 권한이 없어 당기순이익의 감소가 인지되더라도 이사회에서 취할 수 있는 조치가 없기 때문인 것으로 판단된다.

[표 4-6] 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향

종속변수	독립변수	<i>B</i>	<i>S.E</i>	β	<i>t</i>	<i>p</i>
의 결 안건수	(상수)	2.103	4.675	-	0.450	0.653
	부채비율증감률 루트	0.294*	0.150	0.102	1.964	0.051
	당기순이익증감률 루트	-0.032	0.032	-0.054	-1.006	0.315
	자산규모(통제)	0.000	0.000	1.396	5.264	0.000
	에너지 여부(통제)	12.147	3.267	1.260	3.718	0.000
	관광여부(통제)	9.113	3.256	0.845	2.799	0.005
	기관연령(통제)	-0.067	0.019	-0.460	-3.464	0.001
	상장기간(통제)	-0.145	0.025	-0.420	-5.844	0.000
	$F=14.660(p<0.001), R^2=0.274, adjR^2=0.255$					
보 고 안건수	(상수)	3.320	2.727	-	1.217	0.225
	부채비율증감률 루트	0.179**	0.087	0.094	2.054	0.041
	당기순이익증감률 루트	0.027	0.019	0.067	1.425	0.155
	자산규모(통제)	0.000	0.000	0.900	3.821	0.000
	에너지 여부(통제)	1.938	1.906	0.306	1.017	0.310
	관광여부(통제)	-0.469	1.900	-0.166	-0.247	0.805
	기관연령(통제)	-0.048	0.011	-0.519	-4.401	0.000
	상장기간(통제)	-0.176	0.014	-0.777	-12.187	0.000
	$F=29.016(p<0.01), R^2=0.428, adjR^2=0.413$					
수 정 의결률	(상수)	16.713	12.656	-	1.321	0.188
	부채비율증감률 루트	-0.126	0.406	-0.017	-0.311	0.756
	당기순이익증감률 루트	-0.019	0.086	-0.013	-0.219	0.827
	자산규모(통제)	0.000	0.000	-0.187	-0.657	0.511
	에너지 여부(통제)	-7.312	8.843	-0.301	-0.827	0.409
	관광여부(통제)	0.350	8.814	0.013	0.040	0.968
	기관연령(통제)	0.089	0.052	0.244	1.706	0.089
	상장기간(통제)	-0.258	0.067	-0.297	-3.846	0.000
	$F=7.467(p<0.01), R^2=0.161, adjR^2=0.140$					

(* : $p<0.1$, ** : $p<0.05$, *** : $p<0.01$)

2. 시차에 따라 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향에 대한 분석결과

상장 공기업의 이사회 활동에 동일 기간이 아닌 분기별 시차에 따라 영향을 미치는지를 확인하기 위해, 't분기의 부채비율 증감률, 당기순이익 증감률'을 독립변수로, 't+1분기~t+4분기의 의결안건수, 보고안건수, 수정의결률을 독립변수로 하고, 자산규모, 업종, 기관연령, 상장기간을 통제변수로 설정하여 회귀분석한 결과는 [표4-7]~[표 4-9]와 같다.

[표4-7]에서 나타난 바와 같이 시차별로 독립변수인 '부채비율증감률, 당기순이익증감률'이 종속변수인 '의결안건수'에 미치는 영향에 대해 회귀계수의 유의성을 검증한 결과, t분기의 부채비율증감률은 t+1분기($\beta=0.089, p<0.1$), t+4분기($\beta=0.144, p<0.01$)에 정(+의 영향을 미치고, t+2분기($\beta=-0.111, p<0.05$)에는 부(-의 영향을 미치며, t분기의 당기순이익 증감률은 t+3분기($\beta=0.102, p<0.1$)에 정(+의 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

[표 4-7] 시차에 따라 재무위험이 의결안건수에 미치는 영향

종속변수	독립변수	<i>B</i>	<i>S.E</i>	β	<i>t</i>	<i>p</i>
의결안건수(t+1)	(상수)	-1.308	4.734	-	-0.276	0.783
	부채비율증감률 루트	0.255*	0.150	0.089	1.693	0.092
	당기순이익증감률 루트	0.022	0.032	0.037	0.686	0.493
	자산규모(통제)	0.000	0.000	1.304	4.788	0.000
	에너지 여부(통제)	10.599	3.348	1.099	3.165	0.002
	관광여부(통제)	7.745	3.336	0.718	2.322	0.021
	기관연령(통제)	-0.056	0.020	-0.393	-2.850	0.005
	상장기간(통제)	-0.156	0.025	-0.451	6.178	0.000
$F=14.080(p<0.01), R^2=0.271, adjR^2=0.252$						

종속변수	독립변수	<i>B</i>	<i>S.E</i>	β	<i>t</i>	<i>p</i>
의 결 안건수 (t+2)	(상수)	0.984	4.708	-	0.209	0.835
	부채비율증감률 루트	-0.312**	0.148	-0.111	-2.103	0.036
	당기순이익증감률 루트	0.041	0.031	0.071	1.315	0.190
	자산규모(통제)	0.000	0.000	1.359	4.947	0.000
	에너지 여부(통제)	11.014	3.367	1.144	3.271	0.001
	관광여부(통제)	8.110	3.354	0.753	2.418	0.016
	기관연령(통제)	-0.060	0.020	-0.421	-2.989	0.003
	상장기간(통제)	-0.164	0.025	-0.475	-6.508	0.000
$F=15.103(p<0.01), R^2=0.291, adjR^2=0.271$						
의 결 안건수 (t+3)	(상수)	-2.861	4.789	-	-0.597	0.551
	부채비율증감률 루트	-0.142	0.151	-0.051	-0.941	0.348
	당기순이익증감률 루트	0.058*	0.032	0.102	1.838	0.067
	자산규모(통제)	0.000	0.000	1.433	5.046	0.000
	에너지 여부(통제)	11.853	3.462	1.235	3.423	0.001
	관광여부(통제)	9.081	3.447	0.845	2.634	0.009
	기관연령(통제)	-0.065	0.021	-0.468	-3.181	0.002
	상장기간(통제)	0-.156	0.026	-0.454	-6.068	0.000
$F=14.015(p<0.01), R^2=0.287, adjR^2=0.266$						
의 결 안건수 (t+4)	(상수)	-1.964	4.843	-	-0.405	0.685
	부채비율증감률 루트	0.405***	0.153	0.144	2.651	0.009
	당기순이익증감률 루트	0.013	0.032	0.023	0.413	0.680
	자산규모(통제)	0.000	0.000	1.407	4.875	0.000
	에너지 여부(통제)	11.291	3.535	1.169	3.194	0.002
	관광여부(통제)	8.476	3.519	0.783	2.409	0.017
	기관연령(통제)	-0.069	0.021	-0.499	-3.292	0.001
	상장기간(통제)	-0.160	0.026	0-.460	-6.090	0.000
$F=0.441(p=0.724), R^2=0.005, adjR^2=-0.006$						

(* : $p<0.1$, ** : $p<0.05$, *** : $p<0.01$)

[표4-8]에서 나타난 바와 같이 시차별로 독립변수인 ‘부채비율증감률, 당기순이익증감률’이 종속변수인 ‘보고안건수’에 미치는 영향에 대해 회귀계수의 유의성을 검증한 결과, t분기의 부채증감률은 t+3분기($\beta = -0.081, p<0.1$)에 부(-)영향을 미치고, t+4분기($\beta = 0.092, p<0.1$)에는 정(+)의 영향을 미치며, t분기의 당기순이익증감률은 다른 분기의 의결안건수에 유의미한 영향력이 없는 것으로 분석되었다.

[표 4-8] 시차에 따라 재무위험이 보고안전수에 미치는 영향

종속변수	독립변수	B	S.E	β	t	p
보 고 안전수 (t+1)	(상수)	6.191	2.769	-	2.236	0.026
	부채비율증감률 루트	0.026	0.088	0.014	0.293	0.770
	당기순이익증감률 루트	0.008	0.019	0.020	0.412	0.681
	자산규모(통제)	0.000	0.000	0.957	3.995	0.000
	에너지 여부(통제)	2.265	1.956	0.354	1.158	0.248
	관광여부(통제)	-0.312	1.949	-0.04	-0.160	0.873
	기관연령(통제)	-0.055	0.012	-0.568	-4.728	0.000
	상장기간(통제)	-0.180	0.015	-0.0789	-12.278	0.000
	$F=29.183$ ($p<0.01$), $R^2=0.436$, $adjR^2=0.421$					
보 고 안전수 (t+2)	(상수)	6.303	2.802		2.250	0.025
	부채비율증감률 루트	-0.109	0.088	-0.058	-1.233	0.219
	당기순이익증감률 루트	0.016	0.019	0.042	0.861	0.390
	자산규모(통제)	0.000	0.000	0.969	3.958	0.000
	에너지 여부(통제)	2.234	1.998	0.349	1.118	0.265
	관광여부(통제)	-0.317	1.991	-0.044	-0.159	0.874
	기관연령(통제)	-0.054	0.012	-0.560	-4.546	0.000
	상장기간(통제)	-0.180	0.015	-0.786	-12.058	.000
	$F=28.512$ ($p<0.01$), $R^2=0.438$, $adjR^2=0.423$					
보 고 안전수 (t+3)	(상수)	7.932	2.893		2.741	0.007
	부채비율증감률 루트	-0.152*	0.091	-0.081	-1.679	0.094
	당기순이익증감률 루트	0.006	0.019	0.016	0.318	0.751
	자산규모(통제)	0.000	0.000	0.918	3.626	0.000
	에너지 여부(통제)	1.847	2.082	0.286	0.887	0.376
	관광여부(통제)	-0.705	2.074	-0.098	-0.340	0.734
	기관연령(통제)	-0.052	0.012	-0.537	-4.212	0.000
	상장기간(통제)	-0.180	0.015	-0.779	-11.648	0.000
	$F=26.600$ ($p<0.01$), $R^2=0.429$, $adjR^2=0.413$					
보 고 안전수 (t+4)	(상수)	5.144	2.969		1.732	0.084
	부채비율증감률 루트	0.172*	0.093	0.092	1.859	0.064
	당기순이익증감률 루트	0.012	0.019	0.033	0.641	0.522
	자산규모(통제)	0.000	0.000	0.871	3.339	0.001
	에너지 여부(통제)	1.442	2.153	0.222	0.670	0.504
	관광여부(통제)	-1.072	2.145	-0.148	-0.500	0.618
	기관연령(통제)	-0.050	0.013	-0.515	-3.916	0.000
	상장기간(통제)	-0.180	0.016	-0.773	-11.292	0.000
	$F=25.004$ ($p<0.01$) $R^2=0.422$, $adjR^2=0.405$					

(* : $p<0.1$, ** : $p<0.05$, *** : $p<0.01$)

[표4-9]에서 나타난 바와 같이 시차별로 독립변수인 ‘부채비율증감률, 당기순이익증감률’이 종속변수인 ‘수정의결률’에 미치는 영향에 대해 회귀계수의 유의성을 검증한 결과, t분기의 당기순이익증감률은 t+2분기($\beta = -0.102, p < 0.1$)의 수정의결률에 부(-) 영향을 미치는 것으로 나타났다.

[표 4-9] 시차에 따라 재무위험이 수정의결률에 미치는 영향

종속변수	독립변수	B	S.E	β	t	p
수정의결률 (t+1)	(상수)	9.619	12.780	-	0.753	0.452
	부채비율증감률 루트	-0.131	0.406	-0.018	-0.322	0.748
	당기순이익증감률 루트	0.041	0.086	0.028	0.477	0.634
	자산규모(통제)	0.000	0.000	-0.195	-0.663	0.508
	에너지 여부(통제)	-6.896	9.029	-0.287	-0.764	0.446
	관광여부(통제)	0.921	8.993	0.034	0.102	0.919
	기관연령(통제)	0.096	0.053	0.264	1.790	0.075
	상장기간(통제)	-0.233	0.068	-0.270	-3.429	0.001
$F=6.806(p<0.01), R^2=0.153, adjR^2=0.130$						
수정의결률 (t+2)	(상수)	24.322	11.175		2.176	0.030
	부채비율증감률 루트	-0.196	0.351	-0.032	-0.558	0.577
	당기순이익증감률 루트	-0.129*	0.075	-0.102	-1.725	0.086
	자산규모(통제)	0.000	0.000	-0.204	-0.684	0.495
	에너지 여부(통제)	-5.682	7.971	-0.272	-0.713	0.477
	관광여부(통제)	1.293	7.939	0.055	0.163	0.871
	기관연령(통제)	0.081	0.047	0.257	1.714	0.088
	상장기간(통제)	-0.184	0.060	-0.245	-3.080	0.002
$F=7.272(p<0.01), R^2=0.166, adjR^2=0.143$						
수정의결률 (t+3)	(상수)	11.640	11.378		1.023	0.307
	부채비율증감률 루트	-0.228	0.355	-0.038	-0.642	0.521
	당기순이익증감률 루트	-0.009	0.075	-0.007	-0.115	0.908
	자산규모(통제)	0.000	0.000	-0.219	-0.708	0.480
	에너지 여부(통제)	-5.398	8.187	-0.260	-0.659	0.510
	관광여부(통제)	1.842	8.154	0.080	0.226	0.821
	기관연령(통제)	0.095	0.049	0.303	1.946	0.053
	상장기간(통제)	-0.162	0.061	-0.217	-2.659	0.008
$F=6.269(p<0.01), R^2=0.150, adjR^2=0.126$						

종속변수	독립변수	B	S.E	β	t	p
수 정 의 결 른 (t+4)	(상수)	4.689	11.628		0.403	0.687
	부채비율증감률 루트	0.258	0.363	0.043	0.712	0.477
	당기순이익증감률 루트	0.031	0.076	0.025	0.408	0.684
	자산규모(통제)	0.000	0.000	-0.243	-0.764	0.446
	에너지 여부(통제)	-6.025	8.434	-0.289	-0.714	0.476
	관광여부(통제)	1.007	8.401	0.043	0.120	0.905
	기관연령(통제)	0.101	0.050	0.322	2.011	0.045
	상장기간(통제)	-0.165	0.062	-0.220	-2.637	0.009
	$F=5.708(p<0.01), R^2=0.143, adjR^2=0.118$					

(* : p<0.1, ** : p<0.05, *** : p<0.01)

시차에 따라 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향에 대해 분석한 결과를 유의한 결과를 정리하면 아래 [표4-10]과 같다.

[표 4-10] 재무위험이 시차에 따라 이사회 활동에 미치는 영향

독립변수	시차	종속변수	유의미한 분석결과
부채비율증감률 (t분기)	t+1분기	의결안건수	(+)
	t+2분기	의결안건수	(-)
	t+3분기	보고안건수	(-)
	t+4분기	의결안건수 보고안건수	(+) (+)
당기순이익증감률 (t분기)	t+2분기	수정의결률	(-)
	t+3분기	의결안건수	(+)

‘1. 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향에 대한 분석결과’에서 확인된 바와 같이 t분기의 부채비율의증감률이 증가하게 되면 그 분기에 바로 이사회 활동에 유의한 정(+)의 영향을 미쳤다. 그러나 [표 4-10]에서 확인할 수 있듯이 t+2, t+3분기에는 부(-)의 영향을 미쳐 t분기 부채비율이 증가하게 되면 t+2의 의결안건수와, t+3분기의 보고안건수는 감소하는 것으로 나타났다.

그리고 t분기의 당기순이익 증감률은 t분기의 이사회 활동에는 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났으나, t+2분기의 수정의결률은 부(-)의 영향을 t+3분기 의결안건수에는 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

3. 사외이사비율과 정부지분율의 조절효과에 따라 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향에 대한 분석결과

이론적 논의와 연구가설에 의하면, 사외이사비율은 이사회 독립성을 제고하여 주주의 이익을 보호하는 이사회 구조적 변수로서 논의되어 왔고, 상장 공기업은 정부소유 지분율이 높을수록 경직성이 강해져서 경영성과의 하락으로 이어진다고 봤다. 따라서 이 두 가지 조절변수가 재무위험에 따른 이사회 활동에 어떻게 영향을 미치는지에 대한 세 번째 연구가설을 확인하고자 위계적 조절회귀분석을 시행하였다.

첫 번째로 독립변수인 부채비율증감률이 조절변수인 사외이사비율과 정부지분율에 따라 이사회 활동에 미치는 영향에 대해 분석한 결과는 [표 4-11]과 같다. 회귀모형은 모두 통계적으로 유의미하게 나타났으나, 회귀계수의 유의성 검증결과 사외이사비율과 정부지분율 모두 유의미한 조절효과는 없는 것으로 분석되었다.

[표 4-11] 조절변수에 따라 부채비율이 이사회 활동에 미치는 영향

구 분	종속변수 : 의결안건수								
	모형1			모형2			모형3		
	B	Std.Err.	t	B	Std.Err.	t	B	Std.Err.	t
(상수)	1.170	3.218	0.364	0.835	4.013	0.208	0.878	4.021	0.218
자산규모(통제)	0.000	0.000	5.261	0.000	0.000	4.911	0.000	0.000	4.895
에너지여부(통제)	12.173	3.267	3.727	12.297	3.672	3.349	12.281	3.697	3.338
관광여부(통제)	9.170	3.256	2.816	9.308	4.049	2.299	9.285	4.057	2.289
기관연령(통제)	-0.065	0.019	-3.375	-0.063	0.020	-3.229	-0.063	0.020	-3.223
상장기간(통제)	-0.145	0.025	-5.870	-0.137	0.035	-3.894	-0.138	0.035	-3.900
① 부채비율 증감률 루트	0.488	0.242	2.015	0.490	0.243	2.018	0.317	0.384	0.826
② 사외이사비율	-	-	-	0.128	0.322	0.398	0.133	0.323	0.413
③ 정부지분율	-	-	-	0.077	0.424	0.182	0.078	0.425	0.183
①×②	-	-	-	-	-	-	0.142	0.164	0.864
①×③	-	-	-	-	-	-	-0.216	0.461	-0.468
<i>F</i>	16.934			12.637			10.175		
<i>p</i>	0.000			0.000			0.000		
<i>R</i> ²	0.271			0.272			0.274		
<i>adjR</i> ²	0.255			0.250			0.247		

종속변수 : 보고안전수									
구 분	모형1			모형2			모형3		
	B	Std.Err.	t	B	Std.Err.	t	B	Std.Err.	t
(상수)	7.297	1.881	3.879	8.144	2.272	3.584	8.188	2.278	3.594
자산규모(통제)	0.000	0.000	3.818	0.000	0.000	4.213	0.000	0.000	4.182
에너지여부(통제)	1.916	1.909	1.003	1.979	2.079	0.952	1.934	2.084	0.928
관광여부(통제)	-0.516	1.903	-0.271	-0.190	2.293	-0.083	-0.242	2.298	-0.105
기관연령(통제)	-0.051	0.011	-4.574	-0.060	0.011	-5.410	-0.060	0.011	-5.383
상장기간(통제)	-0.175	0.014	-12.133	-0.212	0.020	-10.635	-0.212	0.020	-10.610
① 부채비율 증감률 루트	0.280	0.141	1.983	0.266	0.138	1.934	0.370	0.217	1.701
② 사외이사비율	-	-	-	-0.767	0.182	-4.209	-0.766	0.183	-4.191
③ 정부지분율	-	-	-	-0.257	0.240	-1.070	-0.267	0.241	-1.107
①×②	-	-	-	-	-	-	0.057	0.093	0.612
①×③	-	-	-	-	-	-	0.183	0.261	0.700
<i>F</i>	33.387			28.727			22.962		
<i>p</i>	0.000			0.000			0.000		
<i>R</i> ²	0.423			0.459			0.461		
<i>adjR</i> ²	0.411			0.443			0.440		
종속변수 : 수정의결률									
구 분	모형1			모형2			모형3		
	B	Std.Err.	t	B	Std.Err.	t	B	Std.Err.	t
(상수)	1.845	1.464	1.261	3.203	1.809	1.771	3.209	1.814	1.769
자산규모(통제)	0.000	0.000	-0.344	0.000	0.000	-1.004	0.000	0.000	-1.000
에너지여부(통제)	-0.527	1.486	-0.355	-1.683	1.655	-1.017	-1.677	1.660	-1.011
관광여부(통제)	0.733	1.481	0.495	-1.006	1.825	-0.551	-1.002	1.830	-0.548
기관연령(통제)	0.018	0.009	2.092	0.021	0.009	2.372	0.021	0.009	2.362
상장기간(통제)	-0.048	0.011	-4.223	-0.050	0.016	-3.128	-0.050	0.016	-3.131
① 부채비율 증감률 루트	0.007	0.110	0.066	0.012	0.109	0.112	-0.081	0.173	-0.466
② 사외이사비율	-	-	-	0.255	0.145	1.754	0.256	0.146	1.761
③ 정부지분율	-	-	-	-0.203	0.191	-1.061	-0.200	0.192	-1.043
①×②	-	-	-	-	-	-	0.040	0.074	0.547
①×③	-	-	-	-	-	-	-0.129	0.208	-0.622
<i>F</i>	10.603			8.660			6.969		
<i>p</i>	0.000			0.000			0.000		
<i>R</i> ²	0.189			0.204			0.206		
<i>adjR</i> ²	0.171			0.180			0.176		

(* : p<0.1, ** : p<0.05, *** : p<0.01)

두 번째로 독립변수인 당기순이익 증감율이 조절변수인 사외이사비율과 정부지분율에 따라 이사회 활동에 미치는 영향에 대해 분석한 결과는 [표 4-12]와 같다. 회귀모형은 모두 통계적으로 유의미하게 나타났으며, 회귀계수의 유의성 검증결과 조절효과 중 일부가 유의미 한 것으로 분석되었다. 당기순이익 증감률과 의결안건수와의 관계에서 정부지분율의 조절효과가 정(+)적 효과가 있는 것으로 나타났으며, 당기순이익 증감률과 보고안건수와의 관계에서는 사외이사비율의 조절효과가 정(+)적 효과가 있는 것으로 분석되었다.

[표 4-12] 조절변수에 따라 당기순이익이 이사회 활동에 미치는 영향

종속변수 : 의결안건수									
구 분	모형1			모형2			모형3		
	B	Std.Err.	t	B	Std.Err.	t	B	Std.Err.	t
(상수)	1.243	3.236	0.384	0.834	4.034	0.207	0.627	4.028	0.156
자산규모(통제)	0.000	0.000	5.248	0.000	0.000	4.914	0.000	0.000	4.957
에너지여부(통제)	12.196	3.284	3.714	12.378	3.691	3.354	12.472	3.685	3.385
관광여부(통제)	9.099	3.273	2.780	9.324	4.070	2.291	9.425	4.063	2.319
기관연령(통제)	-0.067	0.019	-3.459	-0.066	0.020	-3.320	-0.066	0.020	-3.361
상장기간(통제)	-0.145	0.025	-5.823	-0.137	0.035	-3.851	-0.135	0.035	-3.807
① 당기순이익 증감률 루트	-0.275	0.250	-1.097	-0.278	0.251	-1.105	0.265	0.802	0.330
② 사외이사비율	-	-	-	0.119	0.324	0.369	0.242	0.354	0.684
③ 정부지분율	-	-	-	0.089	0.426	0.209	-0.056	0.436	-0.128
①×②	-	-	-	-	-	-	-1.081	1.401	-0.772
①×③	-	-	-	-	-	-	1.364*	0.821	1.661
<i>F</i>	16.290			12.155			10.056		
<i>p</i>	0.000			0.000			0.000		
<i>R</i> ²	0.264			0.264			0.272		
<i>adjR</i> ²	0.247			0.242			0.245		

종속변수 : 보고안전수									
구 분	모형1			모형2			모형3		
	B	Std.Err.	t	B	Std.Err.	t	B	Std.Err.	t
(상수)	7.206	1.889	3.814	8.104	2.279	3.556	8.233	2.243	3.670
자산규모(통제)	0.000	0.000	3.811	0.000	0.000	4.209	0.000	0.000	4.227
에너지여부(통제)	1.968	1.917	1.027	2.007	2.085	0.962	1.894	2.052	0.923
관광여부(통제)	-0.478	1.911	-0.250	-0.181	2.299	-0.079	-0.354	2.263	-0.156
기관연령(통제)	-0.050	0.011	-4.389	-0.058	0.011	-5.228	-0.059	0.011	-5.349
상장기간(통제)	-0.176	0.015	-12.126	-0.214	0.020	-10.681	-0.216	0.020	-10.930
① 당기순이익 증감률 루트	0.193	0.146	1.318	0.207	0.142	1.459	1.071	0.446	2.398
② 사외이사비율	-	-	-	-0.782	0.183	-4.277	-1.050	0.197	-5.320
③ 정부지분율	-	-	-	-0.269	0.241	-1.115	-0.271	0.243	-1.116
①×②	-	-	-	-	-	-	2.577***	0.780	3.304
①×③	-	-	-	-	-	-	-0.317	0.457	-0.692
<i>F</i>	37.762			28.359			24.526		
<i>p</i>	0.000			0.000			0.000		
<i>R</i> ²	0.419			0.456			0.477		
<i>adjR</i> ²	0.406			0.440			0.457		
종속변수 : 수정의결률									
구 분	모형1			모형2			모형3		
	B	Std.Err.	t	B	Std.Err.	t	B	Std.Err.	t
(상수)	1.856	1.464	1.268	3.206	1.809	1.772	3.214	1.809	1.777
자산규모(통제)	0.000	0.000	-0.343	0.000	0.000	-1.001	0.000	0.000	-0.999
에너지여부(통제)	-0.530	1.485	-0.357	-1.680	1.655	-1.015	-1.662	1.655	-1.005
관광여부(통제)	0.726	1.481	0.491	-1.006	1.825	-0.551	-0.965	1.825	-0.529
기관연령(통제)	0.018	0.009	2.051	0.021	0.009	2.332	0.021	0.009	2.375
상장기간(통제)	-0.047	0.011	-4.216	-0.050	0.016	-3.116	-0.049	0.016	-3.108
① 당기순이익 증감률 루트	-0.030	0.113	-0.268	-0.030	0.113	-0.270	-0.533	0.360	-1.481
② 사외이사비율	-	-	-	0.255	0.145	1.758	0.326	0.159	2.051
③ 정부지분율	-	-	-	-0.201	0.191	-1.053	-0.158	0.196	-0.808
①×②	-	-	-	-	-	-	-0.716	0.629	-1.138
①×③	-	-	-	-	-	-	-0.270	0.369	-0.732
<i>F</i>	10.617			8.670			7.165		
<i>p</i>	0.000			0.000			0.000		
<i>R</i> ²	0.189			0.204			0.210		
<i>adjR</i> ²	0.171			0.180			0.181		

(* : p<0.1, ** : p<0.05, *** : p<0.01)

4. 소결

재무위험이 이사회 활동에 미치는 요인에 대한 가설검증을 위해 패널회귀식을 구성하여 연구가설의 기각, 채택여부를 확인한 결과는 다음과 같다.

재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향에 대해 검토한 결과 <가설1> ‘상장 공기업의 재무상황 악화는 이사회 활동에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.’는 일부 지지되었다. 재무상황 악화를 의미하는 변수는 ‘부채비율 증감률, 당기순이익 증감률’ 두 가지로 구분하여 분석하였는데, 우선 부채비율증감률은 ‘의결안건수, 보고안건수’에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 이는 공기업 부채비율이 의결안건수 및 보고건수에 부(-)의 영향을 미친다는 신중섭(2014)의 주장과는 상반되는 결과로서 의미가 있는데, 신중섭은 공기업의 부채가 증가하면 경영진이 이러한 상황이 이사회에 알려지는 것을 꺼려해서 보고 및 의결건수가 감소한다고 해석했다. 그러나 본 연구를 통해 상장 공기업의 부채가 증가하면 경영진이 적극적으로 이 사실을 알리고, 주요 사업의 시기조정 또는 자산매각을 통한 건전성 확보 등 활동이 활발해진다고 분석되었다. 실제로 한국 전력의 경우 부채비율이 가장 높았던(평균 137%) 2013~2014년에 부채감축을 위해 ‘출자회사 지분매각 계획(안), 종전 부동산 처분(안), 해외자원사업 보유지분 매각(안), 안양 열병합발전소 임대부지 매각(안), 154kV 덕도변전소 잔여부지 매각(안)’ 등 관련 안건이 증가했음을 확인할 수 있고, 그러한 노력을 통해 2015년에는 부채비율이 100% 이하로 떨어지기도 했다. 이런 차이는 신중섭은 국내 모든 공기업을 대상으로 한 것과 달리 본 연구는 다소 시장성이 높은 상장 공기업만을 대상으로 연구한 것에서 기인한다고 볼 수 있다.

또 다른 재무상황 악화를 의미하는 변수인 당기순이익증감률은 감소할수록 이사회에 활동이 활발해져서 의결 및 보고안건수가 증가할 것으로 예상하였으나, 그 관계에 대해서는 유의미한 결과가 나타나지 않았다.

이 가설에 대한 검증을 통해 확인할 수 있는 것은, 상장 공기업의 이사회 활동은 당기순이익보다는 부채비율에 더욱 유의미하게 반응한다는 것

이다. 이는 보통의 상장 기업이 기업가치 또는 당기순이익 증가를 통해 주주이익을 극대화하는 것을 최우선으로 여기는 것과 달리, 상장 공기업은 부채비율과 같은 재무건전성 제고를 더 우선시 한다는 것으로 분석될 수 있다. 다른 한편으로는 공기업의 특성상 제품의 가격 또는 요금 조정 권한을 정부가 갖고 있는 경우가 많아 당기순이익 증가를 위한 노력에는 한계가 있으므로 이에 대한 반응이 약한 것으로 해석될 수도 있다. 한국전력의 경우, 전기요금 조정 권한을 산업부 및 전기위원회가 갖고 있어 전력구입비 등 원가가 증가해도 당기순이익 증가를 위한 마땅한 수단이 없는 상황이다. 실제로 2011년 한전 소액주주들이 이사회가 전기요금 인상에 소극적어서 회사에 손해를 입혔다고 주주대표 소송을 진행한 적이 있는데, 그 때 이후 이사회는 여러 차례 전기요금 인상안을 의결하였으나 정부의 의사에 반하여 반영되지 못하는 등 당기순이익 개선에는 영향을 주지 못했다. 뿐만 아니라 최근 2018년~2019년 연속 적자에도 불구하고 정부의 지시로 인해 하계 전기요금을 할인해준 한국전력은 '19년 6월 이사회에서 '주택용 전기요금 하계누진제 개편에 따른 회사의 재무적 손실 보전 및 지속가능한 전기요금체계 마련을 위한 전기요금 체계개편 계획(안)'을 의결하는 등 적극적인 조치를 취하였으나, 전기요금 조정 권한이 없어 아직까지 답보 상태에 있는 것도 이사회가 당기순이익을 개선할 수 있는 실질적 권한이 없는 현실을 보여준다.

시차에 따라 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향에 대한 분석한 결과 <가설2> '상장 공기업의 재무상황 악화는 시차를 두고 이사회 활동에 영향에 미칠 것이다.'는 일부 지지되었다. t분기 부채비율증감률은 t+1분기 의결안건수와 t+4분기 의결안건수·보고안건수에는 정(+)¹적 영향을 미치고, t+2분기 의결안건수와 t+3분기 보고안건수에는 부(-)²적 영향을 주는 것으로 나타났다. 또 다른 독립변수인 t분기 당기순이익 증감률은 t+2분기 수정의결률에는 부(-)³적 영향을 t+3분기 의결안건수에는 정(+)⁴적 영향을 주는 것으로 나타나, 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향은 시차에 따라 다른 것으로 확인되었다.

사외이사비율과 정부지분율의 조절효과에 따라 재무위험이 이사회활동

에 미치는 영향에 대해 분석한 결과 <가설3> ‘사외이사비율과 정부지분율이 높을수록, 상장 공기업의 재무상황 악화가 이사회 활동에 정(+)'의 영향을 미칠 것이다.’는 일부 지지되었다. 독립변수가 부채비율 증감률인 경우에는 사외이사비율과 정부지분율 모두 유의미한 조절효과를 확인할 수 없었으나, 또 다른 독립변수인 당기순이익 증감률인 경우에는 조절효과가 일부 유의미한 것으로 나타났다.

우선, 당기순이익 증감률과 의결안건수와의 관계에서 정부지분율은 정(+)'적 조절효과가 있는 것으로 나타나, 정부지분율이 높을수록 당기순이익이 증가에 따른 의결안건수 증가가 더 커지는 것으로 분석되었다. 이는 당기순이익이 증가하게 되면 재무여건이 개선되어 다양한 사업을 추가로 검토하게 되는데, 특히 정부지분율이 높은 경우 정부정책 이행을 위한 사업추진을 위해 이사회 의결안건수가 증가한다고 해석할 수 있다. 한국전력의 사례를 살펴보면, 당기순이익이 급증하게 된 2015년부터 2017년까지 ‘중소기업 육성자금(펀드) 출연(안), 하계 주택용 전기요금 할인 특례 및 토요일 산업용 전기요금 할인 특례 신설·취약계층 전기요금 복지할인 확대 등 요금 개정(안), 정부 전력분야 10대 프로젝트 에너지효율사업 SPC 설립 및 출자(안), 산업부 요청에 따른 고효율 가전제품 인센티브 지원금 출연(안)’ 등 정부의 요청에 따른 의결안건의 비중이 높아졌다.

또한, 당기순이익과 보고안건수와의 관계에서 사외이사비율은 정(+)'적 조절효과가 있는 것으로 나타나, 사외이사비율이 높을수록 당기순이익이 증가하게 되면 보고안건수 증가가 더 커지는 것으로 분석되었다. 이는 사외이사비율이 높을수록 정부정책 이행에 대한 이사회의 견제가 강화되기 때문에 이사회가 직접 의사결정에 개입할 수 있는 의결안건수는 감소하고 개입이 불가능한 보고안건수만 더 증가한다는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 이 두 가지 조절효과는 당기순이익 증감률이 증가할 때 나타나는 효과로 당기순이익 증감률이 감소하는 재무위험 상황이 아니라는 점에서 재무위험 상황에서의 조절효과로 볼 수 있을 것인가에 대한 설명이 어렵다는 한계가 있다.

상장 공기업의 재무위험이 이사회의 활동에 미치는 영향에 대한 가설검정

결과를 정리 요약하면 [표4-12]와 같다.

[표 4-12] 재무위험과 이사회활동 분석결과 요약

연구가설		분석결과
가설1	상장 공기업의 재무상황 악화는 이사회 활동에 정(+)^{의 영향을 미칠 것이다.}	
	① 부채비율 증감률 → 의결안건수	(+)
	② 부채비율 증감률 → 보고안건수	(+)
	③ 부채비율 증감률 → 수정의결률	X
	④ 당기순이익 증감률 → 의결안건수	X
	⑤ 당기순이익 증감률 → 보고안건수	X
	⑥ 당기순이익 증감률 → 수정의결률	X
가설2	상장 공기업의 재무상황 악화는 시차를 두고 이사회 활동에 영향을 미칠 것이다.	
2-1	상장 공기업의 재무상황 악화는 t+1분기 이사회 활동에 정(+)^{의 영향을 미칠 것이다.}	
	① 부채비율 증감률(t분기) → 의결안건수 (t+1분기)	(+)
	② 부채비율 증감률(t분기) → 보고안건수 (t+1분기)	X
	③ 부채비율 증감률(t분기) → 수정의결률 (t+1분기)	X
	④ 당기순이익 증감률(t분기) → 의결안건수 (t+1분기)	X
	⑤ 당기순이익 증감률(t분기) → 보고안건수 (t+1분기)	X
	⑥ 당기순이익 증감률(t분기) → 수정의결률 (t+1분기)	X
2-2	상장 공기업의 재무상황 악화는 t+2분기 이사회 활동에 정(+)^{의 영향을 미칠 것이다.}	
	① 부채비율 증감률(t분기) → 의결안건수 (t+2분기)	(-)
	② 부채비율 증감률(t분기) → 보고안건수 (t+2분기)	X
	③ 부채비율 증감률(t분기) → 수정의결률 (t+2분기)	X
	④ 당기순이익 증감률(t분기) → 의결안건수 (t+2분기)	X
	⑤ 당기순이익 증감률(t분기) → 보고안건수 (t+2분기)	X
	⑥ 당기순이익 증감률(t분기) → 수정의결률 (t+2분기)	(-)

2-3 상장 공기업의 재무상황 악화는 t+3분기 이사회 활동에 정(+)^{의 영향을 미칠 것이다.}	
① 부채비율 증감률(t분기) → 의결안건수 (t+3분기)	X
② 부채비율 증감률(t분기) → 보고안건수 (t+3분기)	(-)
③ 부채비율 증감률(t분기) → 수정의결률 (t+3분기)	X
④ 당기순이익 증감률(t분기) → 의결안건수 (t+3분기)	(+)
⑤ 당기순이익 증감률(t분기) → 보고안건수 (t+3분기)	X
⑥ 당기순이익 증감률(t분기) → 수정의결률 (t+3분기)	X
2-4 상장 공기업의 재무상황 악화는 t+4분기 이사회 활동에 정(+)^{의 영향을 미칠 것이다.}	
① 부채비율 증감률(t분기) → 의결안건수 (t+4분기)	(+)
② 부채비율 증감률(t분기) → 보고안건수 t+4분기)	(+)
③ 부채비율 증감률(t분기) → 수정의결률 (t+4분기)	X
④ 당기순이익 증감률(t분기) → 의결안건수 (t+4분기)	X
⑤ 당기순이익 증감률(t분기) → 보고안건수 (t+4분기)	X
⑥ 당기순이익 증감률(t분기) → 수정의결률 (t+4분기)	X
가설3 사외이사비율과 정부지분율이 높을수록, 상장 공기업의 재무상황 악화가 이사회 활동에 정(+)^{의 영향을 미칠 것이다.}	
3-1 사외이사비율과 정부지분율이 높을수록, 부채비율의 증가가 이사회 활동에 정(+)^{의 영향을 미칠 것이다.}	
① 부채비율 증감률 → 의결안건수	X
② 부채비율 증감률 → 보고안건수	X
③ 부채비율 증감률 → 수정의결률	X
3-2 사외이사비율과 정부지분율이 높을수록, 당기순이익의 감소가 이사회 활동에 정(+)^{의 영향을 미칠 것이다.}	
④ 당기순이익 증감률 → 의결안건수	정부 (+)
⑤ 당기순이익 증감률 → 보고안건수	사외 (+)
⑥ 당기순이익 증감률 → 수정의결률	X

제 5 장 결 론

제1절 연구결과의 요약

본 연구는 공공기관의 재무 위험 상황(부채비율 증가, 당기순이익 감소)이 이사회 활동 자체에 미치는 영향을 살펴보고, 사외이사비율과 정부지분율이 재무위험과 이사회 활동에 미치는 조절효과를 분석하여, 이사회에 적극적인 활동을 촉진할 수 있는 제도에 대한 정책적 시사점을 도출하고자 실증분석을 시행하였으며, 상대적으로 재무 위험에 민감한 국내 8개 상장 공기업을 대상으로 2010년부터 2018년까지의 분기별 재무실적 및 이사회 활동을 분석하였다.

종속변수인 이사회 활동은 의결안건수·보고안건수·수정의결률로 하여 양적·질적인 활동을 모두 분석하고자 하였고, 독립변수인 재무위험은 부채비율과 당기순이익의 증감률로 하여 재무건전성과 수익성 측면의 재무 위험요소를 확인해 보고자 하였다. 그리고 조절변수는 사외이사비율과, 정부지분율로 하여 재무위험시 이사회 활동을 활발하게 할 수 있는 방향을 살펴보고자 하였다.

패널회귀분석 결과 부채비율 증감률이 의결안건수와 보고안건수에 정(+)의 영향을 주는 것으로 나타나, 부채비율이 증가할수록 이사회에 양적 활동인 의결안건수·보고안건수가 증가하는 것으로 분석되었다. 이는 상장 공기업의 부채가 증가하면 경영진이 이러한 상황을 이사회에 적극적으로 알리고 대응한다고 해석할 수 있다. 그러나 또 다른 독립변수인 당기순이익 증감률은 이사회 활동에 유의미한 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 이는 상장 공기업은 상장기업으로서 기업가치 제고와 주주이익 극대화를 위해 노력해야 하나, 공기업으로서 당기순이익을 개선할 수 있는 판매가격 결정권한이 정부에 있어 이에 대한 반응이 둔감한 것으로 해석된다.

재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향을 시차에 따라 분기별로 분석해

본 결과, 상장 공기업의 재무상황 악화는 시차를 두고 이사회 활동에 영향을 미치는 것으로 나타났다. t분기의 부채비율 증감률은 t+1분기의 보고안건수, t+2분기 의결안건수, t+3분기 수정의결률에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타난 반면 t+4분기의 의결안건수와 보고안건수에는 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 t분기의 당기순이익증감률은 t+1분기의 수정의결률에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향은 시차에 따라 다른 것으로 확인되었다.

재무위험이 이사회 활동에 영향을 미칠 때 사외이사비율과 정부지분율은 조절변수로서 어떤 작용을 하는지 분석해본 결과, 부채비율 증감률과 이사회 활동과의 관계에서 사외이사비율·정부지분율은 조절변수로서 유의미한 효과가 없는 것으로 분석된 반면 당기순이익 증감률과 이사회 활동과의 관계에서는 조절효과가 일부 확인되었다.

우선 당기순이익 증감률과 의결안건수와의 관계에서 정부지분율은 정(+)적 조절효과가 있는 것으로 분석되었다. 이는 정부지분율이 높을수록 당기순이익 증가에 따라 의결안건수가 증가하는 것으로 볼 수 있으며, 정부지분율이 높아 지배력이 강할수록 공기업의 당기순이익 발생시 정부가 정책수단으로서 공기업을 활용하기 위해 이사회 의결안건수가 증가하는 것으로 해석된다.

그리고 당기순이익 증감률과 보고안건수와의 관계에서 사외이사비율이 정(+)적 조절효과가 있는 것으로 분석되었다. 즉, 사외이사비율이 높을수록 사외이사가 의사결정에 직접 참여하게 되는 의결안건 대신 보고안건으로 회피하기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

제2절 연구시사점 및 정책적 함의

재무위험이 이사회 활동에 미치는 영향과, 그에 대한 사외이사비율과 정부지분율의 조절효과를 분석해본 결과 다음과 같은 시사점을 도출할 수 있다.

첫째, 상장 공기업의 이사회 활동은 부채비율에는 민감하게 반응한 반면 당기순이익에는 별다른 반응을 보이지 않았다. 상장 공기업의 특성상 주주이익 극대화를 추구해야 하기 때문에, 타 공기업과 달리 당기순이익의 증감에도 유의미하게 반응할 줄 기대했던 것과는 반대의 결과였다.

여기에는 두 가지 원인이 있는 것으로 해석할 수 있다. 우선, 상장 공기업의 당기순이익을 개선하기 위해서는 생산원가보다 높은 가격으로 제품을 판매할 수 있어야 하는데, 판매가격 즉 요금을 조정할 수 있는 권한을 정부가 통제하고 있기 때문에 경영진을 비롯한 이사회역의 역할이 제한적일 수 밖에 없다. 상장 공기업은 ‘주주이익 극대화 vs 국민 편익증대’라는 이념이 충돌되는 경향이 있으나, 공기업 상장 본연의 취지가 정부 재정 확충, 자본시장 활성화, 소득재분배, 재무구조 개선, 경영효율화 및 경영투명성 제고 등을 목적으로 전개된 것을 감안한다면 정부가 일정한 요금조정 권한을 기업에 부여함으로써 효율성 측면을 제고시켜줄 필요가 있다.

그리고 부채비율에 민감하게 반응한 것은 과거 박근혜 정권(2013~2017년) 당시 공공기관 경영정상화의 일환으로 부채비율을 정부경영평가 지표 등으로 집중 관리함으로써 더욱 유의미한 결과를 받을 수 있었던 것으로 판단된다. 이는 상장 공기업도 수익 창출보다는 정부경영평가에 더욱 민감하게 반응하는 것에서 기인한다고 볼 수 있다. 그러나 국내 상장 공기업은 효율적인 경영활동을 통해 주주이익을 증대시킬 수 있는 노력이 필요하기 때문에, 일률적으로 정부경영평가를 적용받기 보다는 상장 공기업을 별도의 평가군으로 설계하여 별도의 평가방안을 수립할 필요가 있다.

둘째, 상장 공기업은 부채비율이 증가할수록 이사회 활동이 활발해졌다.

선행연구에서 살펴본 바와 같이, 신종섭(2014년)은 공기업 전체를 대상으로 한 연구에서 부채비율이 의결안건수 및 보고안건수에 부(-)의 영향을 미친다고 보면서, 기업의 부채가 증가하면 경영진이 이러한 상황이 이사회에 알려지는 것을 꺼려한다고 분석하였는데, 상장 공기업을 대상으로 한 본 연구에서는 부채비율이 의결안건수와 보고안건수에 정(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 이를 통해 상장 공기업의 경영진은 재무위험에 처했을 때 이를 이사회에 적극적으로 알린다고 해석될 수 있어, 비상장 공기업과는 달리 이사회의 역할이 성숙해진 것으로 보인다. 따라서 상장 공기업은 비상장 공기업과는 다르게 이사회의 역할을 경영진에 대한 견제 또는 거수기 이사회에만 국한하지 않고, 적극적인 의사결정을 통해 경영 성과를 극대화할 수 있도록 실질적인 경영권한을 부여해줄 필요가 있다.

셋째, 사외이사비율과 정부지분율의 조절효과는 부채비율보다는 당기순이익 증가와 관련이 있었다. 당초에는 사외이사비율이 높아 이사회의 독립성이 강하고, 정부지분율이 낮아 공기업의 자율성이 확보될수록 이사회가 재무위험에 민감하게 반응할 것으로 예상했으나, 부채비율 증가 또는 당기순이익 감소라는 재무위험과는 유의미한 조절효과가 없는 것으로 나타났다.

반면에 당기순이익 증가와 관련해서는 두 가지 조절변수 모두 유의미한 효과가 나타났는데, 이는 상장 공기업을 정책이행 수단으로서 활용하는 정부의 특성을 살펴볼 수 있는 계기가 되었다. 우선, 정부지분율이 높을수록 당기순이익 증가에 따라 의결안건수가 증가한 것은 공기업의 여유자본을 활용하여 정부의 정책을 이행하려고 함으로써 의결안건수가 증가한 것으로 해석할 수 있어서 상장 공기업임에도 불구하고 공기업으로서의 한계를 벗어나지 못한다는 것이 확인되었다. 또한 사외이사비율이 높을수록 당기순이익 증가에 따른 보고안건수가 증가하는 것은, 더 많은 의결권을 사외이사가 갖고 있어 정부정책관련 안건이 부결될 가능성이 높기 때문에 상대적으로 보고안건이 늘어난 것으로 해석할 수 있다. 이는 상장 공기업임에도 기업가치 극대화를 통한 주주이익 제고보다는 정부정책 이행수단으로서의 한계를 벗어나지 못하는 현실을 보여준다.

제3절 연구의 한계

본 연구는 국내 8개 상장 공기업을 대상으로 하여 재무위험시 이사회 활동이 어떻게 변화하는지, 그리고 재무위험시 이사회가 적극적으로 활동할 수 있게 하는 구조적 요인으로서 사외이사비율과 정부지분율은 어떤 영향을 미치는지 살펴보기 위해 계량적인 자료를 토대로 실증분석을 하였다는 점에서 의미가 있다. 특히 이사회 구조의 특성이 경영성과에 주는 영향을 분석하는 것 위주였던 대부분의 선행연구의 틀에서 벗어나 외부 환경변화와 이사회 활동에 초점을 맞춰 분석하는 점에서 의의가 있으나 몇 가지 한계점을 지니고 있다.

첫째, 상장 공기업만을 대상으로 분석했기 때문에 모든 공기업에 일반화할 수 없다는 한계가 있다. 타 공기업에 비해 상대적으로 재무위험에 민감한 상장 공기업만을 대상으로 했기 때문에, 모든 공기업을 분석대상을 했던 선행연구와 분석내용이 일부 차이가 있으며, 꽤나 긴 기간인 9년간 데이터를 분석하였으나 대상기업이 8개 밖에 없어 연구대상이 소수로 한정되는 한계도 있었다.

둘째, 이사회 활동 중 수정의결률을 질적 활동으로 분류하여 종속변수로서 분석하였으나, 수정 의결한 안건과 수정내용 등 세부사항에 대해서는 구체적으로 분석하지 못했다는 한계가 있다. 이는 외부에 공개된 공시자료만으로는 분석이 어려워 이사회 구성원을 대상으로 인터뷰를 실시하는 등 질적연구를 활용하여 구체적으로 분석해볼 필요가 있다.

셋째, 재무위험이 이사회활동에 미치는 영향을 분석할 때 시차에 따른 차이를 분석했으나, 시차에 따라 이사회 활동에 미치는 영향이 정(+), 부(-)의 효과가 혼재되어 있어 정책적 시사점을 찾기 어려웠다는 한계가 있다.

넷째, 조절변수에 대한 분석을 통해 당기순이익 증가에 따른 조절효과를 확인해 볼 수는 있었지만, 원래 분석하고자 하였던 재무위험 발생시 이사회 활동에 미치는 조절효과를 확인하지 못했다는 한계가 있다.

마지막으로, 기업 운영에 있어 적정한 부채비율의 증가는 재무위험 요소가 아닌 경우가 있음에도 불구하고 부채비율의 증가를 재무위험을 나

타내는 독립변수로 보았다는 점을 한계로 볼 수 있다. 따라서 추후에는 연구대상 확대와 재무위험을 대표할 수 있는 독립변수의 추가 발굴을 통해 분석해볼 필요가 있을 것으로 보인다.

참 고 문 헌

<단행본>

김준기(2014) 「공기업 정책론」, 서울 : 문우사

<논문>

곽채기 (2002), “정부투자기관 지배구조에 대한 평가와 개선방안”, 공기업논총 14(1)

곽채기 (2003), “정부투자기관의 비효율성 통제를 위한 경영평가제도의 역할 및 운영 성과”, 『공기업논총』, 제15권 제1호, 한국공기업학회

곽채기 (2008), “공기업 민영화에 대한 소통의 위기”, 『SAPA News & Platform』, 제11호, 서울행정학회

구본경, 김영규(2011), “CEO 교체가 경영성과에 미치는 영향”, 대한경영학회지, 24(1), 87-114

김동순, 전호진(2010), “코스닥 기업의 이사회구조 및 외국인투자자와 기업가치”, 기업경영연구, 17(2), 43-61

김동순, 최문성, 이승현(2008), “사외이사 선임 및 해임 공시가 기업 가치에 미치는 영향”, 대한경영학회지, 21(5), 2257-2291

김수연, 이호영(2016), “공기업의 지배구조 특성이 경영 효율성에 미치는 영향”, 회계연구, 제21권 제3호; p.231-267, 대한회계학회

김용기 (2006.12), 각국 기업지배구조의 결정요인 비교: 경로의존성과 정치 역사적 특수성 . 한국경제연구원

김재훈·이화령(2014), “이사회 독립성과 행태에 관한 연구”, 임원혁, 『기업 지배구조 개선정책의 효과와 향후 과제』, 제1장, 한국개발연구원

나바다 (2010), “공공기관 성과에 대한 지배구조의 영향 분석”, 석사학위논문, 성균관대학교 국정관리대학원

박종일 (2006), “외부감사인 선임과 이사회 특성”, 『산업과 경영』, 제18권 제2호, 충북대학교 산업경영연구소

- 신영길 (2012), “공기업 지배구조와 이사회 운영이 경영성과에 미치는 영향”, 석사학위논문, 서울대학교 행정대학원
- 신중섭 (2014), “공기업 부채가 이사회 활동에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 『대한경영학회지』, 제27권 제11호, 대한경영학회
- 신진영 (2013), “공공기관 지배구조의 현황과 개선방안”, 정책&지식포럼, 한국정책지식센터, 한국행정연구소
- 소종일, 최희정, 허민영(2012), “사외이사 초과선임의 결정요인과 기업가치에 관한 연구”, 기업경영연구, 19(4), 215-238
- 손지은 (2018), “상장공기업 경영평가체계 개편에 관한 연구”, 지방공기업평가원
- 이동기, 조영곤(2001), “이사회 구조가 연구개발투자에 미치는 영향”, 경영학연구, 제30권 제4호; p.1251-1263
- 이상철, 정갑수 (2013) “이사회 독립성에 영향을 미치는 사외이사후보추천위원회 특성에 대한 연구”, 관리회계연구, 제13권 제2호; p.27-50
- 이서영 (2018), “공기업의 이사회가 경영성과에 미치는 영향 연구”, 석사학위 논문, 서울대학교 행정대학원
- 이승준 (2010), “금융위기와 기업지배구조의 문제, OECD 논의를 중심으로”, KiRi Weekly
- 유승보 (2018), “공기업 이사회 운영의 독립성에 대한 영향요인 연구”, 석사학위 논문, 서울대학교 행정대학원
- 윤태식 (2010), “공기업 이사회 특성과 경영성과 간의 관계 분석”, 석사학위논문, 서울대학교 행정대학원
- 전무경, 이기은(2013), “이사회 구조 및 독립성이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 기업경영연구, 20(2), 235-250
- 조성순, 신현한, 박순홍(2016), “금융위기와 지배구조”, 재무관리연구, 215-252
- 조택 (2007), “우리나라 공공기관의 지배구조에 관한 연구”, 한국정책과학학회보, 제11권 제4호; p.251-274, 한국정책과학학회
- 천경훈 (2015) “공기업 지배구조의 법적 문제”, 경제규제와 법 제8권 제

2호; p.7-3

홍길표 (2012), “공공기관의 기관장 선임과 지배구조 개선방안”, 공공기관과 국가정책(한국조세연구원) 제2장

<논문 : 국외>

- Abrahamson, E. & C. Park(1994), “Concealment of negative organizational outcomes: An agency theory perspective”, *Academy of Management Journal*, 37(5), 1302-1334
- Dowell, G. W. S., M. B. Shackell & N. V. Stuart(2011), “Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: Evidence from the internet shakeout”, *Strategic Management Journal*, 32(10), 1025-1045
- Fama, E. F. & M. C. Jensen(1983), “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Jensen, M. C. & W. H. Meckling(1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360
- Kieschnick, R. & R. Moussawi(2004), “The board of directors: A bargaining perspective”, University of Texas at Dallas Working Paper
- Klein, A.(2002), “Audit committee, board of director characteristics, and earnings management”, *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400
- Laurence J. O’Toole Jr., Kenneth J. Meier(2003), “Public Management, Personnel Stability, and Organization Performance”, 『*Journal of Public Administration Research and Theory*』, Vol.13, Public Administration Research and Theory
- OECD (2005), OECD Guidelines on Corporate Governance of State - Owned Enterprises

- Pearce, J. A. & Zahra, S. A.(1992), “Board composition from a strategic contingency perspective”, Journal of Management Studies, 29(4), 411-438
- Zahra, S. A. & Pearce, J. A.(1989), “Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model.” Journal of Management, 15: p.291-334

<기 타>

- 공공기관 경영정보 공개시스템(ALIO) : <http://www.alio.go.kr>
- 금융감독원 전자공시시스템(DART) : <http://dart.fss.or.kr>
- 기획재정부 홈페이지 : <http://www.mosf.go.kr>
- 법제처 : <http://www.moleg.go.kr>