

외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향*

박경서** · 이은정***

<요 약>

본 논문은 최근 논란이 되고 있는 외국자본의 영향력 확대 문제를 외국인투자자가 국내기업의 배당, 투자 및 지배구조에 미치는 영향의 관점에서 분석하고 있다. 분석결과 수익성과 성장성이 좋은 기업의 경우 외국인지분율의 증가는 오히려 배당을 줄이고 투자를 촉진하는 성향을 보이고 있어 외국인투자자가 기업의 자원배분의 효율성을 증가시키는 역할을 하고 있음을 시사하고 있다. 또한 이러한 경영의사결정의 효율화는 주로 외국인지분율의 증가, 특히 단독으로 5% 이상의 지분율을 가진 외국인투자자의 존재와 이로 인한 기업지배구조의 개선을 통해 유도되는 것으로 확인된다.

결론적으로 일부 기업에서 논란이 되고 있는 외국인투자자의 부정적 영향력과 과도배당 등의 문제는 소수 기업의 문제로 해석하는 것이 타당하며 전체적으로 외국인투자자가 국내기업의 경영에 미치는 영향은 비교적 긍정적인 것으로 평가되어야 한다.

핵심주제어 : 외국인투자자, 배당, 투자, 기업지배구조

JEL 분류기준 : G3

I. 서 론

1. 논문의 배경과 목적

1991년 외국인투자자에 대한 국내주식 보유규제가 완전 자율화된 이후 외국인투

* 투고일(2006. 6. 20.), 수정논문 접수일(2006. 12. 26.), 게재 확정일(2006. 12. 27)

** 고려대학교 경영학과 교수(Tel: 02-3290-1950, E-mail: kspark@korea.ac.kr)

*** 한국기업지배구조개선지원센터 연구위원(Tel: 02-3775-3711, E-mail: lej@cgs.or.kr)

자자가 국내 자본시장 및 기업경영에 미치는 영향은 매우 상당한 수준으로 확대되어 왔다. 시가총액 상위의 대형 우량주에 있어서는 이미 70% 내외의 주주가 외국인투자자로 등록되어 있으며 전체 시가총액 중 외국인 투자자가 소유한 금액의 비중은 2005년 10월말 현재 40%를 초과한다.

국내 경제에 있어 외국인투자자의 영향력이 확대되면서 여러 가지 긍정적 측면과 부정적 측면에 대한 논의가 활발히 제기되고 있다. 외국자본이 국내 경제와 기업에 갖는 긍정적 측면은 무엇보다 장기 자기자본의 제공을 통한 경영의 안정화와 선진 경영기법의 전수 등을 통한 경영효율성의 개선, 경영권 도전을 통한 기업의 지배구조와 경영투명성 개선의 효과, 금융자본의 효율적 배분을 통한 경제성장애의 기여 등 여러 가지가 언급될 수 있다.

하지만 이와 동시에 외국자본이 갖는 부정적 측면에 대한 논의도 부각된다. 투기적 자본이 단기차익을 추구하는 경영행태로 국내 자본시장과 기업경영이 불안정해지는 문제, 특히 국내 은행산업에 있어 외국자본이 대주주로 있는 은행들이 늘어남으로써 기업금융이 약화되고 소비자금융만 강화되는 자원배분상의 왜곡문제, 경영권 도전으로 인한 경영의 불안정성 증가, 특히 국내경제에 심각한 영향을 미칠 수 있는 기간산업적 성격의 기업에 대한 경영권 도전과 이것이 가져올 수 있는 부정적 전후방 효과, 단기적 투자성향으로 인해 기업의 장기적 투자를 저해하는 문제, 고배당과 유상감자 등을 통한 기업자본의 급속한 회수문제 등이 그것이다.

특히 최근에는 한국경제에 있어 외국인 투자자의 순기능과 역기능에 대한 논의가 활발히 제기되고 있는 상황이다. 예를 들면, 외국인 투자자들이 과도한 배당을 요구한다든가, 장기적 투자를 기피하고 단기적인 수익성 제고에 대한 압력을 가한다든가의 문제 제기가 바로 그것이다. 또한 기업의 재무적 전략뿐만 아니라 SK사태에서 나타난 바와 같이 기업의 지배구조와 경영권에 대한 개입현상도 나타나고 있으며 향후 그 빈도와 영향력이 더욱 강해질 것으로 예상되기도 한다. 안타까운 것은 이러한 외국자본의 행태에 대해 많은 사람들이 매우 감정적인 대응을 하고 있으며 정부당국에서도 국내기업의 경영권을 보호하기 위해 황금주 등 차등의결권을 가진 주식의 발행을 전면적으로 허용하는 방안을 적극적으로 검토하고 있다는 것이다.

본 연구의 목적은 과거 지배주주에 의해 독점되어 왔던 국내기업 경영이 외국인

주주의 등장으로 어떠한 변화를 일으키고 있는가를 체계적인 실증분석을 통해 연구하는 데 있다. 국내 기업경영의 주요한 의사결정자로서 창업대주주와 이의 친족 등의 역할이 축소되면서 외국인 투자자에 의한 경영권 행사요구 증가와 경영권에 대한 도전은 국내기업의 경영에 심대한 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 이를 위해 본 연구는 기업의 투자, 배당 등 현금지급정책 및 지배구조 등에 있어 외국인 주주의 역할과 영향력을 분석한다.

본 연구는 과거 단편적으로 이루어져 왔던 외국인 투자자에 대한 논의를 국내기업의 재무적 자료와 기업지배구조 자료를 사용하여 체계적으로 분석하고 정책적 시사점을 제공한다는 점에서 의의를 갖는다. 즉, 기존의 연구들이 외국인지분율과 배당간의 관계를 단순하게 분석하고 있을 뿐, 본 연구에서와 같이 기업의 수익성과 성장성에 따라 배당과 투자에 있어 외국인투자자의 영향이 어떻게 달라질 수 있는가에 대해서는 분석하고 있지 않다. 본 연구는 배당과 투자가 기업가치를 제고하는가 또는 감소시키는가에 대한 판단이 해당기업의 수익성과 성장성에 따라 달라질 수 있다는 전제하에 외국인투자자의 영향력을 분석하고 있다는 점에서 기존 연구와 차이를 갖는다. 또한 외국인투자자가 기업의 투자와 배당에 영향을 미치는 경로에 대한 연구는 기존에 거의 다루어지지 않고 있는데 본 연구에서는 이의 경로로서 외국인투자자가 기업지배구조 개선에 미치는 영향력을 분석하고 있다.

한편, 신흥경제국가에 있어 외국인투자의 장단점에 대한 연구가 주로 거시적 성격의 연구로 제한되어 왔다는 점에서 기업의 재무정책 자료를 이용한 본 연구는 신흥경제국가의 시장개방정책, 금융시장정책 및 기업지배구조정책 등에 있어 새로운 정책적 시사점을 제공할 것이라는 점에서도 연구의 의의를 갖는다. 특히 1인대주주에 의해 독점되어 온 국내기업의 경영권이 외국인주주에 의해 견제되고 감시되는 상황 하에서 기업의 주요한 전략적 의사결정에 어떠한 변화가 있는가를 분석하는 것은 신흥경제국가에 속한 기업들에 대한 분석을 통해서만 얻을 수 있는 중요한 시사점을 제공할 것이다.

본 연구에서는 외국인 투자자의 존재로 인해 국내기업에 있어 과도한 배당이 발생하는지 또는 장기적 투자가 위축되는지의 문제를 분석한다. 또한 외국인 투자자가 국내 기업의 지배구조에 미치는 영향에 대해서도 분석함으로써 외국자본의 역할에 대한 시사점을 제공하고자 한다.

2. 가설의 도출

1) 배당과 투자의 의의

기업에 있어 배당은 자금조달과 투자활동의 결과를 투자자인 주주들에게 돌려주는 주요 수단으로 기업의 가치를 결정하는 중요한 잣대가 된다. 흔히 주주들은 배당수익(dividend yield) 이외에 주가상승에 따른 자본수익(capital gain)을 중시하나 자본수익도 근본적으로는 미래의 배당수준에 의해 결정된다.

배당은 또한 기업의 경영자 입장에서 자신의 능력과 기업의 성과를 과시할 수 있는 수단이 된다는 점에서 중요한 정보전달(signalling)기능을 가진다. 따라서 경영자는 일정 수준의 배당을 해야 한다는 시장압력을 받게 되고 이는 간접적인 경영감시기능을 제공한다. 특히 경영자는 기업 내에 많은 잉여현금흐름(free cash flow)을 보유할 경우 별로 수익성이 없는 사업에 투자하여 궁극적으로 주주가치를 떨어뜨리는 성향이 있는 것으로 알려져 있는데 배당은 이러한 대리인 문제(agency problem)를 완화하는 데도 도움이 된다.

그러나 국내에서는 기업경영과 주식시장에 있어 배당이 갖는 의미는 매우 제한적이었다. 국내기업들은 금융시장의 취약성으로 인한 비효율적인 외부자본조달시장의 문제점과 만성적인 초과자금수요의 문제를 극복하기 위해 순이익의 내부유보를 선호하였으며 이에 따라 상대적으로 낮은 배당성향을 나타내 왔다. 이러한 장기간에 걸친 소극적 배당행태의 문제점은 궁극적으로 주식투자자들이 투자자금을 회수할 수 있는 유일한 수단은 배당이라는 점이다.¹⁾

지난 30년간 우리나라 상장기업의 배당성향(배당/순이익)은 주요 선진국과 비교하여 절반 이하의 수준에 불과하며, 미국기업이나 일본기업의 배당성향은 증가추세를 보이는 것과는 대조적으로 국내기업의 배당성향은 점차 하락하는 추세를 보여왔다. 미국기업의 경우 배당성향은 70년대 39.9%, 80년대 46.1%, 90년대 73.7%로 증가하는 추세를 보였고, 일본기업의 경우에도 각각 42.9%, 28.6%, 60%를 나타내고 있다. 반면, 국내기업은 70년대 41.3%에서 90년대에는 오히려 20.4%로 낮아지

1) 물론 현금배당 이외에 자사주 매입도 주주들에게 기업의 수익을 되돌려 줄 수 있는 수단을 제공하나 본 연구에서는 현금배당에 초점을 맞춘다.

는 등 배당성향이 매우 낮은 추세를 보이고 있다.²⁾

특히 여타 투자기회수익과 상대적 비교시 우리나라의 배당수익률은 외국에 비하여 매우 낮은 수준이었다는 점에서 지배당의 문제점은 더욱 심각하다. 각국의 평균배당수익률과 공금리 수준을 비교해 보면, 미국의 경우 연평균 배당수익률은 공금리수준의 0.48배인 2.4%이며, 영국 기업의 배당수익률은 공금리수준의 0.50배인 4%대를 유지하고 있다. 또한 연평균 배당수익률이 0.92%에 불과한 일본의 경우에도 이는 공금리수준의 0.34배에 달하고 있다. 이에 비해 우리나라의 연평균 배당수익률은 공금리수준의 0.13배에 불과한 1.7% 수준이다.³⁾

한편, 기업의 배당은 흔히 잔여적 의사결정이라고 해석되는 바와 같이 배당은 투자 등 기업의 여타 자금소요가 결정된 후 이루어지는 결정이다. 기업의 투자는 물론 미래 사업의 수익성이 자본비용을 초과하는가에 따라 결정되는데, 기업지배구조가 취약하여 경영자와 주주간 정보비대칭의 문제가 존재할 경우 이해상충의 문제로 인해 기업의 투자는 최적으로 이루어지지 않는다. 즉, 경영자는 때로는 NPV가 0보다 작은 사업에 투자하거나 기업의 자원을 사적 효용의 충족을 위해 낭비하는 도덕적 해이의 문제를 나타내기도 한다.

경영자가 최적의 투자의사 결정을 내리도록 유도하기 위한 수단으로서 외부주주에 의한 경영자 감시가 매우 중요한데 외국인 투자자는 국내투자자에 비해 단일 투자자로서 투자금액이 크며, 장기적 투자성향을 갖고 있는 기관투자자⁴⁾라는 점에서 국내기업의 경영, 특히 투자의사 결정에 영향을 미칠 수 있다.

기업의 경영에 개입하는 주체로서 외국인투자자와 내국인투자자간의 차이는 전자의 경우 기업관련 정보에 대한 접근의 한계성으로 인해 보다 많은 정보비대칭의 문제에 직면하게 되며 흔히 이로부터 발생하는 투자의 불확실성 문제 때문에 내국인투자자에 비해 보다 높은 자기자본비용을 요구할 수 있다. 이러한 요구수익률상의 차이가 국내기업의 투자에 미치는 영향은 불확실한 투자를 보다 기피하도록 요구하는 압력으로 외국자본이 작용할 수 있다는 것이다.

2) 한국은행, 『기업경영분석』 참조

3) 증권거래소, 『증권통계연보』 및 IMF, “International Financial Statistics” 참조

4) 증권거래소에 따르면 2004년 기준으로 내국인 개인투자자의 경우 연간회전율이 1,800%, 기관투자자의 경우 500%, 그리고 외국인투자자의 경우 180%로 조사되었다.

본 연구에서는 과연 외국인 투자자의 존재가 국내기업의 투자를 위축시키는 요인으로 작용할 것인가를 살펴봄으로써 이에 대한 답을 제공한다.

2) 기존의 연구

배당의사결정모형과 관련된 논문을 중심으로 기존의 주요한 연구결과를 살펴보면 다음과 같다. Lintner(1956)와 Baker · Farrelly · Edelman(1985) 등은 미국기업의 경영자들이 배당에 관한 의사결정 시 구체적으로 어떤 요소들이 영향을 미치는가를 분석하기 위해 경영자들과의 인터뷰 결과를 이용하였다. 인터뷰 결과 경영자들은 배당 수준을 결정할 때 미래예상이익수준, 과거의 배당지급행태, 현금이용가능성 등에 의해 배당수준을 결정하는 것으로 나타난 반면 투자소요액은 배당정책에 거의 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. Rozeff(1981)는 매출액성장률과 내부자지분율 및 기업의 위험도를 나타내는 Beta는 배당성향과 음(-)의 관계를 가지며 주가는 배당성향과 유의적인 양(+)의 관계에 있다고 주장하였다.

반면에 Crutchley-Hansen(1989)은 미국의 상장기업에 대한 실증분석을 통해 기업 규모가 클수록, 기업의 경영위험이 클수록, 자기자본비용이 낮은 기업일수록 배당지급을 늘리려는 경향이 있음을 보고하였으며, Jensen · Solberg · Zorn(1992)은 내부자지분율이 높을수록 배당이 낮은 반면 수익성이 높을수록, 성장률이 낮을수록, 투자수준이 낮은 기업일수록 배당을 많이 하는 것으로 나타났다.

한편 국내 문헌으로 육근효(1989)는 우리나라 기업의 배당결정요인에 대해 분석한 결과 매출액성장률이 높은 기업일수록, 최대주주의 지분율이 높을수록, 그리고 베타계수가 큰 기업일수록 배당성향이 낮게 나타난다고 주장하였다. 주상용(1993)은 Value Line Investment Survey에 속하는 표본기업을 대상으로 Fama and Blahnik(1968)의 이익배당모형을 이용하여 배당성향 및 배당조정계수 모두가 1% 유의수준에서 내부자소유지분율과 유의적인 음(-)의 관계에 있음을 발견하였다. 이정도 · 공정택(1994)은 우리나라 상장기업의 재무적 요인과 현금배당률 수준간의 관련성을 분석한 결과 성장성, 경영위험, 안전성 등은 배당과 유의적인 음의 관계가 있으며 연구개발비, 수익성, 기업규모, 주주 수 등은 배당과 유의적인 양의 관계를 갖는다고 보고하였으나 전체적인 모형의 설명력이 낮았다.

원정연·김성민(1999)은 기존의 배당결정모형의 설명력이 낮다는 것을 지적하면서 재무담당임원에 대한 설문조사를 통해 경영자들의 배당정책결정요인을 분석하고 있는데 경영자들이 고려하는 주요 배당결정요인으로는 당기순이익규모, 회계상의 배당가능이익, 향후 필요한 현금흐름, 기업의 미래 예상이익규모 등 기업 내적인 요인과 과거의 배당성향이나 과거의 배당액, 동종업계 배당지급관행, 시중금리수준 등 기업 외적인 요인도 중요하게 인식하고 있는 것으로 나타났다. 김철중(1996)은 대리인이론과 정보비대칭이론 및 페킹오더가설 등을 기초로 재무정책의 결정요인과 상호의존관계를 설명하고 있는데 내부자지분율이 배당비율에 약한 음(-)의 영향을 미친다는 것을 확인하였다.

한편, 본 연구와 가장 밀접한 연구로 외국인 주주와 배당에 관한 논문으로 설원식·김수정(2005)은 Tobit 모형을 통해 외국인 비중이 5% 이상인 기업들을 대상으로 외국인의 주식소유비중과 배당수준이 유의적인 양(+)의 관계가 있음을 확인하였다. 반면에 박상용·빈기범·조성훈(2005)은 패널모형을 이용하여 외국인지분율이 기업의 배당성향을 설명하지 못한다고 주장하였다. 하지만 이들 연구는 외국인 지분율과 배당간의 관계를 단순하게 분석하고 있을 뿐, 본 연구에서와 같이 기업의 수익성과 성장성에 따라 외국인투자자의 역할이 어떻게 달라질 수 있는가에 대해서는 분석하고 있지 않다.

투자결정에 관한 연구로 Fazzari·Hubbard·Peterson(1988)은 배당성향이 낮은 기업이 배당성향이 높은 기업보다 투자의 현금흐름 민감도가 높다고 주장하였다. Hoshi·Kashyap·Scharfstein(1991) 그리고 Mills·Morling·Tease(1995)는 기업투자는 현금흐름 및 매출액과는 양(+)의 관계를 갖고 부채비율과는 음(-)의 관계를 갖는다고 주장하였다. Cho(1998)의 연구에 의하면 토빈 Q는 투자지출에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 반면 소유구조는 유의성이 없는 것으로 나타났다. 한편 국내문헌으로 윤봉한·오규택(1999)은 재벌기업에 비해 독립기업의 경우에 기업의 투자지출이 기업의 내부자금의 변화에 더욱 민감하게 반응한다고 주장하였다. 전상경·정무권(2005)은 주가연계성이 강한 경영자 보상구조를 가진 기업일수록 위험성이 높은 연구개발 투자 및 유형자산 투자를 증가하고 부채비율은 상대적으로 낮게 유지한다는 결과를 보고하고 있다.

한편, 외국인 투자자는 규모가 크고 수익성이 우량한 기업에 주로 투자한다는 연구들이 일부 존재한다(Kang · Stulz(1997) 참조). 하지만 이들 기존 연구들은 기업의 소유구조, 특히 외국인 투자자의 존재가 기업의 투자행태에 미치는 영향에 대해서는 전혀 다루고 있지 않다.

본 연구에서는 1993년 이후 국내상장기업의 외국인지분율과 배당 및 투자행태 간의 관계를 분석함으로써 과연 외국인투자자의 존재가 국내기업의 배당 및 투자에 어떠한 영향을 미치는가를 살펴본다. 이를 통해 신흥경제국가에 있어 해당 국가의 기업경영에 외국자본이 미치는 역할에 대한 긍정적 측면과 부정적 측면에 대한 시사점을 제공하는 것이 본 연구의 목적이다.

3) 가설의 도출

외국인투자자가 국내기업의 배당, 투자 및 지배구조에 어떠한 영향을 미칠 것인가에 대해서는 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 1 : 외국인 투자자의 존재는 국내기업의 배당성향을 높일 것이다.

외국인 투자자와 국내투자자간의 가장 주된 차이는 이들이 국내기업에 대한 정보접근상의 차이로 인해 보다 큰 정보비대칭문제에 직면할 수 있다는 것이다. 외국인투자자들이 주로 대규모 우량기업에 투자하는 것도 이러한 정보비대칭의 문제를 가능한 최소화하기 위한 대응의 결과로 해석할 수 있다. 한편 이러한 관점에서 투자대상기업의 배당정책과 관련하여 외국인투자자는 내국인투자자에 비해 보다 높은 배당을 요구할 가능성이 높다. 즉, 투자수익을 기업내부에 유보하기보다는 가능한 배당 등을 통해 환수하는 정책을 선호할 것이다. 특히 지리적 접근성 등으로 인해 국내기업의 경영에 대한 감시와 견제가 용이하지 않은 상황에서 이익의 내부유보와 이로 인한 잉여현금흐름의 축적보다는 배당을 통한 수익확보전략을 선호할 것이다. 물론 이러한 영향력은 외국인지분율이 일정 수준 이상에 달할 경우에만 작용할 수 있다는 점에서 외국인지분율과 배당간의 관계는 비선형적일 가능성도 있다. 실증분석에 있어서는 배당률이나 배당성향 등을 종속변수로, 외국인

지분율을 설명변수로 설정한 모형분석을 통해 가설을 검증한다.

가설 2 : 국내기업의 수익성과 성장성이 낮을수록 외국인투자자의 존재는 국내 기업의 배당성향을 높일 것이다.

한편, 외국인투자자는 국내 일반투자자에 비해 보다 장기적 관점에서 투자한다는 점에서 배당에 있어 선별적인 영향력을 행사할 가능성이 높다. 투자액 대비 거래액으로 평가한 거래회전율에 있어 외국인투자자는 국내 개인투자자나 기관투자자에 비해 보다 낮은 수준을 나타내고 있어 일반적으로 알려진 것과는 달리 외국인투자자의 특정 기업에 대한 주식보유기간은 국내투자자보다 더 긴 것으로 나타난다(박경서(1994)). 특히 외국인투자자가 국내투자자에 비해 보다 합리적 기준에 의해, 또는 보다 많은 정보에 기초하여 기업의 투자의사결정에 영향을 미친다면 기업의 수익성과 성장성이 낮을 경우에는 배당성향을 높이고 반대로 수익성과 성장성이 높을 경우에는 배당성향을 낮추는 영향력을 행사할 수도 있을 것이다. 실증분석에 있어서는 기업의 수익성과 성장성을 기준으로 분석대상기업을 구분하여 각 표본집단에 있어 외국인지분율과 배당간의 관계를 파악하고 더미변수와외의 교차변수를 사용하여 본 가설을 검증한다.

가설 3 : 외국인 투자자의 존재는 국내기업의 투자를 위축시킬 것이다.

만약 외국인투자자가 내국인투자자에 비해 보다 많은 정보비대칭의 문제에 직면하고 있다면 외국인투자자의 투자 자본에 대한 요구수익률은 보다 높을 것이며 이에 따라 위험투자를 기피하는 성향을 보일 것이다. 특정 투자자의 요구수익률이 높을 경우 유사한 수익성을 갖는 투자안 중에서도 그 수익의 발생이 보다 장기간에 걸쳐 발생하는 투자안을 기피하게 되는 성향을 갖는다. 기업의 투자는 다양한 형태로 이루어지는데 R&D투자는 그 성과가 특히 장기에 걸쳐서 회수되는 성격을 갖는다. 실증분석에서는 외국인지분율과 R&D투자간의 관계를 분석하여 본 가설을 검증한다.

가설 4 : 국내기업의 수익성과 성장성이 낮을수록 외국인투자자의 존재는 국내 기업의 투자를 줄이는 경향을 가질 것이다.

반면에 만약 외국인투자자가 국내기업의 투자의사결정에 있어 국내투자자에 비해 합리적인 영향력을 행사한다면 투자기업의 수익성과 성장성이 낮을 경우에만 선별적으로 투자를 줄이는 방향으로 영향력을 행사할 것이다. 실증분석에 있어서는 수익성과 성장성에 따라 표본기업을 분류하여 생성된 더미변수와 외국인지분율간의 교차변수를 이용하여 동 가설을 검증한다.

가설 5 : 외국인투자자는 국내기업의 지배구조를 개선하는 효과를 가질 것이다.

내국인에 비해 정보접근성이 떨어지고 경영개입비용이 높은 외국인투자자는 보다 투명한 기업경영과 외부주주를 보호하는 기업지배구조를 선호할 것이므로 외국인지분율과 기업지배구조지수간에는 양의 상관관계가 관찰될 것이다. 특히 외국인지분율의 증가는 기업지배구조의 추가적인 개선을 유도하는 효과를 가질 수 있다. 본 연구에서는 외국인지분율 증감이 기업지배구조에 미치는 영향을 계량적으로 검증한다.

II. 표본의 선정 및 요약

실증분석을 위한 연구대상기간은 1993 회계연도부터 2003 회계연도까지의 기간을 이용하였다. 즉 IMF경제위기 발생년도인 1998년도를 기준으로 표본기업을 두 기간으로 나누어 각각 분석하였다. 외환위기 전기간은 1993년부터 1997년까지, 외환위기 후기간은 1999년부터 2003년까지로 구성하였다. 분석표본으로는 연구대상기간 중 한국증권거래소에 상장된 제조업 중에서 주가자료를 포함하여 실증분석을 위한 재무 및 회계자료가 이용 가능한 기업을 대상으로 하였다. 표본기업의 재무자료 및 지분율 자료는 한국상장회사협의회(Korea Listed Company Association:

KLCA)의 KLCA-Database를 이용하였으며 추가자료는 한국증권연구원의 KSRI Stock Database에서 추출하였다. 또한 지배구조 평가자료는 한국기업지배구조개선지원센터(KCGS)의 평가자료를 이용하였다.⁵⁾

1. 배당관련 기초통계량

표본기업의 요약통계량이 <표 1>에 나와 있는데, 배당성향⁶⁾을 기준으로 평균 초과인 그룹과 평균 이하인 그룹으로 구분하여 각 그룹의 기초통계량을 제시하였다. 또한 이 두 그룹간의 차이가 있는지를 살펴보기 위한 차이값 검증은 평균을 이용한 t-검정을 이용하였다.

<표 1>에 따르면 국내기업의 배당성향은 외환위기 이전 28.1%에서 외환위기 이후 19.9%로 감소하고 있다. 외국인지분율의 경우 단순평균으로 각각 4.84%와 6.68%를 나타내고 있어 대부분의 외국인 지분은 시가총액 상위기업에 집중되어 있음을 보여주고 있다. 한편, 외환위기 이후기간 중 배당성향이 평균 이하인 기업과 평균 초과인 기업으로 표본기업을 구분하여 양자 간 외국인지분율을 비교하여 보면 전자의 경우 5.82%, 후자의 경우 8.26%로 외국인지분율이 높을수록 배당성향은 다소 높아지는 것으로 나타난다. 다만, 배당성향이 평균을 초과하는 기업의 경우 평균 이하 기업에 비해 자산대비 부채비율이 낮아 배당을 통한 자기자본의 감소 여유가 있으며 (65.8% 대 44.8%), 토빈 Q가 낮고 (0.953 대 0.795), 총자산대비 현금흐름이 커 (4.12% 대 7.01%) 주주 입장에서 배당을 통한 자본회수의 유인이 존재한다. 또한 배당성향 평균 초과 기업은 배당성향 평균 이하 기업에 비해 총자산영업이익률이 높고 (3.22% 대 6.37%), 연도별 영업이익이익률의 표준편차로 계산된 영업위험이 낮아 (5.67% 대 3.20%) 정보비대칭 하에서 경영자가 기업의 경영성과에 대한 신호를 전달(signal)하기 위한 수단으로서 배당이 사용되고 있는 상황을 시사하고 있다.

5) 기업지배구조개선지원센터(Korea Corporate Governance Service)는 매년 전체 유가증권상장법인 및 코스닥상장법인에 대하여 지배구조를 평가하고 있으며, 동 센터의 지배구조 평가기준은 크게 5부문으로 구성되어 있는데, 이는 주주권리 보호, 이사회(구성 및 운영), 경영투명성 및 공시, 감사기구, 경영과실배분이다.

6) 본 논문에서는 현금배당성향을 사용한다.

따라서 단순히 외국인지분율이 높은 기업에 있어 배당성향이 높다는 이유로 이의 원인을 외국인 투자자의 압력에 의한 것으로만 해석할 수는 없으며 다양한 재무적 요인이 배당정책에 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

근래에 들어와 일부 기업의 경우 500%를 초과하는 배당성향을 기록하였는데 이러한 고배당이 외국인투자자의 요구에 의해 실시되었다는 점에서 논란이 되고 있다. 따라서 본 연구에서는 이러한 고배당의 문제를 살펴보기 위해 배당성향이 100% 초과인 기업과 100% 이하인 기업으로 표본기업들을 구분하여 각 그룹의 기초통계량을 살펴보았다. <표 2>에는 그 결과가 제시되어 있다. 외환위기 이후기간의 경우 여타 기업과 고배당기업을 비교하여 보면 고배당기업은 여타 기업에 비해

<표 1> 기초통계량

a. 외환위기 전(1992~1997)

	전 체 (N=3154)			배당성향 평균 이하 (N=1994)			배당성향 평균 초과 (N=1160)			차이값 검증
	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	
배당성향	0.2811	0.0000	12.0257	0.0642	0.0000	0.2804	0.6538	0.2814	12.0257	0.0001
외국인 지분율	0.0484	0.0000	0.8556	0.0452	0.0000	0.7734	0.0539	0.0000	0.8556	0.0020
R&D투자율	0.0015	0.0000	0.0417	0.0014	0.0000	0.0417	0.0018	0.0000	0.0287	0.0034
기업규모 (십억)	497	5	46,871	532	5	46,871	435	5	23,066	0.0932
부채/자산	0.6991	0.0713	8.9326	0.7334	0.0713	8.9326	0.6403	0.1294	0.9291	0.0001
토빈 Q	1.0355	0.0714	9.1244	1.0271	0.0714	9.1244	1.0497	0.1641	4.7278	0.0913
총자산영업 이익률	0.0539	-0.6296	0.4392	0.0515	-0.6296	0.4392	0.0580	-0.0525	0.2735	0.0003
현금흐름 /자산	0.0288	-1.0945	3.1848	0.0284	-1.0945	3.1848	0.0295	-0.3587	0.4463	0.7464
내부지분율	0.2761	0.0003	0.9672	0.2889	0.0003	0.9672	0.2600	0.0009	0.8230	0.0001
기관투자자 지분율	0.1712	0.0000	0.7427	0.1634	0.0000	0.7427	0.1845	0.0000	0.5409	0.0001
영업위험	0.0288	0.0005	0.2785	0.0326	0.0005	0.2785	0.0224	0.0021	0.1702	0.0001
5% 이상 외국인대주주 유무	0.0225	0.0000	1.0000	0.0196	0.0000	1.0000	0.0276	0.0000	1.0000	0.1429

b. 외환위기 후(1999~2003)

	전 체 (N=2899)			배당성향 평균 이하 (N=1885)			배당성향 평균 초과 (N=1014)			차이값 검증
	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	
배당성향	0.1998	0.0000	16.0787	0.0462	0.0000	0.1998	0.4854	0.2000	16.0787	0.0001
외국인 지분율	0.0668	0.0000	0.9313	0.0582	0.0000	0.9313	0.0826	0.0000	0.9243	0.0001
R&D투자율	0.0034	0.0000	0.3203	0.0037	0.0000	0.3203	0.0030	0.0000	0.0400	0.0477
기업규모 (십억)	896	5	64,530	861	5	64,530	961	12	64,149	0.4588
부채/자산	0.5849	0.0199	7.4871	0.6581	0.0437	7.4871	0.4487	0.0199	0.8588	0.0001
토빈 Q	0.8990	0.1369	7.5824	0.9536	0.1369	7.5824	0.7956	0.2034	6.4868	0.0001
총자산영업 이익률	0.0433	-1.8061	0.5497	0.0322	-1.8061	0.5497	0.0637	-0.0901	0.3623	0.0001
현금흐름/ 자산	0.0513	-1.5118	0.5824	0.0412	-1.5118	0.5824	0.0701	-0.1976	0.3467	0.0001
내부지분율	0.3644	0.0000	0.9998	0.3418	0.0000	0.9998	0.4066	0.0326	0.9136	0.0001
기관투자자 지분율	0.0787	0.0000	0.9954	0.0838	0.0000	0.9954	0.0692	0.0000	0.6833	0.0011
영업위험	0.0481	0.0020	0.8719	0.0567	0.0020	0.8719	0.0320	0.0020	0.2481	0.0001
5% 이상 외국인대주주 유무	0.0904	0.0000	1.0000	0.0854	0.0000	1.0000	0.0996	0.0000	1.0000	0.2038

주 : 표본은 1993년부터 1997년(외환위기 전) 그리고 1999년부터 2003년(외환위기 후) 기간 동안 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능한 기업을 대상으로 함. 배당성향은 현금배당/당기순이익이며, R&D투자율은 (연구비+경상연구개발비+경상개발비)/총자산이고, 토빈 Q는 (보통주시가총액+부채장부가치)/총자산장부가치임. 내부지분율은 최대주주 1인 및 그 특수관계인의 지분율 총합이며, 기관투자자지분율은 금융기관, 증권회사, 보험회사가 소유하고 있는 지분율을 합한 값이고, 영업위험은 과거 5년 동안 영업이익률의 표준편차를 이용함.

외국인지분율이 높기는 하지만 (6.63% 대 9.45%), 자산대비 R&D 투자율이 낮아 투자자금수요가 적으며 (0.35% 대 0.17%), 부채비율이 낮아 과잉자본의 문제가 있고 (58.7% 대 45.2%), 토빈 Q가 낮아 자본의 효율성과 성장성이 떨어지는 것으로 시장에 의해 평가되고 있으며 (0.9028 대 0.6880), 영업이익률도 낮아 (4.34% 대 3.27%) 배당수준을 높일 이유가 존재하는 기업들이므로 나타난다.

7) R&D는 손익계산서에서 연구비, 경상연구개발비, 경상개발비의 합이며, 이를 자산으로 나누어 표준화한 변수를 사용하였다. 한편 설비투자의 증감률을 투자의 대리변수로 사용하여 동일한 분석을 시도하였으나, 결과는 대동소이하였다.

한편, <그림 1>에서는 배당성향(t기)과 전기 외국인지분율(t-1기)간의 관계를 보여주고 있는데, 대부분의 기업에서 외국인 대주주의 존재가 특별히 높은 배당성향을 보이는 것으로 관찰되지 않으며 오히려 외국인대주주가 존재하지 않는 기업에서 고배당의 경우도 자주 관찰되고 있다.

<표 2> 고배당기업과 저배당기업의 비교

a. 외환위기 전(1992~1997)

	배당성향 100% 이하 (N=3051)			배당성향 100% 초과 (N=103)			차이값 검증
	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	
배당성향	0.2135	0.0000	0.9939	2.2830	1.0097	12.0257	0.0001
외국인지분율	0.0487	0.0000	0.8556	0.0385	0.0000	0.5000	0.1824
R&D투자율	0.0015	0.0000	0.0417	0.0017	0.0000	0.0264	0.7382
기업규모(십억)	500	5	46,871	386	13	12,649	0.4117
부채/자산	0.7015	0.0713	8.9326	0.6290	0.2680	0.8780	0.0001
토빈 Q	1.0363	0.0714	9.1244	1.0110	0.5346	1.8483	0.3279
총자산영업이익률	0.0544	-0.6296	0.4392	0.0395	-0.0433	0.1685	0.0002
현금흐름/자산	0.0291	-1.0945	3.1848	0.0193	-0.1561	0.2714	0.1784
내부지분율	0.2759	0.0003	0.9672	0.2817	0.0149	0.5750	0.6799
기관투자자지분율	0.1711	0.0000	0.7427	0.1745	0.0003	0.4952	0.7503
영업위험	0.0291	0.0005	0.2785	0.0216	0.0042	0.0771	0.0001
5% 이상 외국인 대주주 유무	0.0229	0.0000	1.0000	0.0097	0.0000	1.0000	0.1917

b. 외환위기 후(1999~2003)

	배당성향 100% 이하 (N=2847)			배당성향 100% 초과 (N=52)			차이값 검증
	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	
배당성향	0.1564	0.0000	0.9973	2.5778	1.0053	16.0787	0.0001
외국인지분	0.0663	0.0000	0.9313	0.0945	0.0000	0.6864	0.1146

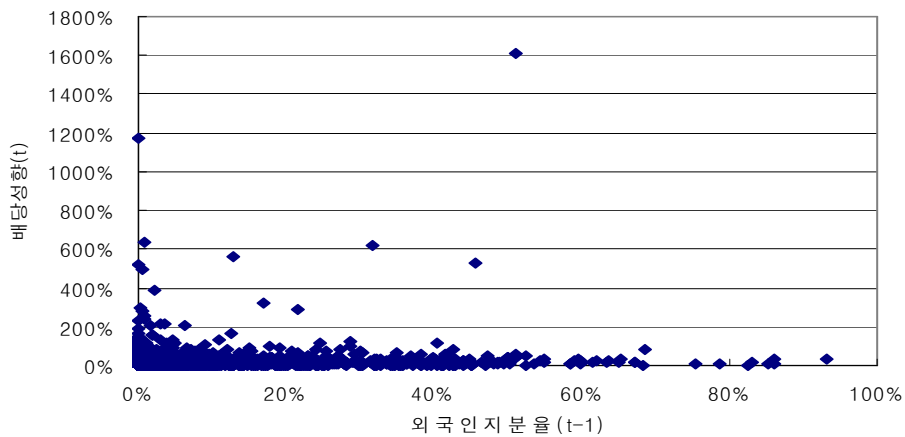
(다음 면에 계속)

(앞 면에서 계속)

	배당성향 100% 이하 (N=2847)			배당성향 100% 초과 (N=52)			차이값 검정
	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	
R&D투자율	0.0035	0.0000	0.3203	0.0017	0.0000	0.0187	0.0024
기업규모(십억)	890	5	64,530	1,249	44	15,030	0.3519
부채/자산	0.5873	0.0199	7.4871	0.4525	0.0613	0.7333	0.0001
토빈 Q	0.9028	0.1369	7.5824	0.6880	0.2255	1.2214	0.0001
총자산영업이익률	0.0434	-1.8061	0.5497	0.0327	-0.0175	0.0953	0.0067
현금흐름/자산	0.0515	-1.5118	0.5824	0.0394	-0.1283	0.2347	0.1987
내부지분율	0.3635	0.0000	0.9998	0.4133	0.0986	0.7432	0.0354
기관투자자지분율	0.0794	0.0000	0.9954	0.0399	0.0000	0.1843	0.0001
영업위험	0.0484	0.0020	0.8719	0.0348	0.0068	0.2346	0.0088
5% 이상 외국인 대주주 유무	0.0899	0.0000	1.0000	0.1154	0.0000	1.0000	0.5744

주 : 표본은 1993년부터 1997년(외환위기 전) 그리고 1999년부터 2003년(외환위기 후) 기간 동안 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능한 기업을 대상으로 함. 배당성향은 현금배당/당기순이익이며, R&D투자율은 (연구비+경상연구개발비+경상개발비)/총자산이고, 토빈 Q는 (보통주시가총액+부채장부가치)/총자산장부가치임. 내부지분율은 최대주주 1인 및 그 특수관계인의 지분율 총합이며, 기관투자자지분율은 금융기관, 증권회사, 보험회사가 소유하고 있는 지분율을 합한 값이고, 영업위험은 과거 5년 동안 영업이익률의 표준편차를 이용함.

〈그림 1〉 외국인지분율과 배당성향



주 : 표본은 1999년부터 2003년까지 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능하며 당기순이익이 0 이상인 기업을 대상으로 함. 외국인지분율은 1회계연도 전 기준으로 파악함. 두 변수간의 단순상관계수값은 0.0881이며 p값은 0.0001임.

2. 투자관련 기초통계량

다음으로 투자성향⁸⁾을 기준으로 표본기업을 평균을 초과하여 투자하는 기업과 평균 이하로 투자하는 기업으로 구분하여 각 그룹의 기초통계량을 살펴보았다(<표 3> 참조). 경제위기 이후 기간을 살펴보면 평균을 초과하는 투자성향을 가진 기업의 경우 평균 이하의 기업에 비해 외국인지분율이 높은 것으로 나타난다. 이들 기업은 부채비율이 낮은 반면 (70.15% 대 62.90%) 영업이익률은 더 낮고 (5.44% 대 3.95%) 영업위험도 낮은 편이다 (2.91% 대 2.16%). 수익성이 더 낮은 기업이 더 많은 투자를 한다는 것은 일반적인 예상과는 다른 결과로 이는 국내기업의 경영과 지배구조상에 문제점이 있음을 시사하고 있고 따라서 외국인투자자의 존재가 긍정적 역할을 할 수 있는 배경을 제공하고 있다.

한편 <그림 2>에서는 투자성향과 외국인지분율간의 관계를 보여주고 있는데, 이를 살펴보면 외국인지분율의 대소에 상관없이 투자가 이루어지며 다만 외국인지분율이 매우 높을 경우 투자가 이루어지지 않는 것을 알 수 있다.

<표 3> 투자성향에 따른 기초통계량

a. 외환위기 전(1992~1997)

	전 체 (N=3154)			투자성향 평균 이하 (N=2513)			투자성향 평균 초과 (N=637)			차이값 검증
	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	
배당성향	0.2811	0.0000	12.0257	0.2779	0.0000	11.268	0.2932	0.0000	12.0257	0.0001
외국인지분율	0.0484	0.0000	0.8556	0.0472	0.0000	0.7734	0.0532	0.0000	0.8556	0.0785
R&D투자율	0.0015	0.0000	0.0417	0.0015	0.0000	0.0417	0.0017	0.0000	0.0264	0.7382
기업규모(십억)	497	5	46,871	500	5	46,871	386	13	12,649	0.4117
부채/자산	0.6991	0.0713	8.9326	0.7015	0.0713	8.9326	0.6290	0.2680	0.8780	0.0001
토빈 Q	1.0355	0.0714	9.1244	1.0363	0.0714	9.1244	1.0110	0.5346	1.8483	0.3279
총자산영업 이익률	0.0539	-0.6296	0.4392	0.0544	-0.6296	0.4392	0.0395	-0.0433	0.1685	0.0002

(다음 면에 계속)

8) 투자성향은 자산대비 R&D투자비율을 이용하였다.

(앞 면에서 계속)

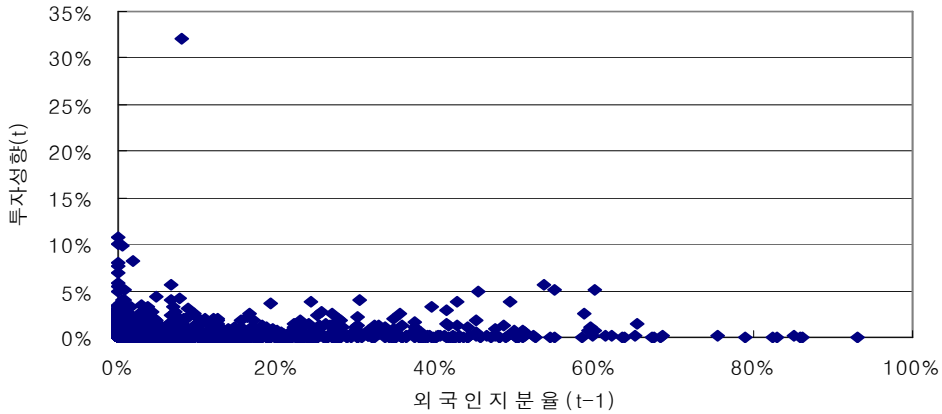
	전 체 (N=3154)			투자성향 평균 이하 (N=2513)			투자성향 평균 초과 (N=637)			차이값 검증
	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	
현금흐름/자산	0.0288	-1.0945	3.1848	0.0291	-1.0945	3.1848	0.0193	-0.1561	0.2714	0.1787
내부지분율	0.2761	0.0003	0.9672	0.2759	0.0003	0.9672	0.2817	0.0149	0.5750	0.6799
기관투자자 지분율	0.1712	0.0000	0.7427	0.1711	0.0000	0.7427	0.1745	0.0003	0.4952	0.7503
영업위험	0.0288	0.0005	0.2785	0.0291	0.0005	0.2785	0.0216	0.0042	0.0771	0.0001
5% 이상 외국인대주주 유무	0.0225	0.0000	1.0000	0.0229	0.0000	1.0000	0.0097	0.0000	1.0000	0.1917

b. 외환위기 후(1999~2003)

	전 체 (N=2899)			투자성향 평균 이하 (N=2276)			투자성향 평균 초과 (N=623)			차이값 검증
	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	
배당성향	0.1998	0.0000	16.0787	0.2025	0.0000	16.079	0.1902	0.0000	6.2312	0.0001
외국인지분율	0.0668	0.0000	0.9313	0.0606	0.0000	0.9313	0.0891	0.0000	0.6522	0.0001
R&D투자율	0.0034	0.0000	0.3203	0.0035	0.0000	0.3203	0.0017	0.0000	0.0187	0.0024
기업규모(십억)	896	5	64,530	890	5	64,530	1,249	44	15,030	0.3519
부채/자산	0.5849	0.0199	7.4871	0.5873	0.0199	7.4871	0.4525	0.0613	0.7333	0.0001
토빈 Q	0.8990	0.1369	7.5824	0.9028	0.1369	7.5824	0.6880	0.2255	1.2214	0.0001
총자산영업 이익률	0.0433	-1.8061	0.5497	0.0434	-1.8061	0.5497	0.0327	-0.0175	0.0953	0.0067
현금흐름/자산	0.0513	-1.5118	0.5824	0.0515	-1.5118	0.5824	0.0394	-0.1283	0.2347	0.1987
내부지분율	0.3644	0.0000	0.9998	0.3635	0.0000	0.9998	0.4133	0.0986	0.7432	0.0354
기관투자자 지분율	0.0787	0.0000	0.9954	0.0794	0.0000	0.9954	0.0399	0.0000	0.1843	0.0001
영업위험	0.0481	0.0020	0.8719	0.0484	0.0020	0.8719	0.0348	0.0068	0.2346	0.0088
5% 이상 외국인대주주 유무	0.0904	0.0000	1.0000	0.0899	0.0000	1.0000	0.1154	0.0000	1.0000	0.5744

주 : 표본은 1993년부터 1997년(외환위기 전) 그리고 1999년부터 2003년(외환위기 후) 기간 동안 한국증권거래소에 상장되고 자료가 이용이 가능한 기업을 대상으로 함. 투자성향은 R&D투자율((연구비+경상연구개발비+경상개발비)/총자산)로 정의됨. 배당성향은 현금배당/당기순이익이며, 토빈 Q는 (보통주시가총액+부채장부가치)/총자산장부가치임. 내부지분율은 최대주주 1인 및 그 특수관계인의 지분율 총합이며, 기관투자자지분율은 금융기관, 증권회사, 보험회사가 소유하고 있는 지분율을 합한 값이고, 영업위험은 과거 5년 동안 영업이익률의 표준편차를 이용함.

〈그림 2〉 외국인지분율과 투자성향



주 : 표본은 1999년부터 2003년까지 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능하며 당기순이익이 0 이상인 기업을 대상으로 함. 외국인지분율은 1회계연도 전 기준으로 파악함. 두 변수간의 단순상관계수값은 -0.033이며 p값은 0.0754임. 투자성향은 자산대비 R&D투자비율임.

3. 기업지배구조 관련 기초통계량

다음으로는 지배구조 평가점수를 기준으로 지배구조가 좋은 기업과 지배구조가 취약한 기업의 기초통계량을 살펴보았다(<표 4> 참조). 지배구조 평가점수는 0점에서부터 최고 100점까지 득점이 가능하다. 분석대상기간은 기업지배구조 평가자료가 존재하는 2002년부터 2004년까지의 3년간이다. 이에 따르면 지배구조점수가 평균 이상인 기업의 경우 외국인지분율이 절대적으로 높아 (5.05% 대 15.34%) 외국인투자자들은 주로 기업지배구조가 좋은 기업에 투자하는 것으로 단순 해석할 수 있다. 반면에 이들 기업은 부채비율이 다소 높으며 (44.85% 대 49.47%), 토빈 Q가 높고 (0.7411 대 0.8864), 총자산영업이익률이 높으며 (5.66% 대 7.27%), 자산대비 현금흐름도 많은 (6.05% 대 8.33%) 기업들인 것으로 나타난다. 또한 지배구조점수가 평균 이하인 기업들은 내부지분율(최대주주 1인 및 그의 특수관계인 지분 합계)이 높으며 계열사지분율이 낮고 영업위험이 다소 낮은 것으로 나타난다.

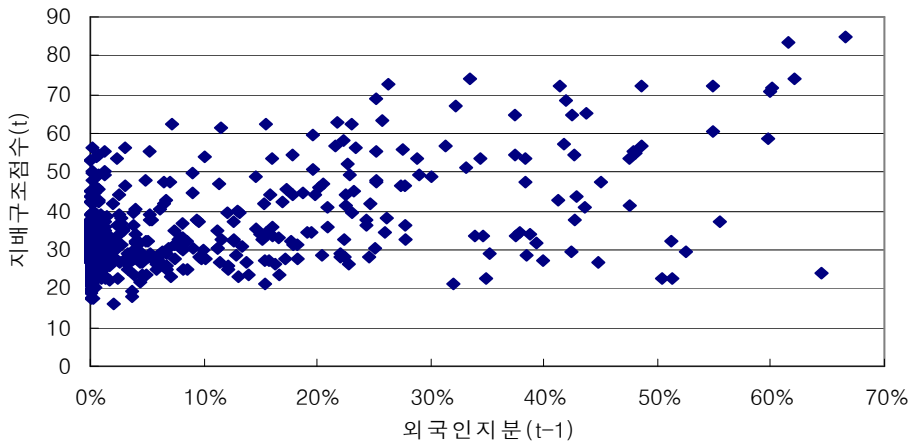
지배구조 평가점수와 외국인지분율간의 관계를 그림으로 살펴본 결과, 예상된 바와 같이 외국인지분율이 많을수록 지배구조 평가결과가 높은 것을 확인할 수 있었다(<그림 3> 참조).

〈표 4〉 지배구조 수준에 따른 기초통계량

	전 체			지배구조 평균 이하			지배구조 평균 초과			차이값 검증
	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	평균	최소값	최대값	
지배구조점수	34.393	15.625	84.861	28.226	15.625	34.375	46.151	34.444	84.861	0.0001
배당성향	0.1993	-3.3752	2.3751	0.2034	-0.5609	1.0993	0.1915	-3.3752	2.3751	0.6786
외국인지분율 (전기)	0.0859	0.0000	0.6650	0.0505	0.0000	0.6426	0.1534	0.0000	0.6650	0.0001
R&D투자율	0.0042	0.0000	0.0684	0.0040	0.0000	0.0684	0.0045	0.0000	0.0644	0.6063
기업규모 (십억)	1,254	11	43,817	267	11	5,266	3,137	34	43,817	0.0001
부채/자산	0.4644	0.0613	1.4067	0.4485	0.0613	1.4067	0.4947	0.1444	0.8686	0.0039
토빈 Q	0.7911	0.2163	2.2684	0.7411	0.2163	2.1126	0.8864	0.2538	2.2684	0.0001
총자산영업 이익률	0.0621	-0.3208	0.3702	0.0566	-0.3208	0.2400	0.0727	-0.1784	0.3702	0.0032
현금흐름 /자산	0.0683	-0.4042	0.3467	0.0605	-0.4042	0.2573	0.0833	-0.2113	0.3467	0.0016
지배주주및그 의친족지분율	0.3496	0.0000	0.8780	0.3813	0.0000	0.8639	0.2892	0.0000	0.8780	0.0001
계열사 지분율	0.1257	0.0000	0.7596	0.1153	0.0000	0.7596	0.1456	0.0000	0.6808	0.0298
기관투자자 지분율	0.0913	0.0000	0.8456	0.0753	0.0000	0.8456	0.1216	0.0000	0.7735	0.0001
영업위험	0.0270	0.0001	0.4195	0.0287	0.0001	0.4195	0.0238	0.0011	0.1715	0.0484
5%이상외국인 대주주유무	0.1497	0.0000	1.0000	0.1060	0.0000	1.0000	0.2332	0.0000	1.0000	0.0001

주 : 표본은 2002년부터 2004년까지 한국증권거래소에 상장되고 지배구조 점수 등의 자료이용이 가능한 561개 기업을 대상으로 함. 배당성향은 현금배당/당기순이익이며, R&D투자율은 (연구비+경상연구개발비+경상개발비)/총자산이고, 토빈 Q는 (보통주시가총액+부채장부가치)/총자산장부가치임. 지배주주 및 그의 친족지분율은 지배주주 1인 및 그 친족지분율의 총합이며, 계열사지분율은 계열회사의 지분율 총합임, 또한 기관투자자지분율은 금융기관, 증권회사, 보험회사가 소유하고 있는 지분율을 합한 값이고, 영업위험은 과거 5년 동안 영업이익률의 표준편차를 이용함.

〈그림 3〉 외국인지분율과 지배구조점수



주 : 표본은 2002년부터 2004년까지 한국증권거래소에 상장되고 지배구조 점수 등의 자료이용이 가능한 기업을 대상으로 함. 두 변수간의 단순상관계수값은 0.5455이며 p값은 0.0001임.

Ⅲ. 분석모형

1. 외국인투자자와 국내기업의 배당

본 장에서는 외국인 주주의 존재가 기업의 배당 등 기업의 현금지급(cash payout) 정책에 미치는 영향을 분석한다. 내국인 지배주주에 비해 외국인 주주는 투자시한(investment horizon)이 짧을 수밖에 없으며 기업의 외부자로서 내부정보에 대한 접근성에 한계가 있으므로 잉여현금흐름을 최소화하려는 강한 유인을 가지며 이는 배당 등의 현금지급 확대를 선호하는 결과를 가져올 것이다. 반면에 기업의 수익성을 고려한다면 이의 크기에 따라 외국인투자자가 배당결정에 미치는 영향은 또 달라질 수 있다.

본 절에서는 이러한 외국인의 영향력을 살펴보기 위하여 분석대상연도 전체의 자료를 패널분석을 이용하여 실시하였다. 패널데이터분석은 분석대상 자료의 수가 증가하게 되므로 모형의 자유도(degree of freedom)를 높이고 설명변수간의 다중공

선성을 줄임으로써 모수추정의 효율성을 높인다는 장점과 횡단면자료나 시계열자료에서는 나타나지 않는 효과까지 분석할 수 있다는 장점을 가진다. 패널분석은 추정 시 고정효과모형(fixed effect model)과 확률효과모형(random effect model)으로 나누어지는데, 어떤 모형으로 추정하는 것이 타당한지는 Hausman Test를 통해 선택하는 방법이 가능하다. 본 논문에서도 Hausman Test 결과에 따라 두 모형 중 적절한 모형을 선택적으로 사용한다.

분석식(1) : 배당결정요인 분석

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot For_{it} + \beta_2 \cdot I_{it} + \beta_3 \cdot Size_{it} + \beta_4 \cdot Lev_{it} + \beta_5 \cdot Ebit_{it} + \beta_6 \cdot Cf_{it} + \beta_7 \cdot Lar_{it} + \beta_8 \cdot Finown_{it} + \beta_9 \cdot Q_{it} + \beta_{10} \cdot Risk_{it} + \beta_{11} \cdot INDUSTRY_i + \alpha_i + \eta_{it}$$

- DIV : 현금배당/당기순이익
- FOR : 외국인지분율
- I : 외국인지분율*총자산영업이익률더미(중앙값 이상은 1의 값을, 중앙값 미만은 0의 값을 갖는 더미변수) 또는 외국인지분율*토빈 Q더미(중앙값 이상은 1의 값을, 중앙값 미만은 0의 값을 갖는 더미변수)
- SIZE : log(총자산)
- LEVER : 부채비율(총부채/총자산)
- EBIT : 총자산영업이익률
- CF : 영업활동에서의 현금흐름/총자산
- LAR : 내부지분율
- FINOWN : 기관투자자지분율
- RISK : 과거 5년 동안 영업이익률의 표준편차
- Q : 토빈 Q((보통주 시가총액+부채 장부가치)/총자산 장부가치)
- INDUSTRY : 산업더미⁹⁾

9) 산업더미는 거래소에서 구분하고 있는 대분류를 기준으로 총 5개의 산업으로 구분하여 더미를 부여하였다.

동 분석에서 종속변수인 배당수준을 나타내는 변수로는 배당성향을 사용하였다. 설명변수로는 먼저 외국인지분율을 사용하였으며, 기업의 이익 및 성장성 수준에 따라 외국인의 의사결정이 달라질 수 있다는 가설 하에 외국인지분율과 총자산영업이익률 더미변수(중앙값 초과는 1의 값을, 중앙값 미만은 0의 값을 갖는 더미변수) 또는 외국인지분율과 기업성장성 더미변수(중앙값 초과는 1의 값을, 중앙값 미만은 0의 값을 갖는 더미변수)를 이용하여 교차변수를 사용하였다.

높은 수익성을 내는 기업들은 수익성을 유지하기 위하여 투자를 증대하고 이를 위해 배당을 적게 할 수 있을 것이다. 하지만 현재의 수익성은 좋으나 미래에 수익성 높은 투자기회가 존재하지 않는다면 배당을 통하여 투자자들에게 이익을 돌려 줄 것이다. 따라서 분석의 정확성을 높이기 위해서는 현재의 수익성뿐만 아니라 투자기회와 미래 성장성을 나타내 줄 수 있는 변수의 사용이 필요하다. 성장성을 대리하는 변수로는 5년 평균매출액성장률과 토빈 Q를 이용하였다.¹⁰⁾ 토빈 Q는 회계연도 말의 보통주 시가총액과 부채의 장부가치를 총자산의 장부가치로 나누어 계산하였다.

기타 통제변수로는 기존의 관련 연구들에서 흔히 포함하고 있는 기업규모, 부채비율, 현금흐름, 내부지분율, 영업위험, 기관투자자지분율¹¹⁾ 등을 사용하였다 (Fama · Babiak(1968) 참조). 먼저 기업규모의 경우 기업의 규모가 클수록 성숙기의 단계에 있는 기업일 가능성이 높아 배당성향이 높을 것으로 예상되며, 현금흐름이 클수록 대리인문제의 감소와 자산운용의 효율성을 높이기 위해 배당을 증가시키는 효과가 있을 것으로 예상된다. 또한 기업의 영업위험이 배당에 어떠한 영향을 미치는지 알아보기 위하여 기업의 위험성을 나타내는 변수로 5년간의 영업이익률의 표준편차를 이용하였다. 영업위험이 높을수록 미래의 안정적인 자금보유를 위하여 배당을 기피할 것으로 예상된다.

기업의 소유구조 변수로는 기업의 최대주주 1인과 특수관계인의 지분을 합한 내부지분율 및 기관투자자 지분율을 설명변수로 사용하였는데 이는 소유구조에 따라 경영자의 배당 결정이 영향을 받을 가능성이 있기 때문이다. 경영자와 기업을 지배하고 있는 대주주들은 자신의 사적 이해를 위해 배당보다는 유보를 통한 기업

10) 본 논문에서는 토빈 Q를 이용한 결과만을 제시하고 있다.

11) 기관투자자지분율은 금융기관, 증권회사, 보험회사가 보유하고 있는 지분율을 합한 값이다.

규모의 확대에 관심을 더 가질 가능성이 크다. 그러므로 내부자보다는 외부자의 지분율이 높을수록 배당을 선호할 것으로 예상된다.

2. 외국인투자자와 국내기업의 투자

외국인 주주가 기업 투자전략에 미치는 영향을 분석하는 모형에서는 외국인지분율이 R&D투자율에 미치는 영향을 분석한다.¹²⁾ 이 때 외국인지분율은 전체 지분율의 합 또는 5% 이상 보유한 외국인대주주의 존재 여부 더미를 사용한다.

본 연구에서도 배당결정모형과 마찬가지로 분석대상연도 전체의 자료를 패널분석을 이용하여 실시하였다.

분석식(2) : 투자결정요인 분석

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot For_{it} + \beta_2 \cdot I_{it} + \beta_3 \cdot Size_{it} + \beta_4 \cdot Lev_{it} + \beta_5 \cdot Ebit_{it} + \beta_6 \cdot Cf_{it} + \beta_7 \cdot Lar_{it} + \beta_8 \cdot Finown_{it} + \beta_9 \cdot Q_{it} + \beta_{10} \cdot Risk_{it} + \beta_{11} \cdot INDUSTRY_i + \alpha_i + \eta_{it}$$

INV	: R&D투자액/자산
For	: 외국인지분율
I	: 외국인지분율*총자산영업이익률더미(중앙값 이상은 1의 값을, 중앙값 미만은 0의 값을 갖는 더미변수) 또는 외국인지분율*토빈 Q 더미(중앙값 이상은 1의 값을, 중앙값 미만은 0의 값을 갖는 더미변수)
SIZE	: log(총자산)
LEVER	: 부채비율(총부채/총자산)
EBIT	: 총자산영업이익률
CF	: 영업활동에서의 현금흐름/총자산

12) R&D는 손익계산서에서 연구비, 경상연구개발비, 경상개발비의 합이며, 이를 자산으로 나누어 표준화한 변수를 사용하였다. 한편 설비투자의 증감률을 투자의 대리변수로 사용하여 동일한 분석을 시도하였으나, 결과는 대동소이하였다.

- LAR : 내부지분율
 FINOWN : 기관투자자지분율
 RISK : 과거 5년 동안 영업이익률의 표준편차
 Q : 토빈 Q((보통주 시가총액+부채 장부가치)/총자산 장부가치)
 INDUSTRY : 산업더미

통제변수로는 기존 연구에서 투자에 영향을 미치는 것으로 파악된 부채비율, 수익성변수(총자산영업이익률), 현금흐름, 토빈 Q 등을 포함하였으며, 주주구성의 영향력을 고려하기 위해 내부지분율, 기관투자자지분율 등도 포함하였다. 부채비율은 투자를 감소시키는 요인으로, 수익성, 현금흐름, 토빈 Q 등은 투자를 증가시키는 요인으로 작동할 것으로 예상된다(Fazzari 등(1988), Hoshi 등(1991), Mills 등(1995) 참조). 주주의 구성은 이들이 갖고 있는 이해관계에 따라 투자에 미치는 영향이 달라질 수 있다. 예를 들면 위험회피성향이 높은 대주주의 경우 위험투자를 기피할 것인 반면 자산증가로부터 사적 혜택을 누릴 수 있을 경우 투자를 증가시킬 수도 있다. 기관투자자는 외국인투자자와 유사한 투자유인을 가질 것으로 예상된다. 즉, 기업의 수익성과 성장성이 높을수록 기관투자자의 지분율이 투자에 미치는 영향력은 긍정적일 것으로 예상된다.

3. 외국인 투자자와 기업지배구조

외국인투자자의 증가가 배당이나 투자와 같은 기업경영에 영향을 미치는 주요한 경로는 바로 기업지배구조의 개선을 통해서일 것이다. 사실상 기업의 지배구조를 결정짓는 가장 중요한 요소는 기업의 소유구조란 점에서 외국인투자자의 영향력 증가는 무엇보다도 기업의 지배구조부분에 있어 상당한 변화를 가져올 것이다.

본 연구에서는 보다 많은 정보비대칭 문제에 노출되어 있는 외국인 투자자의 존재가 자신의 투자가치를 보호하려는 목적 하에 기업지배구조의 개선과 경영투명성의 제고에 어떠한 영향을 미쳤는가를 분석한다. 이를 위해 한국기업지배구조개선지원센터에서 개별 기업을 대상으로 실시한 지배구조 평가결과를 이용하였다.

한국기업지배구조개선지원센터에서는 2002년부터 매년 전체 상장기업을 대상으로 지배구조를 평가하고 있으나, 평가기준은 매년 개정되어 왔다. 본 논문에서는 지배구조 수준 및 개선 정도를 파악하기 위하여 3년 동안 계속 평가되어 온 문항만으로 재구성하였으며, 이 때 지배구조 평가항목에 들어가 있는 소유구조 및 배당 관련 항목은 삭제하여 지배구조점수를 재계산하였다.

동 분석에서는 지배구조평가점수를 종속변수로 하고, 외국인지분율을 설명변수로 사용하여 패널분석을 실시하였다.

분석식(3) : 지배구조결정요인 분석

$$\begin{aligned}
 GOV_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot For_{it} + \beta_2 \cdot Size_{it} + \beta_3 \cdot Lev_{it} + \beta_4 \cdot Ebit_{it} + \beta_5 \cdot Cf_{it} + \beta_6 \cdot Lar_{it} \\
 & + \beta_7 \cdot Aff_{it} + \beta_8 \cdot Finown_{it} + \beta_9 \cdot Q_{it} + \beta_{10} \cdot Risk_{it} + \beta_{11} \cdot Chabol_{it} \\
 & + \beta_{12} \cdot INDUSTRY_i + \alpha_i + \eta_{it}
 \end{aligned}$$

- GOV : 지배구조점수
- FOR : 외국인지분율
- SIZE : log(총자산)
- LEVER : 부채비율(총부채/총자산)
- EBIT : 총자산영업이익률
- CF : 영업활동에서의 현금흐름/총자산
- LAR : 지배주주 및 그의 친족지분율
- Aff : 계열사지분율
- FINOWN : 기관투자자지분율
- RISK : 과거 5년 동안 영업이익률의 표준편차
- Q : 토빈 Q((보통주 시가총액+부채 장부가치)/총자산 장부가치)
- Chabol : 재벌더미¹³⁾
- INDUSTRY : 산업더미

13) 재벌더미는 2001년 기준의 30대 기업집단을 재벌로 간주하여 재벌인 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0의 값을 갖는 더미를 말한다.

통제변수로 기업규모, 부채비율, 수익성변수(총자산영업이익률), 현금흐름, 토빈 Q, 영업위험 등을 포함하였으며, 주주구성의 영향력을 고려하기 위해 지배주주 및 그의 친족지분율, 계열사지분율, 기관투자자지분율 등을 포함하였다. 기업규모가 클수록, 수익성이 좋을수록, 현금흐름이 많을수록, 그리고 토빈 Q가 높을수록 지배구조개선을 위한 자원을 사용할 여력이 높고 지배구조개선을 통해 투자자들의 투자를 유도하려는 유인이 커져 지배구조에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다(Durnev-Kim(2005)).

한편, 외국인 지분이 지배구조 평가점수에 미치는 영향뿐만 아니라 외국인들이 해당 기업의 지배구조를 개선하는 효과가 있는지에 대해서도 분석하였다. 즉 해당 기업의 지배구조 개선 정도를 종속변수로 하고, 외국인지분율을 설명변수로 하여 동일한 분석을 실시하였다.

IV. 실증분석 결과

1. 배당 결정요인 분석

외국인 주주의 존재가 기업의 배당에 미치는 영향을 분석하기 위하여 종속변수로 배당성향을 사용하고 설명변수로는 외국인지분율 합계를 이용하여 패널분석을 실시하였다. 한편 외국인지분율과 영업이익률 및 외국인지분율과 성장률 교차변수를 만들기 위하여 영업이익률 및 성장성 변수를 더미변수로 변경하였다. 즉 각 변수의 중앙값 이상은 1, 중앙값 미만은 0의 값을 갖는 더미변수로 변경하여 이를 교차변수에 사용하였다.

배당 결정요인에 대한 패널분석결과가 <표 5>¹⁴⁾에 제시되어 있는데 우선 경제위기 이전 기간의 경우 식(1)에서 외국인지분율은 1% 수준에서 유의하게 배당성향

14) Hausman Test는 확률효과모형이 옳다는 귀무가설하에서 Hausman 검증통계량이 크면($p\text{-값}\leq 0.1$) 귀무가설을 기각하고 고정효과모형으로 추정하는 것이 타당하며, Hausman 검증통계량이 작으면 ($p\text{-값}>0.1$) 귀무가설을 채택하여 확률효과모형으로 추정하는 것이 타당하다. <표 5>의 분석모형에서는 Hausman Test 결과 p값이 모두 0.1보다 큰 것으로 나타나 확률효과모형으로 추정하였다.

을 높이는 것으로 나타난다. 한편 식(2)에서는 기업의 수익성을 나타내는 영업이익률더미와 외국인지분율간 교차변수를 추가하고 있는데 교차변수의 계수값은 유의적인 음(-)의 부호를 갖는 것으로 나타난다. 즉, 기업의 수익성이 좋을 경우 외국인지분율이 높을수록 배당을 하지 않을 것이라는 가설 2는 유의하게 지지되었다. 반면에 재무적 통제변수가 추가된 식(3)에서는 외국인지분율이 배당성향에 미치는 영향력의 유의성이 사라지나 교차변수는 여전히 유의적인 것으로 나타난다. 한편 부채비율이 낮을수록, 내부지분율이 높을수록, 토빈 Q가 높을수록, 그리고 영업위험이 낮을수록 배당성향이 높은 것으로 나타난다.

식(4)에서는 토빈 Q와 외국인지분율간 교차변수를 포함하고 있는데 계수값의 부호가 양(+)이지만 유의하지는 않은 것으로 나타난다. 식(6)과 (7)에서는 단독으로 5% 이상의 지분을 갖는 외국인이 존재하는가의 더미변수를 사용하고 있는데 계수값의 유의성은 떨어지고 있다.

한편 경제위기 이후기간의 경우를 살펴보면, <표 5-b>의 식(2)에서 외국인지분율이 높을수록 배당이 높은 것은 역시 유의한 가운데 외국인지분율과 수익성 변수간 교차변수의 경우 계수값이 유의하게 음(-)의 값을 나타내고 있어 본 연구의 주요 가설인 가설 2를 지지하고 있다. 특히 여타 통제변수가 추가된 식(3)에서도 교차변수가 1%수준에서 유의한 것으로 나타나 수익성이 좋은 기업에 있어서 외국인투자자가 배당성향을 낮추는 영향력이 있음을 다시 한번 보여주고 있다. 특히 동 교차변수의 계수값의 크기와 이의 유의도가 경제위기 이전에 비해 더욱 증가하고 있어 외국인투자자가 배당에 미치는 긍정적 효과가 확대되고 있는 것으로 해석된다.

식(4)에서는 성장성과의 교차변수를 사용하고 있으나 유의성은 없으며 5% 이상의 단독지분을 가진 외국인더미변수를 사용한 식(6)과 (7)에서도 이들 변수의 유의성은 나타나지 않고 있다.

통제변수 중에서는 기업규모가 클수록, 내부지분율이 높을수록 그리고 기관투자자지분율이 낮을수록 배당성향이 높은 것으로 나타난다.

결론적으로 외환위기 이전 기간 및 외환위기 이후 기간 모두 국내기업의 배당에 있어 외국인주주의 영향력이 존재하며 그 방향은 오히려 수익성이 좋은 기업에 있어서는 배당을 줄이고 그렇지 않은 기업에 있어서는 배당을 늘리는 합리적 배당유도하는 긍정적인 방향인 것으로 평가된다.

〈표 5〉

배당 결정요인 분석 : 패널분석

a. 외환위기 전(1992~1997)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
절 편	0.3344 ^{***} (16.37)	0.3328 ^{***} (16.31)	0.7232 ^{**} (2.53)	0.3326 ^{***} (16.24)	0.7662 ^{***} (2.61)	0.7016 ^{**} (2.49)	0.6920 ^{**} (2.45)
외국인지분율	0.1258 ^{***} (2.61)	0.6774 ^{**} (2.07)	0.4945 (1.48)	-0.2229 (-0.58)	-0.2061 (-0.53)		
5% 이상 외국인 대주주 더미						-0.0744 (-0.54)	0.0355 (0.17)
외국인지분율* 총자산영업 이익률(더미)		-0.7556 ^{**} (-2.18)	-0.7149 ^{**} (-1.98)				
외국인지분율* 토빈 Q(더미)				0.4493 (1.07)	0.2605 (0.60)		
5% 이상 외국인 더미*총자산 영업이익률						0.9506 (0.52)	
5% 이상 외국인 더미* 토빈 Q							-0.3203 (-0.29)
기업규모			-0.0156 (-1.06)		-0.0164 (-1.09)	-0.0135 (-0.93)	-0.0131 (-0.91)
부채/자산			-0.2428 ^{***} (-3.40)		-0.2449 ^{***} (-3.42)	-0.2588 ^{***} (-3.66)	-0.2583 ^{***} (-3.66)
총자산영업 이익률			-0.0416 (-0.12)		-0.2358 (-0.71)	-0.2707 (-0.81)	-0.2449 (-0.74)
현금흐름/자산			0.0856 (0.58)		0.0966 (0.65)	0.0851 (0.58)	0.0855 (0.58)
내부지분율			0.2639 ^{**} (1.99)		0.2651 ^{**} (1.99)	0.2630 ^{**} (1.98)	0.2617 ^{**} (1.96)
기관투자자 지분율			0.1863 (1.22)		0.1811 (1.18)	0.1811 (1.19)	0.1815 (1.19)
토빈 Q			0.1278 ^{**} (2.42)		0.1215 ^{**} (2.21)	0.1425 ^{***} (2.67)	0.1427 ^{***} (2.67)
영업위험			-3.8542 ^{***} (-4.68)		-4.0191 ^{***} (-4.90)	-4.0396 ^{***} (-4.95)	-4.0232 ^{***} (-4.93)
산업더미			Included		Included	Included	Included
R ²	0.0002	0.0027	0.0293	0.0008	0.0275	0.0281	0.0280

b. 외환위기 후(1999~2003)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
절편	0.1673 ^{***} (9.11)	0.1620 ^{***} (8.87)	-0.3070 (-1.15)	0.1667 ^{***} (9.02)	-0.3173 (-1.18)	-0.6427 ^{**} (-2.49)	-0.6473 ^{**} (-2.50)
외국인지분율	0.4063 ^{***} (3.72)	0.99046 ^{***} (4.82)	0.7575 ^{***} (3.81)	0.4427 ^{**} (2.46)	0.2593 (1.37)		
5% 이상 외국인 대주주더미						-0.0115 (-0.17)	0.0112 (0.12)
외국인지분율* 총자산영업 이익률(더미)		-0.6272 ^{***} (-3.24)	-0.5428 ^{***} (-2.72)				
외국인지분율* 토빈 Q(더미)				-0.0476 (-0.25)	0.1144 (0.59)		
5% 이상 외국인더미*총자 산 영업이익률						-0.3655 (-0.59)	
5% 이상 외국인 더미*토빈 Q							-0.0588 (-0.63)
기업규모			0.0221 [*] (1.68)		0.0238 [*] (1.80)	0.0408 ^{***} (3.28)	0.0409 ^{***} (3.29)
부채/자산			-0.0199 (-0.36)		-0.0129 (-0.24)	-0.0692 (-1.23)	-0.0696 (-1.23)
총자산영업 이익률			0.1252 (0.66)		0.0315 (0.17)	0.1004 (0.50)	0.0820 (0.42)
현금흐름/자산			-0.2124 (-1.43)		-0.2402 (-1.62)	-0.2108 (-1.38)	-0.2111 (-1.38)
내부지분율			0.2740 ^{***} (3.11)		0.2841 ^{***} (3.22)	0.2828 ^{***} (3.10)	0.2838 ^{***} (3.11)
기관투자자 지분율			-0.1598 (-1.57)		-0.1630 (-1.60)	-0.1959 [*] (-1.82)	-0.1954 [*] (-1.82)
토빈 Q			-0.0365 (-0.89)		-0.0512 (-1.21)	0.0000 (0.00)	0.0066 (0.15)
영업위험			-0.4709 (-1.47)		-0.5556 [*] (-1.73)	-0.4836 (-1.43)	-0.5149 (-1.55)
산업더미			Included		Included	Included	Included
R ²	0.0075	0.0132	0.0295	0.0075	0.0256	0.0212	0.0212

주 : 표본은 1993년부터 1997년(외환위기 전) 그리고 1999년부터 2003년(외환위기 후) 기간 동안 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능하며 당기순이익이 0보다 큰 기업(외환위기 전 : 376사, 외환위기 후 : 360사)을 대상으로 각각 5개연도에 대해 패널분석을 실시함. 종속변수인 배당성향은 현금배당/당기순이익이며, 토빈 Q는 (보통주시가총액+부채장부가치)/총자산장부가치임. 내부지분율은 최대주주 1인 및 그 특수관계인의 지분을 총합이며, 기관투자자지분율은 금융기관, 증권회사, 보험회사가 소유하고 있는 지분율을 합한 값이고, 영업위험은 과거 5년 동안 영업이익률의 표준편차를 이용함. ()은 t-값이고, ***, **, *은 각각 양측 1%, 5%, 10% 유의수준하에서 유의함을 나타냄.

2. 투자 결정요인 분석

외국인 주주가 기업 투자전략에 미치는 영향을 분석하기 위하여 R&D투자율을 종속변수로 이용하고 외국인지분율 합계를 설명변수로 하는 패널분석을 실시하였

다. R&D투자란 기업의 투자 중에서도 그 성과가 장기간에 걸쳐서 회수된다는 점에서 내부자인 경영자들이 기피하는 자산투자 중의 하나이다. 또한 단순히 고정자산의 증가 등으로 종속변수를 사용할 경우 경영자의 과대망상가설(Hubris Hypothesis) 등에 의해 비효율적인 투자행태가 반영되는 문제가 있을 수 있으므로 본 연구에서는 이러한 문제점이 상대적으로 적은 R&D투자를 종속변수로 활용한다. 주요 설명변수로 앞의 배당모형과 마찬가지로 영업이익률 및 성장성 변수를 더미변수로 변경하여 이를 외국인지분율과의 교차변수로 사용하였다.

분석결과가 <표 6>¹⁵⁾에 제시되어 있는데, 먼저 외환위기 이전기간의 경우 외국인지분율만을 설명변수로 한 회귀식(1)의 결과를 보면 외국인지분율의 증가는 투자의 감소를 가져오는 것으로 나타난다. 즉 외국인투자자가 내국인투자자에 비해 정보비대칭 정도가 크다면 외국인투자자의 투자자본에 대한 요구수익률은 더욱 높을 것이며 이에 따라 위험투자를 기피하는 성향을 보이므로 전반적으로 투자를 위축시킬 것이라는 가설 3을 지지하는 결과를 보인다. 한편 교차변수를 포함한 회귀식(2)를 살펴보면, 외국인지분율과 영업이익률간의 교차변수의 계수값은 유의적인 양의 값을 갖는 것으로 나타난다. 이는 해당 기업의 수익성이나 성장성이 높을수록 외국인지분율의 증가가 투자감소에 미치는 영향력을 감소시키고 있다는 것으로 해석되며 앞의 가설 4를 지지하는 결과이다. 이러한 결과는 통제변수를 추가한 회귀식(3)에서도 일관되게 나타났다. 또한 외국인지분율과 성장성간의 교차변수를 추가한 회귀식(4)와 (5)를 살펴보면, 교차변수가 모두 유의적으로 양의 값을 갖는 것으로 나타나 성장성이 높은 경우에 외국인투자자가 투자를 늘리는 방향으로 영향력을 행사할 것이라는 가설 4를 지지하였다. 한편 통제변수 중 부채비율이 낮을수록, 그리고 토빈 Q가 높을수록 투자를 늘리는 것으로 나타나 예상된 결과를 보였다.

한편 외환위기 이후기간을 분석한 <표 6>의 b에 따르면 식(2), (3) 및 (4)의 경우 외국인지분율 자체가 투자에 미치는 영향은 유의하지 않은 반면 외국인지분율변수와 영업이익률더미변수의 교차변수, 외국인지분율변수와 토빈 Q 더미변수의 교차변수는 모두 유의한 양의 계수값들을 나타냄으로써 수익성이나 성장성이 높을수록 외국인투자자는 투자를 촉진하는 영향력을 가질 것이라는 가설을 지지하고 있다.

15) <표 6>의 분석모형에서는 Hausman Test 결과 p값이 모두 0.1보다 큰 것으로 나타나 확률효과모형으로 추정하였다.

통제변수 중 기업규모가 작을수록, 부채비율이 낮을수록, 현금흐름이 클수록, R&D투자율이 큰 것으로 나타나 예상된 결과를 보였다. 소유구조에 있어서 내부지분율이 높을수록 투자성향이 낮아지는 것은 대주주의 위험기피적 투자행태를 반영하는 결과로 해석된다. 한편, 영업이익이 적고 영업위험이 높을수록 R&D투자율이 높은 것은 일종의 내생성 문제에 기인하는 것으로 해석된다. 즉, 수익성은 낮고 위험은 높은 기업이 R&D투자율이 높다는 해석이 보다 타당하다.

〈표 6〉 투자결정요인 분석

a. 외환위기 전(1992~1997)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
절편	0.0017*** (9.60)	0.0018*** (9.72)	0.0021 (0.99)	0.0017*** (9.34)	0.0022 (1.05)	0.0029 (1.36)	0.0029 (1.38)
외국인지분율	-0.0041*** (-4.59)	-0.0078*** (-6.51)	-0.0078*** (-6.42)	-0.0070*** (-5.52)	-0.0066*** (-5.19)		
5% 이상 외국인대주주더미						0.0011** (2.24)	0.0008 (0.70)
외국인지분율*총자산 영업이익률(더미)		0.0050*** (4.59)	0.0044*** (3.87)				
외국인지분율* 토빈 Q(더미)				0.0046*** (3.22)	0.0032** (2.21)		
5% 이상 외국인더미* 총자산영업이익률						-0.0190*** (-3.05)	
5%이상외국인더미* 토빈 Q							-0.0009 (-0.72)
기업규모			-0.0001 (-0.53)		-0.0001 (-0.64)	-0.0001 (-1.07)	-0.0001 (-1.08)
부채/자산			-0.0011*** (-3.11)		-0.0010*** (-2.93)	-0.0009*** (-2.63)	-0.0009*** (-2.66)
총자산영업 이익률			0.0011 (0.87)		0.0021 (1.62)	0.0023 [†] (1.73)	0.0019 (1.44)
현금흐름/자산			0.0006 (1.09)		0.0006 (1.23)	0.0005 (1.02)	0.0005 (1.01)
내부지분율			-0.0005 (-0.78)		-0.0005 (-0.77)	-0.0006 (-0.87)	-0.0006 (-0.89)
기관투자자 지분율			-0.0006 (-0.99)		-0.0006 (-1.08)	-0.0008 (-1.46)	-0.0008 (-1.42)
토빈 Q			0.0008*** (4.07)		0.0008*** (3.64)	0.0008*** (3.56)	0.0008*** (3.58)
영업위험			0.0022 (0.62)		0.0029 (0.82)	0.0028 (0.79)	0.0029 (0.80)
산업더미			Included		Included	Included	Included
R ²	0.0098	0.0196	0.0348	0.0147	0.0302	0.0201	0.0159

b. 외환위기 후(1999~2003)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
절 편	0.0035 ^{***} (9.21)	0.0034 ^{***} (9.29)	0.0147 ^{***} (2.60)	0.0034 ^{***} (9.33)	0.0145 ^{***} (2.56)	0.0092 [*] (1.89)	0.0090 [*] (1.86)
외국인지분율	0.0016 (1.02)	-0.0021 (-0.83)	-0.0016 (-0.61)	-0.0010 (-0.44)	0.0001 (0.05)		
5%이상외국인대주주 더미						0.0003 (0.42)	0.0005 (0.47)
외국인지분율*총자산 영업이익률(더미)		0.0045 [*] (1.88)	0.0042 [*] (1.78)				
외국인지분율* 토빈 Q(더미)				0.0037 [*] (1.74)	0.0026 (1.23)		
5%이상외국인더미* 총자산 영업이익률						0.0039 (0.58)	
5%이상외국인더미* 토빈 Q							0.0001 (0.10)
기업규모			-0.0006 ^{**} (-2.32)		-0.0006 ^{**} (-2.28)	-0.0003 (-1.52)	-0.0004 (-1.49)
부채/자산			-0.0028 ^{***} (-4.44)		-0.0027 ^{***} (-4.37)	-0.0030 ^{***} (-4.78)	-0.0030 ^{***} (-4.80)
총자산영업 이익률			-0.0045 ^{***} (-2.96)		-0.0041 ^{**} (-2.04)	-0.0042 ^{**} (-2.01)	-0.0040 [*] (-1.94)
현금흐름/자산			0.0044 ^{***} (2.96)		0.0045 ^{***} (2.99)	0.0050 ^{***} (3.20)	0.0050 ^{***} (3.20)
내부지분율			-0.0023 [*] (-1.87)		-0.0024 [*] (-1.95)	-0.0029 ^{**} (-2.33)	-0.0029 ^{**} (-2.36)
기관투자자 지분율			0.0014 (1.27)		0.0015 (1.30)	0.0014 (1.21)	0.0014 (1.19)
토빈 Q			0.0005 (1.13)		0.0004 (0.88)	0.0007 [*] (1.71)	0.0007 [*] (1.68)
영업위험			0.0182 ^{***} (4.41)		0.0183 ^{***} (4.45)	0.0190 ^{***} (4.58)	0.0192 ^{***} (4.65)
산업더미			Included		Included	Included	Included
R ²	0.0005	0.0023	0.0338	0.0020	0.0330	0.0339	0.0338

주 : 표본은 1993년부터 1997년(외환위기 전) 그리고 1999년부터 2003년(외환위기 후) 기간 동안 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능한 기업(외환위기 전 : 421사, 외환위기 후 : 401사)을 대상으로 각각 5개연도에 대해 패널분석을 실시함. 종속변수는 R&D(연구비+경상연구개발비+경상개발비)/총자산이며, 토빈 Q는 (보통주시가총액+부채장부가치)/총자산장부가치임. 내부지분율은 최대주주 1인 및 그 특수관계인의 지분율 총합이며, 기관투자자지분율은 금융기관, 증권회사, 보험회사가 소유하고 있는 지분율을 합한 값이고, 영업위험은 과거 5년 동안 영업이익률의 표준편차를 이용함. ()은 t-값이고, ***, **, *은 각각 양측 1%, 5%, 10% 유의수준하에서 유의함을 나타냄.

3. 지배구조 결정요인 분석

한편, 외국인투자자의 존재가 기업의 투자와 배당 등 경영의사 결정에 합리적 영향을 미친다는 앞에서의 결론은 외국인투자자들이 어떠한 경로를 통해서 이러한

영향력을 행사하는가에 대한 의문을 갖게 만든다. 기업의 경영의사 결정이 합리적으로 이루어지기 위해서는 의사결정자인 경영자가 특정인의 이익이나 사적 혜택을 추구하지 못하도록 경영과정을 감시하는 지배구조장치의 개선이 필요하다. 본절에서는 외국인투자자가 투자와 배당에 영향을 미치는 경로로서 기업지배구조에 주목하여 외국인투자자가 기업의 지배구조에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴본다. 이를 위하여 전기의 외국인지분율을 설명변수로 하고 기업의 지배구조 평가점수를 종속변수로 하여 분석을 실시하였고 분석결과가 <표 7>에 제시되어 있다.¹⁶⁾

회귀식(1)의 경우 전기의 외국인지분율이 높을수록 지배구조점수가 높은 것으로 나타나며 이는 통제변수를 추가한 식(2)에서도 그 유의성이 유지된다. 통제변수 중 기업규모가 높을수록, 내부지분율과 기관투자자지분율이 낮을수록 지배구조점수는 높은 것으로 나타나 외국인지분율과는 반대의 상관관계를 보여주고 있다.

다음으로는 외국인투자자가 중기적으로 지배구조 개선에 얼마나 영향을 미치는지를 살펴보기 위하여 외국인지분율을 설명변수로 하고, 2년간의 지배구조 개선정도¹⁷⁾를 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다.

분석결과가 <표 8>에 제시되어 있는데, 회귀식(1) 및 (2)에서 외국인지분율 자체가 지배구조 개선에 미치는 영향은 유의하지 않은 것으로 나타난다. 반면에 회귀식(3) 및 (4)에서 단독으로 5% 이상 소유한 외국인대주주의 지분율의 합¹⁸⁾을 사용한 변수가 유의한 양의 계수값을 가지고 있어 외국인대주주의 존재는 장기적으로 지배구조 개선을 유도하는 것으로 해석할 수 있다. 이는 다수의 외국인투자자가 지배구조에 영향을 미친다기보다는 소수의 대규모 지분을 보유한 외국인투자자가 지배구조 개선에 기여하고 있는 상황을 반영하는 것으로 해석할 수 있다. 한편, 기관투자자지분율도 기업지배구조 개선에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타난다.

결론적으로 외국인투자자의 존재는 기업지배구조의 개선을 통해 합리적인 경영의사 결정을 유도하는 긍정적 역할을 하는 것으로 해석할 수 있다.

16) <표 7>의 분석모형에서는 Hausman Test 결과 p값이 모두 0.1보다 큰 것으로 나타나 확률효과모형으로 추정하였다.

17) 지배구조개선 정도는 기업지배구조개선지원센터의 지배구조 평점을 기준으로 해당연도 평점과 직전연도 평점의 차이값이다.

18) 5% 이상 소유한 외국인대주주의 지분율 합은 사업보고서상의 '5% 이상 주주의 주식소유 현황'에서 저자들이 외국인 여부를 직접 판단하여 이들의 지분율 합을 사용하였다.

〈표 7〉 지배구조 결정요인 분석

	(1)	(2)	(3)	(4)
절편	32.0981*** (45.90)	-50.5353*** (-5.37)	34.1263*** (44.19)	-61.3342*** (-6.79)
외국인지분율(전기)	26.7140*** (9.10)	10.9690*** (3.48)		
5% 이상 외국인 대주주더미			1.7798** (2.34)	0.0717 (0.010)
기업규모		4.3351*** (8.78)		4.9475*** (10.55)
부채/자산		-1.1067 (-0.47)		-3.2033 (-1.38)
총자산영업이익률		0.7232 (0.14)		2.3579 (0.45)
현금흐름/자산		-2.2597 (0.75)		-2.0359 (-0.67)
지배주주 및 그의 친족 지분율		-4.7788*** (-3.39)		-5.9099*** (-4.25)
계열사지분율		1.5062 (0.72)		2.1876 (1.04)
기관투자자지분율		-3.6228* (-1.72)		-3.6422* (-1.71)
토빈 Q		2.5481** (1.96)		3.4349*** (2.65)
영업위험		-0.5598 (-0.06)		1.7112 (0.19)
산업더미		Included		Included
재벌더미		Included		Included
R ²	0.1290	0.3800	0.0097	0.3663

주 : 표본은 2002년부터 2004년까지 한국증권거래소에 상장되고 지배구조 점수 등의 자료이용이 가능한 187사를 대상으로 3개연도에 대해 패널분석을 실시함. 종속변수인 지배구조평가점수는 한국기업지배구조개선지원센터에서 매년 평가한 점수이며, 토빈 Q는 (보통주시가총액+부채장부가치)/총자산장부가치임. 지배주주 및 그의 친족지분율은 지배주주 1인 및 그 친족지분율의 총합이며, 계열사지분율은 계열회사의 지분율 총합임, 또한 기관투자자지분율은 금융기관, 증권회사, 보험회사가 소유하고 있는 지분율을 합한 값이고, 영업위험은 과거 5년 동안 영업이익률의 표준편차를 이용함. ()은 t-값이고, ***, **, *은 각각 양측 1%, 5%, 10% 유의수준하에서 유의함을 나타냄.

〈표 8〉 지배구조 개선 정도의 결정요인 분석

	(1)	(2)	(3)	(4)
절 편	1.9987 ^{***} (4.09)	22.7479 ^{**} (2.29)	1.9913 ^{***} (4.40)	19.4176 ^{**} (2.20)
외국인지분율 (전기)	4.4952 (1.32)	6.4232 (1.34)		
5%이상 외국인대주주합계			13.8077 ^{**} (20.3)	16.9964 ^{**} (2.33)
기업규모		-1.0333 ^{**} (-2.00)		-0.8809 [*] (-1.92)
부채/자산		-1.2302 (-0.44)		-2.2452 (-0.85)
총자산영업이익률		-16.0810 [△] (-1.83)		-17.1669 ^{**} (-1.97)
현금흐름/자산		7.7125 (1.19)		6.5566 (1.02)
지배주주및그의친족지분율		-1.1636 (-0.39)		-0.4340 (-0.14)
계열사지분율		-0.5868 (-0.17)		-1.6232 (-0.48)
기관투자자지분율		10.1506 ^{***} (2.82)		10.5019 ^{***} (2.95)
토빈 Q		2.0855 (1.00)		2.9802 (1.51)
영업위험		-20.5016 [*] (-1.64)		-19.7929 (1.61)
산업더미		Included		Included
재벌더미		Included		Included
Adj R ²	0.0040	0.0291	0.0165	0.0490

주 : 표본은 2002년부터 2004년까지 한국증권거래소에 상장되고 지배구조 점수 등의 자료이용이 가능한 187사를 대상으로 회귀분석을 실시함. 종속변수는 2002년 지배구조 평가점수에 비해 2004년 지배구조점수가 개선된 정도임. 토빈 Q는 (보통주시가총액+부채장부가치)/총자산장부가치이며, 지배주주 및 그의 친족지분율은 지배주주 1인 및 그 친족지분율의 총합이고, 계열사지분율은 계열회사의 지분율 총합임, 또한 기관투자자지분율은 금융기관, 증권회사, 보험회사가 소유하고 있는 지분율을 합한 값이고, 영업위험은 과거 5년 동안 영업이익률의 표준편차를 이용함. ()은 t-값이고, ***, **, *은 각각 양측 1%, 5%, 10% 유의수준하에서 유의함을 나타냄.

V. 결론 및 시사점

본 연구에서는 최근 논란이 되고 있는 외국인자본의 영향력 확대 문제를 외국인투자자가 국내기업의 배당, 투자 및 지배구조에 미치는 영향의 관점에서 분석하고 있다. 분석결과에 따르면 외국인지분율이 높을수록 배당성향도 높은 것으로 나타나 일반적으로 외국인투자자의 존재는 배당을 증가시키는 요인으로 나타난다. 하지만 이를 좀더 살펴보면 외국인지분율변수와 수익성변수간의 교차변수의 계수값이 유의하게 음의 값을 나타내고 있어 수익성이 좋은 기업의 경우 외국인지분율의 증가는 오히려 배당을 줄이는 효과도 갖고 있는 것으로 나타난다. 이는 외국인투자자가 배당정책 결정에 있어 자원배분의 효율성을 증가시키는 역할을 하고 있음을 시사하고 있다.

한편, 외국인투자자와 국내기업의 R&D투자간 관계를 분석한 결과에 따르면 외국인지분율만의 효과는 투자를 줄이는 것으로 나타나나, 외국인지분율변수와 수익성변수간의 교차변수, 외국인지분율변수와 성장성간의 교차변수는 모두 유의한 양의 계수값들을 나타냄으로써 해당 기업의 수익성이나 성장성이 높을 경우 외국인지분율이 투자에 미치는 부정적 효과를 상쇄하는 것으로 나타난다.

마지막으로 배당 및 투자의사 결정에 있어 외국인투자자가 갖는 긍정적 영향력이 어떠한 경로를 통해 경영의사 결정에 전달되는가를 살펴보기 위해 외국인지분율과 기업지배구조간의 관계를 분석한 결과에 따르면 외국인지분율이 높을수록 시차를 가지고 기업지배구조가 개선되는 것으로 나타나며, 단독으로 5% 이상의 지분율을 가진 외국인투자자가 많은 경우 중기간에 걸친 지배구조개선효과도 유의하게 나타나고 있다. 이러한 지배구조의 개선은 궁극적으로 국내기업의 합리적인 투자와 배당행태를 유발하는 결과를 가져오는 것으로 해석된다.

결국 최근 논란이 되고 있는 외국인투자자와 고배당 또는 투자위축의 이슈는 극히 제한된 소수의 기업에서 나타났던 문제로서 전체 외국인투자자의 문제로 확대 해석하는 것은 문제가 있음을 시사하고 있으며, 오히려 외국인투자자의 존재는 국내기업의 배당과 투자를 기업의 수익성과 성장성에 따라 합리적으로 결정하도록

만드는 긍정적 역할을 하는 것으로 확인되고 있다. 또한 외국인투자자는 국내기업의 지배구조를 개선하는 효과를 가짐으로써 합리적 의사결정을 유도하여 장기적으로 기업의 경쟁력 강화에 기여하고 있는 것으로 평가된다.

참고문헌

- 강동수, 『주식의 상대적 수익률과 절대적 가격에 대한 연구』, 한국개발연구원 (KDI), 2002.
- 김동욱, 「배당의 정보효과에 관한 실증적 연구」, 『재무관리연구』, 1989, pp.97-112.
- 김철중, 「소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호관련성에 관한 연구」, 『재무관리연구』, 1996, pp.51-78.
- 남명수·우춘식, 「배당정책의 신호표시 내용에 관한 실증적 검증」, 『증권학회지』, 1987, pp.257-308.
- 박경서, 「증권산업과 주식시장의 효율성에 관한 연구」, 『연구보고서』 94-5, 한국금융연구원, 1994.
- _____. 이은정·이인무, 「국내기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구」, 『재무연구』 제16권 2호, 2003, pp.195-229.
- 박상용·빈기범·조성훈, 『외국인 주주와 기업의 배당결정』, 한국증권학회 제2차 정기학술발표회 발표논문, 2005.
- 설원식·김수정, 『외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향』, 한국증권학회 제1차 정기학술발표회 발표논문, 2005.
- 이정도·공정택, 「기업의 재무적 요인과 현금배당률 수준의 관련성에 관한 연구」, 『증권학회지』, 1994, pp.437-464.
- 육근효, 「주주-경영자간의 대리문제에 관한 실증연구 - 배당정책을 중심으로」, 『증권학회지』 제11집, 1989, pp.143-166.
- 원정연·김성민, 「기업의 배당정책에 관한 경영자 인식에 관한 연구」, 『증권·금융연구』, 서울대학교, 1999, pp.131-158.
- 윤봉한·오규택, 「투자결정과 자본조달결정의 통합적 수행여부에 관한 실증분석」, 『재무연구』, 1999, pp.95-124.
- 전상경·정무권, 『경영자 보상과 기업의 투자 및 자본구조 정책』, 한국증권학회 2차 학술발표회, 2005.
- 주상용, 「내부자 소유구조가 배당성향에 미치는 영향에 관한 실증적 연구」, 『재무관리연구』, 1993, pp.125-140.

증권거래소, 『증권통계연보』

한국은행, 『기업경영분석』

Aharony, J. and I. Swary, “Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stock Holders’ Return: an Empirical Analysis,” *Journal of Finance*, March 1980, pp.1-12.

Asquith, P. and D.W. Mullins, “The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders’ Wealth,” *Journal of Business* 56, 1983, pp.77-96.

Baker, H. K, Farrelly G. E and R. Edelman, “A Survey of Management View on Dividend Policy,” *Financial Management*, 1985, pp.78-84.

Brown, S. J., J. B. Warner, “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies,” *Journal of Financial Economics* 15, 1985.

Cho, M., “Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics* 47, 1998, pp103-121.

Crutchley, H. and R, Hansen, “A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend,” *Financial Management*, 1989, pp.36-46.

Doron, N. and Amir Ziv, “Dividend Changes and Future Profitability,” *Journal of Finance*, Dec. 2001, pp.2111-2133.

Durnev, Artyom and E. Han Kim, “To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation,” *Journal of Finance* 60, 2005, pp.1461- 1493.

Fama, E. F. and H. Babiak, “Dividend Policy: an empirical Analysis,” *Journal of American Statistical Association*, Dec. 1968, pp.32-61.

Fazzari, S., Hubbard, R. and Peterson, B., “Financing Constraints and Corporate Investment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, March 1988, pp.141-195.

Gosnell, T., A. Keown and J. Pinkerton, “The Intraday Speed of Stock Price Adjustment to Major Dividend Changes: Bid-Ask Bounce and Order Flow Imbalances,” *Journal of Banking & Finance* 20, 1996, pp.247-266.

Hoshi, Y., Kashyap, A. and Scharfstein, D., “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups,” *Quarterly Journal of*

Economics, February 1991, pp.33-60.

Jensen, M. C , Solverg, D. P and T. S. Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1992, pp.517-529.

Kang, J. K. and Rene M. Stulz, "Why is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan," *Journal of Financial Economics* 46, 1997, pp.3-28

Kathryn, L. Dewenter and Vincent A. Warther, "Dividends Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms," *Journal of Finance*, June 1998, pp.879-904.

Lintner, J., "Distribution of incomes of corporation's among dividends, retained earnings and taxes," *American Economic Review*, May 1956, pp.97-113.

Mills, K., Morling, S. and Tease, W., "The Influence of Financial Factors on Corporate Investment," *Australian Economic Review*, 2nd Quarter, 1995, pp.50-64.

Rozeff, M., "Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Working Paper Series* No.80-11, University of Iowa, 1981.

IMF International Financial Statistics

The Role of Foreign Investors on the Management and Corporate Governance of Korean Companies

Kyung Suh Park, Eun-Jung Lee

Abstract

The role of foreign investors in Korean economy has been controversial since we observed several cases of excessive payments of cash dividends or stock repurchases, mainly at the requests of foreign investors. According to the empirical analysis that controls for the endogeneity of the variables, we find that the investment by foreign investors in domestic firms tend to lead to more efficient management decision through the improvement of their corporate governance, and that the current controversy on the negative role of foreign investors cannot be generalized.

Keywords: Foreign Investors, Share, Investment, Governance

JEL Classification: G3