

세무와회계저널
제12권 제3호 2011년 9월 pp.345~374
한국세무학회

코스닥기업의 외국인투자와 배당에 대한 연구*

정원섭** · 최문수*** · 김병욱****

<요 약>

본 논문에서는 선행연구에서 외국인투자와 배당수준 간의 인과관계의 방향을 통제하지 않았다는 점을 고려하여 외국인투자가 배당을 이미 지급하고 있는 기업을 선호하여 발생하였을 가능성을 가진 표본을 전체표본에서 구분하고 이들을 개별적으로 분석함으로써 외국인투자와 기업의 배당수준 간의 인과관계를 보다 정확하게 통제하고자 하였다. 실증분석 결과에 의하면 외국인투자 지분과 배당수준과의 관계는 종속변수로 사용되는 배당수준의 정의에 따라 달라지게 나타났다. 먼저 전체 표본을 사용하는 경우, 기존문헌과 유사하게 배당성향과 시가배당수익률은 외국인투자와 유의한 관계를 보이지 않았으나 총자산배당수익률은 외국인투자와 유의한 정의 관계에 있는 것으로 나타났다. 외국인투자가 있기 전에 배당을 지급하였던 표본기업에 대해서는 배당성향과 시가배당수익률이 외국인투자와 유의하지 않은 관계를 보임으로써 외국인투자가 배당을 지급하는 기업을 선호하여 이루어진 경우에는 외국인투자자들이 기업의 배당정책 결정에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 그러나 이러한 배당지급 기업에 대한 선호현상을 통제하였을 때, 외국인 투자가 배당성향과 시가배당수익률에 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 나타나 외국인지분이 증가할수록 전체이익 중 배당액이 차지하는 비중이 증가하고 시가총액대비 현금배당이 증가함으로써 외국인투자자가 기업의 배당수준 결정에 유의한 영향을 미친다는 주장이 지지되는 것으로 나타났다. 기존의 문헌에서는 유의하게 나타나지 않았던 배당성향과 시가배당수익률이 외국인의 배당지급 기업에 대한 선호현상을 통제하였을 때 유의하게 나타난 결과는 상당히 의미가 있다고 할 수 있다.

<주제어> 외국인투자, 배당정책, 배당지급, 패널분석모형

* 본 연구는 숭실대학교의 연구지원을 받았음.

** 숭실대학교 대학원, 4688@hanmail.net, 011-254-8412, 주저자

*** 숭실대학교 경영대학 교수, mschoi@ssu.ac.kr, 010-9255-7873, 교신저자

**** 숭실대학교 대학원, kbo1536@hanmail.net, 010-3733-8999

I. 서 론

외환위기 이후 국내 주식시장에서의 외국인 투자에 대한 제한이 1998년 5월부터 전면적으로 폐지되면서 국내 주식시장에서 외국인이 차지하는 비중은 급격하게 증가하였다.¹⁾ 국내기업에서 외국인의 주식소유비중이 증가함에 따라 국내기업의 배당결정에 있어 외국인 주주의 영향력 확대에 대한 우려가 일각에서 제기되어 왔다. 즉, 외국인 주주가 배당을 통한 투자자금 회수를 위하여 기업으로 하여금 적정 수준 이상의 고배당을 실시하도록 영향력을 행사할 수 있으며 이는 현금의 과도한 유출을 가져와 기업의 투자 위축으로 연결되어 결과적으로 기업의 장기성장 잠재력을 떨어뜨릴 수 있다는 것이다.

이와 같은 논란이 제기되자, 국내 학계에서는 외국인 투자가 국내기업의 배당에 어떠한 영향을 미치는 지에 대하여 상당한 연구가 이루어져 왔다. 그러나 선행연구의 실증분석 결과는 외국인 지분과 배당의 관계에 대해 일치된 결론을 내리지 못하고 있다. 즉, 국내 선행연구들은 외국인 투자의 증가는 배당의 증가를 가져온다는 결과와 둘 사이에 유의한 관계가 존재하지 않다는 상반된 결과를 제시하고 있다.

외국인 투자가 배당에 유의한 영향을 미친다는 결과를 제시한 연구로 박현수(2004), 설원식과 김수정(2006), 주재근과 강길환(2007), 이병기(2006), 이만우와 노준화(2006), 배재수와 황문우(2006), 고윤성과 강동관(2006), 김아리와 조명현(2008), 김영환, 정성창과 전선애(2009) 등의 연구가 있으며 둘의 관계가 유의하지 않다는 결과를 제시한 연구로 박경서와 이은정(2006), 박상용, 빈기범과 조성훈(2005), 이병윤(2005), 신호영과 정안수(2007), 김재철, 빈기범, 신보성, 오승현과 조성훈(2004) 등이 있다.

이처럼 선행연구들이 서로 다른 결과를 제시하는 데에는 기존의 연구들이 지적인 바와 같이 실증분석의 방법에 한계점들이 존재하기 때문이다. 첫 번째 한계점은 배당을 측정하는 변수로 배당성향, 총자산배당수익률, 시가배당수익률 등 상이한 변수들이 사용되었으며, 변수에 따라 분석 결과가 달라질 수 있다는 점이다. 이러한 한계점을 완화하기 위하여 일수 선행연구들은 세 가지 변수를 모두 사용하여 비교분석하는 방법을 취하고 있다.

두 번째 한계점으로 분석 방법론 측면에서 회귀분석을 사용하여 개별기업의 특성을 반영하지 못하였다는 것이다. 즉, 초기 연구는 주로 단순 회귀분석 방법을 통하여 실증분석을 시도하였다(박현수 2004 ; 배재수와 황문우 2006 ; 이만우와 노준화 2006). 단순 회귀분석 방법의 단점은 관찰되지 않은 기업고유효과를 통제하지 못한다는 것이며 기업고유효과가 존재한다면 회귀계수의 추정치에 편의가 존재할 가능성이 크게 된다. 이러한 방법론적 한계점은 이후의 연구들이 패널

1) 1998년 말 약 19.6%에 달했던 외국인 주식보유 비율은 매년 증가하여 2004년 말 한때 40%를 초과하였으며, 2007년 말 현재 32.39%를 기록하였다. 특히 우리나라를 대표하는 다수의 대형 우량기업의 경우 외국인의 주식소유비중은 50%를 상회하고 있다.

분석방법을 사용함으로써 완화되었다(이병윤 2005 ; 박상용, 빈기범과 조성훈 2005 ; 박경서와 이은정 2006 ; 김영환, 정성창과 전선애 2009).

세 번째 한계점은 대부분의 연구에서 외국인 지분이 배당에 미친다는 점만을 고려하여 분석하고 있으며, 오히려 배당을 지급하는 기업에 외국인이 투자할 가능성을 간과하고 있다는 점이다. 즉, 외국인지분과 배당수준 간에 정의 상관관계가 존재할 경우, 이것은 외국인 투자자의 영향력으로 배당이 증가하여 나타나는 결과일수도 있지만 높은 배당을 지급하는 기업에 대한 외국인 투자자의 선호로 인하여 나타난 결과일수도 있기 때문이다. 이러한 인과관계의 방향성문제는 외국인투자자와 배당과의 관계에 대한 기존문헌의 가설검정결과에 대하여 신뢰도를 저하시킬 수 있다.²⁾ 외국인투자와 배당과의 방향성 문제를 완화하기 위하여 일부문헌에서는 패널벡터자기회귀모형을 설정하여, 외국인 지분과 배당과의 그랜저 인과(Granger cause)를 검정하였다(김영환, 정성창과 전선애 2009). 그러나 그랜저 인과관계의 검정도 표본기간이 한정되어 있기 때문에 표본기간 이전에 발생하였던 인과관계를 알 수 없으므로 표본기간에 파악된 인과관계가 표본기간 이전부터 이어서 나타난 인과관계인지 또는 표본기간에만 나타난 인과관계인지를 파악할 수 없다는 데에 문제점이 존재한다. 예를 들어 표본기간이 2000년부터 시작한다면 2000년 이전에 이루어진 배당금 지급과 외국인 투자는 표본에서 제외되므로 표본에 대한 분석결과로 나타난 관계가 2000년 이전에 발생한 관계의 연장인지 또는 표본기간 중에 새롭게 발생한 관계로 나타났는지를 파악할 수 없다는 데 문제가 있다. 이와 같은 문제점을 완화하기 위해서는 외국인의 투자지분비중과 배당수준 간의 인과관계의 방향을 사전적으로 판단하여 통제하는 것이 필요하다고 기존의 연구들은 주장하고 있다(김재철, 빈기범, 신보성, 오승현과 조성훈 2004 ; 박상용, 빈기범과 조성훈 2005 ; 김영환, 정성창과 전선애 2009). 그러나 아직까지 외국인투자와 배당지급 간의 인과관계 문제를 통제하면서 두 변수간의 관계가 어떻게 나타나는지를 시도한 연구는 존재하지 않고 있다.

본 논문에서는 위에 제시된 기존연구의 문제점들을 최대한 보완하여 외국인의 주식소유 비중과 배당수준간의 관계를 실증적으로 분석하고자 한다. 특히 외국인투자와 배당간의 인과관계를 사전적으로 확인하고 이를 통제함으로써 외국인투자와 배당간의 관계를 보다 명확하게 파악하고자 한다. 이를 위해서 본 논문에서는 기업의 신규공개(상장) 이전부터 외국인투자가 발생한 시점이 언제인지를 식별하고, 그 시점을 기준으로 배당이 언제 지급되었는지를 파악하여 표본을 구분함으로써 외국인투자와 배당수준간의 인과관계의 방향성 문제를 극복하고자 한다.

본 연구는 모두 5장으로 구성되어 있다. 제 I 장에서는 연구의 배경과 목적을 서술하였으며 제 II 장에서는 외국인투자와 배당에 대한 기존의 문헌을 고찰하고 제 III 장에서는 가설과 본 논문의 분석에 사용된 계량 모형 및 자료에 관련된 실증분석 방법론에 관하여 논의하고, 제 IV 장에서는 표본에 대한 패널분석결과를 각각 제시하고 마지막으로 본 논문의 결론을 제시하였다.

2) 이러한 인과관계의 문제는 모형의 추정에 있어 내생성문제를 가져온다.

II. 문헌 고찰

외국인투자자가 투자한 국내 기업의 배당정책에 대하여 어떤 영향을 미치는가에 대한 연구는 거의 국내 학자들에 의해 이루어져 왔다. 해외 문헌의 경우, 외국인투자자가 해당 기업의 배당정책을 포함한 경영정책 전반에 걸쳐 어떤 영향을 미쳤는가에 대하여 연구가 이루어져 왔다. Pound(1988)는 외국인 투자자의 지분이 증가할수록 경영자를 감시할 유인이 증가되어 투자자와 기업 가치는 양(+)의 관계를 갖는다고 주장하였다. 그는 외국인 투자자의 백지위임 채택가능성과 기업소유구조를 분석하였는데, 많은 지분을 가진 외국인 투자자는 개인 투자자들에 비해 정보 분석력이 뛰어나고 정보 획득의 우위를 가지며 경영자 감시비용 측면에서도 더 우월한 입장에 있기 때문에 무임승차문제에 있어 비교 우위에 있다고 주장하였다.

McConnell과 Servaes(1990)는 미국의 상장기업 1,093개를 대상으로 소유구조를 내부소유자, 외부대주주, 기관투자자 등으로 세분하여 소유구조와 기업가치 간의 관계를 분석하였다. 그들은 Pound(1988)의 적극적 감시가설이 일관되게 지지하고 있음을 보고하였다.

Brickley, Lease와 Smith(1988)는 은행이나 보험회사처럼 기업과 미래에 거래관계가 형성될 가능성이 있는 경우, 이들 외국인 투자자는 기업 관련 주요 사안에 대하여 해당 기업의 경영진으로부터 압력을 받기 쉽고 따라서 보유주식 의결권을 경영진이 원하는 방향으로 행사한다는 전략적 제휴가설을 주장하였다. 또한 이러한 경우, 기업가치는 감소한다는 주장을 제기하였다.

Rozeff(1982)는 대리인 비용이 높은 기업일수록 감시의 필요성이 더 높기 때문에 주주는 높은 배당금을 유지하여 감시를 강화하려고 하지만, 그러나 경영자의 지분이 증가할수록 경영자와 주주의 이해는 더욱 더 일치되며 따라서 배당금으로 인해 감시기능을 수행하여야 할 필요성이 적어지게 된다고 하였다.

국내의 경우, 박현수(2004)는 1998년부터 2003년까지의 기간에 150개의 비금융기업을 대상으로 외국인의 지분율과 배당수준간의 관계를 분석하였다. 그들의 실증분석결과에 의하면 외국인의 지분율이 증가함에 따라 배당성향, 주당배당금, 배당총액은 증가하는 것으로 나타났으며 고정자산증가율과 유형자산증가율은 감소하는 것으로 나타났다. 따라서 외국인투자자의 지분증가는 배당압력과 투자감소로 나타난다고 주장하였다.

설원식과 김수정(2006)은 2001년과 2003년의 표본기간 중에 3년 연속 5% 이상의 외국인지분율을 가진 110개의 제조기업을 대상으로 배당수준과의 관계를 실증 분석하였다. 분석결과에 의하면 5%이상 소유한 외국인투자자의 지분율이 높을수록 배당증가에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 외국인투자자의 배당에 대한 영향력이 유의하다고 주장하였다.

주재근과 강길환(2007)은 2001년부터 2005년까지의 기간 중에 외국인지분율이 계속적으로 5% 이상인 506개 비 금융기업을 대상으로 외국인지분율과 기업의 배당변수별 관련성을 분석하였다. 분석에 의하면 총자산배당수익률이 다른 종속변수보다 유의하게 관련성이 높은 변수로 나

타났으며 이는 외국인투자자들의 배당에 대한 영향력이 유의하다는 것을 보여주는 것이라고 주장하였다.

이병기(2006)는 1990년부터 2005년까지 비 금융기업 390개를 대상으로 외국인투자자의 역할을 실증 분석하였다. 분석 결과, 외국인지분의 증가는 배당의 증가를 가져오지만 R&D투자의 감소를 가져오지는 않으며, 외국인지분의 증가는 총자산배당수익률을 유의하게 증가시키는 것으로 나타났다. 그들은 외환위기 이후 외국인투자자들에 의한 지분증가가 실질적으로 기업의 배당 증가요인으로 나타나고 있다고 주장하였다.

이만우와 노준화(2006)는 1995년부터 2003년까지 제조기업들을 대상으로 분석한 결과, 외국인 지분율이 증가할수록 총자산배당수익률이 높게 나타나며 외국인 지분율이 전년도보다 증가할수록 배당도 전년도보다 증가한다고 주장하였다.

배재수와 황문우(2006)는 외환위기 이전과 이후로 구분하여 비 금융기업들을 대상으로 외국인지분율과 표본기업의 배당 및 투자에 미친 영향을 실증분석하였다. 그들에 의하면 외환위기 이전에는 외국인지분율이 기업의 배당 및 투자에 모두 유의한 영향을 미치지 못하였으나, 외환위기 이후의 경우에는 투자를 제외하고 배당에는 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 결과를 보고하였다.

고윤성과 강동관(2006)은 2000년부터 2004년까지 비 금융기업 2,518개를 대상으로 분석하였다. 그들의 분석결과에 의하면 외국인지분율은 연간배당성향 뿐만 아니라 중간배당성향과도 유의하게 정(+)의 관계에 있는 것으로 나타났다. 따라서 외국인의 지분증가는 배당을 증가시킨다고 주장하였다.

김아리와 조명현(2008)은 1999년부터 2003년까지 비 금융기업을 분석결과, 배당수준과 외국인 지분간의 관계는 1%유의수준에서 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났으며, 외국인투자자의 지분율이 높을수록 배당이 증가하고 투자는 감소하는 것으로 분석하였다.

위에 소개된 논문들은 주로 외국인지분율과 배당과는 유의한 관계에 있다고 보고한 연구들이다. 이와는 상반되게 외국인지분율과 배당간의 관계가 유의하지 않다고 보고한 연구들은 아래와 같다.

박경서와 이은정(2006)은 외환위기 이전과 이후로 구분하고 제조업에 종사하는 기업을 대상으로 분석하였다. 그들의 분석결과에 의하면 외국인지분율이 높을수록 배당성향이 높은 것으로 나타나나 외국인지분율더미변수와 수익성변수 간 교차변수의 경우 계수값이 유의하게 음의 값을 나타내고 있어 수익성이 좋은 기업의 경우 오히려 배당을 줄이는 효과도 갖고 있는 것으로 나타나고 있음을 보고하고 있다. 외국인지분율과 배당간의 내생성문제를 통제하기 위해 연립방정식 모형을 사용할 경우 외국인지분율이 높을수록 배당성향이 높은 인과관계는 유의성 없는 것으로 나타나고 있음을 보고하고 있다.

박상용, 빈기범과 조성훈(2005)은 1999년부터 2003년까지 상장기업 중에서 비 금융기업을 대상

으로 실증분석하였다. 회귀분석결과, Tobin's Q와 배당성향 간에는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계로 나타나 배당은 잉여현금의 대리인비용을 줄임으로써 기업가치를 증가시키는 방향으로 이루어지고 있으나 외국인 주식소유비중과 기업의 배당성향은 유의한 관계가 없음을 보고하였다.

이병운(2005)은 1998년부터 2004년까지 금융업을 제외한 모든 기업을 분석하였다. 분석에 의하면 외국인지분율은 배당성향에 유의하게 영향을 미치지 못하는 것으로 나타나고 있음을 보고하였다.

신호영과 정안수(2007)는 1994년부터 2003년까지의 제조기업을 대상으로 분석하였다. 그 결과, 외국인 지분율은 1994년부터 1997년까지의 기간에서만 시가배당수익률과 유의한 정(+)의 관계를 가지고 있는 것으로 나타났으나 규모가 큰 기업과 작은 기업을 분리한 분석에서는 큰 기업이 1998년 이후 외국인투자자 지분율과 배당성향과 유의한 정(+)의관계가 있음을 보고하였다.

김재철, 빈기범, 신보성, 오승현과 조성훈(2004)은 2001년부터 2003년까지 비 금융기업을 분석한 결과, 외국인의 지분율 증가와 배당성향 간에는 유의한 관계가 관측되지 않고 있음을 보고하였다. 따라서 상장기업들의 배당성향과 외국인지분율과는 상관관계가 없고, 외국인투자자들은 한국자본시장의 가장 대표적인 대형 우량기업에 집중적으로 투자하여 배당금을 회수하고 있으며, 이는 정상적인 투자활동으로 보아야 한다고 주장하였다.

김영환, 정성창과 전선애(2009)는 외국인주주의 투자가 기업의 배당에 미치는 영향에 대한 좀더 구체적이고 명확한 검정을 위해서는 정확한 연구모형의 사용뿐 아니라 가장 중요한 독립변수인 외국인 지분의 성격을 보다 명확히 할 필요가 있다고 주장하고 1998년부터 2007년까지의 비 금융기업 218개를 대상으로 실증분석을 시도하였다. 회귀분석의 단점을 보완하는 패널분석 방법을 적용하여 나타난 결과에 의하면 배당성향을 종속변수로 한 경우는 모든 모형에서 외국인지분에 대한 계수가 부(-)로 나타났으며, 총자산배당수익률을 종속변수로 한 경우는 모든 분석모형에서 일관되게 외국인지분이 총자산배당수익률에 정(+)의 관계를 갖고 있으나, 시가배당수익률을 종속변수로 한 경우는 오히려 외국인지분은 통계적으로 유의하지는 않았지만 시가배당수익률에 부(-)의 영향을 미쳤다.

강신애와 민상기(2009)는 2001년에서 2008년까지 거래소에 상장된 12월 결산 비 금융기업을 대상으로 외국인투자자를 외국인 투자자 총합과 5% 이상 지분을 취득한 외국인 투자자, 경영참가 목적을 가진 외국인 투자자로 분류하여 기업의 배당과 투자에 미치는 영향력을 살펴보았다. 그들은 경영참가 목적의 외국인 투자자 지분이 증가한 경우, 배당이 늘어났지만 성장기회가 있는 경우 배당에 변화가 없었고 투자에도 변화가 없었음을 보고하였다. 둘째, 기업의 지분구조와 배당, 투자의 관계는 내생성 문제가 존재하는데 내생성 문제를 고려한 방법론을 사용한 결과 외국인 투자자와 배당, 투자의 관계는 내생성 문제가 크지 않음을 발견하였음을 보고하였다.

기존의 연구결과에 의하면 배당수준을 나타내는 변수로 어떤 변수를 사용하느냐에 따라 결과가 다르게 나타나고 있다. 가장 많이 사용된 배당수준 변수는 배당성향이라 할 수 있는 데 대부

본의 연구들이 배당성향과 외국인투자 변수간의 관계가 유의하지 않음을 보고하고 있다(설원식과 김수정 2006 ; 박경서와 이은정 2006 ; 박상용, 빈기범과 조성훈 2005 ; 김영환, 정성창과 전선애 2009 ; 이만우와 노준화 2006 ; 이병운 2005). 이에 반하여 총자산배당수익률의 경우에는 외국인투자과 배당률과 유의한 관계에 있음을 보고하고 있다(이만우와 노준화 2006 ; 설원식과 김수정 2006 ; 김영환, 정성창과 전선애 2009 ; 주재근과 강길환 2007 ; 이병기 2006). 한편, 시가 기준으로 투자자가 주식을 매수한 뒤 얻게 되는 수익률을 의미하는 시가배당수익률의 경우에는 기존의 연구들이 다소 혼재된 결과를 보고하고 있다. 설원식과 김수정(2006)과 신호영과 정안수(2007)는 외국인투자자들의 지분율이 배당수익률과 유의한 정의 관계에 있음을 보고하고 있으나, 김영환, 정성창과 전선애(2009)는 유의하지 않을 뿐만 아니라 오히려 부의 관계를 보인다는 결과를 보고하고 있다. 요약하면, 배당성향의 경우에 거의 모든 선행연구들이 외국인 투자와의 관계가 없는 것으로 보고하고 있으나 배당률의 경우에 거의 모든 기존의 연구가 외국인투자과 배당률과의 유의한 정의 관계를 보고하고 있으며 배당수익률의 경우에는 그 관계가 정확하지 않다는 것을 보고하고 있다. 따라서 외국인주주가 기업의 배당 및 투자에 미치는 영향에 대하여 구체적이고 명확한 검정을 위해서는 정확한 연구모형의 사용뿐 아니라 배당수준을 나타내는 변수들을 다양하게 사용하여 나타나는 결과를 비교분석하는 것도 필요할 것이다.

정원섭(2010)은 배당지급과 외국인 지분율 간의 인과관계의 방향을 고려하여 외국인투자가 배당을 이미 지급하고 있는 기업을 선호하여 발생하였을 가능성을 가진 표본을 전체표본에서 구분하고 이들을 개별적으로 분석함으로써 외국인투자과 기업의 배당수준 간의 인과관계를 보다 정확하게 통제하고자 하였다. 그는 외국인투자 지분과 배당수준과의 관계는 종속변수로 사용되는 배당수준의 정의에 따라 달라지게 나타났을 뿐만 아니라 외국인투자과 기업의 배당지급간의 인과관계의 방향에 의해서도 결과가 다르게 나타남을 보고하였다.

III. 모형 및 가설의 설정

본 논문에서는 외국인 지분율이 기업의 배당에 미치는 영향을 분석하기 위하여 패널분석방법을 적용하여 실증분석을 시도하고자 한다. 패널분석은 시계열적 특성과 횡단면적 특성을 동시에 고려하여 분석하고, 관측되지 않은 개별기업의 특성을 효과적으로 반영할 수 있다는 장점이 있다(김영환, 정성창과 전선애 2009).³⁾ 따라서 본 연구에서도 다음의 식(1)과 같은 패널모형을 사용하고자 한다.

3) 패널모형은 또한 다중공선성(multicollinearity)의 문제를 완화시킬 수 있으며, 누락변수 편의(omitted variable bias)를 완화할 수 있다고 알려져 있으며 개별효과와 설명변수간의 상관관계로 발생하는 내생성 문제를 명시적으로 다룰 수 있다는 이점을 가질 수 있다.

$$D_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 FS_{i,t} + \beta_3 FCASH_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 CP_{i,t} + \beta_7 OWN_{i,t} + \beta_8 IC_{i,t} + \beta_9 SZ_{i,t} + \beta_{10} LOSS_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

- $D_{i,t}$: 배당을 나타내는 종속변수(배당성향, 배당률, 배당수익률)
 $D_{i,t-1}$: 직전년도의 배당을 나타내는 변수
 $FS_{i,t}$: 외국인지분을 나타내는 변수
 $FCASH_{i,t}$: 자유현금흐름을 나타내는 변수
 $MB_{i,t}$: 성장기회를 나타내는 변수
 $ROE_{i,t}$: 자기자본수익률(ROE)을 나타내는 변수
 $CP_{i,t}$: 자본지출을 나타내는 변수
 $OWN_{i,t}$: 지배주주의 지분율을 나타내는 변수
 $IC_{i,t}$: 이자보상배율을 나타내는 변수
 $SZ_{i,t}$: 기업규모를 나타내는 변수
 $LOSS_{i,t}$: 당기결손을 나타내는 더미변수

식 (1)의 추정방법은 오차항 u_{it} 에 대한 가정에 따라 달라진다. 통상적으로 많이 사용되는 모형인 일요인오차분해모형 $u_{it} = \mu_i + \epsilon_{it}$ 에서 μ_i 가 설명변수와 상관관계가 존재하는 경우, 식(1)을 고정효과모형(fixed-effects model)이라고 부르며 μ_i 가 설명변수와 상관관계가 없는 경우 식(1)을 확률효과모형(random-effects model)이라고 부른다. 두 가지의 모형 중 어느 모형을 사용하는 것이 나은지에 대한 판단 근거를 제공할 수 있는 검정이 Hausman 검정이며, 본 논문에서는 Hausman검정의 결과에 따라 두 모형 중 보다 적절한 모형을 선택적으로 사용한다.

또한 본 논문에서는 외국인투자와 배당수준 간의 인과관계의 방향성을 기존의 연구처럼 모형 내에서 추정을 통해 검정하지 않고 표본의 수집과정에서 외국인투자와 배당과의 관계를 파악하여 두 변수의 관계를 사전적으로 통제하고자 한다. 예를 들어 강신애와 민상기(2009)의 연구목적은 본 논문의 연구목적과 유사하나 이들의 연구는 지분구조와 배당, 투자의 관계에 있어 내생성 문제를 Hausman and Taylor instrument Variable Analysis라는 방법론적으로 접근한데 비해 본 논문은 표본의 추출에 있어 배당과 외국인투자 간의 선행관계를 고려하였다. 이미 앞에서 언급한 바와 같이 두 변수의 관계를 모형 내에서 추정을 통해 검정하고자 할 경우, 표본에 포함되지 않은 기간에 발생하였던 외국인투자와 배당간의 관계가 추정과정에 누락되므로 모형 내에서 인과관계 추정결과에 대한 신뢰도는 감소하게 된다. 따라서 외국인투자가 배당에 영향을 미쳤는지 또는 배당이 외국인투자에 영향을 미쳤는지를 정확하게 검정하기 위해서는 외국인투자와 배당과의 관계를 사전적으로 파악하는 것이 필요하다. 본 논문에서는 이를 위하여 기업의 신규공개 이전 시점부터 외국인투자의 여부와 배당지급 여부를 확인하고 어떤 행위가 먼저 발생하였는지를 확인하는 과정을 통해 표본을 구분함으로써 기존문헌들이 지적하였던 외국인투자와 배당수준 간에 발생할 수 있는 인과관계의 방향성 문제를 극복하고자 한다.

본 논문에서는 배당을 나타내는 변수로 배당성향, 총자산배당수익률, 시가배당수익률을 사용

하고자 한다. 배당정책과 외국인투자와의 관계를 연구한 기존의 문헌에 의하면 배당에 대한 종속변수로 무엇으로 정의하느냐에 따라 상이한 결과를 제시하고 있다. 기존의 문헌에 의하면 배당정책과 관련된 변수로 현금배당금을 당기순이익으로 나눈 배당성향, 현금배당금을 총자산으로 나눈 총자산배당수익률, 현금배당금을 시가총액으로 나눈 시가배당수익률을 사용하고 있으며 이 중에서 가장 많이 사용되는 것은 배당성향이었다. 어떤 변수가 기업의 배당정책을 가장 적절하게 나타내는가에 대해서는 논란이 있어왔다. 기업이 배당을 지급할 때 대체적으로 획득한 이익에 근거하여 배당수준을 결정한다는 점과 기업에 대한 주식투자는 시가로 이루어짐을 감안할 때 배당성향과 시가배당수익률이 기업의 배당정책을 적절하게 나타내는 변수라고 볼 수 있다. 김영환, 정성창과 전선애(2009)도 외국인들이 과도한 배당을 요구한다는 주장이 기업이 획득한 이익에서 상대적으로 더 많은 배당을 가져간다고 해석하거나 시가를 기준으로 하는 실질수익률을 높이하고자 한다는 측면에서 배당성향과 시가배당수익률이 기업의 배당수준을 더 적절히 나타낸다고 주장하였다. 그러나 본 논문에서는 세 변수를 모두 사용함으로써 기존문헌에 제시된 결과와 비교하고자 한다.

외국인주주의 지분율을 나타내는 변수($FS_{i,t}$)는 연도 말 외국인지분율을 사용하였다. 여기서 외국인지분은 모든 외국인주주의 지분을 합친 것이다. 본 연구의 초점은 외국인지분과 배당간의 관계에 맞추어져 있다. 따라서 배당에 영향을 주는 다른 요인들을 통제할 필요가 있다. 통제변수로는 기존의 연구문헌에서 이미 사용된 변수들을 고려하여 선정하였으며 자유현금흐름, 자본조달비용(기업규모 및 이자보상배율), 수익성, 성장기회, 자본지출 등이 포함되었다. 식(1)의 추정 결과로 나타날 배당과 외국인투자 및 기타 통제변수간의 관계를 기존문헌에 근거하여 다음의 <표 1>에 제시하였다.

<표 1>에 제시된 통제변수들과 종속변수인 배당과의 관계에 대한 가설은 다음과 같다. 먼저 자유현금흐름(FCASH)에 대한 가설로 자유현금흐름은 배당과 정(+)의 관계를 보일 것으로 예측한다. 기업이 흑자경영을 하더라도 현금이 부족하면 배당을 지급할 여력이 되지 못하므로 현금흐름과 배당지급은 정(+)의 관계에 있게 된다. 특히 자유현금흐름은 소위 경영자가 자신의 의지대로 처분할 수 있는 현금흐름이며 경영자는 이를 자신의 이익을 위해 사용할 동기가 존재한다. 이러한 대리인 문제를 완화시키는 방법 중에 하나가 자유현금흐름을 주주를 위해 배당으로 지급하는 것이다. 따라서 자유현금흐름이 많은 기업일수록 대리인 문제를 감소시키기 위하여 배당을 증가시킬 것으로 기대할 수 있으며 이는 자유현금흐름과 배당이 정(+)의 관계로 나타나게 한다.

기업의 순이익은 사업의 최종적인 결과로 확보된 산출물이므로 향후 투자를 위하여 유보되거나 주주들에게 배분된다. 당기 순이익이 클수록 현금 배당을 위한 여유가 클 것으로 기대할 수 있다. 따라서 기업의 수익성이 높을수록 배당 가능한 이익이 커지기 때문에 기업의 수익성과 배당은 정(+)의 관계를 가질 것으로 예상할 수 있다. 본 논문에서는 수익성을 측정하는 변수로 자기자본수익률(ROE)을 사용한다.

〈표 1〉 변수의 정의 및 가설에 따른 기대방향

구 분	변 수 명		정 의	기대부호(가설)
종속변수	배 당 성 향		현금배당/당기순이익	+
	배 당 률		현금배당/총자산	
	배당수익률		현금배당/시가총액	
설정변수	외국인 지분(FS)		외국인보유주식수/(보통주수+우선주수)	(+)
통제변수	자유현금흐름(FCASH)		자유현금흐름/총자산	(+)
	수 익 성(ROE)		ROE(당기순이익/자기자본)	(+)
	성장기회(MB)		시가총액/자기자본	(+/-)
	자본지출(CP)		고정자산변동액/총자산	(+/-)
	외부자금	기업규모(SZ)	ln(총자산)	(+)
	조달비용	이자보상배율(IC)	영업이익/금융비용	(+)
	지배주주지분율(OWN)		지배주주지분율	(+/-)
	전년도 배당(D _{t-1})		전년도 배당성향, 배당률, 배당수익률	(+)
	당기결손 더미(LOSS)		당기순손실인 경우 1	(-)

성장가능성이 높아 투자기회를 많이 보유한 기업일수록 새로운 투자를 위하여 더욱 많은 자금을 필요로 할 것이다. 잔여배당가설에 의하면 성장기회를 위해 기업은 현금자산을 축적할 것이므로 성장기회와 배당과는 부(-)관계를 가질 것으로 예상할 수 있다. 반면에 배당신호가설에 의하면 성장기회가 높은 기업일수록 이러한 성장기회를 외부에 신호하기 위하여 배당을 증가할 수 있다. 이 경우 성장기회는 배당수준과 정(+)의 관계에 있을 수 있다. 성장(투자)기회를 나타내는 대용변수로 자기자본의 시장가치 대 장부가치를 나타내는 시장가치/자기자본(MB)을 사용하였다.

기업의 자본지출(CP)과 배당간의 관계는 배당정책과 관련된 이론에 따라 다르게 나타날 수 있다. 잔여배당가설에 의하면 기업은 자본투자를 위해 외부자금을 조달하기 보다는 내부자금을 우선적으로 사용하고 남은 자금으로 배당을 지급하는 것으로 되어 있다. 따라서 기업의 자본지출은 현금배당의 여유를 감소시키는 결과를 가져올 수 있어 자본지출과 배당수준과는 부(-)의 관계를 가질 것으로 예상할 수 있다. 반면에 배당신호가설에 의하면 자본지출이 존재하더라도 기업의 미래 성장을 외부에 신호하기 위하여 배당을 증가할 수 있다. 이러한 경우에는 자본지출과 배당은 정(+)의 관계에 있을 수 있다. 본 논문에서는 자본지출을 나타내는 변수로 고정자산의 변화를 총자산으로 나눈 비율을 사용하였다.

기업이 내부에서 창출된 현금이 부족할 경우, 외부에서 자금을 조달하게 되는 데, 조달비용이 낮을수록 외부자금조달은 용이하게 이루어질 수 있다. 외부자금의 낮은 조달비용과 용이한 조달

가능성은 배당증가의 가능성을 높여줄 수 있는 데, 이는 잔여배당가설과 일관된 것이다. 따라서 외부 자금조달 비용과 배당은 부(-)의 관계를 나타낼 것으로 예상할 수 있다. 자금조달 비용은 기존연구와 마찬가지로 기업규모(SZ)와 이자보상배율(IC)부채비율로 측정하였다. 기업규모가 클수록, 이자보상배율이 높을수록 자금조달비용이 저렴하다고 기대할 수 있으며 현금배당지급에 여력이 있다고 볼 수 있으므로 배당은 기업규모(SZ)와 이자보상배율(IC)과 정(+)의 관계에 있을 것으로 예측한다.

Rozeff(1982)는 배당이 내부자지분과 함께 대리인 비용을 줄이는 대체수단의 역할을 한다고 주장하였다. 따라서 지배주주의 지분이 높을수록 대리인 비용이 감소될 수 있으므로 배당지급을 꺼려할 수 있다고 주장하였다. 반면에 Anderson과 Reed(2003)과 Morck et al.(1988)는 지배주주는 자신의 사적인 특권적 소비를 증가시키기 위하여 배당지급을 선호한다고 주장하였다. 또한 지배주주들은 높은 배당을 요구할 수 있는데 이는 여유현금흐름을 감소시켜 대리인 비용을 감소시키려는 의도일 수 있다(Jensen, 1986). 따라서 기업의 배당과 지배주주의 지분율(OWN)은 정(+) 또는 부(-)의 관계에 있을 수 있다.

전년도 배당($D_{i,t-1}$)과 당기결손을 나타내는 더미변수(LOSS)는 전기 배당수준이 당기 배당수준에 미치는 영향과 당기결손이 발생하였을 때 당기 배당수준에 미치는 영향을 통제하기 위하여 삽입되었다. 전년도 배당과 당기결손 변수들은 당기의 배당에 각각 정(+)과 부(-)의 영향을 미칠 것으로 기대한다.

IV. 실증 분석

1. 자료 및 기초 통계

가. 자 료

분석 대상이 되는 표본기업은 2000년부터 2006년까지의 기간 중에 코스닥시장에 신규로 공개한 기업을 대상으로 한다. 2000년부터 신규로 공개된 기업을 대상으로 하는 이유는 업력이 오래된 기업일수록 공개된 자료만으로는 외국인투자와 배당지급이 언제 이루어졌는지를 파악하기가 어렵고 일부 기업의 경우에는 자료의 누락으로 외국인투자와 배당지급의 발생시점을 알기가 어려우나 신규공개기업은 공개시점부터 자료가 존재하므로 이들의 발생시점 및 금액 등의 정보를 추적할 수 있기 때문이다. 또한 이들에 대한 정보를 얻기에 용이한 금융감독원의 전자공시시스템이 2000년부터 시작되었기 때문에 2000년부터 신규 공개된 기업에 초점을 맞추었다. 또한 신규공개기업이 신규공개이전에도 외국인투자와 배당지급이 존재하였는지를 확인하기 위하여 신규공개 직전년도의 자료도 수집하였으며 이들의 관계가 신규공개 이후 어떻게 지속되는지를 보

기위하여 신규공개 이후 년도까지의 자료도 수집함으로써 패널분석을 위하여 충분한 시계열 자료를 확보하고자 하였다. 따라서 표본기업의 재무정보에 대한 표본기간은 1999년부터 2007년까지의 기간이다. 결과적으로 기업별-연도별 불균형 패널자료(unbalanced panel data)가 구성되었으며, 최종적으로 본 논문의 분석에 포함된 표본은 1999년부터 2007년까지의 기간 중에 걸쳐 총 622개 기업의 3,541개의 관찰치를 갖는 크기가 된다. 본 연구에 필요한 변수들을 계산하기 위한 재무제표 및 소유구조 자료는 주로 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE와 금융감독원의 전자공시시스템을 이용하였다.

나. 기초 통계

본 연구에서는 표본기업을 대상으로 먼저 외국인의 투자여부와 배당금의 지급여부를 기준으로 표본을 구분한 후, 외국인투자와 배당금지급이 표본기간 중에 이루어진 표본기업의 경우에는 배당금지급이 외국인투자 이전에 이루어졌는지의 여부에 따라 표본을 다시 구분하였다. 이와 같은 표본의 구분은 본 연구로 하여금 외국인투자가 발생하기 전에 배당지급이 있었던 기업을 총 표본으로 부터 구분할 수 있게 함으로써 기존문헌들이 지적하였던 외국인투자와 배당수준 간에 발생할 수 있는 인과관계의 방향성문제를 극복할 수 있을 것으로 예상한다.

먼저 표본기업을 외국인 투자여부에 따라 구분한 후 이에 대한 기초통계를 다음의 <표 2>에 제시하였다. <표 2>에 나타난 바와 같이 표본기간 전체적으로 보면 외국인투자가 이루어진 관측치는 모두 2,529개이며 이중에서 배당금지급이 있는 관측치는 1,159개로 지급된 배당금평균은 1,424,378천원인 것으로 나타났다. 이에 비해 외국인 투자가 없는 관측치는 모두 1,012개이며 여기서 배당금지급이 있었던 관측치는 537개로 지급된 배당금평균은 635,586천원이었던 것으로 나타나 외국인투자가 있던 기업의 경우에 지급된 배당금은 그렇지 않은 경우에 비해 약 두 배나 많은 것으로 나타났다. 또한 외국인투자자의 투자가 있는 기업의 경우에 총자산, 총부채, 총자본과 총매출액 등이 외국인투자자가 없는 기업보다 평균적으로 더 많은 것으로 나타나 대체적으로 외국인투자자는 규모가 큰 기업을 대상으로 이루어지는 것을 알 수 있었다. 그러나 수익성을 나타내는 당기순이익, 영업이익, 경상이익, ROE, ROS 등은 그 결과가 혼재되어 있어 구분하기가 어려운 것으로 나타나고 있다. 이에 비해 순자산의 시장가치/장부가치 비율은 외국인 투자가 있는 경우에 더 큰 것으로 나타나 성장기회는 외국인투자가 있는 경우에 더 높은 것으로 나타나고 있다. 특히 외국인투자가 이루어진 기업들(2,529개) 중에서 현금배당금을 지급하는 기업에 대한 투자가 약 50%(1,159개)에 근접하는 것으로 나타나 외국인투자자들은 코스닥기업 중에서도 배당금을 지급할 수 있는 기업을 중심으로 투자하는 것으로 나타나고 있다. 배당성향은 당기순이익 대비 현금배당을 나타내는 비율로 당기순이익이 부의 값을 갖는 순손실의 경우 배당성향의 계산에서 제외된다. 또한 표본에 의하면 당기 순손실을 기록한 기업의 경우, 현금배당금은 지급되지 않은 것으로 나타났다.

〈표 2〉 외국인지분을 존재유무에 따른 관측치의 기본통계

1999-2007년 변수명	외국인지분율=0		외국인지분율> 0		전 체	
	자료수	평균	자료수	평균	자료수	평균
현금배당금(천원)	537	635,586	1,159	1,424,378	1,696	1,174,625
당기순이익(천원)	1,012	526,103	2,529	347,199	3,541	398,329
고정자산(천원)	1,012	14,452,538	2,529	26,805,167	3,541	23,274,848
총자산(천원)	1,012	34,325,681	2,529	59,080,938	3,541	52,006,010
총부채(천원)	1,012	14,515,818	2,529	23,277,961	3,541	20,773,785
총자본(천원)	1,012	19,809,863	2,529	35,802,977	3,541	31,232,225
총매출(천원)	1,012	38,034,953	2,529	59,750,264	3,541	53,544,137
영업이익(천원)	1,012	1,752,602	2,529	307,714	3,541	2,699,003
시장가치(천원)	1,012	21,346,563	2,529	73,952,084	3,541	58,917,690
자유현금흐름(천원)	1,012	-1,877,987	2,529	-1,627,216	3,534	-1,698,531
배당성향(%)	537	3.20	1,159	2.32	1,696	2.60
시가배당수익률(%)	537	32.42	1,159	38.40	1,696	36.49
총자산배당수익률(%)	537	1.75	1,159	2.04	1,696	1.95
ROE(%)	1,012	-26.62	2,529	-23.07	3,541	-24.08
ROS(%)	1,012	-5.34	2,529	-42.80	3,541	-32.09
총부채/총자산(%)	1,012	41.11	2,529	38.31	3,541	39.11
시장가치/장부가치(%)	1,012	121.24	2,529	222.94	3,541	193.87
외국인지분율(%)	1,012	0.00	2,529	5.93	3,541	4.27
지배주주지분율(%)	1,012	41.78	2,529	34.00	3,541	37.34
이자보상배율(%)	1,012	239.03	2,529	276.38	3,541	265.71

<표 3>은 표본기업을 외국인투자가 발생하기 이전에 배당지급이 있었던 기업과 이를 총 표본에서 제외한 기타 표본기업으로 구분하고 구분된 표본기업별로 외국인투자가 이루어진 년도의 재무정보를 보여주고 있는 표이다. 이 표에 의하면 외국인의 투자에 따른 지분율은 각각 4.806%와 4.158%로 큰 차이는 없는 것으로 나타났으며 이들 평균의 차이에 대한 t-값도 유의하지 않게 나타났다. 배당의 경우, 외국인투자가 이루어지기 이전에 현금배당금을 이미 지급하고 있었던 기업의 수는 267개로 그 금액은 평균적으로 774,335천원인 것으로 나타났으며 그 다음 해인 외국인투자가 일어난 해의 현금배당금은 이보다 다소 증가한 1,157,866천원인 것으로 나타났다. 이를 제외한 외국인투자 이전에 배당금을 지급하지 않은 표본기업은 모두 355개였으며 이 중에

서 외국인투자가 발생한 연도에 배당금지급이 발생한 기업은 115개이고 지급된 현금배당금의 평균은 820,675천원인 것으로 나타났다.⁴⁾ 일반적으로 총자산, 총자본과 총매출액은 평균적으로 외국인투자가 있기 전에 배당금을 지급하였던 기업의 경우가 그렇지 않은 기업의 경우보다 더 큰 것으로 나타나고 있으며 수익성을 나타내는 당기순이익, 영업이익, ROE, ROS도 평균적으로 더 큰 것으로 나타나고 있다.

〈표 3〉 외국인투자와 배당지급이 존재하는 기업에 대한 기초통계

변 수	외국인투자가 발생하기 이전에 배당지급이 있었던 기업		기타 표본		차이검정
	기업수	평균값	기업수	평균값	t-값
당해 연도 현금배당금(천원)	267	1,157,866	115	820,675	2.81***
직전년도 현금배당금(천원)	267	774,335	0	—	—
당기순이익(천원)	267	3,793,195	355	449,918	4.64***
고정자산(천원)	267	21,292,083	355	147,83,184	-2.39**
총자산(천원)	267	54,172,282	355	37,090,863	2.85***
총자본(천원)	267	34,257,020	355	22,942,046	3.05***
총매출(천원)	267	65,257,609	355	34,482,839	4.22***
영업이익(천원)	267	4,941,681	355	1,994,518	4.51***
시장가치(천원)	267	57,040,879	355	51,085,581	0.39
자유현금흐름(천원)	267	-1,353,856	355	-3,912,612	2.30**
배당성향(%)	267	2.502	115	1.728	5.29***
시가배당수익률(%)	267	31.888	115	24.587	11.76***
총자산배당수익률(%)	267	2.115	115	2.042	10.49***
자기자본이익률(%)	267	7.896	355	-49.276	4.78***
총부채/총자산(%)	267	33.266	355	38.111	-0.78
시장가치/장부가치(%)	267	165.128	355	281.081	-4.16***
외국인지분율(%)	267	4.806	355	4.158	1.12
지배주주지분율(%)	267	41.78	355	34.00	5.78***
이자보상배율(%)	267	360.81	355	192.166	1.16

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%수준(양측검정)에서 유의함을 나타냄.

4) 외국인투자가 있기 이전에 배당금을 지급한 기업을 제외한 기타 표본의 경우, 외국인투자가 발생한 이후에 배당금을 지급한 기업과 배당을 전혀 지급하지 않은 기업을 포함한다.

<표 3>에 의하면 이들 평균의 차이도 통계적으로 유의하게 나타나고 있다. 특히 외국인투자 이전에 배당금을 지급한 기업의 경우 수익성관련 변수들의 평균은 정의 값을 갖는데 반해 배당금을 지급하지 않은 기업의 경우에는 이들 변수들의 평균이 부의 값을 갖는 것이 큰 차이라고 할 수 있다. 그러나 성장성을 나타내는 시장가치/장부가치의 비율은 외국인투자가 있기 이전에 배당금을 먼저 지급한 기업의 경우가 더 낮은 것으로 나타났으며 그 차이도 통계적으로 유의하였다.

다음의 <표 4>는 본 연구의 재무관련 변수들의 상관관계를 나타내는 표이다. 이표에서는 연구의 초점이 되는 배당정책 관련변수인 배당성향, 시가배당수익률, 총자산배당수익률과 외국인 지분율과의 상관관계를 보여주고 있다. 이 표에 의하면 전반적으로 총자산배당수익률이 외국인 투자와 상관관계가 0.204로 가장 유의한 것($p>.0001$)으로 나타나고 있으나 시가배당수익률과 배당성향은 각각 0.023($p>0.1732$)와 0.006($p>0.7391$)로 유의하지 않은 것으로 나타나고 있다.

<표 4> 변수간의 피어슨 상관계수

변수	외국인 지분	배당 수익률	배당 성향	총자산 배당수익률	총자산	자유현금흐름	ROE	부채 비율	성장 기회
외국인지분	1								
배당수익률	0.023 (0.173)	1							
배당성향	0.006 (0.739)	0.082 (0.001)	1						
총자산배당 수익률	0.204 (0.000)	0.447 ($<.000$)	0.043 (0.079)	1					
총자산	0.323 ($<.000$)	-0.030 (0.211)	-0.019 (0.442)	-0.062 (0.011)	1				
자유현금 흐름	0.082 ($<.000$)	0.116 ($<.000$)	-0.011 (0.665)	0.166 ($<.000$)	0.042 (0.013)	1			
ROE	0.026 (0.118)	0.050 (0.040)	-0.111 ($<.000$)	0.382 ($<.000$)	0.035 (0.037)	0.006 (0.710)	1		
부채비율	-0.099 ($<.000$)	0.115 ($<.000$)	0.021 (0.391)	-0.322 ($<.000$)	0.022 (0.195)	-0.006 (0.702)	-0.048 (0.003)	1	
성장기회 (시장가치/ 장부가치)	0.056 (0.001)	-0.406 ($<.000$)	-0.031 (0.205)	0.232 ($<.000$)	-0.003 (0.880)	0.004 (0.825)	-0.605 ($<.000$)	0.015 (0.368)	1

2. 회귀분석 결과

여기서는 패널모형 추정결과를 바탕으로 외국인 투자지분과 기업의 배당수준간의 관계에 대하여 논의하고자 한다. 이전에 논의한 바와 같이 패널모형의 추정은 설명변수와 개별효과와의 상관관계 존재여부에 따라 확률효과모형과 고정효과모형으로 구분되며 어떠한 모형이 적절한지를 판단할 수 있는 검정방법이 Hausman 검정이다. 본 논문에서는 이러한 Hausman 검정방법을 사용하여 확률효과모형과 고정효과모형의 사용에 대한 적절한 판단을 하고자 한다. 또한 기업의 배당정책과 관련되어 기존문헌에서 사용되었던 배당성향, 시가배당수익률, 총자산배당수익률을 모두 종속변수로 사용하여 모형을 추정함으로써 기존문헌과 일관된 결과가 나타나는지를 확인하고자 하였다.

가. 배당성향을 종속변수로 사용한 경우

기업의 순이익은 기업경영의 결과로 얻어진 산출물로 향후 투자를 위하여 유보되거나 주주들에게 배분되므로 순이익이 클수록 현금배당을 위한 여유가 클 것으로 기대할 수 있다. 이러한 관점에서 현금배당금을 당기순이익으로 나누어 구한 배당성향은 배당정책을 나타내는 가장 적당한 변수라고 할 수 있다. 이는 배당정책과 관련된 국내외의 많은 문헌들이 배당성향을 사용하고 있는 데서도 알 수 있다.

<표 5>의 두 번째 칸은 전체 표본에 대한 패널분석의 결과이다. 먼저 확률효과에 대한 Hausman검정결과는 설명변수와 개별효과 간에 상관관계가 존재하지 않는다는 가설을 어떠한 유의수준에서 기각하는데 실패하였다. 따라서 고정효과모형의 사용보다는 확률효과모형의 사용이 보다 적절하다는 판단에 따라 전체 표본에 대한 회귀분석은 확률효과 모형에 의해 추정한 결과를 제시하였다.

본 논문의 초점인 외국인투자지분의 회귀계수 추정치는 전체표본에 있어 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나 외국인투자 지분은 기업의 배당성향을 유의하게 설명하지 못하는 것으로 나타나고 있다. 즉, 외국인 투자자가 기업의 배당정책 결정에 영향을 미친다는 주장을 뒷받침하는 통계적 증거는 발견되지 않았다. 또한 기타 통제변수들의 회귀계수 추정치도 어떠한 유의수준에서도 유의하지 못한 것으로 본 논문의 결과는 보여주고 있다. 이미 언급한 바와 같이 기존의 문헌들도 배당성향과 외국인투자가 서로 통계적으로 유의한 관계에 있지 않은 결과를 보여주고 있을 뿐만 아니라 기타 통제변수들도 배당성향과 유의하지 않게 나타나고 있음을 보여주고 있어, 본 논문의 결과는 기존의 연구결과와 일관된 것이라고 할 수 있다.

그러나 기존연구의 문제점은 외국인투자와 배당정책 간의 선행적 인과관계의 방향이다. 따라서 이러한 결과가 외국인투자지분과 배당성향간의 인과관계의 방향을 사전적으로 통제된 후에도 일관되게 나타나는지를 보기위하여 표본을 외국인투자가 발생하기 전에 현금배당을 지급한 기업의 표본과 이를 제외한 기타 표본으로 구분한 후, 분석을 시도하고 이를 <표 5>에 제시하였다.

〈표 5〉 배당성향을 종속변수로 사용한 회귀분석결과

배당성향 (현금배당/당기순이익)	전체 표본	전체 표본	외국인 투자이전 배당 선 지급표본	기타 표본
	추정계수 (t-값)	추정계수 (t-값)	추정계수 (t-값)	추정계수 (t-값)
절편	15.518	16.178	81.050	7.726
t-값	0.25	0.26	0.56	0.39
전년도 배당(D_{t-1})	0.247***	0.246***	0.431***	0.042*
t-값	3.38	3.35	2.58	1.80
외국인 지분(FS)	0.091	0.013	0.016	0.152**
t-값	0.28	0.40	0.24	2.13
상호작용 변수($FS \times DV$)		0.140**		
t-값		2.48		
자유현금흐름($FCASH$)	-7.939	-8.016	-21.609	-0.735
t-값	-0.89	-0.89	-0.86	-0.29
성장기회(MB)	-0.002	-0.002	-0.015	-0.001
t-값	-0.34	-0.33	-0.37	-0.69
수익성(ROE)	-0.002	-0.002	-0.009	-0.001
t-값	-0.24	-0.23	-0.14	-0.51
자본지출(CP)	-12.372	-12.291	-40.216	-1.757
t-값	-1.01	-1.00	-0.95	-0.53
지배주주지분율(OWN)	0.189	0.186	0.201	0.030
t-값	1.23	1.21	0.61	0.6
이자보상배율(IC)	0.002	0.003	-0.005	0.002
t-값	0.05	0.08	-0.07	0.19
기업규모(SZ)	0.031	-0.001	-3.257	0.261
t-값	0.01	0.00	-0.4	0.23
당기결손 더미($LOSS$)	-22.814***	-22.819***	-34.153**	-13.190***
t-값	-3.91	-3.91	-2.18	-7.66
R-Square	0.19	0.21	0.11	0.18
Hausman검정결과	3.72 ($p < 0.812$)	3.79 ($p < 0.820$)	3.43 ($p < 0.944$)	17.34 ($p < 0.037$)

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%수준(양측검정)에서 유의함을 나타냄.

기타 표본의 경우, 외국인투자 이전에 배당을 선 지급한 기업을 제외하고 외국인투자자가 발생한 이후에 배당금을 지급한 기업과 배당을 전혀 지급하지 않은 기업을 포함한다.

이 표의 네 번째 칸에 제시된 결과는 외국인투자가 발생하기 전에 배당을 실시한 기업에 대한 패널분석의 결과이다. 먼저 확률효과에 대한 Hausman 검정결과는 설명변수와 개별효과 간에 상관관계가 존재하지 않는다는 가설을 기각하지 못하고 있다. 따라서 확률효과모형을 사용하여 분석을 시도하였다. 외국인투자에 대한 회귀계수 추정치는 정의 값을 보이고 있지만 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나 외국인투자가 발생하기 전에 배당을 지급하였던 기업의 경우에 외국인투자가 배당수준에 유의한 영향을 미치지 않았던 것으로 나타났다. 이러한 결과는 배당을 지급하는 기업에 대하여 외국인투자자들의 선호현상으로 투자가 이루어졌기 때문에 외국인투자가 배당정책에 영향을 미치지 않은 결과로 나타난 것으로 보인다. 여기에서도 통제변수들은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나고 있다.

<표 5>의 다섯 번째 칸은 외국인투자가 발생하기 이전에 배당을 먼저 지급한 기업을 제외한 기타 표본만을 가지고 패널분석을 시도한 결과를 보여주고 있다. 먼저 Hausman 검정결과는 설명변수와 개별효과 간에 상관관계가 존재하지 않는다는 가설을 기각하고 있다. 따라서 이 표본에 대해서는 고정효과모형을 사용하여 회귀분석을 시도하고 그 결과를 제시하였다. 외국인투자지분의 회귀계수 추정치는 정의 값을 가지며 t -값은 유의한 것으로 나타났다. 이는 기존의 문헌에 나타난 결과와는 달리 외국인투자와 배당지급간의 선행관계를 통제하였을 때 외국인투자가 배당성향에 유의한 영향을 미친다는 것을 보여주는 결과이다.

이 두 표본에 있어 외국인 지분(FS)에 대한 계수 추정치의 차이가 유의한지를 보기 위하여 외국인투자 이전에 배당금을 지급하지 않은 표본인 경우 1의 값을 갖는 더미변수 DV 를 설정하고 이를 외국인 지분(FS)에 곱하는 상호작용변수, $FS \times DV$ 를 식(1)에 삽입하고 전체표본에 대하여 추정하였다. 추정결과는 <표 5>의 세 번째 칸에 제시하였다. 이 결과에 의하면 외국인투자 이전에 배당금을 지급하지 않은 경우의 외국인지분의 회귀계수 추정치가 통계적으로 유의하게 큰 것으로 나타났다.⁵⁾

나. 시가배당수익률을 종속변수로 사용한 경우

주식투자는 주식의 시장가격으로 이루어지므로 시장가치 대 현금배당 비율인 시가배당수익률은 투자금액 대비 실질수익률이라고 볼 수 있다. 따라서 투자수익률이라는 관점에서 시가배당수익률은 의미 있는 배당수준 변수가 될 수 있다. 이러한 시가배당수익률을 종속변수로 하여 패널분석을 한 결과를 <표 6>에 제시하였다. 먼저 Hausman 검정결과는 설명변수와 개별효과 간에 상관관계가 존재하지 않는다는 가설을 기각하고 있다. 따라서 이 표본에 대해서는 고정효과모형을 사용하여 회귀분석을 시도하고 그 결과를 제시하였다. 본 논문의 초점인 외국인투자지분의 회귀계수 추정치는 정의 값을 가지나 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나 외국인투자

5) 다중공선성(multicollinearity)을 확인하기 위하여 VIF를 추정하였다. 모든 변수들의 VIF가 2 이하로 나타나 다중공선성의 문제는 크지 않은 것으로 나타났다.

지분은 기업의 시가배당수익률을 유의하게 설명하지 못하는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 시가배당수익률이 유의하지 않다고 보고한 기존의 연구결과(김영환·정성창·전선애, 2009)와 일관된 것이다.

이러한 외국인투자지분과 배당성향간의 인과관계의 방향을 사전적으로 통제한 후에도 일관되게 나타나는지를 보기위하여 표본을 외국인투자가 발생하기 전에 현금배당을 지급한 기업의 표본과 이를 제외한 외국인투자 이전에 배당금을 지급하지 않은 표본으로 구분한 후, 분석을 시도하고 이를 <표 6>에 제시하였다.⁶⁾ 이 표의 네 번째 칸에 제시된 결과는 외국인투자가 발생하기 전에 배당을 실시한 기업에 대한 패널분석의 결과이다. 먼저 확률효과에 대한 Hausman 검정결과는 설명변수와 개별효과 간에 상관관계가 존재하지 않는다는 가설을 기각하는 것으로 나타나 고정효과모형을 사용하여 분석을 시도하였다. 외국인투자에 대한 회귀계수 추정치는 정의 값을 보이고 있지만 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나 외국인투자가 발생하기 전에 배당을 지급하였던 기업의 경우에 외국인투자가 시가배당수익률에 유의한 영향을 미치지 않았던 것으로 나타났다. 이는 <표 5>에 제시된 배당성향을 종속변수로 사용한 분석결과와 동일한 것이다.

<표 6>의 다섯 번째 칸은 외국인투자 이전에 배당금을 지급한 기업을 제외한 기타 표본기업만을 가지고 패널분석을 시도한 결과를 보여주고 있다. 먼저 Hausman 검정결과는 설명변수와 개별효과 간에 상관관계가 존재하지 않는다는 가설을 기각하고 있으므로 고정효과모형을 사용하여 회귀분석을 시도하고 그 결과를 제시하였다. 외국인투자지분의 회귀계수 추정치는 정의 값을 가지며 t-값은 유의하게 나타났다. 이는 기존의 문헌에 나타난 결과와는 달리 외국인투자와 배당지급간의 선행관계를 통제하였을 때 외국인투자가 시가배당수익률에 유의한 영향을 미친다는 것을 보여주는 결과이다.

이 두 표본에 있어 외국인 지분(FS)에 대한 계수 추정치의 차이가 유의한지를 보기 위하여 외국인투자 이전에 배당금을 지급하지 않은 표본인 경우 1의 값을 갖는 더미변수 DV를 설정하고 이를 외국인 지분(FS)에 곱하는 상호작용변수, $FS \times DV$ 를 식(1)에 삽입하고 전체표본에 대하여 추정하였다. 추정결과는 <표 6>의 세 번째 칸에 제시하였다. 이 결과에 의하면 기타 표본의 외국인지분의 회귀계수 추정치가 통계적으로 유의하게 큰 것으로 나타났다.

통제변수와 관련해서 자유현금흐름(FCASH)의 회귀계수 추정치는 정의 값을 가지나 외국인투자이전 배당을 선 지급한 표본만 통계적으로 유의하게 나타나 이 표본기업에 한하여 현금흐름이 많은 기업일수록 대리인문제를 감소시키기 위해 배당을 증가시킨다는 가설이 지지되는 것으로 나타났다.

6) 다중공선성(multicollinearity)을 확인하기 위하여 VIF를 추정하였다. 모든 변수들의 VIF가 2 이하로 나타나 다중공선성의 문제는 크지 않은 것으로 나타났다.

〈표 6〉 시가배당수익률을 종속변수로 사용한 회귀분석결과

시가배당수익률 (현금배당/시가총액)	전체 표본	전체 표본	외국인 투자이전 배당 선 지급표본	기타 표본
	추정계수 (t-값)	추정계수 (t-값)	추정계수 (t-값)	추정계수 (t-값)
절 편	0.488	0.518	3.929	0.217
t-값	0.80	0.85	3.41	0.38
전년도 배당(D_{t-1})	0.479***	0.476***	0.415***	0.340***
t-값	33.18	32.8	19.36	16.04
외국인 지분(FS)	0.008	0.010	0.009	0.021**
t-값	0.45	1.09	0.6	2.12
상호작용 변수($FS \times DI$)		0.011**		
t-값		1.98		
자유현금흐름($FCASH$)	0.066	0.061	0.475**	0.021
t-값	0.75	0.70	2.37	0.29
성장기회(MB)	-0.024***	-0.024***	-0.003***	-0.008*
t-값	-3.67	-3.58	-8.24	-1.74
수익성(ROE)	-0.017	-0.017	-0.010	-0.006
t-값	-0.51	-0.56	-0.38	-0.20
자본지출(CP)	-0.134	-0.129	-0.131	-0.088
t-값	-1.11	-1.07	-0.39	-0.91
지배주주지분율(OWN)	0.008***	0.007***	0.006**	0.003**
t-값	5.09	4.96	2.23	2.27
이자보상배율(IC)	0.049	0.049	0.013	0.001
t-값	0.06	0.12	0.23	0.22
기업규모(SZ)	0.025	0.024	0.116*	0.025
t-값	0.72	0.68	1.77	0.74
당기결손 더미($LOSS$)	-1.150***	-1.153***	-1.655***	-0.749***
t-값	-19.72	-19.77	-13.11	-14.88
R-Square	0.407	0.408	0.395	0.265
Hausman검정결과	48.45 ($P < .00001$)	48.96 ($P < .00001$)	30.54 ($P < 0.0001$)	29.40 ($P < 0.0004$)

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%수준(양측검정)에서 유의함을 나타냄.

기타 표본의 경우, 외국인투자 이전에 배당을 선 지급한 기업을 제외하고 외국인투자가 발생한 이후에 배당금을 지급한 기업과 배당을 전혀 지급하지 않은 기업을 포함한다.

성장기회를 나타내는 시장가치대 장부가치비율은 부의 값을 가지며 통계적으로도 유의한 것으로 나타나 성장기회가 많은 기업일수록 새로운 투자를 위하여 더 많은 자금이 필요할 것이므로 성장기회와 배당지급과는 부의 관계에 있을 것이라는 가설을 지지하는 것으로 나타났다. 이는 배당성향을 사용하는 경우에 부의 값을 가지나 통계적으로 유의하지 않았던 결과와는 차별되는 것이다. 이렇게 결과가 다르게 나타난 것은 배당모형에 있어 배당과 관련된 변수를 어떤 것으로 사용하느냐에 따라 결과가 다르게 나타난다는 것을 보여주는 것이다.

자금조달비용의 대리변수인 기업규모변수(SZ)와 이자보상배율(IC)은 예측한 바와 같이 정(+)의 값을 갖는 것으로 나타났으나 외국인 투자이전 배당 선 지급 표본의 경우만 유의하게 나타났다. 한편, 자본적 지출(CP)을 나타내는 변수의 회귀계수 추정치는 부(-)의 값을 가지나 통계적으로 유의하지는 않은 것으로 나타났다.

지배주주지분율(OWN)의 회귀계수 추정치는 정(+)의 값을 가지며 통계적으로 유의하게 나타나 지배주주는 자신의 사적인 특권적 소비를 증가시키기 위하여 배당지급을 선호하거나 높은 배당을 요구함으로써 여유현금흐름을 감소시켜 대리인 비용을 감소시키려 한다는(Jensen, 1986) 가설을 지지하는 것으로 나타났다.

다. 총자산배당수익률을 종속변수로 사용한 경우

배당성향과 시가배당수익률은 배당정책과 관련된 연구문헌에서 많이 사용되어 왔던 변수들이다. 이 변수들을 제외하고 최근에 사용되기 시작한 배당정책 변수로 총자산대비 현금배당금을 나타내는 총자산배당수익률이 있다. 이 변수를 종속변수로 사용하여 얻은 결과는 <표 7>에 제시하였다. 먼저 전체표본에 대한 Hausman검정결과는 기각하는 것으로 나타나 고정효과모형을 사용하여 패널분석을 시도하였다.⁷⁾

표의 두 번째 칸에 나타난 전체표본에 대한 분석결과에 의하면 외국인투자지분의 회귀계수 추정치는 정의 값을 가지며 통계적으로 유의한 것으로 나타나 외국인투자가 기업의 총자산배당수익률에 유의하게 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 총자산배당수익률이 외국인투자와 통계적으로 유의한 정의 관계에 있음을 보고하고 있는 기존문헌의 결과와 일관된 것이다(이만우와 노준화, 2006 ; 박경서, 이은정과 이인무, 2003 ; 설원식과 김수정, 2006 ; 김영환, 정성창과 전선애, 2009).

이러한 결과가 외국인투자지분과 배당성향간의 인과관계의 방향을 사전적으로 통제된 후에도 일관되게 나타나는지를 보기위하여 표본을 외국인투자가 발생하기 전에 현금배당을 지급한 표본과 이를 제외한 표본으로 구분하여 분석을 시도하고 이를 <표 7>의 세 번째와 네 번째 칸에 각각 제시하였다.

7) 다중공선성(multicollinearity)을 확인하기 위하여 VIF를 추정하였다. 모든 변수들의 VIF가 2 이하로 나타나 다중공선성의 문제는 크지 않은 것으로 나타났다.

〈표 7〉 총자산배당수익률을 종속변수로 사용한 회귀분석결과

총자산배당수익률 (현금배당/총자산)	전체 표본	전체 표본	외국인 투자이전 배당 선 지급표본	기타 표본
	추정계수 (t-값)	추정계수 (t-값)	추정계수 (t-값)	추정계수 (t-값)
절 편	1.557	1.592	3.377	0.675
t-값	3.86	3.95	5.06	1.32
전년도 배당(D_{t-1})	0.483	0.477***	0.513***	0.337***
t-값	33.74	32.84	24.71	15.62
외국인 지분(FS)		0.009**		
t-값		2.47		
상호작용 변수($FS \times DIV$)	0.006***	0.002	0.006**	0.008***
t-값	2.98	0.62	1.93	2.79
자유현금흐름($FCASH$)	0.005	0.002	-0.053	0.036
t-값	0.09	0.03	-0.46	0.56
성장기회(MB)	0.015	0.020	0.012	0.008
t-값	0.34	0.46	0.65	0.20
수익성(ROE)	0.006	0.010	0.000	0.007
t-값	0.13	0.21	1.16	0.00
자본지출(CP)	-0.025	-0.019	-0.191	0.008
t-값	-0.31	-0.24	-0.98	0.09
지배주주지분율(OWN)	0.002**	0.002**	0.001	0.045
t-값	2.35	2.21	1.23	0.03
이자보상배율(IC)	0.008***	0.009***	0.001	0.001***
t-값	2.83	3.06	0.05	3.62
기업규모(SZ)	-0.053	-0.054	-0.148	-0.004
t-값	-2.25	-2.31	-3.91	-0.12
당기결손 더미(LOSS)	-0.825***	-0.829***	-1.038***	-0.667***
t-값	-21.07	-21.17	-14.07	-14.87
R-Square	0.421	0.419	0.452	0.270
Hausman검정결과	90.24 ($P < 0.0001$)	91.52 ($P < 0.0001$)	38.65 ($P < 0.0001$)	47.15 ($P < .0001$)
F-value	238.11***	237.13***	117.12***	68.47***

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%수준(양측검정)에서 유의함을 나타냄.

기타 표본의 경우, 외국인투자 이전에 배당을 선 지급한 기업을 제외하고 외국인투자가 발생한 이후에 배당금을 지급한 기업과 배당을 전혀 지급하지 않은 기업을 포함한다.

먼저 외국인투자가 발생하기 이전에 배당금을 지급해온 기업에 대한 Hausman 검정결과는 설명변수와 개별효과 간에 상관관계가 존재하지 않는다는 가설을 기각하는 것으로 나타나 고정효과모형을 사용하여 분석을 시도하였다. 전체표본의 결과와 마찬가지로 외국인투자에 대한 회귀계수 추정치는 정의 값을 보이고 있으며 통계적으로도 유의한 것으로 나타나 외국인투자가 발생하기 전에 배당을 지급하였던 기업의 경우에도 외국인투자가 총자산배당수익률에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다.

<표 7>의 다섯 번째 칸은 외국인투자가 발생하기 이전에 배당을 지급한 기업을 제외한 기타 표본만을 가지고 패널분석을 시도한 결과를 보여주고 있다. 먼저 Hausman 검정결과는 설명변수와 개별효과 간에 상관관계가 존재하지 않는다는 가설을 기각하고 있으므로 고정효과모형을 사용하여 회귀분석을 시도하고 그 결과를 제시하였다. 외국인투자지분의 회귀계수 추정치는 정의 값을 가지며 유의하게 나타났다. 따라서 배당과 외국인투자의 선행관계를 고려하더라도 외국인투자자들이 국내기업의 배당정책에 영향을 미친다는 것을 보여주고 있다.

이 두 표본에 있어 외국인 지분(FS)에 대한 계수 추정치의 차이가 유의한지를 보기 위하여 외국인투자 이전에 배당금을 지급하지 않은 표본인 경우 1의 값을 갖는 더미변수 DV를 설정하고 이를 외국인 지분(FS)에 곱하는 상호작용변수, $FS \times DV$ 를 식(1)에 삽입하고 전체표본에 대하여 추정하였다. 추정결과는 <표 6>의 세 번째 칸에 제시하였다. 이 결과에 의하면 기타 표본의 외국인지분의 회귀계수 추정치가 통계적으로 유의하게 큰 것으로 나타났다.

통제변수의 경우, 자유현금흐름(FCASH), 수익성(ROE), 성장기회(MB), 자본지출(CP)의 회귀계수 추정치는 전체 표본을 포함한 모든 표본에서 통계적으로 유의하게 나타나지 않았다.

자본비용을 나타내는 변수인 이자보상배율(IC)의 회귀계수 추정치는 정(+)의 값을 가지며 유의한 것으로 나타나 이자보상배율(IC)이 높을수록 자금조달비용이 낮아 추가적인 자금조달이 용이하여 배당이 증가할 것이라는 가설을 지지하고 있다. 그러나 또 다른 자금조달비용의 대리변수인 기업규모변수는 예측한 바와는 달리 부의 값을 갖는 것으로 나타났다.

한편, 지배주주지분율(OWN)의 회귀계수 추정치는 정(+)의 값을 가지며 외국인투자 이전 선배당지급 표본을 제외하고 모두 통계적으로 유의하게 나타나 지배주주는 자신의 사적인 특권적 소비를 증가시키기 위하여 배당지급을 선호하거나 높은 배당을 요구함으로써 여유현금흐름을 감소시켜 대리인 비용을 감소시키려 한다는(Jensen, 1986) 가설을 지지하는 것으로 나타났다.

라. 회귀분석 결과 요약

본 논문의 초점인 배당지급과 외국인투자와의 관계에 대한 패널분석 결과를 <표 8>에 요약하여 제시하였다. 이 표에 나타난 패널분석 결과를 요약하면 외국인투자 지분과 배당수준과의 관계는 종속변수로 사용되는 배당수준의 정의에 따라 달라지게 나타나는 것을 알 수 있다. 전체표본을 사용하는 경우, 배당성향과 시가배당수익률은 외국인투자와 유의한 관계를 보이지 않았으

나 총자산배당수익률은 외국인투자와 유의한 정의 관계에 있는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 위에서 언급한 바와 같이 기존 문헌의 연구결과와 유사한 것이다. 따라서 배당을 나타내는 변수로 무엇을 사용하느냐에 따라 배당과 외국인투자자 간의 관계가 다르게 나타나 외국인투자자의 역할에 대한 기존문헌의 주장도 다르게 나타나고 있다.

외국인투자가 발생하기 이전에 배당금을 지급했던 표본기업들을 대상으로 한 패널분석에서는 외국인 투자가 총자산배당수익률을 제외하고 배당성향과 시가배당수익률에 유의하게 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 이는 일부 외국인투자자들이 투자결정 시, 순수하게 배당에 따른 투자수익률을 고려하여 배당을 이미 지급하고 있는 기업에 투자하고 있으며 또한 이러한 경우에 외국인투자자들은 차후의 배당수준의 결정에 유의한 영향을 미치지 않음을 보여주는 것이다.

한편, 외국인 투자가 발생하기 이전에 배당을 지급했던 기업을 제외한 기타 표본에 대한 패널 분석결과에 의하면 외국인투자는 모든 배당수준 변수 즉, 배당성향, 시가배당수익률과 총자산배당수익률과 모두 유의하게 정의 관계에 있는 것으로 나타났다. 이는 배당을 지급하는 기업에 대한 외국인 투자자의 선호현상을 통제하는 경우, 외국인 투자자들이 국내 코스닥기업에 배당수준에 대하여 유의한 영향을 미친다는 결과를 보여주는 것이다. 특히 기존의 연구에서 유의하게 나타나지 않았던 배당성향과 시가배당수익률이 외국인의 배당지급 기업에 대한 선호현상을 통제하였을 때 유의하게 나타난 본 연구의 결과는 상당히 의미가 있는 것이다.

기존의 연구들은 배당을 나타내는 변수가 각자 달라 배당과 외국인투자 간의 관계에 대한 주장을 다르게 제시하여 왔다. 그러나 본 연구의 결과는 배당과 외국인투자 간의 선행관계를 통제하였을 때, 외국인 투자는 배당을 나타내는 변수가 무엇이든 상관없이 모두 정의 값을 가지며 모두 유의하다는 것을 보여주고 있어 외국인투자가 국내 기업의 배당정책에 실제로 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

〈표 8〉 외국인투자지분에 대한 종속변수별 회귀분석결과 종합

종속변수	전체 표본	외국인투자 이전 배당금 선지급 표본	기타 표본
배당성향	유의하지 않음	유의하지 않음	유의함
시가배당수익률	유의하지 않음	유의하지 않음	유의함
총자산배당수익률	유의함	유의함	유의함

V. 결 론

외환위기 이후 국내 주식시장에서 외국인의 주식투자 한도가 완전히 폐지됨에 따라 외국인 투자의 비중이 점차 증가하여 왔다. 이러한 외국인투자자의 비중증가가 국내 기업의 장기적인 가치보다는 단기적 투자수익의 극대화를 위한 무리한 구조조정 또는 고율배당 등으로 인한 국내기업의 장기적인 성장성 약화 등을 야기 시킨다는 부정적인 견해를 일각에서는 제기하였다. 이러한 견해에 대하여 다수의 연구가 국내에서 이루어져 왔으나 선행연구의 결과는 외국인 지분과 배당수준의 관계에 대해 일치된 결론에 도달하지 못하고 있다. 이처럼 선행연구에서 상이한 결과들을 제시하고 있는 것은 실증분석의 방법에서 몇 가지 한계점을 드러냈기 때문인 것으로 보인다. 첫 번째 한계점은 배당을 측정하는 변수로 배당성향, 총자산배당수익률, 시가배당수익률 등 상이한 변수들이 사용되었으며, 변수에 따라 분석 결과가 달라진다는 점이다. 두 번째 한계점은 거의 모든 선행연구에서 외국인투자자 배당수준 간의 인과관계의 방향을 통제하지 않았다는 점이다. 즉, 기존의 연구들이 외국인투자자가 기업에게 높은 배당을 요구할 수 있다는 점에 초점을 맞추다 보니 외국인투자자가 이미 배당을 지급하고 있는 기업을 선호하여 발생할 수 있다는 점을 간과하였다는 것이다. 이 경우 외국인투자자 배당 간에 나타나는 정(+)의 관계가 외국인투자자들이 높은 배당을 강요하기 때문에 나타나는 결과로 해석하는데 어려움을 줄 수 있다.

본 논문에서는 이러한 점을 고려하여 외국인투자자가 배당을 이미 지급하고 있는 기업을 선호하여 발생하였을 가능성을 가진 표본을 전체표본에서 구분하고 이들을 개별적으로 분석함으로써 외국인투자자와 기업의 배당수준 간의 인과관계를 보다 정확하게 통제하고자 하였다.

본 논문의 실증분석 결과에 의하면 외국인투자 지분과 배당수준과의 관계는 종속변수로 사용되는 배당수준의 정의에 따라 달라지게 나타났다. 먼저 전체표본을 사용하는 경우, 기존문헌과 유사하게 배당성향과 시가배당수익률은 외국인투자자와 유의한 관계를 보이지 않았으나 총자산배당수익률은 외국인투자자와 유의한 정의 관계에 있는 것으로 나타났다.

외국인투자자가 있기 전에 배당을 지급하였던 표본기업에 대해서는 배당성향과 시가배당수익률이 외국인투자자와 유의하지 않은 관계를 보임으로써 외국인투자자가 배당을 지급하는 기업을 선호하여 이루어진 경우에는 외국인투자자들이 기업의 배당정책 결정에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 그러나 이러한 배당지급 기업에 대한 선호현상을 통제하였을 때, 외국인 투자자가 배당성향과 시가배당수익률에 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 나타나 외국인지분이 증가할수록 전체이익 중 배당액이 차지하는 비중이 증가하고 시가총액대비 현금배당이 증가함으로써 외국인투자자가 기업의 배당수준 결정에 유의한 영향을 미친다는 주장이 지지되는 것으로 나타났다. 기존의 문헌에서는 유의하게 나타나지 않았던 배당성향과 시가배당수익률이 외국인의 배당지급 기업에 대한 선호현상을 통제하였을 때 유의하게 나타난 결과는 상당히 의미가 있다고 할 수 있다.

외환위기 이후, 외국인의 주식소유비중이 급격히 증가함에 따라 국내기업의 배당결정에 있어 외국인 주주의 영향력확대에 대한 우려가 제기되어 왔다. 본 논문의 결과에 의하면 외국인투자자와 배당간의 선행관계를 통제하였을 때, 이러한 우려는 지지되는 것으로 보인다. 그러나 한편으로 일부 외국인투자자들은 단순히 배당을 지급하는 기업을 선호하여 국내기업에 투자를 하고 있으며 이들은 투자이후 기업의 배당정책에 적극적으로 관여하지 않는 것으로 나타나 모든 외국인투자자들에게 이러한 우려를 제기하는 것은 바람직하지 않음을 알 수 있다. 모든 투자자들이 투자수익률을 고려하여 투자하는 것처럼, 외국인투자자들도 투자수익률을 고려하여 배당을 지급하는 기업에 투자하거나 또는 투자한 기업의 배당수준이 낮을 때, 배당의 증가를 요구하는 것은 투자과정에 발생할 수 있는 자연스러운 현상이라고 볼 수 있다. 이러한 관점에서 일각에서 제기되고 있는 기업의 의사결정에 대한 외국인투자자의 영향력 제한과 같은 정책적 조치는 바람직하지 않아 보인다.

참고문헌

- 강신애 · 민상기. 2009. “외국인 투자자와 기업의 투자 의사결정”, 한국 국제경영관리학회 2009년도 추계학술대회 : 3 - 338.
- 고윤성 · 강동관. 2006. “연간 및 중간 배당의 결정요인에 관한 연구 - 사외이사 및 외국인지분율을 중심으로”, 경제연구 제24권 제2호 : 135 - 164.
- 김아리 · 조명현. 2008. “외국인 투자자 유형과 기업의 배당 및 투자의 관계에 관한 연구”, 전략경영연구 제11권 제1호 : 25 - 42.
- 김영환 · 정성창 · 전선애. 2009. “외국인투자자가 국내 유가증권시장 상장기업의 배당행태에 미치는 영향 : 다양한 계량경제모형의 적용”, 재무관리연구, 제26권 제1호 : 1 - 29.
- 김재철 · 빈기범 · 신보성 · 오승현 · 조성훈. 2004. 「외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토」. 한국증권연구원.
- 박경서 · 이은정. 2006. “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향”, 금융연구 제20권 제2호 : 1 - 41.
- 박상용 · 빈기범 · 조성훈. 2005. 「외국인주주와 기업의 배당결정」. 한국증권연구원.
- 박현수. 2004. 「외국인 주식투자가 국내기업의 성장에 미치는 영향」. 삼성경제연구소.
- 배재수 · 황문우. 2006. 「외국인의 주식보유 증가가 상장기업의 배당 및 투자에 미친 영향」. 한국은행.
- 설원식 · 김수정. 2006. “외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향”. 증권학회지 제35권 제1호 : 1 - 39.
- 신호영 · 정안수. 2007. “기업특성이 배당에 미치는 영향 - 외국인 지분율을 중심으로”. 경영교육논총 제45호 : 211 - 232.
- 이만우 · 노준화. 2006. “외국인 투자자가 기업에 미친 영향 - 배당, 투자, 기부금 및 자기주식 취득을 중심으로 -”. 세무와회계저널 제7권 제1호 : 7 - 25.
- 이병기. 2006. 「외국인투자자가 배당 및 R&D 투자에 미치는 영향」. 한국경제연구원.
- 이병운. 2005. 「외국자본 진출확대의 영향과 대응방안 - 배당 및 투자에 대한 영향과 적대적 M&A 위협을 중심으로 -」. 한국금융연구원.
- 주재근 · 강길환. 2007. “외국인지분율과 기업배당정책에 관한 실증연구”. 상업교육연구 제17권 : 76 - 99.
- 정원섭. 2010. 「코스닥 기업의 외국인 투자와 배당지급에 대한 연구」. 숭실대학교 대학원 박사학위 논문
- Anderson, R., and D. Reed. 2003. Founding - family Ownership and Firm Performance. *Journal of Finance* 58(3) : 1301 - 1328.
- Brickely, J. A., R. C. Lease, and C. W. Smith. 1988. Ownership Structure and Voting on Anti - takeover Amendment. *Journal of Financial Economics* 20 : 267 - 291.
- Jensen, M. 1986. Agency Costs of Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review* 76 : 323 - 329.

- McConnell, J. 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 – 316.
- Pound, J. 1988. Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics* 20 : 237 – 265.
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout ratios. *Journal of Financial Research* 5 : 240 – 259.

The Effect of Foreign Investment on Dividend Payments of KOSDAQ Firms

Won-Sup Jung* · Mun-Soo Choi** · Byung-Oak Kim***

〈Abstract〉

This study examines the impact of foreign investments on firms' dividend payments. Foreign investors are perceived to require the excessive payment of cash dividends and eventually deter the firm from investing for the future growth. Numerous studies have examined this issue by exploring the relation between the foreign ownership and the cash dividend payment. Their results differ on which ratio of dividend payment is used for the dependent variable of the regression analysis. When the dividend yield and dividend payout ratio are used, their relation with the foreign ownership is not significant. When, however, the dividend payment divided by total assets is used, its relation with the foreign ownership is significant. There are also several statistical issues on their empirical methodology. The most prominent problem is the lead and lag relation between the foreign investment and the dividend payment. While foreign investors force firms to pay more cash dividends, they could have invested in the firm paying cash dividends. In either way, the positive relation between them should be resulted in the regression, but the positive coefficient for the foreign investment cannot tell an increase in dividend payments is caused by foreign investors. This lead-lag problem has been mentioned but never been controlled in existing studies. In this study, this problem is mitigated by carefully constructing samples according to the lead and lag relation between the foreign investment and dividend payments. During the period between 2000 and 2006, firms made initial public offering are selected and identified when the foreign investment is made. If the foreign investment is made, we then identify the dividend payment is made prior to the foreign investment. Based on these criteria, the whole sample is divided by two sub-samples, one consists of firms with dividend payment prior to the foreign investment, and the other consists of remaining firms. This study examines the impact of foreign investment on the dividend policy using the overall sample and two sub-samples through panel regressions. The foreign investment is found not to be related to the dividend payout ratio and dividend yield but to be significantly related to the dividend ratio when the overall sample is used. This result is consistent with one reported in the existing literature. The foreign investment is also found not to be significantly related to the dividend payout ratio and dividend yield but to related to the dividend ratio when the sub-sample of firms with

* Graduate School, Soongsil University, 4688@hanmail.net, 011-254-8412

** School of Business, Soongsil University, mschoi@ssu.ac.kr, 010-9255-7873

*** Graduate School, Soongsil University, kbo1536@hanmail.net, 010-3733-8999

dividend payment prior to the foreign investment is used. This result suggests that foreign investors have been attracted by the dividend payment and they have not induced the excessive cash dividends. On the other hand, the foreign investment is found to significantly influence the cash dividend payment when the sub-sample excluding firms with dividend payment prior to the foreign investment is used. This result suggests that when the lead-lag relationship between the foreign investment and dividend payment is controlled, the foreign ownership has indeed influenced the dividend payment policy of Korean firms.

〈Key words〉 Foreign investment, Dividend Policy, Dividend Payments, Panel Analysis