

외국간접투자자본이 국민경제에 미치는 영향에 관한 연구*

연강흠

연세대학교 경영대학 교수
(khyon@yonsei.ac.kr)

박순홍

연세대학교 경영대학 박사과정
(0404@yonsei.ac.kr)

외국인 투자자들은 국내자본시장의 발전에 상당히 기여했음에도 불구하고 국내 기업에 고배당을 요구하여 자금조달상의 안정성을 떨어뜨리고 회수기간이 긴 장기적인 투자보다는 단기적인 투자성과를 선호하는 경향이 있어 투자를 위축시킨다는 비판을 받아 왔다. 본 연구는 5% 이상 대량지분을 소유하고 있는 주요주주로서의 외국인 투자자가 해당 기업의 투자 및 배당에 미치는 영향을 분석한다. 그리고 외국인 주요주주가 실제로 기업지배구조 및 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있는지 확인한다. 또한 기업이 처한 상황에 따라서 외국인 주요주주의 역할이 다르게 나타나는지도 검증해 본다.

분석 결과, 외국인 주요주주지분이 높을수록 기업의 배당성향이 유의적으로 증가하는 것을 확인할 수 있었다. 특히 재벌 기업이거나 기업지배구조가 좋고 기업가치가 높은 기업의 경우 더욱 유의적으로 높은 배당성향을 보였다. 하지만 외국인 주요주주가 기업의 투자를 위축시킨다는 직접적인 증거를 찾을 수는 없었다. 한편 외국인 주요주주가 해당기업의 가치를 증대시키지는 않는 것으로 나타났다. 특히 기업가치가 낮거나 지배구조가 좋지 않은 기업의 경우 외국인 지분이 증가함에 따라 기업가치가 하락하여 외국인 주요주주가 국내기업의 지배구조 개선을 통해 기업가치를 상승시키는 역할을 수행한다는 실증적 근거를 찾을 수 없었다. 오히려 기업지배구조가 낮은 기업에 투자해 지배주주로서의 사적이익을 추구함으로써 기업가치를 하락시킬 수도 있다는 추측이 가능했다.

주제어: 외국인 투자자, 고배당 압력, 투자 위축, 기업가치, 기업지배구조

1. 서론

국내 자본시장은 외국인들에 대한 투자한도를 1992년부터 단계적으로 확대하기 시작해 외환위기 이후인 1998년에는 전면 폐지했다. 이후 지속적으로 외국인 투자가 증가하여 유가증권시장 및 코스닥 시장에서 외국인 투자자가 차지하는 비중은 2006년 2월 현재 시가총액 기준으로 각각 40.1%와 14.1%에 이르고 있다.(금융감독원, 2006.2) 뿐만 아니라 2006년 2월 현재 유가증권시장에 상장되어 있는 총 600여 개 기업 중 외국인 지분이 최대주주

보다 많은 기업이 무려 58개사에 달하고 외국인이 경영권을 보유할 목적으로 5% 이상 지분을 보유하고 있는 기업도 점차 증가하고 있다.(조선일보, 2006. 2. 21, 38면) 우리나라의 외국인 주식투자 비중은 2006년 2월 현재 39.7%로 신흥국가 중에서 헝가리와 멕시코에 이어 3위이고 총 주식투자 금액 기준으로는 가장 많다.(안남기, 2006)

국내 자본시장에서 외국인 투자자의 역할에 대한 평가는 엇갈리고 있다. 외국인 투자자의 순기능으로는 우선 해외자금의 유입으로 주식시장의 유동성을 확충해 주식시장의 수급을 원활히 하는 점을 들 수 있다. 이 밖에 장기적인 투자패턴과 함께 선진 투자

기법을 도입할 수 있는 기회를 제공해 국내 자본시장이 국제적 경쟁력을 확보하는데 공헌하고, 국내 자본시장의 제도 및 기업지배구조를 개선해 대리인 문제 발생 가능성을 감소시킴으로써 기업의 경영투명성 제고와 소수주주들의 위상강화에 기여한다는 점이 강조된다.

반면에 최근 외국인 투자자에 대한 부정적인 측면도 제기되고 있다. 외국자본이 상위 일부 종목에만 편중해 투자함으로써 실물 경제를 비롯해 주식시장의 변동성을 증가시킬 뿐만 아니라 기업의 성과 및 재무활동에 악영향을 미쳐 시장의 안정성을 교란시킬 수 있다는 것이다. 또한 외국인 투자자들이 주요주주로 부각되면서 경영권 개입에 따른 경영효율성 저하와 국부유출의 가능성이 거론되고 있다. 특히 외국인 투자자들은 가시적인 실적 향상을 중시하는 경향이 있어 국내 기업에 고배당을 요구하여 자금조달상의 안정성을 해하고 단기적 투자성과에 중점을 두도록 유도하여 투자 위축 가능성을 높인다는 점이 지적된다.

외국인 투자자들이 국내 자본시장에 미치는 영향에 대한 연구동향을 살펴보면 크게 외국인 투자자들이 국내 투자자들에 비해 정보 우위성을 가지고 있는지에 대한 분석(박영규, 최영목, 2003; 김동순, 전영순, 2004), 투자행태에 있어서의 특성에 대한 분석(김동순, 김병선, 2001; 지청, 옥진호, 2003; 연강흠, 1994), 기업의 배당 및 투자에 미치는 영향에 관한 분석(빈기범, 조성훈, 2005; 박경서, 2005; 설원식, 김수정, 2006), 그리고 해당 기업의 대리인 비용 및 기업가치에 미치는 영향에 관한 분석(박헌준, 신현한, 최완수, 2004) 등으로 분류할 수 있다. 그런데 이들은 주로 개별적인 외국인 투자자가 아니라 집합개념으로의 외국인 투자자의 행태를 다루고 있어 외국인 투자자에 대한 일관된 결

론을 내리지 못하고 있다.

외국인 투자자의 전체 지분율이 같더라도 그 구성 및 소유구조에 따라 기업의 경영활동에 미치는 영향력은 상당히 다를 수 있다. 특히 외국인 투자자의 지분이 단일주주에 집중되어 있다면 단순한 외부감사자의 역할을 넘어 특정기업의 주요 의사결정에 직접적으로 중대한 영향을 미칠 수 있다. 이런 맥락에서 설원식, 김수정(2006)은 주요 의사결정자로서의 외국인 투자자의 역할에 중점을 두고 2001년~2003년 동안 외국인 투자자 비중이 3년 연속 5% 이상이었던 기업을 대상으로 이들이 배당에 미치는 영향을 분석했다. 그런데 이들은 5% 이상 주요주주로서의 외국인이 존재할 경우 해당 기업의 배당은 더욱 증가한다는 것을 발견했지만 기업의 재무활동에 대한 포괄적인 분석보다는 재무활동의 일부 측면인 배당만을 연구하는데 그쳤다.

이와 같이 외국인 투자자가 국내 기업에 미치는 영향을 살펴본 대부분의 기존 연구는 기업의 의사결정에 실질적인 영향력을 행사할 수 있는 외국인 투자자의 존재나 기업이 처한 상황에 따라 외국인 투자자의 역할이 다를 수 있음을 고려하지 않았다. 따라서 본 연구에서는 5% 이상 대량지분을 소유하고 있는 주요주주로서의 외국인 투자자가 해당 기업의 투자 및 배당, 그리고 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 또한 외국인 투자자가 기업지배구조 등의 개선을 통해 기업의 경영투명성을 제고시켜 기업의 가치를 높이는 역할의 수행여부를 기업지배구조 수준에 따른 외국인 주요주주의 영향력 차이를 통해 알아본다. 이 밖에 재벌여부나 기업가치 수준여부 등 기업의 특성에 따라서 외국인 주요주주의 역할이 다르게 나타나는지도 살펴본다.

분석 결과, 외국인 주요주주지분이 높을수록 기업의 배당성향이 유의적으로 증가하는 것을 확인할 수

있었는데 특히 재벌기업이거나 기업지배구조 및 기업가치가 높은 기업의 경우 더욱 유의적으로 증가하는 경향을 보였다. 하지만 외국인 주요주주가 기업의 투자를 위축시킨다는 직접적인 증거를 찾을 수는 없었다. 기업가치 측면에서는 전체적으로 외국인 주요주주가 긍정적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났는데 특히 기업가치가 낮거나 지배구조가 나쁜 기업의 경우에 지배구조 개선을 통해 기업가치 상승을 제고하는 역할을 수행한다는 실증적 근거를 찾을 수 없었다. 오히려 기업지배구조가 낮은 기업에 투자해 지배주주로서의 사적이익을 추구함으로써 기업가치를 하락시킨다는 추론을 할 수 있었다.

II. 선행연구

외국인 투자자가 기업의 투자활동 및 배당활동, 그리고 기업의 성과에 미치는 영향에 관한 국내의 연구는 많지 않다. 선진국의 경우 기관투자자 중에서 외국인 투자자가 차지하는 비중이 높지 않기 때문인 것으로 추측된다. 국내 연구도 주로 외국인 투자자의 정보우위성이나 외국인 투자자의 투자행태에 관한 연구들로 연구결과도 다소 상이하다.

기업가치에 미치는 영향을 중심으로 연구한 박헌준, 신현한, 최완수(2004)는 외국인 투자가 허용된 1992년~2001년도까지 주식시장에 상장된 금융업을 제외한 제조기업 4,721개를 대상으로 소유와 경영의 분리에 따른 대리인비용이 외국인 투자자들의 효율적인 감시에 의해 줄어들 수 있는지 실증 검증하였다. 그 결과 외국인 지분이 높은 기업일수록 접대비와 기밀비 합의 비중으로 산정된 대리인 비용이 낮으며 경영투명성이 더욱 높아지는 것을 발견했다.

나아가 외국인 지분과 기업가치는 정의 비례관계가 있음을 보여 재벌계열사 내부지분의 비중이 높고 이 사회의 통제 기능이 제대로 이루어지지 않는 상황에서는 외국인 투자자가 중요한 영향을 미치고 있다고 주장했다.

같은 맥락에서 빈기범, 조성훈(2005)은 외국인 투자자가 기업의 배당 및 투자사결정에 미치는 영향을 1999년~2003년 5년 기간 동안 유가증권시장에 상장한 기업을 대상으로 분석했다. 그 결과 토빈 Q를 이용한 투자기회 및 기업 규모 등을 고려할 경우 기업의 배당 및 투자 수준은 외국인 주식소유 비중과 유의적인 관계가 없음을 보였다. 이는 외환경제위기 이후 기업지배구조 개선, 주주권 강화 및 고배당 장려 정책 등과 같은 기업의 배당결정에 영향을 미치는 환경 변화 및 동 표본기간 중 국내 경제의 하향세로 인한 투자 위축과 동시에 외국인의 국내 주식시장에 대한 비중이 급격하게 확대됨에 따른 결과라고 설명했다. 이 밖에 수익성 있는 투자기회가 존재하지 않는 기업에서 고배당을 하는 경향이 강하다는 것을 발견해 우리나라 기업의 배당정책이 기업 가치를 증대시키는 방향으로 이루어지고 있음을 보여 주었다. 하지만 외국인이 고배당을 요구함으로써 기업의 성장 잠재력을 위축하고 있다는 주장에 대한 근거는 발견하지 못했다.

이병운(2005)은 1998년부터 2004년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장한 기업을 대상으로 외국인 지분율이 해당기업의 투자 및 배당에 미치는 영향을 패널분석모형을 이용해 분석했다. 그 결과 배당성향과 고정자산 증가율로 측정된 기업 투자에 외국인 지분율이 통계적으로 유의적인 영향을 주지 않는 것을 발견했다. 이로써 외국인 투자자가 이익의 재투자보다는 과도한 배당을 요구함으로써 기업의 잠재성장률을 훼손할 수 있다는 주장은 실증적

근거가 없다고 주장했다.

이와 유사하게 연태훈(2005)도 2001년~2004년 기간 중 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 외국인 투자자와 배당, 그리고 투자 간의 관계에 관한 분석을 연구한 결과 외국인 지분율과 배당의 증가는 밀접한 관계가 있지만 전체 이익에서 배당이 차지하는 비중을 증가시키지는 않는다는 것을 발견했으며 외국인 지분율의 증가가 기업의 투자를 위축시킨다는 실증적인 근거를 찾을 수 없다는 결론을 내렸다.

앞의 연구들이 재무활동 중 특정 부문에 중점을 둔 것과는 달리 박경서(2005)는 1993년~2003년 10년 동안 상장된 제조기업을 대상으로 외국인 지분이 포괄적으로 기업의 배당, 투자 및 기업지배구조에 미치는 영향에 관해 패널분석과 함께 이들 간의 내생성(endogeneity)을 고려한 연립방정식 모형을 이용한 분석을 실시했다. 그 결과, 외환위기 이후 기간에는 외국인 지분율이 높을수록 배당성향이 높은 것으로 나타나지만 수익성이 좋은 기업의 경우에는 외국인 지분율의 증가가 오히려 배당을 줄이는 효과도 있는 것을 발견함으로써 외국인 투자자가 배당정책 결정에 있어 효율성을 증가시킨다고 밝혔다. 투자와 기업지배구조에 있어서도 수익성이 좋고 성장성이 높은 기업의 경우 외국인지분율의 증가는 투자를 촉진하고 기업지배구조 역시 개선되는 것을 발견했다. 따라서 논란이 되고 있는 외국인 투자자가 고배당과 투자위축을 통해 기업 가치 및 기업지배구조에 부정적인 영향을 미친다는 주장은 제한적인 소수 기업의 문제로 국한해야 한다고 주장했다. 즉, 외국인 투자자는 국내기업의 배당과 투자를 합리적으로 결정하도록 할 뿐만 아니라 지배구조를 개선하는 효과가 있어 장기적인 경쟁력 확보에 기여하고 있다는 것이다.

기존의 연구와는 다른 관점에서 외부감시주체로서의 영향력보다는 내부의사결정의 주요주주로서의 역할에 중점을 둔 설원식, 김수정(2006)은 2001년~2003년 동안 외국인 투자자 비중이 3년 연속 5% 이상인 제조기업을 대상으로 외국인 투자자 비중이 기업의 배당수익률에 미치는 효과에 대해 분석했다. 이들은 외국인 지분이 증가하면 해당 기업의 배당수익률에 유의적인 양(+)의 효과가 있는 것을 확인했는데 특히, 기존의 연구와는 달리 단순한 외국인 투자자의 지분을 합보다는 5% 이상 지분을 소유한 외국인 투자자가 존재하는 경우 배당수익률이 더욱 유의적인 양(+)의 값을 보이는 것으로 나타났다. 또한, 2003년으로 올수록 외국인들의 배당 요구는 강하게 나타나 외국인들의 배당확대요구가 시간이 지날수록 강화되고 있음을 보였는데 배당의 개념을 현금, 주식뿐만 아니라 자사주 이익소각과 자사주 순매입으로까지 확대한 경우에도 동일한 결과를 얻었다.

한편, 국외 연구는 일반적으로 이머징 마켓을 중심으로 한 연구가 많다. 인도에서의 외국인 투자자의 역할을 분석한 Douma, George and Kabir (2005)는 외국인 투자자를 외국인 직접투자자와 외국인 기관투자자로 분류하여 동일하게 기업의 성과를 증가시키는지 분석하였다. 그 결과 인도에 투자한 외국인 투자자들 중 직접투자자들은 장기투자를 해 감시기능을 잘 수행함으로써 기업의 성과를 높여 주는 역할을 하지만 기관투자자들은 명확하게 성과를 향상시키는 역할을 한다는 증거를 찾지 못했다. 따라서 이머징 마켓에서 외국인 투자자의 역할은 직접투자자와 기관투자자로 분류하여 분석이 이루어져야 한다고 주장했다.

또한, Huang and Shiu(2005)은 대만 기업을 중심으로 외국인 투자자들이 내국인 투자자에 비해 투자 성과가 높을 뿐만 아니라 외국인 투자자들이

투자한 기업의 성과가 그렇지 않은 기업보다 높다는 것을 발견했다. 일반적으로 외국인 투자자들이 기업 규모가 크고 수익성이 좋으며 수출 위주의 기업에 투자하는 것을 고려해 기업 규모 및 수익성 등의 요소를 통제한 후에도 유의적으로 높은 성과를 보였다. 따라서 외국인 투자자들은 내국인 투자자에 비해 정보 우위가 높다는 결론을 얻었다.

III. 실증분석

3.1 표본 선정 및 변수 설정

본 연구에서는 내부자로서의 외국인 투자자가 해당 기업의 투자, 배당 및 기업가치에 미치는 영향을 실증분석하기 위해 외환위기 이후 1999년부터 2004년까지의 6년 동안을 표본기간으로 설정했으며 동기간 동안 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장한 제조기업을 표본으로 선정했다. 이 중 투자, 배당, 기업가치 및 지배구조 관련 자료를 구할 수 없거나 자본잠식 사실이 있는 기업을 제외한 후 총 894개 기업의 2,817개 관측치를 이용했다. 이 중에서 5% 이상 지분을 보유한 주요주주가 있는 표본을 최종 분석대상으로 선정했다.

외국인 주요주주가 기업의 배당, 투자, 그리고 기업가치에 미치는 영향을 분석할 경우에는 1999년~2004년의 자료를 모두 이용했고 기업지배구조와 관련된 분석에서는 지배구조점수를 사용할 수 있는 2001년 이후 기간의 자료를 이용했다. 또한 기업의 재무자료 및 주가자료는 FnGuide와 WiseFN에서 제공하는 자료를 활용했으며 지분관련 자료는 한국상장회사협의회(KLCA)의 TS2000 데이터베이스

에서 추출했다. 특히 5% 이상 외국인 주요주주 현황은 TS2000 데이터베이스의 지분자료를 바탕으로 해당 기업의 회계연도별 사업보고서 및 인터넷 공시자료 그리고 신문 등을 활용해 정리했다.

5% 이상 주요주주가 있는 전체 기업 중 5% 이상 주요주주에 외국인 투자자가 존재하는 기업을 "외국인 우세기업"으로, 5% 이상 주요주주에 외국인 투자자가 존재하지 않는 기업을 "내국인 우세기업"으로 분류했고 외국인 우세기업 중 5% 이상 주요주주 총지분에서 외국인 투자자들이 차지하는 지분의 총합을 "외국인 주요주주 지분"으로 산정했으며 그 외 지분의 합을 "내국인 주요주주 지분"으로 정의했다. 그런데 외국인 우세기업에서 내국인 주요주주 지분을 고려하지 않고 외국인 주요주주 지분의 단순한 총합만을 이용할 경우 외국인 주요주주의 상대적인 비중을 알 수 없어 이들의 역할을 적절히 파악할 수 없게 된다. 따라서 본 연구에서는 최대주주 및 특수관계자 지분 대비 외국인 주요주주 지분이 차지하는 비율과 내국인 주요주주 지분 대비 외국인 주요주주 지분이 차지하는 비율을 산정해 외국인 주요주주의 상대적 비중도 함께 고려했다.

외국인 주요주주가 기업의 투자, 배당 및 기업가치에 미치는 영향력을 살펴보기 위해 기업의 투자는 당기의 고정자산 증가를 총자산으로 나눠 계산했고 배당수준은 당기순이익 대비 현금배당으로 계산한 배당성향을 이용했다. 기업가치는 대용변수로 널리 사용되고 있는 토빈(Tobin)의 Q를 이용하였는데 기존의 연구에서와 마찬가지로 토빈 Q를 보통주의 시장가치와 우선주의 액면가치 및 총부채의 장부가치 합을 총자산의 장부가치로 나눈 값을 사용했다. 이때 보통주의 시장가치는 보통주 연말 종가와 해당 연도의 발행주식 총수를 곱하여 산정했고 우선주는 유동성 부족 및 시장가격이 비효율적으로 형성되는

〈표 1〉 연도별 표본기업 현황 (단위: 개)

연도	코스닥시장			유가증권시장		
	주요주주 존재기업	내국인 우세기업	외국인 우세기업	주요주주 존재기업	내국인 우세기업	외국인 우세기업
1999	76	70	6	201	178	23
2000	131	114	17	221	187	34
2001	188	172	16	221	182	39
2002	242	222	20	261	206	55
2003	312	275	37	287	221	66
2004	387	329	58	290	220	70

것을 고려하여 장부가치를 기준으로 계산했다. 기업 지배구조점수는 2001년 이후 한국기업지배구조개 선지원센터(KCGS)에서 매년 발표하는 평가 자료를 활용했다.

한편, 투자와 배당, 그리고 기업가치에 영향을 줄 수 있는 다른 요소를 통제하기 위해 기업 특성 변수를 주로 사용했는데 기존의 연구를 바탕으로 기업규모 변수를 나타내는 총자산, 상장기간, 유동성 정도를 나타내는 유동부채 대비 유동자산비율 및 총자산 대비 보유현금비율, 자본구조를 고려하기 위한 총자산 대비 총부채비율, 수익성을 고려한 총자산순이익률, 매출액성장률, 그리고 기업의 미래 성장성을 나타내는 총자산 대비 R&D 투자비율과 총자산 대비 광고선전비 등을 고려했다. 기관투자자의 영향력을 살펴보기 위한 기관투자자 지분율과 함께 산업효과와 연도별 효과를 통제하기 위한 연도터미와 산업터미, 그리고 박경서, 백재승(2001)이 제시한 재벌기업과 비재벌기업의 재무활동에는 차이가 있다는 결과를 고려하기 위해 재벌여부를 변수에 포함시켰다.

〈표 1〉은 5% 이상 주요주주가 있는 기업을 외국인 주요주주 지분이 5%이상 존재하는 외국인 우세기업과 외국인 주요주주 지분이 5%이상 존재하지 않는 내국인 우세기업을 코스닥시장 및 유가증권시

장, 그리고 연도별로 재분류한 표본기업 현황이다. 외국인 우세기업은 유가증권시장이 코스닥시장보다 모든 연구기간에 걸쳐 많은 것으로 나타난 반면 내국인 우세기업은 2002년 이후 코스닥시장에 더욱 많았다. 뿐만 아니라 매년 점차적으로 외국인 우세기업 수가 모든 시장에서 지속적으로 증가하는 것으로 나타나 외국인 전체 지분과 함께 5% 이상 주요주주인 외국인 투자자가 기업의 경영활동 및 재무활동에 미치는 영향도 크게 증대하고 있음을 추측할 수 있다.

3.2 기업특성의 비교분석

내국인 우세기업과 외국인 우세기업간의 기업특성 차이를 비교분석한 결과는 〈표 2〉와 같다. 외국인 우세기업이 내국인 우세기업에 비해 5% 이상 주요주주의 지분을 총합과 기관투자자 지분율이 유의적으로 높았다. 총자산 대비 당기 고정자산 증가 역시 외국인 우세기업이 유의적으로 높아 기업의 설비투자가 큰 것으로 나타났다. 이 밖에 외국인 우세기업이 내국인 우세기업에 비해 기업 가치를 나타내는 토빈 Q, 수익성을 나타내는 총자산순이익률(ROA), 총자산 대비 광고선전비 및 총자산 대비 보유현금비율이 유의적으로 높고 상장기간은 유의적으로 길며

(표 2) 내외국인 우세기업의 주요 변수 비교 (1999년~2004년)

	내국인 우세기업(2,376개)		외국인 우세기업(441개)		t-value	Pr > t	
	평균값	표준편차	평균값	표준편차			
5% 이상 주요주주 총지분을(%)	41.4852	17.5625	47.0113	15.5334	-6.65	0.0000	***
기관투자자 지분을(%)	4.3177	7.4417	8.1763	9.7627	-7.80	0.0000	***
총자산 대비 당기 고정자산증가	0.0340	0.1337	0.0445	0.1115	-1.74	0.0823	*
배당성향	0.2251	0.3554	0.2524	0.4443	-1.21	0.2275	
Tobin's Q	0.9321	0.4641	1.0642	0.5504	-4.69	0.0000	***
연평균 지배구조점수(점)	65.8627	9.4330	69.6298	12.0346	-5.57	0.0000	***
log(Asset)	11.5363	1.4057	12.3561	1.6642	-9.62	0.0000	***
총자산 대비 R&D 비용	0.0060	0.0128	0.0051	0.0104	1.61	0.1086	
총자산 대비 광고선전비	0.0090	0.0209	0.0162	0.0380	-3.83	0.0001	***
ROA	0.0572	0.0641	0.0742	0.0724	-4.55	0.0000	***
매출액 성장률	0.1749	0.6324	0.1729	0.4458	0.08	0.9349	
총부채비율	0.4451	0.1907	0.4280	0.1787	1.80	0.0726	*
유동비율	2.3763	2.6387	2.2435	2.6427	0.96	0.3378	
총자산 대비 보유현금	0.0667	0.0653	0.0838	0.0736	-4.52	0.0000	***
총자산 회전율(회)	1.0531	0.7397	1.0730	0.5378	-0.66	0.5091	
상장기간(년)	9.7069	9.1122	11.8750	10.2949	-4.09	0.0000	***

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의적임

총부채비율은 낮았다. 2001년~2004년까지의 3년간 연간 기업지배구조점수를 평균한 연평균 지배구조점수 역시 외국인 우세기업이 유의적으로 높은 것으로 나타나 외국인 투자자들이 기업 규모가 크고 순이익이 높으며 부채비율이 낮은 기업에 투자한다는 주장을 뒷받침하고 있다.

현금배당성향은 비록 외국인 우세기업이 상대적으로 높았지만 유의적이지 않아 설원식, 김수정(2006)의 연구와 다른 결과를 보였다. 이는 설원식, 김수정(2006)의 표본기간이 2001년~2003년이고 유가증권시장에 상장한 기업만을 대상으로 연구가 이루어진 반면 본 연구는 표본기간이 1999년~2004년으로 더 길고 코스닥시장까지 포함하여 표본기업도 더 크기 때문인 것으로 추측된다.

종합적으로 외국인 우세기업이 내국인 우세기업보다 투자는 유의적으로 더 증가했지만 배당은 유의적인 차이가 없는 것으로 나타나 주요주주 역할을 수행할 수 있는 외국인 투자자가 국내 기업의 투자를

위축시키고 고배당을 요구한다는 주장을 뒷받침할만한 증거는 없었다. 하지만, (표 2)는 다른 효과가 통제되지 않은 단변량적인 기초통계 분석인데다 투자, 배당, 기업가치 및 외국인 지분 간에 존재하는 내생성(endogeneity), 그리고 기업 상황별 특성을 고려하지 않은 결과이기 때문에 추가적인 분석이 필요하다.

3.3 모형의 설정

실증 분석을 위한 본 연구의 자료가 시계열적(times-series) 특성과 횡단면적(cross-sectional) 특성을 동시에 갖고 있어 패널분석방법(panel data analysis)을 실시했다. 뿐만 아니라 기존의 연구에 의하면 투자, 배당, 그리고 기업가치 등 기업의 재무정책과 소유구조는 독립적으로 이루어지기 보다는 상호작용하면서 결정된다. (Cho: 1998, 윤봉환, 오규택: 1999) 따라서 본 연구에서도 패널자료상의 특성뿐만 아니라 재무정책과 소유구조 간에 존재하

는 내생성(endogeneity)을 동시에 고려하기 위해 소유지분 관련변수의 1시차 전의 값과 각 모형에서 사용된 변수들을 도구변수(instrumental variables)로 이용한 패널분석(panel data model)을 실시했다.

패널분석모형(panel data model)은 식(1)~식(6)과 같다. 종속변수인 y_{it} 는 투자, 배당 및 기업가치를 나타내는데 투자는 총자산 대비 당기 고정자산 증가(Investment), 배당은 당기순이익 대비 현금 배당성향(Payout_Ratio), 그리고 기업가치는 토빈 Q(Q)로 산정했다. 또한 Foreign은 주요주주로서의 외국인 지분 관련 설명변수이다. Foreign은 다시 5% 이상 외국인 주요주주 지분의 총합(For5%), 5% 이상 내국인 주요주주 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율(For5%_Dom5%), 그리고 해당 기업의 최대주주 및 특수관계자 지분 대비 5% 이상 외국인 주요주주 지분 비율(For5%_Major)로 구분하여 외국인 주요주주가 해당기업의 재무활동에 미치는 역할을 살펴보았다.

$$y_{it} = \beta_0 + \text{Foreign}\beta_1 + f(x_{it})'\gamma + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$y_{it} = \beta_0 + \text{Foreign}\beta_1 + (\text{Foreign} \times \text{Chaebol})\beta_2 + f(x_{it})'\gamma + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$y_{it} = \beta_0 + \text{Foreign}\beta_1 + (\text{Foreign} \times \text{LQ})\beta_2 + f(x_{it})'\gamma + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$y_{it} = \beta_0 + \text{Foreign}\beta_1 + (\text{Foreign} \times \text{LScore})\beta_2 + f(x_{it})'\gamma + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$y_{it} = \beta_0 + \text{Foreign}\beta_1 + (\text{Foreign} \times \text{LQ} \times \text{LScore})\beta_2 + f(x_{it})'\gamma + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$y_{it} = \beta_0 + \text{Foreign}\beta_1 + (\text{Foreign} \times \text{HQ} \times \text{HScore})\beta_2 + f(x_{it})'\gamma + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

재벌여부에 따른 차이를 분석하기 위해 30대 재벌을 기준으로 Chaebol 더미변수를 설정했다. 기업가치 및 지배구조의 수준에 따른 외국인 주요주주의 역할 차이를 살펴보기 위해서는 각 변수의 중앙값(median)을 기준으로 기업가치의 중앙값보다 낮은 경우 1의 값을 갖는 LQ와 중앙값보다 높은 경우 1의 값을 갖는 더미변수 HQ, 지배구조점수의 중앙값보다 낮은 경우 1의 값을 갖는 LScore와 중앙값보다 높은 경우 1의 값을 갖는 HScore 더미변수를 설정했다. 이를 이용해 식(1)~식(6)에서와 같이 Foreign과의 교차항을 통해 재벌여부, 기업가치 및 지배구조 등 상황에 따라 외국인 주요주주가 기업의 재무의사결정에 미치는 역할에 차이가 있는지 살펴 보았다.

$f(x_{it})$ 는 각 모형에서의 통제변수로 기업의 투자 결정 분석에는 윤봉한, 오규택(1999)과 Cho(1998) 등의 연구에서와 같이 유동부채 대비 유동자산 비율인 유동비율(Liquidity), 생산성을 나타내는 총자산회전율(Turnover), 그리고 총자산 대비 보유현금비율(Cash) 등을 사용했다. 보유현금은 당기순이익에 감가상각비 등을 고려해서 산정했는데 유동성이 높으며 보유현금이 많은 기업은 투자 여력이 충분하며 다각화된 사업 영역이 많을 가능성이 높기 때문에 투자가 증가할 것으로 예상된다. 총자산회전율이 높을 경우에도 생산량이 증가함에 따라 역시 투자지출이 증가할 것이다.

기업의 배당결정 분석에는 기업의 수익성을 나타내는 총자산순이익률(ROA), 기업의 미래 성장성을 나타내는 매출액증가율(Growth), 그리고 기업의 현금유동성을 나타내는 총자산 대비 보유현금비율(Cash)을 포함시켰다. 기업이 수익성 및 보유현금이 많은 경우 배당 여력이 증가해 배당이 증가할 것

으로 예상되지만 미래 성장성이 높을 경우에는 오히려 투자를 증대시키기 위해 배당이 감소할 것으로 예상된다.

기업가치분석에서는 McConnell and Servaes (1990), 박헌준, 신현한, 최완수(2004) 등에서 총자산 대비 연구개발비(R&D)와 광고선전비(Advertisement) 등이 기업가치에 영향을 미치는 요소로 보고되고 있어 이를 고려했다. 규모가 큰 기업은 대리인 문제 등으로 인해 기업가치가 하락할 것으로 예상되지만 미래성장기회를 나타내는 총자산 대비 연구개발비(R&D), 총자산 대비 광고선전비(Advertisement) 등이 증가할수록 기업가치 역시 증가할 것으로 예상된다.

이 밖에 기관투자자의 영향력을 고려하기 위한 기관투자자 지분을(Institution), 규모효과 통계를 위한 총자산의 자연로그 값인 기업규모($\ln(Asset)$), 레버리지 효과를 고려한 총자산 대비 총부채비율(Leverage), 상장기간(Listing_Year) 및 연도별 산업별 효과를 통제하기 위한 연도더미(YEAR)와 산업더미(IND)를 포함시켰다.

한편, α_i 는 개별효과(individual effects)를 나타내는 것으로 α_i 가 설명변수와 상관관계가 없을 경우 고정효과모형(fixed-effects model), 상관관계가 존재할 경우 확률효과모형(random-effects model)이 되는데 본 연구에서는 일반적인 패널분석 모형에서와 동일하게 Hausman(1978)이 제시한 검증방법을 통해 두 모형 중 보다 적절한 모형을 선택했다.

IV. 실증분석 결과

4.1 배당결정에 미치는 영향

외국인 투자자는 해당 기업에게 고배당 압력을 준다는 논의를 확인하기 위한 패널분석을 실시하기 전에 각 변수들 간의 상관분석 결과를 <표 3>에 제시했다. 5% 이상 주요주주로서의 외국인 지분의 총합(For5%)이 증가하면 배당성향은 유의적으로 증가하는 것으로 나타났다. 내국인 주요주주 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율(For5%_Dom5%)에서는 다소 유의성이 떨어졌지만 양(+)의 값을 보이고 있으며 최대주주 및 특수관계자 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율(For5%_Major)에서도 역시 유의적인 양(+)의 값을 보였다. 즉, 주요주주로서의 외국인 지분이 증가하면 해당 기업의 현금배당성향이 증가하는 것으로 나타나 외국인 투자자가 고배당을 요구한다는 최근의 논의 및 설원식, 김수정(2006)의 연구와 동일한 결과를 얻었다.

기업지배구조점수(Score)가 높고 규모($\ln(Asset)$)가 큰 기업의 경우 배당성향이 유의적으로 높았으며 특히 재벌기업(Chaebol)의 경우에 그러했다. 그런데 재벌기업(Chaebol)은 외국인 주요주주 관련 변수들(For5%, For5%_Dom5%, For5%_Major)과 유의적인 양(+)의 상관관계가 있기 때문에 앞에서 외국인 주요주주 지분(For5%, For5%_Major)이 높을수록 배당성향이 증가한 것은 재벌기업(Chaebol)에서 주로 나타난 것일 수도 있다.

기관투자자 지분(Institution)은 배당성향에 유의적인 영향을 미치지 않고 있어 일반적으로 기관투자자들이 고배당을 요구하는 것 같지는 않다. 특히 수익성(ROA)이 좋고 보유현금비율(Cash)이 많은

〈표 3〉 배당성향 관련변수들의 상관분석

	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)	8)	9)	10)	11)	12)	13)
payout_ratio 1)	1												
For5% 2)	0.0463 0.0144 **	1											
For5%_Dom5% 3)	0.0288 0.1282	0.8007 0.0000 ***	1										
For5%_Major 4)	0.0346 0.0570 *	0.8640 0.0000 ***	0.6781 0.0000 ***	1									
Score 5)	0.1635 0.0000 ***	0.0509 0.0002 ***	0.0883 0.0000 ***	0.1469 0.0000 ***	1								
Chaebol 6)	0.0741 0.0000 ***	0.0842 0.0007 ***	0.0897 0.0020 ***	0.1486 0.0000 ***	0.3529 0.0000 ***	1							
Institution 7)	0.0204 0.2798	0.0842 0.0000 ***	0.0803 0.0000 ***	0.1776 0.0000 ***	0.3594 0.0000 ***	0.3841 0.0000 ***	1						
ln(Asset) 8)	0.0825 0.0000 ***	0.1224 0.0000 ***	0.0591 0.0000 ***	0.1929 0.0000 ***	0.4780 0.0000 ***	0.5914 0.0000 ***	0.5368 0.0000 ***	1					
ROA 9)	-0.1351 0.0000 ***	0.0868 0.0002 ***	0.0217 0.2519	0.0885 0.0000 ***	0.0865 0.0000 ***	-0.0253 0.1782	0.1018 0.0000 ***	-0.0336 0.0518 *	1				
Cash 10)	-0.1440 0.0000 ***	0.0669 0.0005 ***	0.0260 0.1701	0.0357 0.0000 ***	0.0369 0.1524	-0.0270 0.0000 ***	0.0664 0.0000 ***	-0.0539 0.0042 ***	0.9774 0.0000 ***	1			
Leverage 11)	-0.0576 0.0003 ***	-0.0422 0.0255 **	-0.0231 0.2235	-0.0365 0.0389 **	0.0209 0.3280	0.2254 0.0000 ***	0.0801 0.0000 ***	0.3429 0.0000 ***	-0.1513 0.0000 ***	-0.1574 0.0000 ***	1		
Growth 12)	-0.0268 0.1552	-0.0089 0.6394	-0.0113 0.5531	-0.0063 0.7793	-0.0333 0.1201	-0.0184 0.3286	0.0103 0.5951	-0.0377 0.0454 **	0.0755 0.0000 ***	0.0519 0.0000 ***	0.0230 0.2226	1	
Listing_Year 13)	0.0217 0.2469	0.0379 0.0451 **	0.0365 0.0003 ***	0.0838 0.0007 ***	0.1465 0.0000 ***	0.2304 0.0000 ***	0.3100 0.0000 ***	0.5383 0.0000 ***	-0.0680 0.0029 ***	-0.0897 0.0000 ***	0.2332 0.0000 ***	-0.0376 0.0000 ***	1

주1) *, ** **는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의적임
주2) 위 아래 숫자는 각각 t-value와 p-value임

기업은 오히려 배당성향이 감소하는 것으로 보였으며 부채비율(Leverage) 역시 배당성향과는 유의적인 음(-)의 관계를 보여 재무정책의 상호 연관성을 연구한 조지호, 김천호(2005)의 연구와 동일한 결과를 보였다. 그리고 기업의 성장성(Growth)이 높을 경우 배당성향이 줄어들 것이라는 예상대로 음(-)의 관계를 보이고 있지만 유의적이지는 않았다.

한편, 외국인 주요주주 지분 관련변수들이 기업지배 구조점수(Score), 재벌(Chaebol), 기관투자자 지분(Institution), 기업규모(ln(Asset)), 수익성(ROA), 상장기간(Listing_Year)과 양(+)의 상관관계를 보이고 부채비율(Leverage)과 음(-)의 상관관계를 보여 외국인 주요주주들의 투자성향을 짐작할 수 있다.

식(1)~식(6)을 바탕으로 소유지분 관련변수의 1시차 전의 값과 각 모형의 독립변수들을 도구변수로 이용한 패널분석 결과는 〈표 4〉와 같다. 외국인 주요주주 지분 분류별 패널분석 결과는 매우 유사하게

나타나고 있는데 외국인 지분 전체의 영향력을 살펴본 (Model 1)의 경우 외국인 주요주주 지분이 증가하면 현금배당성향은 증가한다. 특히 내국인 주요주주 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율(For5%_Dom5%)이 클수록 유의적인 양(+)의 관계가 있는 것을 알 수 있는데 이는 외국인 주요주주 지분 자체(For5%)보다는 내국인 주요주주 지분을 고려한 상대적인 중요도가 클수록 배당과 더욱 유의적인 관계가 있음을 의미한다. 하지만 상관분석에서와 같이 외국인 주요주주 지분이 재벌기업(Chaebol)과 유의적인 양(+)의 관계가 있는 점을 고려해야 한다.

(Model 2)는 외국인 주요주주 지분이 재벌 여부(Chaebol)에 따라 배당에 달리 영향을 미치는지 확인하기 위해 분석한 결과이다. 외국인 주요주주 지분 관련 변수를 달리 측정된 모든 모형에서 동일하게 재벌기업에만 유의적인 양(+)의 관계가 있어 외국인 투자자로 인해 기업의 배당이 증가하는 것은

개발기업에서 대부분 기인하는 것으로 추론된다. (Model 3)은 기업가치가 높은 경우와 그렇지 않은 경우 외국인 주요주주가 배당에 미치는 영향을 비교한 결과이다. 종속변수에 따라 유의성에 다소 차이가 있지만 모든 경우에 동일한 부호가 나타났

다. 즉, 외국인 주요주주 지분 자체(For5%)를 분석한 경우를 제외하고는 외국인 지분이 증가함에 따라 기업가치가 높은 기업에서 외국인 주요주주에 의한 배당압력이 유의적으로 증가하고 기업가치가 낮은 기업에서는 반대로 작용하는 경향이 있으나 유의적

〈표 4〉 외국인 주요주주가 배당결정에 미치는 영향

Panel A: 외국인 주요주주(For5%)

	Model 1			Model 2			Model 3			
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	
For5%	0.0038	1.29	0.1980	-0.0003	-0.10	0.9200	0.0045	1.52	0.1290	
For5% * Chaebol				0.0139	2.19	0.0290 **				
For5% * LQ							-0.0036	-1.17	0.2440	
For5% * LScore										
For5% * LQ * LScore										
For5% * HQ * HScore										
Institution	-0.0037	-1.79	0.0740 *	-0.0038	-1.83	0.0670 *	-0.0038	-1.82	0.0690 *	
In(Asset)	0.0880	1.35	0.1760	0.0985	1.51	0.1310	0.0878	1.35	0.1770	
ROA	-0.9090	-0.41	0.6850	-0.8107	-0.36	0.7170	-1.0223	-0.46	0.6480	
Cash	-1.0338	-0.46	0.6430	-1.1500	-0.52	0.6050	-0.9420	-0.42	0.6720	
Growth	0.0015	4.40	0.0000 ***	0.0014	4.26	0.0000 ***	0.0015	4.40	0.0000 ***	
Leverage	-0.3319	-2.00	0.0460 **	-0.3259	-1.96	0.0500 *	-0.3357	-2.02	0.0440 **	
Listing_Year	-0.0004	-0.05	0.9610	-0.0008	-0.10	0.9230	-0.0003	-0.04	0.9700	
constant	-0.8250	-1.00	0.3200	-0.9479	-1.14	0.2530	0.1297	0.16	0.8750	
표본수		1,898			1,898			1,898		
F-value		4.45***			4.47***			4.33***		
R-sq [within]		0.0903			0.0940			0.0913		
R-sq [between]		0.0210			0.0204			0.0014		
R-sq [overall]		0.0229			0.0220			0.0041		
		Model 4			Model 5			Model 6		
		계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t
For5%		0.0100	2.27	0.0240 **	0.0052	1.52	0.1290	0.0017	0.43	0.6660
For5% * Chaebol										
For5% * LQ										
For5% * LScore										
For5% * LQ * LScore					-0.0014	-0.30	0.7610			
For5% * HQ * HScore								0.0074	1.79	0.0740 *
Institution		-0.0025	-0.97	0.3340	-0.0026	-0.97	0.3310	-0.0026	-1.01	0.3150
In(Asset)		0.2321	2.53	0.0110 **	0.2279	2.48	0.0130 **	0.2336	2.55	0.0110 **
ROA		-1.2282	-0.47	0.6370	-1.1778	-0.45	0.6520	-1.1657	-0.45	0.6540
Cash		-0.9077	-0.35	0.7250	-0.9385	-0.36	0.7170	-0.9572	-0.37	0.7110
Growth		0.0016	4.38	0.0000 ***	0.0016	4.34	0.0000 ***	0.0016	4.38	0.0000 ***
Leverage		-0.5215	-2.40	0.0160 **	-0.5139	-2.36	0.0180 **	-0.5214	-2.40	0.0160 **
Listing_Year		-0.0297	-2.51	0.0120 **	-0.0291	-2.46	0.0140 **	-0.0295	-2.49	0.0130 **
constant		-1.8833	-1.88	0.0610 *	-1.8469	-1.84	0.0670 *	-1.8009	-1.77	0.0770 *
표본수		1,676			1,676			1,676		
F-value		3.61***			3.47***			3.62***		
R-sq [within]		0.0769			0.0740			0.0770		
R-sq [between]		0.0092			0.0082			0.0164		
R-sq [overall]		0.0160			0.0144			0.0234		

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의적임

주2) 모든 모형에 언더더미 및 산업더미를 고려함.

Panel B: 외국인 주요주주(For5% Dom5%)

	Model 1			Model 2			Model 3			
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	
For5%_Dom5%	0.2010	3.35	0.0010 ***	-0.0580	-0.69	0.4900	0.2149	3.51	0.0000 ***	
For5%_Dom5% * Chaebol				0.5193	4.37	0.0000 ***				
For5%_Dom5% * LQ							-0.0452	-1.16	0.2480	
For5%_Dom5% * LScore										
For5%_Dom5% * LQ * LScore										
Foreign * HQ * HScore										
Institution	-0.0040	-1.93	0.0540 *	-0.0042	-2.08	0.0380 **	-0.0041	-1.97	0.0490 **	
ln(Asset)	0.0987	1.53	0.1260	0.1153	1.80	0.0720 *	0.0991	1.54	0.1250	
ROA	-0.7643	-0.34	0.7310	-0.7156	-0.32	0.7450	-0.7906	-0.36	0.7220	
Cash	-1.1104	-0.50	0.6150	-1.2180	-0.56	0.5790	-1.0877	-0.49	0.6230	
Growth	0.0015	4.48	0.0000 ***	0.0014	4.33	0.0000 ***	0.0015	4.49	0.0000 ***	
Leverage	-0.3482	-2.11	0.0350 **	-0.3499	-2.14	0.0330 **	-0.3450	-2.09	0.0370 **	
Listing_Year	-0.0008	-0.09	0.9250	-0.0007	-0.08	0.9390	-0.0010	-0.11	0.9090	
constant	0.0340	0.04	0.9670	-0.1533	-0.19	0.8510	-1.0687	-1.30	0.1950	
표본수		1,887			1,887			1,887		
F-value		4.72***			5.33***			4.60***		
R-sq [within]		0.0960			0.1106			0.0970		
R-sq [between]		0.0028			0.0037			0.0185		
R-sq [overall]		0.0048			0.0068			0.0177		
		Model 4			Model 5			Model 6		
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	
For5%_Dom5%	0.4562	5.27	0.0000 ***	0.2645	3.78	0.0000 ***	0.2144	3.06	0.0020 ***	
For5%_Dom5% * Chaebol										
For5%_Dom5% * LQ										
For5%_Dom5% * LScore	-0.5221	-3.80	0.0000 ***							
For5%_Dom5% * LQ * LScore				-0.0972	-0.92	0.3590				
Foreign * HQ * HScore							0.0831	1.94	0.0530 *	
Institution	-0.0031	-1.20	0.2300	-0.0030	-1.16	0.2460	-0.0031	-1.19	0.2350	
ln(Asset)	0.2377	2.64	0.0080 ***	0.2297	2.53	0.0110 **	0.2376	2.63	0.0090 ***	
ROA	-1.0810	-0.42	0.6730	-0.9787	-0.38	0.7050	-0.8505	-0.33	0.7410	
Cash	-0.9922	-0.39	0.6960	-1.0362	-0.40	0.6860	-1.1643	-0.46	0.6490	
Growth	0.0017	4.51	0.0000 ***	0.0016	4.43	0.0000 ***	0.0017	4.47	0.0000 ***	
Leverage	-0.5428	-2.54	0.0110 **	-0.5300	-2.47	0.0140 **	-0.5287	-2.47	0.0140 **	
Listing_Year	-0.0293	-2.52	0.0120 **	-0.0288	-2.45	0.0140 **	-0.0299	-2.55	0.0110 **	
constant	-1.9084	-1.90	0.0570 *	-1.8895	-1.90	0.0580 *	-1.9699	-1.98	0.0470 **	
표본수		1,667			1,667			1,667		
F-value		4.58***			3.91***			4.05***		
R-sq [within]		0.0960			0.0831			0.0859		
R-sq [between]		0.0185			0.0097			0.0102		
R-sq [overall]		0.0228			0.0166			0.0173		

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의적임

주2) 모든 모형에 연도더미 및 산업더미를 고려함.

사적 이익을 추구할 수도 있다는 추측을 할 수 있다.

같은 맥락에서 기업가치와 지배구조점수를 함께 고려한 (Model 5)와 (Model 6)에서는 기업가치가 높고 지배구조점수가 좋은 기업에서 배당성향에 대해 유의적인 양(+)의 값을 보여 (Model 3)과 (Model 4)의 결과를 뒷받침하고 있다. 결과적으로, 기존의 연구결과와 유사하게 외국인 주요주주 비중이 증가함에 따라 해당기업의 배당성향이 증가하는 것으로 나타났으며 특히 재벌기업이거나 지배구조 및 기업가치가 높은 경우에 그 정도가 더욱 큰 것을 확인할 수 있다.

한편, 상장기간(Listing_Year)이 길고 부채비율(Leverage)이 높으며 기관투자자 지분(Institution)이 증가할수록 배당성향은 유의적으로 감소했고 기업 규모(ln(Asset))가 크고 매출액 성장률(Growth)이 높은 기업은 배당성향이 증가하는 것으로 나타났다. 하지만 비록 유의적이지는 않지만 예상과 달리 수익성(ROA)은 배당성향에 유의적인 영향을 미치지 않고 있는데 다음의 투자결정 분석결과와 연관해 볼 때 수익성(ROA)이 높은 기업은 기업의 수익성을 유지하기 위해 투자를 늘리는 대신 배당성향을 줄이는 것으로 추론할 수 있다.

4.2 투자결정에 미치는 영향

5% 이상 주요주주로서 외국인 투자자가 해당 기업의 투자의사결정에 미치는 영향을 살펴보기 위해 우선적으로 각 변수들 간의 상관계수를 분석한 결과에 의하면 5% 이상 주요주주로서의 외국인 주요주주 지분의 총합(For5%), 내국인 주요주주 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율(For5%_Dom5%),

그리고 최대주주 및 특수관계자 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율(For5%_Major)과 총자산 대비 당기 고정자산증가로 산정한 기업 투자와의 상관계수가 각각 0.0158, 0.0214, 0.0147로 유의적이지는 않았다. 이는 외국인 투자자가 해당 기업의 장기 투자를 억제해 성장성에 문제가 있을 수 있다는 주장이 다소 제한적인 현상일 수 있다는 의미이다.

투자변수와 기관투자자 지분(Institution)의 상관계수는 0.0405로 5% 유의수준에서 양의 상관관계에 있다. 그러나 투자변수의 상관계수는 지배구조 점수(Score)와는 -0.0385로 10%의 유의수준에서, 기업의 규모(ln(Asset))와는 -0.0524, 총자산 순이익률(ROA)과는 -0.0907, 부채비율(Leverage)과는 -0.1072, 총자산 대비 보유현금비율(Cash)과는 -0.1025, 총자산회전율(Turnover)과는 -0.0899, 그리고 상장기간(Listing_Year)과는 -0.0421로 모두 1% 유의수준에서 음의 상관관계가 있음을 보였다. 한편, 투자변수와 재벌기업(Chaebol)과는 -0.0269, 유동성비율(Liquidity)과는 -0.0088로 음의 상관관계를 보였으나 유의적이지는 않았다.

외국인 주요주주지분과 투자결정 간에 존재하는 내생성을 고려하기 위해 해당분석에서와 동일하게 소유지분 관련변수의 1시차 전의 값과 각 모형의 독립변수들을 도구변수(instrumental variables)로 이용해 패널분석한 결과는 <표 5>에 정리되어 있다. 각 패널은 외국인 주요주주 지분 총합(For5%), 내국인 주요주주 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율(For5%_Dom5%), 그리고 최대주주 및 특수관계자 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율(For5%_Major)을 종속변수로 분석한 결과들이다.¹⁾

1) 투자이익의 회수에 관심이 많은 외부 지분소유자의 경우 성공 여부가 불확실한 장기적 투자를 회피하는 경향이 높다고 알려져 있어 미래성장기회를 나타내는 연구개발비(R&D) 변수를 투자 대응변수로 하여 검증해 보았다. 그런데 결과는 고정자산증가율을 투자 대응변수로 사용한 경우와 차이가 없었다.

〈표 5〉 외국인 주요주주가 투자결정에 미치는 영향

패널 A: 외국인 주요주주(For5%)

	Model 1			Model 2			Model 3		
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t
For5%	0.0004	0.45	0.6510	-0.0002	-0.16	0.8700	0.0005	0.59	0.5530
For5% * Chaebol				0.0020	1.00	0.3170			
For5% * LQ							-0.0007	-0.70	0.4870
For5% * LScore									
For5% * LQ * LScore									
For5% * HQ * HScore									
Institution	0.0006	0.93	0.3500	0.0006	0.92	0.3590	0.0006	0.92	0.3580
ln(Asset)	0.1854	9.27	0.0000 ***	0.1868	9.32	0.0000 ***	0.1854	9.27	0.0000 ***
ROA	2.5353	3.66	0.0000 ***	2.5520	3.69	0.0000 ***	2.5208	3.64	0.0000 ***
Liquidity	-0.0067	-2.73	0.0070 ***	-0.0065	-2.64	0.0080 ***	-0.0064	-2.57	0.0100 **
Leverage	-0.2775	-5.25	0.0000 ***	-0.2759	-5.22	0.0000 ***	-0.2766	-5.23	0.0000 ***
Cash	-3.2414	-4.70	0.0000 ***	-3.2614	-4.73	0.0000 ***	-3.2305	-4.68	0.0000 ***
Turnover	-0.0241	-2.41	0.0160 **	-0.0241	-2.41	0.0160 **	-0.0242	-2.42	0.0160 **
Listing_Year	-0.0121	-4.49	0.0000 ***	-0.0122	-4.51	0.0000 ***	-0.0121	-4.48	0.0000 ***
constant	-1.8000	-7.02	0.0000 ***	-1.8106	-7.05	0.0000 ***	-1.8874	-7.35	0.0000 **
표본수		1,898			1,898			1,898	
F-value		10.09**			9.76***			9.74***	
R-sq [within]		0.1896			0.1903			0.1900	
R-sq [between]		0.0079			0.0090			0.0086	
R-sq [overall]		0.0079			0.0081			0.0084	
	Model 4			Model 5			Model 6		
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t
For5%	0.0009	0.73	0.4630	0.0007	0.80	0.4220	0.0007	0.66	0.5110
For5% * Chaebol									
For5% * LQ									
For5% * LScore	-0.0010	-0.52	0.6000						
For5% * LQ * LScore				-0.0023	-1.72	0.0850 *			
For5% * HQ * HScore							-0.0005	-0.42	0.6750
Institution	0.0015	2.13	0.0330 **	0.0015	2.15	0.0320 **	0.0015	2.14	0.0330 **
ln(Asset)	0.2090	8.29	0.0000 ***	0.2064	8.19	0.0000 ***	0.2085	8.27	0.0000 ***
ROA	2.6827	3.77	0.0000 ***	2.6425	3.72	0.0000 ***	2.6865	3.77	0.0000 ***
Liquidity	-0.0051	-2.18	0.0290 **	-0.0042	-1.76	0.0790 *	-0.0053	-2.28	0.0230 **
Leverage	-0.1870	-3.08	0.0020 ***	-0.1801	-2.96	0.0030 ***	-0.1874	-3.08	0.0020 ***
Cash	-3.3719	-4.77	0.0000 ***	-3.3375	-4.73	0.0000 ***	-3.3734	-4.77	0.0000 ***
Turnover	-0.0119	-1.19	0.2330	-0.0119	-1.19	0.2330	-0.0120	-1.20	0.2300
Listing_Year	-0.0104	-3.22	0.0010 ***	-0.0101	-3.12	0.0020 ***	-0.0104	-3.21	0.0010 ***
constant	-2.2075	-7.98	0.0000 ***	-2.1849	-7.91	0.0000 ***	-2.0728	-7.41	0.0000 ***
표본수		1,676			1,676			1,676	
F-value		9.30***			9.44***			9.29***	
R-sq [within]		0.1831			0.1854			0.1830	
R-sq [between]		0.0062			0.0063			0.0051	
R-sq [overall]		0.0042			0.0043			0.0031	

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의적임

주2) 모든 모형에 연도더미 및 산업더미를 고려함.

Panel B: 외국인 주요주주(For5% Dom5%)

	Model 1			Model 2			Model 3		
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t
For5%_Dom5%	0.0088	0.47	0.6410	-0.0045	-0.17	0.8650	0.0103	0.54	0.5890
For5%_Dom5% * Chaebol				0.0264	0.70	0.4820			
For5%_Dom5% * LQ							-0.0052	-0.43	0.6710
For5%_Dom5% * LScore									
For5%_Dom5% * LQ * LScore									
Foreign * HQ * HScore									
Institution	0.0006	0.94	0.3460	0.0006	0.92	0.3570	0.0006	0.93	0.3550
ln(Asset)	0.1871	9.33	0.0000 ***	0.1879	9.35	0.0000 ***	0.1872	9.33	0.0000 ***
ROA	2.5556	3.68	0.0000 ***	2.5606	3.69	0.0000 ***	2.5539	3.68	0.0000 ***
Liquidity	-0.0063	-2.57	0.0100 **	-0.0062	-2.50	0.0130 **	-0.0063	-2.54	0.0110 **
Leverage	-0.2800	-5.28	0.0000 ***	-0.2793	-5.26	0.0000 ***	-0.2793	-5.26	0.0000 ***
Cash	-3.2784	-4.74	0.0000 ***	-3.2865	-4.75	0.0000 ***	-3.2769	-4.73	0.0000 ***
Turnover	-0.0243	-2.43	0.0150 **	-0.0245	-2.45	0.0150 **	-0.0244	-2.43	0.0150 **
Listing_Year	-0.0119	-4.39	0.0000 ***	-0.0119	-4.39	0.0000 ***	-0.0119	-4.40	0.0000 ***
constant	-1.9121	-7.40	0.0000 ***	-1.8231	-7.07	0.0000 ***	-1.8150	-7.05	0.0000 ***
표본수		1,887			1,887			1,887	
F-value		10.11***			9.77***			9.75***	
R-sq [within]		0.1911			0.1914			0.1912	
R-sq [between]		0.0092			0.0085			0.0089	
R-sq [overall]		0.0084			0.0079			0.0082	
	Model 4			Model 5			Model 6		
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t
For5%_Dom5%	0.0145	0.60	0.5470	0.0127	0.66	0.5100	0.0064	0.33	0.7410
For5%_Dom5% * Chaebol									
For5%_Dom5% * LQ									
For5%_Dom5% * LScore	-0.0231	-0.60	0.5470						
For5%_Dom5% * LQ * LScore				-0.0481	-1.62	0.1050			
Foreign * HQ * HScore							-0.0024	-0.20	0.8400
Institution	0.0015	2.12	0.0340 **	0.0015	2.09	0.0370 **	0.0015	2.14	0.0330 **
ln(Asset)	0.2113	8.38	0.0000 ***	0.2087	8.26	0.0000 ***	0.2112	8.37	0.0000 ***
ROA	2.6806	3.75	0.0000 ***	2.6511	3.72	0.0000 ***	2.6842	3.76	0.0000 ***
Liquidity	-0.0048	-2.05	0.0400 **	-0.0042	-1.79	0.0740 *	-0.0050	-2.13	0.0330 **
Leverage	-0.1902	-3.12	0.0020 ***	-0.1844	-3.02	0.0030 ***	-0.1911	-3.14	0.0020 ***
Cash	-3.3834	-4.77	0.0000 ***	-3.3547	-4.74	0.0000 ***	-3.3844	-4.77	0.0000 ***
Turnover	-0.0122	-1.22	0.2220	-0.0121	-1.21	0.2250	-0.0121	-1.21	0.2260
Listing_Year	-0.0101	-3.12	0.0020 ***	-0.0099	-3.04	0.0020 ***	-0.0101	-3.11	0.0020 ***
constant	-2.1173	-7.51	0.0000 ***	-2.0926	-7.43	0.0000 ***	-2.2449	-8.05	0.0000 ***
표본수		1,667			1,667			1,667	
F-value		9.37***			9.49***			9.35***	
R-sq [within]		0.1852			0.1871			0.1849	
R-sq [between]		0.0042			0.0043			0.0054	
R-sq [overall]		0.0027			0.0027			0.0039	

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의적임
 주2) 모든 모형에 연도더미 및 산업더미를 고려함.

Panel C: 외국인 주요주주(For5% Major)

	Model 1			Model 2			Model 3		
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t
For5%_Major	0.0146	0.68	0.5000	0.0141	0.44	0.6600	0.0168	0.75	0.4550
For5%_Major * Chaebol				0.0009	0.02	0.9840			
For5%_Major * LQ							-0.0123	-0.35	0.7240
For5%_Major * LScore									
For5%_Major * LQ * LScore									
For5%_Major * HQ * HScore									
Institution	0.0006	0.89	0.3710	0.0006	0.89	0.3730	0.0006	0.88	0.3790
ln(Asset)	0.1856	9.29	0.0000 ***	0.1856	9.26	0.0000 ***	0.1857	9.29	0.0000 ***
ROA	2.5399	3.67	0.0000 ***	2.5402	3.67	0.0000 ***	2.5305	3.65	0.0000 ***
Liquidity	-0.0067	-2.74	0.0060 ***	-0.0067	-2.72	0.0070 ***	-0.0065	-2.62	0.0090 ***
Leverage	-0.2764	-5.23	0.0000 ***	-0.2764	-5.22	0.0000 ***	-0.2755	-5.20	0.0000 ***
Cash	-3.2469	-4.71	0.0000 ***	-3.2472	-4.71	0.0000 ***	-3.2393	-4.70	0.0000 ***
Turnover	-0.0241	-2.41	0.0160 **	-0.0241	-2.41	0.0160 **	-0.0242	-2.42	0.0160 **
Listing_Year	-0.0121	-4.49	0.0000 ***	-0.0122	-4.49	0.0000 ***	-0.0121	-4.49	0.0000 ***
constant	-1.8028	-7.03	0.0000 ***	-1.8884	-7.33	0.0000 ***	-1.8898	-7.36	0.0000 ***
표본수		1,898			1,898			1,898	
F-value		10.10***			9.73***			9.74***	
R-sq [within]		0.1898			0.1898			0.1899	
R-sq [between]		0.0080			0.0087			0.0086	
R-sq [overall]		0.0080			0.0084			0.0084	
	Model 4			Model 5			Model 6		
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t
For5%_Major	0.0082	0.33	0.7440	0.0157	0.72	0.4710	0.0330	1.05	0.2950
For5%_Major * Chaebol									
For5%_Major * LQ									
For5%_Major * LScore	0.0114	0.24	0.8140						
For5%_Major * LQ * LScore				-0.0541	-1.15	0.2480			
For5%_Major * HQ * HScore							-0.0345	-0.94	0.3470
Institution	0.0015	2.09	0.0360 **	0.0015	2.08	0.0380 **	0.0015	2.15	0.0320 **
ln(Asset)	0.2089	8.30	0.0000 ***	0.2077	8.25	0.0000 ***	0.2083	8.28	0.0000 ***
ROA	2.6903	3.78	0.0000 ***	2.6511	3.72	0.0000 ***	2.6931	3.78	0.0000 ***
Liquidity	-0.0053	-2.26	0.0240 **	-0.0044	-1.81	0.0700 *	-0.0054	-2.33	0.0200 **
Leverage	-0.1878	-3.09	0.0020 ***	-0.1813	-2.98	0.0030 ***	-0.1886	-3.10	0.0020 ***
Cash	-3.3780	-4.78	0.0000 ***	-3.3452	-4.73	0.0000 ***	-3.3797	-4.78	0.0000 ***
Turnover	-0.0121	-1.21	0.2270	-0.0120	-1.20	0.2290	-0.0119	-1.19	0.2330
Listing_Year	-0.0104	-3.20	0.0010 ***	-0.0103	-3.17	0.0020 ***	-0.0104	-3.19	0.0010 ***
constant	-2.2064	-7.99	0.0000 ***	-2.1978	-7.96	0.0000 ***	-2.0697	-7.41	0.0000 ***
표본수		1,676			1,676			1,676	
F-value		9.28***			9.35***			9.33***	
R-sq [within]		0.1829			0.1840			0.1836	
R-sq [between]		0.0064			0.0063			0.0053	
R-sq [overall]		0.0043			0.0043			0.0032	

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의적임
 주2) 모든 모형에 연도더미 및 산업더미를 고려함.

분석 결과, 전반적인 외국인 주요주주의 영향을 살펴본 (Model 1)을 비롯한 모든 모형에서 외국인 주요주주는 투자에 유의적인 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. (Model 1)은 모든 패널에서 동일한 결과

를 보여주는데 외국인 주요주주 지분이 증가하면 해당 기업의 투자는 증가하지만 상당히 비유의적이어서 기업투자에 외국인 주요주주가 미치는 영향은 크지 않은 것으로 나타났다.

(Model 2)~(Model 6)은 재벌더미(*Chaebol*)와 기업가치와 지배구조점수의 중앙값(*median*)을 중심으로 더미변수(*LQ*, *HQ*, *LScore*, *HScore*)를 설정한 후 이를 이용한 교차항을 통해 외국인 주요주주가 해당 기업의 상황에 따라 달리 영향을 주는 지 살펴본 결과이다. (Model 2)에서 외국인 주요주주는 지분이 증가할 때 재벌기업의 경우 다소 투자를 증가시키는 것으로 나타났지만 유의적이지 않았고 (Model 3)과 (Model 4)에서도 기업가치가 낮거나 지배구조가 좋지 않은 기업의 경우 투자를 줄이는 것으로 나타나고 있지만 이 역시 유의적이지 않았다. 기업가치가 낮고 지배구조도 좋지 않은 경우인 (Model 5)에서나 기업가치가 높고 지배구조도 좋은 기업의 경우인 (Model 6)의 경우도 유사한 결과를 보여 유의적인 영향이 없었다. 따라서 5% 이상 주요주주로서의 외국인 투자자는 기업의 투자에 직접적인 영향을 주지 않으며 기업가치나 지배구조를 기준으로 분류한 기업의 상황에 따라서도 차별적인 영향을 주지 않아 외국인 주요주주가 기업의 투자를 감소시켜 성장성을 저해한다는 우려를 실증적으로 확인할 수 없었다.

한편, 기관투자자 지분(*Institution*)이 높고 기업규모($\ln(\text{Asset})$)가 크며 수익성(*ROA*)이 높은 기업은 투자를 증가시키는 것으로 나타났지만 유동성(*Liquidity*)이나 보유현금비율(*Cash*)이 높을수록 투자가 감소해 투자여력이 투자로 연결되지는 않았다. 상장기간(*Listing Year*)이 길고 부채비율(*Leverage*)이 높은 기업에서는 유의적으로 투자가 감소했다.

4.3 기업가치에 미치는 영향

외국인 주요주주가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기 위한 관련 변수들의 상관분석 결과에 의하면

5% 이상 주요주주로서의 외국인 주요주주 지분의 총합(*For5%*), 내국인 주요주주 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율(*For5%_Dom5%*), 그리고 최대주주 및 특수관계자 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율(*For5%_Major*)과 기업가치의 상관계수가 각각 0.0678, 0.0506, 0.1008로 외국인 주요주주 지분 관련 변수들이 모두 기업가치와 1% 유의 수준에서 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 또한 기업가치의 상관계수는 기업지배구조점수(*Score*)와 0.0646, 기업의 R&D 투자비중(*R&D*)과 0.1479, 광고선전비(*Advertisement*)와 0.1097로 유의적인 양(+)의 관계를 보인 반면 상장기간(*Listing Year*)과는 -0.2471, 기업규모($\ln(\text{Asset})$)와는 -0.0776로 유의적인 음(-)의 상관계수를 보였다. 또한 기관투자자 지분(*Institution*)은 투자에서와 마찬가지로 기업가치와 0.1631로 상당히 유의적인 양(+)의 상관관계를 보였고 재벌더미(*Chaebol*)와는 0.0184, 부채비율(*Leverage*)과는 0.0153로 유의적이지는 않았다.

외국인 주요주주 지분이 증가할수록 기업가치가 증가하는 것으로 추측할 수 있지만 기업지배구조점수(*Score*) 역시 기업가치 및 외국인 지분 관련 변수들과 유의적인 양(+)의 상관관계를 가지므로 이를 통제할 필요가 있다. 이를 바탕으로 배당 및 투자분석에서와 동일하게 도구변수를 이용하여 외국인 주요주주가 기업가치에 미치는 영향을 패널분석한 결과는 <표 6>과 같다.

투자 및 배당에서와 동일하게 (Model 1)은 기업가치에 영향을 줄 수 있는 다른 요소를 통제한 후 외국인 주요주주 지분만을 고려한 경우이다. 상관분석과는 달리 외국인 지분 관련 변수를 외국인 주요주주 지분 총합(*For5%*), 내국인 주요주주 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율(*For5%_Dom5%*), 그

〈표 6〉 외국인 주요주주가 기업가치에 미치는 영향

Panel A: 외국인 주요주주(For5%)

	Model 1			Model 2			Model 3		
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t
For5%	-0.0009	-0.50	0.6190	-0.0004	-0.20	0.8450	0.0004	0.24	0.8100
For5% * Chaebol				-0.0016	-0.41	0.6790			
For5% * LQ							-0.0061	-3.22	0.0010 ***
For5% * LScore									
For5% * LQ * LScore									
For5% * HQ * HScore									
Institution	0.0054	4.21	0.0000 ***	0.0054	4.22	0.0000 ***	0.0053	4.13	0.0000 ***
ln(Asset)	0.0277	0.69	0.4890	0.0265	0.66	0.5080	0.0274	0.69	0.4900
R&D	2.6761	2.24	0.0250 **	2.6854	2.25	0.0250 **	2.5661	2.16	0.0310 **
Advertisement	2.5835	3.19	0.0010 ***	2.5864	3.19	0.0010 ***	2.6204	3.25	0.0010 ***
Leverage	0.3299	3.24	0.0010 ***	0.3293	3.23	0.0010 ***	0.3250	3.20	0.0010 ***
Listing_Year	-0.0053	-0.97	0.3310	-0.0053	-0.96	0.3350	-0.0051	-0.95	0.3430
constant	0.4628	0.91	0.3640	0.4765	0.93	0.3510	0.4663	0.92	0.3580
표본수		1,898			1,898			1,898	
F-value		4.53***			4.36***			4.79***	
R-sq [within]		0.0885			0.0887			0.0966	
R-sq [between]		0.0359			0.0362			0.0431	
R-sq [overall]		0.0642			0.0644			0.0731	
	Model 4			Model 5			Model 6		
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t
For5%	0.0016	0.61	0.5410	-0.0001	-0.03	0.9790	-0.0032	-1.40	0.1620
For5% * Chaebol									
For5% * LQ									
For5% * LScore	-0.0060	-1.48	0.1400						
For5% * LQ * LScore				-0.0063	-2.23	0.0260 **			
For5% * HQ * HScore							0.0051	2.06	0.0400 **
Institution	0.0055	3.46	0.0010 ***	0.0055	3.46	0.0010 ***	0.0054	3.42	0.0010 ***
ln(Asset)	0.0683	1.24	0.2140	0.0603	1.10	0.2720	0.0701	1.28	0.2020
R&D	2.2381	1.70	0.0890 *	2.1928	1.67	0.0950 *	2.2667	1.73	0.0840 *
Advertisement	2.4807	2.79	0.0050 ***	2.5049	2.82	0.0050 ***	2.5364	2.85	0.0040 ***
Leverage	0.2343	1.84	0.0660 *	0.2385	1.88	0.0610 *	0.2330	1.83	0.0670 *
Listing_Year	-0.0374	-5.21	0.0000 ***	-0.0366	-5.11	0.0000 ***	-0.0374	-5.21	0.0000 ***
constant	0.2975	0.49	0.6240	0.4675	0.78	0.4350	0.2771	0.46	0.6480
표본수		1,676			1,676			1,676	
F-value		4.47***			4.62***			4.58***	
R-sq [within]		0.0895			0.0922			0.0915	
R-sq [between]		0.0705			0.0772			0.0747	
R-sq [overall]		0.0902			0.0952			0.0947	

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의적임
 주2) 모든 모형에 연도더미 및 산업더미를 고려함.

Panel B: 외국인 주요주주(For5%_Dom5%)

	Model 1			Model 2			Model 3			
	계수	t-value	P> t	Coef.	t-value	P> t	Coef.	t-value	P> t	
For5%_Dom5%	-0.0016	-0.04	0.9650	0.0020	0.04	0.9700	0.0159	0.42	0.6760	
For5%_Dom5% * Chaebol				-0.0072	-0.10	0.9220				
For5%_Dom5% * LQ							-0.0570	-2.35	0.0190 **	
For5%_Dom5% * LScore										
For5%_Dom5% * LQ * LScore										
For5%_Dom5% * HQ * HScore										
Institution	0.0055	4.31	0.0000 ***	0.0055	4.31	0.0000 ***	0.0054	4.23	0.0000 ***	
ln(Asset)	0.0275	0.69	0.4900	0.0273	0.68	0.4940	0.0281	0.70	0.4810	
R&D	2.7038	2.27	0.0230 **	2.7074	2.27	0.0230 **	2.7066	2.28	0.0230 **	
Advertisement	2.5573	3.16	0.0020 ***	2.5592	3.16	0.0020 ***	2.6000	3.22	0.0010 ***	
Leverage	0.3417	3.35	0.0010 ***	0.3417	3.35	0.0010 ***	0.3461	3.40	0.0010 ***	
Listing_Year	-0.0053	-0.97	0.3310	-0.0053	-0.97	0.3310	-0.0055	-1.02	0.3100	
constant	0.4378	0.86	0.3910	0.4373	0.86	0.3920	0.5266	1.05	0.2960	
표본수		1,887			1,887			1,887		
F-value		4.65***			4.47***			4.70***		
R-sq [within]		0.0913			0.0913			0.0956		
R-sq [between]		0.0546			0.0554			0.0455		
R-sq [overall]		0.0834			0.0844			0.0666		
		Model 4			Model 5			Model 6		
	Coef.	t-value	P> t	Coef.	t-value	P> t	Coef.	t-value	P> t	
For5%_Dom5%	0.0526	0.99	0.3210	0.0270	0.64	0.5250	-0.0146	-0.34	0.7330	
For5%_Dom5% * Chaebol										
For5%_Dom5% * LQ										
For5%_Dom5% * LScore	-0.1180	-1.41	0.1600							
For5%_Dom5% * LQ * LScore				-0.1327	-2.07	0.0390 **				
Foreign * HQ * HScore							0.0491	1.89	0.0590 *	
Institution	0.0055	3.51	0.0000 ***	0.0055	3.47	0.0010 ***	0.0055	3.49	0.0010 ***	
ln(Asset)	0.0599	1.09	0.2740	0.0525	0.96	0.3380	0.0618	1.13	0.2590	
R&D	2.2961	1.75	0.0800 *	2.2575	1.72	0.0850 *	2.3957	1.83	0.0670 *	
Advertisement	2.4694	2.78	0.0050 ***	2.4955	2.82	0.0050 ***	2.5193	2.84	0.0050 ***	
Leverage	0.2666	2.10	0.0360 **	0.2716	2.14	0.0320 **	0.2705	2.13	0.0330 **	
Listing_Year	-0.0376	-5.25	0.0000 ***	-0.0371	-5.18	0.0000 ***	-0.0381	-5.32	0.0000 ***	
constant	0.3930	0.65	0.5170	0.5969	0.99	0.3200	0.4101	0.68	0.5000	
표본수		1,667			1,667			1,667		
F-value		4.59***			4.71***			4.67***		
R-sq [within]		0.0921			0.0943			0.0936		
R-sq [between]		0.0757			0.0863			0.0754		
R-sq [overall]		0.0972			0.1038			0.0935		

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의적임

주2) 모든 모형에 연도더미 및 산업더미를 고려함.

Panel C: 외국인 주요주주(For5% Major)

	Model 1			Model 2			Model 3		
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t
For5%_Major	0.0209	0.49	0.6270	0.0671	1.06	0.2910	0.0552	1.23	0.2180
For5%_Major * Chaebol				-0.0850	-0.99	0.3230			
For5%_Major * LQ							-0.1821	-2.67	0.0080 ***
For5%_Major * LScore									
For5%_Major * LQ * LScore									
For5%_Major * HQ * HScore									
Institution	0.0054	4.21	0.0000 ***	0.0055	4.27	0.0000 ***	0.0052	4.09	0.0000 ***
ln(Asset)	0.0270	0.68	0.4990	0.0240	0.60	0.5490	0.0277	0.69	0.4870
R&D	2.7106	2.27	0.0230 **	2.7365	2.29	0.0220 **	2.5731	2.16	0.0310 **
Advertisement	2.5865	3.19	0.0010 ***	2.6068	3.22	0.0010 ***	2.6196	3.24	0.0010 ***
Leverage	0.3381	3.31	0.0010 ***	0.3383	3.32	0.0010 ***	0.3373	3.32	0.0010 ***
Listing_Year	-0.0055	-1.01	0.3110	-0.0055	-1.01	0.3150	-0.0054	-1.00	0.3180
constant	0.5639	1.12	0.2640	0.5953	1.18	0.2400	0.5661	1.12	0.2610
표본수		1,898			1,898			1,898	
F-value		4.53***			4.39***			4.65***	
R-sq [within]		0.0885			0.0893			0.0941	
R-sq [between]		0.0337			0.0354			0.0382	
R-sq [overall]		0.0559			0.0578			0.0609	
	Model 4			Model 5			Model 6		
	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t	계수	t-value	P> t
For5%_Major	0.0705	1.27	0.2050	0.0566	1.18	0.2400	-0.0345	-0.50	0.6190
For5%_Major * Chaebol									
For5%_Major * LQ									
For5%_Major * LScore	-0.1217	-1.15	0.2500						
For5%_Major * LQ * LScore				-0.2138	-2.17	0.0300 **			
For5%_Major * HQ * HScore							0.1141	1.42	0.1570
Institution	0.0053	3.38	0.0010 ***	0.0054	3.41	0.0010 ***	0.0053	3.34	0.0010 ***
ln(Asset)	0.0651	1.19	0.2360	0.0583	1.06	0.2870	0.0664	1.21	0.2260
R&D	2.2834	1.74	0.0830 *	2.2058	1.68	0.0930 *	2.2921	1.74	0.0810 *
Advertisement	2.4840	2.79	0.0050 ***	2.5071	2.82	0.0050 ***	2.5158	2.83	0.0050 ***
Leverage	0.2492	1.96	0.0500 *	0.2514	1.98	0.0480 **	0.2496	1.96	0.0500 *
Listing_Year	-0.0378	-5.26	0.0000 ***	-0.0371	-5.18	0.0000 ***	-0.0377	-5.25	0.0000 ***
constant	0.3293	0.54	0.5870	0.4022	0.66	0.5070	0.3119	0.51	0.6070
표본수		1,676			1,676			1,676	
F-value		4.45***			4.63***			4.49***	
R-sq [within]		0.0891			0.0923			0.0897	
R-sq [between]		0.0709			0.0744			0.0742	
R-sq [overall]		0.0900			0.0923			0.0938	

주1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의적임

주2) 모든 모형에 연도더미 및 산업더미를 고려함.

리고 최대주주 및 특수관계자 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율(For5% Major) 모두 외국인 주요주주 지분은 기업가치에 유의적인 관계가 없는 것으로 나타났다.

재벌여부를 고려한 (Model 2)에서도 재벌기업의 경우 외국인 주요주주 지분이 증가하면 기업가치가

하락하는 것으로 나타났지만 유의적이지는 않았다. 특히 기업가치가 낮은 기업에서 외국인 주요주주가 실제로 기업가치를 상승시키는 역할을 하는지 확인하기 위해 분석한 (Model 3)을 살펴보면 모든 경우에 있어 낮은 기업가치를 상승시키기 보다는 오히려 더욱 하락시키는 것으로 나타났다. 뿐만 아니라 지

배구조를 고려한 (Model 4)에서도 외국인 주요주주 지분은 유의적인 영향을 주지 않는 것으로 나타나 외국인 투자자가 기업가치를 상승시키거나 지배구조 개선을 통해 기업가치를 제고하는데 노력한다는 실증적 증거를 찾지 못했다.

기업가치 및 지배구조를 모두 고려한 (Model 5) 와 (Model 6)의 결과를 통해서도 외국인 주요주주는 지분이 커질수록 기업가치가 낮고 지배구조가 좋지 않은 기업에 대해서는 기업가치를 더욱 하락시키고 기업가치 및 지배구조가 좋은 기업은 더욱 상승시키는 역할을 하는 것으로 나타나 국내 기업의 기업가치 및 지배구조 개선에 긍정적인 영향을 주기도 하는 오히려 기업가치가 높고 지배구조가 좋은 기업에 투자하는 경향이 있음을 간접적으로 확인할 수 있었다. 또한 기업지배구조가 낮은 기업에 투자해 지배주주로서의 사적이익을 추구함으로써 기업가치를 하락시킨다는 추론도 가능했다.

한편, 기관투자자 지분(*Institution*)은 모든 모형에서 유의적으로 양(+)의 값을 보여 기업가치 상승에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났고 총자산 대비 R&D 비율(*R&D*)과 광고선전비(*Advertisement*) 등도 박현준, 신현한, 최완수(2004)의 연구 결과와 동일하게 기업가치를 상승시키는 역할을 하고 있다. 레버리지 효과로 인해 부채비율(*Leverage*)은 유의적인 양(+)의 영향을 주는데 반해 상장기간(*Listing_Year*)이 긴 경우 기업가치는 하락하는 것으로 나타났다.

따라서 외국인 주요주주는 기업가치가 낮거나 지배구조가 낮은 경우 지분이 증가함에 따라 유의적으로 기업가치를 더욱 감소시키는 것으로 나타났으며 기업가치를 증대시키는 경우는 이미 해당기업의 기업가치가 높고 지배구조가 좋은 경우였다. 또한, 기업가치가 낮거나 지배구조가 좋지 않은 경우 외국인

주요주주가 기업가치 상승을 유도한다는 실증적인 근거는 찾을 수 없었다.

V. 요약 및 결론

본 연구는 최근 논란이 일고 있는 외국인 투자자의 국내 기업 재무활동에 미치는 영향을 투자와 배당, 그리고 기업가치 측면에서 살펴보았다. 구체적으로 총체적인 의미에서의 외국인 투자자를 중심으로 한 기존의 연구와는 달리 5% 이상 대량주식보유를 하고 있는 주요주주로서 기업의 주요 의사결정에 어느 정도 영향을 미칠 수 있는 외국인 투자자들이 실제로 고배당을 요구하면서 기업투자를 감소시키고 결과적으로 기업가치 하락을 유도하는지 실증분석을 통해 확인해 보았다. 또한 기업가치가 낮거나 기업지배구조가 나쁜 기업의 지배구조를 개선해 기업가치를 증대시키는 역할을 수행하는지도 확인해 보았다.

이를 위해 외국인 주요주주 지분은 단순한 외국인 주요주주 지분 총합, 내국인 주요주주 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율, 그리고 최대주주 및 특수관계자 지분 대비 외국인 주요주주 지분 비율 등 세 가지로 측정했다. 외국인 지분과 투자, 배당 및 기업가치 상호간의 내생성(endogeneity)과 함께 지배구조점수 등 기업특성을 고려해서 도구변수를 이용한 패널분석방법(panel data analysis)으로 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 외국인 주요주주 지분이 증가할수록 해당기업의 현금배당성향은 유의적으로 증가하는 것으로 나타났다. 표본을 재분류하여, 지배구조 및 기업가치 수준에 따라 재분류하여 교차항을 이용해 분석해본 결과 재분류기업이나 지배구조 및 기업가치가 높은 기

업이 특히 그러한 것으로 나타나 기업이 처한 상황 별로 외국인 주요주주가 기업의 의사결정에 미치는 영향이 다름을 발견했다.

둘째, 외국인 주요주주는 기업의 투자결정에 대해 전반적으로 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 재벌기업의 경우 투자를 다소 증가시키는 것으로 나타났지만 유의적이지 않았고 기업가치나 지배구조점수가 낮은 경우 투자를 더욱 감소시키는 것으로 나타났지만 역시 유의적이지 않았다. 따라서 외국인 투자자들이 기업의 투자를 위축시킨다는 실증적 증거를 확인할 수 없었다.

셋째, 외국인 주요주주가 유의적으로 기업가치를 증대시킨다는 사실을 발견하지 못했다. 이미 기업가치가 높고 지배구조가 좋은 기업에 대해서는 외국인 주요주주가 긍정적인 영향을 미치는 것 같으나 기업가치가 낮거나 지배구조가 나쁜 기업의 경우에는 오히려 외국인 주요주주 지분이 증가할수록 기업가치는 더욱 낮아지는 것으로 나타났다. 따라서 외국인 주요주주가 지배구조 개선 등을 통해 기업가치 향상에 긍정적인 영향을 미치는 것보다는 오히려 기업지배구조가 낮은 기업에 투자해 지배주주로서의 사적 이익을 추구함으로써 기업가치를 하락시킨다는 추론을 가능하게 했다.

한편, 외국인 지분율과 배당, 투자, 기업가치 등의 사이에는 상호 인과관계가 명확하지 않다는 문제가 있다. 예를 들어 수익성이 우량하면서 배당성향이 높은 기업 또는 기업가치가 높은 기업을 외국인 투자자가 선호할 수 있다는 것이다. 이 문제는 소유지분 변수의 1시차 전의 값을 사용하더라도 완전히 해결되지 않는다. 실제로 배당관련 의사결정은 1시차 전의 지분소유자에 의해서 결정되는 것이 아니고 당기 중에도 외국인 소유지분의 변화가 발생하기 때문이다. 따라서 전기 외국인 소유지분 변수와 함께 당

기 중 외국인 소유지분의 변화를 설명변수에 추가함으로써 외국인 소유지분의 변화가 배당, 투자, 기업가치 등에 미치는 영향을 검증해 보았으나 동일한 결과를 얻었다.

결론적으로, 기업 내부의 주요의사결정자로서의 외국인 투자자는 전체적으로 해당기업에 고배당을 요구하는 성향이 있으며 이는 특히 재벌기업이거나 지배구조 및 기업가치가 높은 기업에서 더욱 그러한 것으로 나타났다. 하지만 외국인 주요주주가 해당기업의 투자를 위축시킨다는 주장은 전반적인 현상이 아니었다. 특히 기업가치가 낮거나 지배구조가 나쁜 기업에 외국인 주요주주가 지배구조 개선 등을 통해 기업가치를 상승시키는 긍정적인 역할을 한다는 증거를 발견하지 못했다.

참고문헌

- 김동순, 김병선 (2001), "외국인투자자와 내국인투자자의 행태비교," *International Trade Business Institute Review*, 101-133.
- 김동순, 전영순 (2004), "외국인투자자 대 국내투자자의 정보우위," *증권학회지*, 제33권, 1-44.
- 김병곤, 송재호 (2003), "소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향," *경영학연구*, 제 32권, 1375-1394.
- 김영숙, 이재춘 (2000), "기업가치와 기업소유구조와의 관련성," *증권학회지*, 제 26권, 173-197.
- 김철중 (1996), "소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호연관성에 관한 연구," *재무관리연구*, 제 13권, 51-78.
- 국찬표, 정균화 (1996), "우리나라 기업의 소유구조 결정요인에 대한 실증적 연구-선형구조모형을 응용하여," *재무연구*, 제 12권, 249-286.

- 금융감독원 (2006), "2005년 중 외국인투자자의 증권매매 동향".
- 박경서, 백재승 (2001), "채벌기업의 대주주경영자는 비채벌의 대주주경영자와 얼마나 다른가? 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구," *재무연구*, 제 14집, 89-130.
- 박경서 (2005), "외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향," *한국기업지배구조개발지원센터연구지원세미나*.
- 박상용, 연강흠 (1994), "자본시장개방이 환율·주가·금리의 상호관련성에 미치는 영향," *경영학연구*, 제 37호, 47-79.
- 박영규, 최영목 (2003), "외국인투자자의 소유지분 수준에 따른 주가 선도효과 연구," *국제경영연구*, 제 14권, 27-45.
- 박현준, 신현한, 최완수 (2004), "한국기업의 대리인 비용과 기업가치: 외국인지분의 역할," *경영학연구*, 제 33권, 655-682.
- 박현수 (2004), "외국인 주식투자가 국내기업의 성장에 미치는 영향," *삼성경제연구소 Issue Paper*.
- 빈기범, 조성훈 (2005), 외국인 주주가 배당 및 투자의사결정에 미치는 영향 분석, *한국증권연구원*.
- 설원식, 김수정 (2006), "외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향," *증권학회지*, 제 35권, 1-40.
- 안남기 (2006), "국가별 외국인 주식보유 비중 점검," *국제금융센터*.
- 연강흠 (1994), "증시개방후의 투자주체별 투자행태에 관한 연구," *증권학회지*, 제 16집, 151-189.
- 연태훈 (2005), "기업경영권에 대한 연구-실증분석과 제도 정비방안을 중심으로-, " *한국개발연구원*.
- 윤봉한, 오규택 (1999), "투자결정과 자본조달결정의 통합적 수행 여부에 관한 실증연구," *재무연구*, 제 12권, 95-124.
- 이병운 (2005), "외국자본 진출 확대의 영향과 대응방안-배당 및 투자에 대한 영향과 적대적 M&A 위협을 중심으로," *한국금융연구원*.
- 조지호, 김천호 (2005), "기업소유구조와 재무정책의 상호관련성에 관한 연구-자본구조, 투자 및 배당을 중심으로," *재무관리연구*, 제 22권, 1-41.
- 지청, 옥진호 (2003), "외국인투자자의 선호종목과 거래행태 분석," *증권학회정기학술발표대회논문집*.
- 한국은행 (2005), "외국인 주식투자가 국내주식시장에 미친 영향과 시사점"
- Bathala, C. T., K. P. Moon, and R. P. Rao (1994), "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective," *Financial Management* 23, 38-50.
- Chen C. R., and T. Steiner (1999), "Managerial Ownership, and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy," *Financial Review* 34, 119-136.
- Cho M. (1998), "Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 47, 103-121.
- Douma, S., R. George, and R. Kabir (2005), "Foreign and Domestic Ownership, Business Groups and Firm Performance: Evidence from A Large Emerging Market," *Tilburg University, Working paper*. (available at SSRN)
- Hausman, J. (1978), "Specification Tests in Econometrics," *Econometrica* 46, 1251-1271.
- Huang, R. D. and Shiu C. (2005), "Overseas Monitors in Emerging Financial Markets: Evidence from Foreign Ownership in Taiwan," *University of Notre Dame, Working paper*. (available at SSRN)
- Jensen, M., D. P. Solberg, and T. S. Zorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies,"

Journal of Financial and Quantitative Analysis 27, 247-263.

Khanna, T. and K. Palepu (1999), "Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance," NBER Working paper.

McConnell J., and H. Servaes (1990), "Additional

Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.

Morck R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.

The Influence of Foreign Investments in Korean Stocks on the Korean Economy

Kang Heum Yon* · Soon Hong Park**

Abstract

The restriction on foreign investments in the Korean capital market had been relaxed from 1992 gradually until 1998 when the limit was entirely abolished under the guidance of IMF in the moment of economic crisis. Since then, foreign investments have been going up all the time to occupy 40.1% and 14.1% of total market value of the Stock Market and the Kosdaq Market in KRX, respectively, as of February, 2006. As much as fifty eight companies out of total six hundred companies listed in the Stock Market have foreign ownership which is greater than the largest domestic ownership. A number of companies, has been gradually increased, which have foreign shareholders with more than five percent of equity of a company for the right of management.

It has been advocated that foreign investments contribute greatly to the stock market development of Korea. An inflow of foreign capital and oversea funds amplifies the liquidity of the Korean stock market. Foreign investors raise the global competitiveness of the Korean stock market by providing the opportunity of introducing advanced foreign investment techniques as well as long-term investment patterns. In addition, it has been emphasized that foreign investors rendered great services to enhancing management transparencies and consolidating minor shareholders' rights by improving the corporate governance structure and lowering the possibility of agency problem.

On the other hand, foreign investors have been criticized severely for demanding high dividend payouts rather than plowing back the profits into the enterprises resulting in contraction of investments in plant and equipment. Foreign investors are perceived to a

* Professor, Yonsei School of Business, Yonsei University, Seoul, Korea.

** Doctoral student, Yonsei School of Business, Yonsei University, Seoul, Korea.

short-term performance seekers impairing the Korean company's potential growth opportunities. Nevertheless, there is no concrete evidence that foreign investors used their influences to enforce the management decide high dividends and low capital expenditures.

We study the influences of foreign investors who hold more than five percent of a company's equities on capital expenditures and dividend payouts. We focus on foreign large shareholders rather than foreign investors in general because it may be large shareholders who pressure a management into paying high dividends and cutting back on capital expenditures. We also examine that whether foreign large shareholders have positive influences on corporate governance structures and corporate values. We further investigate that whether the role of foreign large shareholders varies according to the company-specific characteristics.

The "foreign major ownership" variables are measured by the total foreign large shareholder equities, the ratio of domestic large shareholder equities to foreign large shareholder equities, and the ratio of the domestic largest shareholder equities to foreign large shareholder equities. We conduct the panel data analysis with instrumental variables considering the company-specific characteristics like governance structure scores as well as the endogeneity between the foreign equity ownership and dividends, capital expenditures, corporate values, respectively.

Our samples cover the five-year period from 1999 to 2004 after the moment of economic crisis to investigate the influences of foreign investors as insiders on dividends, capital expenditures, and corporate values. We obtain 2,817 observations of total 894 companies after excluding companies of which we couldn't find data regarding dividends, capital expenditures, corporate values, and governance structure scores. We also exclude companies with a negative book value of equity capital. The final samples are consist of companies that have major shareholders who hold more than five percent of a company's equities. We utilize all data from 1999 to 2004 when we analyze the influences of foreign major shareholders on dividends, capital expenditures, and corporate values. An analysis of corporate governance used the data after 2001 since when the corporate governance scores have been available. The financial data and stock price data are obtained from FnGuide and WiseFN and corporate ownership-related data are obtained from KLCA's TS2000 database. The foreign large investors' ownership data are obtained from a regular business report, internet public disclosure data, and newspapers based on the ownership of TS2000 database.

There are no obvious mutual causalities between the foreign equity ownership and dividends, capital expenditures, corporate values, respectively. For example, foreign investors might prefer investments on companies with high profits and dividend payout ratios or high corporate values. This problem is not resolved throughly by taking ownership variables with one-year lag behind. In fact, the previous year's ownership structure could not explain this year's dividend-related decision making, and foreign ownership structures change often even during the year. Therefore, we include the current changes in foreign ownership as well as the previous foreign ownership in independent variables.

The empirical results are as follows. The dividend payout ratios increased significantly as foreign large shareholders' ownership increased, especially in 'chaebol' companies and companies with high corporate values and good governance structures. These findings imply that the influences of foreign major shareholder ownership on the company's decision making vary according to the company-specific characteristics. However, we could not find the evidence that foreign large shareholders reduce capital expenditures. 'Chabol' companies tend to increase capital expenditures to some extent while companies with low corporate values and poor governance structures tend to decrease capital expenditures, but both results are statistically insignificant. It wouldn't seem that foreign large shareholders enhance corporate values through the improvement of governance structures. Instead, it may be inferred from the data that they become influential shareholders of a company with poor governance structures to enjoy the private benefit of control, resulting in its corporate values impaired.

In conclusion, foreign major shareholders tend to claim high dividend payouts, especially in 'chaebol' companies, companies with good governance structures or high corporate values while they do not shrink capital expenditures in general. Finally, we could not find the evidence that foreign major shareholders ascend corporate values through the improvement of corporate governance structures.

Key words: foreign investors, high dividends pressure, capital expenditure contraction, corporate values, corporate governance structure