

배당권과 의결권 차이가 연구개발 투자에 미치는 영향: 배당권 크기와 연계*

송은진(단독저자)
서경대학교 글로벌경영학과
(dmswls728@naver.com)

본 연구는 소유경영자의 배당권과 의결권 차이(지분을 괴리)가 연구개발 투자(이하 R&D 투자)에 어떠한 영향을 주는지 분석하였다. R&D 투자는 성공할 경우 기업에 막대한 부를 가져오지만, 투자결과가 불확실하기 때문에 경영자의 위험선호도에 따라 영향 받을 수 있다. 소유경영자 기업의 경우에는 소유경영자와 외부 소액주주 사이에 대리인 문제가 발생하며, 소유경영자의 배당권과 의결권 차이가 클 때 심화될 수 있다. 즉 배당권과 의결권 차이가 클수록 소유경영자의 도덕적 해이가 심화될 수 있으며, 지분을 괴리의 크기가 동일하더라도 배당권의 크기가 낮은 경우에 기업가치 제고를 위한 R&D 투자에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예측하였다.

실증분석 결과, 지분을 괴리는 배당권이 낮은 표본에서 R&D 투자에 부정적인 영향을 미치는 것으로 관찰되어 가설을 지지하였다. 이는 R&D 투자에 미치는 지분을 괴리의 영향은 배당권 크기를 통제할 때 확인할 수 있으며, 낮은 배당권이 소유경영자의 도덕적 해이를 심화시키는 것으로 해석할 수 있다. 또한 배당권과 의결권을 분리한 추가분석에서도 의결권의 보호막 효과가 확인되어 지분을 괴리의 부정적 효과를 지지하는 결과가 나타났다.

주제어: R&D 투자, 대리인 비용, 지분을 괴리, 배당권, 의결권

1. 서론

시장이 세계화되고 경쟁이 치열해질수록 기업은 끊임없이 연구개발(R&D) 활동에 투자함으로써 시장에서 경쟁기업보다 유리한 위치를 선점하려고 한다. 그런데 R&D 투자는 미래 성공가능성을 확신하기 어렵고 프로젝트의 완료시점을 적절히 계산하기 어려우며(Ghosh, Moon, and Tandon, 2007), 실질적으로 수익을 창출하기까지 오랜 시간이 걸리기 때문에 높은 위험을 지닌다(Sougiannis, 1994; Lev and Sougiannis, 1996). 이처럼 R&D는 장기적인 기업성장을 위해 반드시 필요한 지출이지만 투자결과의 불확실성 때문에 경영자의 위험선호도에

의해 영향 받을 수 있다.

전통적인 대리인 이론에 따르면 소유와 경영의 분리로 인해 주주와 경영자 사이에 이해상충이 발생하며 경영활동 의사결정에 대해 각자 다른 입장을 취하게 된다. Jensen and Meckling(1976)은 소유와 경영이 분리된 기업의 경우, 주주가 경영자를 감시하기 위한 지출, 경영자의 성실성을 증명하기 위한 지출, 경영자의 기회주의적 행태로 인해 발생한 기타 손실(residual loss) 등의 대리인 비용이 발생한다고 설명한다.

그렇다면 과연 경영자와 주주가 일치하는 소유경영자 기업에서는 대리인 비용이 발생하지 않는가? 결론부터 말하자면 대리인 비용은 발생한다. 단지 경영자와 주주 사이에 발생하는 전통적인 의미의 대

리인 비용이 전문경영자 기업에 비해 작을 뿐, 지배주주인 소유경영자와 외부 소액주주 사이에서 대리인 비용이 발생한다. 소유경영자는 사적효용추구 유인으로 인해 외부 소액주주의 부를 침해할 가능성이 있기 때문이다. 즉 Jensen and Meckling(1976)이 언급한 바와 같이 소유경영자 기업이라 하더라도 소유와 경영이 분리된 이상 대리인 문제가 발생하게 되는 것이다.

특히 소유경영자의 직접 지분에 해당하는 배당권과 직·간접 지분에 해당하는 의결권의 차이가 클수록 도덕적 해이의 발생가능성이 증가하여, 외부 소액주주의 이익을 침해하고 사적 이익을 취하기 위한 의사결정을 선택할 가능성이 높아진다(La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, and Lang, 2000; 선우혜정·최종학·이병희, 2010; 이지혜·변희섭, 2016). 즉 배당권과 의결권의 차이(지분을 괴리)는 소유경영자와 외부 소액주주 사이에 대리인 문제를 발생시켜 R&D 투자와 같은 의사결정에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

그런데 이때 배당권 크기는 지분을 괴리로 인한 소유경영자의 도덕적 해이를 가중시키거나 완화시키는 역할을 할 수 있다. 배당권은 소유경영자로 하여금 경영활동에 대한 책임을 부담하게 하는데(Francis, Schipper, and Vincent, 2005; Warfield, Wild, and Wild, 1995), 예를 들면 높은 배당권은 소유경영자가 기업 내 자원을 무단 사용하여 외부 투자자의 이익을 침해하려는 동기를 낮추는 것으로 나타났다(La Porta, Lopez-de-silanes, Shleifer, and Vishny, 2002). 또한 소유경영자의 배당권이 높은

기업이 그렇지 않은 기업보다 기업가치가 높은 것으로 나타났다(La Porta et al., 2002). 이를 통해 낮은 배당권은 소유경영자의 도덕적 해이를 가중시킬 수 있음을 유추해 볼 수 있다. 따라서 소유경영자의 배당권이 작은 표본의 경우, 경영자의 도덕적 해이가 심화될 수 있으며 지분을 괴리가 R&D에 미치는 부정적인 영향이 두드러지게 나타날 것이다.

일반적으로 배당권과 의결권의 차이는 기업규모가 크고 지배구조가 피라미드 형태를 나타내거나 계열사 간의 교차출자 등과 같이 복잡하게 얽혀 있는 기업에서 크게 발생한다(Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; 안홍복, 2004). 우리나라의 대기업 역시 지배구조가 복잡하여 배당권과 의결권의 차이가 큰 특징을 가진다. 공정거래위원회 자료에 따르면 2014년 국내 상호출자제한집단 중 총수 있는 40개 기업 집단의 배당권은 4.2%인데 비해 총수 일가, 계열회사, 임원, 비영리법인 등을 통한 의결권은 54.7%로 나타나 배당권과 의결권의 차이가 큼을 확인할 수 있었다.¹⁾ 공정거래위원회는 매년 4월 상호출자제한 집단을 지정하고 이들 집단에 속한 기업의 지분을 구체적으로 공개하고 있으며, 이외의 기업들은 정보확인이 어려운 상태이다.

따라서 본 연구는 상호출자제한집단 중 총수 있는 민간기업을 대상으로 소유경영자의 배당권 크기를 통제한 후, 배당권과 의결권 차이가 장기적인 의사결정인 R&D 투자에 미치는 영향을 분석하였다.

본 연구의 기여도는 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 본 연구는 상호출자제한집단 중에서 소유경영

1) 총수 있는 기업집단이라 함은 기업집단의 지배자가 개인임을 뜻하며 소유경영자 기업으로 볼 수 있다. 또한 용어의 혼동을 피하기 위해 편의상 총수 일가 지분율을 배당권, 내부지분율을 의결권으로 기록하였으며, 내부지분율은 계열회사 전체 자본금 중 내부자 전체(총수 일가 및 임원, 계열회사, 비영리법인 등)가 보유한 주식지분이 차지하는 비중으로 산출된다. 따라서 총수 일가 지분율과 내부지분율은 개념 및 산출방법에서 배당권, 의결권과 유사하며, 인용된 수치는 2015년판 공정거래백서에 근거하였다. <출처: 공정거래위원회, 2015, p. 274>

자 기업에 초점을 맞추므로써 경영권을 가진 지배주주의 지분을 괴리가 R&D 투자에 미치는 영향을 분석하였다. R&D 투자는 기업성장과 존속을 위해서 필수적인 활동이지만 경영자의 특성에 따라 재량적으로 지출이 이루어지므로 대리인 문제와 밀접한 관련을 가진다. 그러나 기존 연구는 소유경영자 기업과 전문경영자 기업을 구분하지 않고 지배주주의 지분을 괴리가 R&D에 미치는 영향에 초점을 맞추었기 때문에, 연구결과에 전문경영자 기업의 지배주주의 지분을 괴리 영향이 혼재되어 있는 한계점이 있었다. 반면 본 연구는 소유경영자가 전문경영자 기업의 지배주주보다 R&D 의사결정에 직접적인 영향을 미칠 수 있으므로 지분을 괴리의 영향을 더욱 명확하게 나타낼 것이라 판단하였으며, 소유경영자 표본으로 제한하여 선행연구의 한계점을 개선하고자 하였다.

둘째, 본 연구는 R&D에 미치는 지분을 괴리의 영향에 대해 소유경영자의 배당권 수준을 통제하여 분석함으로써 지분을 괴리의 부정적인 영향이 배당권의 크기에 따라 심화되거나 완화될 수 있음을 제시하였다. 기존 연구에서 지분을 괴리가 R&D에 미치는 영향을 분석한 바 있으나, 경영자의 소유 구분과 배당권 통제가 이루어지지 않았기에 어떤 요인이 혼재된 결과인지 확인하기 어려웠다. 그러나 본 연구는 지분을 괴리가 투자 의사결정에 미치는 영향을 분석할 때 단순히 지분을 괴리의 크기만을 고려하기 보다는 배당권과 연계해야 함을 발견하였다. 또한 나아가 기업의 미래 성장기회를 창출할 R&D 투자를 증대시키기 위한 유인방법과 소유경영자의 지분 구조에 대한 시사점을 제시하고 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 2장에서는 선행연구를 고찰하였고, 3장에서는 이론적 배경을 설명하고 가설을 설정하였으며, 4장에서는 연구모형을 설계하고 변수를 정의하였으며 표본을 설정하였다. 5장에서는 실증분석 결과를 제시하고, 마지막으로 6장에서는 본 연구의 결과를 요약하고 결론을 맺었다.

II. 선행연구

연구개발비는 선행연구에서 기업가치, 대리인 문제 등과 함께 연계되어 분석되었다. Ravenscraft and Scherer(1982), Lev and Souginnis(1996), Cheng(2004)에 따르면 R&D 활동이 기업의 경쟁력 제고와 혁신을 가져오기 때문에 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이라 기대했으며, 실제로 기업가치에 최소 4년에서 최대 9년까지 영향을 미쳐 장기적으로 기업가치를 증진시키는 것으로 관찰되었다. 또한 R&D의 회계처리 방법에 따라 기업가치에 미치는 영향을 구분하기 위한 연구가 진행되었는데, R&D는 회계처리 방법에 관계없이 기업가치에 긍정적인 역할을 하는 것으로 나타났다(조성표·정재용, 2001; Oswald and Zarowin, 2007).

한편 R&D 활동은 기업의 내부정보이기 때문에 정보 비대칭을 초래하며, 최고경영자의 의사결정에 따라 투자 비중이 달라진다. 선행연구에서는 주로 R&D 지출²⁾을 경영자의 대리인 문제와 연계하였는데, 도덕적 해이가 커지는 상황에서 R&D 지출을 삭감하는 것으로 나타났다(Cheng, 2004; Roychowdhury,

2) 여기에서 R&D 지출, R&D 투자(액) 등의 용어는 단순한 금액 크기가 아닌 R&D 집중도를 나타내며, 집중도가 커지면 R&D 투자 증대로 간주하고 집중도가 작아지면 R&D 투자 감소로 판단하였다.

2006; Oswald and Zarowin, 2007; Seybert, 2010). 최근에는 소유경영자 기업과 전문경영자 기업으로 구분하여 R&D 지출에 미치는 영향에 대한 분석이 이루어지고 있다(김현섭·송재용, 2011; Chrisman and Patel, 2012; Block, 2012; Schmid, Achleitner, Ampenberger, and Kaserer, 2014).

예를 들어 노경춘(2010)은 기업의 행동이론을 한국 재벌기업에 적용하였는데, 재벌기업의 가족 소유자들은 장기적인 투자자 입장에서 R&D 투자를 증가시키는 것으로 나타났다. 이에 대해 재벌기업의 가족 구성원은 경영진을 장악하여 전통적인 대리인 비용을 간단하게 완화할 수 있으며, 기업의 평판 유지와 미래 세대에게 기업을 물려주기 위해 장기적인 시야를 가지므로 계열사 내의 자원을 R&D 투자로 전환하는데 적극적으로 임할 것이라고 설명하였다. 김현섭·송재용(2011)의 연구에서도 경영활동에 대한 소유경영자 가족의 참여는 R&D 투자수준을 높이는 것으로 나타났다. Schmid et al.(2014) 또한 독일 상장기업을 대상으로 창업자와 그의 가족들이 R&D 투자에 미치는 영향을 분석하였는데, 경영활동에 대한 창업자 가족의 참여는 R&D 투자를 증가시키는 것으로 나타났다.

이처럼 소유경영자가 R&D 투자를 증가시킬 것이라는 연구결과가 존재하는 반면, 소유경영자가 R&D 지출에 부정적인 역할을 하거나 기업의 경영상황에 따라 R&D 지출에 미치는 영향이 상이할 것이라는 연구결과도 존재한다. Chrisman and Patel(2012)은 미국의 가족기업을 대상으로 R&D 투자금액과 투자변동성을 분석하였는데, 오히려 가족기업은 비(非)가족기업에 비해 R&D에 적은 금액을 투자하며 R&D 투자변동성이 큰 것으로 나타났다. 그러나 기업성과가 목표이익에 미치지 못한 경우에는 가족기

업의 R&D 투자액이 증가하고 R&D 투자변동성은 감소하는 것으로 관찰되었다. 즉 가족기업의 경영자는 목표이익에 도달하기 위한 수단으로 R&D 투자 증대를 선택하였으며 꾸준히 투자하고 있음을 나타낸다. 이는 또한 경영자가 지속적인 R&D 투자를 통해서 기업의 미래 이익을 창출하고 증대시킬 수 있음을 인지하고 있는 것으로 해석할 수 있다. Block(2012)은 가족기업에 대해 가족 지분율과 창업자 개인 지분율로 세분화하여 R&D에 미치는 영향을 살펴보았다. 분석결과 창업자 개인 지분율은 R&D 투자와 생산성을 모두 증가시키지만, 가족 지분율은 R&D 투자를 오히려 감소시켜 기업 내에서 창업자와 가족 사이에 이해관계가 상이한 것을 확인할 수 있었다. 또한 김현섭·송재용(2011)의 연구에서는 소유경영자 기업에서 내부자 전체 지분율(의결권으로 간주 가능)이 증가할수록 R&D 투자는 증가하다가 감소하는 역 U자 형태가 관찰되었다. 이에 대해 소유경영자와 관련된 내부자 전체 지분율이 높아지면 위험분산 효과를 기대할 수 없기 때문에 오히려 안주하려는 성향을 가지기 때문이라고 해석하였다.

소유경영자가 R&D에 미치는 상이한 영향에 대해 Schmid et al.(2014)은 주주와 경영자, 지배주주와 소액주주 측면에서 각각 조명하여 다음과 같이 설명하였다. 가족기업은 주주와 경영자 관점에서 이해상충이 감소할 것이며, 가족주주는 기업 유산(heritage)과 평판을 유지하려는 성향이 있으므로 단기적인 관점의 외부 주주들에 비해 장기적인 관점에서 R&D에 투자할 유인이 크다. 그러나 지배주주와 소액주주의 이해상충 관점에서는 창업자 가족의 자금이 기업에 집중적으로 투자되어 있으므로 외부 소액주주들에 비해 기업위험에 크게 노출되어 있다. 게다가 창업자 가족의 평판, 인적자본 등도 기업과

결부되어 있으므로 위험이 큰 R&D 투자를 회피할 유인이 발생한다.

종합하면 소유경영자의 직·간접지분율에 따라 대리인 문제가 상이하게 발생하며 이는 R&D 투자에도 상이한 영향을 미치는 것으로 정리할 수 있다.

III. 가설 설정

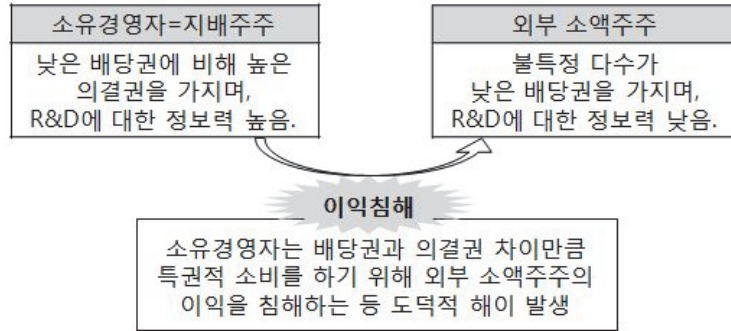
소유경영자는 소량의 주식을 보유하더라도 자신의 가족, 친인척, 임원, 관계회사 등의 지분을 통해 기업을 통제할 수 있는 특징을 가진다. 이에 소유경영자의 지분은 기업에 대한 직접적인 지분인 배당권(cash flow rights)과 직접 지분과 간접 지분을 합한 의결권(voting rights)으로 구분할 수 있다. 배당권은 소유경영자 개인 지분과 가족 및 친인척이 보유한 지분의 합으로 산출하며(김동희·김동욱·김병곤, 2011; 현정훈·황인이·신재용·김범준, 2013), 의결권은 배당권을 기본으로 하여 소유경영자 및 가족들이 소유하고 있는 기업(소위 관계회사)의 지분과 임원 지분의 합으로 산출하고 이는 내부자 전체 지분을 개념으로도 볼 수 있다(고승의, 2004; 김동희 외, 2011; 현정훈 외, 2013; Yoo and Rhee, 2013).

한편 소유경영자 기업에서는 지배주주인 소유경영자와 외부 소액주주 간에 대리인 문제가 발생할 수 있는데(Lemmon and Lins, 2003; Schmid et al., 2014; 이지혜·변희섭, 2016), 소유경영자가 자신의 단기적인 부(wealth)나 특권적 소비(perquisite consumption)를 증대시키기 위해 기업자원을 유용하여 외부 투자자들의 이익을 침해할 수 있기 때문이다(Lemmon and Lins, 2003; 이지혜·변희섭,

2016). 이러한 소유경영자의 기회주의적 유인은 배당권과 의결권의 차이가 클수록 강하게 발생하며, 계열회사를 통한 순환출자나 피라미드 구조를 통해 배당권을 초과하는 의결권을 획득하는 것으로 나타났다(Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Fan and Wong, 2002). 순환출자는 계열사 간 암묵적인 협력관계를 형성하고 소유경영자의 의사결정과 행동을 지원하는 보호막(entrenchment) 역할을 하고, 소수에게 집중된 지배력은 기업 정보가 외부로 유출될 경우 발생할 사회적 비용 부담을 회피하기 위해 주요 정보를 사적으로 통제하는 역할을 한다(안홍복, 2004).

우리나라를 비롯한 동아시아 국가들은 창업자 가족에게 주식이 집중된 경우가 많으며, 대부분 배당권을 초과하는 의결권을 가지는 것으로 나타났다(La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Fan and Wong, 2002; 안홍복, 2004). 즉 소유경영자는 피라미드 소유구조나 순환출자 등을 통해 얻은 의결권으로 큰 효익을 누리지만 의사결정에 대한 위험은 배당권 만큼만 부담함으로써 책임은 회피하는 것이다(La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Fan and Wong, 2002).

〈그림 1〉은 소유경영자와 외부 소액주주의 주식 비중과 R&D에 대한 정보력을 간략히 비교하고 있으며, 소유경영자의 이익침해 가능성을 제시하고 있다. 즉 외부 소액주주는 소유경영자와 달리 낮은 배당권을 가진 불특정 다수로 이루어져 있으므로 기업에 대한 의사결정을 결집하기 어렵다. 반면에 소유경영자는 기업정보를 통제하고 배당권과 의결권 차이를 이용하여 외부 투자자의 이익을 침해할 수 있으며, 의결권에 의한 보호막 효과로 기업가치에 역행하는 의사결정을 내릴 가능성이 있다(Morck, Shleifer, and Vishny, 1988; McConnell and



〈그림 1〉 지분율 괴리에 의한 이익침해

Servaes, 1990; Fan and Wong, 2002).

예를 들어 Fan and Wong(2002)은 지배주주의 지분율 괴리가 클수록 지배주주는 기업의 내재가치를 올바르게 반영하기보다는 자신의 이익을 증가시키는 방향으로 회계정보를 공시할 것이며, 이는 회계정보의 신뢰성을 감소시킨다고 주장하였다. 안홍복(2004)은 지배주주의 지분율 괴리가 심화될수록 재량적 발생액을 통한 이익조정이 증가함을 실증적으로 제시하였다. 이외에도 지분율 괴리가 클수록 경영자는 자신의 입지를 강화하고 대기업을 경영함으로써 얻을 수 있는 사적 이익을 증가시키기 위해 기업다각화를 가속시키며(김동회·김동욱·김병곤, 2010), 엄격한 감시 장치의 도입을 회피하기 위해 이사회 규모 및 독립성을 감소시키는 것으로 나타났다(권대현·최종학·신재용·현정훈, 2012). 이들은 지배주주의 배당권과 의결권이 직접적으로 대리인 문제에 영향을 주기보다는 지분율 괴리에 의해 대리인 문제가 발생한다고 설명하였다(김동회 외, 2010; 권대현 외, 2012).

한편 지분율 괴리가 R&D 투자에 미치는 영향력은 배당권 수준에 따라 상이할 수 있다. 배당권은 소유경영자로 하여금 경영활동에 대한 책임을 부담하게 하는 역할을 하므로 R&D 투자에 긍정적인 영향

을 미칠 수 있으며, Block(2012)의 연구에서 소유경영자의 배당권은 R&D 투자를 증가시키는 것으로 나타났다. 즉 배당권은 R&D 투자에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다.

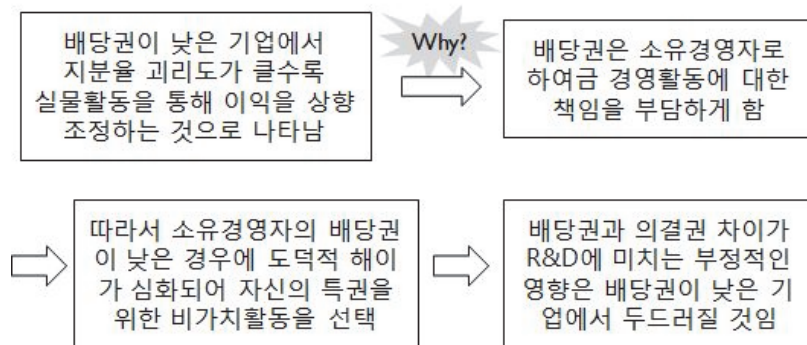
그렇다면 지분율 괴리의 크기가 동일하면 R&D 투자에 미치는 영향 또한 동일한가? 본 연구는 아니라고 생각하였고, 배당권 크기가 간접적인 영향을 미칠 것이라고 가정하였다. 그 이유는 다음과 같이 정리할 수 있다. Francis et al.(2005)에 따르면 배당권과 의결권이 동일한 소유경영자는 자신의 결정에 따른 결과를 지분에 비례하여 감당하지만, 배당권과 의결권의 분리는 소유경영자가 그들의 결정에 따른 결과를 회피하도록 돕는 역할을 한다. 배당권과 의결권이 분리된 기업의 소유경영자는 간접지분을 통해 보통주 1개에 더 많은 투표수를 가지지만, 현금을 배당받을 권리는 다른 주주들과 동일하기 때문이다. 정리하면 소유경영자는 자신의 배당권 크기에 비례하여 경영활동에 따른 결과를 감당하므로, 배당권이 낮다면 경영활동 결과에 대한 책임감 또한 낮을 것이며 소유경영자일지라도 주인의식이 낮을 것이다. 이와 유사하게 Warfield et al.(1995)은 소유와 통제가 분리된 경우, 경영자가 자본을 적게 소유할수록 태만, 특권과 같은 비가치활동을 추구할

유인이 높아진다고 설명하였다. 특히 경영자의 회계 선택은 자신의 지분과 관련되므로, 경영자의 지분이 작을 경우 기업가치 제고를 위하기보다는 자신의 특권을 위해 회계정책을 선택할 가능성이 높음을 제시하였다. 여기에서 자본은 관계회사 지분을 제외한 직접소유에 해당되므로 배당권으로 간주할 수 있으며, 배당권이 작은 경우 기업가치를 위한 R&D 투자와 같은 활동은 회피하고 자신의 특권을 위한 의사결정을 선택하는 것으로 해석할 수 있다. 나아가 이아영·전성빈·김성혜(2012)는 지배주주의 배당권이 낮은 경우 지분을 괴리가 실제이익조정을 설명할 수 있는 주요 변수가 될 수 있으며, 지분을 괴리의 크기만을 분석하기보다는 배당권의 크기를 함께 고려해야 함을 제시하고 있다. 이들은 지배주주의 배당권이 낮은 표본에서 지분을 괴리가 증가할수록 이익을 상향 조정하기 위해 매출액 조작, 재량적 지출 감소 등의 실물활동을 통한 이익조정이 이루어지는 것을 발견하였다. 이는 경영자의 배당권이 낮은 경우 지분을 괴리가 클수록 자신의 사적이익 추구를 위한 의사결정을 내리는 것으로 해석할 수 있으며, 낮은 배당권은 지분을 괴리로 인한 경영자의 도덕적 해이를 가중시킬 수 있음을 유추할 수 있다.

결론적으로 배당권과 의결권 차이가 존재할 경우 배당권 크기가 상대적으로 작은 소유경영자의 도덕적 해이가 심화될 것이며, 이는 지분을 괴리가 R&D 투자에 미치는 부정적인 영향을 두드러지게 만들 것이다.

위의 내용을 간단한 예시로 정리하면 다음과 같다. 기업 A는 소유경영자의 배당권이 5%이고 의결권이 25%이며, 기업 B는 소유경영자의 배당권이 30%이고 의결권이 50%이라고 가정해보자. 두 기업의 지분을 괴리는 20%로 동일하지만, 기업 B의 소유경영자의 배당권이 높기 때문에 경영활동에 대한 책임을 기업 A의 소유경영자보다 크게 부담할 것이다. 즉 배당권이 높은 기업 B의 소유경영자는 장기적인 안목에서 기업가치 제고를 위해 R&D 투자 증대와 같은 회계선택을 결정할 가능성이 높은 반면, 배당권이 낮은 기업 A의 소유경영자는 R&D에 투자할 가능성이 낮을 것이다. 왜냐하면 기업 A의 소유경영자는 R&D 투자를 통해 발생할 이익으로부터 배당을 받는 것보다, 높은 의결권을 이용하여 사적 이익을 당장 추구할 유인이 더욱 클 것이기 때문이다.

이는 <그림 2>와 같이 종합할 수 있다. 지분을 괴리도가 R&D 의사결정에 미치는 영향은 단순히 크



<그림 2> 배당권 수준이 지분을 괴리와 R&D 관계에 미치는 영향

기로 판단하기 보다는 배당권의 수준과 연계해야 명확하게 확인할 수 있으며, 소유경영자의 배당권이 낮은 경우 도덕적 해이가 심화되어 기업가치 제고를 위한 R&D 투자에 부정적인 영향을 미칠 것으로 정리할 수 있다.

우리나라의 경우 상호출자제한집단에 속한 총수 있는 민간기업들의 배당권과 의결권 차이가 심각한 상태이며,³⁾ 이들은 소유경영자 기업으로 간주할 수 있으므로 다음과 같이 본 연구의 가설을 구축하였다.

가설: 총수 있는 대규모 민간기업 중에서 배당권이 낮은 기업의 경우, 배당권과 의결권의 차이가 클수록 R&D 투자는 작을 것이다.

IV. 연구설계와 표본

4.1 연구모형 설계

배당권과 의결권의 차이가 R&D 투자에 미치는 영향을 검증하기 위한 연구모형은 Schmid et al. (2014)의 모형을 본 연구의 목적에 맞게 수정하였으며, OLS 회귀분석을 사용하였다. 변수의 정의는 <표 1>에 제시하였으며, 모든 비율변수는 백분율 형태이며 연도 더미변수는 편의상 생략하였다.

$$RDI_{it} = a_0 + a_1DIVG_{it} + a_2DIS_{it} + a_3IND_{it} + a_4ROE_{it} + a_5MTB_{it} + a_6DEBT_{it} + a_7ICF_{it} + a_8SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

4.1.1 종속변수

종속변수는 기업의 R&D 집중도(RDI)로 설정하였으며, 각 기업의 매출액 대비 R&D 지출액으로 계산하였다. 단순히 R&D 지출액으로 설정할 경우, 기업규모에 의해 분석결과가 영향을 받을 수 있으므로 이를 통제해야 하며 선행연구에 따라 총자산이나 총매출액으로 나누는 방법이 있다(Dechow and Sloan, 1991; Lev and Sougiannis, 1996; Block, 2012; Yoo and Rhee, 2013; Schmid et al., 2014). 본 연구에서는 각 기업의 매출 규모를 통제하고 기업이 벌어들인 총매출액 중에서 R&D에 투자하는 금액의 비중을 확인하기 위해, 연간 R&D 지출액을 연간 총매출액으로 나누는 방법을 선택하였다.

한편 R&D 지출은 경영자의 기회주의적인 행동으로 인해 삭감될 수 있는데 특히 비용으로 처리되는 경우에 두드러지는 것으로 나타났다(Cheng, 2004; Roychowdhury, 2006; Seybert, 2010). 그러나 현실적으로 R&D 회계처리 선택에 대한 경영자의 판단과 외부 요인들을 완전히 제거하기 어렵다. 즉 비용 처리된 R&D 지출액을 사용해도 본 연구가 원하는 대리인 문제의 상이한 영향을 완벽하게 분리할 수 없으며 여러 가지 영향이 혼재되어 있을 수 있다.

따라서 본 연구는 이러한 한계점을 반영하여 연간 R&D 지출액으로 비용 처리된 R&D와 자산 처리된 R&D를 합산한 지출총액을 사용하였다. 연간 R&D 지출총액 자료는 한국상장회사협의회(KOCOinfo: Korea Companies Information)의 기업정보 TS2000에서 얻었으며, 사업보고서 주석사항에 공시된 연구개발비 당기 지출총액 자료를 사용하였다.

3) La Porta et al.(1999)은 27개국을 대상으로 지배주주 형태를 조사하였는데, 대기업의 경우 주주와 경영자 사이의 대리인 문제보다는 지배주주와 외부 소액주주 사이의 대리인 문제가 존재한다고 설명하였다. 국내에서는 5조 원 이상인 기업집단을 상호출자제한 기업집단으로 지정하고 있으며, 이들의 의결권과 배당권의 차이가 매우 큰 것으로 나타났다. <출처: 공정거래위원회, 2015>

〈표 1〉 변수의 정의

변수	정의
RDI_{it}	R&D 집중도, (연간 R&D 지출액 _{it} /총매출액 _{it})×100
$DIVG_{it}$	지분을 괴리도, 의결권 _{it} - 배당권 _{it} ; ※ 배당권(CR) = {(소유경영자 주식 수 _{it} + 친족 주식 수 _{it})/(보통주 발행주식 총수 _{it} - 자기주식 _{it} - 상호주 _{it})}×100; ※ 의결권(VR) = {(소유경영자 주식 수 _{it} + 친족 주식 수 _{it} + 계열사 주식 수 _{it} + 임원 주식 수 _{it} + 비영리법인 주식 수 _{it} - 상호주 _{it})/(보통주 발행주식 총수 _{it} - 자기주식 _{it} - 상호주 _{it})}×100.
DIS_{it}	상장기간, LN(상장 이후 경과연수);
IND_{it}	첨단산업 더미, t기 i기업이 첨단산업에 속하면 1, 아니면 0;
ROE_{it}	자기자본이익률, (당기순이익 _{it} /연평균 자본총액 _{it})×100;
MTB_{it}	투자기회, (보통주 시가총액 _{it} /자본총액 _{it})×100;
$DEBT_{it}$	부채비율, (부채총액 _{it} /자본총액 _{it})×100;
ICF_{it}	내부자금력, (영업활동에 의한 현금흐름 _{it} /연평균 자산총액 _{it})×100;
$SIZE_{it}$	기업규모, LN(자산총액 _{it}).

4.1.2 실험변수

실험변수인 배당권과 의결권의 차이는 지분을 괴리도(DIVG)로 설정하였으며, 공정거래위원회에서 사용하고 있는 방법을 따라 의결권에서 배당권을 차감하여 계산하였다. DIVG 계수가 통계적으로 유의한 음(-)의 값이 도출된다면 배당권과 의결권 차이가 클수록 R&D 투자는 감소함을 의미한다.

배당권과 의결권의 산출방법 및 계열사의 소유지분 현황은 공정거래위원회의 오프니(OPNI)를 참고하였으며, 구체적인 설명은 다음과 같다. 배당권은 현금흐름권 혹은 소유권이라고 부르며, 지배주주의 직접 지분을 나타낸다. 즉 소유경영자 기업의 경우에는 소유경영자 개인명의 주식과 소유경영자의 친족(배우자, 6촌 이내의 혈족, 4촌 이내의 인척) 주식을 포함한다. 이렇게 소유경영자가 직접 보유한 주식 총수를 보통주 발행주식 총수에서 자기주식과

상호주를 차감한 값으로 나누어 계산한다. 소유경영자의 친족은 기업내부자로서 기업정보에 접근하기 용이하며 기업 의사결정에 영향을 미치고(Kim, Kim, and Lee, 2008; 김현섭·송재용, 2011), 기업이 장기적으로 존속할 수 있도록 긍정적인 역할을 하므로(Anderson and Reeb, 2003) 소유경영자의 지원세력으로 인식해 직접 지분에 포함되는 것으로 판단된다.

의결권은 지배주주가 기업에 영향력을 행사할 수 있는 직·간접지분을 나타내며, 소유경영자의 개인 주식과 소유경영자 친족 주식, 임원 주식, 관계회사(계열사, 비영리법인) 주식을 합하고 상호주는 차감한다. 이렇게 계산한 주식 총수를 보통주 발행주식 총수에서 자기주식과 상호주를 차감한 값으로 나누어서 계산한다(현정훈 외, 2013). 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률 시행령 제3조 1」에 따르면 소유경영자 친족과 더불어 소유경영자 친족이 출연한 비

영리법인 또는 단체, 계열회사, 임원 등을 모두 소유 경영자 관련자로 정하고 있다.⁴⁾ 따라서 이들이 소유 한 주식도 소유경영자의 우호지분으로 인식할 수 있으며 기업집단에 대한 간접적인 영향력을 높이는 역할을 할 것이다. 배당권과 의결권은 모두 백분율로 표시하였다.

4.1.3 통제변수

통제변수는 실험변수 외에 R&D에 영향을 미치는 변수들이며 기업의 성장기간(DIS), 첨단산업 여부(IND), 자기자본이익률(ROE), 투자기회(MTB), 부채비율(DEBT), 내부자금력(ICF), 기업규모(SIZE) 등으로 설정하였다.

기업의 성장기간이 오래될수록 공시가 자주 이루어져서 경영자와 투자자 사이의 정보 비대칭이 완화되면, 경영자가 보다 적극적으로 R&D 공시 및 투자에 임할 것이다(박애영·이경태·이상철, 2006). 그러나 성장기간은 기업의 성숙도(maturity) 대용치로도 사용될 수 있는데, 이 경우에는 성장기간이 길수록 기업은 안정적인 경영활동에 접어들어 보수적인 투자를 채택할 가능성이 크다(Yoo and Rhee, 2013). 따라서 DIS의 계수는 일관된 부호로 예측할 수 없으며, 상장 이후 경과연수에 자연로그를 취

하여 측정하였다.

첨단산업을 영위하는 기업의 제품이나 기술은 기능적 진부화가 빠를 것이므로 경쟁에 뒤처지지 않기 위해 R&D 활동에 적극적일 것으로 예상되므로 IND 계수는 양(+)의 값으로 예측된다(한봉희, 2010; 광태완·왕현선, 2013). 한편 국내에서는 9차 한국 표준산업분류코드(KSIC-9)와 연계한 첨단산업 코드를 따로 지정하고 있지 않으므로, 본 연구에서는 경제협력개발기구(OECD)의 국제표준산업분류(ISIC) REV.3을 참고하여 항공 및 우주선, 제약, 사무용 및 회계, 컴퓨터 기계, 방송·통신 장비, 의료·정밀·광학기구 등을 첨단산업으로 설정하였다.⁵⁾ OECD에서 규정한 첨단산업은 산업분류 범위가 넓은 편에 속하고 KSIC-9와 상이하므로, 산업통상자원부에서 발표한 「첨단기술 및 제품의 범위 고시」와 선행연구의 첨단산업 분류항목을 참고하여 세부적인 항목을 보완하였다⁶⁾(박애영 외, 2006; 광태완·왕현선, 2013). 표본기업이 첨단산업에 속할 경우에는 IND에 1의 값을, 첨단산업에 속하지 않을 경우에는 0의 값을 부여했다.

또한 기업의 재정상태가 건전해야 R&D에 투자할 여력이 있을 것이므로(Gaver and Gaver, 1993; Kaplan and Zingales, 1995; 박애영 외, 2006; Kim et al., 2008; Schmid et al., 2014), ROE,

4) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 공정거래법)에서는 기업집단의 지배자를 '동일인'으로 명명(命名)하고 있다. 동일인은 회사인 경우와 개인인 경우가 있으며, 본 연구에서는 개인이 기업집단을 소유한 경우에만 지분을 괴리도를 살펴보기 때문에 용어의 혼동을 피하고 문맥의 흐름을 일치시키고자 '동일인'을 '소유경영자'로 바꿔서 기재하였다.

5) OECD의 ISIC REV.3에서는 첨단산업 종류를 R&D 집중도에 근거하여 4 가지로 분류하고 있다. 즉 R&D 집중도가 높은 순서대로 high-technology industries, medium-high-technology industries, medium-low-technology industries, low-technology industries 로 분류한다. 본 연구의 첨단산업은 R&D 집중도가 가장 높은 high-technology industries를 기준으로 정하였으며, 구체적으로 ① aircraft and spacecraft, ② pharmaceuticals, ③ office, accounting and computing machinery, ④ radio, TV and communications equipment, ⑤ medical, precision and optical instruments가 여기에 속한다.

6) 산업통상자원부의 '첨단기술 및 제품의 범위 고시'에서 지정된 제품이나 기술이 표본기업의 산업내용과 유사하면 첨단산업으로 간주하였다. 한편, 박애영 외(2006)는 첨단전자산업, 반도체 및 LCD, 메카트로닉스, 신소재, 정밀화학, 생물산업, 광산업, 첨단섬유, 첨단자동차 부품 산업을 첨단산업으로 분류하였으며, 광태완과 왕현선(2013)은 항공산업, 의약산업, 컴퓨터산업, 통신산업, 의학산업, 광학산업 등을 첨단산업으로 분류하고 있다.

*ICF*는 양(+)¹⁾의 부호가 예측되며 *DEBT*는 음(-)의 부호가 예측된다. *ROE*는 연평균 자본총액 대비 당기순이익, *ICF*는 연평균 자산총액 대비 영업활동에 의한 현금흐름, *DEBT*는 자본총액 대비 부채총액으로 측정하였으며 모두 백분율 형태이다.

기업이 가지는 고유한 성장가능성에 따라 R&D에 대한 의사결정이 달라질 수 있다. 시장에서 평가받는 가치가 현재의 장부가치보다 크다면 더욱 기업을 발전시키기 위해 R&D에 적극적으로 투자할 수 있으므로 *MTB*는 양(+)²⁾의 부호가 예측된다(한봉희, 2010). *MTB*는 순자산의 장부가치 대비 시장가치 비율로 측정하였으며 백분율 변수이다. 기업규모에 따라 R&D 투자결과에 노출되는 위험과 자금여력이 상이할 수 있으며(Cheng, 2004; 박애영 외, 2006), 기업크기가 클수록 자금여력이 양호할 가능성이 높으므로 *SIZE* 또한 양(+)³⁾의 부호가 예측된다. *SIZE*는 자산총액에 자연로그를 취하여 산출하였다.

4.2 표본

본 연구의 표본은 우리나라 코스피 시장에 상장된 기업으로 선정하였는데, 그 이유는 대규모 기업에서 혁신과 관련된 대리인 문제가 더욱 심각하게 발생할 가능성이 높기 때문이다(Cheng, 2004). 또한 La Porta et al.(1999)에 따르면 대기업에서 지배주주와 외부 소액주주 사이의 대리인 문제가 존재한다. 이들은 특히 지배주주와 외부 소액주주 사이의 대리인 문제는 지배주주의 배당권과 의결권 차이가

클수록 발생가능성이 높으며, 외부 소액주주에 대한 법적보호가 약할 때 지배주주의 기회주의적 행위가 강하게 나타난다고 주장하였다. 따라서 코스피 시장에 상장된 기업은 본 연구의 목적에 부합하는 적절한 표본으로 판단된다.

단, 다음과 같은 기업은 표본에서 제외했다. 첫째, 금융업은 다른 산업과 영업활동 및 계정과목이 상이하기 때문에 금융업종에 속한 기업은 제외하였으며, 둘째 기업 간 비교가 용이하도록 결산월이 12월이 아닌 기업은 제외하였다(권대현 외, 2012). 셋째, 자본잠식 상태인 기업들은 이익을 창출하는 정상적인 기업들과 다른 특성을 지니기 때문에 표본에서 제외한다(Hayn, 1995). 마지막으로 관리대상 기업은 경영부실 등으로 인해 추후 상장 폐지될 가능성이 높으므로 정상적인 영업활동을 하는 기업들과 재무상태 특성이 다를 것이다. 이들 기업은 본 연구의 목적에 부합하는 표본의 특성에 어긋나므로 표본에서 제외한다. 마지막으로 본 연구는 소유경영자의 배당권과 의결권의 차이에 초점을 맞추고 있으므로 전문경영자 기업⁷⁾에 속하거나 배당권과 의결권 자료를 확인할 수 없는 소유경영자 기업도 표본에서 제외하였다.

따라서 본 연구는 2014년 현재 코스피 시장에 상장된 기업 중에서 위의 조건에 부합하는 기업을 제외하여 표본을 설정하였으며, 분석기간은 2008년 글로벌 금융위기 이후인 2009년부터 2014년까지 6년이다. 재무자료는 분석기간 동안 총 관측치 중에서 결측치와 값이 계산되지 않는 변수를 제거하고,

7) 전문경영자 기업은 공기업·준정부기관, 총수 없는 대규모 민간기업, 그 외의 기업으로 구성된다. 특히 총수 없는 대규모 민간기업은 상호출자제한집단에 속해있으나 개인이 아닌 회사가 기업집단의 지배자로 존재하기 때문에 소유경영자 기업으로 보기 어렵다. 대표적으로 포스코(POSCO), 케이티(KT), 케이티앤지(KT&G) 등이 있으며, 이들은 전문경영자에게 경영활동을 위임하고 독립적인 이사회를 구성하여 서로 간의 견제와 균형을 꾀한다. 마지막으로 공기업·준정부기관이나 총수 없는 대규모 민간기업에 속하지 않으면 그 외의 기업으로 보았다.

마지막으로 극단치가 분석결과에 미치는 영향을 통제하기 위해 변수 값의 상하 1%에 해당하는 관측치를 제거하여 최종 관측치는 543개(firm-year)로 도출되었다.

재무자료는 NICE평가정보의 데이터베이스 KISVALUE와 한국상장회사협의회(KOCInfo)의 기업정보 TS2000에서 수집하였으며, 배당권과 의결권 산출을 위한 지분 정보는 공정거래위원회의 오프니(OPNI)를 통해 수집하였다.

V. 분석결과

5.1 기술통계량 및 상관분석

가설검증을 위한 본 분석에 앞서 연구모형에서 채택한 주요 변수들에 대한 기술통계량을 분석하여 <표 2>의 Panel A에 요약하였다. 매출액 대비 R&D 지출 총액(RDI)의 평균값은 1.99%로 나타났으나 최대 21.38%인 표본도 관찰되었다. 기업의 재정상태와 관련 있는 자기자본이익률(ROE)의 평균값은 4.17%, 내부자금력(ICF)의 평균값은 5.51%, 부

<표 2> 기술통계량

Panel A : 기술통계량						
변수	N	Mean	Median	Std	Max	Min
RDI	543	1.99	0.76	3.15	21.38	0.00
DIS	543	2.81	3.09	0.82	3.87	0.69
ROE	543	4.17	5.94	16.99	39.19	-130.3
MTB	543	128.87	109.30	86.75	593.27	24.56
DEBT	543	145.50	106.23	167.95	1444.7	2.42
ICF	543	5.51	4.90	7.28	35.13	-15.03
SIZE	543	28.58	28.71	1.52	32.73	24.73
CR	543	12.74	4.04	16.71	68.97	0.00
VR	543	42.14	40.48	15.44	90.04	2.91
DIVG	543	29.40	30.93	19.30	90.04	0.00
Panel B : 연도별 배당권, 의결권, 지분을 괴리도의 평균값						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CR	14.45	13.56	13.99	12.54	11.16	11.72
VR	40.31	41.12	42.76	42.29	42.60	43.13
DIVG	25.85	27.56	28.77	29.75	31.44	31.41
N	76	81	81	89	107	109

1) 변수의 정의는 <표 1>에 제시된 바와 같다.

2) Panel A는 본 연구의 실증분석에 사용될 변수의 기술통계량을 제시하며, Panel B는 배당권(CR), 의결권(VR), 지분을 괴리도(DIVG)의 평균값을 연도별로 정리하여 제시하였다.

채비율(*DEBT*)의 평균값은 145.5%로 관찰되었다. 자기자본이익률과 내부자금력은 낮고 부채비율은 매우 높게 나타나 기업 내부의 재무적 여력이 약하여 외부에 많이 의존하는 것으로 해석할 수 있다. 투자 기회(*MTB*)의 평균값은 128.87%로 나타났으나 최대값(593.27%)과 최소값(24.56%)의 차이가 크게 관찰되어 기업들 간 투자기회는 상이하였다.

또한 배당권(*CR*) 평균값은 12.74%, 중위수는 4.04%였으며 의결권(*VR*) 평균값은 42.14%, 중위수는 40.48%로 관찰되었다. 이는 대규모 기업집단의 소유경영자가 자신의 직접 지분에 비해 평균적으로 약 3배 높은 지배력을 행사하며, 중위수 기준으로는 약 10배에 달하는 지배력을 행사하는 것으로 볼 수 있다. 중위수를 기준으로 해석하면 우리나라 대규모 기업집단의 소유경영자는 관련 기업의 전체

배당금의 약 4%를 지급받을 수 있으나, 계열회사나 특수관계인 등 우호세력의 지분을 통해 40%의 지배력을 갖는다는 의미이다. <표 2>의 Panel B에 따르면 연도별 배당권의 평균값은 2009년 14.45%에서 2014년 11.72%로 2.73% 작아진 반면에, 의결권의 평균값은 2009년 40.31%에서 2014년 43.13%로 2.82% 증가한 것을 관찰할 수 있었다. 이는 대규모 기업집단 소유경영자의 직접지배는 축소되고 간접지배가 강화된 것으로 해석할 수 있다. 배당권과 의결권의 차이인 지분을 괴리도(*DIVG*) 평균값은 29.4%이며 중위수는 30.93%로 관찰되었다.

변수들 간 피어슨(Pearson) 상관분석의 결과는 <표 3>에 요약하였다. *DEBT*과 *ROE*의 상관계수가 -0.585로 강한 음(-)의 관계를 나타내었으나 실증분석 결과에서 다중공선성은 발견되지 않았다. 이외

<표 3> 상관분석

	RDI	DIS	IND	ROE	MTB	DEBT	ICF	SIZE	DIVG
RDI	1.000								
DIS	0.0126 (0.770)	1.000							
IND	0.241 (0.000)	0.106 (0.014)	1.000						
ROE	-0.093 (0.000)	-0.027 (0.534)	0.097 (0.024)	1.000					
MTB	0.130 (0.002)	-0.128 (0.002)	0.090 (0.036)	0.292 (0.000)	1.000				
DEBT	0.047 (0.271)	0.032 (0.453)	-0.147 (0.001)	-0.585 (0.000)	-0.005 (0.905)	1.000			
ICF	0.005 (0.908)	-0.053 (0.219)	0.242 (0.000)	0.304 (0.000)	0.320 (0.000)	-0.183 (0.000)	1.000		
SIZE	0.077 (0.075)	0.201 (0.000)	0.135 (0.002)	0.071 (0.096)	0.039 (0.365)	0.047 (0.274)	0.107 (0.012)	1.000	
DIVG	0.053 (0.216)	-0.304 (0.000)	0.036 (0.408)	-0.074 (0.083)	-0.031 (0.473)	0.070 (0.104)	-0.027 (0.524)	-0.124 (0.004)	1.000

1) 변수의 정의는 <표 1>에 제시된 바와 같다.

2) 주요변수들의 Pearson 상관계수를 나타낸 표이며, 괄호 안은 상관계수의 유의수준을 나타낸다.

의 변수들 사이에서 유의미한 상관관계가 관찰되기도 하였으나 모두 0.5 이하로 나타나 변수들이 강한 상관성을 가진다고 보기 어렵다.

5.2 회귀분석 결과

본 연구는 소유경영자의 배당권과 의결권의 괴리가 R&D 지출에 미치는 영향을 확인하기 위해 회귀분석을 실시하였다. 특히 배당권의 크기가 낮은 경우 지분을 괴리도가 R&D에 미치는 영향이 심화될 것으로 예측하였으므로 배당권의 크기를 통제하기 위해 중위수를 기준으로 표본을 분할하여 분석을 실시하였다. <표 4>의 Panel A는 배당권이 중위수 미만인 표본이며, Panel B는 배당권이 중위수 이상인 표본을 나타낸다.

배당권이 낮은 표본인 <표 4>의 Panel A에서 지분을 괴리도(DIVG) 계수는 -0.054로 나타나 1% 수준에서 통계적으로 유의적인 음(-)의 값을 보였으므로 가설을 지지하였다. 즉 소유경영자의 배당권이 낮은 기업에서는 배당권과 의결권의 차이가 클수록 R&D 지출이 감소하는 것으로 볼 수 있다. 이러한 결과는 지분을 괴리가 소유경영자의 책임회피 수단으로 사용될 수 있으며(Francis et al., 2005), 지분을 괴리가 존재할 때 배당권이 낮은 경영자는 사적 이익을 추구하기 위해 비가치활동을 선택한다는 주장과 일치한다(Warfield et al., 1995; 이아영 외, 2012). R&D 투자는 기업가치를 증진시키기 위한 가치활동이므로 R&D 투자의 감소는 비가치활동으로 볼 수 있기 때문이다. 통제변수의 경우에는 첨단산업(IND) 계수가 2.379로 1% 수준에서 유의미한 양의 값이 도출되어, 첨단산업에 속한 기업이 비첨단산업에 속한 기업에 비해 R&D 지출이 큰 것으로 볼 수 있다. 자기자본이익률(ROE)과 기업규모

(SIZE) 계수는 각각 -0.037, -0.302로 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값이 도출되었다. 이는 배당권이 낮은 기업에서는 자기자본이익률이 크거나 기업규모가 클수록 R&D 지출이 감소하는 것으로 해석할 수 있다. 한편 이아영 외(2012)는 지배주주의 배당권이 낮은 경우 지분을 괴리가 실물활동을 이용한 이익조정에 부정적인 영향을 미친다는 것을 발견하였는데, 이들은 비정상적으로 발생한 영업현금흐름, 생산원가, 판매비와 관리비에 초점을 맞추었기 때문에 R&D 투자비중에 초점을 맞춘 본 연구와는 차이점이 있다. 또한 최항미·조영곤(2011)의 연구에서도 지분을 괴리가 R&D에 미치는 영향을 분석하였으나, 본 연구와 달리 배당권의 크기를 통제하지 않았다.

배당권이 높은 표본인 <표 4>의 Panel B에서 지분을 괴리도(DIVG) 계수는 0.016으로 10% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보였는데, 소유경영자의 배당권이 높은 경우에는 지분을 괴리도로 인해 발생 가능한 도덕적 해이가 완화될 수 있음을 유추할 수 있다. 이는 배당권이 증가함에 따라 경영활동에 대한 책임이 증가하므로, 높은 배당권을 가진 소유경영자는 회계선택에 있어서 비가치활동을 배제하고 기업가치 증진을 위한 결정을 하는 것으로 해석할 수 있을 것이다(Warfield et al., 1995). 또한 통제변수의 경우 첨단산업(IND)과 기업규모(SIZE) 계수가 각각 0.615, 0.262로 5%이내에서 유의미한 양의 값이 도출되었다. 이는 배당권이 높은 경우, 첨단산업에 속한 기업이 비첨단산업에 속한 기업에 비해 R&D 지출이 증가하며 기업규모가 클수록 R&D 지출이 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

각 모형의 설명력은 배당권이 낮은 표본(Panel A)이 약 15%, 배당권이 높은 표본(Panel B)은 약 6%로 나타났다. Panel A와 Panel B 모형의 F값은

〈표 4〉 지분율 괴리도가 R&D에 미치는 영향-배당권 크기와 연계

$$RDI_{it} = a_0 + a_1DIVG_{it} + a_2DIS_{it} + a_3IND_{it} + a_4ROE_{it} + a_5MTB_{it} + a_6DEBT_{it} + a_7ICF_{it} + a_8SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Panel A : 배당권(CR) 중위수 미만 표본			
변수	예측부호	회귀계수	t 통계량
절편		12.826**	(2.45)
DIVG	-	-0.054***	(-4.66)
DIS	?	-0.013	(-0.07)
IND	+	2.379***	(5.91)
ROE	+	-0.037*	(-1.79)
MTB	+	0.004	(1.19)
DEBT	-	-0.001	(-0.83)
ICF	+	-0.022	(-0.86)
SIZE	+	-0.302*	(-1.78)
연도더미		포함	
F값		4.65***	
Adjust R ²		0.149	
관측치 수		272	
Panel B : 배당권(CR) 중위수 이상 표본			
변수	예측부호	회귀계수	t 통계량
절편		-7.154**	(-2.45)
DIVG	?	0.016*	(1.84)
DIS	?	0.353	(1.37)
IND	+	0.615***	(2.77)
ROE	+	-0.023	(-1.61)
MTB	+	0.002	(1.32)
DEBT	-	0.000	(0.22)
ICF	+	-0.025	(-1.09)
SIZE	+	0.262**	(2.35)
연도더미		포함	
F값		2.34***	
Adjust R ²		0.061	
관측치 수		271	

- 1) 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시된 바와 같으며, Panel A는 배당권 중위수 미만인 표본으로 관측치 수는 272개이며 Panel B는 배당권 중위수 이상인 표본으로 관측치 수는 271개이다.
- 2) *, **, ***은 각각 차례대로 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다. t통계량은 오차항의 이분산성을 통제한 표준오차를 적용한 값이다(white t-statistic).
- 3) Panel A와 Panel B에서 변수들의 VIF값은 2 이하로 나타나 다중공선성은 없는 것으로 볼 수 있다.

1% 수준에서 통계적으로 유의하였으며 각 회귀분석에서 VIF⁸⁾ 값은 2 이하로 도출되어 독립변수들 간 다중공선성은 없는 것으로 판단된다.

본문에 제시하지는 않았으나 배당권의 크기를 사분위로 구분하여 분석한 결과, 배당권이 가장 낮은 1사분위 표본에서 *DIVG* 계수가 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값으로 나타나 마찬가지로 가설을 지지하였다. 특히 1사분위의 표본은 배당권의 크기가 0인 경우였으므로 본 연구가설을 지지하는 결과를 명확히 확인할 수 있었다. 2사분위 표본에서도 가설을 지지하는 결과가 확인되었으며, 3사분위와 4사분위 표본의 분석결과는 모형의 유의성이 나타나지 않았으며 *DIVG* 계수에서도 유의미한 결과가 도출되지 않았다.

종합하면, 소유경영자의 배당권 크기는 지분을 괴리로 인해 발생 가능한 도덕적 해이를 심화시키거나 완화시킬 수 있으므로 해석할 수 있다.

5.3 추가분석

5.3.1 지분을 괴리도를 배당권과 의결권으로 분리

선행연구(권대현 외, 2012; 한정훈 외, 2013)에서는 지분을 괴리도의 효과가 배당권과 의결권 중 어떤 지분에서 비롯된 것인지 살펴보기 위해, 지분을 괴리도를 각각 배당권과 의결권으로 분리하여 분석하였다. 지분을 괴리도 증가는 경영자의 책임회피 수단으로 사용되어 회계정보를 신뢰성을 떨어뜨리고(Fan and Wong, 2002), 이익조정액의 증가를 가져오며(안홍복, 2004; 이아영 외, 2012), 이사회 의 독립성을 떨어뜨리는 등(권대현 외, 2012) 경영

활동에 전반적으로 부정적인 영향을 미치는 것으로 확인된다. 그러나 지배주주의 사적 이익 추구유인에서 배당권과 의결권의 개별적인 영향은 정확하게 측정할 수 없기에, 배당권과 의결권의 예측부호는 지분을 괴리도의 예측부호(-)에 따라 분해하여 도출하고 명확한 이론에 근거한 것이 아님을 전제하였다(권대현 외, 2012; 한정훈 외, 2013).

이에 본 연구에서는 지분을 괴리도에 대한 추가분석으로 배당권과 의결권을 독립적인 실험변수로 설정하였다. 본 연구에서 지분을 괴리도가 R&D 투자에 미치는 영향은 음(-)의 값으로 예측하였기에 의결권은 음(-)의 부호, 배당권은 양(+),의 부호로 예측하였다. 의결권과 배당권의 예측부호는 선행연구(권대현 외, 2012; 한정훈 외, 2013)와 같이 명확한 이론에 근거한 것이 아니라 지분을 괴리도(=의결권-배당권)의 산출방법에 의한 것이다. 다만 선행연구에서 경영자는 의결권에 의한 보호막효과를 누릴 수 있으므로 기업가치에 역행하는 의사결정을 내릴 수 있으며(Morck et al., 1988; McConnell and Servaes, 1990), 이는 기업가치 제고를 위한 R&D 투자에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 의결권의 회귀계수가 유의한 음(-)의 값으로 나타난다면 소유경영자의 의결권이 증가할수록 R&D 투자는 감소함을 의미하고 보호막효과를 지지하는 것으로 유추할 수 있다. 배당권의 경우에는 지분을 괴리도의 산식에 따라 양(+),의 값으로 나타나면 의결권의 보호막효과를 지지하는 결과가 된다. 이를 검증할 분석모형은 아래와 같다.

$$RDI_{it} = a_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 VR_{it} + a_2 DIS_{it} + a_3 IND_{it} + a_4 ROE_{it} + a_5 MTB_{it}$$

8) 독립변수들 간의 다중공선성 문제 여부를 검증하기 위해 SAS 옵션 명령어 분산팽창요인(VIF: Variance Inflation Factor)를 사용했으며 5 이상이면 다중공선성이 의심된다. (출처: 김현섭·송재용, 2011)

$$+ a_6 DEBT_{it} + a_7 ICF_{it} + a_8 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

분석결과는 <표 5>에 제시하였으며, 배당권(CR)과 의결권(VR) 계수는 각각 -0.037, -0.029로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값이 도출되었다. 이는 소유경영자의 배당권과 의결권이 증가할수록 R&D 지출에 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석될 수 있으며, 의결권의 경우에는 예측한 바와 같이 보호막효과가 나타나 본 연구의 가설을 지지하였다. 한편 배당권은 지분을 괴리도의 산식에 따라 양(+)의 값을 예측했으나 음(-)의 값이 도출

되어 의결권의 보호막효과를 지지하지 않았다. 그러나 이러한 결과는 지분율이 R&D에 미치는 구간별 영향을 확인하기 어려운 한계점이 있다. 예를 들어 배당권이 어떤 구간까지는 R&D에 부정적인 영향을 미치지만 그 이상의 지분율 구간부터는 R&D에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있는 것이다. 따라서 본 연구는 배당권과 의결권을 구간별로 세분하여 R&D에 미치는 영향을 확인하고, 의결권의 보호막효과를 명확히 하고자 강건성 분석을 실시하였다.

통제변수 중 첨단산업(IND)과 성장성(MTB) 계수가 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 나타났으며, 이는 첨단산업에 속하거나 성장성이 높은 기업의

<표 5> 배당권과 의결권이 R&D에 미치는 영향

$$RDI_{it} = a_0 + \beta_1 CR_{it} + \beta_2 VR_{it} + a_2 DIS_{it} + a_3 IND_{it} + a_4 ROE_{it} + a_5 MTB_{it} + a_6 DEBT_{it} + a_7 ICF_{it} + a_8 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

변수	예측부호	회귀계수	t 통계량
절편		5.103*	(1.67)
CR	+	-0.037***	(-6.57)
VR	-	-0.029***	(-4.28)
DIS	?	0.035	(0.25)
IND	+	1.310***	(5.25)
ROE	+	-0.035***	(-2.60)
MTB	+	0.004**	(2.10)
DEBT	-	-0.002	(-1.56)
ICF	+	-0.027	(-1.50)
SIZE	+	-0.058	(-0.58)
연도더미		포함	
F값		7.48***	
Adjust R ²		0.143	
관측치 수		543	

- 1) 이 표는 배당권과 의결권이 R&D에 미치는 영향을 구분하기 위해 분석한 결과를 나타낸 것이며, 변수의 정의는 <표 1>에 제시된 바와 같다.
- 2) *, **, ***은 각각 차례대로 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타내며, t통계량은 오차항의 이분산성을 통제한 표준오차를 적용한 값이다(white t-statistic).
- 3) 변수들의 VIF값은 2 이하로 나타나 다중공선성은 없는 것으로 볼 수 있다.

경우에는 그렇지 않은 기업보다 R&D 지출이 큰 것으로 해석할 수 있다. 반면에 자기자본이익률(ROE)은 통계적으로 유의한 음(-)의 값으로 나타났는데, 자기자본이익률이 증가할수록 R&D에 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

끝으로 모형의 설명력은 약 14%로 나타났으며, VIF값은 2 이하로 나타나 다중공선성은 없는 것으로 판단된다.

5.3.2 의결권의 보호막효과 강건성 분석

본 연구는 의결권의 보호막효과 강건성 확인을 위해 배당권과 의결권을 piecewise linear 회귀모형과 지분을 제곱변수를 이용하여 분석하였으나, 지분을 제곱변수를 이용한 분석에서는 변수들 간에 다중공선성이 의심되어 결과에서 제외하였다. 선행연구(박애영 외, 2006; 김현섭·송재용, 2011)에서는 경영자의 주식비중이 높으면 R&D 투자에 부정적인 영향을 미치는 것을 발견하고, 소유경영자의 의결권과 R&D 투자는 역 U자형의 관계를 가짐을 발견하여 보호막효과를 지지하였다. 이들은 경영자 지분과 R&D 투자의 관계를 검증하기 위해 Morck et al.(1988)의 piecewise linear 회귀모형을 이용하거나 McConnell and Servaes(1990)와 같이 지분을 제곱변수를 이용하였으며, 본 연구에서도 선행연구의 분석방법을 따라 모형을 구축하였다.

지분을 구간변수의 산출방법은 Morck et al.(1988)을 참고하였으며 이를 따라 배당권(CR)은 0~5%(CR0to5), 5~25%(CR5to25), 25% 이상(CROVER25) 3단계로 구분하였다. 한편, 의결권(VR)은 최소값이 13.53%로 배당권보다 범위가 크기 때문에 구간의 범위를 높게 수정하여 0~25%(VR0to25), 25~50%(VR25to50), 50% 이상

(VROVER50) 3단계로 구분하였다. 예를 들어 배당권이 17%인 경우 구간변수는 CR0to5= 5, CR5to25= 12, CROVER25= 0 으로 지정되고, 배당권이 38%인 경우에는 CR0to5= 5, CR5to25= 20, CROVER25= 13으로 지정된다. 배당권의 구간변수를 활용한 piecewise linear 회귀모형은 (3)번, 의결권의 구간변수를 활용한 piecewise linear 회귀모형은 (4)번과 같이 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 RDI_{it} = & a_0 + \beta_1 CR0to5_{it} + \beta_2 CR5to25_{it} \\
 & + \beta_3 CROVER25_{it} + a_2 DIS_{it} + a_3 IND_{it} \\
 & + a_4 ROE_{it} + a_5 MTB_{it} + a_6 DEBT_{it} \\
 & + a_7 ICF_{it} + a_8 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)
 \end{aligned}$$

배당권 구간변수:

$$\begin{aligned}
 CR0to5_{it} &= CR_{it}이 5\% 미만이면 CR_{it}, 5\% 이상이면 5, \\
 CR5to25_{it} &= CR_{it}이 5\% 미만이면 0, 5\% 이상이고 25\% 미만이면 CR_{it}-5, 25\% 이상이면 20, \\
 CROVER25_{it} &= CR_{it}이 25\% 미만이면 0, 25\% 이상이면 CR_{it}-25.
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 RDI_{it} = & a_0 + \gamma_1 VR0to25_{it} + \gamma_2 VR25to50_{it} \\
 & + \gamma_3 VROVER50_{it} + a_2 DIS_{it} + a_3 IND_{it} \\
 & + a_4 ROE_{it} + a_5 MTB_{it} + a_6 DEBT_{it} \\
 & + a_7 ICF_{it} + a_8 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)
 \end{aligned}$$

의결권 구간변수:

$$\begin{aligned}
 VR0to25_{it} &= VR_{it}이 25\% 미만이면 VR_{it}, 25\% 이상이면 25, \\
 VR25to50_{it} &= VR_{it}이 25\% 미만이면 0, 25\% 이상이고 50\% 미만이면 VR_{it}-25, 50\% 이상이면 25, \\
 VROVER50_{it} &= VR_{it}이 50\% 미만이면 0, 50\% 이상이면 VR_{it}-50.
 \end{aligned}$$

〈표 6〉 배당권과 의결권의 piecewise linear 회귀분석 결과

Panel A : 배당권(CR) 구간변수 포함한 piecewise linear 회귀모형

$$RDI_{it} = a_0 + \beta_1 CR0to5_{it} + \beta_2 CR5to25_{it} + \beta_3 CROVER25_{it} + a_2 DIS_{it} + a_3 IND_{it} + a_4 ROE_{it} + a_5 MTB_{it} + a_6 DEBT_{it} + a_7 ICF_{it} + a_8 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

변수	예측부호	회귀계수	t 통계량
절편		0.372	(0.14)
CR0to5	-	0.035	(0.36)
CR5to25	?	-0.125***	(-5.04)
CROVER25	+	0.036***	(3.26)
DIS	?	0.144	(1.08)
IND	+	1.369***	(5.50)
ROE	+	-0.035***	(-2.73)
MTB	+	0.005**	(2.48)
DEBT	-	-0.002	(-1.48)
ICF	+	-0.032*	(-1.73)
SIZE	+	0.056	(0.59)
연도더미		포함	
F값		7.20***	
Adjust R ²		0.147	
관측치 수		543	

Panel B : 의결권(VR) 구간변수 포함한 piecewise linear 회귀모형

$$RDI_{it} = a_0 + \gamma_1 VR0to25_{it} + \gamma_2 VR25to50_{it} + \gamma_3 VROVER50_{it} + a_2 DIS_{it} + a_3 IND_{it} + a_4 ROE_{it} + a_5 MTB_{it} + a_6 DEBT_{it} + a_7 ICF_{it} + a_8 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

변수	예측부호	회귀계수	t 통계량
절편		2.734	(1.01)
VR0to25	?	0.022	(0.33)
VR25to50	?	-0.053**	(-2.48)
VROVER50	-	-0.030***	(-2.68)
DIS	?	-0.142	(-1.04)
IND	+	1.508***	(5.81)
ROE	+	-0.034**	(-2.36)
MTB	+	0.005**	(2.26)
DEBT	-	-0.001	(-0.90)
ICF	+	-0.033*	(-1.70)
SIZE	+	-0.017	(-0.16)
연도더미		포함	
F값		5.55***	
Adjust R ²		0.112	
관측치 수		543	

- 1) Panel A는 배당권의 piecewise linear 회귀분석 결과이며 Panel B는 의결권의 piecewise linear 회귀분석 결과이다. 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시되어 있으며, 지분율 구간변수 계산방법은 모형 (3), (4)에 제시되어 있다.
- 2) *, **, ***은 각각 차례대로 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타내며, t통계량은 오차항의 이분산성을 통제한 표준오차를 적용한 값이다(white t-statistic).
- 3) Panel A분석에서 VIF값은 4 이하로 나타났으며, Panel B분석에서 VIF값은 2 이하로 나타나 변수들 사이에 다중공선성은 없는 것으로 볼 수 있다.

각 지분율의 piecewise linear 분석결과는 <표 6>에 제시되었으며, Panel A는 배당권의 구간변수를 포함한 분석결과이며 Panel B는 의결권의 구간변수를 포함한 분석결과이다.

먼저 배당권의 piecewise linear 분석결과인 <표 6>의 Panel A에 따르면 $CR5to25$ 계수는 -0.125로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값으로 나타나고 $CROVER25$ 계수는 0.036으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 또한 의결권의 piecewise linear 분석결과인 <표 6>의 Panel B에 따르면 $VR25to50$ 계수와 $VROVER50$ 계수가 각각 -0.053, -0.03으로 모두 5% 수준 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값으로 나타났다.

이는 소유경영자가 배당권을 25% 이하로 보유할 경우에는 R&D 투자를 감소시키지만 25% 이상으로 보유할 경우에는 R&D 투자를 증가시키고, 의결권은 증가할수록 R&D 투자를 감소시키는 것으로 해석할 수 있다. 정리하면 배당권과 의결권의 부호가 지분율 괴리도의 산식에 따라 예측한 것과 동일하게 관찰되어 의결권의 보호막효과를 재확인하였으므로, 지분율 괴리의 증가는 R&D 투자를 감소시킨다는 가설을 변함없이 지지하였다.

끝으로 두 개의 분석 모두 통계적으로 유의한 F값이 도출되었으며, 모형의 설명력은 약 15% 이하이며, VIF값은 4 이하로 나타나 다중공선성은 없는 것으로 판단된다.

VI. 결론

본 연구는 소유경영자의 배당권과 의결권 차이가 R&D에 미치는 영향을 분석하였다. R&D 프로젝트

가 성공한다면 기업가치는 높아지고 이로 인해 주주들은 이익을 얻을 수 있다. 그러나 R&D 프로젝트의 성공여부는 불확실하기 때문에 경영자는 불필요한 위험을 감수하지 않으려고 할 것이다. 소유경영자 기업에서는 주주와 경영자 사이에서 발생하는 대리인 문제는 완화될 수 있으나 소유경영자와 외부소액주주 사이에 대리인 문제가 발생할 수 있으며, 특히 소유경영자의 배당권과 의결권 차이가 클 때 도덕적 해이가 심화될 수 있다. 소유경영자는 배당권을 초과하는 의결권으로 인해 경영활동에 대한 책임과 위험을 회피할 수 있으며, 배당이익보다 기업내 자원을 사적으로 유용할 때 발생하는 이익이 클 수 있기 때문이다. 이러한 소유경영자의 도덕적 해이는 배당권이 낮을 때 심화될 수 있으므로 배당권 크기를 통제할 후 소유경영자의 지분율 괴리가 R&D 투자에 미치는 영향을 분석하였다. 또한 지분율 괴리가 R&D 투자에 미치는 영향이 어떤 지분에서 비롯되는지 밝히고자 배당권과 의결권을 분리하여 분석하였다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 지분율 괴리는 배당권이 낮은 표본에서 R&D 투자에 부정적인 영향을 미치는 것으로 관찰되어 가설을 지지하였다. 즉 R&D 투자에 미치는 지분율 괴리의 영향은 배당권 크기를 통제할 때 확인할 수 있으며, 낮은 배당권이 소유경영자의 도덕적 해이를 심화시키는 것으로 해석할 수 있다. 또한 배당권과 의결권을 분리한 추가 분석에서도 의결권의 보호막 효과가 확인되어 지분율 괴리의 부정적 효과를 지지하는 결과를 보였다.

본 연구의 한계점 및 미래연구는 다음과 같다. 첫째, 통제변수로 사용한 첨단산업 더미변수가 자의적일 수 있으며, 의미 면에서 불명확한 한계가 있다. 우리나라에서는 표준산업분류코드(KSIC-9)를 지정하여 산업을 구분하고 있는데 첨단산업에 속하는 코

드를 따로 지정하고 있지 않으므로 본 연구는 OECD의 첨단산업 분류기준과 선행연구 등을 참고하여 구분하였다. 그런데 OECD의 첨단산업 분류(ISIC REV.3)는 R&D 집중도에 근거하여 이루어졌기 때문에 첨단산업에 속한 표본의 R&D 집중도가 높게 도출된 것은 당연한 결과일 수 있다. 또한 코스피 상장기업들은 하나의 사업보다는 여러 가지 사업을 복합적으로 영위하고 있으므로 단일의 산업코드로 구분하는데 어려움이 따르며 산업분류의 정확성이 떨어진다. 따라서 앞으로 첨단산업에 대한 일관된 정의와 구체적이고 정확한 분류에 대한 연구가 필요하다. 또한 본 연구에서는 배당권과 의결권 차이가 R&D에 미치는 영향에 대해 공정거래위원회에서 발표한 총수 있는 대규모 민간기업으로 표본을 제한하였기에 한계점이 존재하며 나아가 소유경영자 기업 전체 표본으로 확대될 필요가 있다. 대규모 기업집단의 소속 유무에 따라 기업의 소유구조가 상이할 수 있는데, 공정거래위원회에서 제공하는 대규모 기업집단 이외의 기업들에 대해서는 배당권과 의결권 등을 산출하기 위한 소유지분을 확인하기 어려운 상황이다. 따라서 앞으로 상장기업들에 대한 소유구조가 더욱 정확하고 투명하게 공시되도록 유인하는 연구들이 필요하다.

참고문헌

- 고승의(2004), "소유구조와 경영성과: 회계이익률을 중심으로," **상장협연구**, 50, 210-237.
- 공정거래위원회(2015), **2015년판 공정거래백서**, 세종, 공정거래위원회.
- 곽태완·왕현선(2013), "기업특성에 따른 연구개발비의 가치관련성에 관한 연구," **국제회계연구**, 50, 159-182.
- 권대현·최종학·신재용·현정훈(2012), "지배주주-소액주주 간 대리인 문제가 이사회 및 감사위원회 특성에 미치는 영향," **회계학연구**, 37(1), 121-155.
- 김동희·김동욱·김병곤(2010), "한국기업의 소유-지배과리도와 기업다각화: 대리인 문제와 지배권의 경영안주효과 검증," **금융공학연구**, 9(3), 123-147.
- 김동희·김동욱·김병곤(2011), "한국기업의 소유지배과리도와 대리인 문제, 배당정책," **금융공학연구**, 10(2), 99-124.
- 김현섭·송재용(2011), "기업 소유구조가 연구개발(R&D) 투자에 미치는 영향," **전략경영연구**, 93-112.
- 노경춘(2010), **기업집단 소속이 기업의 R&D 투자에 미치는 영향: 한국의 재벌을 대상으로**, 연세대학교 박사학위논문.
- 박애영·이경태·이상철(2006), "경영자 스톡옵션 보상과 주식소유가 연구개발투자에 미치는 영향," **회계학연구**, 31(2), 89-126.
- 선우혜정·최종학·이병희(2010), "지분을 괴리도가 재무분석가의 이익예측치오차에 미치는 영향," **회계학연구**, 35(2), 1-34.
- 안홍복(2004), "지배주주의 지배-소유권 차이와 이익조정 의 관련성 분석," **회계학연구**, 29(4), 117-154.
- 이아영·전성빈·김성혜(2012), "지배주주의 지분구조와 실제이익조정: 소유권과 소유지배과리도를 중심으로," **회계학연구**, 37(1), 157-189.
- 이지혜·변희섭(2016), "경쟁위협은 지배주주를 규율하는가?: 소유-지배 괴리도에 근거한 사적효용추구 유인을 중심으로," **한국증권학회지**, 45(3), 671-712.
- 조성표·정재용(2001), "연구개발지출의 다기간 이익효과 분석," **경영학연구**, 30(1), 289-315.
- 최향미·조영곤(2011), "소유-지배 괴리도와 연구개발투자," **한국산학기술학회논문지**, 12(12), 5558-5563.
- 한봉희(2010), "연구개발비의 집약도 및 자본화에 영향을 미치는 요인," **회계저널**, 19(5), 185-219.
- 현정훈·황인이·신재용·김범준(2013), "지배주주-소액

- 주주 간 대리인 문제와 사외이사 보상," *회계저널*, 22(3), 1-29.
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb(2003), "Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500," *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Block, Joern H.(2012), "R&D Investments in Family and Founder Firms: An Agency Perspective," *Journal of Business Venturing*, 27, 248-265.
- Cheng, S.(2004), "R&D Expenditures and CEO Compensation," *The Accounting Review*, 79, 305-328.
- Chrisman, James J, and Pankaj C. Patel(2012), "Variations in R&D Investments of Family and Nonfamily Firms: Behavioral Agency and Myopic Loss Aversion Perspectives," *Academy of Management Journal*, 55(4), 976-997.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Larry H. P. Lang(2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Dechow, P., and R. Sloan(1991), "Executive Incentives and Horizon Problem," *Journal of Accounting and Economics*, 14, 51-89.
- Fan, Joseph P. H., and T. J. Wong(2002), "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia," *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 401-425.
- Francis, J., K. Schipper, and L. Vincent(2005), "Earnings and Dividend Informativeness when Cash Flow Rights are Separated from Voting Rights," *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 329-360.
- Gaver, J. J., and K. M. Gaver(1993), "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125-160.
- Ghosh, A., Doocheol Moon, and Kishore Tandon (2007), "CEO Ownership and Discretionary Investments," *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(5)&(6), 819-839.
- Hayn, Carla(1995), "The Information Content of Losses," *Journal of Accounting and Economics*, 20, 125-153.
- Jensen, M., and W. Meckling(1976), "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *The Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kaplan, S. N., and L. Zingales(1995), "Do Financing Constraints Explain why Investment is Correlated with Cash Flow?," *NBER Working Paper Series*, 5267, 1-48.
- Kim, Hicheon, Heechun Kim, and Peggy M. Lee (2008), "Ownership Structure and the Relationship between Financial Slack and R&D Investments: Evidence from Korean Firms," *Organization Science*, 19(3), 404-418.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World," *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-silanes, A. Shleifer, and R. Vishny(2002), "Investor Protection and Corporate Valuation," *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Lemmon, M. L., and K. V. Lins(2003), "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.

- Lev, B., and T. Sougiannis(1996), "The Capitalization, Amortization, and Value-relevance of R&D," *Journal of Accounting and Economics*, 21 (1), 107-138.
- McConnell, J. J., and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of financial Economics*, 27, 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny(1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Oswald, Dennis R., and Paul Zarowin(2007), "Capitalization of R&D and the Informativeness of Stock Prices," *European Accounting Review*, 16(4), 703-726.
- Ravenscraft, D., and F. M. Scherer(1982), "The Lag Structure of Returns to Research and Development," *Applied Econometrics*, 14(6), 603-620.
- Roychowdhury, Sugata(2006), "Earnings Management through Real Activities Manipulation," *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Seybert, Nicholas(2010), "R&D Capitalization and Reputation-driven Real Earnings Management," *The Accounting Review*, 85(2), 671-693.
- Schmid, Thomas, Ann-Kristin Achleitner, M. Ampenberger, and C. Kaserer(2014), "Family Firms and R&D Behavior- New Evidence from a Large-scale Survey," *Research Policy*, 43, 233-244.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny(1997), "A Survey of Corporate Governance," *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Sougiannis, T.(1994), "The Accounting Based Valuation of Corporate R&D," *The Accounting Review*, 69(1), 44-68.
- Warfield, T. D., John J. Wild, and Kenneth L. Wild (1995), "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 20 (1), 61-91.
- Yoo, Taeyoung, and Mooweon Rhee(2013), "Agency Theory and the Context for R&D Investment: Evidence from Korea," *Asian Business & Management*, 12(2), 227-252.

The Impact of the Difference between Cash Flow Rights and Voting Rights on R&D Investments: Connected to the Level of Cash Flow Rights

Eun-Jin Song*

Abstract

This study analyzed whether the ownership divergence (the difference between cash flow rights and voting rights of owner managers) can make effects on R&D investments of the firm. If R&D project is successful, corporate value will get higher and shareholders can get profits. However, since the success of a R&D is not certain, managers may not want to take an unnecessary risk.

In owner manager companies, agency problems can occur between owner managers and external minority shareholders. Especially when there is big difference between cash flow rights and voting rights of owner managers, the owner manager's moral hazard can be intensified. The effects of ownership divergence on R&D investment were analyzed and the relationship between them was connected to the level of cash flow rights. Additionally, it was attempted to identify from which shares the negative effects of ownership divergence on R&D investment were made.

The empirical evidences are as follows. The ownership divergence made negative effects on R&D investment in the private companies with low cash flow rights of owner managers, which supported hypothesis. In other words, the effects of ownership divergence on R&D investment were confirmed when the size of cash flow rights was controlled. It can be interpreted that low cash flow rights intensify the moral hazard of owner managers. In the further analysis separating cash flow rights and voting rights, entrenchment effect of the voting rights was confirmed and negative effects of ownership divergence were supported.

* Lecturer, Department of Global Business Administration, College of Social Science, SeoKyeong University, Seoul, Korea, First Author

Key words: R&D investment, agency costs, ownership divergence, cash flow rights, voting rights

-
- 저자 송은진은 현재 서경대학교 글로벌경영학과 시간강사로 재직 중이다. 서경대학교 회계학과를 졸업하였으며, 숙명여자대학교에서 박사학위를 취득하였다. 숙명여자대학교 경영학과, 가천대학교 글로벌경영학과, 서경대학교 글로벌경영학과에서 강의하였다. 주요 연구 분야는 R&D, 기업소유구조, 가치평가 등이 있다.