

외국인 기관투자자와 기업지배구조가 차입비용에 미치는 영향

김충환*

¹공주대학교 산업과학대학

The impacts of foreign institutional investors and governance mechanism on the cost of debt

Choong-hwan Kim^{1*}

¹College of Industrial Science, Kongju National University

요약 본 연구는 기업지배구조가 차입비용에 미치는 영향을 외국인 기관투자자의 역할에 초점을 맞추면서 분석하였다. 서로 다른 지배구조에 따른 차입비용에 영향을 보기 위해, 최대주주 지분율 기준으로 소유 집중도가 작은 기업 표본, 중간 기업표본, 큰 기업표본으로 분류하여 회귀분석을 실시하였다. 분석결과, 소유 집중도가 중간이나 작은 기업표본에서는 외국인 투자자가 기업 차입비용에 영향을 미치는 것이 확인되지 않았으나, 소유 집중도가 큰 기업표본에서는 외국인 투자자가 기업의 차입비용을 크게 감소시키고 있는 것으로 나타났다. 본 연구의 학술적 시사점으로는, 지배대주주의 지분율이 높아질수록 이해일치기설에 의해 지배대주주는 자신의 사적 이익을 추구하게 되어 대리인 비용이 증가하고 경제적 가치가 하락하여 신용위험과 차입비용 증가로 이어질 수 있다는 것을 보여 준다. 실무적 시사점으로는, 외국인 투자자는 소유 집중도가 큰 기업에서 지배 대주주를 잘 견제 감시하고 경영의 외부감시 주체로서 경영 의사결정 효율화에 중요한 역할을 담당할 수 있다는 것을 보여준다.

Abstract This paper examines the impact of corporate governance structure on the cost of debt. Total sample is divided into the small sample, the medium sample and the large sample of equity concentration, based on the equity ownership of large shareholders. Our regression results show that foreign investors are not associated with the cost of debt in the small and medium samples of equity ownership, whereas foreign investors are significantly associated with the reduction in the cost of debt in the large sample of equity concentration. Academic implications of our findings are that as the ownership of dominating shareholders rises, they seek their private interests of perks causing an increase in agency costs and a decrease in firm's economic value, thus expanding borrowing costs. Practical business implications are that foreign investors may alleviate agency problem of dominating large shareholders in the firm through monitoring activities, thus enhancing the efficiency of business decision-makings.

Key Words : Borrowing costs, Debt cost, Foreign institutional investors, Corporate governance, Large shareholders

1. 서론

La Porta et al. [6, 7]는 아시아 각국의 기업들 뿐만 아니라 전 세계적으로 대부분의 기업들은 소유지분이 충분히 분산되어 있지 못하고 있으며, 지배대주주가 존재하여

상당수의 지분을 보유하면서 기업 경영에 중대한 영향을 미치고 있는 것이 일반적인 현상이라고 보고하고 있다.

지배대주주의 영향력이 큰 기업에서의 대리인문제는 주주와 경영자 사이의 갈등이 아니라, 지배대주주가 기업의 자원을 다른 소수 주주나 채권자로부터 추출하려는

*Corresponding Author : Choong-hwan Kim (Kongju National University)

Tel: +82-41-330-1011 email: chkim@kongju.ac.kr

Received September 21, 2012 Revised (1st November 22, 2012, 2nd December 24, 2012) Accepted January 10, 2013

유인이 크게 작용할 수 있다는 것이다.

La Porta et al. [7]는 각국에서의 지배대주주와 소수주주 및 채권자 사이의 대리인 갈등문제는 법적 투자자 보호 시스템이 취약한 국가에서 더욱 심각하게 발생한다는 것을 발견하였다. 투자자 보호를 위한 법적 시스템이 미비하여 지배대주주에 대한 감시 장치가 효율적이지 못한 상태에서는 Shleifer and Vishny [10]의 주장대로 지배대주주는 자신의 우월적 지위를 이용하여 소수주주나 채권자들을 희생시키면서까지 자신의 사적이익을 추출하므로 부채의 대리인비용을 증가시켜 기업의 부도위험이 높아지게 된다. 따라서 지배대주주의 사적이익추구는 채권자들에게 손실을 끼치므로 채권자들은 높은 차입비용을 요구할 것으로 기대된다. 외국인 투자자는 Dahlquist and Robertsson [4]의 연구와 같이 소유 집중도가 크며 지배대주주가 존재하는 기업에 투자를 꺼리므로 개도국에서의 취약한 기업지배구조는 외국인투자자의 자금유입에도 크게 영향을 미칠 것으로 예상된다. 기업지배구조가 외국인투자에 영향을 미칠 수 있다는 내생성 문제를 통제한다면, 외국인 투자자가 국내기업의 경영참여 지배대주주에 대한 적극적 감시활동을 수행하여 부채의 대리인비용을 줄임으로서 기업의 차입비용 절감에 상당부분 기여할 수 있을 것으로 기대된다.

Kim, Lyn, Zychowicz [5]에서와 같이 최근 개도국에서는 시장개방과 더불어 외국인 투자자의 주식투자가 급증함에 따라, 지배대주주의 대리인문제를 감시하고 취약한 기업지배구조를 보완할 수 있는 외국인 투자자의 역할이 주목되고 있다.

국내에서는 지배구조와 차입비용과의 관계에 관한 연구는 아직 시도되지 않고 있다. 외국인 투자자에 관한 국내 기존연구는 김병기 [3]와 강신애, 민상기 [1]가 외국인 투자자는 기업가치에 긍정적인 영향을 갖는다는 것을 확인하였으며, 공재식, 김충환 [2]은 외국인 투자의 재무적 특성을 보고하였다.

본 연구는 기존 국내연구들과 차별성 있게, 기업의 지배대주주[*본 연구에서 지배대주주는 기업의 최대주주1인과 특수관계인을 지칭한다. 특수관계인은 법인세법상 회사의 최대주주와 특수관계에 있는 친족이나 계열사 법인을 포함하는 것으로, 지배대주주 자료는 한국상장회사협의회 DB인 KOCO info를 사용한다.]와 외국인 주주 등의 지배구조가 차입비용에 미치는 영향을 대리인비용 관점에서 실증 분석하고자 한다. 구체적으로 본 논문은 외국인 기관투자자의 역할이 기업의 차입비용에 미치는 영향을 분석하고자, 소유 집중도가 다른 기업 지배구조별로 외국인 기관투자자의 존재와 감시활동이 차입비용을 어떻게 증감시키는 가를 분석한다.

2. 실증자료와 연구모형

본 연구는 한국거래소에 상장되어 있는 표본 기업 644개에 대한 2000년부터 2010년까지의 11년 동안 기업별-연도별 관측값들을 대상으로 실증 분석을 진행한다. 변수들에 대한 정의는 아래와 같다. Debt 는 차입비용 또는 부채비용 변수로서, (총금융비용/평균이자발생부채)x100x(1-실효세율)로 계산되는 타인자본비용을 사용한다. Foreign 는 외국인 보통주 지분 보유율이다. CFflow 는 영업이익(손실)/자산총계 비율로서 수익성 지표이다.

Lev 는 재무레버리지 비율로서 총차입금/자본금 비율이다. IntCov 는 세후순영업이익 대비 이자보상 배율을 나타낸다. MKBK 는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율이다. Assets 는 자산총계액으로 기업규모를 나타낸다.

Curmt 는 유동자산/유동부채로서 유동비율을 나타낸다. CFStd 는 기업 현금흐름의 변동성을 나타내는 지표로서, 장기차입금 대비 영업이익(손실)비율의 2000년-2010년간 11년의 표준편차로 산출된다.

본 연구는 이상에서 정의된 변수에 대해 시계열 횡단면 자료를 대상으로 최대주주 지분율 기준, 소유집중도가 다른 세 표본에 대해 다음과 같은 모형의 시계열 횡단면 회귀분석을 실시한다.

$$\begin{aligned} Debt_{j,t} = & \alpha_{j,t} + \beta_1 Foreign_{j,t} + \beta_2 CFflow_{j,t} + \beta_3 Lev_{j,t} \\ & + \beta_4 IntCov_{j,t} + \beta_5 MKBK_{j,t} + \beta_6 Size_{j,t} \\ & + \beta_7 Curmt_{j,t} + \beta_8 CFStd_{j,t} + e_{j,t} \end{aligned}$$

단, $j=1, 2, \dots, 644$. $t=2000, 2001, \dots, 2010$.

본 연구의 외국인 기관투자자 변수 Foreign이 소유집중도가 다른 세 표본에서의 분석에 대한 귀무가설은 아래와 같다.

- H₀: 기업 지배구조에서의 소유집중도는 차입비용에 영향이 없다.
- H₀: 외국인 투자자는 차입비용에 영향이 없다.
- H₀: 외국인 투자자의 차입비용에 대한 영향은 소유집중도 및 지배구조 별로 다르지 않다.

3. 분석 결과

Table 1은 본 연구에 사용된 표본변수들에 대한 기초 통계량을 나타내고 있다. 표본기업은 한국거래소에 2000년부터 2010년까지 11년 동안 상장되어 있는 644개 기업들이다. 표본변수는 이들 기업의 11년 동안의 기업별-연

도별 관측값을 대상으로 한다. 차입비용 변수 Debt 의 11년 동안 6,687개 관측 개수의 평균은 5.97%이며 표준편차는 5.38%이다. 외국인 지분율 Foreign 의 평균은 10.84%이고 표준편차는 15.09%이다. 총자산 대비 영업 이익 비율인 CFlow 의 평균은 5.3%이며, 표준편차는 8.9%이다. 자본금 대비 총차입금 비율인 재무레버리지 비율 Lev 의 평균은 167.15%, 표준편차는 773.98%이다.

[Table 1] Descriptive statistics

Var	Obs	Avg	Std Dev	Min	Max
Debt (%)	6,687	5.97	5.38	0	51.48
Foreign (%)	5,150	10.84	15.09	0.01	93.35
CFlow	6,847	0.053	0.089	-2.75	0.68
Lev (%)	6,765	167.15	773.98	0.94	40,990.72
IntCov	6,687	10.360,929.40	711.912,745	-9,217,214.88	57,959,646,942
MKBK	6,213	10.42	31.76	0.02	540.00
Assets(백만)	6,848	1,190,675	4,488,255	97.9	107,179,010
Curmt(%)	6,847	238.12	1,959.23	0.69	148,670.27
CFDStd	3,256	12.73	50.54	0.04	590.52

주) 본 표는 한국거래소에 상장되어 있는 표본 기업 644개에 대한 2000년부터 2010년까지의 11년 동안 기업별-연도별 관측값에 대한 기술통계량을 보여주고 있다. 변수들에 대한 정의는 본문에 상세히 기술되어 있다. 본 분석에서는 재무상태악화 기업은 제외한다. 부채비율 Lev 에 대한 Quantile 분석에서 Lev 95%는 374.64% 이므로 부채비율 375% 이상 기업들을 제외한다. 이자보상배율 IntCov 이 1 보다 작은 경우는 영업이익으로 이자 지급도 못하는 기업이므로 IntCov 가 1 보다 작은 기업들도 표본에서 제외한다.

Table 2는 외국인 기관투자자와 기업지배구조가 차입비용에 미치는 영향에 대한 회귀분석 결과를 보여주고 있다.

독립변수들 상호간 상관관계 및 분산팽창계수(VIF)에 비추어, 본 분석에서 다중공선성(multicollinearity) 문제는 크지 않았다.

각기 다른 기업지배구조에 따라 차입비용에 어떠한 영향이 있는가를 살펴보기 위해 표본을 소유 집중도에 따라, 소유 집중도가 큰 기업표본, 소유 집중도가 중간 기업표본, 소유 집중도가 작은 기업표본으로 나누어 분석한다.

소유 집중도가 큰 기업표본은 최대주주 지분율이 25% 이상인 경우에, 소유 집중도가 중간 기업표본은 최대주주 지분율이 5% 이상이고 25% 미만인 경우에, 소유 집중도가 작은 기업표본은 최대주주 지분율이 5% 미만인 경우로 분류하였다.

[Table 2] The effects of foreign institutional investors and corporate governance on the cost of debt

Variable	Dep. Var : Debt (Borrowing Costs)		
	Low Ownership Concentration (Largest Shareholder Ownership < 5%)	Medium Ownership Concentration (Largest Shareholder Ownership 5%-25%)	High Ownership Concentration (Largest Shareholder Ownership > 25%)
Foreign	0.013 (0.44)	-0.025 (0.11)	-0.044 (<.0001)**
CFlow	-0.067 (0.128)	0.035 (0.39)	-0.029 (0.23)
Lev	0.0070 (0.014)*	0.0041 (0.12)	0.0113 (<.0001)**
IntCov	-0.000051 (0.38)	-0.00012 (0.015)*	-0.000066 (0.13)
MKBK	0.000024 (0.48)	0.00013 (0.0067)**	-0.000016 (0.78)
Size	0.00013 (0.92)	0.0049 (0.0014)**	0.0015 (0.107)
Curmt	-0.0013 (0.53)	0.0043 (0.08)	0.0072 (<.0001)**
CFDStd	-0.0000033 (0.91)	0.00011 (0.0056)**	0.000046 (0.046)*
Obs	413	517	1,175
Adj. R ²	0.053	0.091	0.088
F value	2.36 (0.001)	4.06 (<.0001)	7.71 (<.0001)

주) 본 표는 외국인 기관투자자와 기업지배구조가 차입비용에 미치는 영향에 대한 회귀분석 결과이다. 괄호 안은 P-value 를 나타내며, * 는 5%의 유의수준을, ** 는 1%의 유의수준을 표시한다. 표본은 한국거래소 상장 644개 기업에 대해 2000년부터 2010년까지 11년 동안의 기업별-연도별 관측값을 사용하여 분석한다. 종속변수는 차입(부채)비용 또는 타인자본 비용으로서, (총금융비용/평균이자발생부채)x100x(1-실효세율)로 계산된다. Foreign 는 외국인 보통주 지분 보유율이다.

CFlow 는 영업이익(손실)/자산총계 비율로서 수익성 지표이다. Lev 는 재무레버리지 비율로서 총차입금/자본금 비율이다. IntCov 는 세후순영업이익 대비 이자보상 배율을 나타낸다. MKBK 는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율이다. Curmt 는 유동자산/유동부채로서 유동비율을 나타낸다. CFDStd 는 기업 현금흐름의 변동성을 나타내는 지표로서, 장기차입금 대비 영업이익(손실)비율의 2000년-2010년간 11년의 표준편차로 계산된다. Size 는 기업규모를 나타내는 자산총계액(Assets)의 자연대수로서, Size=ln(Assets)로 계산된다.

Morck, Shleifer and Vishny [9]와 McConnell and Servaes [8]에 따르면, 경영자 지분율이 5% 미만까지는 기업가치가 증가하나, 5% 이상 25% 미만 범위 내에서는 감소하고 25% 초과하면 다시 증가한다고 보고하기 때문이다. 종속변수는 차입비용 또는 타인자본비용 변수 Debt 이다. 최대주주 지분율이 5% 미만인 소유집중도가 작은 기업표본에서 수익성 지표인 CFlow 가 음의 계수추정치를 보이며, 수익성이 좋아질수록 차입비용이 감소되는 것

으로 나타났으나 유의성은 발견되지 않았다. 재무레버리지 비율인 Lev 는 양의 유의적인 계수 추정치를 보이며 부채비율이 클수록 차입비용이 큰 것으로 나타났다. 그러나 외국인 지분율의 계수추정치는 통계적인 유의성을 나타내지 못하고 있어 외국인 투자자는 차입비용 증감에 영향을 미치는 것이 확인되지 않았다. 최대주주 지분율이 5% 이상 25% 미만인, 소유집중도 중간 기업 표본에서도 외국인 투자자는 차입비용에 영향을 주지 못하고 있으나, 통제변수들에서 IntCov, MKBK, Size 및 위험변수 CFStd 등은 기존연구와 부합되는 부호와 유의성을 나타내고 있다. 반면 최대주주 지분율이 25% 이상으로 소유 집중도가 큰 기업표본에서는 외국인 투자자는 1%의 유의수준에서 음의 계수추정치를 나타내어 외국인 투자자가 기업 차입비용 감소에 매우 큰 역할을 하고 있는 것으로 나타났다. 통제변수들에서는 기존연구에서와 같이, 부채비율이 높으면 차입비용이 크고, 수익성 지표인 CFlow 가 크면 차입비용이 낮은 것으로 나타났다. 현금흐름 변동성 변수 CFStd 도 양의 유의적인 계수추정치를 보여, 기업의 현금흐름 변동성이 큰 경우도 위험수준이 높으므로 차입비용이 상승한다는 것을 보여주고 있다.

4. 결 론 및 시사점

본 논문은 기업지배구조가 차입비용에 미치는 영향을, 외국인 기관 투자자의 역할에 초점을 맞추면서 분석하였다. 아시아 뿐만 아니라 세계 각국의 많은 기업들은 지배대주주가 존재하면서 심각한 대리인문제가 발생할 수 있다는 것이 보고되었다. [6, 7]

반면, 최근 개도국 시장개방으로 외국인 투자자 급증함에 따라 외국인 기관투자자가 지배 대주주의 심각한 대리인문제를 감시하고 취약한 기업지배구조를 보완할 수 있다는 주장이 제기되었다.

따라서 본 연구는 한국거래소에 2000년부터 2010년까지 11년 동안 상장되어 있는 644개 기업주식에 대해 외국인 기관투자자와 기업 지배구조가 차입비용에 미치는 영향을 분석하였다. 서로 다른 지배구조에 따라 차입비용에 미치는 영향을 보기 위해, Morck, Shleifer and Vishny [9]에 따라 최대주주 지분율 기준으로 소유 집중도가 작은 기업표본, 중간 기업표본, 큰 기업표본으로 분류하여 회귀분석을 실시하였다. 분석결과, 소유 집중도가 중간이나 작은 기업표본에서는 외국인 투자자가 차입비용에 영향을 미치는 것이 확인되지 않았으나, 소유 집중도가 큰 기업 표본에서는 외국인 투자자가 기업의 차입비용을 크게 감소시키는 것으로 나타났다. 외국인 투자자는 소유

집중도가 큰 기업에서 지배대주주를 잘 견제, 감시하여 대리인 문제를 크게 완화시키고 있다고 할 수 있다. 통제변수로는 수익성이 좋을수록 차입비용이 감소하고, 부채비율이나 현금흐름 변동성이 클수록 차입비용은 증가하는 것으로 나타났다.

본 연구의 학술적 시사점으로는, 대주주 지분율이 높을수록 Stulz [11] 등이 제안한 경영자착취가설이 예측한 대로 지배대주주는 소액주주들의 이익을 침해하면서까지 자신들의 사적 이익을 추구하게 되므로 대리인비용이 증가하고, 이에 따라 신용위험이 증가하면서 차입비용이 높아지는 것으로 나타났다. 실무적 시사점은 우리나라에서 외국인투자자는 기업의 지배대주주의 전횡을 견제함으로써 경영의 외부 감시주체로서 경영 의사결정 효율화에 중요한 역할을 담당할 수 있다는 것을 보여주었다. 나아가 기업들은 지배구조 개선을 통해 적절한 공시와 양질의 회계정보 생산으로 기업 정보환경 개선을 도모하고 투명경영 정착에 크게 기여할 수 있다.

References

- [1] Shin-Ae Kang, Sang-Ki Min, "The relationships of foreign investment and firm value in Korea's stock market", Korean Journal of International Business, Vol.21, No.1, pp.29-57, 2010.
- [2] Jai-Sik Gong, Choong-Hwan Kim, "The characteristics of foreign portfolio investments", Journal of the Korea Academia-Industrial cooperation Society, Vol.12, No.1, pp.216-221, 2011.
DOI: <http://dx.doi.org/10.5762/KAIS.2011.12.1.216>
- [3] Byung-Ki Kim, "The impact of foreign investment on firm value", Review of Management Information, Vol.28, No.2, pp.113-134, 2009.
- [4] M. Dahlquist, G. Robertsson, "Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics", Journal of Financial Economics, Vol.59, pp.413-440, 2001.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00092-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00092-1)
- [5] W. S. Kim, E. Lyn, E. Zychowicz, "Can stock market liberalization in emerging economies mitigate legal system deficiencies?", Journal of Financial Research, Vol.28, pp.421-437, 2004.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-6803.2005.00132.x>
- [6] R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, "Corporate ownership around the world", Journal of Finance, Vol.54, pp.471-517, 1999.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00115>

- [7] R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, "Corporate protection and corporate valuation", Journal of Finance, Vol.57, pp.1147-1170, 2002.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- [8] J. J. McConnell, H. Servaes, "Additional evidence on equity ownership and corporate value", Journal of Financial Economics, Vol.27, pp.595-612, 1990.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90069-C](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(90)90069-C)
- [9] R. Morck, A. Shleifer, R. W. Vishny, "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", Journal of Financial Economics, Vol.20, pp.293-315, 1988.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- [10] A. Shleifer, R. Vishny, "A survey of corporate governance", Journal of Finance, Vol.52, pp.737-783, 1997.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- [11] R. M. Stulz, "Managerial control of voting rights: Financing policies and market for corporate control", Journal of Financial Economics, Vol.20, pp.25-54, 1988.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6)

김 충 환(Choong-hwan Kim)

[정회원]



- 1983년 2월 : 성균관대학교 경제학과 (경제학 학사)
- 1995년 12월 : 미국 The Univ. of Texas at Austin, Ph.D.(경제학 박사)
- 1996년 3월 ~ 현재 : 국립공주대학교 산업과학대학 부교수

<관심분야>

중앙은행제도, 금융론