

## 국내외 외부 주요주주가 기업의 투자결정에 미치는 영향

김영환\*, 정성창\*\*

### <요약>

최근 들어, 기업의 투자가 부진한 이유를 외국인 투자자가 기업의 투자에 부정적인 영향을 주어서 발생한 것으로 보고 있다. 본 연구에서는 외국인 투자자가 기업의 투자의사결정에 부정적인 영향을 미치는 있는지 파악하기 위해 국내 주요주주와 외국 주요주주가 기업의 투자 결정에 미치는 영향이 상이한지 분석하고자 한다.

외국인 투자자가 기업의 투자에 미치는 영향을 정보비대칭에 의한 자본제약이론의 관점에서 분석하고자 하였다. 2000년부터 2008년까지 유가증권에 상장된 비금융업 12월 결산법인 중에서 주식을 5%이상 대량보유한 주요주주가 있는 기업을 대상으로 국내 주요주주 지분과 국외 주요주주 지분이 실물투자인 설비투자율과 연구개발투자인 연구개발투자율에 미치는 영향을 정태적 패널분석, 동태적 패널분석을 실시하여 분석하였다.

분석결과는 첫째, 외국인 주요주주는 설비투자율에 통계적으로 유의한 영향을 주고 있지 않았다. 둘째, 연구개발투자율을 종속변수로 분석한 경우에도 외국인 주요주주는 통계적으로 유의한 영향을 주고 있지 않았다. 따라서, 외국인 투자자가 기업의 투자의사결정에 부정적인 영향을 주고 있지 않음을 보여주고 있다.

\* 전남대학교 BK21 ①비즈 컨버전스 사업단 박사후 과정

\*\* 전남대학교 경영학부 교수, ①비즈 컨버전스 사업단, E-mail : scjung@chonnam.ac.kr

## I. 서론

우리나라 국내총생산 대비 설비투자액은 고도 성장기였던 1980년대 이후 외환위기 이전까지 높은 신장세를 지속하면서 경제성장을 견인해 왔으나 2000년 이후에는 연평균 성장률과 경제규모 대비 하락하고 있는 실정이다. 반면에, 한국증권선물거래소의 보도 자료인 「신규시설 투자현황 및 추이」<sup>1)</sup>에 의하면, 2000년부터 2005년도를 제외한 2008년까지 신규시설 투자는 증가한 것으로 나타나고 있으며, 자산총액 2조원 미만의 중소기업 법인의 신규설비 투자가 증가하는 것으로 조사되었다. 그러나, 유가증권 상장기업 중에서 2003년에는 65개 기업이, 2007년에는 71개 기업이 공시한 것으로 나타나고 있다.

이러한 설비투자의 부진원인에 대하여 전승철, 김영준, 하준경(2005)은 기업들이 설비투자 유발경로 변화에 대한 대응이 미흡하여 발생하고 있으며, 고수익 투자기회의 감소, 생산기반의 세계화와 중국경제의 부상, 기업가정신의 후퇴와 보수적 경영행태의 확산, 금융기관의 경영행태 및 금융시장 구조 변화 등으로 중소기업을 중심으로 금융부문을 통한 투자자금 조달여건이 악화, 투자환경의 리스크 증대, 소비부진과 같은 구조적인 투자저해 요인에 기인하다는 것이다.

전효찬(2006)은 1997년 기업들의 부채비율이 425%였으나, 2005년에는 90%로 낮아지는 과정에서 금리하락에도 불구하고 기업의 가중평균자본비용(WACC)가 증가하였다는 것이다. 반면에, 기업의 투자수익률(ROIC)은 외환위기 이전보다 감소하는 경향을 보여 부채비율의 축소로 인한 자본비용의 상승으로 기업의 투자가 위축되었다는 것이다. 또한 홍기석(2006)의 연구에서도 투자에 대한 부채비율의 영향이 외환위기 이전보다 외환위기 이후기간에 더 크게 혹은 더 유의한 영향을 주고 있어 최근의 투자부진이 외환위기 이후에 본격화된 기업의 부채조정과 연관되어 있다는 하였다.

이병기(2004)는 개별기업의 일별 주가자료를 이용하여 시장불확실성을 추정하였으며, 출자총액제도의 변화를 정책불확실성으로 정의하고 이러한 시장불확실성과 정책불확실성의 증가가 기업의 투자를 위축시킨다는 하였으며, 고동수, 조현승, 박민수(2006)도 1987년에서 2003년 기간 동안의 한국 대기업집단 소속 기업들의 투자행태를 분석하여 대규모 기업집단 소속 상장계열사가 유상증자로 조달한 자금이 시차를 두고 실물투자에 정(+의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있어, 출자총액제한제도가 기업의 투자를 위축시키고 있다고 주장하고 있다.

반면에, 홍기석(2006)은 주식수익률의 표준편차와 재무제표상 영업이익의 표준편차를 사용하여 시장불확실성이 투자에 미치는 영향을 분석하였으나, 외환위기 이전과 이후에 크

---

1) 유가증권시장 공시규정 제7조 제1항 24호에 의하면 상장법인 자기자본의 10%(자산총액 2조원 이상 대규모법인의 경우 5%) 이상 또는 1,000억원 이상에 상당하는 신규시설투자, 시설증설 또는 별도공장의 신설에 대한 결정시 공시하도록 되어 있는데, 이러한 공시를 대상으로 조사한 결과를 보도 자료로 제공하고 있다.

게 달라지지 않았으며, 외환위기 이전에 투자에 유의한 영향을 주고 있어 최근의 투자부진이 시장불확실성에 기인하지 않을 수 있음을 보여주고 있다.

마지막으로, 최근 기업들의 투자부진의 원인을 외국인 투자자의 특성에 기인하다는 것이다. 외국인 투자자의 국내주식에 대한 소유비중이 증대되고 있는데, 외국인 투자자들은 근시안적 관점(myopic viewpoint)을 가지고 있어 장기적인 투자가 위축되며, 내국인 투자자에 비하여 정보비대칭의 문제에 직면하고 있어 위험투자를 기피하는 성향을 보일뿐 아니라 투자자금의 조기회수를 목적으로 고율의 배당을 요구하여 기업의 투자가 부진하다는 것이다. 또한, 외국자본의 진출이 증가함에 따라 외국인 투자자에 의한 적대적 M&A가 커지게 됨으로써 기업들이 경영권을 방어하기 위하여 자기주식을 매입하게 되어 투자가 부진하다는 것이다.

즉, 외국인 투자자는 단기적 투자수익 극대화를 위하여 설비투자 및 연구개발투자과 같은 장기적 투자보다는 배당을 선호하게 되어, 외국인 지분이 높은 기업일수록 기업투자가 위축된다는 것이다. 선행연구에서는 주로 외국인 투자자의 전체지분율 또는 5%이상 소유한 외국인 투자자 지분율이 기업의 투자정책에 긍정적인 영향을 주는지 부정적인 영향을 주는지 분석하고 있는데, 선행연구들의 분석결과가 상이하게 제시되고 있다.

외국인 투자자가 증가할수록 기업의 설비투자가 감소한다는 연구로는 박현수(2004), 설원식(2006)등이 있으며, 외국인 투자자의 증가가 기업의 설비투자에 영향을 미치지 않는다는 연구로는 빈기범, 조성훈(2005), 이병운(2005), 배재수, 황문우(2006)등이 있다. 외국인 투자자가 기업의 연구개발투자에 영향을 미치지 않는다는 연구로는 이병기(2006)등의 연구가 있으며, 외국인 투자자가 기업의 연구개발투자에 긍정적인 영향을 미친다는 연구로는 김경목(2003), 박경서, 이은정(2006), 조영곤, 설원식(2006)등의 연구가 있다.

본 연구에서는 자본제약의 정보비대칭 이론에 근거하여 외국인 투자자와 기업의 투자와의 관계를 살펴보고자 한다. Myers and Majluf(1984)에 의하면 경영자와 외부투자자간에 정보비대칭이 존재하는 경우에 외부자금을 조달하기가 용이하지 않아 기업의 투자는 과소투자 된다고 하였다. 즉, 외국인 투자자가 국내투자자보다 정보열위에 있는 단기적 투자성향의 투자자라면, 이러한 외국인 투자자의 지분이 증가할수록 기업의 정보비대칭은 더욱 심화되어 기업의 투자는 더욱 더 감소하게 될 것이다. 반대로, 외국인 투자자가 정보우위에 있는 장기적 투자성향을 가지고 있다면, 정보비대칭이 완화되어 외부자금을 조달하기가 용이해져서 기업의 투자는 증가할 것이다.

이러한 문제에 대한 명확한 해석을 위하여 본 연구에서는 선행연구와 다르게, 외부주주 중에서 5%이상 주식을 소유한 주요주주(blockholders)를 국내 투자자와 외국인 투자자로 구분하여 분석하고자 한다. 이는, 기업 외부주주 중에서 국내 주요주주가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향과, 기업 외부주주 중에서 국외 주요주주가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향이 상이한지를 분석함으로써, 외국인 투자자가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향을 비교 분석하고자 한다.

본 연구에서는 국내 주요주주와 국외 주요주주가 기업의 투자의사결정에 영향을 미치고 있는지를 정태적 패널분석과 동태적 패널분석을 실시하여 실증분석을 하고자 한다. 기업투자는 크게 보면 실물투자와 연구개발투자로 나눌 수 있는데, 조영곤, 설원식(2006)을 제외하면 대부분의 연구가 실물투자와 연구개발투자 중에서 한 가지만을 분석하고 있으며, 대부분의 연구가 실물투자(설비투자)를 추정하는데 있어 대차대조표의 항목으로 추정하고 있으나, 본 연구에서는 현금흐름표 항목을 사용하여 설비투자를 추정하여 분석하고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 문헌 연구를, III장에서는 자료 및 실증분석 방법론을 소개한다. IV장에서는 실증분석 결과를 제시하고 V장은 결론으로 구성된다.

## II. 문헌연구

정보비대칭이론(asymmetric information theory)에서는 경영자 또는 내부자는 투자 기회나 수익률에 대한 사적정보를 갖는 것으로 가정하고 있으며, 내부자금과 외부자금간의 비용차이가 발생하는 것은 외부자금 프리미엄에 근거하고 있다는 것이다.<sup>2)</sup> Myers and Majluf(1984)에 의하면 기업이 외부자금을 조달하는 경우에 외부투자자와 기업의 내부자간에 정보비대칭이 존재하는 경우에 기업의 내부자는 불리한 조건으로 외부자금을 조달할 수 밖에 없기 때문에 내부자금을 외부자금보다 선호한다는 것이다. 따라서, 정보비대칭이론의 관점에서 현금흐름(cash flow)과 기업투자와는 정(+)의 관계가 존재함을 보여주고 있다.

Fazzari, et al.(1988)은 내부현금흐름이 기업투자에 미치는 영향이 기업의 특성에 따라 달라진다는 분석결과를 제시하고 있다. 자본제약에 관한 사전적 측정은 배당성향을 통하여 분석하였으며, 다른 표본들과의 투자-현금흐름 민감도를 비교하였다. 배당성향이 낮은 기업(자본제약이 큰 기업)이 배당성향이 높은 기업(자본제약이 작은 기업)에 비하여 매우 큰 투자-현금흐름 민감도를 갖는 것을 발견하였다. 즉, 자본제약에 처한 기업은 외부자금을 조달하기가 용이하지 못하기 때문에 내부현금흐름에 의존할 수 밖에 없다는 것이다.

국외 주요주주 중에서 기관투자자의 비중이 많이 차지하고 있으므로, 기관투자자가 기업의 투자의사 결정에 영향을 미치는 선행연구를 살펴보면, 근시안적 투자자(myopic investor)인지, 합리적 투자자(rational investors)인지에 따라서 기업의 투자에 미치는 영향이 상이한 것으로 나타나고 있다. 펀드매니저들은 반기별, 혹은 일년의 운용 실적에 따라

---

2) Jensen(1986)에 의하면 경영자들은 기업가치의 극대화나 이윤극대화를 추구하는 주주들과는 달리 투자의 증대를 통해서 지배이익(benefits of control)을 극대화하려는 경향이 있어 여유현금흐름(free cash flow)이 존재하는 경우, 주주들에게 배당하기보다는 기업 내부적으로 재투자함으로써 자신들이 통제하는 자원의 양이나 기업규모를 확대시키려고 한다는 것이다. 즉, 경영주의 투자이론(managerial theory of investment)에 의해서 내부자금을 선호한다는 것이다.

평가를 받기 때문에 근시안적 투자를 할 수 밖에 없다는 것이다. 즉, 불확실성이 크고 회임 기간이 큰 투자보다는 단기적으로 시장상황에 맞추어 포트폴리오를 조정하여 단기적 투자 수익을 추구하기 때문에, 장기적인 투자에 부정적인 영향을 미친다는 것이다 (Drucker(1986), Graves(1988), Porter(1992)).

반면에, 합리적 투자자의 관점에서는 기관투자자는 정보수집 및 평가에 있어서 개인에 비하여 우월한 위치를 점하고 있기 때문에 단기적으로 주가의 변동에 대응하는 것이 아니라 장기적으로 기업의 가치 변화에 더 큰 비중을 두고 있다는 것이다(Kochhar and David(1996)). 또한, 기관투자자는 해당 기업을 감시할 충분한 유인과 능력을 가지므로 투자기업에 대해 적극적인 감시활동을 하며, 기관투자자는 포트폴리오 투자로 인하여 위험이 분산되어 있기 때문에 자신의 투자가치를 높이기 위하여 연구개발 등 장기투자를 적극 유도하는 역할을 수행한다는 것이다.

외국인 투자자의 보유비중 증가가 투자대상 기업의 설비투자에 부(-)의 영향을 미친다는 선행연구는 다음과 같다. 박현수(2004)는 금융업을 제외한 KOSPI200 기업을 대상으로 1998년부터 2003년까지의 자료를 이용하여 다중회귀분석을 실시하여, 외국인 지분율이 고정자산증가율, 유형자산증가율에 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 미치고 있어 외국인 투자자의 증가가 기업의 설비투자에 부정적인 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다. 설원식(2006)은 유가증권시장에 상장된 12월 결산 법인 제조업 기업 중에서 회계연도 2001년부터 2003년까지 지속적으로 외국인투자자의 지분율이 5% 이상인 112개 기업을 대상으로 다중회귀분석과 패널회귀분석을 실시한 결과, 외국인지분율이 높을수록, 5% 이상 소유한 외국인투자자의 지분의 합이 클수록, 최대주주가 외국인 투자자이면, 기업의 고정자산증가율에 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 미치고 있음을 제시하고 있다.

박창균(2005)은 유가증권시장에 2001~2004년 기간 동안 계속 상장된 기업을 대상으로 설비투자율(투자율)이 외국인 지분에 미치는 영향을 패널분석과 그랜저 인과관계 검정을 실시하여, 외국인 투자자가 기업의 설비투자율에는 유의한 영향을 주지 않지만, 외국인 지분이 투자율에는 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 설비투자율은 외국인 지분과 그랜저 인과관계가 존재하지 않으며, 투자율은 외국인 지분과 강하지는 않지만 양 방향의 그랜저 인과 관계가 성립함을 보이고 있다.

반면에, 빈기범, 조성훈(2005)은 1999년부터 2003년까지 5년 기간 동안의 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 금융업을 제외한 모든 기업을 대상으로 정태적 패널분석과 동태적 패널분석을 통하여 외국인 지분이 고정자산 증가율과 유형자산 증가율에 통계적으로 유의한 영향을 미치고 있지 않음을 제시하고 있다. 직전연도 고정자산 증가율은 당해연도 고정자산 증가율에 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다. 이병윤(2005)은 1998년부터 2004년까지 6년간 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 기업 중에서 금융업을 제외한 모든 기업을 대상으로 패널분석을 실시하였다. 분석결과, 외국인 지분이 고정자산 증가율에 통계적으로 유의하지 않은 영향을 미치는 것으로 분석하고 있다.

배재수, 황문우(2006)는 1992년부터 1996년, 2002년부터 2005년까지 유가증권에 상장된 제조업을 대상으로 다중회귀분석을 실시한 결과, 외국인 지분이 유형자산 증가율에 통계적으로 유의하지 않은 영향을 미치는 것으로 분석하고 있다.

반면에, 이만우, 노준화(2006)는 1995년부터 2003년까지 유가증권시장에 상장된 제조업을 대상으로 다중회귀분석을 실시한 결과, 외국인 지분이 기업의 설비투자에 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 제시하고 있으며, 대주주 지분율도 설비투자에 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 주고 있는 것으로 나타났다.

김경목(2003)은 1999년부터 2002년까지 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 159개 기업을 대상으로 소유구조가 기업의 R&D 투자에 미치는 영향을 다중회귀분석을 실시하여, 외국인 지분이 R&D 투자에 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있다고 하였다. 이병기(2006)는 1990년부터 2005년까지 유가증권에 상장된 제조업 390개 기업을 대상으로 투자의 오차수정모형을 이용한 동태적 패널분석을 실시하여 외국인 지분이 R&D 투자에 통계적으로 유의한 영향을 주고 있지 않음을 보이고 있다. 박경서, 이은정(2006)은 외국인 투자자가 기업투자에 영향을 미치는가를 분석하기 위하여 유가증권시장을 대상으로 1992년부터 2003년까지 제조업을 대상으로 R&D 투자를 종속변수로 하여 패널분석을 실시하여 수익성이나 성장성이 높을수록 외국인 투자자는 투자를 촉진하는 역할을 하고 있다고 하였다. 조영곤, 설원식(2006)은 회계연도 2001년부터 2004년까지 유가증권시장에 상장된 연구개발 집약도가 높은 208개 제조업 기업을 대상으로 패널분석을 실시하여 외국인 지분이 연구개발 집약도에 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있다고 하였다.

### Ⅲ. 실증분석 방법론

#### 1. 자료 및 변수의 정의

본 연구의 주요한 독립변수인 5%이상 대량 보유자에 정보는 금융감독원의 전자공시시스템(DART)에서 2000년부터 제공하고 있으므로, 분석대상 기업은 유가증권시장에 상장된 12월 결산법인 중에서 회계연도 2000년부터 2008년까지 비금융업 기업을 대상으로 분석하였다. 금융감독원의 전자공시시스템에서 사업보고서를 이용하여, 5% 이상 대량 보유자 중에서 최대주주 및 특수관계인(임원, 친척, 계열회사 등)을 제외한 외부 대량보유자를 금융감독원 전자공시시스템에서 주식등의 대량보유상황보고서를 토대로 국내 주요주주와 국외 주요주주로 구분하여 보통주 보유비율의 합을 계산하였다. 기업관련 자료는 한국신용평가정보의 Kis-Value를 이용하였으며, 자료가 없는 기업, 당해연도에 국내 주요주주 및 국외 주요주주가 존재하는 기업은 제외하였으며, 재무비율 상하 1%의 극단치를 제거하여

391개 기업의 1,236개의 불균형 패널데이터를 구성하였다.

본 연구에서는 종속변수인 투자를 나타내는 변수로 실물투자는 설비투자율을 사용하였으며, 연구개발 투자는 손익계산서에 있는 (연구비+경상연구개발비+경상개발비)을 총자산으로 나눈 연구개발투자율을 사용하였다. 투자는 연도 중에 이루어지기 때문에 즉, 투자의 결정과 실행에는 시차가 존재하여 설명변수 및 통제변수는 전기 말 자료를 사용하였다. 설명변수로 전년도 말 국내 주요주주 지분, 전년도 말 국외 주요주주 지분, 주요주주를 국내외 구분하는 더미변수를 사용하였으며, 본 연구에서는 주요주주가 기업의 투자에 영향을 줄 수 있는 가에 대하여 투자의 정보비대칭이론(asymmetric information theory)으로 설명하고 있으므로, 자본제약이 있는 기업의 투자는 내부자금과 외부자금의 조달 가능성이 기업의 투자결정에 영향을 미친다고 하였다. 남준우(2003), 박현수(2004), 빈기범, 조성훈(2005), 박창균(2005), 설원식(2006), 조영곤, 설원식(2006), 배재수, 황문우(2006), 박경서, 이은정(2006)등의 선행연구에서 기업의 투자결정에 영향을 주는 기업규모, 수익성, 현금흐름, 성장성, 부채를 통제변수로 하였다. 기업규모는 전년도말 총자산에 자연대수를 취하여 계산하였다. 기업규모의 투자에 대한 효과는 대기업과 중소기업간 투자격차에 따라 결정되어질 것이다.<sup>3)</sup>

기업의 수익성 변수로는 전년도 말 총자산수익률(당기순이익/총자산; ROA)을 사용하였다(조영곤, 설원식(2006)). 이는 수익성이 높은 기업이 높은 수익성을 계속 유지하기 위해 투자를 늘릴 것을 기대되어지며, 정보비대칭이 존재하는 경우 투자재원으로서 경영자가 선호하는 형태인 내부자금의 정도를 나타내는 척도로 사용될 수 있다. 내부자 지분의 대응변수로 전년도 대주주 지분율을 사용하였다(김경목(2003)). 경영자의 소유지분이 증가할수록 기업의 대리인문제는 완화되므로, 기업의 투자는 증대될 것이다.

현금흐름의 대응변수로 당해연도 영업활동현금흐름/총자산으로 계산하였다(박경서, 이은정(2006)). 경영주의 투자이론의 관점에서 경영자는 자신이 통제할 수 있는 현금흐름, 즉 잉여현금흐름(free cash flow)의 극대화를 위하여 노력하기 때문에, 투자수익률이 높지 않거나, 부(-)의 NPV 투자안에도 투자할 유인이 있어 투자가 증가한다는 것이다. 또한, 자본제약이 존재하는 경우, 즉 외부자금 차입이 어려운 경우에는 내부자금만으로 투자를 해야 하기 때문에, 현금흐름은 투자에 정(+)의 영향을 미칠 것으로 기대된다.

기업의 성장을 나타내는 변수로 시장가치 대 장부가치를 사용하였다. 시장가치 대 장부가치는 ((전년도 말 시가총액+ 전년도말 장부상 부채총액)/전년도 말 총자산)으로 계산하였다.<sup>4)</sup> 미래 수익성에 대하여 낙관적인 평가를 받는 기업이 그렇지 못한 기업에 비하여 상

3) 대기업과 중소기업의 자본제약의 차이가 있으면, 기업규모가 투자에 영향을 미칠 것이다.

4) 토빈-q의 값이 1보다 크다는 것은 기업의 자본에 대한 시장의 평가가치가 자본을 구입하는데 드는 비용보다 크기 때문에 기업은 실물자본을 구입하는 경우 그 차액만큼 이득을 볼 수 있으므로, 투자를 증대하게 된다. 즉, 토빈-q와 투자는 정(+)의 영향을 미친다는 것이다. 그러나, 대체원가를 계산하는 것이 용이하지 않기 때문에 본 연구에서는 시장가치 대 장부가치를 사용하였다.

대적으로 활발한 투자활동을 보일 것이다. 따라서, 성장성은 투자에 정(+)<sup>1</sup>의 영향을 미칠 것이다.

마지막으로 부채비율을 사용하였다(남준우(2003), 박현수(2004), 설원식(2006), 박경서, 이은정(2006)). 기업의 투자는 자본제약의 정도와 금융비용에 따라 투자에 영향을 받을 것이다. 정보비대칭이 존재하는 경우에 기업가치를 극대화를 위한 투자안을 실행하는데 있어 내부자금이 부족하여 외부자금으로 조달하여야 할 경우에, 부채비율이 높은 기업의 경우에는 금융비용을 많이 부담할 것이므로 추가적으로 외부자금을 조달하기가 용이하지 않을 것이다. 따라서 부채비율이 높을수록 금융비용의 부담과 자본제약에 의하여 투자를 줄일 것이다. 분석에 포함된 변수 및 변수의 계산방식에 대하여 <표 1>에 정리하였다.

<표 1> 변수명과 계산방법

구분	변수명	계산방법	기대 부호
중속 변수	설비투자율	(당해연도 기계장치 순증가+차량운반구 순증가+공구기구비품 순증가+건설 중 자산 순증가+기타유형자산 순증가) / 전년도 말 총자산	
	R&D 투자율	(당해연도 연구비+경상연구개발비+경상개발비) / 전년도말 총자산	
설명 변수	국내 주요주주 지분	(직전 연도말 5%이상 보유 대량보유 국내 투자자의 보통주 보유주식 합계/보통주 발행주식수)	(?)
	국외 주요주주 지분	(직전 연도말 5%이상 보유 대량보유 국외 투자자의 보통주 보유주식 합계/보통주 발행주식수)	(?)
	주요주주 더미변수	5% 대량보유자가 외국인이면 1, 그렇지 않으면 0	(?)
통제 변수	CF/TA	현금흐름 대응변수: 당해연도 영업활동으로 인한 현금흐름 / 직전연도 말 총자산	(+)
	부채비율	금융비용 대응변수 : (직전연도말 총부채 / 직전연도말 총자산)	(-)
	대주주 지분율	내부지분율 대응변수 : 직전연도말 대주주 지분율	(+)
	LN(총자산)	기업규모 대응변수 : 직전연도말 총자산의 자연대수	(?)
	총자산수익률	수익성 대응변수 : (직전연도말 당기순이익/직전연도 말 총자산)	(+)
	시가총액/총자산	성장성 대응변수 : (직전연도말 시가총액+장부상 부채)/직전연도말 총자산	(+)

## 2. 실증분석 방법론

### 1) 정태적 패널모형(static panel model)

국내 주요주주 및 국외 주요주주가 상장기업의 투자에 미치는 영향을 분석하기 위하여 패널분석을 실시하였다. 패널분석은 시계열적 특성과 횡단면적 특성을 동시에 고려하여 분

석하고, 관측되지 않은 개별기업의 특성을 효과적으로 반영할 수 있다는 장점이 있다. 본 연구에서는 정태적 패널자료모형으로 식(1)을 추정하였다.

$$INV_{it} = \alpha + \beta Majorown_{it-1} + x'_{it-1}\gamma + u_{it} \quad (1)$$

여기서  $INV_{it}$ 는 투자수준을 나타내는 종속변수로 설비투자율, 연구개발투자율을 나타내고,  $Majorown_{it-1}$ 는 주요주주 지분율(주요주주 더미변수).  $x_{it-1}$ 는 통제변수로 현금흐름, 금융비용, 수익성, 내부지분율, 기업규모, 성장성을 나타낸다.

패널모형에서 오차항의 상관관계는 시간에 대해 불변인 개별효과(firm effect)로 인한 시계열적 상관관계(time series dependence)와 한 시기에 대해 모든 개체에 대해 공통적으로 작용하는 시간효과(time effect)로 인한 횡단면적 상관관계(cross-sectional dependence)를 고려하여 모형화 할 수 있다(Wooldridge, 2007). 즉, 오차항을 시간에 따라 변하지 않고 배당에 영향을 미치는 관측되지 않은 기업고유의 특성을 나타내는 개별효과  $\mu_i$ 와 나머지 교란항의 합,  $u_{it} = \mu_i + \varepsilon_{it}$ 으로 분해하여 시계열적 상관관계를 고려하거나, 혹은 오차항을 시간효과 및 교란항의 합,  $u_{it} = \lambda_t + \varepsilon_{it}$ 으로 분해하여 횡단면적 상관관계를 고려할 수 있다. 오차항을 이렇게 개별효과와 교란항, 혹은 시간효과와 교란항의 합으로 설정하는 것은 일요인오차분해모형(one-way error component model)이라고 한다.<sup>5)</sup>

패널모형은 다시 각각의 오차항을 고정된 상수로 취급할 것인가 또는 확률변수로 취급할 것인가에 따라 고정효과모형과 확률효과모형으로 구분되어 지며, 본고에서는 개별효과  $\mu_i$ 와 독립변수  $x_{it}$ 와의 상관관계를 판단할 수 있는 Hausman 검정법(1978)을 사용하여 확률효과모형의 적정성을 가늠하였다.

## 2) 동태적 패널모형(dynamic panel model)

과거의 투자수준이 당해 연도의 투자수준에 영향을 미칠 가능성을 감안하여 동태적 패널자료모형을 식(2)에서와 같이 추정하였다.

$$INV_{it} = \alpha + \rho INV_{i,t-1} + \beta Majorown_{it-1} + x'_{it-1}\gamma + u_{it} \quad (2)$$

식(1)에서와 마찬가지로,  $INV_{it}$ 는 투자수준을 나타내는 종속변수로 설비투자율과 연

---

5) 오차항을 개별효과, 시간효과 및 교란항의 합,  $u_{it} = \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$ 으로 분해하여 시계열적 상관관계와 횡단면적 상관관계를 모두 고려하는 것은 이요인오차분해모형(two-way error component model)이라고 부른다.

구개발투자율,  $Majorown_{it-1}$ 는 주요주주 지분(주요주주 더미변수)을 나타낸다.  $x_{it-1}$ 는 통제변수로 현금흐름, 금융비용, 수익성, 내부지분율, 기업규모, 성장성을 나타낸다. 또한 오차항은 개별효과와 나머지 교란항의 합으로,  $u_{it} = \mu_i + \varepsilon_{it}$ 로 분해된다.

식(2)의 동태적 패널모형에서는 종속변수  $INV_{it}$ 는  $u_i$ 의 함수이며, 따라서 종속변수의 과거시차 변수  $INV_{it-1}$  역시 오차항과 상관관계를 갖는 내생성의 문제가 발생한다. 이 경우 개별효과  $u_i$ 를 제거하기 위해 고정효과 추정을 하더라도 역시 내생성 편의가 발생한다. 이러한 추정상의 문제점을 해결하기 위해 차분한 후 적절한 도구변수를 이용하여 GMM 기법을 적용하는 것이 일반적이다. 본고에서는 Arellano and Bond(1991)가 제안한 GMM 기법을 따른다. 이때 도구변수는 종속변수와 설명변수의 시차값을 이용한다.<sup>6)</sup> 동태적 패널 모형 추정의 신뢰성은 도구변수가 제대로 선택되었는지에 달려 있다. 도구변수 선택의 타당성은 Arellano and Bond(1991)가 제안한 과도식별제약(overidentification restriction)에 대한 Sargan 검정을 이용한다. 또한 오차항의 자기상관검정을 통하여 모형설정의 적합성을 판단한다.

## IV. 실증분석

### 1. 기초통계량

<표 2>는 국내 주요주주 기업과 국외 주요주주 기업 간의 기초통계량을 비교하여 제시하고 있다. 국외 주요주주가 있는 기업의 설비투자율<sup>7)</sup>이 국내 주요주주가 있는 기업의 설비투자율에 비하여 통계적으로 유의하게 높은 것으로 나타나고 있으며, 연구개발투자율은 두 그룹간에 통계적 차이가 없는 것으로 나타나고 있어, 외국인 투자자가 기업의 투자의 사결정에 부정적인 영향을 미치고 있지 않을 수 있음을 보여주고 있다.

국내 주요주주 지분의 합이 국외 주요주주 지분의 합보다 통계적으로 유의하게 높은 것으로 나타나고 있으며, 두 그룹간의 대주주 지분율은 통계적으로 유의한 차이가 없다. 국외 주요주주 기업이 국내 주요주주 기업에 비하여 상대적으로 현금흐름 대응변수인 영업활동현금흐름/총자산, 성장성의 대응변수인 시장가치 대 장부가치, 수익성의 대응변수인 총자산수익률, 기업규모가 통계적으로 유의하게 높은 것으로 나타나고 있으며, 금융비용의 대응변수인 부채비율은 국내 주요주주 기업이 상대적으로 국외 주요주주 기업보다 높은 것으로 나타나고 있다. 5%이상 대량보유 외국인 투자자의 기업 특성이 5%이상 대량보유 국

6) 자세한 내용은 Bond(2002), Baltagi(2008)을 참조

7) 임경목(2005)은 기업의 대차대조표를 이용하여 설비투자율 추정하는 경우에 감가상각의 여부와, 자산재평가의 여부, 토지나 건축물의 포함여부 등에 따라 유형자산이 왜곡될 가능성이 존재하므로, 현금흐름표 상의 자료를 이용한 설비투자율의 사용이 바람직하다고 제시하고 있다.

내 투자자의 기업 특성에 비하여 양호한 모습을 보이고 있다. 따라서, 재무적 특성에 기인하여 상대적으로 설비투자가 높은지, 국외 주요주주가 있어 설비투자가 높게 나타나는지를 추가 분석할 필요가 있을 것이다.

<표 2> 국내 주요주주 기업과 국외 주요주주 기업의 비교

	국내 주요주주 기업(N=789)				국외 주요주주 기업(N=447)				차이 검정
	평균	표준 편차	최대값	최소값	평균	표준 편차	최대값	최소값	
설비투자율	0.0336	0.0396	0.2426	-0.0576	0.0418	0.0414	0.2477	-0.0143	-3.4***
R&D투자율	0.0042	0.0099	0.0746	0	0.0047	0.0098	0.0758	0	-0.83
주요주주 지분율	15.003	10.1139	57.07	5.0	12.4458	7.2969	34.67	5.0	5.13***
현금흐름	0.0642	0.0773	0.3441	-0.2453	0.0746	0.0822	0.3467	-0.2158	-2.19**
레버리지	0.4907	0.1876	0.9395	0.0982	0.4347	0.184	0.9419	0.0829	5.11***
성장성	0.9448	0.4092	3.1047	0.396	1.0062	0.413	3.2934	0.4148	-2.52***
대주주 지분율	32.8181	15.187	79.98	0.3	32.5347	15.342	76.54	2.85	0.31
수익성	0.0386	0.0726	0.4508	-0.3676	0.0604	0.0546	0.2262	-0.1978	-5.96***
기업규모	26.463	1.364	30.45	23.52	26.9221	1.4961	31.17	24.39	-5.35***

주) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.

<표 3>은 모든 변수에 대한 피어슨상관분석을 한 결과를 제시하고 있다. 실물투자의 대용변수인 설비투자율과 연구개발투자의 대용변수인 연구개발투자율의 상관계수값이 0.09값으로 크지 않고 있어, 기업의 실물투자와 연구개발투자를 따로 분석하여야 함을 보여주고 있다고 할 수 있다. 현금흐름과 수익성의 상관계수가 0.32값으로 가장 높게 나타나고 있어, 변수간의 다중공선성의 문제는 심각하지 않은 것으로 나타나고 있다.

<표 3> 변수별 상관계수표

	Y1	Y2	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
설비투자율	1									
연구개발투자율	0.09**	1								
주요주주 지분	-0.02	-0.02	1							
현금흐름	0.28**	0.09**	-0.05	1						
레버리지	-0.07	-0.04	0.18**	-0.15**	1					
성장성	0.13**	0.21**	0.06*	0.16**	0.1**	1				
대주주지분	0.03	-0.09**	-0.09**	0.03	-0.14**	-0.03	1			
수익성	0.13**	0.06*	-0.08**	0.32**	-0.3	0.2**	0.05	1		
기업규모	0.13**	0.09**	0.07*	0.11**	0.25**	0.25**	-0.18**	0.01	1	
주요주주 더미	0.1**	0.02	-0.13**	0.06*	-0.14**	0.07*	-0.01	0.16**	0.15**	1

\*, \*\*은 각각 유의수준 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.

## 2. 패널분석 결과

패널자료에 관찰 불가능한 개별효과(unobserved individual effect)가 존재하는 경우에 회귀분석을 통한 추정량은 편의(biased)를 가질 수 있으므로, 관찰 불가능한 개별효과가 존재하는 경우에 국내외 주요주주가 기업의 실물투자와 연구개발투자에 어떤 영향을 미치는가를 분석하였다. 기업의 투자수준을 측정하는 종속변수로 설비투자율, 연구개발투자율 변수를 사용하여 분석한 결과를 <표 4>, <표 5>에 각각 제시하고 있다. 모형 1, 모형 3, 모형 5는 정태적 패널모형의 분석결과를, 모형 2, 모형 4, 모형 6은 동태적 패널분석 모형의 분석 결과를 제시하고 있다.

Breusch-Pagan 검정은 패널자료에 관찰 불가능한 개별효과 존재 여부를 판단하는 통계량으로, <표 4>, <표 5>에서 모두 관찰 불가능한 개별효과가 존재하는 것으로 나타나고 있어, 다중회귀분석 보다는 정태적 패널분석이 타당함을 보여주고 있다. 패널분석에 고정효과모형(fixed effect model)으로 할 것인지 확률효과모형(random effect model)으로 할 것인지를 결정하기 위하여 Hausman 검정을 실시하였다. Hausman 검정 결과 <표 5>의 모형 3을 제외한 모형이 확률효과모형이 타당하다는 귀무가설을 기각하고 있어 고정효과모형으로 추정하였다. 동태적 패널분석은 도구변수의 타당성이 검정되어야 하는데, Sargan 검정 결과 모든 모형에서 도구변수의 선택이 옳다는 귀무가설을 유의수준 5%에서 채택하고 있으며, 잔차의 경우 유의수준 5%에서 2차 시계열 자기상관성을 가지고 있지 않다는 귀무가설을 채택하고 있어 일반화적률추정법(GMM)에 의한 도구변수의 선택이 타당함을 보여주고 있다.

먼저, 설비투자율을 종속변수로 하여 패널분석을 한 <표 4>의 결과를 살펴보면, 모형 2와 모형 4에서 주요주주 지분율이 설비투자율에 정(+ )의 영향을 미치고 있는 것으로 나타나고 있으며, 모형 2에서 주요주주 더미변수는 설비투자율에 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 주고 있어, 상대적으로 국내 주요주주가 있는 기업이 국외 주요주주가 있는 기업에 비하여 기업의 특성을 통제하였을 경우, 설비투자율에 더 높음을 보여주고 있지만, 국외 주요주주가 있는 기업을 대상으로 한 모형 5와 모형 6에서 국외 주요주주 지분율이 설비투자율에 통계적으로 유의한 영향을 주고 있지 않음을 보여주고 있어 외국인 투자자가 기업의 투자 의사 결정에 부정적인 영향을 미치고 있다고 보기 어렵다.

통제변수의 경우 대체적으로 계수의 부호가 이론이 예측하는 방향으로 나타나고 있다. 현금흐름은 모형 5를 제외한 모든 모형에서 기대했던 정(+ )의 값으로 설비투자율에 통계적으로 유의한 영향을 주고 있으며, 레버리지는 모형 4, 모형 5를 제외한 모든 모형에서 기대했던 부(-)의 값으로 통계적으로 유의한 값을 보여주고 있다. 성장성의 경우에는 국외 주요주주 기업을 대상으로 분석한 모형 5, 모형 6을 제외한 모든 모형에서 통계적으로 유의한 정(+ )의 영향을 주고 있다. 대주주지분율은 기대했던 부호와 다르게 모형 6을 제외하고

모든 모형에서 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 수익성은 기대했던 부호와 같게 모든 모형에서 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있음을 보여주고 있으며, 기업규모는 모형 6을 제외한 모든 모형에서 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 주고 있어, 상대적으로 기업규모가 작은 기업들이 설비투자를 증가시키고 있음을 보여주고 있다. 전기설비투자율은 모형 2, 모형 4, 모형 6에서 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 주고 있음을 보여주고 있어, 설비투자가 지속성을 가지고 있음을 알 수 있다.

연구개발투자율을 종속변수로 하여 패널분석을 한 <표 5>의 결과를 살펴보면, 주요주주 지분율이 모형 2, 모형 4에서 연구개발투자율에 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 주고 있으며, 모형 2에서 주요주주 더미변수는 연구개발투자율에 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 주고 있어, 상대적으로 국외 주요주주가 있는 기업이 국내 주요주주가 있는 기업에 비하여 기업의 특성을 통제하였을 경우, 연구개발투자율이 더 높음을 보여주고 있지만, 국외 주요주주가 있는 기업을 대상으로 한 모형 5와 모형 6에서 국외 주요주주 지분율이 연구개발투자율에 통계적으로 유의한 영향을 주고 있지 않아, 외국인 투자자가 기업의 투자 의사 결정에 부정적인 영향을 미치고 있다고 보기 어렵다.

설비투자율을 종속변수로 분석한 경우와 다르게 통제변수들의 부호가 일관된 결과를 제시하지 못하고 있다. 또한, 국내 주요주주 기업과 국외 주요주주 기업을 대상으로 분석한 결과가 상이하게 나타나고 있다. 레버리지 비율은 국내 주요주주 기업을 대상으로 분석한 동태적 패널모형인 모형 4에서 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 주고 있으나, 국외 주요주주 기업을 대상으로 분석한 모형에서는 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 수익성은 모형 6에서만 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 주고 있으며, 대주주 지분율은 모형 4에서는 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을, 모형 5에서는 유의수준 10%에서 유의한 부(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타나고 있다. 전기연구개발투자율은 모형 6에서만 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타나고 있다. 현금흐름은 모형 3에서만 기대했던 부호인 정(+)의 값으로 통계적으로 유의하지만, 모형 2, 모형 4, 모형 5, 모형 6에서는 현금흐름이 연구개발투자율에 부(-)의 영향을 주고 있는 것으로 나타나고 있다.<sup>8)</sup>

이상의 분석 결과로부터 외국인 투자자가 단기적 이익에 집착하여 장기적인 실물투자와 연구개발투자에 부정적인 영향을 미치고 있다는 주장을 뒷받침하지 않는 결과를 제시하고 있다고 할 수 있다.

---

8) 이병기(2006)의 연구에 의하면 현금흐름은 R&D투자에 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다.

<표 4> 투자결정요인 분석 : 종속변수가 설비투자율인 경우

	전체기업(N=1236)		국내 주요주주 기업(N=789)		국외 주요주주 기업(N=447)	
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6
상수	0.5181*** (3.22)		0.5772*** (2.72)		0.6453* (1.94)	
주요주주 지분율	0.0045 (0.28)	0.0352* (1.69)	0.0095 (0.48)	0.043*** (2.62)	-0.0217 (-0.61)	0.0396 (1.28)
현금흐름	0.0546*** (3.37)	0.0994*** (8.6)	0.071*** (3.29)	0.0801*** (6.22)	0.0085 (0.32)	0.0817*** (4.6)
레버리지	-0.0344** (-2.14)	-0.0886*** (-4.23)	-0.0374* (-1.92)	-0.017 (-0.95)	0.0037 (0.11)	-0.2041*** (-6.12)
성장성	0.0125*** (2.57)	0.0296*** (6.12)	0.0183*** (2.85)	0.0167*** (5.58)	-0.0064 (-0.78)	-0.0066 (-1.4)
대주주 지분율	-0.021* (-1.75)	-0.0448*** (-6.57)	-0.0322** (-1.99)	-0.062*** (-4.99)	-0.0008 (-0.04)	0.0236** (2.0)
수익성	0.0461** (2.41)	0.1598*** (8.69)	0.0554** (2.49)	0.1019*** (4.14)	0.1131** (2.40)	0.08*** (5.32)
기업규모	-0.0178*** (-2.88)	-0.0341*** (-4.86)	-0.0203** (-2.49)	-0.0739*** (-7.96)	-0.0223* (-1.78)	-0.0213 (-1.28)
주요주주 더미변수	0.0029 (0.71)	-0.0142*** (-3.31)				
전기 설비투자율		0.1079*** (8.0)		0.0458*** (3.06)		0.0589* (1.79)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
Breusch pagan(p-값)	375.37 (0.00)		291.89 (0.00)		101.18 (0.00)	
Hausman 검정(p-값)	27.35 (0.02)		24.16 (0.04)		37.04 (0.0007)	
Wald 검정 (p-값)	20.93 (0.00)	90.01 (0.00)	13.12 (0.00)	82.47 (0.00)	11.52 (0.00)	18.03 (0.00)
m1 (p-값)		-0.3669 (0.00)		-0.3756 (0.00)		-0.2220 (0.0056)
m2 (p-값)		0.0229 (0.6395)		0.0650 (0.3536)		-0.1819 (0.0558)
Sargan 검정 (p-값)		90.28 (0.29)		73.34 (0.13)		37.83 (0.43)

주) 동태모형으로는 Arellano-Bond 2단계 GMM 방법을 활용하였다. Breusch-Pagan 검정통계량은 기업특성효과의 존재 여부를, Hausman 검정통계량은 확률효과모형의 적합성을 검증함. Wald 검정의 귀무가설은 '모형 내 모든 계수가 0이다'이다. m1, m2의 귀무가설은 각기 '잔차항에 1차 자기상관, 2차 자기상관이 없다'로 잔차의 2차 자기상관이 없어야 한다. 도구변수 선택에 대한 타당성 검정은 '도구변수의 선택이 옳다'라는 귀무가설의 Sargan 검정을 이용하였다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타내고, ( )는 t-값을 나타냄.

<표 5> 투자결정요인 분석 : 종속변수가 연구개발투자율인 경우

	전체기업(N=1236)		국내 주요주주 기업(N=789)		국외 주요주주 기업(N=447)	
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6
상수	0.0313 (1.55)		-0.0029 (-0.29)		0.0594 (1.52)	
주요주주 지분율	0.0001 (0.06)	0.0051*** (5.57)	-0.0002 (-0.08)	0.0086*** (5.02)	0.0003 (0.08)	-0.001 (-0.33)
현금흐름	0.003 (1.47)	-0.0024*** (-2.65)	0.0091*** (3.85)	-0.0051*** (-3.77)	-0.0054* (-1.75)	-0.0178*** (-7.77)
레버리지	0.0001 (0.06)	-0.0099*** (-5.0)	-0.0028 (-1.55)	-0.005*** (-3.35)	0.0018 (0.45)	0.0041 (1.21)
성장성	0.0024*** (3.92)	-0.001*** (-3.49)	0.0045*** (6.77)	0.0006** (2.13)	-0.00002 (-0.02)	0.0022** (2.23)
대주주 지분율	-0.0023 (-1.53)	0.0018*** (6.76)	-0.0002 (-0.14)	0.004*** (6.14)	-0.0043* (-1.72)	0.0009 (0.5)
수익성	-0.0018 (-0.76)	0.0007 (0.54)	-0.0027 (-1.11)	-0.0009 (-0.8)	-0.0006 (-0.1)	-0.0107** (-2.16)
기업규모	-0.0011 (-1.48)	-0.0005 (-1.07)	0.0002 (0.44)	-0.0021*** (-3.24)	-0.0021 (-1.4)	-0.004*** (-3.38)
주요주주 더미변수	0.0018*** (3.61)	0.0013*** (6.56)				
전기 연구개발투자율		0.3385*** (49.07)		0.1462*** (4.08)		-0.0958*** (-3.39)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
Breusch pagan(p-값)	634.78 (0.00)		445.46 (0.00)		132.19 (0.00)	
Hausman 검정(p-값)	27.35 (0.02)		13.98 (0.45)		28.35 (0.0127)	
Wald 검정 (p-값)	9.19 (0.00)	5587.76 (0.00)	12.66 (0.00)	8.27 (0.00)	4.41 (0.00)	25.12 (0.00)
m1 (p-값)		-0.3167 (0.00)		-0.2147 (0.00)		-0.1730 (0.04)
m2 (p-값)		-0.0345 (0.4652)		0.0724 (0.2262)		0.0242 (0.8121)
Sargan 검정 (p-값)		80.42 (0.62)		51.71 (0.79)		35.88 (0.56)

주) 동태모형으로는 Arellano-Bond 2단계 GMM 방법을 활용하였다. Breusch-Pagan 검정통계량은 기업특성효과의 존재 여부를, Hausman 검정통계량은 확률효과모형의 적합성을 검증함. Wald 검정의 귀무가설은 '모형 내 모든 계수가 0이다'이다. m1, m2의 귀무가설은 각기 '잔차항에 1차 자기상관, 2차 자기상관이 없다'로 잔차의 2차 자기상관이 없어야 한다. 도구변수 선택에 대한 타당성 검정은 '도구변수의 선택이 옳다'라는 귀무가설의 Sargan 검정을 이용하였다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타내고, ( )는 t-값을 나타냄.

## V. 결론

본 연구에서는 외국인 투자자가 기업의 투자에 미치는 영향을 정보비대칭에 의한 자본 제약이론의 관점에서 분석하고자 하였다. 즉, 외국인 투자자가 정보비대칭에 직면해 있지 않다면, 기업의 자본제약을 완화하여 외부자금을 차입하기가 용이하게 되어 기업의 투자는 증대될 수 있다는 것이다. 반면에 외국인 투자자가 국내투자자에 비하여 정보비대칭에 직면해 있다면, 기업의 자본제약이 심화되어 외부자금을 차입하기가 더욱더 용이하지 않게 됨으로써 기업의 투자는 감소하게 될 것이다. 또한, 정보비대칭에 직면해 있는 외국인 투자자는 단기적 투자성향을 가지게 되어 투자보다는 배당을 선호하게 되어 기업의 투자는 위축되게 될 것이다. 이러한 정보비대칭에 의한 자본제약이론에 근거하여 외국인 투자자가 투자에 영향을 주는지 실증분석 하였다.

본 연구가 선행연구와 차이점은 기업의 실물투자와 연구개발 투자를 종속변수를 사용하고 있으며, 5%이상 대량보유 주요 주주를 국내 주요주주와 국외 주요주주로 구분하여 분석하고 있다. 또한, 선행연구에서는 설비투자율에 대한 동태적 패널분석을 실시하지 않고 있으나, 본 연구에서는 설비투자율에 대한 동태적 패널분석을 실시하였다. 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 기업의 실물투자인 설비투자율을 종속변수로 하여 패널분석을 실시한 결과 국내 주요 주주는 설비투자율에 모형에 따라 일관되지 않으나, 통계적으로 유의한 정(+ )의 영향을 주고 있으며, 국외 주요주주는 설비투자율에 통계적으로 유의한 영향을 주고 있지 않았다. 즉, 국내 주요주주는 기업의 투자의사 결정에 영향을 주고 있지만, 국외 주요주주는 기업의 투자의사결정에 영향을 주지 않고 있다고 볼 수 있다. 따라서, 실물투자의 관점에서 보면, 외국인 투자자가 기업의 투자의사 결정에 부정적인 영향을 주어 기업의 투자를 위축시키고 있지 않다고 할 수 있을 것이다.

둘째, 기업의 연구개발투자인 연구개발투자율을 종속변수로 하여 패널분석을 실시한 경우에도 국내 주요 주주는 연구개발투자율에 모형에 따라 일관되지 않으나, 통계적으로 유의한 정(+ )의 영향을 미치고 있으며, 국외 주요주주는 연구개발투자율에 통계적으로 유의한 영향을 주고 있지 않다. 연구개발투자의 관점에서 보면, 외국인 투자자가 기업의 투자의사결정에 부정적인 영향을 주어 기업의 투자를 위축시키고 있지 않음을 보여주고 있다.

## 참 고 문 헌

- 고동수, 조현승, 박민수, 「출자총액제한제도와 기업투자의 관계」, 산업연구원, 2006. 08.
- 김경목, “기업 지배구조와 혁신 소유구조가 연구개발(R&D) 투자에 미치는 영향”, 경영학연구, 제 32권 6호(2003), pp. 1799-1832.
- 남준우, "재무적 제약하에서의 기업투자에 관한 연구", 서강경제논집, 제 32권 1호(2003), pp. 67-77.
- 박경서, 이은정, “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향”, 금융연구, 제 20권 2호(2006), pp. 73-113.
- 박창균, 「외국인투자자 비중 확대와 배당 및 투자」, 한국개발연구원, 2005.
- 박현수, 「외국인 주식투자가 국내기업의 성장에 미치는 영향」, 삼성경제연구소 Issue Paper, 2004.12.
- 배재수, 황문우, 「외국인의 주식보유 증가가 상장기업의 배당 및 투자에 미치는 영향」, 한국은행, 2006.
- 빈기범, 조성훈, 「외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석」, Issue Paper 05-02, 한국증권연구원, 2005.
- 설원식, “외국인투자자가 국내기업의 설비투자에 미치는 영향”, 국제경영리뷰, 제 9권 1호(2006), pp. 53-68.
- 이만우, 노준화, “외국인 투자자가 기업에 미친 영향 - 배당, 투자, 기부금 및 자기주식 취득을 중심으로 -”, 세무와회계저널, 제 7권 1호(2006), pp. 7-25.
- 이병기, “기업투자의 현금흐름 민감성에 관한 실증분석 - 기업규모를 중심으로 -”, 산업조직연구, 제 8권 1호(2000), pp. 75-101.
- 이병기, 「기업투자에 대한 불확실성의 영향 분석 -정책적 시사점과 향후과제-」, 한국경제연구원, 2004. 12.
- 이병기, 「외국인투자자가 배당 및 R&D투자에 미치는 영향」, 한국경제연구원, 2006. 12.
- 이병윤, 「외국자본 진출 확대의 영향과 대응방안- 배당 및 투자에 대한 영향과 적대적 M&A 위협을 중심으로-」, 한국금융연구원, 2005. 12.
- 임경목, 「기업의 설비투자행태 변화 분석」, 한국개발연구원, 2005. 12.
- 전승철, 김영준, 하준경, 「최근의 설비투자 부진원인과 정책과제」, 한국은행 금융경제연구원, 2005.
- 전효찬, 「자본비용이 기업 투자에 미치는 영향」, 삼성경제연구소 Issue Paper, 2006.

02.

조영곤, 설원식, “외국인주주와 기업의 연구개발투자”, 국제경영연구, 제 17권 4호 (2006), pp. 127-156.

홍기석, “최근 기업 설비투자 결정요인의 미시적 분석”, 경제분석, 제 12권 1호(2006), pp. 1-52.

Arellano, M. and S. Bond, 1991, Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations, *Review of Economic Studies*, 58, pp. 277-297.

Baltagi, Badi H., 2005, *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons.

Drucker, P. K., 1986, To End the Raiding Roulette Game, *Across the Board*, 23(4), pp. 30-39.

Fazzari, S., R. Hubbard and B. Petersen, 1988, Financing Constraints and Corporate Investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 141-195.

Graves, S.B., 1988, Institutional Ownership and Corporate R&D in the Computer Industry, *Academy of Management Journal*, 31, pp. 417-428.

Hausman, J. A., 1978, Specification Tests in Econometrics, *Econometrica*, 46, pp. 1251-1271.

Jensen, Michael C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.

Kochhar, R. and P. David, 1996, Institutional Investors and Firm Innovation : A test of Competing Hypotheses, *Strategic Management Journal*, 17(1), pp. 73-84.

Myers, S. and N. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.

Porter, M., E., 1992, Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System, *Harvard Business Review*, 70(5), pp. 65-83.

Wooldridge, Jeffrey, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press, Cambridge, MA, 2007