

IPO 전후 R&D 지출 및 배당에 근거한 차등의결권 도입 필요성에 관한 연구

박재성*

중소기업연구원 연구위원

국 문 요 약

본 논문은 매출액대비연구개발비중과 배당성향이라는 두 지표를 사용하여 IPO 전후 기업 경영의 변화를 관측하고, 이 같은 변화가 장기적인 기업 발전을 위한 창업자의 지배권 보장이라는 차등의결권 주식 발행의 필요성을 입증하는지 검토한다. 매출액대비연구개발비와 배당성향은 각각 장기적인 목적과 단기적 목적의 현금흐름 사용의 대표적 지표로서, 두 지표는 현금흐름의 처분에 대한 주주의 압력을 간접적으로 측정하는 지표이다. 두 지표가 IPO를 전후하여 크게 차이를 보이며, 또 그 차이가 단기적 이익보다 장기적 성과를 중시하는 방향으로 나타난다면 장기적 기업 가치 제고를 위해 차등의결권의 유용성을 방증할 수 있으나, 반대의 경우에는 차등의결권 도입의 실증적 근거가 미약하다고 할 수 있다. 본 논문의 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 2000년부터 2016년까지 유가증권시장과 코스닥시장, 코넥스시장에 상장한 기업 중 IPO 전후 3년 간, 즉 $t-3$ 년 ~ $t+3$ 년에 각각 연구개발비중과 배당성향을 공시하고 있는 278개 기업과 37개 기업을 조사한 결과, 매출액대비연구개발비 비중이 IPO 이후 반드시 감소하였다고 판단할 수 없었다. 둘째, 배당성향은 일관되게 IPO 이전 수준이 IPO 이후 수준보다 높았다. 이 같은 결과는 기업의 장기적 발전을 위하여 창업자의 지배권을 보장하기 위해 차등의결권이 필요하다는 주장의 실증적 근거가 명확하지 않음을 의미한다. 단기적 시각의 주주에 대하여 현금흐름과 지배권이 분리된 주식을 발행할 필요가 있다는 주장보다는 차등의결권이 지배주주의 경영권 영속화의 수단으로 활용될 수 있다는 비판이 보다 설득력이 있을 수 있다.

핵심어: 차등의결권, 매출액대비연구개발비, 배당성향, 창업자, 경영권

1. 서론

본 논문은 창업·벤처기업의 IPO(Initial Public Offering; 최초주식공개시장상장) 전후의 기업 경영 변화를 관측하고, 차등의결권 주식 발행의 필요성을 검토한다. 본 논문은 IPO 전후 기업의 R&D 지출 및 배당을 중심으로 차등의결권 도입의 필요성을 실증적으로 검토한다. 차등의결권 주식 도입의 필요성은 IPO 이후 공개시장 주주들의 경영권 간섭에 대한 우려 때문에 유망한 창업자들이 IPO를 꺼리는 문제를 해소하기 위한 방안으로 제기되고 있다. 본 논문에서는 R&D 지출과 배당이라는 현금흐름의 처분을 중심으로, IPO 이후 단기적 이익 추구 형태의 경영 정책이 지배적인지를 분석한다. 만일 그러하다면 기업의 장기적 성장을 추구하는 창업자의 경영권을 보장하기 위하여 창업자에 우월적 의결권을 부여하는 차등의결권 도입은 타당하다고 할 것이다.

본 논문에서는 IPO 전후 기업 재무지표의 변화를 통해 차등의결권 필요의 타당성을 검증한다. 본 논문에서 사용한 지표는 매출액대비연구개발비와 당기순이익 대비 현금 배당액, 즉 배당성향이다. 차등의결권 주식의 발행은 기업의 현금흐름에 대한 권리, 즉 현금흐름권과 기업지배권을 분리함을 뜻한다. 한편, 매출액대비연구개발비와 배당성향은 각각 장기적인 목적과 단기적 목적의 현금흐름 사용의 대표적 지표이다. 따라서 이 지표는 현금흐름의 처분에 대한 주주의 압력을 간접적으로 측정하는 지표이기도 하다. 만일 이 두 지표가 IPO를 전후하여 크게 차이를 보이며, 또 그 차이가 장기적 성과보다 단기적 이익을 중시하는 방향으로 나타난다면 차등의결권은 기업 가치 제고를 위해 유용하다. 즉, 차등의결권 주식을 보유함으로써 기업가는 단기적 이익을 중시하는 주주의 이해에 반하더라도 계속 경영권을 유지할 수 있기 때문이다. 반면 그 차이가 명백하지 않다면 적어도 창업·벤처기업의 가치 제고를 위

한 차등의결권 발행이라는 명분은 미약하다. 즉, 다수의 투자자들이 현금흐름의 처분에 대해 이미 기업가와 동일하게 판단하고 있기 때문이다. 기업가는 단기적 시각의 주주에 대하여 현금흐름과 지배권이 분리된 주식을 발행할 필요가 없다. 이 경우 차등의결권 주식은 오히려 기업가의 영속적인 지배를 조장하는 수단이다.

본 논문의 주요 결과는 다음과 같다. 2000년부터 2016년까지 유가증권시장과 코스닥시장, 코넥스시장에 상장한 기업 중 IPO 전후 3년 간, 즉 t-3년 ~ t+3년에 연구개발비비중과 배당성향을 공시하고 있는 278개 기업과 37개 기업을 조사한 결과, 기업 공개 전후 3년 간 시점별 비교에서 매출액대비연구개발비 비중은 IPO 이후 반드시 감소하였다고 단정할 수 없었다. 또, 두 기간을 비교한 결과 기업 공개 이전의 배당성향이 기업공개 이후의 배당성향보다 높았다. 이로써 현금흐름의 사용이 단기적인 주주의 요구에 부응함으로써 기업의 장기 성장에 지장을 초래할 수 있다는 가설은 성립하지 않았다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II절에서는 차등의결권에 관한 선행 연구결과를 소개한다. III절에서는 차등의결권 주식 제도의 주요 내용에 대해 설명한다. IV절에서는 차등의결권 주식에 대한 각 국의 접근을 소개한다. V절은 국내 주식시장을 대상으로 IPO 전후 매출액대비연구개발비 비중과 배당성향 분석의 결과를 설명한다. VI절은 본 논문의 결론이다.

II. 선행 연구

차등의결권에 대한 기존의 논의는 찬반 견해가 갈리고 있다. 차등의결권 도입을 지지하는 논리로는 투자자 측면에서 투자상품의 다양화(김순석, 2015), 지배주주의 관점에서 장기투자 및 불합리한 지배구조 구축 유인의 해소(김순석, 2015, 고창현, 2015) 등이 제시된다. 투자상품의 다양화란 경영권(의결권) 확보보다 재무적 이익을 우선할 수 있는 투자 상품이 도입됨으로써 투자자의 선택 폭을 확대한다는 것이다. 장기투자 및 불합리한 지배구조 구축 유인의 해소는 차등의결권 주식의 발행을 통해 기업가의 경영권 상실의 불안을 최소화함으로써 기업공개를 통한 자금조달을 촉진하고 지배주주가 경영권 방어를 위해 과도하게 경영자원을 소진하거나 피라미드 형태나 순환출자 형태의 불투명한 지배구조 구축을 예방한다는 것이다. 뿐

만 아니라 포이즌 필*, 황금낙하산**과 같은 경영권 방어 수단의 도입에 따른 기업 가치 훼손도 방지할 수 있으며, 자기주식 취득, 신주 및 전환사채, 신주인수권부사채 등의 제3자 배정*** 등 경영권 방어를 위한 불필요한 지분 취득 및 지배구조 왜곡도 억제할 수 있다고 설명한다. 극단적으로는 경영권 보호를 위해 의결권 있는 주식의 과반수 취득을 추진할 경우, 차입을 통한 지분 취득은 회사의 파산 위험 및 중요 자산 매각 등의 문제를 야기한다고 지적한다(문준우, 2012).

반면 차등의결권 반대의 논리로 우선 대두되는 것은 상법상의 1주1의결권 원칙의 위반이다. 상법에서는 주주의 권리 보호를 위한 주주 평등의 원칙에 합치해야 한다는 이유로**** 1주1의결권 원칙을 견지하고 있다. 이 때문에 차등의결권 주식을 보유한 주주는 출자 비율에 상응하지 않는 의결권을 행사함으로써 회사의 의결권을 왜곡하고 불투명한 지배구조를 고착화할 수 있다는 점이 문제로 지적된다(유주선, 2015). 또한 차등의결권 주식 발행을 통해 무능한 경영진의 보호가 가능하고 이미 상장한 회사에게 차등의결권을 발행할 수 있도록 허용할 경우 기존 주주의 의결권을 침해할 수 있다는 주장도 제기된다. 차등의결권 허용을 통한 과도한 경영권 보호는 기업 인수 시장 및 기업 지배권 거래를 위축시킬 수 있다는 점도 지적된다(김효신, 2010; 유주선, 2015; 이수정, 2016; Nüesch, 2016).

이 같이 차등의결권 도입을 둘러싼 논란은 분분하며, 최근 실증적 측면에서 이 같은 규범적 주장의 타당성을 입증하고자 하는 시도도 잇따르고 있다. Anderson et al.(2017)은 차등의결권을 가진 기업의 자산수익률(return on assets)이 단일의결권을 가진 기업의 자산수익률보다 더 높다는 결과를 제시하고 있다. Bohmer et al.(1996)도 차등의결권을 도입한 기업공개가, 단일의결권을 유지한 기업공개보다 기업공개 후 3년 간 기업 성과가 더 좋다고 밝히고 있다. Ang & Megginson(1989)은 단일의결권이 반드시 시가총액에 긍정적 영향을 미치지 않는다는 점, 차등의결권이 아니라고 해서 주가가 오르는 것은 아니라고 분석한다.

반면, Morey(2017)은 미국 1,762개사를 대상으로 차등의결권 도입과 기업실적 간의 관계를 분석한 결과, 차등의결권은 기업실적과 통계적으로 유의한 관계를 보이지 않았다고 밝혔다. Nüesch(2015)도 스위스의 132개사를 대상으로 한 분석에서 차등의결권 도입과 기업성과 간에 유의한 관계를 발견할 수 없다고 보고하고 있다. 차등의결권의 유무

보다는 외부 자금조달의 필요성이 기업성과에 더 많은 영향을 미치며, 외부 자금조달이 필요한 경우 의결권을 더 많이 보유하고 있는 기업지배층과 일반 주주 사이의 대리비용이 줄어들어 기업성과를 향상시킨다고 주장하였다. Smart et al.(2006)의 연구도 차등의결권을 도입한 경우 오히려 주가가 더 낮게 거래된다는 분석을 제시하고 있다. Dittmann & Ulbricht(2008)은 1990년부터 2001년까지 차등의결권을 포기한 독일의 32개사에 대한 분석에서 재정적으로 제한이 있는 기업일수록 단일의결권을 유지하는 경향이 크다고 밝히고 있다. 즉 외부 감시와 같은 환경을 의식한 기업 경영구조가 차등의결권의 유지나 포기에 중대한 영향을 미친다는 것이다. Anderson et al.(2012, 2017)와 Anderson et al.(2017)의 연구도 이 같은 관점에서 가족기업일수록 차등의결권 도입 확률이 더 크다고 밝히고 있다.

III. 차등의결권 주식 제도

차등의결권 주식 제도란 1주 1의결권 원칙에 예외를 두고, 주당 의결권이 상이한 주식을 발행하는 것을 말한다. 우리 상법에서는 주주평등의 원칙을 들어 주식 의결권에 대해 “제 369조(의결권) ①의결권은 1주마다 1개로 한다.”로 규정하고 있다.

의결권의 제약을 받는 주식의 발행이 가능하다는 점에서 현행 상법에서 의결권 행사가 차등화된 주식의 발행이 완전히 금지된 것은 아니다. 상법에서는 “제 344조(종류주식) “①회사는 이익의 배당, 잔여재산의 분배, 주주총회에서의 의결권의 행사, 상환 및 전환 등에 관하여 내용이 다른 종류의 주식(이하 “종류지식”이라 한다)을 발행할 수 있다.”와 같이 1주 1의결권의 예외로서 의결권의 배제 또는 제한에 관한 종류 주식을 발행주식 총수의 4분의 1까지 발행할 수 있도록 허용하도록 하고 있다. 그러나, 이는 아래에서 언급하는 주당 복수의 의결권을 부여하거나, 의사결정 시 거부권 행사를 부여하는 주식의 발행과는 상이하다. 의결권 제한 또는 의결권 배제의 경우만 포함한다.*

차등의결권 주식은 복수의결권주, 부분의결권주, 무의결권주, 거부권주 등으로 구분된다. 복수의결권주는 1주에 복수의 의결권, 즉 2개 이상의 의결권을 부여하는 것이고, 부분의결권주는 복수의결권주와 반대로 1주에 1개 미만의 의결권을 부여하는 것이다. 무의결권주는 발행 주식에 의결권을 부여하지 않는 경우를 가리킨다(유영일, 2008). 거부권 행사가 가능한 주식은 황금주(golden share)라고도 불리며 기업의 의사결정 시 거부권을 행사할 수

있는 주식이다. 즉, 거부권주를 갖고 있는 주주의 동의가 없으면 의사결정을 이룰 수 없다. 이는 다른 주주들의 이익을 침해할 수 있기 때문에 거부권주를 도입하고 있는 기업은 일반적으로 상장이 불가능하다(고창현, 2015).

나아가 주식 보유 기간이나 보유 주식 수에 따라 의결권에 차등을 두는 경우도 있다. 전자를 장기주주의결권, 후자를 의결권 행사 방식으로서 신중한 중위투표라고 부른다. 신중한 중위투표는 1주1의결권이 아니라 주식 수에 따라 의결권 부여를 달리 하는 것이다. 예를 들어 1주에 대해서는 1개의 의결권, 2주 이상 10주 미만은 2주당 1개의 의결권, 10주 이상 30주 미만의 경우 4주당 1개의 의결권, 30주 이상 60주 미만의 경우 8주당 1개의 의결권을 갖는다. 그러므로 신중한 중위투표 방식은 자본을 많이 투자한 사람에게 더 많은 의결권 수를 부여하면서도 소유한 주식 수보다는 의결권 수를 적게 부여해 대주주들의 권한을 어느 정도 제한할 수 있는 효과를 갖는다(박양균, 2009).

차등의결권은 장기적 성장을 우선시하는 헌신적 투자자와 시세차익을 추구하는 단기투자자로 주주를 구분할 수 있다는 인식에서 출발한다. 창업 이후 기업을 성장시켜 온 헌신적 투자자는 기업의 사명 실현과 창업 목적의 추구, 장기적 성장에 주력하며 단기적인 실적 제고나 수익 창출을 선호하는 단기투자자나 전문경영인 등과 이해가 상이하다는 견해에 기초한다. 그러나 차등의결권의 도입이 1주 1의결권의 원칙을 훼손하고 책임과 권한을 비대칭적으로 부여함으로써 지배주주의 장기적인 기업 지배를 보장하고 시장 규율을 무력화시킨다는 비판도 제기된다.

차등의결권 제도가 창업·벤처기업의 성장 지원이라는 측면에서 주목 받게 된 것은 성공적인 벤처기업 구글과 알리바바가 주식 IPO 과정에서 각각 단기 투자자들의 간섭 배제와 경영권 방어를 이유로 차등의결권 주식 도입을 채택하였기 때문이다.

IV. 차등의결권 주식에 대한 접근

4.1. 미국

미국의 모범회사법 및 델라웨어주 회사법에 따르면 기업은 정관에 따로 정하는 바가 없으면 1주1의결권을 채택하도록 되어 있고, 뉴욕주 회사법역시 기업은 정관을 통해 주식과 의결권을 정해야 한다고 정하고 있다. 이는 기업에게 정관을 통해 의결권의 자율성을 부과했다고 볼 수 있

다(유주선, 2015). 뉴욕증권거래소는 이미 상장된 기업의 차등의결권 신규 도입은 금지하지만, 상장 전에 차등의결권을 도입한 기업의 경우는 상장도 가능하고 상장 이후에 이 제도 유지도 허용된다(고창현, 2015). 미국 전체 상장 기업들의 9.7%가 차등의결권을 발행했고, 이들 기업의 가치는 상장기업 전체 시가총액의 18.2%에 달한다. 차등의결권을 채택한 기업으로는 구글(Google), 그루폰(Groupon), 페이스북(Facebook) 등과 같은 IT 기업 및 뉴욕 타임즈(New York Times), 워싱턴포스트(Washington Post) 등과 같은 미디어 기업, 포드(Ford)와 같은 제조 기업이 있다(김순석, 2015). 포드자동차는 1956년 기업을 공개하면서 보통주와 class B, 두 종류 주식을 발행하였으며, 버크셔해서웨이(Berkshire Hathaway)는 보통주를 A형과 B형으로 분리하여 발행하였다(김화진, 2006). 구글, 페이스북 등은 기업공개 시 차등의결권제를 도입하였다(이동기, 2017).

4.2. 유럽

유럽은 차등의결권 제도가 자유로운 시장을 위축시킬 수 있다고 판단하여 1주1의결권을 강행규범으로 삼으려는 움직임이 있었으나, 개별 국가의 자율성을 인정하여 유럽 전체로 단일화된 의결권 제도를 적용하기보다 국가마다 의결권제도를 달리 운영하고 있다(김효신, 2010). 따라서 1주1의결권을 원칙으로 삼는 국가와 차등의결권을 허용하고 있는 국가들이 혼재해 있다(정혜련, 2015). 그리스, 네덜란드, 노르웨이, 덴마크, 스웨덴, 스위스, 아일랜드, 영국, 이탈리아, 프랑스, 핀란드, 헝가리 등 12개국은 차등의결권을 도입하고 있으며(김순석, 2015), 차등의결권 채택이 가장 활발한 나라는 스웨덴, 네덜란드, 프랑스 등이다(김효신, 2010). 독일, 벨기에, 룩셈부르크, 스페인, 에스토니아, 그리고 폴란드 6개국은 차등의결권을 채택하지 않고 있다(김순석, 2015).

국가별로 차등의결권을 채택 여부가 상이하나, 1주1의결권 또는 차등의결권이 강행규범은 아니다. 즉, 차등의결권을 채택하지 않은 국가라고 하더라도 기업은 정관을 통해 차등의결권을 도입할 수 있다(정혜련, 2015). 유럽의 300대 상장 대기업 중 차등의결권을 도입하고 있는 기업은 약 20%에 달한다(이동기, 2017). 대표적인 기업으로는 브리티시 에어웨이(British Airways, 영국), 폭스바겐(Volkswagen, 독일), 칼스버그(Carlsberg, 덴마크), 피아트(Fiat, 이탈리아), 에릭슨(Ericsson, 스웨덴) 및 사브(Saab, 스웨덴) 등이다. 그러나 유럽사법재판소(European Court of Justice)는 2000년 이후 회원국의 황금주(golden share), 즉 단 1주로도 적대적

M&A와 같은 특정 안전에 거부권 행사가 가능한 주식의 발행은 EC 조약을 위반한다고 판결하고 있다(유주선, 2015).

4.3. 일본

차등의결권 발행이 허용되어 있지는 않지만, 황금주와 단원주 제도 등을 도입하여 차등의결권 도입의 효과를 내고 있다. 단원주는 정관을 통해 정해진 수의 주식을 1단원으로 정하여 1단원1의결권주식을 도입하는 것을 말한다. 예를 들어, A 주식은 100개의 주식을 1단원으로 하고, B 주식은 10개의 주식을 1단원으로 정한다면, B 주식은 A 주식 대비 10배의 의결권을 갖는다. 일본은 이런 식으로 실질적인 차등의결권을 도입하고 있다. 단원주 제도는 2001년에 일본에서 채택되었는데 2014년 이전에 단원주 제도를 도입한 기업이 상장한 예는 없었다(김순석, 2015).

일본의 동경증권거래소는 미국의 뉴욕증권거래소와 비슷한 입장을 견지하고 있다. 이미 상장된 기업이 차등의결권을 도입하는 경우에는 상장이 폐지될 수 있지만, 상장 전에 차등의결권을 도입한 후 상장을 하는 경우에는 차등의결권 유지가 인정된다(김효신, 2010).

일본 상장 기업 중 단원주 제도를 채택한 회사는 2014년에 상장된 사이버다인(Cyberdyne)이 유일하다. 사이버다인은 로봇 및 정보기술을 융합하여, 사이보그형 로봇수트 HAL을 개발하는 기업으로서, 츠쿠바(Tsukuba) 대학의 산카이(Sankai) 교수가 창립자이다. 사이버다인은 기술의 평화적 이용과 장기적인 기업가치 제고를 위해 산카이 교수의 경영권이 필수적이라고 판단하여, 1주10의결권 형태의 단원주를 발행하였다. 이 외에, 황금주를 도입하고 상장된 기업은 국제석유개발이 있다(고창현, 2015). 독일의 폭스바겐 경우와 마찬가지로, 이 기업도 민영화 과정에서 황금주가 도입되었다.

V. IPO 전후 지표 분석

5.1. 분석 자료

분석 대상은 1997년부터 2017년까지 한국거래소의 유가증권 시장과 코스닥 시장, 코넥스 시장에 신규 상장한 기업 1,511개 사이다. 기업인수목적회사(SPAC)는 제외한다. 동일 기업이 위 세 시장에 중복하여 상장한 경우, 즉 코넥스 시장 상장 후 코스닥 시장에 상장하거나, 코스닥 시장 상장 후 유가증권 시장에 상장한 경우 각각 이를 별개의

상장으로 취급한다. 각각의 기업 식별은 사업자번호가 기준이다. 따라서 회사명이 상이하더라도 사업자번호가 동일한 경우에는 이를 동일기업으로 간주한다.

5.2. 분석 방법

분석 대상 기업의 IPO 시점을 기준으로 이전 3년과 이후 3년의 매출액대비연구개발비비중과 배당성향의 분포를 비교한다. 분석대상 1,511개 기업 중 t-3년 ~ t+3년 기간에 걸쳐 매출액대비연구개발비비중과 배당성향을 공시하고 있는 기업은 각각 278개 기업과 37개 기업이다.* 이들 기업을 대상으로 IPO 이전 3년과 IPO 이후 3년의 매출액대비연구개발비비중을 비교한다. 매출액대비연구개발비비중과 배당성향은 모두 한국기업데이터(KED)에서 제공하는 자료를 사용한다. 매출액대비연구개발비비중과 배당성향 각각 단일변량의 분포는 이상치가 많으며 오른쪽 꼬리가 긴 분포이다. 따라서 이들 자료를 사용하기 전, 최상위 0.5%와 최하위 0.5% 분위를 넘어서는 극단치는 각각 최상위 0.5% 값과 최하위 0.5% 값으로 대체한다.

매출액대비연구개발비비중과 배당성향을 이 같은 방식으로 비교할 경우, 특정년도의 매출액대비연구개발비비중이나 배당성향이 타년도 대비 크면 특정년도의 효과가 결과를 왜곡하는 시기효과(time effect)가 발생할 수 있다. 이를 통제하기 위해 분석에서는 각 기업의 각 년도 매출액대비연구개발비비중과 배당성향을 해당년도의 평균 매출액대비연구개발비비중과 평균 배당성향으로 각각 차감한 잔차값을 사용하여 비교하는 강건성 검증을 병행한다. 강건성 검증에서 각 년도 평균 매출액대비연구개발비비중과 평균 배당성향은 이들 분포가 상하로 절단(censoring)된 점을 고려하여 토빗(tobit) 모형으로 추정한다.

5.3. 분석 결과

5.3.1. 매출액대비연구개발비비중

분석 대상 기업의 t-3년 ~ t+3년 각 시점별 매출액대비연구개발비비중의 평균값은 연구개발비비중이 IPO 초기 IPO 전보다 소폭 감소하나 t+3년에는 이전 수준을 회복함을 보여 준다. 각 시점별 차이는 현격하지 않다.

<표 1> 시점별 매출액대비연구개발비비중 평균값

시점	t-3	t-2	t-1	t+0	t+1	t+2	t+3
시점별 비중(%)	5.67	6.06	6.03	4.97	4.55	5.00	5.96

시점별 매출액대비연구개발비비중의 분포를 정규분포에 대응시킨 그림, 즉 qqplot(quantile-quantile plot)으로 나타내면 대체로 아래로 볼록한 모습이다. 따라서 매출액대비연구개발비비중의 분포는 정규분포와 비교하면 중심이 왼쪽에 치우쳐 있으며 오른쪽으로 꼬리가 긴 분포임을 알 수 있다. 이론분포 0의 좌측 구간에서는 시점별 차이를 명확히 판단하기 힘들다. 이론분포인 정규분포 1 이상에 대응하는 표본분포 값에서는 속이 비어 있는 도형으로 표현한 t-1년~t-3년의 개체들이 대체로 좀더 큰 값을 보이고 있으나, 속이 채워져 있는 도형으로 표현한 t+1년~t+3년의 개체 중 t+3년의 개체도 역시 큰 값을 보이고 있다. 따라서 이를 종합하면 매출액대비연구개발비비중이 명백히 IPO 후 하락한다고 단정하기 힘들다.

5.3.2. 배당성향

분석 대상 기업의 t-3년~t+3년 각 시점별 배당성향의 평균값은 IPO 전(t-3~t-1)의 배당성향이 IPO 후(t+0~t+3)의 배당성향보다 일관되게 큼을 보여 준다.

<표 2> 시점별 배당성향 평균값

시점	t-3	t-2	t-1	t+0	t+1	t+2	t+3
시점별 비중(%)	31.8	23.9	25.2	21.7	19.2	20.1	20.0

시점별 배당성향의 분포를 정규분포에 대응시킨 그림, 즉 qqplot(quantile-quantile plot)으로 나타내면 아래 그림과 같이 속이 비어 있는 도형으로 표현한 IPO 전 시점의 배당성향 분포가 속이 채워져 있는 도형으로 표현한 IPO 후 시점의 분포보다 정규분포의 표준편차 2(+2σ) 아래에서 대체로 위에 위치해 있다. 비록 표준편차 2 바깥 구간에서는 IPO 후 시점의 배당성향이 더 큰 경우도 관측되고 있으나, 전체적으로 IPO 전의 배당성향이 IPO 후의 배당성향보다 더 크다고 보는 것이 타당하다. 표본분포는 이론분포의 0을 기준으로 비교적 선형에 가까운 모습을 보이고 있다. 따라서 배당성향은 중앙값 주위로 비교적 균등하게 분포되어 있다고 볼 수 있다.

VI. 결론

본 논문은 IPO를 전후하여 기업 경영의 차이를 나타내는 두 핵심적 지표를 사용하여 창업·벤처 기업의 혁신 창업과 성장 지원이라는 목적을 표방하는 차등의결권 주식 발행

* 이들 기업을 대상으로 전후 각각 3년의 지표를 비교하므로, 매출액대비연구개발비비중과 배당성향의 관측치수는 각각 1,946개와 259개이다.

의 필요성을 분석하였다. 매출액대비연구개발비 비중과 배당성향을 각각 장기적인 성장 추구하고 단기적인 이익 배분을 판단할 수 있는 경영지표로 사용하였다. 기업가가 IPO 전후 단기적인 투자 성과를 중시하는 주주의 압력 때문에 장기적인 기업 성장을 추구하지 못한다면 매출액대비연구개발비 비중은 IPO 이후 감소할 것이고 배당성향은 IPO 이후 증가할 것이라고 가정하였다.

주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 2000년부터 2016년까지 유가증권시장과 코스닥시장, 코넥스시장에 상장한 기업 중 IPO 시점 전후 3년 간, 즉 $t-3$ 년 ~ $t+3$ 년에 각각 연구개발비비중과 배당성향을 공시하고 있는 278개 기업과 37개 기업을 조사한 결과, 매출액대비연구개발비 비중이 IPO 이후 반드시 감소하였다고 판단할 수 없었다. IPO 다음년도 및 그 다음년도에는 감소 추세를 보였으나 IPO 3년째에는 다시 IPO 이전 수준을 회복하여 IPO 이후 이 비중이 감소한다고 단정할 수 없었다. 둘째, 배당성향은 일관되게 IPO 이전 수준이 IPO 이후 수준보다 높았다.

이 같은 결과는 IPO 이후 단기투자자의 영향력 확대로 기업가의 장기적인 성장 추구가 용이하지 않기 때문에 IPO 이후에도 기업가의 지속적인 지배력을 보장해 줄 수 있도록 차등의결권 주식을 도입하여야 한다는 논리와 상반되는 결과이다. 따라서 차등의결권 주식의 발행을 정당화하기 위한 논거로 기업의 장기적 발전을 위한 창업자의 지배권 보장을 주장하는 것은 실증적 근거가 명확하지 않다고 할 수 있다. 단기투자자의 근시안적 간섭이 기업의 장기적 발전을 저해한다는 증거가 보다 명확하게 제시되어야 한다. 그렇지 않다면 차등의결권이란 지배주주의 경영권 영속화의 수단으로 활용될 수 있다는 비판이 보다 설득력이 있을 수 있다.

그러나 국내 주식시장에 국한하여 분석함으로써 본 논문의 분석에 사용한 표본이 제한적이라는 점, 본 논문의 결과에도 불구하고 본문 제III절에서 제시한 구글과 알리바바의 사례는 미국과 중국의 대표 기업이 기업 발전을 명분으로 이 제도를 채택함으로써 차등의결권 도입의 필요성을 환기시키고 있다는 점에서 더욱 정밀한 실증적 분석이 필요하다. 차등의결권 주식 발행의 필요성은 당위적인 규범으로 주장해야 할 문제가 아니라 엄밀한 실증적 분석을 통해 필요성과 타당성을 입증하여야 할 문제이다. 이는 본 논문의 한계를 보완하여 향후 지속적으로 시도되어야 할 과제이다.