

세무와회계저널
제7권 제1호 2006년 3월 pp.7~25
한국세무학회

외국인 투자자가 기업에 미친 영향 — 배당, 투자, 기부금 및 자기주식취득을 중심으로 —

이만우* · 노준화**

〈요 약〉

외국인에 대한 주식취득이 허용된 1991년 이후 꾸준히 외국인의 주식소유비율은 증가하였으며 외국인 투자가 주식시장의 유동성 증대, 선진금융기법의 전파와 기업경영의 투명성에 이바지하는 등 긍정적인 면이 보고되기도 하였지만 단기투자차익에만 급급한 나머지 고배당을 요구하고, 설비투자나 기부금 지출을 꺼려하며 자기주식취득을 강요하는 등의 일부 부작용도 보고되고 있다. 그러나 이러한 우려에도 불구하고 과연 기업경영에 어떤 영향을 미치는 지에 대한 체계적인 연구는 많지 않았다. 본 연구는 1995년부터 2003년까지 한국증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 외국인 투자와 상장기업의 배당, 설비투자, 기부금 지출 및 자기주식취득과의 관계를 조사하였다.

분석결과 다른 영향을 통제한 후 외국인 지분율이 높을수록 배당률이 높다는 것을 발견하였다. 추가분석에서 외국인 지분율이 전년도보다 증가할수록 배당도 전년도보다 증가한다는 것을 발견하였다. 그러나 외국인 지분율과 설비투자, 기부금지출 및 자기주식취득과는 유의한 관계를 찾을 수 없었다.

<주제어> 외국인투자기업, 단기투자, 배당, 외국인지분율

* 고려대학교 경영대학 교수, leemm@korea.ac.kr, 02-3290-1927, 제1저자

** 충남대학교 경영학부, jhrho@cnu.ac.kr, 042-821-5544, 공동저자(교신저자)

논문접수일 : 2005년 6월

게재확정일 : 2006년 3월

I. 서 론

본 연구는 1995년부터 2003년까지 한국증권거래소에 상장된 2,958개의 기업·연도를 대상으로 외국인투자자가 국내기업의 경영활동에 미친 영향을 조사하고자 한다. 구체적으로 외국인 지분율이 상장기업의 배당, 설비투자, 기부금지출 및 자기주식취득에 미친 영향을 조사한다. 외환위기 직후 일시적인 외화의 유동성 부족으로 외국인 투자가 시급하였던 당시로서는 외국인 투자를 활성화하는 것이 주요 경제 정책적 이슈였다. 그 일환으로 외국인의 주식취득한도를 완전히 폐지하였고 주식시장에서 외국인 지분은 크게 증가하여 경우에 따라서는 외국인 지분이 내국인 지분을 초과하는 사례도 관찰된다. 이들 외국인은 투자에 그치지 않고 이사회에 구성에 적극 참여하여 경영에 참여하겠다는 의사를 제시하기도 하였을 뿐만 아니라 대기업의 지배구조마저 바꾸겠다고 선언하는 등 기존의 국내 대주주를 위협하기도 하였다. 특히 소버린(Sovereign)이 취약한 지배구조를 틈타 SK 주식을 다량 보유함으로써 국내 대주주를 위협한 사례는 널리 알려져 있다. 이들이 경영에 관심을 가지게 됨으로써 경영활동이 비교적 투명해졌다는 긍정적인 변화도 분명 관찰되었지만 단기적인 투자성공에 관심을 가진 일부 외국인 펀드의 경우 거대한 자본을 배경으로 회사를 위협하여 자신들에게 유리한 경영정책을 강요한 사례도 뉴스를 통해 보고되기도 한다. 그럼에도 불구하고 외국인 투자가 기업의 경영 또는 사회적으로 미친 영향에 대한 체계적인 조사는 많지 않다. 박현수(2004)는 KOSPI 200의 기업을 대상으로 외국인의 주식비중이 급속하게 증가하고 있다는 것을 지적하고 이들이 KOSPI 200 기업에 미친 영향을 조사하였다. 분석결과 외국인 지분율이 증가할수록 배당을 많이 하며 설비투자가 감소한다는 결과를 제시하였다. 그러나 박현수(2004)는 비교적 규모가 크고 우량한 기업인 KOSPI 200을 대상으로 하였을 뿐만 아니라 통계적인 유의성을 분석하지 않고 연도별 추이나 상관관계 등 단일변량분석만을 수행한 결과이기 때문에 그 결과에 대하여 통계적인 의미를 부여하는 데에는 한계가 있다. 특히 다양한 요인들이 배당이나 설비투자에 미칠 수 있는 영향을 통제하지 않은 것은 연구의 심각한 한계로 남을 수 있다. 그러나 그들은 우리나라에서 외국인 투자자가 기업경영에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 시각을 체계적으로 조사하여 제시함으로써 정책입안자와 상장기업에 유용한 정보를 제공하는데 기여하였다고 할 수 있다.

본 연구는 박현수(2004)의 연구를 확장하여 외국인 지분이 기업의 배당, 설비투자, 기부금지출 및 자기주식취득에 미치는 영향을 조사한다. 분석결과 다른 영향을 통제한 후 외국인 지분율이 높을수록 배당률이 높다는 것을 발견하였다. 추가분석에서 외국인 지분율이 전년도보다 증가할수록 배당도 전년도 보다 증가한다는 것을 발견하였다. 그러나 외국인 지분율과 설비투자, 기부금지출 및 자기주식취득과는 유의한 관계를 찾을 수 없었다. 이는 외국인 투자자들은 고배당을 요구한다는 것으로 해석할 수 있지만 외국인 투자자들이 경영에 참여하여 설비투자와 기부금지출을 꺼려한다거나 자기주식취득을 강요한다는 일부의 우려와는 다른 결과이다.

본 연구는 외국인 투자자가 기업경영에 어떤 영향을 미치고 있는지에 대한 실증적 증거를 제시함으로써 정책입안자에게 유용한 정보를 제공할 수 있다는 공헌을 찾을 수 있다. 본 연구의 구성은 다

음과 같다. 서론에 이어 제 2장에서는 선행연구 및 연구가설, 제 3장에서는 표본의 선정 및 연구모형을 제시한다. 제 4장에서는 실증분석결과를 제시하며 마지막으로 제 5장에서는 연구 결과를 요약하고 마무리 한다.

II. 선행연구 및 연구가설

1. 선행연구

다수의 선행연구는 외국인투자자가 내국인투자자에 비해서 정보우위에 있으며 이로 인해 내국인투자자에 비하여 높은 초과수익률을 획득한다고 보고하고 있다(Froot et al. 1999, Grinblatt and Keloharju 2000 등). 즉, 외국인투자자는 내국인투자자에 비해 정보수집 능력과 분석능력이 뛰어날 뿐만 아니라 많은 경우가 군집투자(Sias 2002, Nofsinger and Sias 1999, 허진호와 홍철, 1998) 형태를 보이면서 높은 초과수익률을 얻는 것이다. 우리나라의 연구에서도 외국인투자자는 내국인투자자에 비해 높은 투자성과를 얻고 있으며 이는 그들의 내재가치를 이용한 과학적인 분석기법에 기인한다고 주장하는 연구가 있다(송인만과 박철우 1998, 김철중 1995, 연강흠 1994 등).

하지만 외국인투자자는 내국인투자자에 비해 정보접근이 제한되어 있으므로 이들이 실제로 느끼는 정보비대칭의 문제는 내국인투자자 보다 높을 것이다. 이와 유사한 논점으로 Choe et al.(2000)는 사적 정보 면에서 불리한 외국인투자자가 반드시 내국인투자자 보다 정보우위에 있다고 할 수 없다고 주장하였다. 이와 더불어 Sachs and Warner(1995)는 개발도상국의 연구를 통하여 외국인투자자가 기업의 감시활동에 중요한 역할을 한다는 연구결과를 보였다. 즉, 외국인투자자는 정보비대칭으로 인한 높은 투자 위험을 줄이려고 경영자에 대한 견제와 감시활동을 강화하는 것이다. 이와 같이 외국인투자자의 존재는 더 우월한 투자기법을 통해서 본국의 수익률을 챙긴다는 역기능이 있는 반면에 내국인투자자에 비해 높은 견제와 감시활동을 함으로써 기업의 대리인비용을 줄이는 순기능을 하기도 한다.

우리나라에서도 외국인 투자를 허용한 이후 외국인 투자에 대한 긍정적인 면과 부정적인 면이 모두 보고 되어 있다. 구체적으로 주식시장의 유동성이 확충(김재철 외, 2004)¹⁾되었고, 이사회 구성에 참여하는 등 대주주를 감시함으로써 기업의 경영활동이 투명하게 하는데 기여하였으며 외국인 투자자들이 가진 우월한 정보나 선진기법 등의 유입²⁾으로 시장의 효율성이 제고되는 등의 긍정적인 면이 관찰되었다.

반면에 외국인 주식보유의 지나친 확대로 주식시장과 기업경영에 부정적 영향을 미칠 가능성도 우려되고 있다. 이와 관련하여 김동순과 전영순(2004)은 특히 이들 외국 투자자금이 핫머니일 경우 바람직하지 못한 영향을 미칠 수 있으며 국내 상장기업들이 안정주주를 확보하지 못할 경우에 외국

1) 김재철 외(2004)는 외국인 투자자의 장기보유 경향으로 인하여 유통주식수가 감소하면서 유동성이 약 29% 감소하는 효과가 있다고 보고하고 있다.

2) Choe 등(2001) 등은 외국인 투자자가 내국인 투자자에 비해 우월한 정보를 가지고 있다고 보고하였다.

인의 적대적 M&A 대상이 될 수 있음을 시사하였다. 예를 들면 소비린은 SK 주가가 폭락할 때 주식을 대량으로 매입해서 단기간 내에 2대 주주가 되면서 정기주주총회에서 구조조정의 명목으로 자신들이 추천하는 이사들로 이사회를 구성하였다. 실질적인 경영권 확보에는 실패하였지만 대주주와 SK는 경영권 방어비용에 많은 시간과 비용을 낭비하여야만 했다. 이후 국내 상장기업들도 경영권 안정화가 현실적인 문제로 부각되었으며 국내외 기관투자자와의 투자자 관계(investor relations: IR)를 통한 경영권 확보, 자금조달원의 원활한 확보 등을 시도하는 계기가 되었다.

외국인 투자자들의 이러한 행동에 대하여 다수의 전문가들은 외국인이 단기 매매차익에 관심이 있기 때문에 외국인 지분이 기업의 장기적 성장과 성과에 악영향을 미친다고 우려하기도 한다. 외국인 투자자가 단기적 투자성과를 통하여 단기적 사세차익에 관심을 가진다는 우려가 사실이라면 외국인 주주는 단기적으로 높은 배당을 요구할 가능성이 있다. 또한 사회에 대한 기업의 이익환원의 일환인 기부활동을 억제할 뿐만 아니라 장기적인 성과를 위한 기업의 설비투자를 꺼려할 가능성도 있다. 또한 경영권 위협을 무기로 자기주식취득을 강요하여 단기적 주가 상승을 도모한다는 것도 보고되고 있다. 이러한 우려는 KOSPI 200 기업에 대한 대한상공회의소(2004)의 설문조사결과에서도 보고된 바 있다. 구체적으로 응답기업의 12.9%가 외국인투자자의 경영간섭을 경험하였으며, 이들 중 47.6%는 외국인투자자들로부터 설비투자 대신 배당이나 자사주 매입 등을 요구 받은 것으로 조사되었다. 또한 다음의 기사는 이와 관련된 또 다른 증거를 제시한다.

지난 7월 SK(주) 이사회는 우선주 20억원을 취득하여 소각하도록 의결하고 이를 공시했는데, 그 결과는 우선주 가격 폭등으로 나타났다. 이러한 우선주 미스터리는 SK(주)의 홈페이지에 실린 영국계 펀드 헤르메스의 서한에서 해답을 찾을 수 있다. 헤르메스는 우선주 소각 계획을 내년 정기주총에 부의하도록 하는 9월 16일 SK(주) 이사회 결의를 전심전력으로(wholeheartedly) 지지함을 밝히고 있다. 이 서한에서 헤르메스는 우선주는 자본비용 부담이 과다하므로 이를 매입 소각하고 보통주 단일 종목만 발행하여 모든 주주가 똑같은 의결권을 행사하도록 하는 것이 바람직하다고 밝히고 있다.

우선주 소각 여부는 우선배당금의 현재가치와 매입가격을 비교해서 결정할 일로서, 발행주식 수가 적은 우선주 전부를 단기간에 매입 소각하면 '주식알박기' 현상이 발생, 주가 폭등을 유발하여 낭패를 볼 수 있다. 우선주의 자본 비용이 높다는 주장은 결국 보통주에 대해 고율의 배당을 요구하겠다는 외국계 펀드의 본심을 드러낸 것으로서, 이들이 기업이익을 투자확대에 쓰기보다는 배당 챙기기에 주력하고 있음을 보여주고 있다(2004년 11월 3일 문화일보).

2. 우리나라의 외국인투자 현황 및 연구가설 설정

금융시장이 글로벌화 되면서 우리나라는 1992년부터 국내주식에 대한 외국인 투자가 제한적으로 허용하였다. 이후 외국인 투자의 제한은 점진적으로 완화되었으며 1998년 5월에는 일부 업종과 기업을 제외하고는 외국인 투자한도를 완전히 폐지함으로써 주식시장이 완전히 개방되었다. <표 1>에서는 외국인 주식투자 한도의 추이를 제시하고 있다. <표 1>에서 제시한 바와 같이 외국인 주식투자 한도는 최초로 외국인에게 주식을 취득하는 것을 허용한 1991년에 종목별 한도 5%와 개인별 한도 2%를 시작으로 1997년에는 종목별, 개인별 모두 50%로 확대하였으며 1998년 5월에는 원칙적으로 외국인에 대하여 주식취득의 문호를 완전히 개방하였다.

<표 1> 외국인의 상장주식 투자 한도추이

연 도	종목별	개인별
1991. 9.30	5	2
1992. 1. 3	10	3
1994.12. 1	12	3
1995. 7. 1	15	3
1996. 4. 1	18	4
1996.10. 1	20	5
1997. 5. 2	23	6
1997.11. 3	26	7
1997.12.11	50	50
1997.12.30	55	50
1998. 5.25	100	100

외국인에 대한 주식시장의 투자한도를 완화함에 따라 전체 상장기업 주식 중에서 외국인이 보유하는 주식의 수와 비율도 점진적으로 증가하였다. <표 2>에서는 1993년부터 2004년까지 상장기업 주식 중 외국인이 보유한 주식의 총수와 비율³⁾을 제시하고 있다. 구체적으로 1993년의 경우 전체 상장기업의 주식 수 중 약 8.7%를 외국인이 소유하였으나 2004년 현재 약 22%로 확대되었다. 연도별로는 예외 없이 지속적으로 증가하고 있는 추세를 보여주고 있다.

3) 이는 외국인지분율과는 다른 개념으로 상장기업 주식의 총 수에서 외국인이 보유한 주식의 총수를 대비한 것이다.

〈표 2〉 외국인 소유주식 수 및 비율

연 도	외국인 주식 소유	
	주식수(단위 : 백만주)	외국인주식비율 (=외국인총주식수/상장주식수(%))
2004년	5,154.20	22.0
2003년	4,259.10	18.0
2002년	3,054.60	11.5
2001년	2,869.20	14.7
2000년	2,731.10	13.9
1999년	2,136.90	12.3
1998년	1,204.00	10.5
1997년	819.7	9.1
1996년	989.2	11.5
1995년	762.3	10.0
1994년	634.8	9.2
1993년	503.3	8.7

(주) <표 2>는 표본기업의 통계가 아닌 우리나라 전체의 통계를 제시한 것이다. 또한 외국인주식비율은 개별기업의 외국인지분율을 평균한 것이 아니라 우리나라 전체의 상장기업외국인총주식수를 전체상장주식수로 나눈(상장기업외국인총주식수/상장주식총수) 것이다. 따라서 표본기업에 대한 통계치를 제시한 <표 4>의 panel B와 <그림 1>과는 다른 의미를 제시한다.

이와 같이 외국인 투자가 지속적인 증가추세를 보이고 있는 상황에서 외국인투자자가 기업정책에 미치는 영향을 실증분석을 통해서 살펴보는 것은 매우 중요하다. 그러나 이제까지 이에 대한 연구는 단순 통계치 조사에 그치고 있어 본 연구에서는 실증분석을 통하여 이를 조사하고자 한다. 상기에서 살펴본 바와 같이 외국인 투자가 자본시장이나 기업경영에 긍정적인 영향을 미치기도 하였지만 단기 투자성과에만 관심을 가짐으로써 주식시장과 기업경영에 부작용을 초래하기도 하였다. 만약 외국인 투자자가 단기적 사세차익만 관심이 있다면 그들은 고배당을 요구하며, 기부금 지출을 꺼려하고, 시설투자를 감소(또는 지연)할 것을 요구하거나 주가주식을 취득할 것을 요구할 가능성이 있다. 따라서 본 연구는 실제로 순기능과 역기능을 모두 가진 외국인투자자가 배당, 설비투자, 기부금지출 및 자기주식취득에 미치는 영향을 조사함으로써 외국인투자자의 투자목적에 대한 실증적인 증거를 제시하고자 한다. 즉, 본 연구는 외국인투자자의 주식수익률을 조사한 선행연구와는 달리 외국인투자자가 기업의 정책의 미친 영향을 살펴보고자 한다. 이러한 논의를 바탕으로 본 연구는 다음과 같은 가설을 설정한다.

- H1a : 외국인 지분율이 높을수록 배당을 많이 한다.
 H2a : 외국인 지분율이 높을수록 기부금 지출이 낮다.
 H3a : 외국인 지분율이 높을수록 시설투자에 대한 지출이 낮다.
 H4a : 외국인 지분율이 높을수록 자기주식을 많이 취득한다.

III. 표본의 선정 및 연구모형

1. 표본의 선정

본 연구는 1995년에서 2003년까지 한국증권거래소에 상장된 제조업을 대상으로 한다. 제조업만을 대상으로 하는 이유는 업종별 차이로 인한 연구결과의 왜곡을 최소화하기 위한 것이다. 이들 기업 중 연구모형에 포함되는 자료를 모두 가지는 기업-연도는 총 2,958개이며, <표 3>에서는 표본의 연도별 구성을 제시하고 있다.

<표 3> 표본기업의 구성

연 도	표본기업/연도	비 율
1995년	347	11.73
1996년	342	11.56
1997년	309	10.45
1998년	305	10.31
1999년	332	11.22
2000년	331	11.19
2001년	319	10.78
2002년	337	11.39
2003년	336	11.36
전체	2,958	100.0

<표 3>에서는 표본기업의 연도별 구성을 제시하고 있다. 1995년에는 347개의 기업이 2003년에는 336개의 기업이 표본에 포함되었다. 전반적으로 연도별 표본수는 330여개로 거의 일정한 수를 유지하고 있음을 알 수 있다.

2. 연구모형

위에서 설명한 바와 같이 외국인 지분율이 기업의 배당정책, 설비투자, 기부금지출 자기주식취득에 미치는 영향을 조사하기 위해서 본 연구에서는 다음과 같은 연구모형을 설정한다.

$$\begin{aligned} \text{배당성향(배당율)} &= \beta_0 + \beta_1 \text{FornOwnership} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{LargeOwnership} \\ &\quad + \beta_4 \text{LargeOwnership} + \beta_5 \text{InstitutionOwnership} + \beta_{6, \dots, 28} \text{IndustryDummies} + \varepsilon \\ \text{설비투자} &= \beta_0 + \beta_1 \text{FornOwnership} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{LargeOwnership} \\ &\quad + \beta_4 \text{LargeOwnership} + \beta_5 \text{InstitutionOwnership} + \beta_{6, \dots, 28} \text{IndustryDummies} + \varepsilon \\ \text{기부금지출} &= \beta_0 + \beta_1 \text{FornOwnership} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{LargeOwnership} \\ &\quad + \beta_4 \text{LargeOwnership} + \beta_5 \text{InstitutionOwnership} + \beta_{6, \dots, 28} \text{IndustryDummies} + \varepsilon \\ \text{자기주식취득} &= \beta_0 + \beta_1 \text{FornOwnership} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{LargeOwnership} \\ &\quad + \beta_4 \text{LargeOwnership} + \beta_5 \text{InstitutionOwnership} + \beta_{6, \dots, 28} \text{IndustryDummies} + \varepsilon \end{aligned}$$

여기서 종속변수는 각각 배당성향(배당율), 설비투자, 기부금지출 및 자기주식취득이다. 설비투자는 자산총계로, 기부금지출은 영업이익으로 그리고 자기주식은 총자산으로 표준화하여, 이분산(heteroskedasticity)을 통제하였다. 기부금지출의 경우 영업이익으로 표준화 한 이유는 영업이익의 크기에 따라 기부금을 지출할 수 있는 여력이 달라질 수 있을 것으로 예상되기 때문이다.

본 연구의 목적이 외국인투자자가 배당, 투자, 기부금지출 및 자기주식에 미치는 영향을 분석하는 것이기 때문에 설명변수는 외국인지분율이다. 종속변수가 배당성향(배당율) 또는 자기주식취득인 모형에서 외국인 지분율의 계수는 가설에 따라 유의한 양(+)값을 가질 것으로 기대된다. 만약 기대한 바와 같이 외국인 지분율의 계수가 유의하게 양의 값을 가진다면 이는 외국인 지분율이 높을 수록 각각 배당성향(배당율)과 자기주식취득이 높다는 것을 의미한다.

또한 종속변수가 각각 설비투자 또는 기부금지출인 모형에서 외국인 지분율의 계수는 가설에 따라 유의한 음(-)값을 가질 것으로 기대된다. 만약 기대한 바와 같이 외국인 지분율의 계수가 유의하게 음의 값을 가진다면 이는 외국인 지분율이 높을수록 각각 설비투자와 기부금지출이 낮다는 것을 의미한다.

설명변수인 외국인지분율 이외에 종속변수에 미칠 수 있는 영향을 통제하고 있는데 구체적으로 기업규모(SIZE), 자산수익률(ROA), 대주주지분율(LargeOwnership), 기관투자자지분율(Institution Ownership)이 그것이다. 기업규모(SIZE)는 기업의 규모를 통제하기 위한 것으로 총자산에 로그를 취한 값이다. 자산수익률(ROA)은 당기순이익을 총자산으로 나눈 값으로 기업의 수익률에 따라 배당, 설비투자, 기부금지출 및 자기주식의 취득이 달라질 수 있을 가능성을 통제하기 위한 것이다 실제로 김성민(1999), 박상수(2003)은 수익성이 높을수록 현금배당률이 높다고 보고함으로써 기업의 수익률이 배당 등에 영향을 미칠 수 있음을 제시하고 있다. 그 외 대주주지분율, 기관투자자지분율은 기업의 소유와 지배구조를 통제하기 위한 것으로 설원식 등(2004)은 대주주지분율이 기업의 배당과 유의한 양의

관계가 있음을 보고하고 있다. 마지막으로 산업별 영향을 통제하기 위하여 한국표준산업분류기준에 의한 두 자리 산업분류기준에 따라 산업더미(IndustryDummies)를 추가하였다. 이들 모든 변수는 한국 신용평가(주)의 KIS-VAULE에서 추출하였다.

IV. 실증분석결과

1. 기초통계량

<표 4>에서는 표본기업-연도에 대한 기초통계량을 제시하고 있다. 기초통계량은 모형에 포함된 변수들에 대한 통계량이다. <표 4>의 panel A에서 제시하는 바와 같이 표본기업의 자산총계는 그 평균이 약 69,000억원이며 자산수익률은 2.99%이다. 대주주, 외국인 및 기관투자자지분율은 각각 39.3%, 6.5% 및 10.4%에 이른다. 여기서 주목할 만한 것은 대주주 지분율이 39.3%로서 대주주 및 그 특수관계자가 소유하고 있는 주식의 비중이 다른 형태의 투자자에 비해 월등히 높다는 것이다. 이는 상장기업임에도 불구하고 여전히 우리나라의 경우 지분의 분산정도가 낮다는 것을 의미한다. 본 연구의 주된 관심 중의 하나인 배당의 경우 배당률과 배당성향의 평균이 각각 10.2%와 28.8%에 이른다. 배당률은 액면가액 대비 주당 배당금액으로 계산되기 때문에 배당률의 평균이 10.2%라는 것은 평균적으로 액면가액의 약 10.2%를 배당한다는 것을 의미한다. 그러나 투자자들은 주식시장에서 시장가격으로 주식을 취득하기 때문에 배당률이 10.2%라는 것은 시장가격이 액면가액보다 높다는 현실을 고려하면 매우 낮은 수치라고 할 수 있다. 또한 배당성향은 당기순이익 중 배당을 얼마나 지급하는지를 비율로 나타낸 것으로 회사가 당기순이익을 얼마만큼 배당으로 지급하는지를 의미하며 사외분배율이라고도 한다. 즉, 상장회사는 평균적으로 당기순이익의 28.8%를 배당으로 사외유출하고 나머지 71.2%를 내부에 유보한다는 것을 의미한다.

영업이익에 대한 기부금의 비중은 평균 3.9%로 상장기업은 평균적으로 영업이익의 3.9%를 기부금으로 지출한다는 것을 의미한다. 자산총계에 대한 설비지출액은 5.6%로 상장기업은 평균적으로 자산총계의 5.6%를 설비투자에 지출한다는 것을 의미한다. 자산총계에 대한 자기주식의 취득은 0.7%로 상장기업은 평균적으로 자산총계의 0.7%에 해당하는 자기주식을 취득한다는 것을 의미한다.

<표 4>의 panel A의 세 번째와 네 번째 열에서는 표본기업 중 외국인이 지분을 가진 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분하여 기초 통계량을 제시하고 있으며 다섯 번째 열에서는 두 집단 간 차이에 대한 t-통계량과 z-통계량을 제시하고 있다. 전체적으로 외국인이 지분을 가진 기업과 그렇지 않은 기업 간에는 모형에 포함된 변수들이 유의한 차이를 보이고 있다. 구체적으로 자산총계, 자산수익률, 기관투자자지분율, 배당률, 배당성향, 설비투자 및 자기주식 취득은 외국인이 지분을 가진 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 평균적으로 크거나 높다. 반대로 대주주지분율의 경우 오히려 외국인이 지분을 가진 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 평균적으로 낮다. 이는 외국인이 비교적 우량

기업에 투자한다는 것으로 해석할 수 있으며 외국인의 지분이 높은 기업은 상대적으로 대주주의 지분이 낮은 것으로 해석할 수 있다. 일본의 주식시장을 조사한 Kang and Stulz(1997)도 외국인들이 규모가 크고, 재무적 성과가 좋으며, 기업 고유의 위험이나 레버리지가 낮은 제조업을 선호한다고 보고하고 있어 본 연구의 표본결과가 Kang and Stulz(1997)의 연구결과와 유사하다는 것을 알 수 있다.

〈표 4〉 변수들에 대한 기초통계량

Panel A : 변수들에 대한 기초통계 및 단일변량분석

	전체기업	외국인지분율 > 0	외국인지분율 = 0	t-값
	평균(중앙값)	평균(중앙값)	평균(중앙값)	[z-값]
자산총계(억원)	6,931.0 (22792.3)	11,020.7 (29933.7)	2,053.1 (5190.1)	10.87*** [22.3]***
FornOwnership(%)	6.5 (12.1)	12.0 (14.2)	0 (0)	31.05*** [49.3]***
SIZE(lnTotalAsset)	19.0 (1.4)	19.5 (1.5)	18.4 (1.1)	24.27*** [22.3]***
ROA(%)	2.99 (16.26)	3.7 (9.6)	2.1 (21.6)	2.74*** [4.73]***
LargeOwnership(%)	39.3 (18.9)	36.0 (15.1)	43.3 (22.0)	-10.67** [8.50]***
InstitutionOwnership(%)	10.4 (12.7)	13.7 (12.4)	6.5 (11.9)	16.16*** [22.5]***
배당율	10.2 (11.7)	12.4 (11.8)	7.6 (11.0)	11.38*** [14.79]***
배당성향	28.8 (58.3)	33.3 (65.6)	23.3 (47.7)	4.66*** [10.29]***
기부금/영업이익	3.9 (62.1)	4.7 (67.2)	3.0 (55.3)	0.74 [13.5]***
설비투자/자산총계	5.6 (5.7)	6.0 (5.3)	5.1 (6.1)	3.90*** [8.18]***
자기주식취득/자산총계	0.7 (2.5)	0.8 (3.0)	0.4 (1.7)	4.08*** [7.45]
표 본 수	2,958	1,609	1,349	

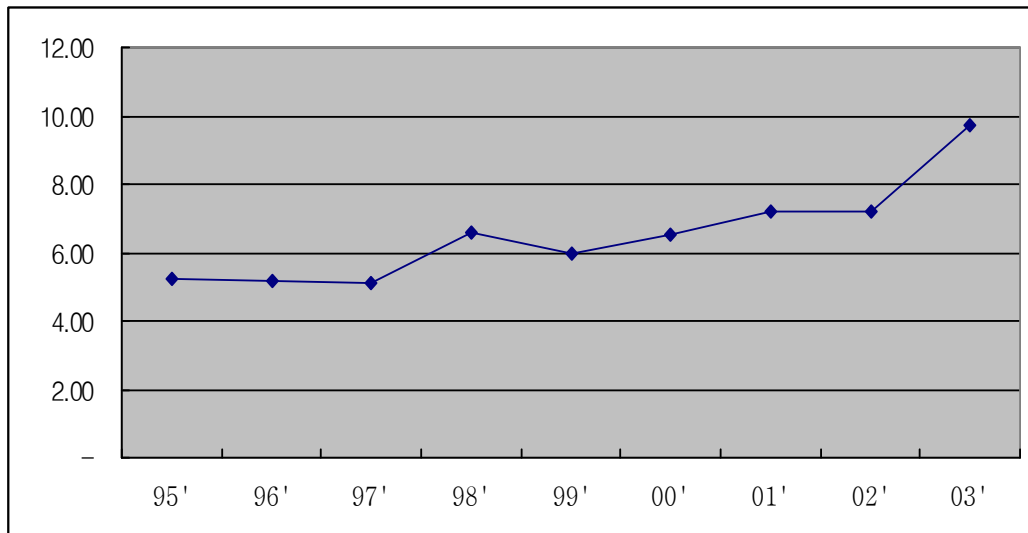
(주) 연구모형에 포함된 독립변수 중 기업규모(SIZE(lnTotalAsset))는 총자산에 로그를 취한 값이다. 자산수익률(ROA)은 당기순이익을 총자산으로 나눈 값, 대주주지분율(LargeOwnership), 기관투자자지분율(Institution Ownership)은 각각 대주주 및 그와 특수관계에 있는 자들의 주식보유비율과 기관투자자들이 보유하고 있는 주식보유비율이다. 종속변수에는 배당성향(배당율), 설비투자, 기부금지출 및 자기주식취득이 포함된다. 설비투자는 자산총계로, 기부금지출은 영업이익으로 그리고 자기주식은 총자산으로 표준화한다.

Panel B : 연도별 외국인지분율

	표본수	평균	표준편차
1995년	347	5.22	7.60
1996년	342	5.20	9.11
1997년	309	5.09	5.09
1998년	305	6.61	12.89
1999년	332	6.00	11.41
2000년	331	6.52	13.97
2001년	319	7.19	13.78
2002년	337	7.17	12.88
2003년	336	9.74	15.20
전 체	2,958	6.5	12.1

<그림 1>은 1995년부터 2003년까지 연도별 외국인지분율의 추이를 제시하고 있다. 추이를 보면 외환위기 때인 1998년 외국인이 지분율이 다소 증가하였다가 1999년부터 점진적으로 증가하였으며 2003년 급격한 증가추세를 보이고 있다. 외환위기 이후 외국인지분율이 증가하고 있는 추세를 보이는 것은 정부가 적극적으로 외국자본의 유치를 장려한 결과라고 보인다.

<그림 1> 연도별 외국인지분율의 추이



2. 외국인지분과 배당, 투자, 기부금지출 및 자기주식취득

<표 5>에서는 외국인지분과 배당, 투자, 기부금지출 및 자기주식취득이 관련이 있는 지에 대한 다변량 분석 결과를 제시하고 있다.

<표 5> 외국인지분과 배당, 투자, 기부금지출 및 자기주식취득

변수	모형 1(배 당)		모형 2 (설비투자)	모형 3 (자기주식취득)	모형 4 (기부금)
	배당율	배당성향			
Intercept	2.29 (0.57)	-11.47 (-0.52)	-1.362 (-0.67)	-0.429 (-0.56)	77.42*** (3.16)
FornOwnership	0.253*** (13.15)	-0.011 (-0.11)	0.020** (2.10)	0.006* (1.65)	0.048 (0.41)
SIZE(lnTotalAsset)	0.26 (1.40)	2.26** (2.27)	0.295*** (3.20)	0.082** (2.38)	-1.49 (-1.35)
ROA	13.03*** (9.12)	-3.43 (-0.44)	1.113 (1.54)	0.518* (1.92)	-2.90 (-0.33)
LargeOwnership	0.060*** (5.13)	-0.157** (-2.47)	0.018*** (3.06)	-0.007*** (-3.08)	0.036 (0.51)
InstitutionOwnership	-0.016 (-0.87)	0.085 (0.82)	0.026** (2.77)	-0.006 (-1.57)	0.193* (1.68)
IndustryDummies	포함	포함	포함	포함	포함
수정된 R ² (%)	16.41	3.37	9.11	3.98	0.28
F-값	21.83***	4.70***	11.64***	5.40***	1.30
표본수	2,958	2,958	2,958	2,958	2,958

(주) 여기서 종속변수는 각각 배당성향(배당율), 설비투자, 기부금지출 및 자기주식취득이다. 설비투자는 자산 총계로, 기부금지출은 영업이익으로 그리고 자기주식은 총자산으로 표준화한 값이다.

연구모형에 포함된 독립변수 중 기업규모(SIZE(lnTotalAsset))는 총자산에 로그를 취한 값이다. 자산수익률(ROA)은 당기순이익을 총자산으로 나눈 값, 대주주지분율(LargeOwnership), 기관투자자지분율(Institution Ownership)은 각각 대주주 및 그와 특수관계에 있는 자들의 주식보유비율과 기관투자자들이 보유하고 있는 주식보유비율이다. 마지막으로 산업별 영향을 통제하기 위하여 한국표준산업분류기준에 의한 두 자리 산업분류기준에 따라 산업더미(IndustryDummies)를 추가하였다.

첫 번째 횡은 종속변수를 의미한다. 연구모형에서 설명한 바와 같이 종속변수는 각각 배당성향(배당율), 설비투자, 기부금지출 및 자기주식취득이다. 본 연구의 목적이 외국인투자자가 배당, 투자, 기부금지출 및 자기주식에 미치는 영향을 분석하는 것이기 때문에 설명변수는 외국인 지분율(FornOwnership)이다. 설명변수인 외국인지분율(FornOwnership) 이외에 종속변수에 미칠 수 있는 영향을 통제하고 있는데 구체적으로 기업규모(SIZE), 자산수익률(ROA), 대주주지분율(LargeOwnership), 기관투자자지분율(InstitutionOwnership)이 그것이다.

모형 1은 외국인지분율이 배당에 미치는 영향을 배당률과 배당성향으로 나누어 분석한 결과를 제시하고 있다. 배당률에 대한 외국인지분율의 계수는 0.253으로 통계적으로도 유의하다. 그러나 배당성향에 대한 외국인지분율의 계수는 통계적으로 유의하지 않다. 이는 외국인지분율이 높을수록 배당률은 높지만 배당성향에는 유의적인 영향이 없다는 것으로 해석할 수 있다. 여기서 주목할 것은 배당성향의 유의적인 증가 없이 배당률이 유의적으로 증가한다는 것이다. 이는 외국인지분이 높은 기업이 잉여금의 유보비율을 낮추어 배당한다기 보다는 외국인투자자는 당기순이익이 높아 배당률이 높아질 것으로 기대되는 기업에 투자한다는 것으로 해석할 수 있다.

모형 2는 종속변수가 설비투자의 경우의 다변량 분석결과를 제시하고 있다. 모형 2에서 외국인지분율(FornOwnership)의 계수가 0.020으로 통계적으로도 유의하다. 이는 외국인지분이 높을수록 설비투자도 많다는 것을 의미한다. 모형 3은 종속변수가 자기주식 취득인 경우의 다변량 분석결과를 제시하고 있다. 모형 3에서 외국인지분율(FornOwnership)의 계수가 0.006으로 10% 수준에서 통계적으로도 유의하다. 이는 외국인지분이 높을수록 기업의 자기주식취득도 많아진다는 것을 의미한다. 마지막으로 모형 4는 종속변수가 기부금인 경우의 다변량 분석결과를 제시하고 있다. 모형 4에서 외국인지분율(FornOwnership)의 계수가 0.048로 통계적으로 유의하지는 않다.

설명변수 이외 통제변수의 경우 기업규모(SIZE)는 배당률과 기부금을 제외하고는 양의 계수를 가지면 통계적으로도 유의하다. 자산수익률(ROA)의 경우 배당률과 자기주식취득에서 양의 계수를 가지며 통계적으로도 유의하다. 이는 당기순이익이 많을수록 배당여력이 높아 배당을 많이 하며 자기주식을 취득할 수 있는 여력이 높아 자기주식을 더 많이 취득한다는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 배당성향의 경우 자산수익률의 계수가 -3.43이며 통계적으로 유의하지는 않다. 이는 기업의 이익률이 높아져도 유보와 외부유출(배당)의 비율은 유의하게 변하지 않는다는 것을 의미한다. 대주주지분율은 자기주식취득을 제외하고는 대체로 외국인지분율과 그 계수의 부호가 일치하며 통계적인 유의성도 유사한 패턴을 보인다.

모형의 적합도를 나타내는 F-값의 경우 기부금이 종속변수인 경우를 제외하고는 대체로 통계적으로 유의하다.

<표 6>는 모형에 포함된 변수들의 상관관계를 제시하고 있다. 관심의 대상인 외국인 지분율과 배당률, 배당성향, 설비투자, 자기주식취득, 기부금과는 양의 상관관계가 있으며 통계적으로도 유의하다. 이는 외국인지분율이 높을수록 배당을 많이 하며 자기주식을 많이 취득한다는 가설의 설명과는 일치하는 결과이다. 반대로 외국인지분율이 높을수록 설비투자와기부금은 적게 한다는 가설의 설명과는 반대되는 결과이다. 그러나 상관관계는 다른 변수들의 영향을 통제하지 못한 단일변량의 결과이기 때문에 추가적으로 여러 요인들을 통제할 필요가 있으며 이를 통제하지 않은 결과는 조심스런 해석이 필요하다. 또한 모형에 포함된 독립변수들간의 상관계수가 전반적으로 높지 않다. 이는 다변량분석에서 다중공선성이 문제되지 않는다는 예견을 할 수 있게 한다.

〈표 6〉 변수간 상관관계 분석

	배당율	배당 성향	설비 투자	자기주 식취득	기부금	SIZE	ROA	Large Ownership	Institution Ownership
배당성향	0.105 (<.001)								
설비투자	0.097 (<.001)	0.009 (0.610)							
자기주식취 득	0.102 (<.001)	0.025 (0.173)	-0.016 (0.379)						
기부금	-0.006 (0.741)	-0.003 (0.858)	0.025 (0.175)	-0.005 (0.778)					
SIZE	0.152 (<.001)	0.062 (0.001)	0.089 (<.001)	0.072 (<.001)	0.003 (0.873)				
ROA	0.196 (<.001)	-0.002 (0.903)	0.026 (0.161)	0.029 (0.111)	-0.003 (0.873)	0.019 (0.299)			
Large Ownership	0.104 (<.001)	-0.050 (0.006)	0.050 (0.007)	-0.034 (0.061)	0.010 (0.596)	0.092 (<.001)	0.158 (<.001)		
Institution Ownership	0.013 (0.494)	0.031 (0.095)	0.050 (0.006)	0.014 (0.453)	0.018 (0.336)	0.336 (<.001)	0.072 (<.001)	-0.137 (<.001)	
Foreign Ownership	0.333 (<.001)	0.049 (0.008)	0.101 (<.001)	0.047 (0.011)	0.004 (0.848)	0.401 (<.001)	0.084 (<.001)	0.009 (0.637)	0.109 (<.001)

(주) 변수의 정의는 <표 5>의 하단을 참조하시오.

요약하면 외국인지분율이 높을수록 배당률, 설비투자 및 자기주식취득의 비율은 높지만 배당성향과 기부금은 통계적으로 유의한 관계를 발견하지 못하였다. 이는 외국인지분율이 높을수록 배당과 자기주식의 취득은 더 많다는 가설의 설명과 일치하지만 외국인지분이 높을수록 설비투자와 기부금은 낮을 것이라는 가설의 설명과는 일치하지 않는 것이다.

3. 민감도 분석

이제까지의 분석은 외국인지분의 크기에 따라 기업에 영향이 다를 수 있다는 것에 가정하여 분석을 실시한 결과이다. 그러나 외국인지분율의 크기 보다는 외국인지분율의 존재 자체가 기업에 영향을 미칠 수도 있다. 따라서 외국인지분율이 각각 0% 이상, 3% 이상, 5% 이상, 10% 이상, 20% 이상, 30% 이상 및 50% 이상일 경우로 세분화하여 더미변수를 사용하여 재분석을 실시하였지만 결과는 연속변수를 사용한 <표 5>의 결과와 질적으로 달라지지 않았다.

4. 추가분석

이제까지 외국인지분율과 기업의 배당, 투자, 기부금지출 및 자기주식취득과 관련이 있는지를 분석하였다. 그러나 특정 시점에 외국인지분이 높아졌다고 하여 그것이 곧바로 기업에 영향을 미치지 않고 시차를 두고 영향을 미칠 가능성이 있다. 따라서 이러한 가능성을 분석하기 위하여 시차를 두고 연구모형을 재분석하였다. 또한 이제까지의 분석은 외국인이 배당률이 높은 기업, 투자를 많이 하는 기업, 자기주식을 많이 취득하는 기업에 투자하여서 인지 아니면 이것이 외국인지분율 때문인지에 대한 명확한 증거를 제시하는 데는 한계가 있다. 따라서 추가적으로 기본모형에 포함되는 변수들에 대한 증가(감소)의 영향을 분석하였다.

이러한 추가분석은 <표 3>의 결과가 외국인이 어떤 특성을 가진 기업에 투자해서 나타나는 현상인지 아니면 외국인이 투자해서 그러한 특성이 나타나는지에 대한 증거를 얻을 수 있다는 점에서 의미를 가진다.

<표 7>에는 시차 1년의 분석결과를 제시하고 있다. 1년의 시차 이외에 2년, 3년에 대하여도 시차분석을 실시하였지만 그 결과는 시차 1년과 질적으로 달라지지 않아 시차 1년의 결과만을 제시하고 있다.

<표 7> 표 3에 대한 시차 1년의 재분석

변수	(1) 배 당		(2) 설비투자	(3) 자기주식 취득	(4) 기부금
	배당율	배당성향			
Intercept	0.300 (0.08)	2.982 (0.14)	2.137 (1.07)	0.064 (0.09)	80.38*** (3.33)
FornOwnership	0.263*** (12.84)	0.128 (1.15)	0.026** (2.54)	0.007* (1.78)	0.100 (0.81)
SIZE(lnTotalAsset)	0.380** (2.11)	1.423 (1.45)	0.110 (1.21)	0.062* (1.81)	-1.63 (-1.50)
ROA	11.876*** (8.37)	7.177 (0.93)	1.66** (2.33)	0.771*** (2.89)	-0.709 (-0.08)
LargeOwnership	0.061*** (5.53)	-0.131** (-2.18)	0.022*** (3.96)	-0.008*** (-4.04)	0.017 (0.25)
InstitutionOwnership	-0.051*** (-2.79)	0.212** (2.11)	0.032*** (3.46)	-0.001 (-0.38)	0.188* (1.68)
IndustryDummies	포함	포함	포함	포함	포함
수정된 R²(%)	15.65	3.56	9.04	4.34	0.29
F-값	20.68***	4.92***	11.55***	5.81***	1.31
표본수	2,958	2,958	2,958	2,958	2,958

(주) 변수의 정의는 <표 5>의 하단을 참조하시오.

<표 7>는 외국인지분율이 1년의 시차를 두고 기업의 배당, 투자, 기부금 지출 및 자기주식취득에 영향을 미치는지를 분석한 결과를 제시하고 있다. 분석결과는 시차를 고려하지 않는 <표 3>의 결과와 대체로 일치한다. 또한 결과를 구체적으로 제시하지는 않지만 시차 2년과 3년에서도 대체로 유사한 결과가 발견되었다. 이는 외국인지분율이 시차를 두고 기업의 배당율, 투자 및 자기주식취득에 영향을 미친다고 해석할 수도 있지만 만약 외국인지분율이 연도별로 큰 변화가 없다면 시차분석은 의미를 부여하기 어렵다는 점에서 조심스런 해석이 필요하다. 예를 들면 당해연도와 시차 1년도의 외국인지분율이 모두 10%라면 시차를 두고 분석을 실시하는 것에 대한 해석이 의미를 잃을 수 있다.

<표 8>은 기본모형에 포함되는 변수들에 대한 증가(감소)의 영향을 분석하였다. 이러한 추가분석은 <표 5>의 결과가 외국인이 어떤 특성을 가진 기업에 투자해서 나타나는 현상인지 아니면 외국인이 투자해서 그러한 특성이 나타나는지에 대한 증거를 얻을 수 있다.

<표 8> 표 3에 대한 변수의 변화에 대한 재분석

변수	(1) Δ배 당		(2) Δ설비투자	(3) Δ자기주식 취득	(4) Δ기부금
	Δ배당율	Δ배당성향			
Intercept	-0.322 (-0.24)	1.076 (0.10)	0.528 (0.64)	0.301 (0.72)	0.528 (0.64)
ΔFornOwnership	1.609*** (2.59)	3.548 (0.73)	-0.492 (-1.30)	0.041 (0.21)	-0.492 (-1.30)
ΔSIZE(lnTotalAsset)	0.009 (0.01)	-2.313 (-0.32)	2.586*** (4.62)	0.212 (0.74)	2.586*** (4.62)
ΔROA	2.567*** (2.68)	-8.636 (-1.16)	-0.067 (-0.11)	-0.069 (-0.23)	-0.067 (-0.11)
ΔLargeOwnership	1.176** (2.15)	3.731 (0.87)	-0.320 (-0.96)	0.235 (1.37)	-0.320 (-0.96)
ΔInstitution Ownership	1.743*** (3.42)	-5.726 (-1.44)	-0.364 (-1.17)	0.038 (0.24)	-0.364 (-1.17)
IndustryDummies	포함	포함	포함	포함	포함
수정된 R²(%)	0.76	-0.63	0.50	-0.63	0.50
F-값	1.81***	0.33	1.54**	0.34	1.54**
표본수	2,958	2,958	2,958	2,958	2,958

(주) 변수의 정의는 <표 5>의 하단을 참조하시오.

<표 8>에서 제시한 바와 같이 기본모형의 증가변수에 대한 분석 중 Δ외국인지분율이 유의한 모형은 배당률에만 국한된다. 즉, 외국인지분율이 증가할수록 배당률도 높아진다는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 기본모형에서 외국인지분율이 유의하였던 설비투자나 자기주식취득의 경우 외국인이 설비투자가 많거나 자기주식취득이 많은 기업에 투자해서 발견되는 현상이지 외국인이 투자한 후

그러한 현상이 관찰된다는 것으로 해석하기에는 미약하다는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 배당률의 경우 외국인지분율이 증가할수록 배당률도 증가한다는 것을 제시함으로써 외국인지분이 배당률에 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

V. 결 론

외국인에 대한 주식취득이 허용된 1991년 이후 꾸준히 외국인의 주식소유비율은 증가하였으며 외국인 투자가 주식시장의 유동성 증대, 선진금융기법의 전파와 기업경영의 투명성에 이바지하는 등 긍정적인 면이 보고되기도 하였지만 단기투자차익에만 급급한 나머지 고배당을 요구하고, 설비투자나 기부금 지출을 꺼려하며 자기주식취득을 강요하는 등의 일부 부작용도 보고되고 있다. 그러나 이러한 우려에도 불구하고 과연 기업경영에 어떤 영향을 미치는 지에 대한 체계적인 연구는 많지 않았다. 본 연구는 1995년부터 2003년까지 한국증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 외국인 투자와 상장기업의 배당, 설비투자, 기부금 지출 및 자기주식취득과의 관계를 조사하였다.

분석결과 다른 영향을 통제한 후 외국인 지분율이 높을수록 배당률이 높다는 것을 발견하였다. 추가분석에서 외국인 지분율이 전년도보다 증가할수록 배당도 전년도보다 증가한다는 것을 발견하였다. 그러나 외국인 지분율과 설비투자, 기부금지출 및 자기주식취득과는 유의한 관계를 찾을 수 없었다. 이는 외국인 투자자들은 고배당을 요구한다는 것으로 해석할 수 있지만 외국인 투자자들이 경영에 참여하여 설비투자와 기부금지출을 꺼려한다거나 자기주식취득을 강요한다는 일부의 우려와는 다른 결과이다. 따라서 본 연구의 결과로서는 외국인 투자자들이 단기적인 투자성과만을 기대한다고 해석할 만한 근거를 찾기 어렵고 일부 알려진 외국인 투기자본의 경우 예외적인 패턴에 불과하다는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 외국인 투자자가 기업경영에 어떤 영향을 미치고 있는지에 대한 실증적 증거를 제시함으로써 정책입안자에게 유용한 정보를 제공할 수 있다는 공헌을 찾을 수 있다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재신청되지 않았음을 확인함”

참고문헌

- 김동순, 전영순. 2004. “외국인투자자 대 국내투자자의 정보우위”. 증권학회지 33 : 1-44.
- 김성민. 2000. “우리나라 상장기업의 차등배당에 관한 경영자 인식”. 재무연구 제13권 제1호 : 63-98.
- 김재철외. 2000. “외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토”. 한국증권연구원.
- 김철중. 1995. “주식대량거래자의 투자행태에 관한 실증적 연구”. 증권학회지 18 : 25-156.
- 대한상공회의소. 2004. “국내기업의 경영권 불안 및 대응실태 조사”. 보도자료.
- 박상수. 2003. “어떤 기업이 배당을 많이 하나”. LG 주간경제 : 18-24.
- 박현수. 2004. “외국인 주식투자가 국내기업의 성장에 미치는 영향”. 삼성경제연구소.
- 송인만 · 박철우. 1998. “주식시장개방과 주가행태 : 회계정보의 역할”. 경영학연구 27 : 63-92.
- 설원식 · 김수정 · 장호운. 2004. “자사주 매입이 기업의 배당 및 장기성장에 미치는 영향”. 산업경제연구 제17권 제4호 : 1291-1315.
- 연강흠. 1994. “증시개방후의 투자주체별 투자행태에 관한 연구”. 증권학회지 16 : 151-189.
- 허진호 · 홍 철. 1998. “외국인 주식투자 동향과 정책적 시사점”. 조사통계월보 : 22-40.
- Choe, H., Kho, B. C., and Stulz, R. M., Do foreign investors destabilize stock market? The Korean experience in 1997. 1986. *Journal of Financial Economics* 54 : 227-264.
- Froot, K. A., P. G.J. O'Connell and M. S. Seasholes, The Portfolio Flows of International Investors. 1998. *NBER Working Paper* No. 6687.
- Kang, Jun-Koo and Rene M. Stulz. Why Is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan. 1997. *Journal of Financial Economics* 46, : 3-28.
- Grinblatt, M. and M. Keloharju. The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types : A Study of Finland's Unique Data Set. 2000. *Journal of Financial Economics* 55 :43-67.
- Nofsinger, J. R. and R. W. Sias. Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors. *Journal of Finance* 54(1999) : 2263-2295.
- Sias, R. W., Institutional Herding. 2002. Working Paper, Washington State University.

The Effects of Foreign Investors on Domestic Firms

— An Analysis of Dividends, Investments, Donations and the
Acquisition of Treasury Stocks —

Manwoo Lee* · Joon-Hwa Rho**

—〈Abstract〉—

This paper empirically looks into the effects of the foreign Investor on domestic firms. In particular, we examine the dividends, investments, donations and acquisition of treasury stocks of domestic firms which invested from the foreign investors.

The major findings are follows. The relationship between foreign ownership and firms' dividend was positive. But we could not find any relations between foreign ownership and investments, donations and acquisition of treasury stocks. This findings mean that the foreign investors are not interested in only short term performance.

<Key words> foreign Investor, shortterm investment, dividend, foreign ownership

* Professor, Business School of Korea University

** Associate Professor, Chungnam National University