

외국인 투자비중이 기업가치에 미치는 영향†

김병기*

<요 약>

본 연구는 외환위기 이후에 외국인 투자비중이 기업가치에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 2000년부터 2007년까지 8년 동안 외국인지분율이 영(0)보다 큰 기업을 대상으로 분석한 결과 외국인 투자비중이 증가할수록 기업가치는 상승하는 것으로 나타났다. 이러한 관계는 동시성을 고려해 외국인지분율과 기업가치를 내생변수로 보고 분석을 해도 동일하게 성립하였다. 한편 역으로 외국인이 기업가치가 높을 것으로 전망되는 기업에 선별적으로 투자한다는 증거는 발견할 수 없었다.

외국인 투자비중 확대에 따른 기업가치의 상승은 외국인투자자가 투자기업에 대한 감시 및 견제 역할을 충실히 수행하기 때문인 것으로 해석된다. 이는 전통적으로 소유경영자에 의한 기업지배가 강한 우리나라 기업들이 소유분산이 심화되는 과정에서 외국인투자자를 비롯한 기관투자자가 투명성 제고 및 지배구조 개선에 있어 중요한 역할을 하고 있음을 의미한다고 하겠다.

핵심주제어 : 외국인 투자비중, 기업가치, 소유구조, 감시가설

논문접수일 : 2009년 4월 25일

게재확정일 : 2009년 6월 16일

* 충북대학교 경영대학 경영학부 교수, pkkim@chungbuk.ac.kr

† 이 논문은 2007학년도 충북대학교 학술연구지원사업의 연구비지원에 의하여 연구되었음.

I. 서 언

2007년 12월 말 현재 국내 증시의 외국인 주식투자비중은 32.3%로 전체 시가 총액 대비 약 1/3에 달하고 있다. 자본시장 개방화의 일환으로 1992년 1월 외국인 주식투자 한도를 10%로 정한 것을 기점으로 외국인에 의한 국내 주식투자 한도는 점차적으로 증가하였다. 1997년 12월에 55%까지 올라간 뒤 1998년 5월에는 일반법인에 대한 한도가 완전히 철폐되었다.

1998년 5월 외국인 투자한도가 철폐된 이후 2004년까지 외국인 투자비중은 꾸준히 증가해 2004년 말 무려 42%까지 도달한 이후 감소하는 경향을 보이고 있다. 그렇지만 여전히 외국인 투자자들은 국내 주식거래와 기업가치에 커다란 영향을 미치고 있는 것이 사실이다. 최근 글로벌 신용위기에는 외국인의 주식매도가 주가하락을 가져오고 이는 다시 환율의 상승을 가져올 정도로 대단한 위력을 보여주고 있다.

외국인투자자는 소유경영자를 중심으로 운영되어 왔던 우리나라 기업에 많은 변화를 가져왔다. 소유분산이 심화될수록 개인투자자의 기업에 대한 실질적인 견제는 점차 어려워지게 된다. 더욱이 미국과 비교해 우리나라에서는 기업집단, 상호출자, 적대적 인수에 대한 제한 등의 구조적인 이유로 대주주에 의한 기업 지배가 더 용이하다. 이러한 상황에서 외국인투자자의 감시(monitoring) 및 견제(disciplining) 역할이 제대로 수행되면 대주주 또는 소유경영자에 의해 발생하는 대리비용이 감소되어 기업가치가 상승할 가능성이 높다. 실제 외환위기 이후에 외국인투자자가 기업의 투명성 제고와 지배구조 개선에 상당한 역할을 해 오고 있다는 주장이 줄곧 제기되어오고 있다. 그러나 이에 대한 실증연구는 미흡한 수준이어서 본 연구는 2000년부터 2007년까지 8년간의 자료를 사용하여 외국인투자자들이 국내 거래소 상장기업의 가치에 어떤 영향을 미쳤는가를 실증적으로 분석하고자 한다.

외국인 투자자들이 투자기업에 대한 감시 내지는 견제 역할을 충실히 수행할 경우에 외국인 투자비중의 증가는 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것이다. 그런데 소유구조와 기업가치 간의 관계를 조사한 연구들이 공통적으로 겪고 있는 문제점인 인과(causality)의 방향이 어떻게 성립하는가를 살펴볼 필요가 있다. 만약 외국인투자자들이 지배구조를 개선하는 등 경영의 비효율성을 감소시킨다면 외국인 투자비중이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 할 수 있다. 그렇지만 선진투자기법 때문에 외국인이 성장성이 높고 기업가치가 양호한 기업에만 선별적으로 투자한다면 이는 기업가치가 양호하기 때문에 외국인이 지분을

을 늘리는 것으로 보아야 한다. 본 연구는 이러한 동시성(simultaneity)을 고려해 외국인 투자비중이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 요약하면 본 연구의 목적은 외국인 투자비중이 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하는데 있으며 또한 외국인지분율과 기업가치 간의 동시성을 고려해 양자 간의 인과관계의 방향을 명확히 밝히는데 있다.

우리나라 소유구조의 특수성을 고려하면서 외국인 투자비중과 기업가치 간의 관계를 규명하려는 본 연구는 다음과 같은 공헌을 할 수 있을 것으로 기대된다. 첫째, 외국인투자자들이 과연 기업가치 극대화에 있어 긍정적 역할을 제대로 수행하고 있는지에 관한 증거를 제시할 수 있다. 외국인이 지분율을 증가시키면 지배구조의 개선, 주주중심경영의 강화, 투명성의 제고 등을 통해 기업가치의 상승을 가져온다는 주장을 검증할 수 있는 것이다. 또한 기관투자자와는 어떤 관계에 있는가에 대한 설명도 제공할 수 있을 것이다. 둘째, 외국인 투자비중과 기업가치의 동시성을 분석하면 외국인지분율과 기업가치의 인과성을 보다 명확히 알 수 있을 것이다. 선진투자기법에 따른 선별적 투자로 기업가치가 높은 기업에 외국인이 집중 투자하는가 아니면 동시성을 고려하더라도 여전히 외국인 투자자들이 기업가치에 유의한 영향을 끼치는가를 알 수 있을 것이다.

논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 외국인투자자를 포함한 소유구조와 기업가치 간의 관계에 대한 기존연구들을 고찰한다. 3장에서는 표본추출절차를 설명하고 기술통계치를 제공한다. 4장에서는 실증분석결과를 설명하며, 끝으로 5장에서는 요약과 함께 추후 연구과제를 제시한다.

II. 기존연구 검토

소유구조(ownership structure)에 관한 실증연구는 크게 두 가지로 나누어 살펴볼 수 있다. 우선 소유구조가 기업의 행태에 미치는 영향에 관한 연구를 들 수 있다. 이는 외국인 투자비중이 증가함에 따라 기업의 투자, 자본구조, 배당정책 등의 재무의사결정이 어떻게 달라지는가를 살펴보는 것이다. 국내 기업을 대상으로 한 설원식과 김수정(2006)의 연구에 따르면, 외국인 투자비중이 증가할수록 배당이 증가하며 이러한 경향은 시간이 지날수록 확대되고 있다. 또한 보다 구체적인 기업행태의 변화를 알아보기 위해 외국인 투자비중에 따른 기업의 재무적 제약, 현금관리, 경영진 보수체계의 변화 등을 조사한 연구도 있다. 예를 들어 이경태 등(2005)은 외국인 및 기관투자자 지분율이 높아질수록 스톡옵션

보상이 높다는 증거를 제시하고 있다. 또한 Koo와 Maeng(2006)은 외국인지분율이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 투자-현금흐름 민감도가 낮다는 분석결과를 보고하고 있다.

두 번째로는 기업의 소유구조와 기업가치의 관계를 살펴보는 연구를 들 수 있다. 일반적으로 기업가치는 토빈(Tobin) Q로 측정을 하는데, 이 토빈 Q에 영향을 주는 변수들을 통제한 후 소유구조가 토빈 Q에 유의한 영향을 미치고 있는가를 조사하는 방법을 주로 사용하고 있다. Morck 등(1988)과 McConnell과 Servaes(1990)의 연구가 대표적인데 이들은 기업가치와 내부지분율 사이에는 역U자 모형의 비선형관계가 존재한다는 주장을 제기하고 있다. 우선 내부지분율이 적은 구간에서는 양자 간에 정(+)의 관계를 보이게 되는데, 이는 내부지분율을 높임에 따라 경영자가 기업가치 극대화란 목적에 보다 전념하게 되기 때문이다. 즉 경영자의 이해와 일반 주주의 이해가 일치한다는 이해일치가설(convergence-of-interest hypothesis)이 성립된다. 그러나 내부지분율이 일정 이상으로 증가하게 되면 기업가치 극대화보다는 자신의 경영권을 공고히 하는데 보다 신경을 쓰게 되어 이 구간에서는 기업가치와 내부지분율 사이에는 부(-)의 관계가 성립하게 된다. 경영진참호가설(managerial entrenchment hypothesis)은 이러한 부(+의) 관계를 설명하는 가설로 사용된다.

그런데 Cho(1998)는 이러한 정(+) 내지는 부(-)의 관계는 인과관계의 동시성(simultaneity) 고려여부에 따라 달라질 수 있다는 주장을 펴고 있다. 그는 2SLS(two-stage least squares)를 사용하여, 내부지분율에 따라 기업가치가 달라진다는 기존연구와는 달리 기업가치가 높은 기업일수록 내부지분율이 높아진다는 증거를 제시하고 있다.

한편 McConnell과 Servaes(1995)는 기업특성에 따라 기업가치와 소유구조의 관계가 달라질 수 있다는 주장을 제기하고 있다. 그들이 주안점을 둔 기업특성은 성장성으로, 성장성이 높은 기업에 비해 낮은 기업에서 기업가치와 소유구조의 관계가 보다 강하게 성립할 것이라는 예측과 증거를 제시하고 있다.

Himmelberg 등(1999)은 관찰 가능한 기업특성과 고정기업효과를 통제하면 내부지분율이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않는다고 주장한다. Holderness 등(1999)은 미국 기업에 있어 1935년부터 1995년 사이에 경영진의 소유지분이 크게 증가한데 주목하고, 이는 기업의 변동성과 다양한 헤징이 등장함에 기인한다는 주장을 하고 있다. 한편 Ang 등(2000)은 경영진의 소유지분과 대리비용 사이에는 역의 관계가 성립한다는 증거를 제시하고 있다.

한편 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 미국과 한국에 있어 뚜

렸한 차이가 있다. 우선 미국에서는 경영진과 외부투자자의 이해갈등에 초점을 맞춘 반면에 우리나라에서는 대주주와 외부투자자의 이해갈등에 초점을 맞추고 있다. 이에 따라 미국에서는 경영자의 내부지분에 따른 기업가치의 변화에 주안점을 두면서 기관투자자가 경영자와 어떤 관계를 유지하는가에 관심을 보이고 있다. 전략적 일치가설(strategic alignment hypothesis)에 따르면 기관투자자의 특성 상 경영자와 전략적 우호관계를 유지하는 것이 유리하고 이에 따라 기관투자자 지분상승은 기업가치를 하락시킨다는 것이다. 반면에 효율적 감시가설(efficient monitoring hypothesis)에 의하면 기관투자자의 높은 지분율과 우수한 기업분석능력으로 인해 경영자에 대한 효율적인 감시가 가능해 기관투자자 지분상승은 기업가치의 상승을 가져온다.

그런데 우리나라의 경우에는 전통적으로 소유경영진이 경영을 좌지우지하는 경향이 강한 반면에 이를 견제하려는 기관투자자의 역할은 제대로 수행되지 못했었다. 따라서 대주주의 지분율, 기업집단 소속여부 등이 중요한 이슈가 되고 있으며, 외국인투자자들이 어떻게 대주주-외부주주 간의 갈등으로 발생하는 대리비용 감소에 기여하며 지배구조를 개선하는가에 관심을 보이고 있다.

소유구조와 기업가치 간의 관계에 관한 국내 연구를 보면 우선 김영숙과 이재춘(2000)은 기관투자자지분율이 높아질수록 기업가치가 상승하는 반면에 대주주지분율과 기업가치 간에는 U자형 관계를 보인다는 증거를 제시하였다. 최정표 등(2003) 역시 대주주 지분율과 기업가치간에 U자형 관계를 발견하였으나, 조동근과 변민식(2008)은 기업가치를 토빈 Q 대신에 ROA로 측정하면 대주주지분율과 기업가치 간에는 역U자형 형태가 성립한다는 증거를 보고하고 있다. 김창수(2006)는 기업가치에 기관투자자지분율은 정(+)의 영향을 그리고 대주주지분율은 유의하지 않는 영향을 미치고 있다는 증거를 제시하고 있다. 또한 외환위기 이후 외국인 투자비중과 기업가치 간에는 정(+)의 관계가 존재한다고 보고하고 있다. 그러나 그와 같은 결과는 다른 소유구조 변수를 통제하지 않은 상태에서 얻었기 때문에 다른 소유구조 변수를 포함하면 달라질 가능성이 있다.

박경서와 백재승(2001)은 우리나라 기업의 소유구조는 기업가치 또는 자본구조에 의해 내생적으로 결정되며, 기업가치와 소유구조의 관계에 있어 재벌기업과 비재벌기업에 차이가 있다는 증거를 제시하고 있다. 한편 외국인 투자자들은 기관투자자라는 특성과 거래규모가 크다는 점에서 주식시장의 거래행태에도 영향을 미칠 수 있다. 고희수와 이준행(2003)은 외국인 거래가 주가수익률에 유의한 영향을 미치고 있으며, 우월한 투자능력으로 주가에측력도 갖고 있다는 증거를 제시하고 있다. 김동순과 전영순(2004) 역시 외국인이 정보우위에 있다는 실

증분식 결과를 보고하고 있다.

Ⅲ. 표본 및 기술통계치

1. 표 본

외국인 투자비중이 기업가치에 미치는 영향을 실증분석하기 위해 표본기간을 2000년부터 2007년까지의 8년간으로 설정하였다. 시작연도를 2000년으로 설정한 첫 번째 이유는 1998년 5월부터 외국인 주식투자에 대한 한도가 완전 철폐되었는데 그 본격적인 효과는 2000년부터 나타났기 때문이다. <표 1>을 보면 전체 상장주식과 대비한 외국인 투자비중은 1998년과 1999년 각각 5%와 2.3% 증가한 후 2000년 이후 30%를 돌파해 2007년까지 30% 이상을 유지하고 있음을 알 수 있다. 두 번째 이유는 1997년 말 외환위기로 인해 회계 및 주가 자료의 불안정성을 배제하기 위해서이다.

마지막 연도를 2007년으로 한 까닭은 우선 2008년 회계 및 주가 자료가 아직 일반인에게 제공되지 않고 있기 때문이다. 또한 2008년은 미국의 서브프라임모기지 사태로 글로벌 신용위기가 촉발되어 주가폭락이 있었기에 제외하였다. 이러한 세계적 금융위기는 외국인 주식투자에도 영향을 미쳐 외국인 주식투자 비중이 9년 만에 처음으로 30% 이하로 감소하였다.

표본기업은 12월 결산법인 중 금융업을 제외한 전 업종에서 추출하였다. 관리종목과 자본잠식사를 제외하면 표본기간 동안 모두 3,964개의 관측치 얻을 수 있었다. 그런데 이 중 3,457개의 관측치는 외국인 투자비중이 영(0)보다 컸지만 507개의 관측치에 대해서는 외국인 소유지분이 전혀 없었다. <표 2>를 보면 외국인 주식투자 유무에 따른 소유구조 및 기업특성 변수의 차이가 무척 크게 나타나 두 기업군을 같이 포함하는 것은 맞지 않음을 알 수 있다. 이에 따라 본 연구에서는 외국인 지분율이 영(0)보다 큰 기업만을 표본에 포함하였다. 아울러 극단치의 영향을 피하기 위해 분석에 사용된 종속변수 및 독립변수에 대한 H(lever)값, RSTUDENT값 및 Cook's D값을 구해 극단치를 제거하였다.¹⁾ 이러한 절차를 거쳐 표본기간 동안 모두 3,398개의 관측치가 최종 표본에 포함되었다.

1) H값이 .2보다 크거나, RSTUDENT값이 ± 3 을 벗어나거나, Cook's D값이 1보다 큰 경우는 제외하였다.

분석에 사용된 주가자료는 한국증권연구원의 수익률DB에서 그리고 회계자료는 한국상장회사협의회 TS2000에서 추출하였다. 그런데 TS2000은 금융감독원 분류를 따르는 관계로 기관투자자지분율을 분류하고 있지 않는 반면에 FnGuide는 기관투자자를 법인과 금융기관투자자로 분류하여 지분율을 제공하고 있다. 여기서 법인은 일반법인과 공익법인 그리고 벤처캐피탈을 포함하고 있으며, 금융기관투자자는 은행, 증권, 보험, 종금 및 신금, 그리고 기금 및 공제회를 포함하고 있다. 여기서는 기관투자자지분율(INSHOLD)은 법인지분율(COHOLD)과 금융기관지분율(FIHOLD)을 합한 것으로 정의하기로 하며 이에 관한 자료는 FnGuide DB에서 추출하였다.

<표 1> 외국인 소유비중 및 거래대금비중

연도	외국인 소유주식 시가총액 (10억원)	상장주식 대비 비율(%)	거래대금 비율(%)
1996	15,222.0	13.0	6.0
1997	10,358.0	14.6	6.7
1998	25,633.4	19.6	7.4
1999	76,590.5	21.9	5.1
2000	56,558.5	30.1	9.2
2001	93,698.2	36.6	10.4
2002	93,160.7	36.0	11.4
2003	142,534.1	40.1	15.4
2004	173,157.7	42.0	22.8
2005	260,262.6	39.7	20.6
2006	262,533.5	37.3	26.0
2007	308,047.0	32.4	24.7
2008	166,932.7	28.9	26.2

출처 : 금융통계월보, 2009년, 금융감독원

<표 2> 외국인 주식투자 유무에 따른 소유구조 및 기업특성 차이분석

()안은 표준편차

변수명		외국인 지분율(FSHOLD) 평균값		차이 t값
		영(0)보다 큰 기업 (n=3457)	영(0)인 기업 (n=507)	
시가/장부가비율	MTB	0.98(0.54)	0.83(0.37)	5.94***
개인지분율(%)	ISHOLD	21.87(17.79)	35.74(17.66)	-4.57***
최대주주지분율(%)	OSHOLD	33.01(18.42)	37.48(19.97)	-5.04***
기관투자자지분율(%)	INSHOLD	14.09(21.69)	12.47(22.95)	1.55
법인지분율(%)	COHOLD	11.92(20.64)	10.88(21.88)	1.05
금융기관지분율(%)	FIHOLD	2.17(7.18)	1.59(7.32)	1.69*
자산(십억원)	ASSET	1,323.37(4446.54)	123.52(200.43)	6.07***
부채비율	LEVER	1.52(4.40)	3.36(20.07)	-4.68***
R&D집중도	RNDINTEN	0.012((0.024)	0.008(0.019)	3.42***
광고선전비율	ADEINTEN	0.009(0.019)	0.005(0.014)	4.24***
기업연령(년)	AGE	34.05(14.17)	32.48(12.95)	2.36**
매출액영업이익률	PROFIT	0.05(0.17)	0.02(0.16)	4.40***
매출액총이익률	SPROFIT	0.21(0.19)	0.16(0.14)	5.89***
자기자본순이익률	ROE	0.10(3.24)	0.05(2.09)	0.33
배당성향	DPAYOUT	0.25(1.46)	0.16(0.34)	1.42

주) ①*, **, ***: 10%, 5%, 1% 수준에서 각각 유의함

②MTB=(보통주식수*보통주종가+우선주식수*우선주종가+부채)/자산,

LEVER=부채/자본, RNDINTEN=연구개발비/매출액, ADEINTEN=광고선전비/매출액,

PROFIT=영업이익/매출액, SPROFIT=매출총이익/매출액, ROE=세후순이익/보통주의 시장가치,

DPAYOUT=현금배당액/세후순이익

2. 기술통계치

분석에 사용된 주요 변수들의 기술통계치는 <표 3>에 보고되어 있다. 기업가치의 대리변수로 사용된 시가/장부가비율의 평균은 1에 약간 못 미치는 0.94이고 중앙값은 이보다 작은 0.84로 나타났다. 소유구조에 관련된 변수들을 보면 외국인지분율(FSHOLD)은 표본기간 동안 평균 11.34%이며 중앙값은 이에 비해 훨씬 작은 3.75%로 나타나 외국인 주식투자가 특정 기업들에 편중되어 있음을 알 수 있다. 한편 개인지분율, 최대주주지분율, 기관투자자지분율은 각각

31.92%, 33.04%, 14.06%로 나타났으며, 기관투자자 중에 법인지분율이 금융기관 지분율에 비해 월등히 높은 것으로 나타나고 있다.

기업특성변수들을 살펴보면 우선 부채비율의 평균값이 145%로 이는 표본기간이 외환위기 이후이기 때문에 우리나라 상장기업의 부채비율이 지속적으로 감소한 것을 보여준다. 매출액 대비 연구개발비를 나타내는 R&D집중도는 1.1% 그리고 매출액 대비 광고선전비를 나타내는 광고선전비율은 0.9%였다. 기업연령은 1년에서 90년까지 다양했으며 평균값과 중앙값 모두 34년이였다. 수익성은 세 가지로 측정하였는데 매출액영업이익률은 5%, 매출액총이익률은 21%, 그리고 자기자본순이익률은 11%로 나타나고 있다. 한편 현금배당액을 세후순이익으로 나눈 값으로 산출한 배당성향은 평균 25%였다.

<표 4>에는 연도별 및 소유자별 지분율이 보고되어 있다. 우선 외국인지분율을 보면 앞서 <표 1>은 전체 상장주식 대비 비율이며 가치가중이지만 <표 4>는 표본기업만을 대상으로 하며 동일가중이라는 점에서 차이가 난다. 이러한 차이는 앞서 언급한 바와 같이 외국인 투자자가 특정 기업군에 집중투자하기 때문에 발생한다. 비율의 크기 차이에 불구하고 전체적인 추세는 비슷한 것을 알 수 있다. 예를 들어 <표 1>에서 외국인지분율이 2004년을 정점으로 하락 추세에 있는데 <표 4>에서도 2004년이 외국인지분율이 가장 높게 나타나고 있다. 전반적인 소유구조를 볼 때 개인투자자 지분은 하락추세에 있고 최대주주 및 기관투자자 지분은 증가추세에 있다.

<표 5>에는 산업별로 외국인 투자비중을 정리하고 있다. 표본 수가 가장 많은 제조업에 한정하면 최저 1.46%(가죽, 가방 및 신발 제조업)에서 최고 34.38%(코크스, 연탄 및 석유정제품 제조업)로 큰 편차를 보이고 있다. 첨단 제조업과 비첨단 제조업 사이에 그리고 제조업과 비제조업 사이에 외국인 투자비중에 대한 뚜렷한 차이를 발견할 수 없었다.

<표 3> 주요 변수에 대한 기술통계치(n=3,398)

변수명		평균	표준편차	중앙값	최대치	최소치
시가/장부가비율	MTB	0.94	0.38	0.84	3.08	0.22
외국인지분율(%)	FSHOLD	11.34	15.89	3.75	92.97	0.01
개인지분율(%)	ISHOLD	31.92	17.76	29.38	93.80	0
최대주주지분율(%)	OSHOLD	33.04	18.47	31.62	93.52	0
기관투자가지분율(%)	INSHOLD	14.06	21.71	0	93.54	0

법인지분율(%)	COHOLD	11.88	20.66	0	93.54	0
금융기관지분율(%)	FIHOLD	2.18	7.22	0	79.78	0
자산(십억원)	ASSET	1,322.99	4,469.09	235.75	65,642.59	10.77
부채비율	LEVER	1.45	3.04	0.88	69.92	0.01
R&D집중도	RNDINTEN	0.011	0.023	0.004	0.319	-0.100
광고선전비율	ADEINTEN	0.009	0.019	0.001	0.152	0
기업연령(년)	AGE	34.17	14.09	34.00	90.0	1.00
매출액영업이익률	PROFIT	0.05	0.15	0.05	0.97	-3.45
매출액총이익률	SPROFIT	0.21	0.19	0.16	1.00	-2.40
자기자본순이익률	ROE	0.11	3.22	0.10	155.68	-79.62
배당성향	DPAYOUT	0.25	1.47	0.16	61.09	-17.70

주) MTB=(보통주식수*보통주종가+우선주식수*우선주종가+부채)/자산,
 LEVER=부채/자본, RNDINTEN=연구개발비/매출액, ADEINTEN=광고선전비/매출액,
 PROFIT=영업이익/매출액, SPROFIT=매출총이익/매출액, ROE=세후순이익/보통주의 시장가치,
 DPAYOUT=현금배당액/세후순이익

<표 4> 연도별 및 소유자별 지분율(%)

연도	n	FSHOLD	ISHOLD	OSHOLD	INSHOLD	COSHOLD	FISHOLD
2000	323	7.74	37.09	29.26	0.96	0.90	0.06
2001	353	8.10	35.78	30.02	1.94	1.73	0.21
2002	391	8.17	35.32	30.78	5.41	3.80	1.61
2003	425	10.99	33.83	31.53	17.01	14.45	2.57
2004	418	13.81	29.93	33.07	18.16	15.47	2.69
2005	462	13.38	29.10	33.52	18.86	15.43	3.43
2006	496	13.69	29.03	34.59	19.52	16.79	2.73
2007	530	12.36	28.87	38.33	21.59	18.68	2.91

주) FSHOLD=외국인지분율, ISHOLD=개인투자자지분율, OSHOLD=최대주주지분율,
 INSHOLD=기관투자자지분율, COSHOLD=법인지분율, FISHOLD=금융기관지분율

<표 5> 산업별 외국인 투자비중

산업명	표본수	평균값(%)	표준편차
농업, 임업 및 어업	22	3.11	3.59
광업	8	1.13	1.65
식료품 제조업	202	15.55	16.94
섬유제품 제조업	170	5.40	8.74
가죽, 가방 및 신발 제조업	17	1.46	3.16
목재 및 나무제품 제조업	121	4.45	7.73
코크스, 연탄 및 석유정제품 제조업	26	34.38	24.09
화학물질 및 화학제품 제조업	369	10.64	12.33
의료용 물질 및 의약품 제조업	170	10.01	13.66
고무제품 및 플라스틱 제품 제조업	129	7.56	13.69
비금속 광물제품 제조업	133	14.71	21.07
1차 금속 제조업	235	9.63	14.23
금속가공 제품 제조업	45	2.62	3.67
전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	302	11.84	15.86
의료, 정밀, 광학기기 및 시계제품 제조업	36	4.37	4.37
전기장비 제조업	114	9.25	11.91
기타 기계 및 장비 제조업	153	10.84	20.35
자동차 및 트레일러 제조업	187	11.90	18.17
기타 운송장비 제조업	40	20.49	13.70
가구 제조업	24	8.44	10.46
기타 제품 제조업	8	7.04	7.69
전기, 가스, 증기 및 수도사업	77	9.99	9.49
건설업	227	13.47	18.43
도매 및 소매업	263	10.16	15.76
운수업	102	11.70	13.94
숙박 및 음식점업	2	19.96	0.98
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	72	15.49	17.15
전문, 과학 및 기술 서비스업	120	25.56	20.57
사업시설 관리 및 사업지원 서비스업	5	11.05	10.94
교육서비스업	4	32.03	4.66
보건업 및 사회복지 서비스업	11	9.03	14.95
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업	1	37.43	n/a
기타	3	0.51	0.14

주) 산업분류는 2008년 통계청 중분류를 따름.

IV. 실증분석결과

1. 외국인투자비중이 기업가치에 미치는 영향

실증분석모형을 설정하기 전에 사용된 변수들 간의 상관관계를 조사해 보았다<표 6>. 기업가치를 나타내는 MTB와 다른 변수들 간의 상관계수값은 모두 1% 미만 수준에서 유의했다. 또한 기업가치에 영향을 미치는 기업특성변수들의 상관계수 부호값은 대부분 예상과 일치했다. 기업규모, 부채비율, R&D집중도, 광고선전비율 모두 기업가치와 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. LEVER와 MTB의 상관계수값이 유의하게 정(+)인 것은 표본기간이 부채비율이 전체적으로 낮아진 외환위기 이후 기간이기 때문인 것으로 판단된다. 외환위기 이전에는 높은 부채비율이 기업의 수익성과 안정성에 심각한 문제가 되었지만 외환위기 이후에는 기업들의 보수적인 경영으로 상장기업의 평균 부채비율이 크게 낮아져서 세금효과 및 시장감시 등의 부채의 긍정적인 효과가 부정적인 효과보다 더 크게 나타난 것으로 생각된다.²⁾ 기업연령과는 부(-)의 상관관계를 보이는데 이는 기업이 초기에는 새로운 제품과 서비스로 높은 성장성을 보이지만 기업연령이 높아질수록 성숙단계에서 쇠퇴단계로 진행해 성장성이 낮아지는 것을 반영한다고 볼 수 있다.

MTB와 소유구조 관련 변수들의 상관관계를 살펴보면 외국인지분을 및 기관투자자지분율은 기업가치와 정(+)의 관계를 보이고 있다<표 6>. 표에는 보고하지 않았지만 예상대로 개인투자자지분율(ISHOLD)을 포함시키면 이 변수와 외국인지분율(FSHOLD), 최대주주(OSHOLD), 그리고 기관투자자지분율(INSHOLD)과 1% 미만의 매우 유의한 음(-)의 상관관계를 보인다. 이는 소유분산과 개인 대 기관의 소유구조에 비추어 볼 때 쉽게 예상할 수 있는 관계이다. 따라서 실증분석에서는 다중공선성 문제를 최소화 하기 위해 개인투자자지분율을 모형에서 제외하였다. 외국인지분율과 최대주주지분율 간에 특별한 상관관계가 존재하지 않았지만 기관투자자로서의 특성을 공유하고 있는 외국인과 기관투자자의 지분율에는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계가 나타나고 있다. 독립변수들 간에 상관관계가 높으면 회귀분석을 실행할 때 다중공선성 문제에 봉착할 수 있다. 그런데 뒤에서 자세히 설명하겠지만 설정된 실증모형의 다중공선성 문제는 심각하지 않은 것으로 나타나고 있다.

2) 부채의 긍정적인 역할에 대해서는 McConnell과 Servaes(1995)와 Zantout(1997)을 참고할 것.

<표 6> 주요 변수에 대한 피어슨 상관관계수

	MTB	FSHOLD	OSHOLD	INSHOLD	FSIZE	LEVER	RNDINTEN	ADEINTEN	FAGE
MTB	1.00	0.31***	-0.06***	0.18***	0.13***	0.11***	0.22***	0.17***	-0.15***
FSHOLD		1.00	-0.01	-0.04**	0.44***	-0.10***	0.05***	0.13***	-0.01
OSHOLD			1.00	0.20***	-0.06***	-0.10***	-0.09***	0.03*	-0.05***
INSHOLD				1.00	0.09***	-0.004	-0.05***	0.02	-0.08***
FSIZE					1.00	0.03*	0.01	0.02	0.06***
LEVER						1.00	-0.04***	-0.04**	0.03
RNDINTEN							1.00	0.12***	-0.12***
ADEINTEN								1.00	0.01
FAGE									1.00

주) ①*, **, ***: 10%, 5%, 1% 수준에서 각각 유의함

②MTB=(보통주식수*보통주증가+우선주식수*우선주증가+부채)/자산,

FSHOLD=외국인지분율, OSHOLD=최대주주지분율, INSHOLD=기관투자자지분율,

FSIZE=ln(자산), LEVER=부채/자본, RNDINTEN=연구개발비/매출액,

ADEINTEN=광고선전비/매출액, FAGE=ln(기업연령)

외국인 투자비중이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음과 같이 모형 1을 설정하였다.

(모형 1)

$$\begin{aligned}
 MTB = & \beta_0 + \beta_1 FSHOLD + \beta_2 OSHOLD + \beta_3 INSHOLD + \beta_4 FSIZE + \beta_5 LEVER \\
 & + \beta_6 RNDINTEN + \beta_7 ADEINTEN + \beta_8 FAGE + \sum_{t=1}^T YEARDUM_t + \epsilon
 \end{aligned}$$

기업가치를 측정하기 위한 대리변수로 시가/장부가비율(MTB)을 사용하였으면, 소유구조변수로는 외국인지분율(FSHOLD), 최대주주지분율(OSHOLD), 그리고 기관투자자지분율(INSHOLD)를 포함하였다. 개인투자자지분율은 전술한 바와 같이 다른 소유구조 변수들과의 높은 상관관계 때문에 제외하였다. 기업특성 변수로는 기존연구에서 토빈 Q에 유의한 영향을 미친다고 알려진 변수들을 포함하였는데 이는 기업규모, 부채비율, R&D집중도, 광고선전비율, 기업연령 등이 해당된다. 기업규모(FSIZE)는 자산에 로그값을 취해 구했으며, 기업연수(FAGE)는 기업연령(=해당연도-설립연도)에 로그값을 취해 구했다. 특정연도의 경제상황과 자본시장상황을 통제하기 위해 연도별 더미변수를 모형에 포함하였

다. 한편 모형 1은 횡단면자료와 시계열자료를 동시에 포함하기 때문에 이분산성문제와 자기상관문제가 존재할 가능성이 높다. 이러한 문제들을 적절히 통제하기 위해 모형 1의 계수값을 추정하는데 있어 최소자승회귀법 대신에 Newey-West(1987)방법을 적용하였다.

앞서 일부 변수들 간의 상관계수값이 높았기 때문에 모형의 다중공선성 문제를 우선 살펴보았다. 다중공선성이 얼마나 심각한가를 알기 위해 Variance Inflation Factors(VIF)와 Eigenvalue를 조사해 보았는데 두 지표 모두 다중공선성이 심각하지 않음을 보여주고 있다. 일반적으로 VIF는 5 이하이면 큰 문제가 없다고 보는데 변수들 중 가장 VIF가 높은 FSHOLD도 1.372에 불과하였다. 보다 공식적으로는 모형에 포함된 각 변수들의 값이 $1/(1-R^2)$ 값 보다 크지 않으면 다중공선성 문제가 없다고 판단하는데 모형 1의 경우 그 값이 1.543으로 모든 변수의 VIF가 그 값보다 작았다. 그리고 Eigenvalue는 그 값이 영(0)에 가까울 때나 혹은 Eigenvalue의 condition index가 30 이상이면 다중공선성의 문제가 있다고 보는데 모형 1의 경우 포함된 변수들 모두 Eigenvalue가 1보다 컸으며 condition index도 1.204 미만이었다.

모형 1의 분석결과는 <표 7>에 보고되어 있다. 외국인 투자비중은 기업가치에 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기관투자자 투자비중 역시 정(+)의 영향을 미치고 있었는데 기관투자자를 법인과 금융기관으로 분리해 모형을 실행했을 때도 모두 1% 미만에서 유의한 정(+)의 계수 값을 보이고 있었다. 이와는 반대로 최대주주의 지분율이 높아지면 기업가치는 하락하는 것으로 나타났다. 기업특성변수를 살펴보면 기존연구에서 주장한대로 R&D와 광고선전 투자가 늘어날수록 기업가치는 상승하고 있었으며 설립연도가 오래된 기업일수록 기업가치는 하락하고 있었다. 그런데 규모의 경제로 인해 기업규모가 기업가치에 정(+)의 영향을 끼칠 것으로 예상했으나 기업규모 계수값은 통계적으로 유의하지 않았다. 그리고 부채비율이 유의한 정(+)의 계수값을 보인 것은 앞서 설명한 바와 같이 외환위기 이후를 표본기간으로 설정했기 때문에 부채비율이 감소추세를 보이는 과정에서 부채의 긍정적 효과가 부정적 효과에 비해 크게 나타났기 때문일 것으로 생각된다.

소유구조 변수와 기업특성 변수를 통제한 상태에서 외국인지분율(FSHOLD)이 통계적으로 유의한 정(+)의 계수값을 보인 것은 외국인 투자가 늘어날수록 기업가치는 상승하는 경향이 뚜렷함을 보여준다. 이러한 결과는 외국인 투자자가 제공하는 감시효과(monitoring effect) 또는 견제효과(disciplining effect)가 우리나라 기업에 긍정적으로 작용했기 때문인 것으로 여겨진다. 전통적으로 창

립자 또는 소유경영자가 지배해 왔기 때문에 소유구조가 분산되는 과정에서 개인투자자가 수행할 수 없는 기업에 대한 감시 및 견제 역할을 외국인 투자자가 함으로써 대리비용과 정보비용을 감소시킨 것으로 판단된다.

기관투자자와 외국인투자자를 비교해 보면 감시역할은 상호 비슷하겠으나 외국인투자자가 지배구조개선에 대한 요구가 더 크고 최대주주와의 전략적으로 협력할 가능성은 더 낮다고 볼 수 있을 것이다. 이에 따라 국내기관투자자에 비해 외국인투자자가 투자비중을 높였을 때의 긍정적 영향이 더욱 큰 것으로 추측된다.

2. 외국인 투자비중과 기업가치의 동시성 분석

외국인이 지분율을 확장할수록 기업가치가 높아지는 것을 앞서 모형 1에서 살펴보았는데, 역으로 기업가치가 높아질 것으로 예상되는 기업에 외국인이 집중적으로 투자했을 가능성도 있다. 이러한 가능성을 조사하기 위해 다음과 같이 모형 2를 설정하여 앞서와 같이 Newey-West방법으로 계수값을 추정하였다.

(모형 2)

$$FSHOLD_{it} = \beta_0 + \beta_1 MTB_{it} + \beta_2 SPROFIT_{it} + \beta_3 DPAYOUT_{it} + \beta_4 FSIZE_{it} + \beta_5 LEVER_{it} + \sum_{t=1}^T YEARDUM_t + \varepsilon_{it}$$

여기서 SPROFIT은 매출액총이익률, DPAYOUT은 배당성향을 각각 나타내며 나머지 변수들은 앞서 모형 1에서 정의한 것과 동일하다. 외국인투자자들은 성장성, 수익성, 배당성향이 높은 기업에 투자하는 것으로 그리고 대기업과 부채비율이 낮은 기업을 선호하는 것으로 알려져 있다. <표 7>에 모형 2에 대한 실증분석결과가 보고되어 있는데 배당성향을 제외하고는 계수값이 모두 통계적으로 유의하며 부호도 예상과 일치하고 있다. 이는 다른 요인들의 영향을 통제 한 후에도 성장성(MTB)이 높은 기업에 외국인이 더 많이 투자한다는 것을 의미한다.

<표 7> 기업가치 및 외국인 투자비중에 대한 회귀분석 결과

모형 1: 기업가치(MTB) 회귀분석모형			모형 2: 외국인 투자비중(FSHOLD) 회귀분석모형		
변수명	계수값	t값	변수명	계수값	t값
FSHOLD	0.006	9.35***	MTB	10.309	8.30***
OSHOLD	-0.002	-5.59***	SPROFIT	6.653	3.76***
INSHOLD	0.002	5.54***	DPAYOUT	0.111	0.65
FSIZE	0.002	0.37	FSIZE	4.434	18.33***
LEVER	0.022	5.31***	LEVER	-0.642	-4.36***
RNDINTEN	3.439	7.85***			
ADEINTEN	2.446	4.81***			
FAGE	-0.071	-5.42***			
Adj R-sq	35.20%		Adj R-sq	29.63%	
F	124.03***		F	120.18***	

주) ①*, **, ***: 10%, 5%, 1% 수준에서 각각 유의함

②MTB=(보통주식수*보통주종가+우선주식수*우선주종가+부채)/자산,
 FSHOLD=외국인지분율, OSHOLD=최대주주지분율, INSHOLD=기관투자자지분율,
 FSIZE=ln(자산), LEVER=부채/자본, RNDINTEN=연구개발비/매출액,
 ADEINTEN=광고선전비/매출액, FAGE=ln(기업연령),
 SPROFIT=매출총이익/매출액, DPAYOUT=현금배당액/세후순이익

이에 따라 기업가치(MTB)와 외국인지분율(FSHOLD)의 인과관계를 보다 정확히 규명해 볼 필요가 있다. 본 연구에서는 기업가치 및 외국인 투자비중에 대한 동시성(simultaneity)이 성립하는가를 규명하기 위해 다음과 같이 모형 3.1과 모형 3.2 두 모형을 설정한 후에 MTB와 FSHOLD를 내생변수로 한 2단계최소자승회귀(2SLS)법을 적용하였다.

(모형 3.1)

$$\begin{aligned}
 MTB = & \beta_0 + \beta_1 FSHOLD + \beta_2 OSHOLD + \beta_3 INSHOLD + \beta_4 FSIZE + \beta_5 LEVER \\
 & + \beta_6 RNDINTEN + \beta_7 ADEINTEN + \beta_8 FAGE + \sum_{t=1}^T YEARDUM_t + \epsilon
 \end{aligned}$$

(모형 3.2)

$$\begin{aligned}
 FSHOLD = & \beta_0 + \beta_1 MTB + \beta_2 SPROFIT + \beta_3 DPAYOUT + \beta_4 FSIZE \\
 & + \beta_5 LEVER + \sum_{t=1}^T YEARDUM_t + \epsilon
 \end{aligned}$$

모형 3.1과 모형 3.2는 앞서의 모형 1과 모형 2와 각각 동일한 형태를 취하지만 모형의 계수값을 추정하는데 있어서는 큰 차이가 있다. MTB와 FSHOLD가 내생변수일 경우에 각각의 단일 방정식으로 계수값을 추정하면 편의(bias)가 발생하게 된다. 따라서 두 개의 모형으로 구성된 연립방정식의 계수값을 추정함으로써 내생성에 따른 편의(bias)문제를 해결하고자 하였다.

2SLS의 분석결과는 <표 8>에 정리되어 있다. 먼저 모형 3.1을 보면 여전히 외국인지분율이 상승할수록 기업가치가 높아지는 것으로 나타나고 있다. 그러나 모형 3.2의 MTB 계수값을 보면 성장성으로 측정된 기업가치가 높을수록 외국인이 선호하는 경향은 나타나지 않고 있다. 따라서 이러한 관계를 종합해 보면 기업가치와 외국인지분율 간에는 유의적인 정(+)의 관계에 동시성이 존재하지 않는다는 것을 알 수 있다. 보다 구체적으로 설명하면 외국인지분율이 높아지면 기업가치가 높아지는 방향으로 양자 간의 인과관계가 형성되는 것이지만 그 반대방향으로는 성립하지 않는다는 것을 의미한다. 이는 앞서 외국인의 감시 및 견제 역할이 기업가치에 긍정적으로 작용한다고 있다는 주장을 더욱 뒷받침하고 있다. 모형 1과 모형 3.1을 비교해 보면 모형 1에서는 유의하지 않았던 FSIZE가 모형 3.1에서는 유의한 음(-)의 계수값을 보이고 있는 반면에 모형 1에서는 유의했던 광고선전비율이 모형 3.1에서는 비유의한 계수값을 띠고 있다. 모형 2와 모형 3.2를 비교해 보면 MTB를 제외한 다른 변수들의 계수값의 통계적 유의성과 부호는 변하지 않고 있다.

<표 8> 기업가치-외국인투자비중의 동시성에 관한 2SLS분석 결과

모형 3.1: 기업가치모형			모형 3.2: 외국인투자비중모형		
변수명	계수값	t값	변수명	계수값	t값
FSHOLD	0.041	4.44***	MTB	0.704	0.32
OSHOLD	-0.003	-4.54***	SPROFIT	10.861	6.89***
INSHOLD	0.006	5.23***	DPAYOUT	0.061	0.38
FSIZE	-0.174	-3.66***	FSIZE	4.753	26.98***
LEVER	0.036	7.18***	LEVER	-0.445	-4.92***
RNDINTEN	2.828	6.05***			
ADEINTEN	-0.795	-0.79			
FAGE	-0.034	-1.97**			
Adj R-sq	12.37%		Adj R-sq	25.07%	
F	32.96***		F	95.69***	

주) ①*, **, ***: 10%, 5%, 1% 수준에서 각각 유의함

②MTB=(보통주식수*보통주증가+우선주식수*우선주증가+부채)/자산,
 FSHOLD=외국인지분율, OSHOLD=최대주주지분율, INSHOLD=기관투자자지분율,
 FSIZE=ln(자산), LEVER=부채/자본, RNDINTEN=연구개발비/매출액,
 ADEINTEN=광고선전비/매출액, FAGE=ln(기업연령),
 SPROFIT=매출총이익/매출액, DPAYOUT=현금배당액/세후순이익

V. 결 언

개인투자자들은 대부분 소액주주들이기 때문에 기업에 대한 감시에 소홀하기 쉽다. 반면 외국인투자자들은 기관투자자들과 마찬가지로 투자금액도 크고 기업 분석능력도 뛰어나기 때문에 기업에 대한 감시 및 견제 역할을 충실히 수행할 가능성이 높다. 특히 전통적으로 창업자 또는 소유경영자에 의한 기업지배가 주를 이룬 우리나라 기업들은 대주주-외부투자자 특히 대주주-소액주주 간의 이해갈등에 따른 대리비용이 더 크다고 하겠다. 또한 소유분산이 심화됨에 따라 이러한 경향은 더 강화된다고 하겠다.

최근 경영투명성 제고 및 지배구조 개선 노력은 우리나라 기업의 가치상승에 있어 화두가 될 정도로 중요성이 부각되고 있다. 외국인투자자들은 감시와 견제를 통해서 우리나라 기업의 투명성 제고와 지배구조 개선에 긍정적인 역할을 하고 있다는 주장이 많이 제기되었다. 물론 외국인 투자비중 증가의 주목적이 기업지배인 경우는 아직까지 소수에 불과하다. 그렇지만 외국인 지분상승은 경영자 또는 대주주로 하여금 전통적인 경영방식을 고수하기 어렵게 만드는 커다란 압력요인으로 작용하고 있다. 특히 본 연구에서는 외국인 지분상승으로 인해 투명성 제고와 지배구조 개선이 이루어져 기업가치가 상승하는가에 관심을 두고 있다.

그런데 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 실증연구가 다수 발표되었지만 외국인 투자비중이 기업가치에 미치는 영향을 따로 살펴본 연구는 상대적으로 적은 것으로 알고 있다. 이에 본 연구는 과연 외국인 투자비중이 기업가치에 정(+)의 영향을 주고 있는가를 실증분석하였다. 외국인 주식투자 한도가 철폐된 효과가 본격적으로 나타나고 외환위기가 끝난 2000년부터 2007년까지를 표본기간으로 설정하여 외국인 투자비중이 영(0)보다 큰 기업을 대상으로 분석한 결과를 정리하면 다음과 같다.

(1) 기업가치에 영향을 미치는 다른 소유구조 및 기업특성 변수를 통제했을 때 외국인 투자비중이 증가할수록 기업가치는 상승하였다.

(2) 기업가치와 외국인지분율의 동시성을 규명하기 위해 두 변수를 내생변수로 보고 연립방정식을 2SLS로 추정한 결과 외국인 투자비중이 기업가치에는 여전히 매우 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있었으나 그 반대의 경우는 성립하지 않았다.

(3) 동시성을 고려한 연립방정식 추정결과에 따르면 기업가치모형에서 기관투자자는 외국인투자자와 마찬가지로 정(+)의 영향을 그리고 최대주주는 부(-)의 영향을 미치고 있었다.

(4) 동시성을 고려한 연립방정식 추정결과에 의하면 외국인투자비중모형에서 외국인투자자들은 수익성이 높은 기업, 기업규모가 큰 기업, 부채비율이 낮은 기업을 선호하는 반면 배당성향은 고려하지 않는 것으로 나타났다.

(5) 이 밖에도 외국인지분율 유무에 따른 기업의 소유구조와 특성에 있어 뚜렷한 차이가 있다는 증거를 제시하였으며, 외환위기 이후에는 부채비율이 기업가치에 정(+)의 영향을 미치고 있어 부채사용 역시 긍정적 감시역할을 하고 있을 가능성을 보여주고 있다.

본 연구에서는 기업가치와 외국인지분율의 관계에 연구의 초점을 맞추었기 때문에 외국인 투자비중 증대가 장기성과의 개선을 가져오는가를 살펴보지는 않았다. 그렇지만 외국인 투자비중 증대에 따른 장기영업성과의 개선 또는 장기초과주가수익률의 존재에 대해 분석을 하면 외국인 투자자들이 기업가치 상승에 긍정적인 역할을 하는지에 대한 추가적인 증거를 제시할 수 있을 것이다.

또한 기업의 특성에 따라 세분화하여 인과관계를 살펴보면 보다 유의한 시사점을 제공해 줄 수 있을 것으로 기대된다. 이는 기업특성에 따라 인과관계의 방향이 달라질 수 있다는 주장에 근거한다. 예를 들어 대리비용 또는 정보비용이 많이 발생하는 기업은 경영진의 기회주의적인 행동을 줄일 경우 기업가치가 크게 상승하게 된다. 이같은 기업에 감시역할을 충실히 하는 외국인이 투자를 확대하게 되면 기업가치가 상승할 가능성이 높다. 이와는 대조적으로 기회주의적인 행동이 발생할 가능성이 낮은 기업의 경우에는 인과관계가 역으로 작용하게 될 가능성이 높는데, 그 이유는 이러한 우량기업에 외국인이 집중해서 투자하는 경향이 있기 때문이다.

참고문헌

1. 고헌수 · 이준행(2003), “외국인 거래 정보와 주식시장: 개방 10년의 경험,” 재무연구, 제16권 제1호, pp.159~191.
2. 김영숙 · 이재춘(2000), “기업가치와 기업소유구조와의 관련성,” 증권학회지, 제26권, pp.173~197.
3. 김동순 · 전영순(2004), “외국인투자자 대 국내투자자의 정보우위,” 증권학회지, 제33권 2호, pp.1~44.
4. 김창수(2006), “소유구조와 기업가치: IMF 이후 변화,” 2006년도 한국재무학회 추계학술대회 발표논문집.
5. 박경서 · 백재승(2001), “재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가?: 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구,” 재무연구, 제14권 제2호, pp.89~130.
6. 설원식 · 김수정(2006), “외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향,” 증권학회지, 제35권 1호, pp.1~40.
7. 이경태 · 이상철 · 박애영(2005), “소유 및 지배구조와 경영자 스톡옵션 보상,” 증권학회지, 제34권 제3호, pp.37~70.
8. 조동근 · 변민식(2008), 「기업의 소유 · 지배구조와 기업가치 간의 관계 - IMF 외환위기 이후의 한국의 경험」, 한국경제연구원.
9. 최정표 · 함시창 · 김희택(2003), “우리 기업들의 소유구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구,” 한국경제연구, 제11권, pp.5~44.
10. Ang, J., R. A. Cole, and J. W. Lin(2000), “Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Finance*, 55, pp.81~106.
11. Cho, M.(1998), “Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: an Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 103~121.
12. Choe, H., B. Kho, and R. Stulz(1999), “Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997,” *Journal of Financial Economics*, 54, pp.227~264.
13. Dahlquist, M. and G. Robertsson(2004), “Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics,” *Journal of Financial Economics*, 59, pp.413~440.

14. Demsetz, H. and K. Lehn(1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93, pp.1155~1177.
15. Himmelberg, C., G. Hubbard, and D. Palia(1999), "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance," *Journal of Financial Economics*, 53, pp.353~384.
16. Holderness, C., R. Kroszner, and D. Sheehan(1999), "Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression," *Journal of Finance*, 54, pp.435~469.
17. Jensen, M. and W. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305~360.
18. Kole, S.(1996), "Managerial Ownership and Firm Performance: Incentives or Rewards?" *Advances in Financial Economics*, 2, pp.119~149.
19. Koo, J. and K. Maeng(2006), "Foreign Ownership and Investment: Evidence from Korea," *Applied Economics*, Vol. 38 Issue 20, pp.2405~2414.
20. McConnell, J. and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27, pp.595~613.
21. McConnell, J. and H. Servaes(1995), "Equity Ownership and the Two Faces of Debt," *Journal of Financial Economics*, 39, pp.131~157.
22. Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny(1988), "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, pp.293~315.
23. Stulz, R.(1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, pp.25~54.
24. Zantout, Z.(1997), "A Test of the Debt-Monitoring Hypothesis: The Case of Corporate R&D Expenditures," *The Financial Review*, 32, pp.21~48.

Abstract

The Effects of Foreign Ownership on Firm Value†

Kim, Pyung-Kee*

The purpose of this paper is to investigate the relationship between foreign ownership and firm value. Based on the sample of 3,398 firm-year observations in the period of 2000 to 2007, we find evidence that foreign ownership is positively associated with firm value measured by the market-to-book ratio. In addition, we employ simultaneous equation system where both foreign ownership and firm value are treated as endogenous variables. Simultaneous regression models indicate that the foreign ownership affects firm value, but not vice versa.

The positive effects of foreign ownership on firm value result from monitoring and disciplining roles played by foreign investors. Many Korean firms have been run by an owner-manager while monitoring provided by institutional equity holders has been limited. Therefore, Korean firms are expected to suffer from more severe agency costs caused by the conflicts of interest between owner-managers and outside investors. Our empirical results support the notion that foreign investors play an important role in enhancing corporate transparency and improving corporate governance.

Key Words : foreign ownership, firm value, ownership structure,
monitoring hypothesis

* College of Business, Chungbuk National University, Korea

† This work was supported by the research grant of the Chungbuk National University.