

외환위기 이후 기업지배구조의 변화와 시사점

이우성
기술경제연구센터
과학기술정책연구원
Leews@stepi.re.kr

Nov., 2007



목차

- 기업지배구조 제도의 변화
- 우리나라 기업지배구조에 대한 평가
- 기업지배구조 변화와 기업의 혁신활동: 실증분석
- 결론



I. 기업지배구조 제도 변화

• 기업지배구조 관련 제도변화

연도	사외이사제도 및 감사위원회	소수주주권 강화
'98	•이사의 충실의무와 사실상 이사제도 도입 •사외이사 의무화(이사총수의 ¼ 이상)	•집중투표제, 서면투표제, 주주제안제도 도입 •이사, 감사, 청산인 해임청구권, 위법행위 유지청구권의 주주행사 요건완화(1->0.5%) •대표소송제기권(1->0.01%), 회계장부 열람청구권(3->1%)의 주주행사요건 완화
'00	•자산 2조원 이상 기업의 사외이사 선임비율 강화(이사총수의 ½ 이상)	
'01	•감사위원회 설치 의무화 (감사위원의 2/3이상을 사외이사로 구성)	•위법행위 유지청구권의 주주행사요건 추가완화(0.5->0.05%) •회계장부 열람청구권의 주주행사요건 추가완화(1->0.1%)
'03	•감사위원회 위원 중 1인을 재무, 회계 전문가로 의무화 •자산 2조원 이상 기업의 사외이사 선임비율 추가 강화(이사총수의 과반수)	
'05	•사외이사 지분보유제한 합리화(1% 또는 3억->1%)	•증권관련 집단소송제 시행



I. 기업지배구조 제도 변화

• 기업지배구조 관련 제도변화(사외이사제도)

연도	주요내용	관련근거
1998. 2	상장법인 사외이사 선임 의무화 (이사총수의 1/4이상, 최소 1인 이상)	유가증권상장규정
1999. 9	•기업지배구조개선위원회에서 지배구조 모범규준 제정 •금융기관과 대규모 공개기업(자산 1조원 이상)은 1/2 이상 (최소 3인 이상)	기업지배구조 모범규준
2001. 3	•코스닥 상장법인에 대해서도 선임의무화(벤처기업제외) •대규모기업(자산 2조원 이상)과 금융기관은 이사총수의 1/2이상 사외이사 의무화 •대규모기업(자산 2조원 이상)의 사외이사후보추천위원 회 설치 의무화)	증권거래법
2003. 2	•사외이사의 수는 최소 2인 이상 •대규모 공개기업(자산 1조 이상)은 과반수(최소 3인 이상)	기업지배구조 모범규준
203. 12	자산 2조원 이상 주권상장법인 또는 코스닥상장법인: 3인 이상 및 이사총수의 과반수	증권거래법



I. 기업지배구조 제도 변화

• 기업지배구조 관련 제도변화

연도	주요내용
집단소송제	2003. 12 증권관련집단소송법안 통과 2005. 1월. 자산규모 2조원 이상 기업대상 시행 2007년 상장기업 전체 대상 시행
사외이사제	1998. 2월. 상장요건에 사외이사 선임 포함(1인 이상, 총 이사의 ¼ 이상) 2000. 1월. 사외이사제 법제화(거래법) 및 ½이상 선임 의무화 (자산 2조원 이상 상장법인) 2001. 7월. 코스닥상장법인(자산 1천억원 미만 벤처기업 제외)도 사외이사선임 의무화 2004. 7월. 사외이사 선임비율 강화(자산규모 2조원 이상 상장법인 총 이사의 과반수로) 2006. 3월말 현재 상장기업의 85%가 도입
감사위원회 제도	2000. 1월. 자산 2조 이상 상장법인 설치 의무화 2001. 7월. 코스닥법인(자산 2조 이상)도 설치 의무화 * 감사위원회는 사외이사가 2/3 이상이어야
스톡옵션제도	2000. 1월. 모든 주식회사 도입 확대 (기존에는 상장기업 및 벤처기업만 대상)

자료: 한국증권선물거래소(2007) “국내증시 개방이후 투자환경 변화”



I. 기업지배구조 제도 변화

• 적대적 M&A 관련 제도 변화

M&A 활성화	경영권 방어
대량주식 소유제한 폐지('97. 4)	장외에서 6개월간 10인 이상에게 5%이 상 주식 취득 시 공개매수('97. 4)
의무공개매수제도 폐지('98. 2)	5% 이상 주식소유 1% 이상 변동 시 신고 ('98.1)
외국인의 자산 2조원 이상 기업 인수 시 허가규정 폐지('98. 2)	공개매수기간 중 유가증권발행 허용 ('05. 3) 단, 경영목적에 필요한 경우 한정
외국인 주식한도 폐지('98. 5)	5%를 개정: 보유목적 변경 시 의결권 추 가 취득 5일간 금지(냉각기간) ('05. 3)
출자총액한도제도 부활('98. 5)	상법 상 초다수의 결제, 황금낙하산주 등 이 허용되어 있으나 외국인 지분률이 높 은 기업은 정관변경이 사실상 어려움
공개매수 시 반복공개매수 금지 폐지 ('05. 3)	
M&A 전용 PEF 허용('06. 4)	

자료: 한국증권선물거래소(2007) “국내증시 개방이후 투자환경 변화”



목차

- 기업지배구조 제도의 변화
- 우리나라 기업지배구조에 대한 평가
- 기업지배구조 변화와 기업의 혁신활동: 실증분석
- 결론



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• 상장기업 지배구조 수준 변화

<상장기업의 지배구조 수준>

연도	2004	2005	2006	2007
지배구조수준	37.7%	39.6%	41.8%	42.0%

주) 한국지배구조지원센터가 상장기업(유가시장)의 주주권리, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분 등 5개 항목에 대해 평가(만점:100%)

기업지배구조현장

Fy 2002		Fy 2003		Fy 2004		fy2005		fy2006	
도입 기업수	비율 (%)	도입 기업수	비율 (%)	도입 기업수	비율 (%)	도입 기업수	비율 (%)	도입 기업수	비율 (%)
-	-	-	-	10	1.5	12	1.81	17	2.51



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• 상장기업 지배구조 수준 변화

개인 최대주주 및 개인 특수관계인 지분율

Fy 2002	Fy 2003	Fy 2004	Fy 2005	Fy 2006
평균 (%)	평균(%)	평균(%)	평균(%)	평균(%)
-	-	20.11	21.19	21.72

계열회사 지분율

Fy 2002	Fy 2003	Fy 2004	Fy 2005	Fy 2006
평균(%)	평균(%)	평균(%)	평균(%)	평균(%)
-	-	16.78	14.34	12.17



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• 사외이사 현황 및 활동

구분	회사 수	이사회 개최횟수		안건수			사외이사 참석률
			1사당 평균		1사당 평균	1회당 평균	
제조업	456	1,809	4.0	6,669	14.6	3.7	68.9
비제조업	145	544	3.8	3,290	22.7	6	54.8
금융업	53	564	10.6	1,706	32.2	3	83.2
합계	654	2,917	4.5	11,665	17.8	4	69.2

1. 안건은 보고사항을 포함
2. 사외이사 참석률(%) = (이사회별 참석 사외이사 수 합계/이사회별 참석대상 사외이사 수 합계)*100

자료: 상장사협의회 2006 “사외이사 활동현황”



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

이사회 내 위원회 수	설치회사	
	회사수	구성비
1	62	9.5
2	49	7.5
3	27	4.1
4	17	2.6
5	8	1.2
6	3	0.5
8	1	0.2
소계	167	25.6
미설치회사	487	74.4
합계	654	100.0

구분	설치회 사수	개최횟수	
			1사평균
감사위원 회	128	784	6.1
사외이사 후보추천 위원회	92	88	1.0
경영위원 회	38	439	11.6
보상위원 회	24	58	2.4
리스크관 리위원회	21	172	8.2
이사회운 영위원회	12	47	3.9
합계	315	1,588	5.0
* 위원회별 설치회사 수가 10개 이상인 위원 회 대상으로 하되 미기재사 제외			

자료: 상장사협의회 2006 “사외이사 활동현황”



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• 사외이사 현황 및 활동

자산규모 구분	회사 수	이사회 개최 횟수		안건수			사외이사 참석률
			1사당 평균		1사당 평균	1회당 평균	
1천억원 미만	178	711	4	2,009	11.3	2.8	54.1
1천억~5천억원 미만	294	1,387	4.7	4,617	15.7	3.3	56.9
5천억~1조원 미만	50	203	4.1	1,189	23.8	5.9	68.3
1조~2조원 미만	50	349	7	1,499	30.0	4.3	75.5
2조원 이상	82	267	3.3	2,351	28.7	8.8	97.3
합계	654	2,917	4.5	11,665	17.8	4.0	69.2

자료: 상장사협의회 2006 “사외이사 활동현황”



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• 외환위기 이전 아시아 국가 제도 평가(1997)

Country/market	Was there an official code of best practice?	Did the idea of the "independent director" exist?	Did the idea of the audit c'tee exist?
China			
Hong Kong	Yes (but very short)	Yes	Yes
India			
Indonesia			
Japan			
Korea			
Malaysia		Yes	Yes
Philippines			
Singapore		Yes	Yes
Taiwan			
Thailand			

자료: ACGA Research



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• 외환위기 이후 10년 아시아 국가 제도 평가(2007)

Country	Date of main code(s)	Are independent directors required?	Are audit committees required?
China	2002/2005	Yes	Yes
Hong Kong	1993/2004	Yes	Yes
India	1999/2005/2007	Yes	Yes
Indonesia	2001/2006	Yes	Yes
Japan	(2003)/2004	Optional	Optional
Korea	1999/2003	Yes	Yes (large firms)
Malaysia	2001	Yes	Yes
Philippines	2002	Yes	Yes
Singapore	2001/2005	Yes	Yes
Taiwan	2002	Yes (certain firms)	Yes (certain firms)
Thailand	1999/2006	Yes	Yes

자료: ACGA Research



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• CG Watch 2007 아시아 국가 제도 평가

Market	Can minority shareholders easily elect an INED?	Are pre-emption rights for minority shareholders firmly protected?	Is there a trend of large listed companies voting by poll?
China	No	No	Somewhat
Hong Kong	Marginally	Marginally	Yes
India	Marginally	Marginally	Marginally
Indonesia	No	Largely	No
Japan	No	No	No
Korea	No	Marginally	No
Malaysia	No	Marginally	No
Philippines	No	No	No
Singapore	Marginally	Marginally	No
Taiwan	Marginally	Marginally	No
Thailand	No	Somewhat	Somewhat

자료: ACGA Research



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• CG Watch 2007 아시아 국가 제도 평가

Market	2004 ¹	2005 ²	2007 ³
1. Hong Kong	67	69	67 ↓
2. Singapore	75	70 ↓	65 ↓
3. India	62	61 ↓	56 ↓
4. Taiwan	55	52 ↓	54
5. Japan	-	-	51
=6. Korea	58	50 ↓	49 ↓
=6. Malaysia	60	56 ↓	49 ↓
8. Thailand	53	50 ↓	47 ↓
9. China	48	44 ↓	45
10. Philippines	50	48 ↓	41 ↓
11. Indonesia	40	37 ↓	37

Introduced a detailed survey and scoring methodology in 2004. Made the methodology more rigorous in 2005. Enhanced the methodology further in 2007. (No survey in 2006.)

자료: ACGA Research



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• CG Watch 2007 아시아 국가 제도 평가

Country ¹	2000	2001	2002	2003 ²	2004 ³
Singapore	7.5	7.4	7.4	7.7	7.5
Hong Kong	7.1	6.8	7.2	7.3	6.7
India	5.6	5.4	5.9	6.6	6.2
Malaysia	3.2	3.7	4.7	5.5	6.0
Korea	5.2	3.8	4.7	5.5	5.8
Taiwan	5.7	5.3	5.8	5.8	5.5
Thailand	2.8	3.7	3.8	4.6	5.3
Philippines	2.9	3.3	3.6	3.7	5.0
China	3.6	3.4	3.9	4.3	4.8
Indonesia	2.9	3.2	2.9	3.2	4.0

자료: ACGA Research



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• CG Watch 2007 아시아 국가 제도 평가

Market	CG Rules & Practices	Enforcement (public/private)	Political/Regulatory	IGAAP	CG Culture
Hong Kong	60	56	73	83	61
Singapore	70	50	65	88	53
India	59	38	58	75	50
Taiwan	49	47	60	70	46
Japan	43	46	52	72	44
Korea	45	39	48	68	43
Malaysia	43	35	56	78	33
Thailand	58	36	31	70	39
China	43	33	52	73	25
Philippines	39	19	38	75	36
Indonesia	39	22	35	65	25

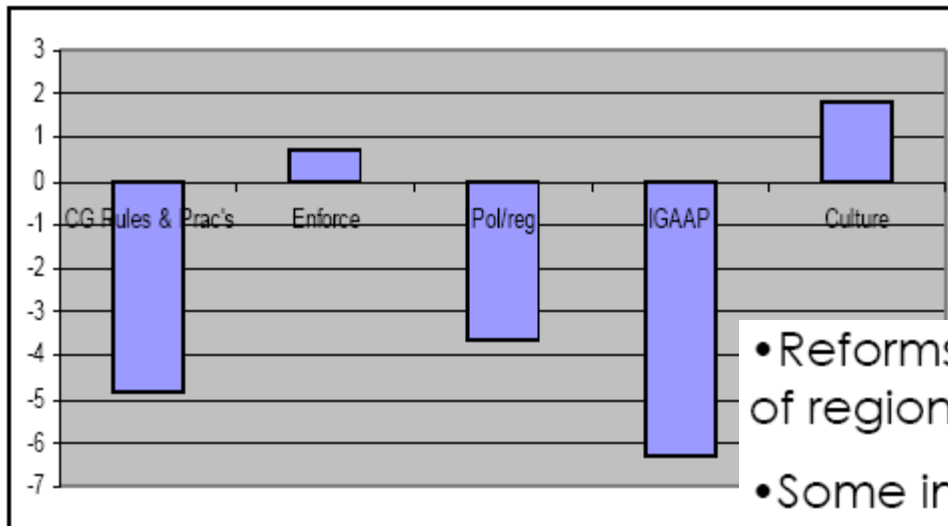
자료: ACGA Research



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• 한국에 대한 평가 CG Watch 2007

Deviation From regional average



- Reforms have not kept pace with rest of region. Government has lost its way.
- Some improvement seen in work of prosecutors + judicial independence.
- Companies not following emerging best practices (eg, voting by poll).
- Accounting standards lagging.

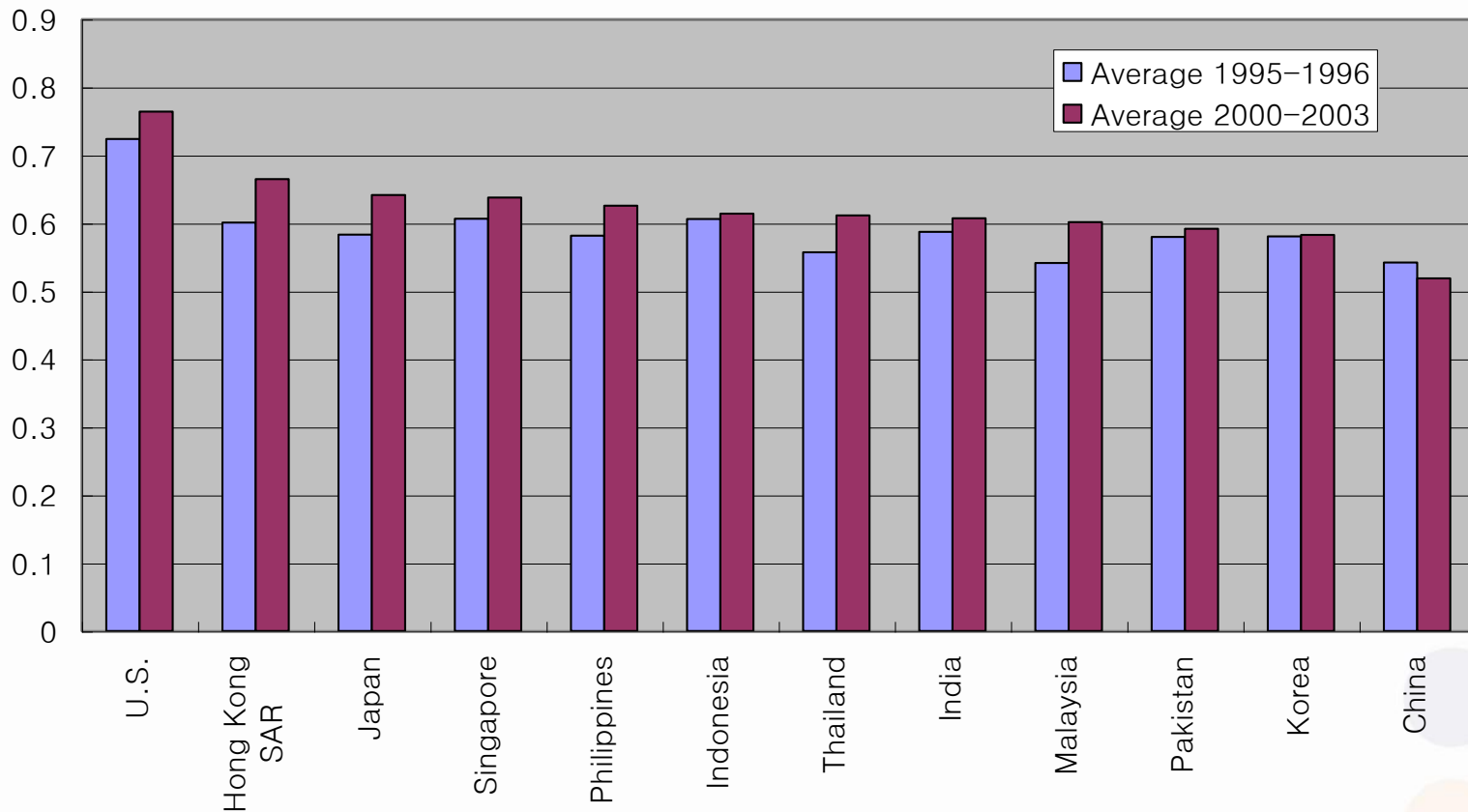
자료: ACGA Research



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• IMF 기업지배구조 평가: 외환위기 이전 vs 이후

Corporate Governance Quality Index



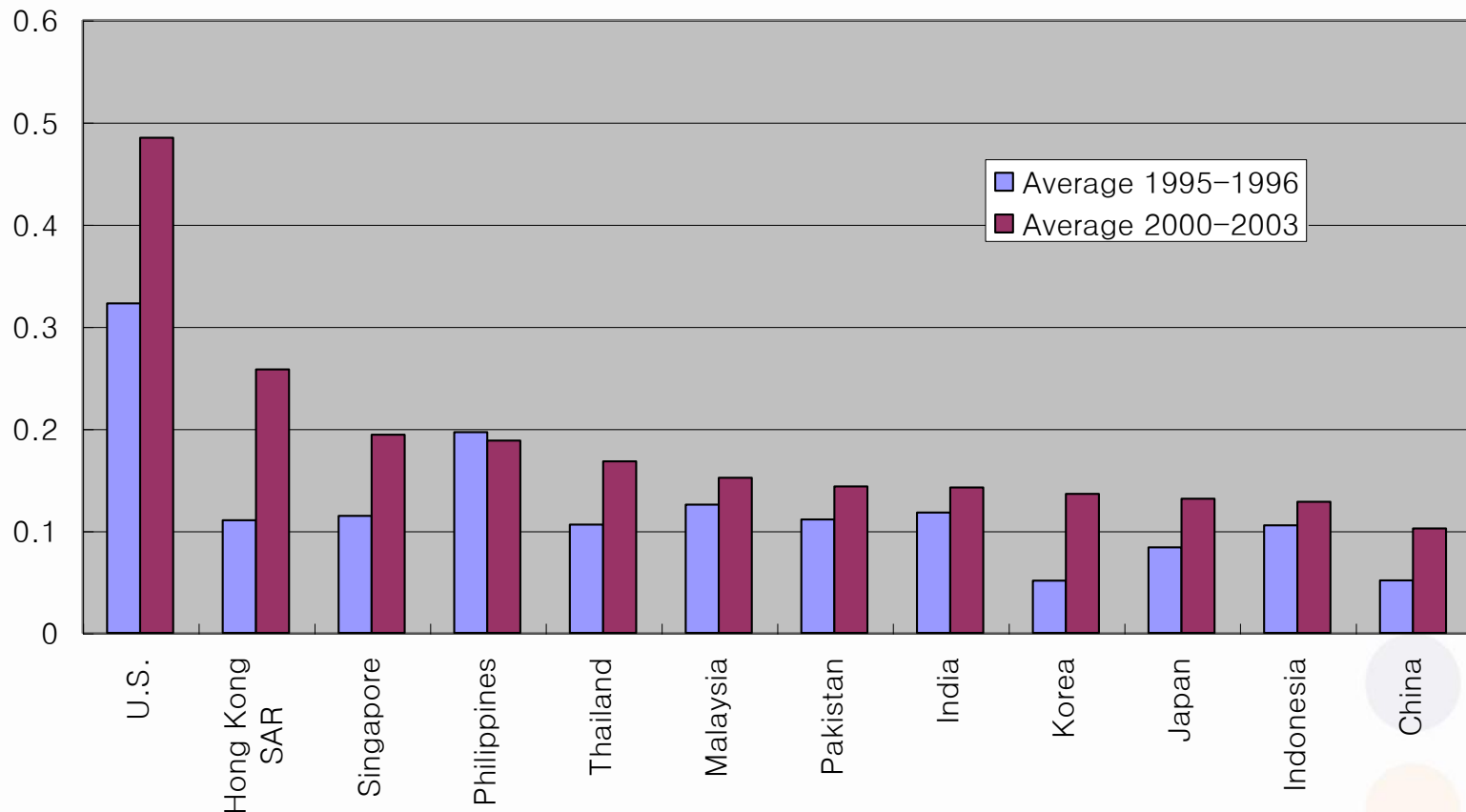
자료: IMF World Economic Outlook(2006)



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• IMF 기업지배구조 평가: 외환위기 이전 vs 이후

Panel 1 Earning Smoothing



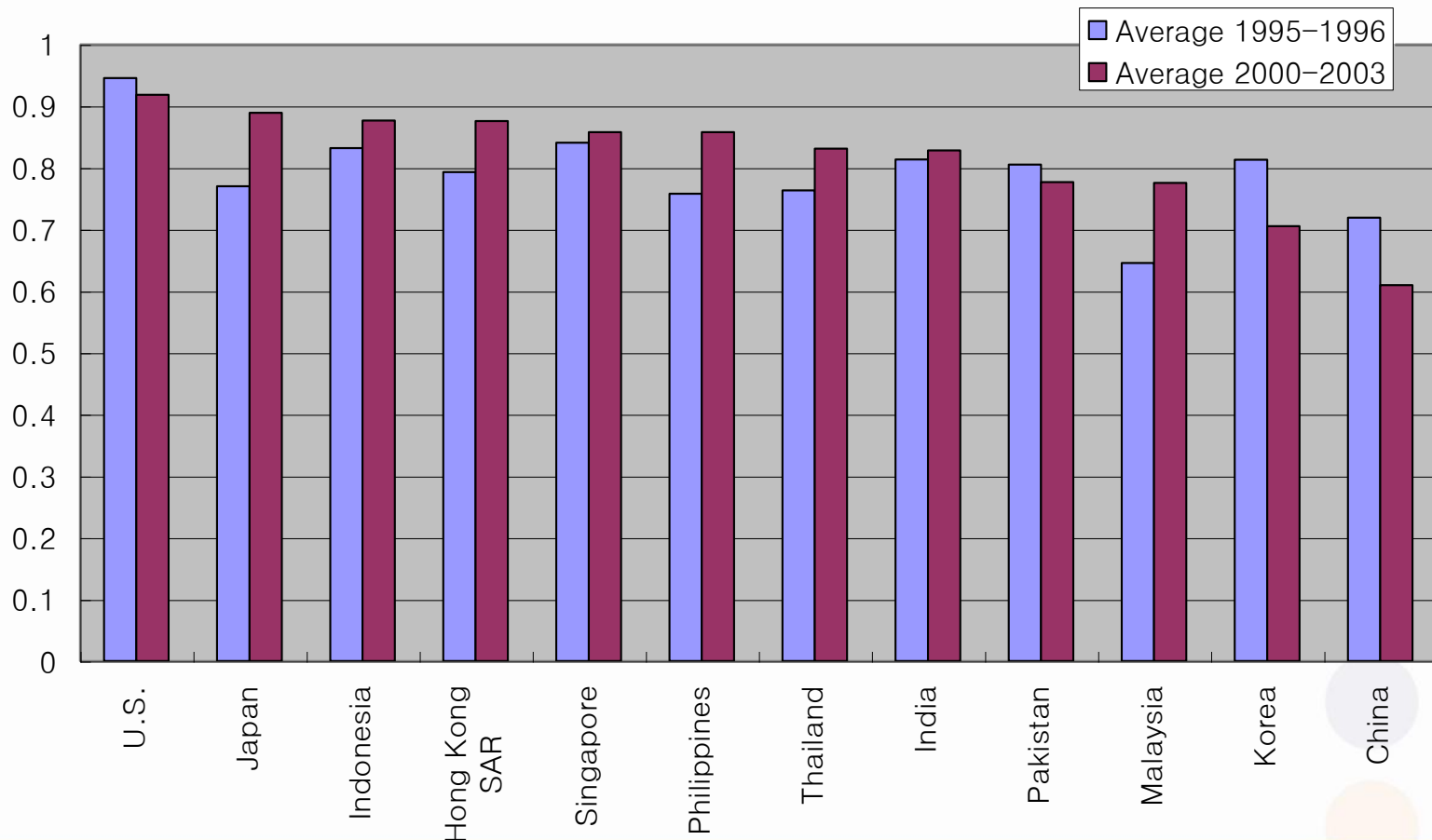
자료: IMF World Economic Outlook(2006)



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• IMF 기업지배구조 평가: 외환위기 이전 vs 이후

Panel 2 Stock Price Synchronicity



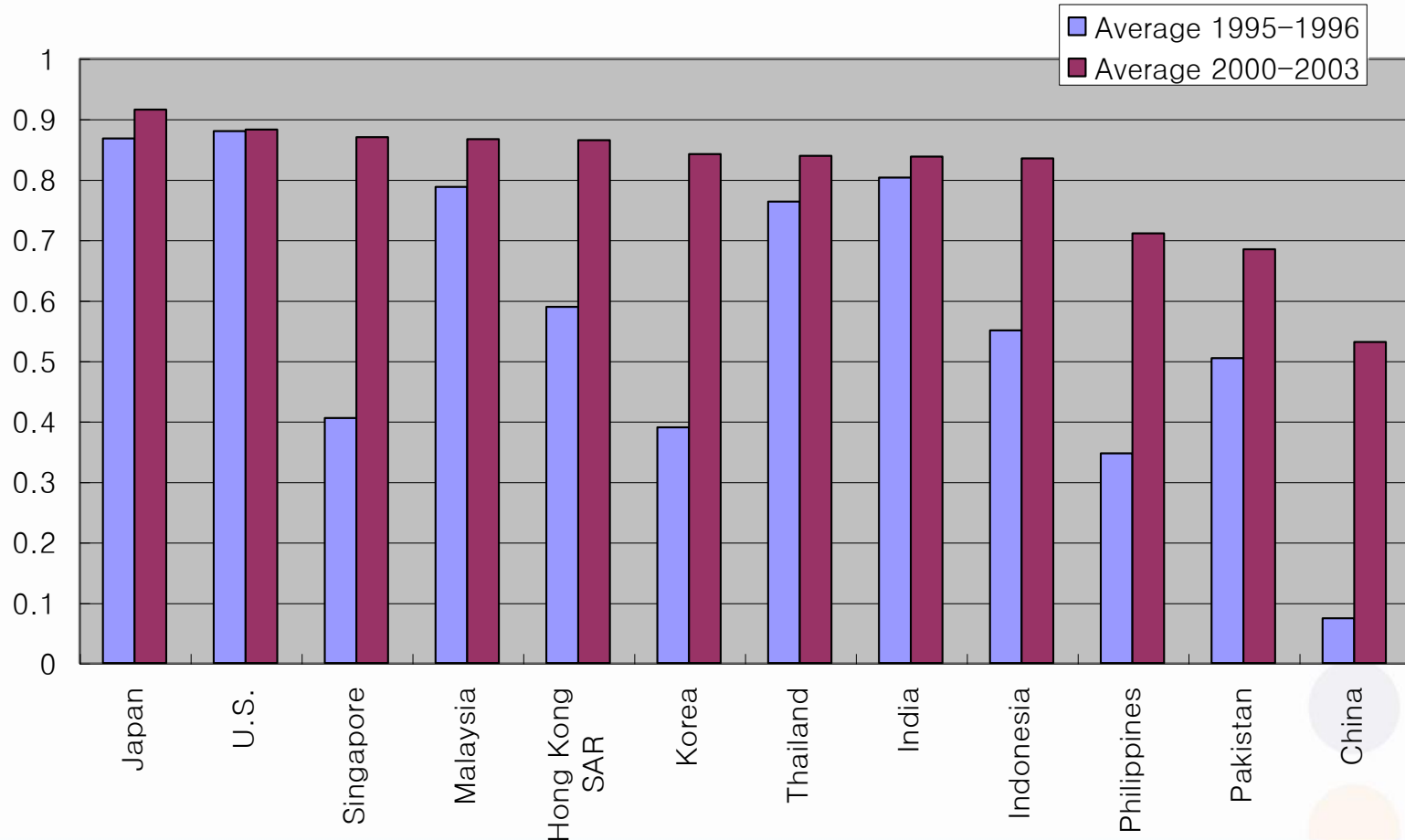
자료: IMF World Economic Outlook(2006)



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• IMF 기업지배구조 평가: 외환위기 이전 vs 이후

Panel 3 Accounting Standards



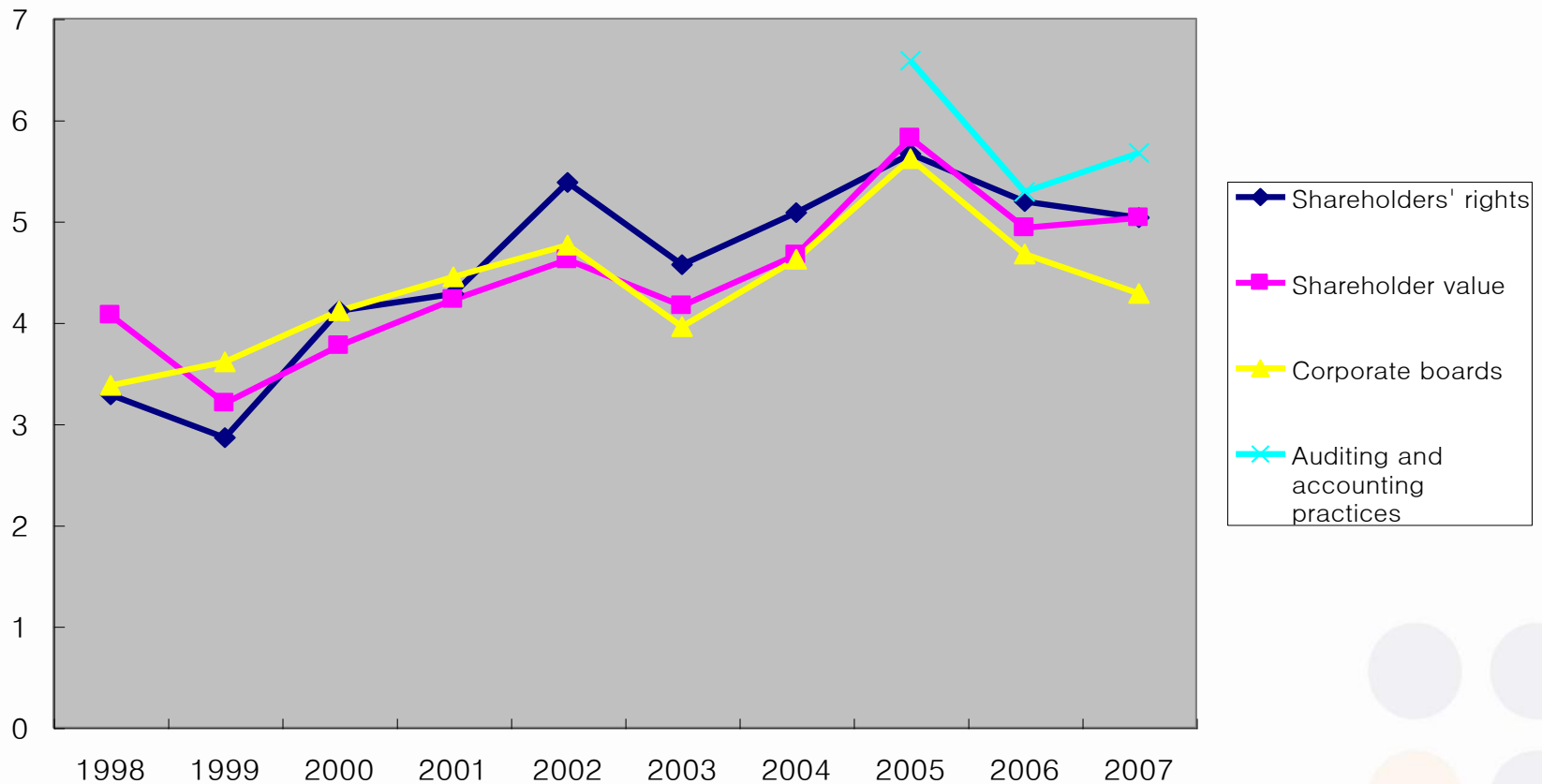
자료: IMF World Economic Outlook(2006)



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• IMD 경쟁력 보고서 국가별 지배구조 평가 (2007)

IMD 기업지배구조 관련 평가 항목 추이 (한국)



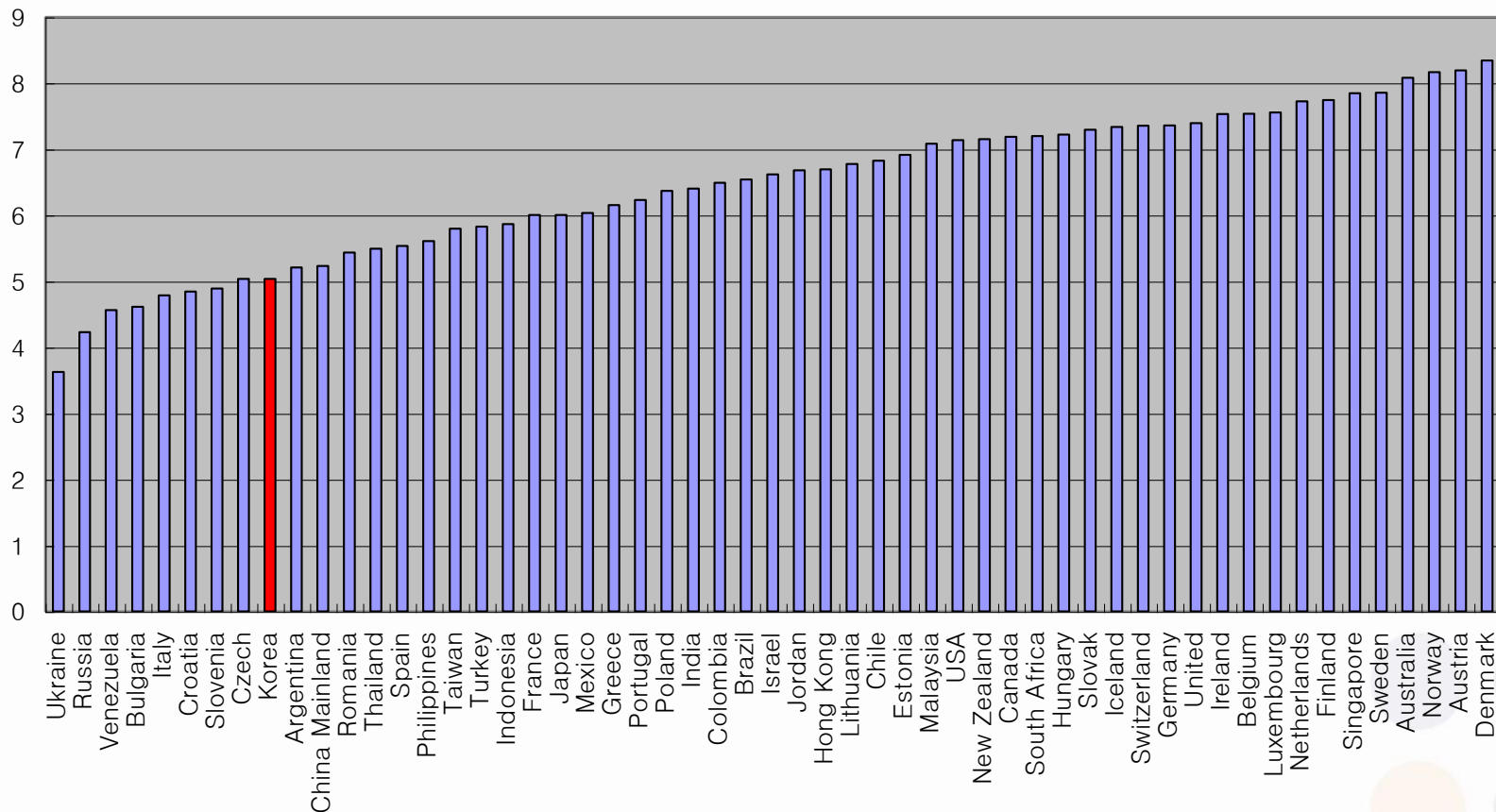
자료: IMD 2007



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• IMD 경쟁력 보고서 국가별 지배구조 평가 (2007)

Shareholders' rights



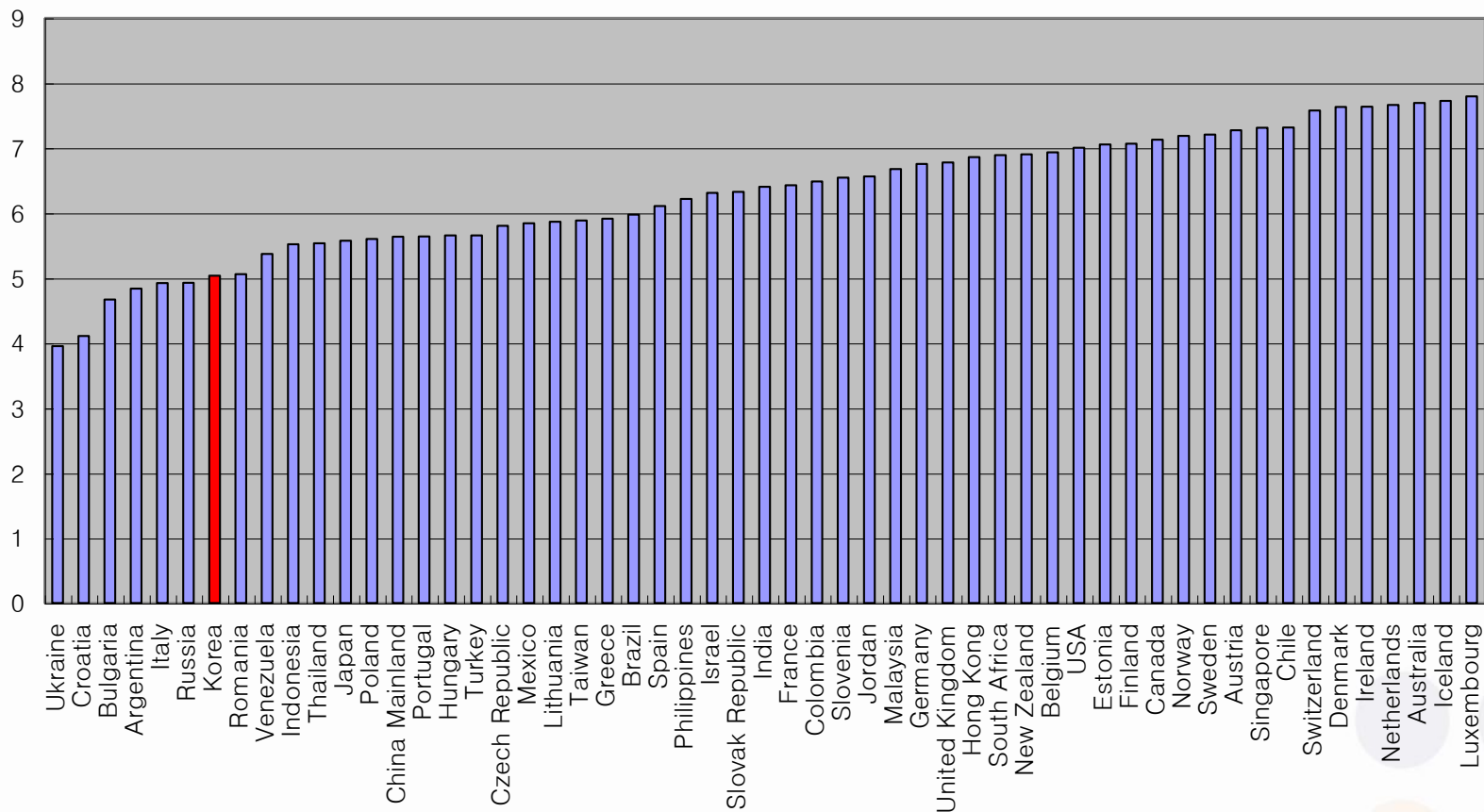
자료: IMD 2007



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• IMD 경쟁력 보고서 국가별 지배구조 평가 (2007)

Shareholder value



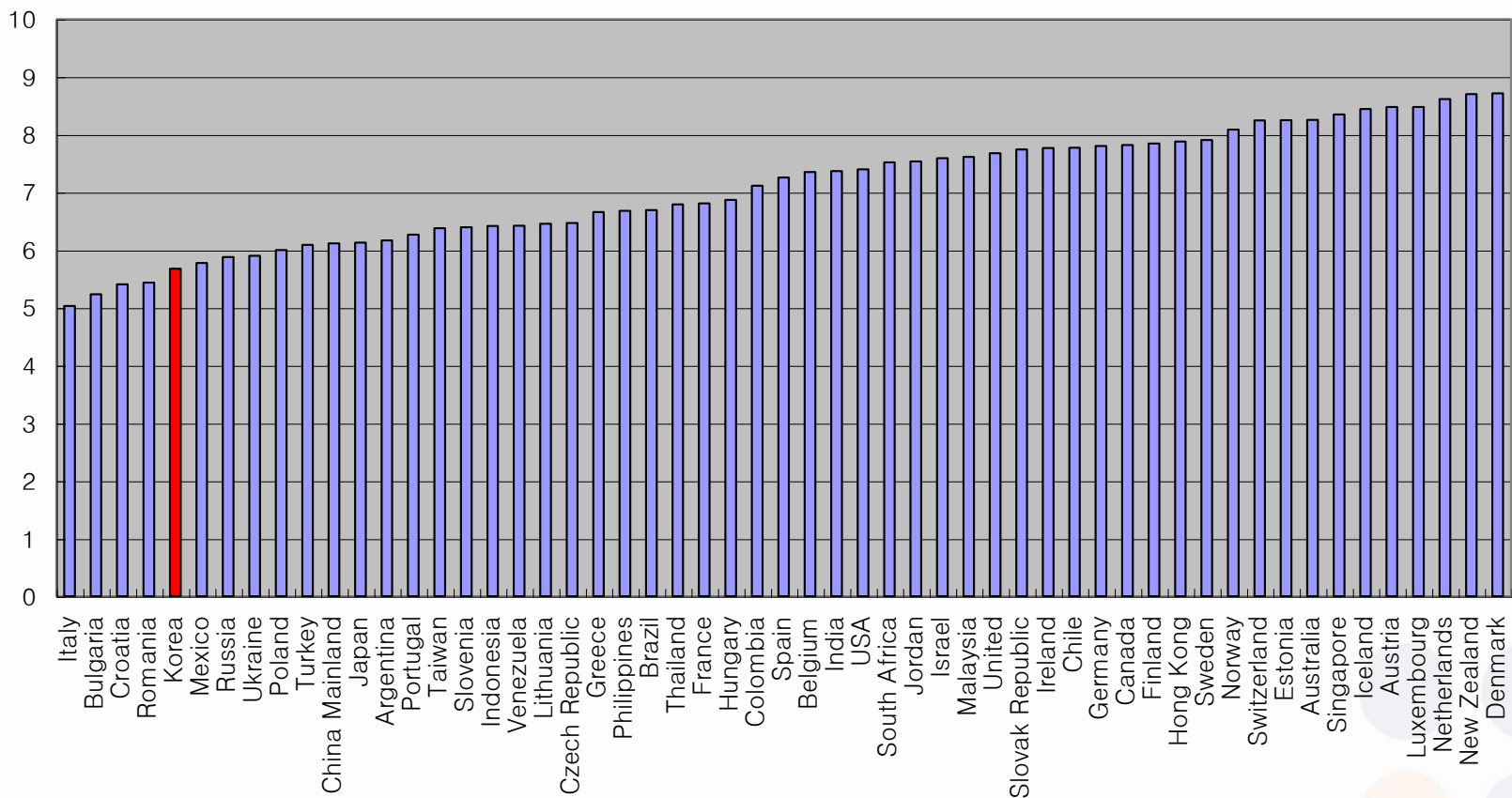
자료: IMD 2007



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• IMD 경쟁력 보고서 국가별 지배구조 평가 (2007)

Auditing and accounting practices



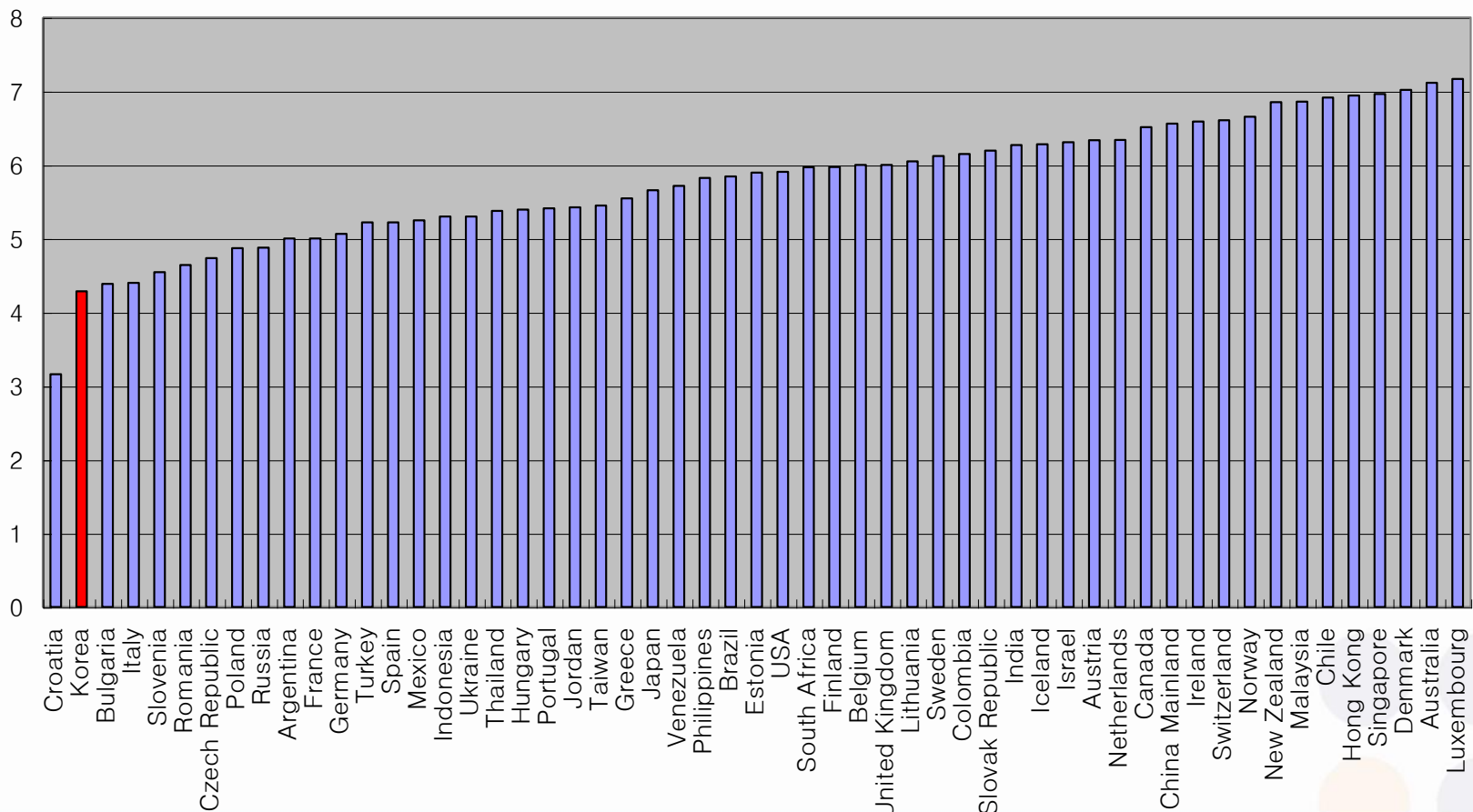
자료: IMD 2007



II. 우리나라 기업지배구조에 대한 평가

• IMD 경쟁력 보고서 국가별 지배구조 평가 (2007)

Corporate boards



자료: IMD 2007



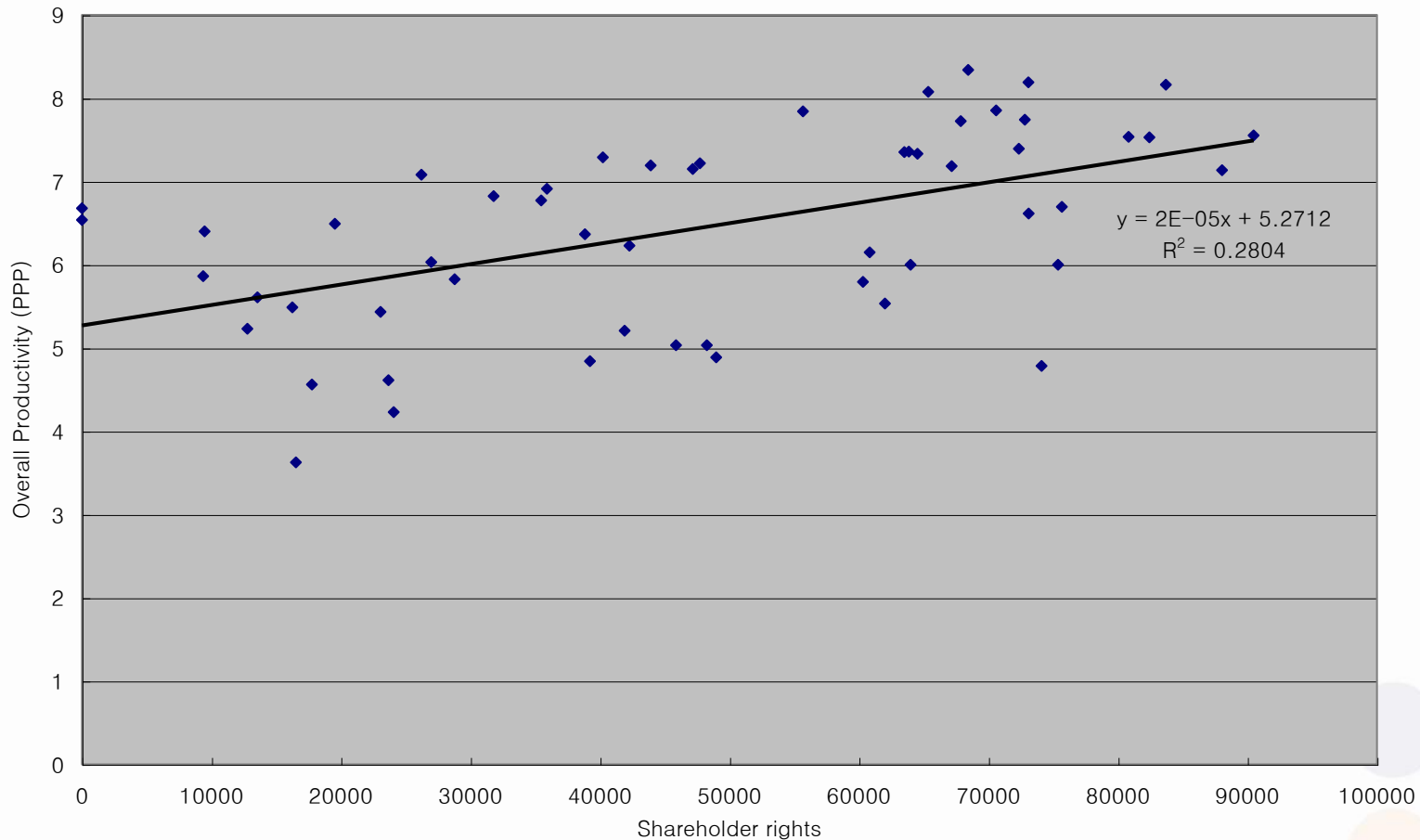
목차

- 기업지배구조 제도의 변화
- 우리나라 기업지배구조에 대한 평가
- 기업지배구조 변화와 기업의 혁신활동: 실증분석
- 결론



III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

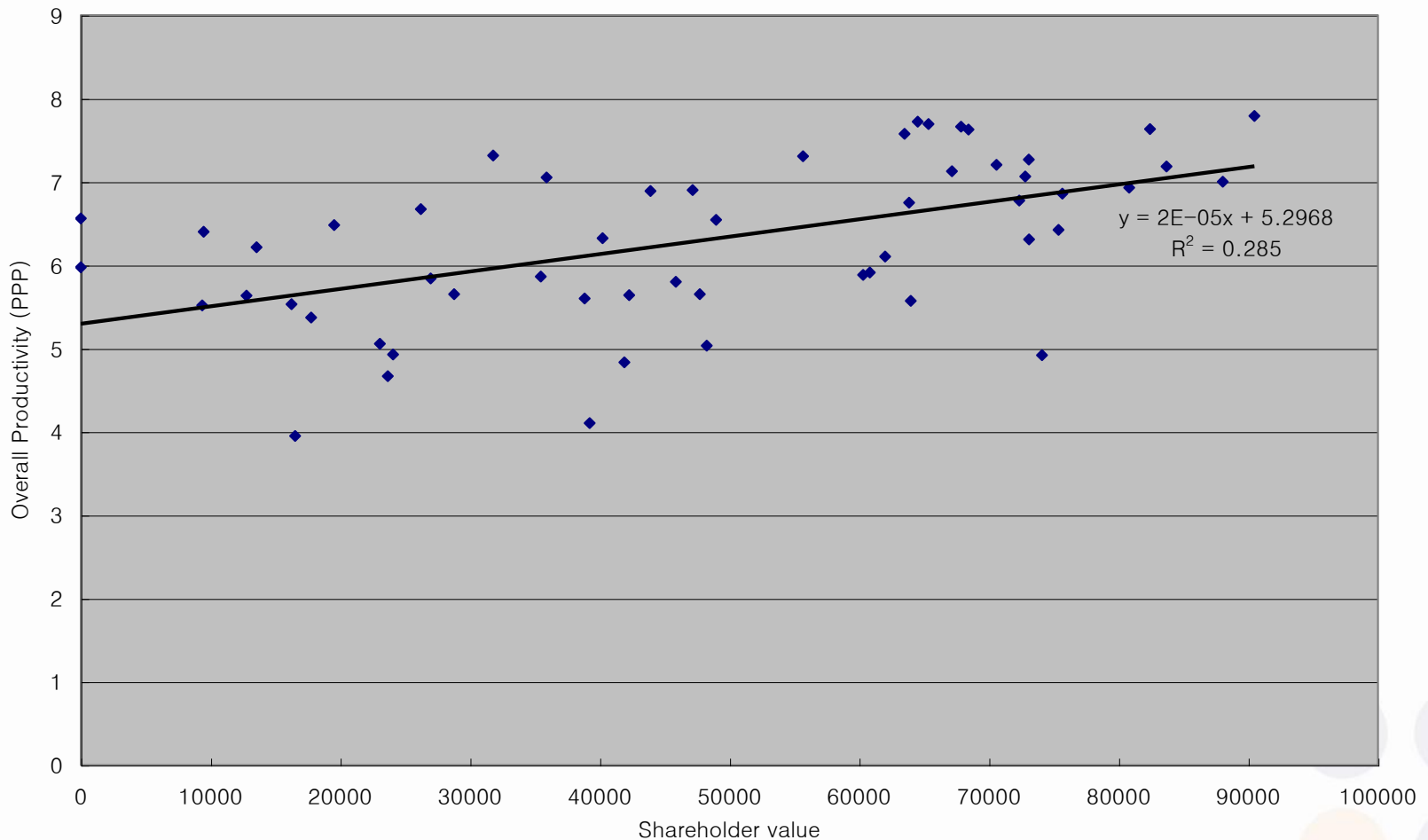
• 주주권한보호와 생산성 국제비교 (2007)





III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

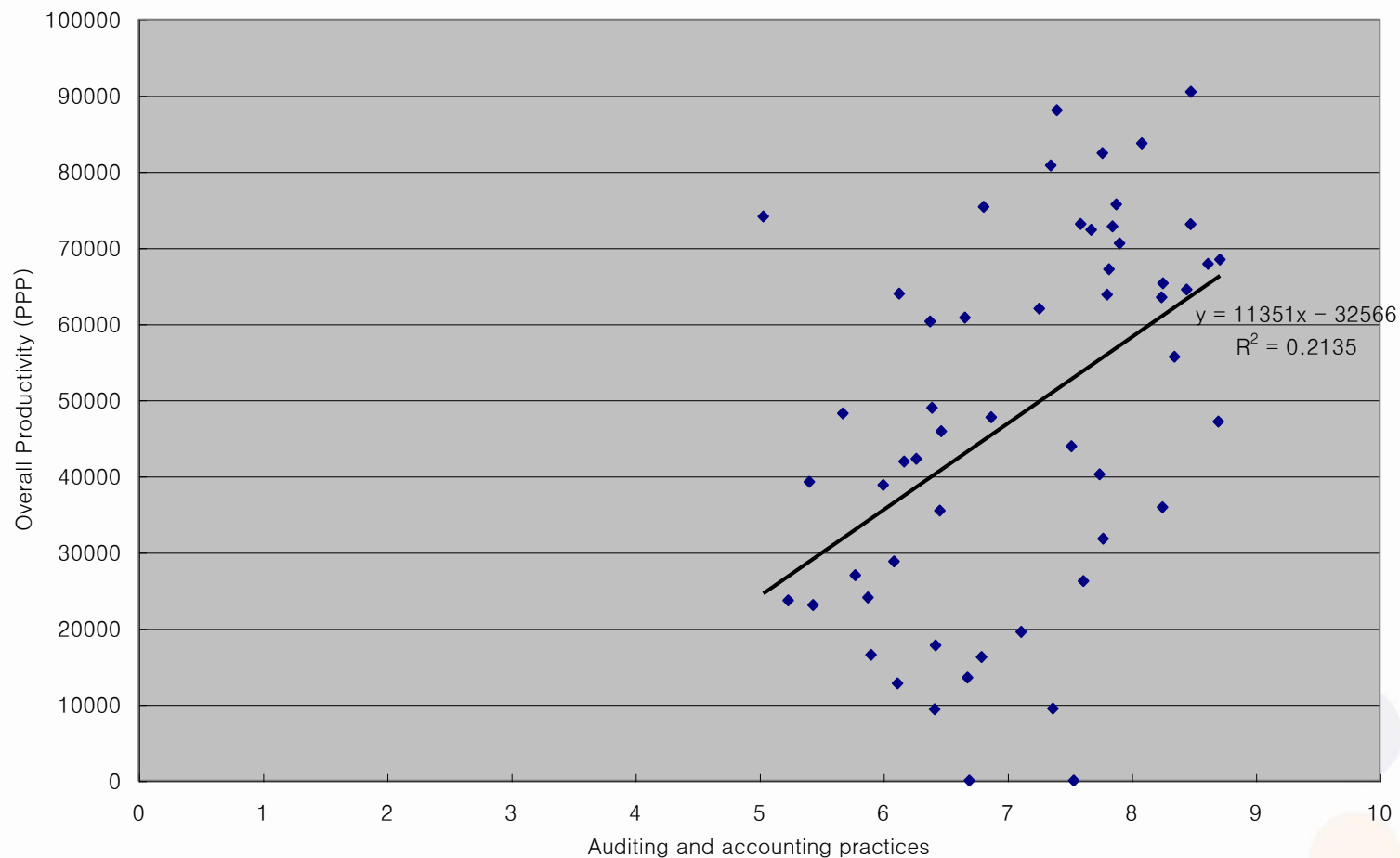
• 기업의 주주가치존중과 생산성 국제비교 (2007)





III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

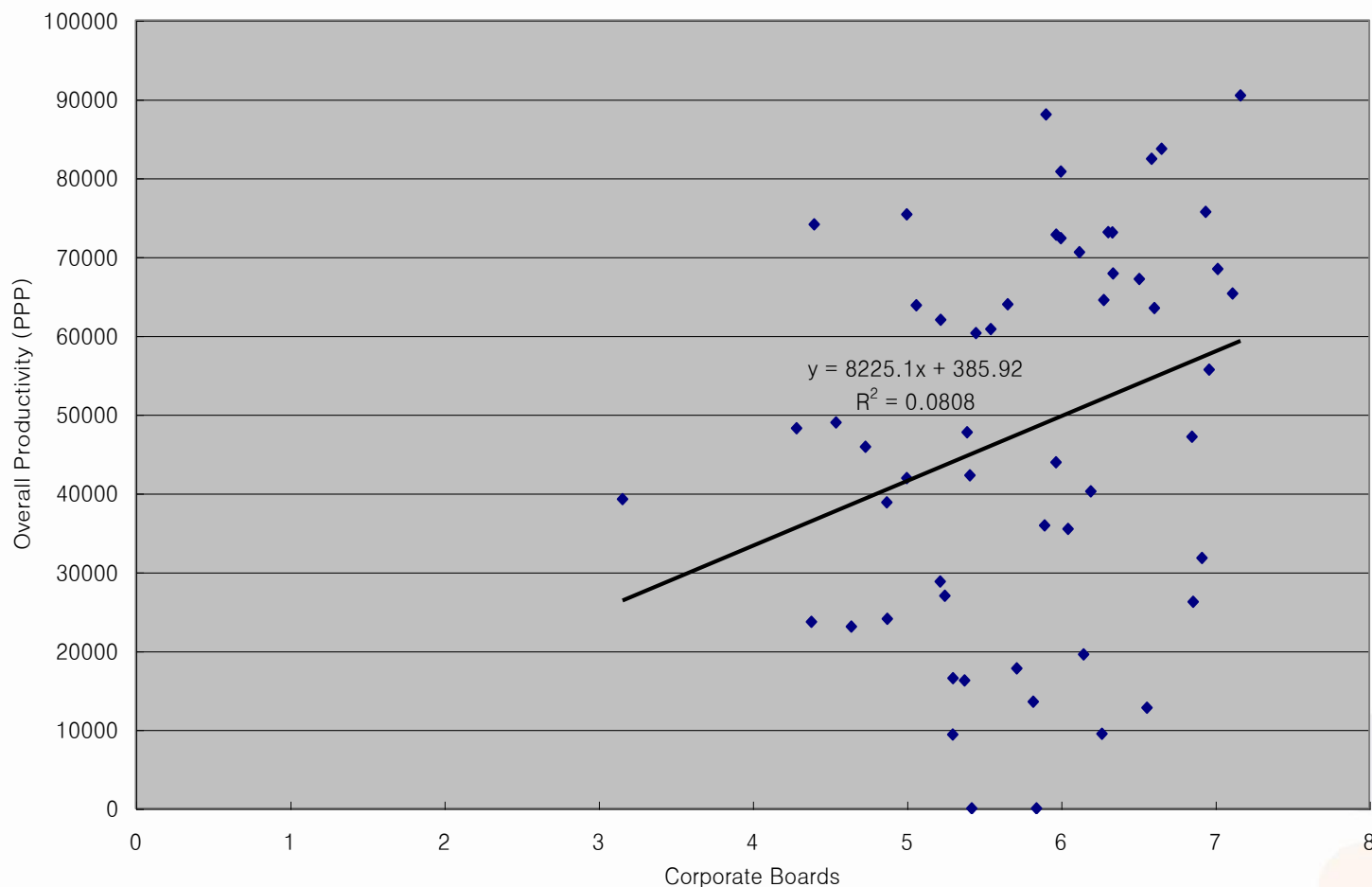
• 회계감사제도와 생산성 국제비교 (2007)





III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

• 기업 이사회와 생산성 국제비교 (2007)





III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

Empirical Findings

✓ 1990년대 유럽과 미국의 신산업, 경제성장, 고용 창출의 차이가 venture capital의 차이에 있다고 지적

- 유럽의 venture capital 산업은 1997년 유럽의 첨단산업 부문의 개방이 있기 전에는 활성화되지 않았음.
- 미국의 GDP대비 벤처투자는 1990년 5%에서 2000년 78%로 상승
- 같은 기간 독일은 4%에서 30%, 프랑스는 6%에서 10%로 성장
- 특히, 미국의 경우 대부분의 벤처투자가 정보통신, 컴퓨터, 바이오 산업에 집중되어 있으나
- 유럽 벤처투자의 경우 50% 이상이 소비재, 공업재, 농업 등 전통제조업에 집중
- 미국의 벤처투자는 주로 기관투자자에 의해 이루어지지만, 유럽은 대부분 은행, 보험사, 정부에서 출연

Theoretical Explanations

✓ Polyarchies 구조를 가진 market-based system이 hierarchy 구조를 가진 Bank-based system에 비해서 더욱 많은 다양한 기술을 발굴, 자금지원이 가능함.

- Hierarchy 구조에서는 신규 innovative projects를 승인하기 위해서 다단계 승인과 consensus 필요
 - Polyarchies 구조에서는 많은 venture capitalists, 즉 많은 의사결정자의 존재로 신규 innovative projects가 단일 sponsor를 구하는 것으로 충분
- 다양한 기술실험이 필요한 신기술 산업에서 market-based system이 벤처투자 활성화와 고용창출에 유리함.

✓ 신기술 산업이 중간단계로 성숙한 이후에도 은행중심 기업지배구조에서는 기존기업과 은행간의 밀접한 장기관계로 인해, 기존기업을 위협할 수 있는 신규기업에 대한 투자가 미약할 수 있음.



III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

유럽 금융시장의 변화

corporate finance

기업의 주식시장 의존도 확대

M&A activity

cross-border M&A 활성화

Incentive system

stock-based compensation policy 확대

유럽 기업지배구조 변화

유럽의 전통적 지배구조

정부주도형
Family-Dominated
은행 중심형
강력한 노조

주주가치 극대화
기관투자자 역할 증대

영미식 기업지배구조 가미

유럽 기업의 경영행태 변화와 우려

기업의 지향점과 의사결정구조

장기적 기업성장 보다 단기적 수익성 극대화가 목표

Resources allocation

장기적 대규모 투자위축, 구조조정, downsizing, Outsourcing 확대

Returns allocation

기업의
Innovation

역량 축소



III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

기업 지배구조의 변화와 유럽 사회에서의 논란

기업의 지향점과 의사결정구조

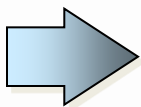
- ✓ 기업의 지향점이 장기적인 기업성장에서 주주가치 극대화와 주가상승을 위한 단기적인 수익성 확대로 변화
- ✓ 기업의 중대한 의사결정구조에 경영진과 노조의 영향력 보다 기관투자자를 중심으로 한 주주의 영향력이 증대됨. 이사회나 주주총회의 역할 증대.

Resources allocation

- ✓ **Investment:** 기업의 대규모 투자나 human capital 축적을 위한 투자의 의사결정이 단기적인 수익성 극대화를 추구하는 주주가치 증대로 영향을 받게 됨.
- ✓ **Divestment:** 기업의 핵심역량이 아닌 부문과 자회사에 대해 수익성 극대화를 위한 구조조정 압력이 높아짐에 따라 downsizing, outsourcing, 사업부문의 spin-off가 확대. 다양한 이해관계자(피고용인, 하청기업 등)와의 장기적인 관계 형성이 어렵게 됨.

Returns allocation

- ✓ 기업의 성과배분에 있어서 피고용인 등 다양한 이해관계자나 장기적 투자를 위한 내부유보가 줄어들고 주주에 대한 배당 확대나 자사주 매입으로 returns allocation의 재편 발생.



기업의 innovation과 human resources, 장기적 성장에 부정적일 수 있으며, 다양한 이해관계자에 부정적 영향을 미침으로써 고용과 장기 경제성장 등 국가경제 발전에도 악영향을 미칠 수 있다는 논란이 존재.



III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

R&D 투자와 소유구조와의 관계(선행연구)

- ✓ 기업집단에 대한 소속여부와 대주주의 소유구조가 기업지배구조에 미치는 영향에 대한 이론적인 가설은 크게 두 가지로 나뉘어진다고 볼 수 있음. 첫째는 대리인 이론에 기반한 참호구축가설(entrenchment hypothesis)라고 할 수 있으며, 내부의 경영진은 외부의 주주에 대해 대리인의 역할을 하게 되며, 단기실적을 추구하는 내부 경영진은 과소투자의 경향이 있을 뿐만 아니라 기업자산으로부터 내부 경영자에게로 부의 이전(tunneling)의 가능성이 존재하며 결국 기업성장에 부정적 영향을 미친다고 말함.
- ✓ 반면에 다른 가설은 이해일치가설이라고 할 수 있는데, 내부 경영자가 기업에 대해 대주주로서의 지분을 가지고 있는 대주주 경영자의 경우, 대주주의 신분으로써 자신의 부의 성장과 기업의 부의 성장이 동일시 되기 때문에 대리인 비용 문제를 해결하고 기업성장에 긍정적인 영향을 미친다는 것임.
- ✓ 한국의 기업집단의 경우 대주주 경영자가 대부분이라고 할 수 있으며, 여기에서 지적되는 것은 내부 경영자 대주주와 외부 소액주주간의 이해상충 관계와 내부 경영자의 tunneling 문제가 제기되고 있음. 특별히 한국에서의 연구는 소유권과 지배권의 괴리가 높기 때문에 이로 인한 tunneling의 가능성이 높다는 비판과 연구결과들이 존재.
- ✓ 반면에 이해관계 일치설에서는 한국의 대기업집단의 대주주 경영자들이 대주주 신분으로 경영에 참여하기 때문에 전문 경영자가 갖고 있는 tunneling 문제점과 대리인 비용이 낮다고 말함. 또한 소유권과 지배권 괴리가 나타나지만, 대주주 경영자가 계열사에 대해 지고 있는 막대한 규모(대부분 자신의 채무변제 한도를 넘어서는) 채무보증 관계로 인해서 대주주 경영자가 지분에서 소유권 지배권 괴리가 나타나더라도 tunnelling의 가능성은 낮다고 주장.
- ✓ 실증분석 연구결과들은 대기업집단 소속 유무와 소유권-지배권 괴리가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구에서 mixed results를 보이고 있는 반면, 소유구조와 R&D 투자에 대한 연구에서는 아직까지 대기업집단의 소유구조가 부정적인 영향을 미치는 것으로 대부분 결론 짓고 있음.



III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

R&D 투자와 소유구조와의 관계(선행연구)

- ✓ 이창수, 김완희(2003, 회계정보연구)에서는 1997년부터 2000년까지 상장제조기업(969개 sample(기업*4년))을 대상으로 실증분석을 한 결과, 내부최고경영자의 지분이 증가함에 따라 기업의 연구개발투자활동이 위축되는 반면, 외부대주주의 소유지분율이 높아질 경우 기업의 연구개발 투자가 증가한다고 결론. → 경영자 참호설 지지.
- ✓ 김경묵(2003, 경영학연구)에서는 1999년부터 2002년까지의 상장기업 159개를 대상으로 실증분석을 한 결과, 경영자의 지분율이 증가함에 따라 연구개발투자가 확대되는 반면, 외국인 투자자지분율의 확대가 연구개발 투자에 긍정적임. 외부 주요주주의 지분율은 크게 영향을 미치지 않는 것으로 나타남. → 이해관계일치설 지지.
- ✓ 조신, 윤충한(2001)은 1995년 138개 상장기업을 대상으로 한 연구에서 경영자 주식소유가 증가할 수록 연구개발투자가 감소하는 것으로 나타남. → 경영자 참호설 지지.
- ✓ 이동기, 조영곤(1999), 윤충한(2002), 홍장표(2004)는 경영자 지분율과 연구개발투자 사이에 비선형적 관계가 존재한다고 주장하고 있음. → 절충설 지지.
- ✓ 그러나, 대기업집단이나 기업집단과 R&D 투자에 대한 연구는 많지 않으며 윤성민(2004)의 연구가 거의 유일하며, 구재운, 맹경희(2004)가 간접적인 영향을 보여주고 있을 뿐임.
- ✓ 윤성민(2004)은 1998-2002년 한국 상장기업자료를 이용해(2,244개(기업*5년)) 소유권-지배권 괴리가 R&D 투자에 미치는 영향에 대한 분석을 통해서, 먼저 대규모 기업집단의 소속유무가 R&D 투자에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타난 반면, sample을 나누어 추정한 결과 대기업집단 소속의 경우 소유권-지배권 격차가 클 수록 R&D 투자에 소극적이며 지배주주의 소유지분이 증가할수록 연구개발활동이 감소하는 것으로 나타남. 구재운, 맹경희(2004)는 대규모 기업집단일 경우 내부 현금흐름에 따른 R&D 투자의 영향이 적어, 대규모 기업집단 소속기업은 금융제약을 받지 않고 R&D 투자가 이루어질 수 있음을 간접적으로 보여줌.



III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

R&D 투자와 소유구조와의 관계(선행연구)

- ✓ 기존 연구의 경우 기업집단이 갖는 특수성이 R&D 투자에 미치는 영향에 대한 연구가 매우 부족한 상황이며 미국적 이론에 따라 내부 경영자의 지분율이 R&D 투자에 미치는 영향에 대해서 집중하고 있음.
- ✓ 그러나, 한국적 상황이나 개발도상국 상황에서는 개별기업적 특성보다 기업집단이 경제성장을 주도하는 경향이 나타나고 있으며(khanna and Paleph, 1997), 이러한 경향은 금융시장과 노동시장이 불완전한 개발도상국가의 상황에서 이를 내부화하는 효율성을 나타내고 있음을 지적하고 있음.
- ✓ 따라서, 기업집단이 내부자금의 pooling 뿐만 아니라 대외적 관계에서의 높은 평판과 신용도 유지, 내부 기술 및 경영인력의 공유를 통해서 R&D 투자와 장기성장에 긍정적일 수 있다는 이론에 대한 검증이 필요.
- ✓ 대기업집단과 소유권-지배권 괴리의 영향을 추정한 윤성민(2004)의 연구는 한국적 특수성을 감안한 첫 연구라고 할 수 있지만, 이러한 대기업집단의 장점이나 대주주 경영자의 계열사에 대한 채무지급보증 관행을 감안하지 못했다고 할 수 있음.
- ✓ 따라서, 대기업집단이 R&D 투자에 긍정적이라는 이론, 소유권-지배권 괴리가 R&D 투자에 부정적 영향을 미치지 않는다는 이론과 기존의 tunneling 이론과 참호구축 이론이 예측하는 상이한 결과에 대한 실증 분석이 필요.



III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

R&D 투자 실증분석

실증분석 모형

- ✓ Hall(1992)의 R&D 투자 모형(매출액 증가율, 현금흐름, 부채비율)에 소유구조 변수를 추가함으로써 소유구조가 R&D 투자에 미치는 영향을 분석.
- ✓ 소유구조 변수는 대규모 기업집단(4대 기업집단, 출자총액제한 기업집단, 상호출자제한 기업집단, 주채무계열집단, 일반 기업집단) 소속 유무

Data

- ✓ 1987-2004년까지 상장사, 외감기업의 R&D data, total sales, debt ratio, cash flow, 대규모 기업집단의 유무



III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

R&D 투자 실증분석

<표> 변수의 기초통계량

변수	최소값	최대값	평균값	중위수	N
rdnew	0	0.0502416	0.0045101	5.22E-06	51270
lrdnew	0	13.2496569	0.0066834	0.00017619	51270
lsg	-0.3012829	1.4672089	0.1810898	0.1266851	51270
ldratio	0.0021641	1.0620953	0.6725882	0.7083457	51270
lcfs2devnew	-0.0723808	0.1964492	0.0726751	0.0713798	51270

<표> 재벌기업군의 변수 기초통계량

변수	최소값	최대값	평균값	중위수	N
rdnew	0	0.0499602	0.0069479	0.0026887	2064
lrdnew	0	0.0960279	0.0072867	0.0030635	2064
lsg	-0.3000275	1.4486377	0.1852633	0.1367496	2064
ldratio	0.0265735	1.062031	0.703159	0.7209733	2064
lcfs2devnew	-0.0711326	0.1962213	0.0671978	0.0662744	2064

<표> 비재벌기업군의 변수 기초통계량

변수	최소값	최대값	평균값	중위수	N
rdnew	0	0.0502416	0.0044078	0	49206
lrdnew	0	13.2496569	0.0066581	0.00011818	49206
lsg	-0.3012829	1.4672089	0.1809147	0.1263676	49206
ldratio	0.0021641	1.0620953	0.6713059	0.7076245	49206
lcfs2devnew	-0.0723808	0.1964492	0.0729049	0.0716563	49206



III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

R&D 투자 실증분석

전체 샘플	Variable	DF	Estimate	Error	t Value	Pr > t
Estimation Method RanOne	Intercept	1	0.004497	0.000198	22.74	<.0001
	lrdnew	1	0.00567	0.00052	10.9	<.0001
	lsg	1	0.000896	0.000125	7.17	<.0001
	ldratio	1	-0.00024	0.000236	-1.03	0.3017
Number of Cross Sections 6384	lcfs2devne	1	0.007285	0.000757	9.63	<.0001
	chaeboltag	1	0.000943	0.000265	3.56	0.0004
	y1987	1	-0.0031	0.000223	-13.92	<.0001
	y1988	1	-0.00297	0.000214	-13.85	<.0001
Time Series Length 18	y1989	1	-0.00282	0.000209	-13.52	<.0001
	y1990	1	-0.00198	0.000197	-10.03	<.0001
	y1991	1	-0.00151	0.000191	-7.92	<.0001
	y1992	1	-0.00092	0.000188	-4.89	<.0001
	y1993	1	-0.00066	0.000183	-3.62	0.0003
	y1994	1	-0.00095	0.000176	-5.39	<.0001
	y1995	1	-0.00115	0.000167	-6.92	<.0001
	y1996	1	-0.00081	0.000167	-4.85	<.0001
	y1997	1	-0.00054	0.000157	-3.43	0.0006
	y1998	1	-0.00006	0.000158	-0.39	0.6986
	y1999	1	-0.00061	0.000156	-3.93	<.0001
	y2000	1	0.000605	0.00015	4.03	<.0001
	y2001	1	0.001218	0.000146	8.36	<.0001
	y2002	1	0.000614	0.000143	4.29	<.0001



III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

R&D 투자 실증분석

외환위기 이전

Estimation Method
RanOne

Number of Cross
Sections 3624

Time Series Length
11

<표> 표본기간별 변수들의 평균값 비교

변수	1987~1997년	2000~2003년
rdnew	0.0038975	0.0053512
lrdnew	0.005487	0.0078837
lsg	0.1902642	0.1895448
ldratio	0.7099703	0.6084338
lcfs2devnew	0.0723836	0.0715269

Variable	DF	Estimate	standard error	t Value	Pr > t
Intercept	1	0.003269	0.000278	11.76	<.0001
lrdnew	1	0.000793	0.000428	1.85	0.064
lsg	1	0.000287	0.000163	1.76	0.0783
ldratio	1	0.0016	0.000316	5.06	<.0001
lcfs2devne	1	0.009267	0.000964	9.61	<.0001
chaeboltag	1	0.00178	0.000311	5.72	<.0001
y1987	1	-0.00353	0.000187	-18.91	<.0001
y1988	1	-0.00329	0.00018	-18.28	<.0001
y1989	1	-0.00318	0.000175	-18.12	<.0001
y1990	1	-0.00229	0.000166	-13.79	<.0001
y1991	1	-0.00176	0.000161	-10.9	<.0001
y1992	1	-0.00119	0.000158	-7.53	<.0001
y1993	1	-0.00094	0.000154	-6.11	<.0001
y1994	1	-0.00105	0.000149	-7.05	<.0001
y1995	1	-0.00089	0.000143	-6.25	<.0001
y1996	1	-0.00035	0.000145	-2.44	0.0146



III. 기업지배구조 변화와 혁신활동

R&D 투자 실증분석

외환위기 이후	Variable	DF	Estimate	Error	t Value	Pr > t
Estimation Method RanOne	Intercept	1	0.005647	0.000346	16.3	<.0001
	lrdnew	1	0.085138	0.00354	24.07	<.0001
	lsg	1	0.000688	0.000218	3.16	0.0016
Number of Cross Sections 5141	ldratio	1	-0.003	0.000484	-6.2	<.0001
	lcfs2devne	1	0.004038	0.00148	2.72	0.0064
	chaeboltag	1	0.000905	0.00055	1.65	0.0999
Time Series Length 4	y2000	1	0.000889	0.000154	5.77	<.0001
	y2001	1	0.00129	0.000146	8.81	<.0001
	y2002	1	0.000531	0.000142	3.73	0.0002



목차

- 기업지배구조 제도의 변화
- 우리나라 기업지배구조에 대한 평가
- 기업지배구조 변화와 기업의 혁신활동: 실증분석
- 결론



IV. 결론

- **외환위기 이후 기업지배구조 제도변화**
 - 내부지배구조 관련
 - 외부지배구조 관련
 - 제도 도입 vs. 실제 실행 수준
 - 우리나라의 기업지배구조의 수준은?
- **기업지배구조 변화가 가져온 영향**
 - 주가상승? Korea Discount의 해소?
 - 국내외 투자자의 신뢰를 얻었는가?
 - 기업집단의 긍정적 효과는 사라졌는가?
 - 외국자본의 적대적 M&A와 기업의 경영권 시장?
 - 한국경제와 제도적 수준 발전에 기여하였는가?



End of Document