

# 기업 지배구조와 혁신 : 소유구조가 연구개발(R&D) 투자에 미치는 영향\*

김경묵  
덕성여자대학교 경영학과 교수  
(kgmook@duksung.ac.kr)

본 연구는 기업 소유구조가 연구개발투자에 미치는 영향을 분석한다. 우리나라 증권거래소에 상장된 기업 159개를 대상으로 실증 분석해 본 결과, 경영자의 지분율, 외국인 주주의 지분율 등은 연구개발투자를 결정하는 주요 요인인 것으로 밝혀졌다. 또한, 외국인 주주의 지분율은 경영자의 지분율이 연구개발투자에 미치는 영향을 조절하는 것으로 나타났다. 하지만, 주요주주 및 기관투자자의 지분율은 연구개발투자에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 본 연구의 말미에는 이러한 연구 결과가 함의하는 바와 미래 연구의 방향에 대한 토론이 이어진다.

## 1. 서론

최근 기술 경쟁이 치열해지고 시장이 개방되면서 혁신의 중요성은 더욱 커지고 있다. 혁신은 미래의 기술, 제품, 그리고 서비스의 핵심 원천으로서 기업의 성장과 경쟁우위를 보장한다(Balkin, Markman, and Gomez-Mejia, 2000; Burgelman, 1983; Harhoff et al., 1999; Lee and O'Neill, 2003; Young, Charns, and Shortell, 2001). 따라서 기업이 경쟁에서 살아남고 고수익을 유지하기 위해서는 끊임없는 혁신이 필요하다. 그런데, 기업의 이러한 혁신 능력 유지에는 연구개발(R&D)에 대한 투자가 무엇보다 중요하다. 왜냐하면 연구개발에 투자를 함으로써 기업은 내·외부의 지식을 흡수 또는 창출하여 획기적인 제품이나 서비스를 고안하고, 조직 운영 능력을 높일 수 있기

때문이다(Balkin, Markman, and Gomez-Mejia, 2000; Cohen and Levinthal, 1990; Schilling and Hill, 1998; Tahak and Barr, 1998).

연구개발은 투자 집약적(investment-intensive)인데 반해 懷妊其間이 길고, 투자의 결과는 불확실하다는 특성을 지닌다. 따라서, 연구개발에 대한 투자는 예측이 불가능할 정도의 기업 성과 변동을 몰고 올 수도 있다(Baysinger, Kosnik, and Turk, 1991; Finkelstein and Boyd, 1998; Lynn, Morone, and Paulson, 1997).<sup>1)</sup> 그러므로 연구개발비를 얼마로 책정하느냐는 기업에 있어서 매우 중요한 의사결정이라고 할 수 있다. 그런데, 대리인 이론에 의하면 이러한 특성을 지닌 투자에 대해서 주인(principal)과 대리인(agent)의 이해가 다르다. 먼저, 주인의 입장에서 보면, 주주는 장기적 이익의 극대화를 원한다(David, Hitt, and Gimeno, 2001; Davis and Thompson,

논문 접수일 : 2003. 10      게재확정일 : 2003. 12

\* 본 연구는 2003년도 덕성여자대학교의 연구비 지원으로 이루어졌음.

1) 연구개발에 대한 지출은 결과가 즉각적으로 나타나지 않는다는 점에서, 그리고 불확실성이 크다는 점에서 투자의 특별한 형태(specific types of investment)라고 할 수 있다(Lee and O'Neill, 2003). 이러한 불확실성과 장기에 걸친 투자 과실 회수가 연구개발에 대한 투자를 어렵게 한다(Baysinger, Kosnik, and Turk, 1991; Finkelstein and Boyd, 1998).

1994; Monks and Minow, 2001). 그런데 이러한 이익의 극대화를 위해서 기업은 현재 안정적으로 수익을 창출할 뿐만 아니라, 연구개발과 같은 장기투자를 적절하게 해서, 미래의 수익성도 보장 받아야 한다. 그러나 대리인인 경영자는, 이러한 장기적인 이익 증가를 가져오지만 회임 기간이 길고 결과의 변동이 큰 투자, 이를테면 연구개발투자를 꺼린다(David, Hitt, and Gimeno, 2001; Hansen and Hill, 1991). 왜냐하면 연구개발과 같이 불확실성이 큰 투자는 자신의 보상 감소 및 고용안정성의 저하를 가져올 가능성을 지니고 있기 때문이다(Baysinger, Kosnik, and Turk, 1991; Coff, 2003). 또한, 주로 단기 실적-이를테면 투자수익률, 성장률 등의 재무적 지표-에 기반하여 자신을 평가하는 시장환경도 연구개발에 대한 寡少投資를 부추기는 요인이 된다(Hayes and Abernathy, 1980; Hosskisson, Hitt, and Hill, 1991, 1993). 따라서, 주주에게 있어서 가장 중요한 과제는 경영자로 하여금 연구개발과 같은 위험한 투자를 하도록 유도하는 시스템을 갖추는 것이라고 볼 수 있다.

지금까지, 학계에서는 기업 소유구조와 경영자의 위험선호도의 관계에 대해 많은 연구를 했다. 그 결과 일부 실증연구는 외부 주주의 소유 집중도가 높을수록(David, Kochhar, and Levitas, 1998; Gedajlovich and Saporito, 1998; Thomsen and Pedersen, 2000; Hill and Snell, 1988), 경영자의 주식 소유 비중이 클수록(Bethel and Liebeskind, 1993; Jensen and Meckling, 1986; McConnell and Servaes, 1995), 기관투자자의 비중이 클수록(Baysinger, Kosnik, and Turk, 1991; David, Hitt and Gimeno, 2001; Hansen and Hill, 1991;

Kochhar and David, 1996) 경영자의 위험선호도가 커진다는 것을 밝혔다.

그렇다면, 이러한 연구 결과를 (특히 우리나라의) 기업 소유구조와 연구개발투자의 관계에도 그대로 적용할 수 있을까? 아쉽게도 우리는 이 질문에 대해 자신 있게 대답을 할 수 없다. 왜냐하면 첫째, 일부 단편적인 시도(Cho, 1998; Coff, 2003; David, Hitt, and Gimeno, 2001; Hansen and Hill, 1991; Hill and Snell, 1988; Kochhar and David, 1996; Lee and O'Neill, 2003; Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002; Zahra, 1996)에도 불구하고 기업 소유구조와 연구개발투자의 관계에 대한 체계적인 연구가 절대적으로 부족하고, 둘째, 선행 연구들이 주로 이론적인 근거로 삼고 있는 대리인 이론은 상황적인 조건에 따라 그 효과가 다르게 나타난다는 주장들이 제기되고 있기 때문이다.

기실 대리인이론은 경영자의 투자 동기, 위험선호 등을 설명하는 가장 지배적인 이론(Coase, 1990; Fama and Jensen, 1983; Jensen, 1991; Jensen and Meckling, 1976; Hambrick, Geletkanycz, and Fredrickson, 1993)으로 자리잡고 있다. 하지만, 대리인 이론은 최근 여러 학자들로부터 '적용이 제한적'이라는 비판을 받고 있다. 이를테면, 대리인이론은 직접시장을 통한 조달, 소유의 多分散, 활발한 시장을 통한 통제, 유연한 노동시장 등을 특징으로 하는 Anglo-Saxon 경제권에 속한 국가의 경제에 잘 적용되지 소유의 분산 정도가 낮고, 자본시장이 활발하지 않고, 자기자본보다는 타인자본(즉, 부채)에 의한 조달이 주를 이루고, 노동시장이 경직되어 있고, 법적, 행정적 규제가 강한 구유럽(Continental Europe)이나 아시아 등지에서는 잘 적용이 되지 않는다

(Aguilera and Jackson, 2003; Becht and Roel, 1999; Gedajlovic and Shapiro, 1998; La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shliefer, 1999; Miozzo and Dewick, 2002; Mitton, 2002; Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002)는 비판을 받고 있다.<sup>2)</sup> 특히, 청지기이론(stewardship)을 주장하는 학자들(예컨대, Coles, McWilliams, and Sen, 2001; David, Schrooman, and Donaldson, 1997; Lee and O'Neill, 2003)은 집단적인 성격이 강한 문화권에서는 소유구조의 특성과는 상관없이 주인과 대리인의 이해가 일치될 수 있다는 점을 부각시키고 있다. 더욱이 일부의 학자들(예컨대, O'Brien, 2003; Sundaramurthy and Lewis, 2003)은, 영미 경제권을 포함하여 최근 각 국가의 경제 환경이 과거와 크게 달라졌다는 점을 내세우고 있다. 이를테면 전 세계적으로, 기술 경쟁이 격화되고 글로벌화가 진전되면서 환경의 불확실성이 크게 증대, 주주와 경영자 사이에는 과거와는 달리 통제와 협력이 공존할 수 있다는 것이다. 이에 따라 대리인 이론에서 주장하는 경영자의 주식 보유, 성과에 연동한 보상, 치밀한 감시, 법에 의한 규제, 시장을 통한 통제(이를테면, 기업 인수·합병의 활성화) 등과 같은 경영자 감시 메커니즘의 작동 없이 주주와 경영자의 이해 일치가 가능하다는 것이다.

국내에서 진행된 연구들 중 일부(예컨대, 김주현, 1992; 이상우, 1999; 황인학, 1998)도 대리인이론이 우리나라의 기업 풍토에서는 잘 적용되지 않는다는 지적을 하고 있다. 그런데, 이들은 모두 97년 외환위기 이전을 대상으로 하여 연구를 진

행, 최근의 기업 상황을 제대로 반영하지 못하고 있다. 주지하다시피, 국내의 기업 풍토는 97년의 외환 위기를 계기로 크게 바뀌었다. 즉, 우리나라 기업은 세계표준(global standard)을 목표로 외환 위기 이후 지속적인 변신을 추구하였는데, 그 중에서 가장 두드러진 진전을 보인 분야는 기업 지배구조 부문이다(김경묵, 2002; 김지은, 2003). 그럼에도 불구하고 우리나라 학계는 기업의 소유구조와 관련한 처방에 있어서 1)과거의 연구결과에 의존하거나 2)우리나라의 결과를 아예 무시한 채 서구 대리인 이론에 의존하고 있다. 이러한 처방들이 효과를 발휘하기 위해서는 무엇보다 달라진 상황에서, Anglo-Saxon적인 소유구조에 관한 이론이 우리나라 기업 풍토에서도 적용되는지, 아니면 우리나라의 독특한 소유구조 모형이 따로 존재하는지에 대한 체계적인 분석이 선행되어야 한다. 지금까지 우리나라에서 소유구조가 연구개발투자에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 체계적인 연구는 매우 드물었다. 그러므로 어떠한 소유구조 하에 경영자가-기업의 경쟁력 제고에 중요한 역할을 하지만 위험이 큰-연구개발 투자를 하는지에 대한 연구는 학문적인 틈(gap)을 메운다는 점에서뿐만 아니라 실무적으로 매우 가치 있는 일이라고 할 수 있다.

본 연구에서는 이러한 점들을 감안, 대리인이론에 입각하여 소유구조와 연구개발투자의 관계에 대한 가설들을 설정하고, 우리나라 거래소에 상장된 기업을 대상으로 하여 이 가설들을 체계적으로 검증한다.

2) 심지어 대리인 이론의 보편적인 적용 가능성을 실증을 통하여 보고하는 학자들(예컨대, Chen and Ho, 2000; Kabir, Cantrijn, and Jeunink, 1997; Kang and Shivdasani, 1997; Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002; Thomsen and Pedersen, 2000)조차도 국가 및 문화적인 상황에 따른 차이를 인정하고 있다.

## II. 이론적인 배경과 가설 설정

### 2.1 소유구조와 연구개발 투자의 관계

대리인 이론에 의하면 주주와 경영자의 위험선호도는 일치하지 않는다. 그것은 주주와 경영자의 위험 분산 메커니즘이 서로 다르기 때문이다. 주주는 여러 기업에 분산투자를 함으로써 특정 기업의 투자에서 오는 위험을 분산할 수 있고, 비교적 적은 비용으로 자신의 주식을 타인에게 넘길 수 있다 (Jensen and Meckling, 1976). 더구나 주주 富의 원천인 주가는 분산이 큰 투자가 일어날 때 올라가는 특성(강준구, 박경서, 정균화, 2001; 이상우, 1999; Fama and Jensen, 1983)을 지니고 있으므로 주주는 개별 기업이 행하는 분산이 큰 투자를 크게 두려워하지 않는다. 하지만, 경영자는 특정 기업의 파산으로 인한 자신의 고용 불안과 보상의 감소라는 위험을 분산할 효과적인 기제를 주주만큼 쉽게 가질 수 없다. 특정 기업이 파산하게 되면 경영자는 그 기업에서 실직하는 것이 일반적이다. 또한, 전직을 하고 싶어도 실패 경영자라는 낙인과 특정 사업에 대한 오랜 종사로 생긴 특정성 (specificity)으로 인하여 이직이 쉽지 않다. 따라서, 대리인 이론에 의하면, 기본적으로 경영자는 위험 회피적이다(Balkin, Markman, and Gomez-Mejia, 2001; Denis, Denis, and Atulya, 1998; Denis, Denis, and Sarin, 1999; Fama and Jensen, 1983; Jensen and Meckling,

1976).

최근 다수의 학자들(Ahuja and Lampert, 2001; David, Hitt, and Gimeno, 2001; Hill and Snell, 1988; Lee and O'Neill, 2003; Levinthal and March, 1993; Sanders and Carpenter, 2003; Szweczyk, Tsetsekos, and Zantout, 1996)은 기업이 평균 이상의 이익을 실현하기 위해서는 연구개발투자를 적절히 해야 한다는 점을 지적한다. 그 이유로 이들은, 특히, 연구개발은 성장 및 경쟁우위의 원천이 된다 (Ahuja and Lampert, 2001; David, Hitt, and Gimeno, 2001; Szweczyk, Tsetsekos, and Zantout, 1996)는 점, 조직이 매너리즘에 빠지는 것을 막는다는 점<sup>3)</sup> 등을 내세우고 있다. Mitchell과 Hamilton(1997)에 의하면 경영자는 이러한 사실뿐만 아니라 과소투자로 인하여 발생하는 피해에 대해서 소상히 알고 있다. 그런데, 연구개발에 대한 투자는 1)그 성과가 불확실하며, 2)과실이 장기에 걸쳐서 나타나며, 3)지속적인 자금 투입으로 단기적인 이익 감소를 초래할 수 있다 (Hoskisson, Hitt, and Hill, 1993; Hoskisson and Johnson, 1992; Miozzo and Dewick, 2002)는 점에서 경영자를 곤혹스럽게 만든다. 왜냐하면, 불확실성 증가로 기업의 도산 위험이 커지고 단기 이익 감소로 자신의 평가가 나빠지면, 경영자 자신의 보상 감소 및 고용불안 증가와 연결되기 때문이다(Baysinger, Kosnik, and Turk, 1991; Coff, 2003). 이에 따라 경영자는 연구개발에 대한 대규모 투자보다는 점진적인 개선(incremental

3) 이러한 주장은 조직학습론자들에 의해서 제기되고 있다. 이를테면, 조직이 현재의 이익을 증가시키는 역량을 갖게 되면 이 역량에 안주하여 미래의 성과를 증가시키는 데 필요한 새로운 패러다임을 받아들이는데 소홀하게 되는 경향이 있다(Levinthal and March, 1993). 그런데 혁신은 바로 이러한 학습 함정(learning traps)에 조직이 빠지지 않도록 도와주는 역할(Ahuja and Lampert, 2001)을 한다는 것이다.

improvement)을 추구하거나 연구개발 투자 몫을 주주의 환심을 사기 위한 배당금으로 활용할 수도 있다(Lynn, Morone, and Paulson, 1997). 또한, 경영자는 기업의 자원을 혁신에 반하는 부문이 될테면, 사업 부문의 확장, 설비투자, 임금인상, 광고 증대 등에 쓸 수 있고, 아예 지출을 줄이고 유가증권을 사거나 은행에 예금의 형태로 넣어둘 수도 있다.

문제는 이러한 과소 투자 대안들은 연구개발에 대한 투자에 비하여 단기 이익 측면에서 우위에 있긴 하지만 장기적으로 기업의 경쟁력 저하를 가져오고, 결과적으로 기업의 가치 저하를 몰고 올 수 있다는 것이다(Balkin, Markman, and Gomez-Mejia, 2000; Schilling and Hill, 1998). 특히, 시장이 급변하는 첨단산업에서 연구개발에 대한 과소 투자는 기업의 도산으로 연결될 가능성이 크다(Reilly, Brett, and Stroh, 1993; Utterback, 1995).

기업에서 특정 투자 안에 대하여 전략을 수립하고, 세부 운영 방침을 결정하는 것은 경영자의 몫이다(Westphal and Predrickson, 2001; Westphal and Zajac, 1994). 기업의 연구개발 투자는 많은 자금이 소요되는 것은 물론 독특한 운영 시스템이 필요하다(Tushman, Anderson, and O'Reilly, 1997; Wiseman and Gomez-Mejia, 1998)는 점에서 경영자의 강한 몰입이 필요하다. 그러므로 주주의 입장에서는 기업의 의사결정 및 운영을 책임지고 있는 경영자의 연구개발투자를 유도하는 체계를 여하히 구축하느냐가 중요하다고 할 수 있다.

## 2.2 주요주주(blockholders)와 연구개발 투자

소유와 경영의 분리에 대한 제도적인 압력이 커지면서 주주의 수가 크게 증가하였다. 그런데 주주의 증가로 경영자의 행위를 직접적으로 통제하려는 시도는 크게 줄어든 반면 주주와 경영자간의 정보의 비대칭성(information asymmetry)은 확대되었다(Coff, 2003; Lee and O'Neill, 2003). 하지만 주식이 소수의 주주에게 집중되어 있으면 경영자의 의사결정 행위를 견제할 수 있는 능력이 커지게 된다(David, Hitt, and Gimeno, 2001; Hill and Snell, 1988, 1989; Thomsen and Pedersen, 2000). 이를테면, 특정 기업에 대한 지분이 큰 주요 주주들(blockholders)-소위 지분이 5%이상인 주주들은 자신의 富가 특정 기업의 주가에 영향을 받는 정도가 크기 때문에, 투자 기업의 경영자 행동을 보다 세밀하게 감시·통제하려는 동기를 갖게 된다(Bethel and Liebeskind, 1993; Demsetz, 1983; Hambrick and Finkelstein, 1995; Hoskisson and Turk, 1990; Kabir, Cantrijn, and Jeunink, 1997). 더욱이, 이들은 경영자의 감시 및 통제에서 오는 이익의 상당 부분을 차지하기 때문에 적극적으로 기업의 의사결정에 참여하여 자신들의 이해를 반영하려 들고 극단적인 경우에는, 여타 세력과 연합하여 경영자(또는 최대주주)로부터 경영권을 탈취하기도 한다(Hoskisson, et al., 2002; Lane, Cannella, and Lubatkin, 1998; Thomsen and Pedersen, 2000; Walsh and Seward, 1990).

경영자와 주주(특히 소액주주) 사이의 정보의 비대칭성은 연구개발투자와 관련하여 심각한 문제를 발생시킨다(Coff, 2003). 이를테면, 연구개발투자에 대한 정확한 정보를 모르는 가운데 연구개발투

자로 이익이 감소<sup>4)</sup>하면 이들 주주들은 주식을 팔아버린다. 그리고 이렇게 주식을 파는 투자자들이 많으면 그 기업의 가치는 하락하게 된다(Hoskisson et al., 2002). 이러한 투자자의 행동은 경영자에게 단기적으로 이익 감소를 수반하는 연구개발투자를 하지 않으려는 동기를 유발한다(Durand and Vargas, 2003; Lee and O'Neill, 2003).

만약 투자자들이 연구개발투자에 대한 정보를 보다 많이 갖게 된다면 그 가치를 보다 쉽게 평가할 수 있게 된다.<sup>5)</sup> 경영자 또한, 투자자들이 보다 많은 정보를 갖게 되면 그에 상응하여 단기 지향적인 압력으로부터 벗어날 수 있다는 이점이 있다(Lee and O'Neill, 2003). 주요주주와 경영자간에는 연구개발투자와 관련하여 정보의 비대칭성이 소액주주와 경영자간의 관계에 비하여 크게 줄어든다. 왜냐하면, 주식을 많이 보유한 주요주주는 정보 습득에 대한 동기와 능력 면에서 소액주주보다 우위에 있기 때문이다(Durand and Vargas, 2003; Lee and O'Neill, 2003). 우선, 동기 우위에는 두 가지 이유를 들 수 있는데 주식을 많이 갖게 되면 1)기업의 가치(주가)가 떨어질 경우 재산상의 손해의 정도가 크기 때문이고, 2)특정 사건-특히, 부정적인 사건- 발생 시 즉각적으로 대응할 수 없기 때문이다.<sup>6)</sup> 주요주주가 주식을 일시에 매각하는 사태는 경영자에게도 부정적인 영향을 미친다. 왜

나하면, 유동성 문제로 주가가 실제의 기업가치보다 더 낮게 팔리는 상황이 오게 되면 경영자의 가치도 떨어지기 때문이다(Coffe, 2003). 이에 따라 주식 소유의 집중은 주주와 경영자간의 相互依存을 창출한다(Hoskisson et al., 2002). 즉, 주요주주는 경영자의 기업 가치 증진을 위한 행동을 바라게 되고, 경영자는 주요주주의 주식 보유를 통한 기업 가치의 유지 또는 향상을 바라게 된다. 이러한 상호의존적인 이해가 경영자가 주요주주에게 연구개발투자와 관련한 정보의 비대칭성을 줄이는 요인이 되며, 결과적으로 연구개발투자를 촉진하는 요인이 된다.

이상의 두 논리적 근거, 즉 외부 주주의 소유 집중으로 인한 기업 의사결정에 대한 참여 증가, 정보의 비대칭성 감소 등에 기반할 경우 주요주주의 지분율이 클수록 연구개발투자가 크다는 논리도 출된다. 이미 복미를 대상으로 한 일부의 실증 연구(예컨대, Hansen and Hill, 1991; Hill and Snell, 1988; Lee and O'Neill, 2003)에서 주식 소유의 집중도와 연구개발 투자 간에는正的 관계가 있다는 것이 밝혀지기도 했다.

이에 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 주요주주의 지분율은 연구개발투자와 正의 관계를 가질 것이다.

4) 통상 단기적으로 연구개발투자는 이익과 負의 관계를 가진다(Lee and O'Neill, 2003; Stein, 1989).

5) 주주와 경영자 사이에 생기는 정보의 비대칭성은 투자자들이 적극적으로 정보를 수집하려는 노력이 부족하다는 점에 기인하기도 하지만 연구개발투자 자체의 특성에 기인하기도 한다. 이를테면, 연구개발에 대한 정보는 기업간 경쟁지위 유지와 관련이 있기 때문에, 기업들은 경쟁사에 대한 경계 차원에서 연구개발과 관련한 정보의 유출을 꺼린다. 이러한 효과적인 의사소통의 부재로 투자자들은 기업의 장기적인 목표를 잘 이해하지 못한다. 예를 들어, 특정 분기의 실적이 연구개발비용의 급증으로 말미암아 떨어졌다면 투자자들은 이를 알지 못하여 주식을 팔게 된다. 반대로 만일 이러한 이익의 감소가 연구개발에 대한 투자에 기인한다는 것을 투자자가 알게 되면 주식을 그렇게 쉽게 팔진 않을 것이다.

6) 주요주주(blockholders)가 부정적인 사건 발생으로 주식을 처분할 시에는 유동성 문제로 인하여 일반투자자에 비하여 훨씬 낮은 가격에 매각할 수밖에 없다.

### 2.3 경영자의 지분율과 연구개발 투자

대리인 이론에 기반한 다수의 선행 연구들(예컨대, Bethel and Liebeskind, 1993; Eisenmann, 2002; Hill and Snell, 1988; Hoskisson, Hitt, and Hill, 1993; Jensen and Meckling, 1986; Kroll et al., 1997; Steensma and Corley, 2001; Wright, et al., 2002; Zajac and Westphal, 1994)은 경영자가 주식을 소유하게 되면 주주와 경영자간의 목표 갈등과 위험선호도 차이가 줄어든다는 점을 지적한다. 경영자가 주식을 소유하게 되면 자신의 몫(자신이 갖고 있는 주식 수만큼) 주가의 변동에 연동되기 때문에, 다른 조건이 동일하다면 경영자의 지분이 클수록 경영자와 주주의 이해 일치 정도는 크다는 것이다. 최근 급부상하고 있는 청지기이론(stewardship theory)도, 경영자의 주식소유는 경영자와 조직동화를 진작할 뿐만 아니라 조직과 경영자간의 장기적 관계를 촉진한다(Sundaramurthy and Lewis, 2003)는 논리를 전개함으로써 경영자 주식소유와 관련된 대리인 이론을 간접적으로 지지하고 있다. 이러한 논리는 다수의 실증 연구에서 입증되고 있다. 이를테면, 깁스(Gibbs, 1993), 판과 힐(Phan and Hill, 1995) 등은 내부 경영자의 지분율이 높을수록 주주와 경영자의 목표 일치도가 높고 스티스마와 코롤리(Steensma and Corley, 2001)는 경영자의 지분이 낮을수록 경영자의 기회주의적 성향이 커진다는 것을 밝혔다. 하지만, 일부의 연구는 경영자의 지분이 높다고 하여 주주의 이해와 경영자의 목표, 위험선호도 등이 일치하지는 않는다는 주장을 펼친다. 이를테면, 경영자는 주주에 비하여 열위한 위험분산 기제를 가지고 있기 때문에 주식을 가지더라도 여전히 위험을 회피

하려는 속성을 가진다는 것이다(이상우, 1999; Wright et al., 2002). 또한, 경영자가 일정한 수준 이상의 주식을 갖게 되면 기업의 운영을 專橫하고픈-안주(entrenchment)-동기가 생긴다는 것이다(Fama and Jensen, 1983; Singh and Davidson, 2003). 이러한 주장은 실증 연구(예컨대, Kole, 1995; McConnell and Servaes, 1995; Short and Keasey, 1999; Wright et al., 2002)에서도 입증되고 있는데, 일정 수준까지는 경영자의 지분 증가는 기회주의적 행동의 감소를 가져오지만, 그 수준을 넘어서 경영자가 지분을 보유하게 되면 다시 기회주의적 행동이 증가한다는 것이다.

우리나라에서 진행된 관련 연구도 후자-이해의 불완전 일치 가설 또는 안주 가설-를 지지하고 있다. 즉, 김우택, 장대홍과 김경수(1993)은 경영자의 지분율은 기회주의적 행동의 감소와 관계가 없다는 결과를 도출하였고 또 다른 일련의 학자들(김주현, 1992; 이상우, 1999; 황인학, 1998)은 아예 負의 관계가 있다는 결과를 도출하였다. 이러한 결과에 대하여 강준구, 박경서와 정균화(2001)는 국내 (소유)경영자의 지분 提高는 주로 기업 경영권에 대한 집착, 혈족에 대한 승계를 목적으로 이루어지기 때문이라고 해석한다. 하지만, 우리는 이들 연구가 외환위기 이전의 기업 상황을 대상으로 하여 실증 분석하였다는 점을 주목할 필요가 있다. 주지하다시피, 외환위기 이후 우리나라의 주식시장, 노동시장, 그리고 관련 법규 및 행정은 큰 변화를 가져왔다. 특히, 우리나라 기업들은 외환위기를 계기로 소유구조를 비롯하여 지배구조 개선에 엄청난 노력을 경주하였다(강준구, 박경서, 정균화, 2001; 김용민, 2000; 박경서, 2000; 이경묵과 오종향, 2001; 임웅기, 2001). 이에 따라 국

내 기업들은 여러 경영 관행 중에서 투명도 제고 부문에서 가장 두드러진 개선을 이룩하였다(김지은, 2003). 즉, 우리나라 기업의 (소유)경영자들은, 기업 투명도 제고로 인하여, 더 이상 과거와 같은 경영권 전횡(또는 安住)을 할 수 없게 되었다고 볼 수 있다. 이러한 최근의 추세를 감안한다면, 우리는 경영자의 지분율과 연구개발투자의 관계가 과거와는 사뭇 다를 것이라고 추측할 수 있다.

저자는 이러한 기업 여건 변화, 그리고 경영자의 지분 소유는 연구개발투자에 正의 영향을 미친다는 선행 연구 결과(Cho, 1998; Coff, 2003)를 감안하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2: 경영자의 지분율은 연구개발투자와 正의 관계를 가질 것이다.

#### 2.4 외국인 주주와 기관 투자자의 영향

Aguilera와 Jackson(2003)은 대리인 이론이 영미 문화권을 벗어나면 잘 적용되지 않는 것은 주인과 대리인간의 관계에 개입하는 이해관계자들의 다양한 속성을 간과하기 때문이라고 주장한다. 이를테면, 주주의 이해는 모두 일치하는 것이 아니라 그 유형-개인, 은행, 연금, 투신, 보험, 정부, 외국인 등-에 따라서 다르다는 것이다(Johnson and Greening, 1999; Kochhar and David, 1996). 따라서 특정 문화권의 소유구조를 이해하기 위해서는 그 문화권의 제도적 환경에서 주도적인 영향을 미치는 투자자를 이해하는 것이 필요하다.

**외국인 주주의 영향:** 국내에서는 1992년 자본 시장 개방을 기점으로 하여 외국인들의 국내 주식 시장 진출이 크게 증가하였고, 외환위기를 계기로 외국인의 투자를 가로막는 규제가 거의 제거<sup>7)</sup>됨에 따라 외국인 투자자의 자금이 몰릴 듯이 흘러들어왔다. 이에 따라 2003년 10월 30일 현재 우리나라 거래소 시가총액의 40.02%를 점하고 있는(머니투데이, 2003년 10월 31일자) 등 외국인 주주는 이제 우리나라 자본시장에서 주도적인 위치를 점하고 있다.

그런데 이들 외국인 주주들은 주주로서의 일반적인 특징 외에 경영자의 '압력으로부터 초연할 수 있는(pressure resistant)' 기관(Kochhar and David, 1996)이라는 특징과 감시능력이 뛰어나다는 특징을 아울러 지니고 있다(Ramaswamy, Li and Veliyath, 2002). 나아가 이들은 SK글로벌 사태 처리와 관련하여 나타난 소버린의 행태에서 보는 바와 같이, 기업의 의사결정 과정에 적극적으로 참여하여 자신들의 이해를 관철시키려 한다. 따라서 우리나라의 기업들을 대상으로 한 소유구조와 경영자 행동의 관계에 대한 분석에서 외국인 주주가 차지하는 비중은 매우 크다고 할 수 있다.

우리나라를 비롯하여 신흥공업국에 투자하는 외국인들<sup>8)</sup>은 주로 장기적인 안목으로 투자한다. 인도를 대상으로 한 실증연구에서 George 등(2003)은 외국인 지분과 장기성 투자는 正의 관계가 있다는 것을 밝혔다. 또한 국내를 대상으로 한 실증연구에서 Park 등(2002)은 외국인 투자자는 한국시장에서 기업의 내면적인 가치 증진, 장기적인 이익 등

7) 정부는 외환위기 직후인 12월 11일에 외국인 소유 비중 한도를 50%로 상향조정하였다가 1998년 5월 25일에는 몇몇 종목을 제외하고는 소유 상한을 아예 없애버렸다(고광수, 이준행, 2003).

8) 90년대 중반 이후 아시아 국가들을 중심으로 하여 일기 시작한 자본시장 개방 붐과 더불어 외국인들은 인도, 중국, 대만, 태국, 말레이시아 등의 신흥공업국에서도 비중 있는 투자자가 되었다(예민수, 2001; Froot, O'Connell, and Sealholes, 2001; George, Douma, and Kabir, 2003).

을 중시하기 때문에 장기성 투자를 선호한다는 사실을 밝혔다. 따라서 앞서 살펴본 바와 같이 연구개발투자는 위험이 크기는 하나 기업의 장기적인 수익을 증진시키는 특성을 지닌다는 점(Ahuja and Lampert, 2001; David, Hitt, and Gimeno, 2001; Lee and O'Neill, 2003; Levinthal and March, 1993; Sanders and Carpenter, 2003; Szewczyk, Tsetsekos, and Zantout, 1996)을 감안할 경우, 외국인 주주는 경영자로 하여금 연구개발에 대한 투자를 늘리도록 사전, 사후적으로 압력을 가할 것이라는 논리가 성립된다. 그리고 외국인 주주의 중요한 특징 중의 하나로 지적되고 있는 것은 투자 기업에게 기술 및 제품에 대한 전문적인 지식을 제공한다는 점이다(Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002). 외국인 투자자들은 기업, 연금, 기금, 투자조합, 투자신탁, 보험 등 다양한 형태를 취하고 있다(예민수, 2001; Froot, O'Connell, and Seasholes, 2001; George, Douma, and Kabir, 2003). 그런데 기업은 물론이요 연기금, 금융기관 등은 대체로 직·간접적으로 전문적인 지식을 제공해 줄 수 있는 역량을 구비하고 있으며, 이 역량을 투자 기업의 가치 증진을 위하여 적극적으로 활용한다는 것이다. 따라서 외국인들이 투자하는 기업은, 기술 및 제품에 대한 지식 보완으로, 연구개발 투자에 대한 불확실성을 줄일 수 있다는 장점도 아울러 지닌다.

이상과 같은 경영자에 대한 감시능력, 장기적 투자 관점, 연구개발 투자에 대한 지식 보완 등 외국인 주주의 특성에 근거할 경우 우리는 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 3: 외국인 주주의 지분율은 연구개발투자와의 관계를 가질 것이다.

경영자가 주식을 갖게 되면 경영자의 이해가 주주의 그것과 가까워지기는 하지만, 위험 분산 문제는 여전히 숙제로 남는다. 왜냐하면, 경영자의 위험분산 기제가 주주의 그것에 비하여 떨어지기 때문이다(이상우, 1999; Wright et al., 2002). 경영자의 富는 주식(옵션 포함)과, 급여, 기업과 관련이 없는 자산 등으로 구성된다. 그런데, 만약 경영자가 특정 회사의 주식을 많이 취득하게 되면 그만큼 그의 富는 위험에 노출된다. 왜냐하면, 주주는 분산 투자로 자신의 富에 대한 위험을 쉽게 분산할 수 있는 반면, 특정 회사에 대한 주식을 많이 갖고 있는 경영자는 주주에 비하여 상대적으로 덜 탄력적으로 자산에 대한 위험을 분산할 수 있기 때문이다(Wright et al., 2002). 따라서 특정 회사의 주식을 많이 갖고 있는 경영자는 여전히 자신의 富에 대한 위험을 분산하려는 강한 동기를 갖게 되는 것이다.

외국인의 투자는 경영자의 기회주의적 행동을 억제하는 역할을 할 뿐만 아니라 경영자의 위험에 대한 인식을 완화시키는 역할을 한다. 외국인의 지분투자가 경영자의 기업 위험에 대한 인식을 완화시킨다는 것은 다음의 몇 가지 요소로써 설명할 수 있다. 첫째, 외국인주주의 보완적인 지식을 활용할 수 있다는 점을 들 수 있다. 위에서 언급한 바와 같이 외국인들은 투자 기업에 대하여 전문적인 지식을 많이 가지고 있으며(고광수, 이준행, 2003; Choe, Kho, and Stulz, 1999) 이러한 지식을 적극적으로 전달하려는 성향을 갖고 있다(Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002). 따라서 경영자는 이들의 지식을 활용하여 연구개발투자에 대한 불확실성을 줄일 수 있다. 둘째, 투명도 개선으로 인한 위험인식 완화를 들 수 있다. 외국인들은 경영자 감시 동기가 클 뿐만 아니라 감시능력 또한 크다

(이인섭, 고평수, 1994; Froot, O'Connell, and Seasholes, 2001; George, Douma, and Kabir, 2003). 그러므로 외국인의 지분이 높을 경우 경영자가 행하는 각종 투자 안의 계획, 집행, 평가 등에 있어서 투명도가 높아진다. 그런데 이러한 투명도 제고는 연구개발투자와 같이 위험이 큰 투자의 실패 확률을 줄일 수 있다(Eisenmann, 2002). 따라서 경영자로서는 외국인의 지분율이 높으면 이들의 연구개발투자 등 각종 투자 과정 및 결과에 대한 감시가 클 것이라는 것과 이들의 감시는 연구개발투자의 실패 확률을 줄여줄 것이라는 기대를 갖게 된다. 셋째, 상호의존에 따른 정보의 비대칭성 완화를 들 수 있다. 경영자로서는 주주의 행동이 관심의 대상이 된다(Coffe, 2003). 앞에서 언급한 바 있듯이, 연구개발투자 특성상 모든 주주에게 이 투자에 대한 정보를 제공할 수 없다(Lee and O'Neill, 2003). 하지만, 연구개발투자의 장기적 성과에 대하여 주주들이 정보를 가지지 못한 가운데 주주들이 주식을 팔게 되면 1)기업 가치가 하락하게 될 뿐만 아니라 2)신용도 저하를 비롯하여 기업의 자금조달이 어려워지게 되고, 3)결과적으로 경영자의 보상감소와 고용불안이 증대된다. 그러므로 경영자로서는 연구개발투자와 관련된 정보비대칭성을 해소하려는 동기를 갖게 된다. 그런데, 주식이 소수의 주주에 집중되거나 기업 투자에 대한 설명 체계가 잘 정비되어 있다면 이러한 정보의 비대칭성은 크게 완화된다(Coffe, 2003; Hoskisson et al., 2002). 외국인 지분율 증가가 바로 정보의 비대칭성을 완화시키는 역할을 한다. 왜냐하면, 외국인들은 소액주주가 아니라 기관-드물게 개인 주요주주(blockholders)-으로서 투자하기(고광수, 이준행, 2003; 이인섭, 고평수, 1994; Choe, Kho, and Stulz, 2000; Froot, O'Connell,

and Seasholes, 2001) 때문에 정보 전달이 쉽고, 기업들 또한 이들 외국인들을 상대로 설명회를 정례적으로 개최하는 등 정보제공에 적극적이기 때문이다. 따라서 외국인 투자자의 지분율 증가는 경영자와 (외국인) 주주 사이의 정보 비대칭성을 줄일 수 있는 좋은 방안이 된다.

이상의 외국인 투자자가 가지는 3가지 장점-지식 보완, 투명도 제고, 정보 비대칭성 완화-은 경영자의 투자에 대한 위험 인식 정도를 낮추는 중요한 요인으로 작용할 것이다. 이에 우리는 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 4: 외국인 주주의 지분율은 경영자의 지분율과 연구개발투자의 관계를 조절할 것이다. 즉, 외국인 주주의 지분율이 클수록 경영자의 지분율이 연구개발투자에 미치는 正的인 영향은 클 것이다.

**기관투자자의 영향:** 최근 자본시장의 큰 변화 중의 하나는 기관투자자의 비중이 크게 증가하였다는 점이다(David, Hitt, and Gimeno, 2001; Esty, 1997; Hansen and Hitt, 1991; Hoskisson et al. 2002; Kochhar and David, 1996). 국내에서도 상장기업의 총 지분 중 은행, 증권, 보험, 투자신탁, 종합금융, 상호신용금고, 기금/연금 등의 기관투자자가 차지하는 비중이 1996년에 30%를 넘었고, 외환위기 직후인 98년에 13.5%로 떨어졌다가 최근 꾸준히 증가하는 추세이다. 이에 따라 과거에 경영자 감시에 소극적이었던 기관투자자들은 국외(Esty, 1997; Hoskisson et al. 2002; Useem, 1996)는 물론이요 국내(강준구, 박경서, 정균화, 2001)에서도 경영자의 행동에 대한 규제 강도를 높이고 있다.

기관투자자들은 장기적인 이익을 극대화하라는 임무를 예금주들로부터 받고 있다(Chaganti and Dmanpour, 1991; David, Hitt, Gimeno, 2001; Davis and Thompson, 1994; Hansen and Hill, 1991). 기관투자자가 이러한 임무를 달성하기 위해서는 투자한 회사가 현재의 수익이 안정적으로 흘러 들어올 뿐만 아니라 연구개발과 같은 장기투자가 적절하게 일어나서 미래의 수익성도 보장되어야 한다.

기관투자자의 투자 패턴에 대한 관점은 크게 두 가지로 구별된다. 하나는 기관투자자를 근시안적 투자자(myopic investor)로 보는 관점이다. 이 관점은 특히 영미 국가의 자본시장 특성에 근거를 두고 있다. 즉, 일반적으로 투자기관의 펀드 매니저들은 분기 혹은 반기별로 운용 수익을 평가받기 때문에 회임 기간이 긴 투자를 기다리지 못한다는 것이다. 이를테면, 불확실성이 크고 회임 기간이 긴 연구개발과 같은 투자보다는 단기적으로 시장에 맞추어 포트폴리오를 조정하는 것을 더 선호한다는 것이다(Porter, 1992; Shleifer and Vishny, 1990). 두 번째 관점은 합리적 투자자(rational investors) 관점이다. 기관투자자들은 정보의 수집 및 평가에 있어서 개인에 비하여 '규모의 경제'를 가지고 있기 때문에 단기적으로 주가의 변동에 대응하는 것이 아니라 장기적으로 기업의 가치 변화에 더 큰 비중을 둔다는 것이다(Kochhar and David, 1996). 이를테면, 기관투자자들은 단기적으로 대응하여 기업 가치를 오판하는 것이 아니라 이용 가능한 모든 정보를 분석하고, 여러 가지 대안들을 신중하게 평가하여 장기적으로 가장 높은 이익을 실현하고자 한다는 것이다. 합리적 투자자 관점을 지지하는 또 다른 근거로는 퇴출(exit) 장벽을 들 수 있다. 앞에서 언급한 바와 같이 일반적

으로 기관투자자들이 주식을 일시에 매각할 경우 주가가 곤두박질친다(Hill and Snell, 1991; Hoskisson et al., 2002). 따라서 기관투자자들은 근시안적인 투자가 관점을 지지하는 학자들의 주장처럼 기업의 가치 하락이 발생하거나 발생할 가능성이 있는 것으로 예측되더라도 주식 시장에서 유연하게 거래를 할 수 없는 위치에 있게 된다. 이에 따라 이들 기관투자자들은 적극적으로 경영자의 행동을 감시하고 의사결정에 개입함으로써 기업의 장기적인 가치 향상을 도모하게 된다. 후자의 논리에 근거한다면, 기관투자자들은 장기적으로 기업의 가치를 증진시키는 연구개발 투자를 선호할 것이며, 자신들의 목소리(voice)를 활용하여 경영자에게 연구개발투자를 강요할 것이다. 또한 경영자로서는 기관투자자의 대규모 주식 매각에 따른 기업 가치의 급락을 막을 필요가 있다. 왜냐하면, 주가의 급락은 앞서 언급한 바 있듯이 경영자의 평판 및 보상의 하락, 고용 불안 증가 등을 유발하기 때문이다. 그러므로 경영자는 대규모 주식을 보유한 기관투자자의 환심을 사기 위해 연구개발에 대한 투자를 늘릴 수 있다는 논리가 성립된다.

이미 英美圈을 대상으로 하여 진행된 선행 연구들(예컨대, Baysinger, Kosnik, and Turk, 1991; David, Hitt, and Gimeno, 2001; Hansen and Hill, 1991; Kochhar and David, 1996; Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002; Zahra, 1996)은 기관투자자의 지분이 혁신에 대한 투자와正的 관계가 있다는 것을 밝힌 바 있다.

이에, 저자는 실증연구를 위하여 다음과 같은 가설을 제시한다.

가설 5: 기관투자자의 지분율은 연구개발투자와正의 관계를 가질 것이다.

### III. 연구 방법

#### 3.1 표본

본 연구는 우리나라 거래소 시장에 상장된 컴퓨터 및 사무용 기기 제조업; 기타전기기계 및 전기 변환장치 제조업; 전자부품, 영상, 음향 및 통신장비 제조업; 의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업; 자동차 및 트레일러 제조업; 기타 운송장비 제조업; 화학제품 제조업 등의 산업에 속한 업체를 대상으로 실시하였다. 구체적으로, 본 연구에서 데이터는 각 기업들이 통일적인 기준에 의해서 보고하는 수치가 중요하다는 점을 감안, 거래소에 제출된 사업보고서(전자공시시스템)에서 추출하였고, 일부 분석 자료(부채비율, 산업의 체계적 위험( $\beta$ ) 등)는 한국신용평가정보(주)의 자료를 활용하였다. 그리고 분석 기간은 우리나라 기업의 소유구조가 획기적으로 바뀌기 시작한 1999년부터 2002년까지의 자료를 대상으로 하였다. 연구 대상 중 합병, 법정관리, 기업분할 등으로 인하여 자료가 불충분한 업체는 제외되었다. 이렇게 하여 최종 분석에 사용된 업체는 159개였으며, 분석은 각 기업을 1년씩 3개년으로 쪼개어 각각 분석하는 방법을 취하였다(총 표본의 수는 477개).

#### 3.2 변수의 측정

**종속변수:** 연구개발투자는 기업의 혁신 활동을 나타내는 지표로써(Balkin, Markman, and Gomez-Mejia, 2000; O'Brien, 2003), 그리고 경영자의 위험 감수(risk taking)의 정도를 측정하는 도구로써(Hoskisson, Hitt, and Hill, 1993;

Hoskisson and Johnson, 1992) 많이 활용되어 왔다. 그런데 선행 연구(예컨대, Chatterjee and Wernerfelt, 1991; Hill and Snell, 1988, 1991; Kochhar and David, 1996; Lee and O'Neill, 2003; Montgomery and Hariharan, 1991; Sanders and Carpenter, 2003)는 연구개발투자를 연구개발의 집중도(R&D intensity)로써 측정했다. 본 연구에서, 저자도 이러한 점을 감안하여 연구개발집중도( $\langle$ 연구개발비/매출액 $\rangle \times 100$ )로써 연구개발투자를 측정하였다.

한편 본 연구에서 연구개발투자의 보완 지표로 도입된 경제적 부가가치(EVA: Economic Value-added)는 '순영업이익-(평균투하자본 $\times$ 가중평균자본비용)'으로 정의된다. Coles 등(2001)과 Fatemi 등(2003)의 주장처럼, 경제적 부가가치는 소유구조의 성과, 이를테면 경영자의 주주 부 극대화 행위를 측정하는데 있어서 가장 유용한 지표라고 할 수 있다.

**독립변수:** 주요주주(blockholders)의 지분율은 기업 경영에 참여하지 않으면서 5% 이상의 지분을 가진 주주들이 보유하고 있는 보통주가 총 주식(보통주)에서 차지하는 비중(백분율)을 말한다. 일부 3% 이상을 주요주주로 보는 학자들도 있으나 5% 이상이 더 일반적이라는 점(Coles et al., 2001; Kabir, Cantrijn, and Jeunink, 1997; Singh and Davidson, 2003), 금융감독원에서도 5%를 기준으로 활용한다는 점 등을 감안하여 5% 이상을 대상으로 하였다. 경영자의 지분율은 선행 연구의 방법(Amihud and Lev, 1981, 1999; Denis, Denis, and Sarin, 1999; Eisemann, 2002; Esty, 1997; Hill and Snell, 1988; Lane, Cannella, and Lubatkin, 1999; Zahra, 1996)을 참고, 최고 경영자가 보유하고 있는 보통

주의 수가 전체 보통주에서 차지하는 비중(경영자 소유 보통주/전체 보통주×100)으로 했다.

외국인 지분율은 외국인에 보유하고 있는 보통주를 총 주식(보통주)의 수로 나눈 수치에다 100을 곱한 값(%)을 말한다(George, Douma and Kabir, 2003; Park, Choi and Lee, 2002; Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002). 기관투자자는, 일부의 학자들(예컨대, Kochhar and David, 1997; David, Kochhar, and Levitas, 1998)이 압력 저항기관(예컨대, 연/기금, 공제회), 압력 민감기관(예컨대, 보험, 은행, 투신, 상호신용금고 등), 압력 중립기관(예컨대, 기업연금, 증권중개기관, 투자자문사 등) 등으로 구분하기도 하나, 국내에서 기관투자자들의 성격이 뚜렷하게 구분되지 않는다는 점(강준구, 박경서와 정근화, 2001; 박경서, 2000)을 감안하여 증권, 보험, 투자신탁, 종합금융, 상호신용금고, 종합금융 등을 대상으로 하였다. 즉, 기관투자자의 지분율은 이들 기관들이 보유하고 있는 보통주를 합하여 전체 보통주의 수로 나눈 수치를 백분율(%)로 표시한 것이다.

**통제 변수:** 기업의 규모는 연구개발비투자에 영향을 미치는 중요 요인이다. 즉, 규모가 크면 자산 이용 상 효율성이 크고(Acs and Audretsch, 1988; Baysinger and Hoskisson, 1989; Singh and Davidson, 2003), 연구개발과 같은 위험한 투자에 대한 동기 또한 커진다(Kochhar and David, 1996). 또한, 규모가 크면 자원이 많기 때문에 연구개발과 같은 회임기간이 긴 투자를 견딜 여력도 커진다(Cohen and Levinthal, 1990). 규모와 연구개발 집중도의 관계에 대한 선행연구를 보면, 이들 간에는 負의인 관계가 있다는 연구 결과도 있긴 하나(예컨대, Hoskisson et al., 2002),

多數(예컨대, Coff, 2003; Hill and Snell, 1988; Kochhar and David, 1996)는 正的인 관계가 있다고 報告하고 있다. 본 연구에서는 이러한 연구 결과들을 감안하여 규모를 통제하는데 Ramaswamy 등(2002)과 Hoskisson 등(2002)의 방법을 감안하여 총자산(억원)으로 했다.

Hoskisson 등(2002)과 O'Brien(2003)은 부채비율과 연구개발 집중도는 負의 관계가 있다는 것을 밝혔다. 이러한 결과는, 부채가 많은 기업은 회임 기간이 긴 장기프로젝트에 대한 투자 여력이 작기 때문(Baysinger and Hoskisson, 1990; Kochhar and David, 1996)인 것으로 풀이된다. 반대로, David 등(2001)은 부채비율이 높을수록 연구개발비 투자가 높다는 결과를 도출하였다. 부채비율이 높을수록 경영자의 위험선호도와 노력이 증가하는 것이 이러한 결과의 배경이 된다. 이러한 부채비율과 연구개발투자의 관계에 대한 선행연구 결과는, 영향관계의 방향과 관계없이, 부채가 연구개발집중도에 중요한 영향 요인임을 의미한다. 이에 따라 저자는 본 연구에서 부채비율을 통제했다. 부채비율은 '(부채총계/자본총계)×100'으로 계산된다.

선행연구에 의하면 산업특성이 소유구조 및 연구개발투자에 영향을 미친다. Singh과 Davidson(2003), 그리고 Thomsen과 Pedersen(2000)은 기업이 속한 산업에 따라 대리인 비용, 자산 활용의 효율성 등이 달라진다고 주장한다. 또한, 일부 학자들(David, Hitt, and Gimeno, 2001; Zahra, 1996)은, 해당산업의 기술 및 수요 동향이 연구개발투자를 견인하는 중요한 요인이 되기 때문에, 산업은 연구개발투자에 유의한 영향을 미친다는 것을 밝혔다. 이러한 점을 감안하여, 산업특성을 통제하였다. 측정은 Thomsen과 Pedersen(2000)의 연

구방법을 원용, 체계적 위험(산업의  $\beta$ )으로 하였다.<sup>9)</sup>

연구개발투자는 기업이 갖고 있는 희소자원을 어떻게 배분하느냐는 문제와 연관을 맺고 있다. 만약 그 기업이 갖고 있는 자원이 풍부하다면 연구개발 투자에 대한 여력은 그만큼 커진다. 이러한 자원의 중요한 공급원으로 이익을 들 수 있다. Gedajlovic과 Shapiro(2002)는 기업의 소유구조와 경영자의 행동 간에는 이익이 중요한 역할을 한다는 것을 밝혔다. 또한, David 등(2001), 그리고 Hoskisson 등(2002)은 기업이 실현하는 이익이 연구개발비 투자와正的 관계가 있다는 것을 밝힌 바 있다. 이에 따라 저자는 기업 실적, 이를테면 당기순이익(단위, 억원)을 통제하였다.

대리인이론 관점에서 보면, 경영자를 직접적으로 통제할 수 있는 가장 강력한 시스템은 바로 이사회 제도이다(Fama and Jensen, 1983; Sundaramurthy, Mahoney, and Mahoney, 1997; Zahra and Pearce, 1989; Tihanyi et al, 2003). 왜냐하면 이사들은 경영자의 행위를 가까운 곳에서 관찰할 수 있고 주요 경영 의사결정 과정에 참여하여 자신들의 의견을 개진할 수 있기 때문이다. 그래서 선행 연구는 이사회 규모의 규모가 경영자의 위험선호도를 결정하는 중요한 요인으로 보았다. Singh과 Davidson(2003)에 의하면 이사회 크기는 경영자의 행동 감시의 효과성과 밀접한 연관을 맺고 있다. 또한 Golden과 Zajac(2001)은 이사회 크기는 기업의 전략 변신과正的 관계가 있다는 것을 밝혔다. 이러한 선행 연구 결과는 이사회 크기가 클수록 연구개발비투자가 증대할 수 있다는 것을

의미한다. 이 점을 감안하여 본 연구에서는 이사회 크기를 통제했다. 이 때 이사회 크기는 총 이사의 수를 말한다.

그런데, 다수의 학자들은 이사들이 경영자의 행위를 제대로 감시할 수 없고, 나아가 주주의 이해보다는 경영자의 이해를 더 옹호하고 있다고 주장한다(Brush, Bromiley, and Hendrickx, 2000; Hoskisson and Turk, 1990; Lane, Cannella, and Lubatkin, 1998). 이를테면, 이사의 주된 임무가 경영자를 감시하는데 있음에도 불구하고 이사들은 경영자에 의해서 추천되는 경우가 많고 (Baysinger and Hoskisson, 1990; Fama and Jensen, 1983; Johnson, Hoskisson and Hitt, 1993; Westphal, 1999), 경영자와 자주 대면하기 때문에 인간적인 관계가 형성되어 있고 (Baysinger and Hoskisson, 1990; Conyon and Peck, 1998; Johnson, Hoskisson, and Hitt, 1993; Patton and Baker, 1987; Westphal, 1999), 이들의 고용이 경영자와 연계되는 경우가 많기(Gibbs, 1993; Fama and Jensen, 1983) 때문에, 주주의 이해보다는 경영자의 이해를 충실히 대변한다는 것이다. 이러한 문제를 해결하기 위해 도입된 제도가 사외이사제이다. 사외이사제의 효과성을 분석한 선행 연구에 의하면 사외이사비율이 높을수록 경영자의 위험선호도가 증가한다(Fama and Jensen, 1983; Johnson, Hoskisson, and Hitt, 1993; Sundaramurthy, Mahoney, and Mahoney, 1997). 또한, 사외이사는 보완적인 지식과 자원을 기업에 제공하기 때

9) Durand와 Vargas(2003)에 의하면 자원의 활용에 따른 생산 효율성은 기업의 위험에 영향을 받는다. 더욱이, 시장위험은 외부주주들이 실현할 수 있는 수익과 밀접하게 연관되어 있기 때문에 주주의 경영자 감시에 영향을 미치는 중요한 요인이 된다(Demsetz and Villalonga, 2001). 따라서 기업이 연구개발투자를 할 때에는 당연히 그 기업이 맞이고 있는 위험에 영향을 받을 것이다. 이 점을 감안하여 해당 기업 속한 산업(2자리 중분류)의 체계적 위험( $\beta$ )을 통제하였다.

문(Baysinger and Hoskisson, 1990; Johnson, Hoskisson, and Hitt, 1993; Zahra, 1996; Tihanyi et al., 2003)에 사외이사 비율이 높을수록 혁신 역량이 커진다. 이러한 선행 연구의 결과를 감안하여 본 연구에서는 사외이사비율을 통제했다. 이 때 사외이사비율이라 함은 전체 이사 중 현재 기업 내의 업무에 종사하지 않는 이사의 비율(사외이사 수/총 이사 수)을 일컫는다.

내부 이사는 경영자와 함께 기업의 최고 경영팀(top management team)으로서 의사결정에 매우 활발하게 참여한다. 그러므로 이들은 기업의 자원, 운영 체계, 전략적인 대안 등에 대하여 대단히 많은 정보를 가지고 있다(Baysinger and Hoskisson, 1990; Hoskisson et al., 2002)). 그런데 이들은 경영자의 압력에 취약할 뿐만 아니라 위험회피적인 성향 또한 강하다. 하지만, 이들이 주식을 갖게 되면 위험 선호도가 커지고(Hoskisson et al., 2002; Jensen and Meckling, 1976; Tihanyi et al., 2003), 경영자 감시 동기 또한 증대(Coles et al., 2001; Fama and Jensen, 1983)된다. 본 연구에서 저자는 이러한 점을 감안하여 주식 보유 사내이사 비율을 통제했다. 측정은 Coles 등(2001)의 방법을 원용, 전체 이사 중에서 현재 재직하고 있는 기업의 보통주를 10,000주 이상 보유한 이사의 수가 차지하는 비중, 즉 '주식소유 이사의 수/총 이사의 수'로써 했다.

마지막으로, Eisenmann(2002)에 의하면 전문경영자와 소유경영자의 위험선호도가 다르다. 따라서 본 연구에서는 경영자의 속성을 통제했다. 본 연구에서 전문경영자는 더미변수(dummy variable)로 처리했는데, 전문경영자는 1로 입력을 하였고 소유경영자는 0으로 입력하였다.

#### IV. 연구 결과

〈표 1〉은 본 연구에 사용된 주요 변수들의 기초통계와 변수들 간의 상관관계(bivariate correlations)를 표시한 것이다. 주요 변수들의 기술 통계를 살펴보면, 주식의 집중도를 표시하는 5% 이상 주요주주의 지분율 평균은 34.89%(표준편차, 5.63); 경영자의 지분율 평균은 10.60%(표준편차, 11.53); 외국인 지분율의 평균은 7.09%(표준편차, 12.29); 기관투자자의 지분율 평균은 7.16%(표준편차, 10.62) 등으로 나타났다. 그리고 연구개발투자 집중도의 평균은 2.14%(표준편차, 5.63) 등으로 나타났다.

다음으로 주요 변수들의 상관관계를 살펴보면, 주요주주의 지분율은 경영자의 지분율, 기관투자자 지분율 등과(유의한) 正의 관계가, 산업  $\beta$ 와는 負의 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한, 경영자의 지분율은 외국인 지분율, 기관투자자 지분율, 자산, 전문경영자 등과 負의 관계가, 주식보유 이사 비율과는 正의 관계가 있는 것으로 나타났다. 외국인 지분율은 기관투자자 지분율, 자산, 순이익, 산업  $\beta$  등과 正의 관계가 있는 것으로 나타났다. 기관투자자 지분율은 자산, 전문 경영자, 이사 수 등과 正의 관계가 있는 것으로 나타났으며, 연구개발집중도는 외국인 지분율, 산업  $\beta$  등과 正의 관계가 있는 것으로 나타났다.

본 연구에서는 가설의 검증을 위하여 위계적 회귀분석(hierarchical regression analysis)을 실시하였다. 분석은 연구개발 집중도를 기준변수(criterion variable)하여 1단계로 총자산, 순이익, 부채비율, 산업 $\beta$ , 전문경영자, 이사 수, 사외이사비율, 주식보유 사내이사비율 등의 통제변수를 집어넣고; 2단계로 주요주주 지분율, 경영자 지분

〈표 1〉 주요 변수들의 기초 통계

변수	평균	표준편차	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. 주요주주 지분율(%)	34.89	19.66												
2. 경영자 지분율(%)	10.60	11.53	.19**											
3. 외국인 지분율(%)	7.09	12.29	.03	-.11**										
4. 기관투자자 지분율(%)	7.16	10.62	.12**	-.14**	.10*									
5. 총자산(억원)	14752.48	59231.72	-.03	-.16**	.31**	.09*								
6. 당기순이익(억원)	574.02	5983.99	.03	-.08	.25**	.06	.66**							
7. 부채비율(억원)	198.23	838.00	.02	-.05	-.06	-.02	-.02	-.03						
8. 산업β	.99	.24	-.17**	-.02	.10*	-.05	.05	.04	.03					
9. 전문경영자 <sup>a</sup>	.36	.86	-.05	-.35**	.03	.18**	.06	.03	.03	.02				
10. 총 이사 수	9.07	24.21	-.10*	-.08	.06	.17**	.19**	.07	-.02	-.02	.73			
11. 사외이사비율	.28	.24	-.05	-.06	.04	.02	.06	-.05	.03	.10*	-.02	-.06		
12. 주식보유 사내이사 <sup>b</sup>	.36	.24	-.04	.23**	.02	.02	.10*	.11**	-.10*	-.07	-.27**	-.07	-.05	
13. R&D 집중도(%)	2.14	5.63	-.05	.02	.09*	-.04	.05	-.00	-.04	.14**	-.01	-.00	.04	-.05

<sup>a</sup> 전문경영자=1, 소유경영자=0

<sup>b</sup> 주식보유 사내이사=주식을 보유한 사내이사 비율

\* p < .05

\*\* p < .01

율, 외국인 지분율, 기관투자자 지분율 등 독립변수를 집어넣고; 3단계로 경영자 지분율×외국인 지분율 항과 경영자 지분율 제곱항을 집어넣는 방법을 채택했다. 〈표 2〉는 분석 결과를 표시한 것이다. 가설 검정 이전에 다중공선성(multi-collinearity)을 확인하기 위해서-특히 모형 3과 모형 4에서 교호항의 첨가에 따른 다중공선성 문제 제기 우려로-다중공선 허용치(tolerance score), 분산확대지수(variance inflation factor), 조건지수(condition indexes) 등의 지표를 검토한 결과, 변수 간에 다중공선성 문제는 없는 것으로 나타났다.

먼저 통제변수의 영향력을 보면 〈표 2〉의 모형

1에서 보는 바와 같이 자산, 순이익, 부채비율, 전문경영자, 이사 수, 사외이사 비율, 주식보유 사내이사 비율 등은 연구개발투자 집중도에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 반면에 산업β는 유의한 정의 영향(β=2.19, p<.01)이 있는 것으로 나타났다. 산업β가 연구개발투자에 정의 유의한 영향력을 미친다는 것은 1)산업에 따라서 연구개발투자 집중도가 다르다는 것과 2)주가의 변동(체계적 위험)이 큰 산업일수록 연구개발에 대한 투자를 많이 한다는 것을 의미한다. 이를테면, 본 연구에 포함된 산업 중 기술 및 시장의 변동이 심한 컴퓨터 및 사무용 기기 제조업, 기타 전기기계

〈표 2〉 위계적 회귀분석(Hierarchical Regression Analysis) 결과<sup>a</sup>

변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
1단계(통제변수)				
자산	.06(.00)	.06(.00)	.14(.00)*	.07(.00)
순이익	.01(.00)	-.01(.00)	-.01(.00)	-.02(.00)
부채비율	-.04(.00)	-.03(.00)	-.03(.00)	-.03(.00)
산업 $\beta$	2.19(.73)**	.12(.74)**	.10(.73)*	.12(.74)**
전문경영자	-.12(.33)	-.05(.37)	.01(.36)	-.04(.39)
이사 수	.08(.01)	.04(.01)	-.03(.01)	.03(.01)
사외이사비율	-.02(.71)	-.02(.71)	-.02(.69)	-.02(.71)
주식보유 사내이사	-.01(.79)	-.01(.80)	-.03(.78)	-.01(.71)
2단계(독립변수)				
주요주주 지분율		-.03(.02)	-.05(.01)	-.03(.01)
경영자 지분율		.10(.02)*	.00(.02)	.16(.05)
외국인 지분율		.13(.02)**	-.05(.02)	.13(.02)
기관투자가 지분율		-.04(.02)	-.06(.02)	-.04(.02)
3단계(상호작용 등)				
경영자 지분율 $\times$ 외국인 지분율			.29(.00)**	
경영자 지분율				-.05(.00)
상수	-.15(.83)	-.27(.96)	.61(.96)	-.36(.98)
$\Delta R^2$	.043	.02	.08	.00
$\Delta F$	2.11*	3.87**	22.96**	.18
전체 모형의 $R^2$	.04	.06	.10	.06
수정 후 $R^2$	.02	.03	.08	.03
전체 모형의 F	2.11**	2.28**	3.97**	2.11**

a N=476. 입력치(Entries)는 표준화된 베타(Beta) 값. 괄호 안은 표준오차.

\* p < .05

\*\* p < .01

및 전기 변환장치 제조업, 전자부품, 영상, 음향 및 통신장비 제조업 등에 속한 기업들의 주가 변동이 크며, 연구개발에 대한 투자 또한 크다는 것을 의미한다.

〈표 2〉의 모형 2에서 보는 바와 같이 위계적 회귀분석 결과, 주요주주 지분율, 경영자 지분율, 외국인 지분율, 기관투자가 지분율 등 독립변수의 추가로 회귀모형의 설명력이 2% 차별적( $\Delta F=3.87$ ,

$p < .01$ )으로 증가하는 것으로 나타났다. 먼저, 주식소유 집중도가 연구개발투자에 미치는 영향을 살펴보면, 표에서 보는 바와 같이 주요주주 지분율은 연구개발투자 집중도에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이로써, 우리는 '주요주주의 지분율은 연구개발투자와正的 관계를 가질 것이다'라는 가설 1은 본 연구에서 지지되지 않고 있다고 볼 수 있다.

가설 2는 경영자의 지분율이 높을수록 연구개발투자가 크다는 것이다. 그런데, <표 2>의 모형 2에서 보는 바와 같이 경영자의 지분율은 연구개발투자에 正的 유의한 영향( $\beta = .10, p < .05$ )을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 본 연구에서 가설 2는 지지되고 있다고 볼 수 있다. 이러한 연구 결과는, 경영자의 지분율이 높을수록 경영자의 이해는 주주의 그것과 일치한다는 서구 대리인 이론의 기본 정신과 부합한다고 볼 수 있다. 하지만, 이러한 결과는 외환위기 이전의 한국을 대상으로 한 연구 결과(김주현, 1992; 이상우, 1999; 황인학, 1998)와는 배치된다.

안주(entrenchment) 가설에 의하면, 경영자의 지분율과 위험선호 간에는 선형관계가 아니라 鐘形(Inverted U Shape) 關係가 있다(Kole, 1995; McConnell and Servaes, 1995; Short and Keasey, 1999; Wright et al., 2002). 즉, 경영자는 기본적으로 기업의 운영을 전횡하고픈 동기를 지니고 있기 때문에 경영자의 지분이 일정한 수준<sup>10)</sup>이 넘게 되면 다시 기회주의적인 행동(위험회피 행동)이 증가하게 된다는 것이다. 저자는, 경영자의 지분율과 연구개발투자 간에도 이러한 논리가

성립되는지를 검증하기 위해서 기존의 설명변수에 경영자 지분율 제공 항을 포함하여 위계적 회귀분석을 하였다. 그 결과는 <표 2>의 모형 4에서 보는 바와 같이 경영자 지분율 제공항은 부호가 마이너스(-)이긴 하지만( $\beta = -.05$ ) 유의성은 없는 것으로 나타났다. 따라서, 경영자 지분율과 위험선호도는 鐘形 關係를 가질 것이라는 논리<sup>11)</sup>는 (연구개발투자를 대상으로 한) 본 연구에서는 지지되고 있지 않다고 볼 수 있다.

가설 3은 외국인 지분율이 높을수록 연구개발투자도 크다는 것이다. <표 2>의 모형 2에서 보는 바와 같이 외국인 지분율은 연구개발투자에 正的 유의한 영향( $\beta = .13, p < .01$ )을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 가설 3은 본 연구에서 지지되고 있다고 볼 수 있다.

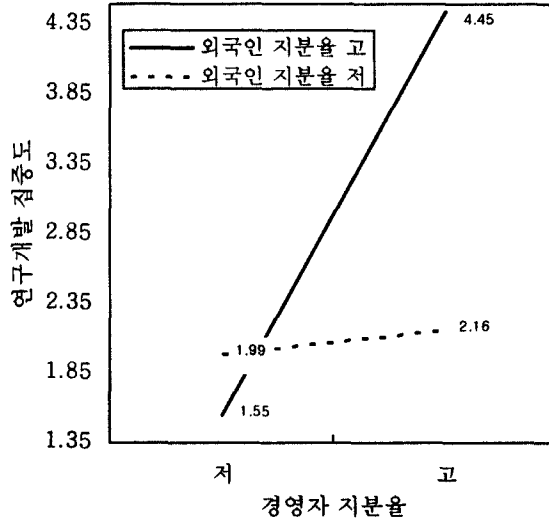
가설 4는 외국인 주주의 지분율은 경영자의 지분율과 연구개발투자의 관계를 조절할 것이라는 것이다. <표 2>의 모형 3에서 보는 바와 같이 외국인 지분율은 경영자의 지분율과 연구개발투자의 관계에 대하여 유의한 조절효과를 미치는 것으로 나타났다. 즉, 위계적 회귀분석에서 경영자 지분율과 외국인 지분율 상호작용 항의 회귀계수는 연구개발투자에 대하여 유의한 영향력이 있는 것( $\beta = .29, p < .01$ )으로 나타났다. 또한 동 항의 첨가로 모형의 설명력은 8% 차별적으로 증가( $\Delta F = 22.96, p < .01$ )하는 것으로 나타났다. 이러한 연구결과는 외국인 지분율은 경영자 지분율이 연구개발투자에 미치는 영향을 조절한다는 것을 의미한다.

상호작용 효과의 방향과, 외국인 주주의 지분율의 조절효과에 의한 경영자 지분율과 연구개발투자

10) 몰크 등(Mork, Shleifer, and Vishny, 1988)은 25%를 기준점으로 제시하고 있다.

11) Fortune 500 기업을 대상으로 한 실증연구에서 Cho(1998)는 경영자의 지분율과 연구개발투자의 간에는 약한 鐘形 관계가 있다는 것을 밝혔다.

〈그림 1〉 외국인 지분율과 경영자 지분율 상호작용이 연구개발 투자에 미치는 영향<sup>a</sup>



<sup>a</sup> 외국인 지분율과 경영자 지분율의 高低는 평균을 기준으로 하여 분류했으며, 그래프의 값은 연구개발 집중도를 표시함.

의 관계를 좀 더 밀도 있게 분석하기 위해 〈그림 1〉과 같이 사후분석을 실시하였다. 이 때 외국인 및 경영자 지분율 高低는 평균을 기준으로 구분했다. 결과는, 그림에서 보는 바와 같이, 연구개발투자는 외국인 지분율이 높을수록, 경영자 지분율이 높을수록 큰 것으로 나타났고; 기울기 분석 결과, 외국인 지분율이 낮을 때( $R = -.05, n.s.$ )보다 외국인 지분율이 높을 때 기준변수인 연구개발투자에 대한 경영자지분율의 영향력( $R = .27, p < .01$ )은 차별적으로 큰 것으로 나타났다. 따라서 가설 4는 본 연구에서 지지되고 있다고 볼 수 있다.

마지막으로, 가설 5는 기관투자가 지분율과 연구개발투자는 正의 관계를 가질 것이라는 것이다. 그런데, 〈표 2〉의 모형 2에서 보는 바와 같이 기관투자가 지분율은 연구개발 투자에 유의한 영향이 없는 것( $\beta = -.04, n.s.$ )으로 나타났다. 따라서 가

설 4는 본 연구에서 지지되고 있지 않다고 볼 수 있다.

## V. 연구 결과의 토론

### 5.1 연구 결과의 함의

본 연구의 결과는 기업 지배구조뿐만 아니라 연구개발에 대한 연구적 흐름에 매우 중요한 시사점을 던지고 있다. 저자는 연구개발 투자에는 대리인 문제가 개입되어 있기 때문에 소유구조가 연구개발을 결정하는 중요한 요인으로 보았다. 그리고 일부의 특수한 상황을 제외-외국인 주주의 영향력-하고, 전체적으로 대리인이론에 입각하여 가설을 세

왔다. 그 결과 연구개발투자에 대하여 1)경영자 및 외국인 주주의 지분을, 그리고 이들 변수의 교호항은 정의 영향력이 있는 것으로, 2)주요주주 및 기관투자자의 지분율은 유의한 영향력이 없는 것으로 나타났다. 이제 이러한 결과가 함의하는 바에 대하여 차례로 토론해 보자.

첫째, 본 연구에서 경영자 지분율이 클수록 연구개발투자도 큰 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는 경영자가 주식을 많이 가지게 되면 비록 懷妊期間이 길고, 결과의 불확실성이 큰 투자일지라도-자신의 고용불안과 보상 감소를 초래할 수 있는 위험이 커질지라도-장기적인 가치 증진을 가져다 줄 것으로 기대되는 연구개발투자 안을 선택한다는 것을 의미한다. 대리인 이론의 중요한 가정 중 하나는 경영자가 주식을 갖게 되면 경영자의 위험선호동기가 커진다는 것이다. 이러한 가정은 수많은 연구들(예컨대, Bethel and Liebeskind, 1993; Eisenmann, 2002; Hill and Snell, 1988; Hoskisson, Hitt, and Hill, 1993; Jensen and Meckling, 1986; Kroll et al, 1997; McConnell and Servaes, 1990; Steensma and Corley, 2001; Wright, et al., 2002; Zajac and Westphal, 1994)을 통해서 입증되었음에도 불구하고, 非英美圈을 대상으로 한 국내의 연구들(예컨대, 김주현, 1992; 이상우, 1999; 황인학, 1998; Aguilera and Jackson, 2003; Becht and Roël, 1999; Gedajlovic and Shapiro, 1998; La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shliefer, 1999; Miozzo and Dewick, 2002; Mitton, 2002; Ramaswamy, Li, and

Veliyath, 2002)로부터 상당한 도전을 받았다. 하지만, 본 연구의 결과는, 경영자의 지분율과 연구개발투자의 관계라는 제한적인 영역이긴 하지만, 대리인 이론이 관철되고 있음을 시사한다. 나아가 본 연구의 결과는, 1)대리인 이론 未適用(또는 제한적인 적용)을 주장하는 非英美圈의 학자들이 제시하는 주요 이유가 경제 구조-특히 자본시장, 노동시장, 규제, 자본 조달 체계 등-의 차이라는 점과 2)종래의 국내 연구-無關係 또는 負的인 관계를 주장한 연구-들이 외환위기 이전의 우리나라 기업 상황을 대상으로 하였다라는 점을 감안할 경우, '우리나라 지배구조와 관련된 경영관행은 외환위기를 계기로 크게 달라졌다'라는 가정이 타당한 것이 아닌가하는 추론도 가능케 한다.

본 연구에서 나타난 결과, 즉 '경영자지분율 증가 = 기회주의적 행동 감소(위험선호동기 증가)'를 좀 더 밀도 있게 분석하고, 연구 결과의 수평적인 비교<sup>12)</sup>를 위하여 경영자의 지분율이 경제적 부가가치(EVA)에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 방법은 경제적 부가가치(EVA)를 기준변수로 하고 자산, 순이익, 부채비율, 산업 $\beta$ , 전문경영자, 이사 수, 사외이사 비율, 주식 보유 사내이사 비율 등의 통제변수와 주요주주 지분율, 경영자 지분율, 경영자 지분율 제곱, 외국인 지분율, 기관투자자 지분율 등을 설명변수로 하여 최소제곱법(ordinary least square method)으로 회귀계수를 추정하는 다중회귀분석(multiple regression analysis)을 실시하였다. 그 결과는 <표 3>에서 보는 바와 같다.

12) 경영자의 기회주의적 행동(또는 위험선호동기)의 지표로써 김주현(1992)은 기업의 가치률, 이상우(1999)는 연구개발투자율, 황인학(1998)은 기업의 재무적 성과를 사용하였다.

〈표 3〉 경제적 부가가치(EVA)에 대한 회귀분석(Regression Analyses) 결과<sup>a</sup>

변수	모형 1	모형 2
자산	.60(.01)**	.63(.01)
부채비율	-.01(.17)	.02(.17)
산업β	.02(645.65)	.02(642.88)
전문경영자	.20(313.87)**	.26(332.98)**
이사 수	-.21(10.65)	-.25(11.10)**
사외이사비율	-.01(634.81)	-.04(632.18)
주식보유 사내이사	-.04(702.50)	-.02(696.53)
주요주주 지분율	-.01(8.28)	.01(8.35)
경영자 지분율	.12(15.53)**	.35(.38.73)**
외국인 지분율	.05(13.58)	.04(13.60)
기관투자가 지분율	-.04(14.99)	-.04(14.93)
경영자 지분율 제공		-.23(.96)**
상수	-951.87(821.72)	-1342.06(835.41)
수정 후 R <sup>2</sup>	.31	.33
모형의 F	21.79**	20.59**

<sup>a</sup> N=476. 입력치(Entries)는 표준화된 베타(Beta) 값. 괄호 안은 표준오차.

\*\* p < .01

〈표 3〉의 모형 1에서 보는 바와 같이 경영자의 지분율은 경제적 부가가치에 유의한 正의 영향( $\beta = .12, p < .01$ )을 미치는 것으로 나타났다. 이로써 우리는 대리인 이론(Bethel and Liebeskind, 1993; Wright et al., 2002)이 지적하는 바와 같이 경영자의 주식보유는 경영자의 기회주의적인 행동 억제에 중요한 역할을 한다는 점을 다시 한번 확인하였다. 나아가, 우리나라의 소유구조와 관련된 경영자 행동은 외환위기를 계기로 그전과는 달라진 것이 아닌가하는 조심스러운 추측을 해볼 수 있다.

저자는 또한 안주(entrenchment) 가설을 확인하기 위해 〈표 3〉의 모형 2에서 보는 바와 같이 경영자지분율 제공함을 첨가하여 회귀분석을 하였다. 그 결과, 경영자 지분율은 경제적 부가가치에

대하여 正의 영향이 있는 것으로 나타난 반면 경영자 지분율 제공은 경제적 부가가치에 대하여 負의 유의한 영향( $\beta = -.23, p < .01$ )이 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경영자 지분율은 경제적 부가가치와 鐘形關係가 있다는 것을 의미한다. 나아가 본 연구 결과는 경영자의 지분율과 실적 간에는 鐘形關係가 있다는 선행 연구의 결과(Han and Suk, 1998; McConnell and Servaes, 1990; Morck, Shleifer, and Vishny, 1988; Wright et al., 2002)를 지지하는 것이 된다.

본 연구에서 나타난 경영자 지분율과 관련된 두 결과-경영자의 지분율은 연구개발투자 및 경제적 부가가치와 正의 관계가 있다는 결과-는, 외환위기 이후의 대규모 표본을 대상으로 한 최초의 연구라

는 본 연구의 특성을 감안한다면, 매우 의미 있는 함의점을 던진다. 즉, 기업 지배구조에 관한 처방에 대한 일대 수정이 필요하다는 것이 그것이다. 왜냐하면, 우리나라의 소유구조와 관련된 처방은 대개 경영자의 지분율은 위험선호 동기 증가와 관련이 없거나 있다면 負의인 관련이 있다는 연구 결과에 기반하여 이루어졌기 때문이다(김용민, 2000). 또한, 본 연구에서 도출한 경영자의 지분율과 연구개발투자의 관계에 대한 결과는 기업 지배구조에 관한 연구뿐만 아니라 우리나라 기업관행에 대한 연구적 흐름에 중요한 공헌을 할 것으로 기대된다. 이를테면, 소유구조를 넘어 보상체계, 시장, 법률 및 행정 규제 등 여타 기업 지배구조에 대한 비교 연구뿐만 아니라 여타 경영관행에 대한 비교 연구를 자극하는 촉진제가 될 수 있다.

둘째, 본 연구 결과 외국인 주주 지분율은 연구개발투자와 正의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 연구결과는 경영자의 압력으로부터 자유롭고, 경영자 감시 의지가 강하고, 감시 능력이 뛰어나며, 장기투자를 특징으로 하는 외국인의 지분 소유가 클수록 장기적 가치증진을 가져다주는 연구개발에 대한 투자가 크다는 본 연구의 논리가 타당하다는 것을 의미한다. 또한, 이러한 결과는 외국인은 경영자의 기회주의적 행동에 대한 감시 및 통제 기능이 탁월하다는 주장(George, Douma, and Kabir, 2003; Ramaswamy, Li, and Veliyath, 2002)을 체계적으로 뒷받침해 주는 역할을 한다. 90년대 들어서 아시아 국가들의 자본시장이 본격적으로 개방되면서 외국인 투자자들이 대거 몰려왔

다. 이들 외국인들은 우월적인 경영자 감시 기법을 바탕으로 진출국의 기업들을 압박, 기업의 경영관행을 크게 바꾸어 놓았다.

2003년 10월 30일 현재 외국인들의 국내 거래소 시장 비중은 시가총액 기준으로 40%를 상회하고 있다(머니투데이, 2003년 10월 31일자). 이들에 의한 국내 기업의 소유구조 변화는 경영자 감시를 강화시키는 역할을 하였다. 본 연구에서 나타난 외국인 지분율이 높을수록 연구개발투자가 크다는 결과는 외국인들은 장기적 가치를 가져다주는 연구개발과 같은 투자를 하도록 경영자에게 직·간접적으로 압력을 넣고 있다는 것을 의미한다. 국내 100대 기업의 경영자가 가장 많은 관심을 가지는 분야가 투명성 제고라는 報告(김지은, 2003)도 이러한 추론과 맥을 같이 한다고 볼 수 있다. 외국인 투자가는 소수의 헤지 펀드와 기업, 연금, 재단, 기금, 보험, 투자신탁, 은행 등으로 구성되어 있다(예민수, 2001; Froot, O'Connell, and Seashole, 2001; George, Douma, and Kabir, 2003).<sup>13)</sup> 이들 기관들 다수는 국내 기업에 대한 전문적인 지식을 보유하고 있으며; 이들 보유 지식을 활용하여 투자 기업에게 조언을 하기도 하며; 때로는 가치증진에 도움이 되는 대안을 경영자가 받아들이도록 다양한 채널을 통하여 압력(Park, Choi, and Lee, 2002)을 행사하는 것으로 알려지고 있다. 따라서 본 연구의 결과는 '외국인들은 연구개발에 필요한 보완적인 지식을 제공함으로써 연구개발이 가지는 결과에 대한 불확실성을 줄여줄 것'이라는 가정을 지지하는 것이 된다.

13) 국내 기업에 대하여 투자를 하고 있는 외국인(단일) 금융기관이 5% 이상의 지분을 보유하고 있는 업체는 2003년 7월 31일 현재 103개에 이르고 있다. 대표적인 외국인 투자자로는 Capital Group(5% 이상 지분 소유기업 수 13개; 이하 개수만 표시), Capital Research and Management(10), JF Asset Management(10), ARISAIG(6), Templeton Asset Management(5) 등을 들 수 있다(한국경제신문, 2003).

셋째, 본 연구결과 경영자의 지분율과 외국인 주주의 지분율 相互作用 項은 연구개발투자에 正의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 연구결과는, 1)외국인의 지분투자는 지식의 보완, 투명도 제고, 정보 비대칭성의 경감 등을 가져다줌으로써 경영자의 연구개발 투자에 대한 위험도를 완화시켜 주고 2)이는 결과적으로 연구개발투자 행위를 촉진시킬 것이라는 본 연구의 기본 논리가 타당하다는 것을 의미한다. 이를테면, 경영자는 주식 보유로 위험선호 유인이 증가한 가운데 1)외국인의 보완적인 지식으로 연구개발투자의 실패위험을 줄일 수 있고, 2)외국인의 감시 강화에 따른 기업투명도 제고는 연구개발투자의 의사결정과정 및 운영상의 의도적/비의도적 解弛를 줄일 수 있으며, 3)이들과의 효과적인 정보 전달 메커니즘을 구축함으로써 정보의 비대칭성에서 오는 주식매각 우려를 덜게 됨에 따라 연구개발투자를 더 강하게 추진할 수 있었다고 볼 수 있다. 외국인 주주의 지분율이 경영자 지분율과 연구개발투자의 관계를 조절한다는 본 연구 결과는 기업지배구조에 관한 연구의 흐름에 매우 의미심장한 시사점을 던진다고 할 수 있다.

넷째, 가설 1에서 저자는 연구개발투자와 소유구조의 관계에서 주주와 경영자간의 정보비대칭성의 완화, 경영자의 위험회피 성향 제어 등이 중요한 역할을 할 것이라고 생각했다. 이를테면, 주식이 소수의 주주에게 집중되어 있으면 경영자에 대한 감시 의도 및 효율성이 커지고, 정보의 비대칭성이 줄어들어 연구개발투자가 증가할 것이라고 가정했다. 그러나 본 연구 결과, 주요주주의 지분율은 연구개발 투자에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는, 우리나라 주요주주의 특성

에 기인하는 것으로 판단된다. 이를테면, 우리나라의 주요 주주는 (소유) 경영자와 친분이 있는 사람으로 구성되거나 '우호 지분 관계'로 연결된 관련 또는 관계회사인 경우가 많기 때문이다. 주식 소유 집중에 따른 정보비대칭성 완화, 상호의존 관계 생성, 감시 효율성 증가 등의 논리를 검증하기 위해서는 주요 주주 세분화 작업이 선행되어야 한다고 판단된다.

마지막으로, 저자는 기관투자자의 지분율이 높을 수록 연구개발투자가 클 것이라는 가설(가설 5)을 설정하였다. 기관투자자들은 정보의 수집 및 분석에 있어서 규모의 경제를 누리고 있고 주식 대량 보유에 따른 퇴출 장벽으로 인하여 단기 투자보다는 장기 투자가 더 적합하며, 경영자의 감시 의도 및 효율성이 크다는 것이 가설 설정의 기본 논리였다. 하지만 연구결과, 기관투자가 지분율은 연구개발투자에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는 몇 가지의 함의점을 가진다. 첫째, 본 연구는 근시안적 투자가(myopic investor)로서 기관투자자를 보는 일부 학자들(예컨대, Porter, 1992; Shleifer and Vishny, 1990)의 관점을 지지하는 것이 된다. 즉, 기관투자자의 실질적인 주식 운용자인 펀드 매니저들은 짧은 기간-분기 혹은 반기-의 실적으로 평가를 받기 때문에 연구개발투자와 같은 회임 기간이 길고, 결과에 대한 불확실성이 큰 투자보다는 단기적으로 시장에 맞춰 포트폴리오를 조정하는 것을 더 선호한다는 것이다. 사실 국내 투자 기관들의 펀드매니저 운영 실태 또한 이러한 논리에서 크게 벗어나지 않는다. 이를테면, 외환위기 이후 금융기관들의 구조조정이 본격화되면서 서구적인-특히 미국적인-펀드 운용 방식이 많이 도입되었다.<sup>14)</sup> 이에 따라

14) 예컨대, 1999년부터 각 금융기관에서 운용하는 펀드를 일 혹은 주단위로 평가하는 기관들이 생기면서 펀드매니저들에 대한 비교 평가가 한층 쉬워졌다.

기관들의 주식투자 방식은 단기화 되고, 위험회피적인 특성을 지니게 되었다(박경서, 2000). 일부의 학자들(예컨대, David, Hitt, and Gimeno, 2001; David, Kochar, and Levitas, 1998; Kochar, 1996; Kochar and David, 1996)은 기관투자가가 영업상 (자신이 투자한) 기업으로부터 얼마나 자유로울 수 있는가가 경영자 감시의 성과를 좌우한다고 본다. 이들에 의하면, 영업상 자신이 투자한 기업과 연계를 많이 맺는 기관일수록 경영자 감시 정도는 떨어진다(David, Hitt, and Gimeno, 2001; David, Kochar, and Levitas, 1998; Kochar, 1996). 주지하다시피, 우리나라는 인적인 네트워크가 매우 중요한 역할을 하는 사회이다. 더욱이, 우리나라의 금융기관은 구조적으로 자신이 투자하는 기업과 영업, 지분출자 등에 의해서 상호 연결되어 있는 경우가 많다(박경서, 2000). 이에 따라, 비록 지분율이 높은 기관투자자가 할지라도 연고가 있는 기업의 경영자에 대하여 연구개발투자자와 같이 위험을 동반한 투자를 하도록 압력을 넣는 것은 쉽지 않다고 추론할 수 있다. 끝으로, 관련 법 및 행정 규제 등 제도적인 특성을 들 수 있다. 우리나라는 금융의 산업 지배 제한이라는 미명 아래 금융기관의 제조기업에 대한 의결권 행사를 엄격하게 제한해 왔다(이관우, 2000). 비록 이러한 제한은 외환위기를 계기로 급격하게 완화되었지만, 오랜 기간을 통하여 학습되어진 투자 기업에 대한 '불간섭' 관행을 벗어나는 데는 좀 더 시간적인 여유가 필요한 게 아닌가하는 추론도 가능하다. 요컨대, 본 연구에서 가설 5가 입증되지 않은 것은 이상의 펀드매니저들의 단기 지향적인 투자 관행, 기관투자가와 기업간의 영업상 연계, 제도적인 특성 등의 요인이 개입한 데 따른 것이라고 추론할 수 있다. 아울러, 좀 더 확실한 검증을 위해

서는 표본 기업 및 산업을 확대하고, 연구 기간을 늘리는 것이 필요하다는 시사점도 도출할 수 있다.

## 5.2 연구 결과의 실무적 시사점

본 연구의 결과는 실무 종사자들에게 중요한 시사점을 던진다. 기실, 업계 실무자는 물론 다수의 학자, 정책입안자, 컨설턴트, 기자, 시민운동단체 등은 외환위기 이전의 결과에 터잡아, 경영자가 주식을 많이 보유하더라도 주주의 이해와 경영자의 그것은 수렴하지 않는다는 믿음을 갖고 있다. 당연히, 이러한 믿음에 기초하여 기업의 지배구조와 관련된 정책이 수립되곤 하였다. 본 연구 결과, 경영자가 주식을 가질 경우, 대리인이론(Bethel and Liebeskind, 1993; Eisenmann, 2002; Hill and Snell, 1988; Hoskisson, Hitt, and Hill, 1993; Jensen and Meckling, 1986; Kroll et al., 1997; Palmer and Wiseman, 1999; Steensma and Corley, 2001; Wright, et al., 2002; Zajac and Westphal, 1994)이 주장하는 것처럼, 경영자의 위험선호도가 높아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 의존할 경우 기업의 가치 증진을 위해서 향후 경영자의 지분 소유 억제를 촉진할 정책을 쓸 것이 아니라, 그 반대로 경영자의 지분 취득을 강화하는 정책을 써야한다.

또한, 본 연구 결과 외국인은 경영자의 연구개발 투자와 같은 위험 투자를 유도하는데 있어서 중요한 역할을 하는 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는 자본시장 개방을 통하여 기업의 투명도 제고를 유도하고, 나아가 기업의 경쟁력 제고 활동 증진을 도모한다는 정책이 타당하다는 것을 사후적으로 입증하는 것이 된다. 달리, 외국인의 지분 증가는 기업의 가치 증진에 도움을 주기 때문에 기업은

이들의 투자를 유인하는 다양한 방안을 마련할 필요가 있다는 것을 시사한다.

전체적으로 본 연구는 기업의 소유구조가 경영자의 투자 행위에 미치는 영향을 분석한 것으로서 非英美圈 기업 지배구조에 대한 연구 흐름에 매우 중요한 메시지를 던진다고 볼 수 있다. 경영자의 지분 보유는 기회주의적 행위 억제에 결정적인 역할을 한다는 본 연구 결과는 이 지역을 대상으로 한 종래의 연구 결과에 대한 도전이라고 볼 수 있다. 하지만 본 연구의 결과만으로 기업 소유구조-특히, 경영자의 지분 소유에 의한 주주와의 이해 일치도 제고-의 효과가 외환위기 이전과 완전히 달라졌다고 속단하기는 이르다. 또한, 본 연구의 결과를 여타의 경영관행으로 확장하여 적용할 수 있을 지 여부 또한 하나의 과제로 남는다. 따라서 본 연구의 결과는 외환 위기 이후 우리나라 경영관행 변화의 범위와 정도를 분석하는 미래 연구의 중요한 지침(benchmark)이 될 것이다. 또한, 서구권의 기업 지배구조에 대한 연구에서 간과하였던 외국인 투자자의 역할을 분석함으로써 지배구조에 대한 연구적 지평을 한층 넓혔다고 볼 수 있다. 특히, 본 연구에서 나타난 경영자 지분율과 외국인 주주의 지분을 相互作用 項이 연구개발투자를 증진시킨다는 결과는 자본시장 개방 역사가 짧은 신흥공업국가와 앞으로 개방을 계획하고 있는 국가들에게 유용한 지침이 될 것이다.

본 연구의 마지막 시사점은 엄밀한 방법론에 바탕을 둔 비교 문화적 실증 연구가 필요하다는 것과, 최근에 제기되고 있는 사회심리체계 및 문화적인 특징을 가미한 지배구조 가설(Gedajlovic and Shapiro, 2002)을 포용하는 연구가 되기 위해서는 기업 지배구조 이면을 구성하는 행동과정, 하위 체계의 운용 메커니즘 등에 대한 밀도 있는 분석이

필요하다는 것이다.

### 5.3 연구의 한계와 미래 연구 방향

본 연구는 몇 가지 한계점을 지닌다. 이에 다음과 같이 한계점을 지적하고 미래의 연구 방향을 제시하고자 한다.

첫째, 본 연구는 소유구조로서 연구개발투자를 설명한다. 이러한 연구의 기본 전제는 소유구조가 경영자의 의사결정 행위에 영향을 미친다는 것이다. 그런데 본 연구에서 경영자의 행동을 주로 경제적인 유인에 초점을 맞추으로써 사회적이고 심리적인 면을 간과하였다. 분명 심리적이고 사회적인 면은 경영자의 행동 설명을 위해 중요하다. 따라서 향후 연구는 경영자의 의사결정 메커니즘에 대하여 좀 더 밀도 있게 분석하는 작업이 필요하다.

둘째, 본 연구에서 저자는 연구개발투자의 상황과 質에 대한 분석을 간과하였다. 본 연구에서 도입한 산업, 경영자 특성(소유경영자 또는 전문경영자), 이익규모, 부채비율, 주식 보유 이사비율, 이사회 의 규모, 자산 규모 등의 통제변수는 연구개발 투자에 영향을 미치는 중요한 요인들이다. 하지만, 본 연구에서 저자는 연구개발투자와 관련된 제도적 압력, 외부 경제 및 사회적 상황과, 경영자의 인적인 특성, 조직 문화, 종업원의 특성 등 내부 환경을 고려하지 않았다. 이러한 요인들 역시 연구개발 투자에 영향을 미치는 중요한 요소로 평가된다. 향후 연구는 이러한 영향 요인을 찾아내고, 이러한 영향 요인들이 소유구조와 어떻게 상호작용하는지를 분석하는 것이 필요하다고 본다. 본 연구에서 저자는 연구개발이 어느 정도의 상방 잠재력을 지니고 어느 정도의 하방 위험을 지니는 지에 대해 고려하지 않았다. 연구개발의 이러한 질적인 측면

은 경영자의 투자 행위를 결정하는 매우 중요한 요소이다. 향후의 연구는 연구개발투자의 질적인 측면-이를테면, 잠재적 가치, 확률분포 등-의 조절효과를 분석하는 작업이 필요하다고 볼 수 있다.

셋째, 본 연구에서 저자는 주식 소유 집중도의 영향을 분석함에 있어서 5%이상의 주식을 가진 주요 주주들의 질적인 특성을 분석하지 않았다. 우리나라의 주요주주는 서구적인 잣대로 보기에는 많은 문제점을 지닌다. 왜냐하면 소유경영자의 친인척이나 계열사가 주요 주주로 분류되어 순수한 의미의 주요주주와 혼동되기 때문이다. 이러한 이질적인 특성 때문에 주주의 이해가 다르게 나타날 수 있으며, 이 이해의 차이는 경영자의 감시 차이를 유발할 수 있다. 그러므로 주요주주의 지분율이 연구개발투자에 유의한 영향을 미치지 못한다는 본 연구의 결과로써 주요주주에 관한 기존 논리(대리인 이론)이 잘못된 것인지 아니면, 한국적인 특수성에 기인한 것인지를 판단하는 것은 이르다. 그러므로 미래의 연구는 주요주주의 속성을 체계적으로 분류하고, 이를 토대로 연구개발투자와 관계를 재검증하는 작업이 필요하다고 본다. 이러한 논리는 기관투자자의 분석에서도 마찬가지로 적용된다. 국내의 기관투자자는 일부 선행 연구(Kochar and David, 1996)의 주장처럼 영업, 지분 등에서 투자기업의 경영자 압력으로부터 얼마나 자유로운가에 따라 다양한 스펙트럼을 보일 것이다. 기관의 이러한 특성을 구분하지 않았기 때문에 본 연구의 결과로써, 국내 기관투자자의 경영자에 대한 영향력이 서구의 그것과 다르다고 결론짓기에는 아직 이르다. 따라서, 향후의 연구는 기관을 그 성격에 따라서 좀 더 세분하여 분석하는 작업이 필요하다고 보겠다.

마지막으로, 청지기이론(stewardship theory)

과의 연결 작업을 들 수 있다. 청지기이론은, 경영자는 외연적(extrinsic)인 감시나 유인에 의해서 동기화되기보다는 직무 등 내연적(intrinsic)인 만족에 의해서 동기화된다(Davis, Schoorman, and Danalson, 1997)고 주장한다. 또한, 청지기 이론은 아시아 국가 등 집단주의적인 성격이 강한 국가에서 더 잘 적용되는 이론이라고 주장하는 부류(예컨대, Coles et al, 2001; Lee and O'Neill, 2003)도 있다. 하지만, 본 연구에서 우리나라 경영자는 외연적인 감시나 유인에 의해서 동기화되는 것으로 나타났다. 본 연구의 이러한 결과는 경영자가 자신의 富를 증대시키고자하는 의도를 가졌거나 외부의 종용에 못 이겼기 때문이라기보다는, 최근 투명 경영에 대한 강조와 함께 일어나고 있는 경쟁력 제고에 대한 관심 고조에 부응하기 위한 방편으로 경영자 자신의 기회주의적인 행동을 절제하고 연구개발투자를 늘렸을 가능성도 있다. 따라서 저자는 외연적인 유인이나 감시가 경영자의 내연적인 동기와 어떻게 연결될 수 있는 지에 대하여 체계적으로 분석하는 연구가 뒤따라길 희망한다.

## 참고문헌

- 강준구, 박경서, 정균화(2001) “한국기업의 소유구조: 현재와 미래,” 한국경영학회(위음), *경영학 뉴페러다임*, 서울: 박영사, 106-319.
- 고광수, 이준행(2003) “외국인 거래 정보와 주식시장: 개방 10년의 경험,” *재무연구*, 16(1), 159-192.
- 김경록(2002), “기업의 소유구조가 사업구조조정에 미치는 영향,” *사회과학연구*, 8, 39-71.
- 김용민(2000), “가치를 창출하는 이사회 의 설계와 운영. 이 선,” 좌승희, 정광선, 김용구(편), *한국 기업 지배*

- 구조의 현재와 미래, 서울: 미래경영개발연구원, 219-274.
- 김우택, 장대홍, 김경수(1993), "기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구," *재무연구*, 6(1), 55-75.
- 김주현(1992), "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구," *재무연구*, 5(1), 129-154.
- 김지은(2003), "국내 200대 기업 CEO가 말하는 글로벌 스탠더드 지수와 조건," *Chief Executive*, 10, 38-41.
- 박경서(2000), "기업지배체계에 있어 기관투자자의 역할," 이선, 좌승희, 정광선, 김용구(편), *한국 기업 지배구조의 현재와 미래*, 서울: 미래경영개발연구원, 331-371.
- 연강흠(1994), "중시 개방 후의 투자 주체별 투자 행태에 관한 연구," *증권학회지*, 16, 151-193.
- 예민수(2001), *외국인.기관투자자 제대로 알면 주식투자 성공한다*. 서울: 시대의 창.
- 이경목, 오종향(2001), "최고경영진 구성에 대한 정부 규제: 사회이사제도의 형성과정에 대한 고찰," *인사관리 연구*, 24(2), 317-348.
- 이관우(2000), "법적 규제와 금융시장 감시 기능 그리고 기업지배구조" 이선, 좌승희, 정광선, 김용구(편), *한국 기업 지배구조의 현재와 미래*, 서울: 미래경영개발연구원, 374-420.
- 이상우(1999), "경영자의 지분율과 투자 안에 대한 위험 선호 유인," *재무연구*, 12(1), 103-127.
- 이인섭, 고팡수(1994), "한국 증시에서 개인, 기관, 외국인 투자자의 투자 행태에 관한 연구," *재무연구*, 8, 45-74.
- 임웅기(2001), "한국형 기업 소유구조에 대한 또 하나의 시각," *한국경영학회(취음), 경영학 뉴패러다임*, 서울: 박영사, 321-335.
- 황인하(1998), *기업구조조정: 배경과 과제*, 한국경제연구원.
- Acs, A. J. and D. B. Audretsch(1988), "Innovation in large and small firms: An empirical analysis," *American Economic Review*, 78, 678-690.
- Aguilera, R. V. and G. Jackson(2003), "The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants," *Academy of Management Review*, 28(3), 447-465.
- Ahuja, G. and C. M. Lampert(2001), "Entrepreneurship in the large corporation: A longitudinal study of how established firms create breakthrough inventions," *Strategic Management Journal*, 22, 521-543.
- Amihud, Y. and B. Lev(1981), "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers," *Bell Journal of Economics*, 12, 605-616.
- Amihud, Y. and B. Lev(1999), "Does corporate structure affect its strategy towards diversification?," *Strategic Management Journal*, 20(11), 1063-1069.
- Balkin, D. B., G. D. Markman and L. R. Gomez-Mejia(2000), "Is CEO pay high-technology firms related to innovation?," *Academy of Management Journal*, 43(6), 1118-1129.
- Baysinger, B. D. and R. E. Hoskisson(1990), "The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy," *Academy of Management Review*, 15, 72-87.
- Baysinger, B. D. and R. E. Hoskisson(1989), "Diversification strategy and R&D intensity in large multiproduct firms," *Academy of Management Journal*, 32, 310-332.
- Baysinger, B. D., R. D. Kosnik and T. A. Turk(1991), "Effects of board and ownership structure on corporate strategy," *Academy of Management Journal*, 34, 205-214.
- Becht, M. and A. Roël(1999) "Blockholding in Europe: An international comparison," *European Economic Review*, 43, 10-49.
- Bethel, J. E. and J. Libeskind(1993), "The effects of ownership structure on corporate restructuring," *Strategic Management Journal*, 14(Summer Special), 15-31.
- Blair, M.(1993), "Financial restructuring and the debate

- about corporate governance," In M. Blair(eds.), *The Deal Decade*, Brookings Institution, Washington, DC, 1-17.
- Brush, T. M., P. Bromiley, and M. Hendrickx(2000), "The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance," *Strategic Management Journal*, 21(4), 455-472.
- Burgelman, R.(1983), "A process model of internal corporate venturing in the diversified major firm," *Administrative Science Quarterly*, 35, 128-152.
- Chaganti, R. and F. Damanpour(1991), "Institutional ownership, capital structure, and firm performance," *Strategic Management Journal*, 12(7), 479-491.
- Chatterjee, S. and B. Wernerfelt(1991), "The link between resources and type of diversification: Theory and evidence," *Strategic Management Journal*, 12, 33-48.
- Chen, S. and K. W. Ho(2000), "Corporate diversification, ownership structure, and firm value: The Singapore evidence," *International Review of Financial Analysis*, 9, 315-326.
- Cho, M.(1998), "Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 47, 103-121.
- Choe, H., B. Kho, and R. M. Stulz(1999), "Do foreign investors destabilize stock market?. The Korean experience in 1997," *Journal of Financial Economics*, 54, 227-264.
- Coase, R. H.(1990), *The firm, the market, and the law,* Chicago: The University of Chicago Press.
- Coff, R.(2003), "Bidding wars over R&D-intensive firms: Knowledge, opportunism, and the market for corporate control," *Academy of Management Journal*, 46(1), 74-85.
- Cohen, W. M. and D. A. Levinthal(1990), "Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation," *Administrative Science Quarterly*, 35, 128-152.
- Coles, J. W., W. B. McWilliams and N. Sen(2001), "An examination of the relationship of governance mechanisms of performance," *Journal of Management*, 27, 23-50.
- Canyon, M. J. and S. I. Peck(1998), "Board control, remuneration committees, and top management compensation," *Academy of Management Journal*, 41(2), 146-157.
- David, J. H., F. D. Schrooman and L. Donaldson(1997), "Toward a stewardship theory of management". *Academy of Management Review*, 22, 20-47.
- David, P., M. A. Hitt, and J. Gimeno(2001), "The influence of activism by institutional investors on R&D," *Academy of Management Journal*, 44, 144-157.
- David, P., R. Kochhar, and E. Levitas(1998), "The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation," *Academy of Management Journal*, 41(2), 200-208.
- Davis, G. F. and T. A. Thompson(1994), "A social movement perspective on corporate control," *Administrative Science Quarterly*, 39, 141-173.
- Demsetz, H.(1983), "The structure of ownership and the theory of the firm," *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Demsetz, H. and B. Villalonga(2001), "Ownership structure and corporate performance". *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Denis, D. D., D. K. Denis, and S. Atulya(1998), "Agency Problems, equity ownership and corporate diversification," *Journal of Finance*, 52(1), 135-160.
- Denis, D. J., D. K. Denis, and A. Sarin(1999), "Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategy," *Strategic Management Journal*, 20, 1071-1076.
- Durand, R. and V. Vargas(2003), "Ownership, organization,

- and private firms' efficient use of resources". *Strategic Management Journal*, 24(7), 667-675.
- Eisenmann, T. R.(2002), "The effects of CEO equity ownership and firm diversification on risk taking," *Strategic Management Journal*, 23: 513-534.
- Esty, B.(1997), "Organizational form and risk taking in the savings and loan industry," *Journal of Financial Economics*, 44, 25-55.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen(1983), "Separation of ownership and control," *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Fatemi, A., A. S. Desai, and J. P. Katz(2003), "Wealth creation and managerial pay: MVA and EVA as determinants of executive compensation," *Global Finance Journal*, 69, 1-21.
- Finkelstein, S. and B. K. Boyd(1998), "How much does the CEO matter? The role of Managerial discretion in the setting of CEO compensation," *Academy of Management Journal*, 41(2), 179-199.
- Finkelstein, S. and D. C. Hambrick(1996), "*Top Executives and Their Effects on Organizations*," Minneapolis St.Paul, West.
- Froot, K., P. O'Connell, and M. Seasholes(2001), "The portfolio flows of international investors," *Journal of Financial Economics*, 59(1), 151-193.
- Gedajlovic, E. R. and D. M. Shapiro(1998), "Management and ownership effects: evidence from five countries," *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
- Gedjlovic, E. and D. M. Shapiro(2002), "Ownership structure and firm profitability in Japan," *Working Paper*.
- George, R., S. Douma, and R. Kabir(2003), "Foreign and domestic ownership, business groups and firm performance: An emerging market perspective," *Proceedings of Academy of Management Seattle 2003*.
- Gibbs, P. A.(1993), "Determinants of corporate restructuring: The relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow," *Strategic Management Journal*, 14(Summer Special), 51-68.
- Golden, B. R. and E. J. Zajac(2001), "When will boards influence strategy? inclination $\times$ power= strategic change," *Strategic Management Journal*, 22, 1087-1111.
- Hambrick, D. C. and S. Finkelstein(1995), "The effects of ownership structure on conditions at the top: The case of CEO pay raises," *Strategic Management Journal*, 16, 175-193.
- Hambrick, D. C., M. A. Geletkanycz, and J. W. Fredrickson (1993), "Top executive commitment to the status quo: some tests of its determinants," *Strategic Management Journal*, 14(6), 401-418.
- Han, K. C. and D. Y. Suk(1998), "The effect of ownership structure on firm performance: Additional evidence," *Review of Financial Economics*, 7(2), 143-155.
- Hansen, G. S. and C. W. L. Hill(1991), "Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology driven industries," *Strategic Management Journal*, 12, 1-16.
- Harhoff D., F. Narin, M. Scherer, and K. Vopel(1999), "Citation frequency and the value of patented inventions," *Review of Economics and Statistics*, 81(3), 511-515.
- Hayes R., W. Abernathy(1980), "Managing our way to economic decline," *Harvard Business Review*, 58(4), 67-77.
- Hill, C. and S. Snell(1988), "External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries," *Strategic Management Journal*, 9(6), 577-590.
- Hill, C. W. and G. Hansen(1991), "A longitudinal study of the causes and consequences of changes in diversification in the US pharmaceutical industry 1977-1986," *Strategic Management Journal*, 12,

- 187-199.
- Hoskisson, R. E., M. A. Hitt, R. A. Johnson, and W. Grossman(2002), "Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies," *Academy of Management Journal*, 45(4), 697-716.
- Hoskisson, R. E., M. A. Hitt, and C. W. Hill(1991), "Managerial risk taking in diversified firms: An evolutionary perspective," *Organization Science*, 2, 296-313.
- Hoskisson, R. E., M. A. Hitt, and C. W. Hill(1993), "Managerial incentives and investment in R&D in multiproduct firms," *Organization Science*, 4, 325-341.
- Hoskisson, R. and R. Johnson(1992), "Corporate restructuring and strategic change: The effects on diversification strategy and R&D intensity," *Strategic Management Journal*, 13(8), 625-634.
- Hoskisson, R. E. and T. A. Turk(1990), "Corporate restructuring: Governance and control limits of the internal capital market," *Academy of Management Review*, 15, 459-477.
- Jensen, M.(1991), "Corporate control and the politics of finance. *Journal of Applied Corporate Finance*," 4, 13-33.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling(1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Johnson, R. A. and D. W. Greening(1999), "The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance," *Academy of Management Journal*, 42(5), 564-576.
- Johnson, R. A., R. E. Hoskisson, and M. A. Hitt(1993), "Board of director involvement in restructuring: The effects of board versus managerial controls and characteristics," *Strategic Management Journal*, 14(Summer Special), 33-50.
- Kabir, R., D. Cantrijn, and A. Jeunink(1997), "Takeover defenses, ownership structure and stock returns in the Netherlands: An empirical Analysis," *Strategic Management Journal*, 18(2), 97-109.
- Kang, J. and A. Shivdasani(1997), "Corporate restructuring during performance declines in Japan," *Journal of Economics*, 46, 29-65.
- Kassinis, G. and N. Vafeas(2002), "Corporate boards and outside stakeholders as determinants of environmental litigation," *Strategic Management Journal*, 23, 399-415.
- Kochhar, R.(1996), "Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. transaction cost economics," *Strategic Management Journal*, 17(9), 713-728.
- Kochhar, R. and P. David(1996), "Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses," *Strategic Management Journal*, 17(1), 73-84.
- Kole, S. R.(1995), "Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data," *Journal of Corporate Finance*, 1, 413-435.
- Kroll, M., P. Wright, L. Toombs, and H. Leavell(1997), "Form of control: A critical determinant of acquisition performance and CEO rewards," *Strategic Management Journal*, 18(2), 85-96.
- La Porta, R., R. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer(1999), "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lane, P. J., A. A. Cannella, and M. H. Lubatkin(1999), "Ownership structure and corporate strategy: One question viewed from two different worlds," *Strategic Management Journal*, 20, 1077-1086.
- Lane, P., A. Cannella Jr., and M. Lubatkin(1998), "Agency Problems as antecedents to unrelated mergers

- and diversification: Amihud and Lev reconsidered," *Strategic Management Journal*, 19(6), 555-578.
- Lee, P. M. and H. M. O'Neill(2003), "Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives," *Academy of Management Journal*, 46(2), 212-225.
- Levinthal, D. A. and J. G. March(1993), "The myopia of learning," *Strategic Management Journal*, 13 (Winter Special Issue), 95-112.
- Luoma, P. and J. J. G. Goodstein(1999), "Stakeholders and corporate boards: institutional influences on board composition and structure," *Academy of Management Journal*, 42(5), 553-563.
- Lynn, G. S., J. G. Morone, and A. S. Paulson(1997), "Marketing and discontinuous innovation: The probe and learn process. In M. L. Tushman and P. Anderson(Eds.)," *Managing Strategic Innovation and Change*. Oxford, Oxford University Press, 353-375.
- McConnell, J. and H. Servaes(1995), "Equity ownership and the two faces of debt," *Journal of Financial Economics*, 39, 131-157.
- Miller, M.(1994), "Is American corporate governance fatally flawed?," *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(4), 32-39.
- Miozzo, M. and P. Dewick(2002), "Building competitive advantage: innovation and corporate governance in European construction," *Research Policy*, 31, 989-1008.
- Mitchell, G. R. and W. F. Hamilton(1997), "Managing R&D as a strategic option. In M. L. Tushman and P. Anderson(Eds.)," *Managing Strategic Innovation and Change*. Oxford: Oxford University Press, 307-330.
- Mitton, T.(2002), "Across-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis," *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215-241.
- Monks, R. A. and N. Minow(2001), "*Corporate Governance*," Malden, MA: Blackwell.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny(1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293-316.
- Montgomery, C. A. and S. Hariharan(1991) "Diversified expansion in large established firms," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 15, 71-89.
- O'Brien, J. P.(2003), "The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation," *Strategic Management Journal*, 24(5), 415-431.
- Palmer, T. B. and Wiseman.(1999), "Decoupling risk taking from income stream uncertainty: A holistic model of risk," *Strategic Management Journal*, 20(11), 1037-1062.
- Park, H., W. Choi and J. Lee(2002), "Corporate governance, corporate social performance, financial performance and firm value in Korea," *Proceedings of The International Conference of the Korean Academy of Management*.
- Pearce II, J. A. and K. Robbins(1993), "Toward improved theory and research on business turnaround," *Journal of Management*, 19(3), 613-636.
- Phan, P. H. and W. L. Hill(1995), "Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: an ex post study," *Academy of Management Journal*, 38(3): 704-739.
- Porter, M. E.(1992), "Capital disadvantage: America's falling capital investment systems," *Harvard Business Review*, 70(5), 65-83.
- Prahalad, C. K.(1994), "Corporate governance of corporate value added: Rethinking the primary of shareholder value," *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(4), 40-50.
- Ramaswamy, K., M. Li, and R. Veliyath(2002), "Variations

- in ownership behavior and propensity to diversity: A study of the Indian corporate context," *Strategic Management Journal*, 23, 345-358.
- Reilly, A. H., J. M. Brett, and L. K. Stroh(1993), "The impact of corporate turbulence on managers' attitude," *Strategic Management Journal*, 14 (Special Issue), 167-179.
- Sanders, W. G.(2001), "Behavioral Responses of CEOs to stock ownership and stock option pay," *Academy of Management Journal*, 44(3), 477-492.
- Sanders, W. G. and M. A. Carpenter(1998), "Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition and board structure.," *Academy of Management Journal*, 41(2), 158-178.
- Sanders, W. G. and M. A. Carpenter(2003), Strategic satisficing? A behavioral-agency
- Schilling, M. A. and C. W. L. Hill(1998), "Managing the new product development process," *Academy of Management Executive*, 12(3), 67-81.
- Shleifer, A. and R. Vishny(1992), "The takeover wave of the 1980s," *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, 49-56.
- Short, H. and K. Keasey(1999), "Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK," *Journal of Corporate Finance*, 5, 79-101.
- Singh, M. and W. N. Davidson III(2003), "Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms," *Journal of Banking and Finance*, 27, 973-1000.
- Steesma, H. K. and K. G. Corley(2001), "Organizational context as a moderator of theories on firm boundaries for technology sourcing," *Academy of Management Journal*, 44(2), 271-291.
- Stein, J.(1989), "Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior," *Quarterly Journal of Economics*, 104, 655-669.
- Sundaramurthy, C. and M. Lewis(2003), "Control and collaboration: Paradoxes of governance," *Academy of Management Review*, 28(3), 397-415.
- Sundaramurthy, C., J. M. Mahoney, and J. T. Mahoney (1997), "Board structure, antitakeover provisions, and stockholder wealth," *Strategic Management Journal*, 18(3), 231-245.
- Szewczyk, S. H., G. P. Tsetsekos, and Z. Zantout(1996), "The valuation of corporate R&D expenditures: Evidence from investment opportunities and free cash flow," *Financial Management*, 25(1), 105-110.
- Tahak, F. and S. H. Barr(1998), "Innovation attributes and category membership: Explaining intention to adopt technological innovations in strategic decision making contexts," *Journal of High Technology Management Research*, 9, 17-34.
- Tihanyi, L., R. A. Johnson, R. E. Hoskisson, and M. Hitt(2003), "Institutional ownership differences and international diversification: The effects of boards of directors and technological opportunity," *Academy of Management Journal*, 46(2), 195-211.
- Thomsen, S. and T. Pederson(2000), "Ownership structure and economic performance in the largest European companies," *Strategic Management Journal*, 2, 689-705.
- Tushman, M. L., P. C. Anderson, and C. O'Reilly(1997), "Technology, innovation streams, and ambidextrous organizations: Organization renewal through innovation streams and strategic change," In M. L. Tushman and P. Anderson(Eds.), *Managing Strategic Innovation and Change*. Oxford, Oxford University Press, 3-23.
- Useem, M.(1996), *Investor capitalism: How money managers are changing the face of corporate America*, New York, Basic Book.

- Utterback, J.(1995), *Mastering the Dynamics of Innovation*, Cambridge, MA, Harvard Business School Press.
- Walsh, J. P. and J. K. Seward(1990), "On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms," *Academy of Management Review*, 15, 421-458.
- Westphal, J. D.(1999), "Collaboration in the boardroom: Behavior and performance consequences of CEO-board social ties," *Academy of Management Journal*, 42(1), 7-24.
- Westphal, J. D. and E. J. Zajac(1994), "Substance and symbolism in CEOs' long-term incentive plans," *Administrative Science Quarterly*, 39, 367-390.
- Westphal, J. D. and J. W. Fredrickson(2000), "Who directs strategic change? Director experience, the selection of new CEOs, the change in corporate strategy," *Strategic Management Journal*, 22, 1113-1137.
- Wiseman, R. and L. R. Gomez-Mejia(1998), "A behavioral agency model of managerial risk taking," *Academy of Management Review*, 23, 133-153.
- Wright, P., M. Kroll , A. Lado, and B. V. Ness(2002), "The structure of ownership and corporate acquisition strategies," *Strategic Management Journal*, 23, 41-53.
- Young, G. J., M. P. Charns, and S. M. Shortell(2001), "Top manager and network effects on the adoption of innovative management practices: A study of TQM in a public hospital system," *Strategic Management Journal*, 22, 935-951.
- Zahra, S.(1996), "Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: The moderating impact of industry technological opportunities," *Academy of Management Journal*, 39, 1713-1735.
- Zahra, S. A. and J. A. Pearce II(1989), "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model," *Journal of Management*, 15, 291-334.
- Zajac, E. J. and J. D. Westphal(1994), "The costs and benefits of managerial incentives and monitoring in large US corporations: When is more not better?," *Strategic Management Journal*, 15, 121-142.

# Corporate Governance Structure and Innovation: The Influence of Ownership Structure on R&D Investment

GyeongMook Kim\*

## Abstract

This cross-level study of 477 samples from 159 listed companies in Korea examined the impact of corporate ownership structure on R&D investment. The findings showed that CEO stock ownership and foreign ownership were positively related to R&D investment, whereas blockholders ownership and institutional investor ownership did not account for a significant variance in R&D investment. The findings, further, demonstrated that foreign ownership moderated the relationship between CEO stock ownership and R&D investment. Implications for theory, practice, and future empirical research are suggested.

Key words: ownership structure, R&D investment, CEO stock ownership, foreign ownership, agency cost.

---

\* Assistant Professor, Department of Business Administration, Duksung Women's University.