

## 소유-지배 괴리도와 연구개발투자

최향미<sup>1</sup>, 조영곤<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>서울대학교 경영학과, <sup>2</sup>상명대학교 국제통상학과

## Control-Ownership Disparity and R&D Investment

Hyang Mi Choi<sup>1</sup> and Young-Gon Cho<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>College of Business Administration, Seoul National University

<sup>2</sup>Dept. of International Trade and Business, Sangmyung University

**요약** 본 연구는 지배주주의 소유-지배 괴리도가 연구개발투자에 미치는 영향을 규명하기 위해 2001년부터 2009년까지 대규모 기업집단 소속 108개 제조업 기업의 9개년 자료를 이용하여 패널분석을 실시하였다. 실증분석 결과, 소유-지배 괴리도와 연구개발투자 간에 부(-)의 유의적인 관계가 존재하였다. 본 결과는 지배주주가 소유지분을 초과하여 지배권을 가질수록 지배주주의 사적 이익을 위해 기업 자산을 유용할 유인이 증가하므로, 장기적인 기업가치 제고를 위한 연구개발투자를 줄이고 있음을 시사한다.

**Abstract** Using longitudinal data of 108 firms in large business conglomerates from 2001 to 2009, this study examines the impact of controlling shareholders' control-ownership disparity on R&D investment. The study finds that control-ownership disparity is negatively related to R&D intensity. This empirical result suggests that controlling shareholders' control rights in excess of ownership rights incite controlling shareholders' expropriation for their private interests, leading to decreased R&D investment which enhances firm value in the long term.

**Key Words** : Control-Ownership Disparity, R&D, Controlling Shareholder

### 1. 서론

지배주주가 존재하는 공개기업에서의 대리인 문제는 지배주주에 의한 소액주주의 이익 침해가 중심이 되고 있다[20,27,28]. 이러한 지배주주의 소액주주 이익 침해는 지배주주가 소수의 지분으로 절대적인 지배력을 갖는 경우 더욱 심화될 수 있다. 피라미드 형식이나 순환출자의 방식을 통해 지배주주가 소유 지분보다 높은 지배권을 갖는 경우, 기업 자산을 유용함으로써 취할 수 있는 사적 이익에 비해 자신이 부담하는 비용은 보유 지분에 한정되기 때문이다[12, 20]. Claessens, Djankov and Lang[6]는 동아시아 기업의 소유구조 연구에서 3분의 2 이상의 공개 기업이 단일 대주주에 의해 통제되고 있음을 보고하였고, Lemmon and Lins[21]은 아시아 8개국 기업의 경영진이 소유권보다 2배 이상의 지배권을 행사하고 있음을 보고하였다. 이렇게 지배주주가 계열회사에 대

하여 직접 보유하는 지분인 소유지분율과 지배주주가 계열회사에서 영향력을 행사하는 의결지분율의 차이를 소유-지배 괴리도라 한다. 소유-지배 괴리도가 클수록 지배권에 의한 경영안주효과가 소유권에 의한 이해일치 효과보다 크므로 지배주주의 소유-지배 괴리도는 소유경영기업에서 발생하는 지배주주와 소액주주간 대리인 비용의 대리 변수로 주목받고 있다.

지배주주의 대리인 비용에 대한 실증 연구는 소유-지배 괴리도와 기업가치의 관계를 중심으로 이루어져 왔으나[4-6,21-23] 소유-지배 괴리도가 기업의 전략적 의사결정에 미치는 실증연구는 극히 제한적이다. 소유-지배 괴리도와 기업가치의 관계에 있어서 지배주주의 소유-지배 괴리도가 클수록 기업가치가 감소한다는 것에 의견을 모으고 있다. 소유-지배 괴리도가 기업가치에 부정적 영향을 미친다고 할 때 연구개발투자는 지배주주의 소유-지배 괴리도가 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 중요한 의

\*교신저자 : 조영곤(ygcho@smu.ac.kr)

접수일 11년 10월 21일

수정일 (1차 11년 11월 18일, 2차 11년 11월 30일)

계재확정일 11년 12월 13일

사결정으로서 의미를 가지는 바, 이들 간 관계에 대한 실증 연구의 필요성이 매우 높다. 본 연구는 이러한 맥락에서 선행연구의 실증적 부족을 메우고자 대규모 기업집단을 대상으로 지배주주의 소유-지배 괴리도와 연구개발투자 간의 관계를 실증 분석하였다. 표본으로 대규모 기업집단을 선정한 것은 피라미드 형식 혹은 계열사 간 순환 출자 등에 의해 지배주주가 소수의 지분으로 기업집단 내 소속 기업에 대한 절대적 지배가 가능하므로 본 연구에서 규명하고자 하는 지배주주의 소유-지배 괴리도로 인한 대리인 문제가 가장 심각할 것으로 판단되었기 때문이다[3,6,13].

## 2. 이론적 배경 및 연구 가설

지배주주의 소유-지배 괴리도는 지배주주가 갖는 소유 지분의 이해일치효과와 지배권의 경영안주효과를 동시에 고려한 개념으로 소유-지배 괴리도가 클수록 안주주의 효과가 이해일치효과보다 클 것으로 예측된다[6,12,19-21]. 지배주주가 피라미드 형식이나 순환 출자를 통해 적은 지분으로 기업을 지배하는 경우 지배주주는 사적 소비를 통해 기업 이익의 전부를 누리는 반면 자신이 부담하는 비용은 소유지분에 한정되므로 소유-지배 괴리도가 클수록 지배주주가 기업 이익을 유용할 유인이 증가한다[4].

이렇게 소유-지배 괴리도는 소유경영기업에서 지배주주와 소액주주 간에 발생할 수 있는 대리인 비용의 대리 변수로서 기업지배구조 연구에서 주목받고 있다. 소유-지배 괴리도의 대리인 비용에 대한 실증 연구는 소유-지배 괴리도와 기업가치의 관계가[4-6, 21-23] 중심이 되어 온 반면 지배주주의 소유-지배 괴리도가 기업의 의사결정에 미치는 영향에 대해서는 배당, 다각화, 이익관리 등을 대상으로 제한적으로 이루어졌으며[8, 15, 18] 소유-지배 괴리도와 연구개발투자의 관계에 대한 실증연구는 제시되지 못하고 있다.

지배주주의 소유-지배 괴리도와 기업가치 간 관계에 대해 국내외적으로 진행된 실증연구는 두 변수 간에 부(-)의 관계가 존재한다는 데 의견을 모으고 있다[4-6,16,21-23]. 지배주주가 소유권에 비해 높은 의결권을 보유하는 동아시아 기업을 대상으로 한 연구에서[6, 21] 소유-지배 괴리도는 기업가치에 부정적 영향을 미침을 보고하고 있다. 일부 결과가 상이하지만 한국 기업을 대상으로 한 실증연구에서도 지배주주의 소유-지배 괴리도와 기업가치 간에 부(-)의 관계가 존재함을 보고하고 있다[4-5,13].

한편 소유-지배 괴리도가 클수록 배당이 감소하여 지

배주주에 의한 기업 이익의 유용 가능성은 지지되고 있으며[8], 소유-지배 괴리도가 클수록 지배주주는 자신의 행위를 은폐하고 경영감시를 피하기 위해 기회주의적 이익관리에 적극적임을 보고하였다[18]. 김동희 외[15]는 소유-지배 괴리도가 클수록 지배주주는 기업규모 증가에 의한 유무형의 사적이익을 추구하기 위해 다각화를 추진함을 주장하고 있다.

이와 같이 소유-지배 괴리도와 기업가치 그리고 기업의 의사결정에 대한 선행연구 결과를 종합하면 소유-지배 괴리도가 클수록 지배주주는 자신의 사적이익을 극대화하는 경영의사결정을 통해 기업가치에 부정적 영향을 미친다는 함의를 제공하고 있다.

연구개발투자는 성과가 불확실하고 과실이 장기에 걸쳐 나타나며 지속적 자금투입으로 단기적인 이익 감소를 초래할 수 있다[9]. 이러한 특성을 가진 연구개발투자의 사결정에 있어 주주와 경영자 간 이해상충 문제가 발생할 수 있다. 전통적인 대리인 이론에 따르면 경영자가 지분을 보유하지 않거나 그 수준이 미미할 때 경영자는 이른바 노력회피, 위험회피, 그리고 단기업적중시 등의 유인으로 인해 고위험 장기투자인 연구개발투자를 줄이는 대리인 비용이 발생할 수 있다. 고위험 신규투자는 경영자의 많은 노력 투입을 요구하므로 적절한 보상이 전제되지 않은 이상 경영자는 모험적 투자를 회피하려는 유인을 갖는다[10]. 결과의 불확실성이 높은 연구개발 투자는 통상적 투자보다 경영자에게 더 많은 노력을 요구하므로 노력 회피유인이 심각할 수 있다. 또한 경영자가 기업 현금흐름에 대해 갖는 청구권은 일반적으로 책임기간에 발생하는 부분에 한정되므로 경영자는 이 기간 동안 업적을 극대화하려는 유인을 갖는다. 따라서 투자회임기간이 긴 연구개발 등 장기투자에 대한 유인은 감소할 것이다[10]. 이러한 경영자의 고위험 회피, 노력회피, 단기업적 중시 유인은 경영자의 보유지분 증가에 따라 경영자의 보상 중 기업가치와 연계된 부분이 증가할 때 완화될 수 있다. 반면 경영자가 많은 지분을 보유한 경우 자신의 부가 하나의 기업에 집중되어 고위험 투자에 대한 경영자의 위험 회피 유인은 오히려 증가할 수 있다. 경영자의 지분이 일정수준을 상회하는 경우 경영자 지분과 고위험 투자 간 부(-)의 관계가 존재할 수 있다[7]. 경영자가 주요 잔여청구권자인 경우 자신의 자산 집중으로 투자안 평가 시 적용하는 위험가격이 자본시장에서 분산투자를 통해 위험을 분산할 수 있는 외부 소액주주들에 비해 높기 때문에 연구개발투자 등 고위험 투자의사결정에 과소투자를 초래할 수 있다. 동시에 경영자는 자신의 자산위험과 고용위험을 분산시키기 위해 다각화 추진 유인을 갖는다[1,15,24].

이와 같이 소유와 경영의 분리로 인한 대리인 문제는 경영자의 지분이 증가하면 감소하지만 경영자의 지분이 일정 수준을 넘어서면 외부 소액주주와의 이해상충으로 인한 다른 형태의 대리인 문제를 유발해 기업가치 및 주주이익의 극대화보다 경영자나 지배주주의 사적이익을 극대화하는 안주주의가 나타난다. 소유지분에 비해 지배주주 의결권이 증가하는 경우 지배주주와 경영자의 안주주의는 더욱 강화될 수 있으며 지배주주의 위협 회피 및 이익 극대화를 위한 의사결정이 이루어질 것이다. 즉, 기업 규모 증가 및 다각화를 통한 위험분산을 선호할 것이며, 장기적 관점에서 주주 이익 극대화와 주주의 비체계적 위험분산에 기여하는 장기투자에 대한 자원분배를 회피할 것이다. 따라서 지배주주는 장기투자이며 결과가 불확실한 연구개발 투자를 회피할 것인 바, 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설. 지배주주의 소유-지배 괴리도가 증가할수록 연구개발투자가 감소할 것이다.

### 3. 연구방법

본 연구는 공정거래위원회 지정 상호출자제한 기업집단 소속 12월 결산 상장제조기업을 대상으로 하였다. 기간은 2001년부터 2009년까지이며 총 108개 기업의 589개 관측치를 이용하였다. 소유구조 관련 데이터는 사업보고서를 통해 수집하였고, 재무 데이터는 한국상장회사협의회 TS-2000을 이용하였다.

연구방법은 불균형패널 데이터를 이용한 패널분석을 사용하였고 실증 모형은 아래와 같다.

$$R\&D_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 Disparity_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 Debt_{it} + \beta_5 Tobin's Q_{it} + \beta_6 Size_{it} + \nu_{it}$$

단,  $R\&D_{it+1}$  =  $i$  기업의  $t+1$ 기 연구개발투자

$Disparity_{it}$  =  $i$  기업의  $t$ 기 소유지배괴리도

$Own_{it}$  =  $i$  기업의  $t$ 기 최대주주지분율

$CF_{it}$  =  $i$  기업의  $t$ 기 현금흐름

$Debt_{it}$  =  $i$  기업의  $t$ 기 부채비율

$Tobin's Q_{it}$  =  $i$  기업의  $t$ 기 투자기회

$Size_{it}$  =  $i$  기업의  $t$ 기 기업규모

각 변수의 조작적 정의는 표 1에 정리하였다.

[표 1] 변수의 정의

[Table 1] Definition of variables

| 변수      | 조작적 정의  |
|---------|---|
| 연구개발투자  | 연구개발 투자총액 / 매출액                               |
| 소유지배괴리도 | (총수, 친족, 임원, 비영리법인, 계열회사 지분율)-(지배주주 지분율)      |
| 지배주주지분율 | 총수 지분율+친족지분율                                  |
| 현금흐름    | 영업현금흐름 / 매출액                                  |
| 부채비율    | 부채/ 자본  |
| 투자기회    | [(보통주발행주수*종가)+(우선주 발행주수*액면가)+부채장부가액]/자산의 장부가액 |
| 기업규모    | 자산의 자연로그값                                     |

연구개발투자는 기업의 매출액 대비 연구개발 투자총액을 사용하였고 소유-지배 괴리도는 지배주주가 계열회사에 대하여 직접 보유하고 있는 지분인 소유지분율과, 지배주주가 실제로 계열회사에서 영향력을 행사하는 의결지분율의 차이로 측정하였다. 통제변수는 다음의 이유로 최대주주 지분율, 현금흐름, 부채비율, 투자기회 그리고 기업 규모를 포함하였다. 최대주주 지분은 연구개발투자에 영향을 미칠 수 있으며[7,10], 불확실성이 높은 연구개발투자의 경우 외부투자자는 내부정보 부족으로 위험프리미엄을 요구할 가능성이 높으므로[10,26] 현금흐름은 연구개발투자의 주요 원천이 된다. 외부자본에 의한 모니터링 영향을 통제하기 위해 부채비율을 통제하였고 [11], 투자기회의 영향과 규모의 경제 등 기업규모가 미칠 가능성을 통제하기 위해 투자기회와 기업규모를 통제 변수로 투입하였다.

### 4. 실증분석

#### 4.1 기초 분석

표 2는 변수들의 기술통계량을 보여준다. 매출액 대비 약 1.76%의 연구개발 투자가 이루어지고 소유-지배 괴리도의 평균은 26%로 나타났다. 표본기업들은 매출액 대비 평균 8%의 현금흐름을 가지고 있었으며 평균 부채비율은 131%로 나타났다.

[표 2] 기술통계량

[Table 2] Descriptive statistics

| 변수      | 표본수 | 평균    | 표준편차 | 최소값   | 최대값   |
|---------|-----|-------|------|-------|-------|
| 연구개발투자  | 589 | 1.76  | 3.35 | 0.00  | 29.40 |
| 소유지배괴리도 | 691 | 0.26  | 0.20 | 0.00  | 0.79  |
| 최대주주지분율 | 691 | 0.14  | 0.17 | 0.00  | 0.67  |
| 현금흐름    | 691 | 0.08  | 0.07 | -0.05 | 0.22  |
| 부채비율    | 691 | 1.31  | 1.42 | 0.00  | 14.99 |
| 투자기회    | 691 | 1.09  | 0.52 | 0.22  | 4.51  |
| 기업규모    | 691 | 14.26 | 1.44 | 10.96 | 18.27 |

[표 3] 변수의 상관관계 분석

[Table 3] Correlations

|            | 1       | 2       | 3       | 4       | 5      | 6    | 7 |
|------------|---------|---------|---------|---------|--------|------|---|
| 1. 연구개발투자  | 1       |         |         |         |        |      |   |
| 2. 소유지배괴리도 | -0.10*  | 1       |         |         |        |      |   |
| 3. 현금흐름    | -0.05   | -0.07*  | 1       |         |        |      |   |
| 4. 최대주주지분율 | -0.16** | -0.59** | -0.18** | 1       |        |      |   |
| 5. 부채비율    | -0.13** | 0.01    | -0.23** | -0.02   | 1      |      |   |
| 6. 투자기회    | 0.31**  | -0.14** | 0.21**  | -0.18** | -0.01  | 1    |   |
| 7. 기업규모    | -0.01   | -0.32** | 0.19**  | -0.22** | 0.12** | 0.07 | 1 |

주: \*, \*\*은 각각  $p < 0.05$ ,  $p < 0.01$ 를 나타냄

#### 4.2 패널분석

소유-지배 괴리도가 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 패널분석 결과가 표 4에 제시되고 있다. 하우스만 테스트를 통해 고정효과 모형을 채택하였다. 패널분석 결과 지배주주의 소유-지배 괴리도와 기업의 연구개발투자 간에는 부(-)의 유의적 관계가 있는 것으로 나타나, 지배주주의 소유-지배 괴리도가 클수록 안주주의 영향으로 인해 성과가 불확실한 고위험투자를 회피할 것이라는 본 연구 가설을 지지하였다. 기업규모의 경우 정(+)의 영향을 미치고 있지만 부채비율과 투자기회는 유의적인 관계를 갖지 않는 것으로 나타났다. 본 결과는 한국의 대규모 기업집단에 소속된 기업의 경우 지배주주가 절대적인 영향력을 행사하고 있으므로 부채에 의한 감시기능이 작동하기 어렵다는 점과, 투자기회에 따른 자원 배분이 개별 기업 차원보다는 그룹 차원에서 이루어지고 있음을 시사하고 있다.

통제변수 중 흥미로운 결과는 현금흐름이 부(-)의 관계로 나타나 대규모 기업집단의 경우 그룹 내 내부자본 시장이 형성되어 있어 개별기업 차원의 현금흐름이 의미를 갖지 못할 수 있음을 시사하는 점이다. 이는 외환위기 후 기업이 위험관리에 신중해지며 내부자금이 풍부한 기업일수록 보수적 투자성향을 주장한 김병기[17]의 연구

결과와 일치한다.

[표 4] 소유-지배 괴리도가 연구개발투자의 관계

[Table 4] The impact of control-ownership disparity on R&D investment

| 변수                     | Model(1)              | Model(2)              | Model(3)              | Model(4)              |
|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 소유지배괴리도                | -                     | -                     | -3.372***<br>(-3.316) | -3.585***<br>(-2.861) |
| 최대주주지분율                | -                     | -                     | -                     | -0.469<br>(-0.292)    |
| 현금흐름                   | -                     | -2.914***<br>(-2.676) | -2.779**<br>(-2.576)  | -2.791**<br>(-2.583)  |
| 부채비율                   | -0.070<br>(-1.283)    | -0.077<br>(-1.418)    | -0.059<br>(-1.100)    | -0.057<br>(-1.062)    |
| 투자기회                   | 0.070<br>(0.424)      | 0.141<br>(0.851)      | 0.134<br>(0.812)      | 0.136<br>(0.825)      |
| 기업규모                   | 0.652***<br>(3.397)   | 0.571***<br>(2.960)   | 0.550***<br>(2.877)   | 0.545***<br>(2.833)   |
| 상수                     | -7.521***<br>(-2.785) | -6.217**<br>(-2.280)  | -5.053*<br>(-1.856)   | -4.856*<br>(-1.730)   |
| 관측수                    | 589                   | 589                   | 589                   | 589                   |
| Overall R <sup>2</sup> | 0.027                 | 0.041                 | 0.062                 | 0.062                 |
| F statistics           | 4.431***              | 5.156***              | 6.409***              | 5.345***              |

주: 괄호 안 수치는 t값, \*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

한편 기업의 장기성과를 결정짓는 연구개발투자의 경우 기업의 수익성 수준에 따라 그 중요성이 상이할 수 있다. 이러한 가능성을 규명하기 위해 자산 대비 당기순이익으로 측정된 수익율 중간값을 기준으로 표본을 수익성이 높은 집단과 낮은 집단으로 구분하고 추가 분석을 실시하였다.

표 5의 결과는 장기성과 제고를 위해 연구개발투자가 더욱 요구되는 수익성이 낮은 기업에서 소유-지배 괴리도가 클수록 연구개발투자가 위축되는 것으로 나타나, 지배주주에 의한 대리인 문제가 심각할 수 있음을 보여주고 있다. 또한 기업의 현금흐름의 부(-)의 효과가 기업의 수익성이 낮은 기업에서 존재하는 것으로 나타나, 수익성이 낮은 기업이 유동성 확보를 위해 연구개발투자에 더욱 소극적임을 시사한다. 반면 수익성이 높은 기업의 경우 지배주주의 소유-지배 괴리도가 연구개발투자에 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 소유-지배 괴리도와 수익성 간에 부(-)의 관계를 반영하는 것으로 볼 수 있다. 통제변수의 경우, 수익성이 높은 기업에서는 현금흐름의 유의성이 나타나지 않았으며 기업규모는 연구개발투자에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

[표 5] 수익성에 따른 소유지배 괴리도와 연구개발 투자의 관계

[Table 5] The impact of control-ownership disparity on R&D investment according to profit level

| 변수                     | 수익성 높은 기업              |                        | 수익성 낮은 기업             |                       |
|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|
|                        | Model(1)               | Model(2)               | Model(3)              | Model(4)              |
| 소유지배괴리도                | 1.220<br>(0.713)       | 2.465<br>(1.119)       | -5.507***<br>(-3.723) | -5.942***<br>(-3.097) |
| 최대주주지분율                |                        | 2.618<br>(0.897)       |                       | -0.949<br>(-0.357)    |
| 현금흐름                   | -0.543<br>(-0.350)     | -0.305<br>(-0.194)     | -3.224*<br>(-1.746)   | -3.230*<br>(-1.746)   |
| 부채비율                   | -0.047<br>(-0.198)     | -0.049<br>(-0.207)     | -0.009<br>(-0.130)    | -0.003<br>(-0.041)    |
| 투자기회                   | 0.169<br>(0.874)       | 0.161<br>(0.831)       | 0.146<br>(0.405)      | 0.153<br>(0.421)      |
| 기업규모                   | 0.865***<br>(3.128)    | 0.866***<br>(3.128)    | 0.099<br>(0.293)      | 0.067<br>(0.190)      |
| 상수                     | -11.256***<br>(-2.775) | -11.931***<br>(-2.891) | 1.942<br>(0.404)      | 2.655<br>(0.509)      |
| 관측수                    | 294                    | 294                    | 295                   | 295                   |
| Overall R <sup>2</sup> | 0.065                  | 0.069                  | 0.084                 | 0.085                 |
| F statistics           | 2.896**                | 2.545**                | 3.893***              | 3.252***              |

주: 괄호 안 수치는 t값, \* p<0.10, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

### 5. 결론 및 시사점

본 연구는 지배주주의 소유-지배 괴리도가 연구개발 투자에 미치는 영향을 규명하기 위해 2001년부터 2009년까지 대규모 기업집단 소속 제조업 기업을 대상으로 패널 분석을 실시하였다. 실증분석 결과, 연구개발투자와 지배주주의 소유-지배 괴리도 사이에는 유의적인 부(-)의 관계가 존재하였고 이러한 결과는 특히 수익성이 낮은 기업의 경우 부(-)의 관계를 보여주고 있다. 본 결과는 대규모 기업집단의 경우 지배주주가 소유지분을 초과하는 지배권을 가질수록 지배주주의 사적 이익을 위해 기업 자산을 유용할 유인이 증가하고 그로 인해 장기적 연구개발 투자를 줄이고 있음을 시사하고 있다. 따라서 지배주주의 소유권과 지배권 사이의 괴리가 커질수록 기업은 연구개발 투자를 감소시킴으로써 장기적으로 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수 있음을 제시한다.

### References

[1] Amihud, Y. and Lev, B., "Risk Reduction As A

Managerial Motive For Conglomerate Mergers," *The Bell Journal Of Economics*, 12, 605~617, 1981.

[2] Attig N., Excess Control and the Risk of Corporate Expropriation: Canadian Evidence," *Canadian Journal of Administrative Science*, 24, 94~106, 2007

[3] Bae, K.H., Kang J.K. and Kim J. M., "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Group," *Journal of Finance*, 57(6), 2695~2740, 2002.

[4] Choi H.M. and Cho Y.G., "Control-Ownership Disparity and Firm Value: The Moderating Effect of Foreign Ownership," *International Business Review*, 15(3), 93 ~ 108, 2011.

[5] Choi K. D. and Ahn H. B., "After Economic Crisis, An Empirical Study on Relationship among the Governance -Ownership Structure of Korean Chaebol firms, Accounting Policy and Firm Value: Considering on an endogenous effect," *Journal of Industrial Economics and Business*, 20(2), 551~577, 2007.

[6] Claessens, S. Djankov, S., Fan, H. and Lang, L. H. P., "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholder," *Journal of Finance*, 57(6), 2741~2771, 2002.

[7] Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen., "Agency Problem and Residual Claims", *Journal Of Law and Economics*, 26, 327-349. 1983.

[8] Gugler, K. and Yurtoglu, B., "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany," *European Economic Review*, 47, 731~758, 2003.

[9] Hoskisson, R. E., Hitt, A. and Hill, L., "Managerial Incentives and Investment in R&D in Multiproduct Firms," *Organizational Science*, 4, 325~341, 1993.

[10] Jensen Mi.C. and William Meckling, "Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305~360, 1976.

[11] Jensen Michael C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76, 323~329, 1986.

[12] Johnson S., La Porta R., Lopez-De-Silanes, F., and Shleifer, A. "Tunneling," *American Economic Review*, 90(2), 22-27, 2000

[13] Joh, S. W., "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis," *Journal of Financial Economics*, 68, 287~322, 2003.

[14] Kang W., Shin H. H. and Chang J. H., "The Effect of a Disparity between Cashflow Right and Voting Right

on Firm Value and Performance: The Case of Korean Large Business Groups," *The Korean Journal of Finance Association*, 18(2), 1~39, 2005.

[15] Kim D. H., Kim D. W. and Kim B. G., "Ownership - control Disparity and Corporate Diversification in Korea: Perspectives of Agency Problem," *The Korean Journal of Financial Engineering*, 9(3), 123~147, 2010.

[16] Kim D. H., Kim D. W. and Kim B. G., "Ownership-control Disparity and Corporate Value in Korea: The Consequences of Owner-managed and Agent-Led Firm," *The Korean Journal of Financial Engineering*, 10(1), 67~97, 2011.

[17] Kim P. K., "The Effects of Capital Structure and Internal Funds on Investments," *Journal of CEO and Management Studies*, 7(2), 61~83, 2004.

[18] Kim. J.-B. and Yi, C. H., "Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status and Earning Management: Evidence from Korea," *Contemporary Accounting Research*, 23(2), 427~464, 2006.

[19] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance*, 57(3) 1147~1170, 2002.

[20] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54(2), 471~517, 1999.

[21] Lemmon, M. L. and Lins, K. V., "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: evidence from the East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance*, 58(4), 1451~1468, 2003.

[22] Lins, K. V. and Servaes, H., "Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets," *Financial Management*, Summer, 5~31, 2002.

[23] Lins, K. V., "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," *Journal of Financial quantitative analysis*, 38(1), 159~184, 2003.

[24] May, D.O., "Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies?," *Journal of Finance*, 50(4), 1291~1308, 1995.

[25] Mitton, T., "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 64, 215~241, 2002.

[26] Myers, S. C. and Majuf, N. S., "Corporate Financing and Investment Decision: When, Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 23, 187~221, 1984.

[27] Shleifer, A. and Vishny, R. W., "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52(2), 737~783, 1997.

[28] Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D. and Jiang, Y., "Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal and Principal Perspective," *Journal of management studies*, 45(1), 196~220, 2008

**최 향 미(Hyang Mi Choi)**

[정회원]



- 2002년 2월 : Cranfield School of Management(MBA)
- 2007년 9월 ~ 현재 : 서울대학교 대학원 경영학과 박사과정

<관심분야>

국제재무, 기업지배구조, 외국인투자자

**조 영 곤(Young-Gon Cho)**

[정회원]



- 1987년 8월 : 연세대학교 대학원 경영학과 (경영학 석사)
- 1999년 8월 : 서울대학교 대학원 경영학과 (경영학 박사)
- 2002년 9월 ~ 2011년 2월 : 동국대학교 경상학부 교수
- 2011년 3월 ~ 현재 : 상명대학교 국제통상학과 교수

<관심분야>

경영전략, 기업지배구조, 국제합작투자