

# 외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향

임석필\* · 정종욱\*\*

## 요약

본 연구는 외국인 투자자와 기업의 배당정책 간에 어떠한 관계가 있는지를 최근의 국내 기업들의 자료를 이용하여 실증적 방법으로 밝혀보고자 하는 시도이다. 외국인 투자자가 해당기업의 배당정책에 어떠한 영향을 미치는가 하는 문제는 최근 외환시장 개방 이후의 주요한 논쟁거리가 되어왔다. 본 연구는 이러한 논쟁들의 연장선상에 있다. 즉 우리나라 상장기업이 외국인주주의 비율에 따라서 그 기업의 배당정책인 배당성향과 배당수익률의 양상이 어떻게 다르게 나타나는지를 다중회귀모형을 통하여 살펴보았다. 이때 기업의 성장성과 유동성, 규모를 통제하면서, 2003년부터 2007년까지 증권거래소에 상장된 기업 중 결산일이 12월인 제조업을 중심으로 외국인투자자와 기업 간 배당성향의 변화를 살펴보았다. 또한 외국인투자자의 지분율을 구간별로 나누어 지분율에 따른 배당성향에 미치는 영향도 살펴보았다.

국내 상장기업들을 대상으로 한 본 연구의 결과는 기업의 외국인투자자가 배당성향과 배당률에 모두 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있으며 지분율 구간별로 분석한 결과도 모든 구간에서 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있음을 확인하였다.

핵심주제어 : 외국인투자자, 배당, 회귀분석

## I. 서론

우리나라는 1992년 외국인투자에 대한 부분적인 개방을 실시한 이후 지속적으로 투자한도의 제한을 확대하여 1998년 전면 개방에 이르렀다.

\* 단국대학교 상경대학 경영학부 교수, slim@dankook.ac.kr

\*\* 단국대학교 일반대학원 경영학과 재무관리전공

국내 주식에 대한 외국인의 직접투자가 허용된 이후(시가총액기준) 4.90%였던 외국인 투자자의 비율은 급격히 증가하여 2004년 40%까지 치솟았고 2007년 말 현재 31%를 차지하고 있다.

외국인 투자자의 지분이 갈수록 증가함에 따라 이들에 의해 야기되는 부정적 효과를 우려하는 목소리가 높아지고 있다. 외국인 투자자들이 투자 대신 배당을 증가시키는 단기적 이익만을 추종한다거나, 배당으로 인한 국부 유출이 심각하다는 등의 주장이 대표적인 예이다. 조사대상에서는 제외되었지만 최근경제자료에 따르면 국내은행들이 지난 5년간 외국인 주주에게 지급한 배당금이 무려5조원에 육박하는 것으로 조사되었다. 이러한 뉴스들을 접한 일반인들에게는 외국인 투자자로 인한 국부 유출을 우려하게 한다. 하지만 그동안 수백억 달러의 외국인 투자자금이 순수입 되었다는 점을 동시에 고려한다면, 외국인투자자들에게 지급된 배당금이 과연 과도한 것인가?

외국인투자자의 국내 주식에 대한 비중 증가에 대하여 상이한 견해가 제시되고 있다. 외국인투자자의 국내 주식에 대한 비중이 증가할수록 경영진 및 기존 대주주에 의한 독단적인 경영에 대한 직·간접적 견제가 가능하게 되면서 기업의 지배구조가 개선되고 기업의 효율성이 증대된다는 것이다.

반면에, 외국인 투자자들은 기업의 장기적인 가치에는 관심이 없고 단기적 매매차익을 노리는 투기자로 보는 견해이다. 즉 단기적 투자수익의 극대화를 위한 무리한 구조조정과 고배당, 연구개발비 감소 등으로 국내기업의 장기적인 성장성을 약화시킨다는 것이다.

외국인투자자가 기업의 배당정책에 미치는 영향을 분석한 선행연구에서도 상반된 결과들을 제시하고 있다. 설원식, 김수정(2006)<sup>1)</sup>은 2001년부터 2003년까지 유가증권시장에 계속 상장된 12월 결산법인 중에서 외국인지분율이 5% 이상인 기업을 대상으로 Tobit 분석을 실시하여 외국인 중 5% 이상 보유한 지분율의 합이 배당성향과 배당수익률에 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 가지고 있으며, 이익소각을 포함한 경우에도 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보여 외국인투자자가 고배당을 요구하고 있는 것으로 나타났다.

박경서, 이은정(2006)<sup>2)</sup>은 1992년부터 2003년까지의 유가증권시장에 계속 상장된 기업을 대상으로 패널분석을 실시하여 외국인 지분율이 높을수록 배당성향은 증가하지만, 외국인지분율과 총자산영업이익률의 상호작용변수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보여 수익성이

1) 설원식, 김수정, “외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향”, 증권학회지, 제25집 1호(2006), pp. 1-40.

2) 박경서, 이은정, 이인무, “국내기업의 배당형태와 투자자의 반응에 관한 연구”, 재무연구, 제16권 2호(2006), pp.195-226.

좋은 기업의 경우 외국인지분율의 증가는 오히려 배당을 줄이는 효과를 보여주고 있어, 외국인투자자가 자원배분의 효율성을 증가시켜 오히려 기업에 긍정적인 영향을 미친다고 하였다.

이처럼 선행연구에서 상이한 결과들을 제시하고 있어, 외국인투자자들의 국내경제에 미치는 영향력이 갈수록 커져가고 있는 국내 주식시장의 현실을 고려할 때 이를 제대로 평가하기 위한 종합적이고 체계적인 연구가 더 많이 요구되고 있다.

## II. 외국인 주식투자 현황

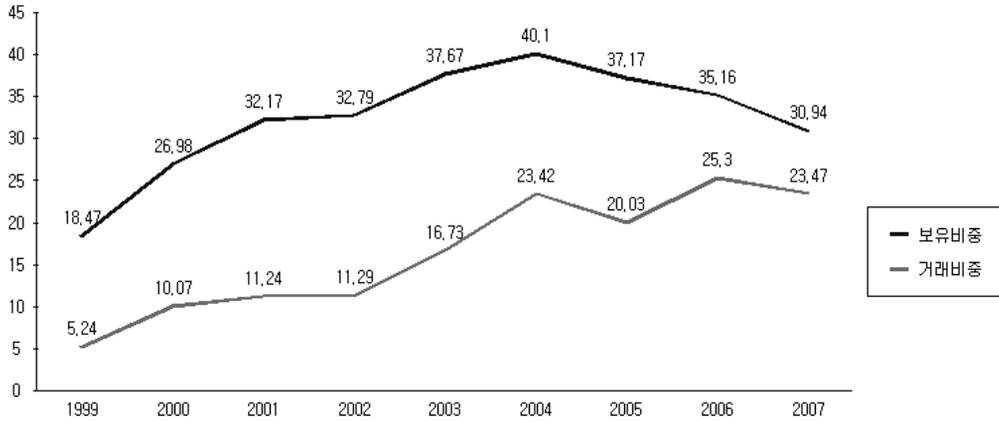
1992년 1월 3일부터 외국인들이 국내주식시장에서 실명으로 주식을 거래 할 수 있게 되었다. 한국전력·포항제철 등 법령으로 투자를 제한하는 경우를 제외하고 모든 상장주식을 매입할 수 있으나 개방초기 단계에서는 국내기업의 경영권보호와 금융·증권·외환시장의 안정을 위해 전체로는 종목당 10%, 외국인 1인당으로는 3%를 넘지 않도록 하였다.

1997년 외환위기 이후 외국자본의 국내유입을 촉진하기 위해 1998년 5월 외국인투자자의 주식 투자한도가 완전 폐지되면서 외국인투자자들의 주식투자가 급격히 증가하고 이에 따라 이들의 주식거래형태가 우리나라 증권거래 시장에 미치는 영향력이 급속히 증가하였다. 외국인주식투자의 급격한 증가가 주식시장에 미치는 충격을 완화하기 위하여 외국인 주식투자에 일정한 한도를 두었다. 1992년 개방 초기 일반법인 10%, 공공법인 8%로 제한하였으며, 1인당 투자 한도는 일반법인 3%, 공공법인 1%로 정해졌다. 이러한 외국인투자한도는 점진적으로 확대되었으며, 1997년 외환위기를 기점으로 외국인투자를 적극 유도하기 위해 대폭으로 조정되었다. 1997년 12월 11일 일반법인의 전체한도와 1인당한도가 50%로 대폭 확대되고 공공법인의 전체한도는 25%로 증가하였다. 그리고 1998년 5월 25일 공공법인만 투자한도가 제한되어 전체한도 30%, 1인당 한도 3%로 설정되고, 일반법인에 대한 모든 한도가 폐지되었다.

〈그림 1〉은 외국인 투자자의 주식 보유 및 거래비중을 나타내고 있다.

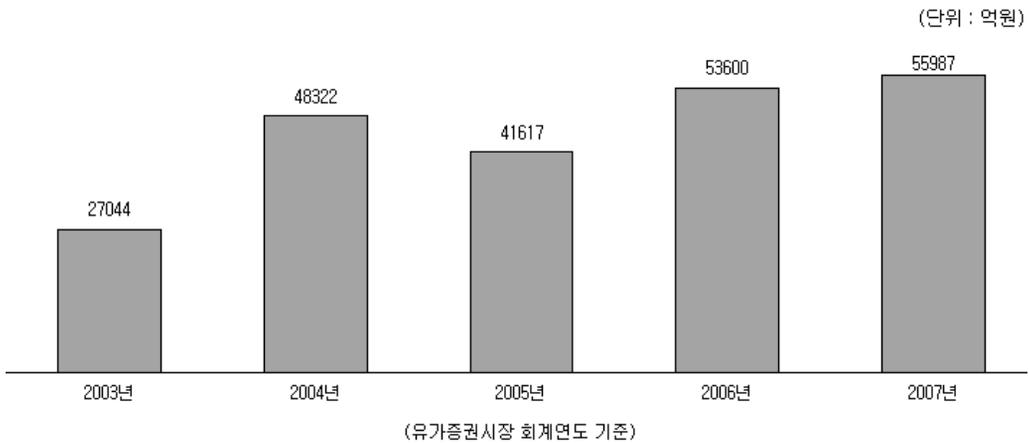
국내 증시에서 외국인투자자의 보유비중이 높아짐에 따라 자연적으로 거래비중도 높아지고 있다. 거래비중으로 살펴보면 일반기업에 대한 투자한도 폐지원년인 1999년에는 시장전체 거래량의 5.24%로 비교적 낮게 나타났으나, 이후 꾸준히 증가하여 2007년에는 23.47%로 전체거래비중의 1/4 가량을 차지하게 되었다.

〈그림 1〉 외국인 투자자의 상장주식 보유 및 거래 비중(%) (시가총액기준)



자료 : 한국은행

〈그림 2〉 12월 법인 외국인 배당금 추이



자료 : 증권선물거래소

〈그림 2〉는 유가증권시장에서 외국인투자자의 배당금 추이를 나타내고 있다.

증권선물거래소의 12월 결산 상장사 608개 가운데 현금배당을 실시한 450개사의 2003년부터 2007년까지의 배당금액을 보여주고 있다. 2005년 4조1617억으로 잠시 하락세를 보였으나 최근으로 올수록 배당금액이 점차 증가하고 있음을 보여주고 있다.

### III. 기존연구 및 가설

#### 1. 기존연구

외국인투자자의 보유비중과 배당간의 관계에 대한 실증연구로 박경서, 이은정, 이인무(2003)는 1993년부터 1999년 유가증권 상장기업을 대상으로 다중회귀분석을 통하여 외국인 지분율은 배당률에 유의한 정(+)의 관계를 배당성향과는 유의적인 부(-)의 관계를 보이고 있다고 분석하였다.

박현수(2004)는 유가증권시장의 KOSPI200 기업 중에서 1998년부터 2003년까지 계속 상장된 150개 기업을 대상으로 다중회귀분석을 실시한 결과 외국인 지분율이 배당성향, 주당 배당금, 배당총액에 정(+)의 영향을 주고 있어 외국인 주식 투자의 부정적 효과를 주장하고 있다. 이만우, 노준화(2005)는 1995년부터 2003년까지의 제조업을 대상으로 다중회귀분석을 실시한 결과 외국인지분율과 배당률과는 정(+)의 관계가 있지만 배당성향과는 무관한 결과를 얻었으며, 외국인지분율과 자기주식과 무관한 결과를 제시하고 있다. 정성창, 김영환(2007)<sup>3)</sup>은 1998년부터 2005년까지 유가증권시장에 계속 상장된 기업을 대상으로 다중회귀분석, 패널분석, 패널 VAR 분석을 실시한 결과 배당성향의 관점에서 외국인 지분율이 다중회귀분석과 정태적 패널분석에서는 영향을 미치고 있지 않으나, 동태적 패널분석에서는 유의한 부(-)의 값을 제시하고 있어 외국인 투자자가 기업의 배당과 자기주식취득 의사결정에 영향을 주어 과도한 배당성향을 요구하고 있다고 볼 수 없으며, 배당률의 관점에서는 외국인 투자자가 기업의 배당에 정(+)의 영향력을 주고 있으나, 배당을 포함한 자기주식취득 의사결정에는 무관한 결과를 얻었으며 주당배당금과 자사주 순매입액을 포함한 확장된 주당 배당금을 종속변수로 사용하여 패널 VAR 분석을 통하여 외국인투자자가 기업의 배당과 자기주식취득과의 관계는 무관한 결과를 제시하고 있다.

이처럼, 외국인투자자와 배당에 대한 종속변수의 사용과 분석표본의 시기 및 분석방법에 있어서 상이한 결과들을 제시하고 있다. 따라서 본 연구는 한 가지 분석방법을 사용하지 않고 다양한 분석방법을 사용하여 외국인 투자자가 배당에 영향을 미치는지 분석하고자 한다.

3) 정성창, 김영환, “외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향에 관한 연구”, 증권학회지 2007년 5월 25일.

## 2. 가설

외국인투자자들이 국내 기업에의 투자가 기업의 배당정책에 어떠한 영향을 미치는지에 대해서 논란이 있다. 일반적으로 소유지분은 경영통제권의 수준에 중대한 영향을 미치는 요소이다.

외국인투자자는 외부투자자로서 경영자의 사적 효용추구를 감시하고 생산기술이전, 선진 경영기법 전수 등 직·간접적으로 투자기업에 유의적인 영향을 미치게 되는 긍정적인 면도 있지만 일부에선 기업의 잉여현금흐름을 축적보다는 배당을 통한 수익확보전략을 선호할 가능성이 크다고 하였다.

박경서, 이은정(2006)은 외국인투자자와 국내투자자간의 정보비대칭 문제로 외국인투자자는 내국인투자자에 비해 보다 높은 배당을 요구할 가능성이 높으며, 국내기업의 경영에 대한 감시와 견제가 용이하지 않은 상황에서 이익의 내부유보와 이로 인한 현금흐름의 축적보다는 배당을 통한 수익확보전략을 선호할 가능성이 크다고 하였다. 반면에 정성창, 김영환(2007)은 외국인 투자자가 기업의 배당과 자기주식취득에 영향력을 행사하여 과도한 배당과 자기주식을 유도한다고 보기 어렵다고 하였다.

본 연구는 선행연구의 연장선상에서 외국인투자자들의 비중이 기업의 배당확대에 정말로 영향을 미치는가를 실증분석을 통해 검증해 보고자 한다. 특히, 5% rule<sup>4)</sup>에서 논의되는 것처럼, 한 기업에서 5% 이상을 소유한 외국인투자자가 기업의 배당결정에 유의한 영향을 미치는가를 분석하고자 한다.

따라서, 본 연구는 외국인투자자가 기업의 배당에 어떤 영향을 미칠 것인가에 대하여 다음의 가설을 설정하였다.

**[가설]** 외국인투자자는 기업의 배당에 유의한 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

4) 증권거래법에 의해 상장법인의 의결권 있는 주식 등을 5% 이상 보유하게 된 자가 그 보유상황과 1% 이상 지분 변동시 변동 상황을 5일 이내에 금융감독위원회와 증권선물 거래소에 보고하는 제도. 지난 2005년 증권거래법이 개정되어 경영참가 목적이 있는 투자자는 자산보유 목적을 변경해 보고하고 자금출처도 보고하도록 하였다. 이는 기업경영권 시장의 공정성과 투명성을 높여 증권시장의 안정과 선진화를 이루고, 적대적 M&A로부터 경영권을 보호해 주며 투기적 외국계 펀드의 불공정거래를 방지, 기존 지배주주의 경영권 보호를 강화하기 위한 것이다.

[가설]은 외국인투자자가 기업의 의사결정에 영향을 미쳐 배당을 강제하였는지에 대하여 검증하기 위해 일반적으로 사용하는 배당성향(현금배당금/당기순이익)과 배당률(현금배당금/총자산)변수를 사용하였다. 또한, Grullon and Michaely(2002)<sup>5)</sup>는 기업이 현금배당 대신 자기주식을 취득하는 자기주식이 배당을 대체한다는 배당대체가설을 제시하고 있다. 반면 설원식, 김수정, 장호윤(2004)은 배당대체가설을 지지할 만한 증거가 없다는 연구결과도 있으나, 선행연구들에서 자기주식취득까지를 포함한 확장된 배당개념을 사용하여 분석하고 있다.<sup>6)</sup> 따라서 확장된 배당수익률의 변수를 추가하여 상이한 배당수준에 따라서 외국인 투자자가 어떤 영향을 미치는지 분석함으로써 외국인투자자가 기업의 배당에 어떤 영향을 주고 있는지를 살펴보고자 한다.

#### IV. 자료 및 표본의 선정

본 연구에 사용된 표본기업은 2003년부터 2007년 12월까지 한국증권거래소에 계속 상장된 12월 결산법인 중 제조업만을 대상으로 수행되었으며, 금융업은 제외하였으므로<sup>7)</sup> 표본기업은 다음 기준에 따라 선정하였다.

- ① 분석대상기간 중 계속 상장된 기업
- ② 분석대상기간 중 본 연구에 필요한 재무자료 및 추가자료를 얻을 수 있는 기업
- ③ 실증분석을 손쉽게 하기 위하여 분석대상기간 중 결산기를 계속 12월로 유지한 기업
- ④ 분석대상기간 중 관리대상 종목에 포함된 기업이나 자본잠식된 기업은 제외
- ⑤ 분석대상기간 중 합병 또는 기업분할을 단행한 기업 제외
- ⑥ 분석대상기간 내내 외국인투자자들이 적어도 5% 이상의 지분을 가진 기업

위의 전체 표본기업은 외국인투자자가 기업에 미치는 영향을 실증분석하기위하여 설원식, 김수정(2006)<sup>8)</sup>의 연구에서 사용한 기준을 바탕으로 분류하였다.

5) Grullon, Michaely, "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis", *Journal of Finance*, 57,(2002), pp.1649-1684

6) 박창균(2005), 빈기범, 조성훈(2005), 설원식, 김수정(2006)의 연구에서 자기주식 순매입액을 포함한 확장된 배당개념을 포함하여 외국인투자자가 배당에 미치는 영향을 분석하고 있다.

7) 금융업은 업종의 재무적 성격과 업무상의 규제 및 소유구조에 대한 규제내용도 타업종과 다르므로 제외하였다.

## V. 실증분석

### 1. 변수의 정의

본 연구에서는 외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향을 분석하는데 있어서 종속변수로서 배당성향, 배당률, 배당수익률, 확장된 배당수익률 을 사용하였다. 또한 기업의 배당에 영향을 미칠 수 있는 통제변수로 유형자산증가율, 자기자본순이익률, 유동비율, 부채비율, 연구개발비증가율, Tobin's Q비율, 기업규모변수를 사용하였다.

종속변수는 기업의 배당과 관련된 것으로 다음과 같은 5개의 변수를 사용하였다.

Pay\_ratio : 배당성향

Div\_ratio : 배당률

Div\_common : 배당수익률

Div\_total : 확장된 배당수익률

Div\_expand : 확장된 배당수익률

Pay\_ratio는 배당성향으로 총배당금을 당기순이익으로 나누어 산정한다.

Div\_ratio는 배당률로써 현금배당금을 총자산으로 나누어 산정한다.

배당결정에 대한 선행연구들은 일반적으로 배당성향(현금배당금/당기순이익)이나 배당률(현금배당금/총자산)을 사용하였다.<sup>9)</sup> Div\_common은 배당수익률로 보통주를 대상으로 값을 산정한 반면, Div\_total은 보통주와 우선주를 모두 포함한 배당수익률을 의미한다. 총 110개 표본기업 중 31개 기업이 우선주를 발행하고 있어, 보통주 뿐 아니라 우선주까지 포함한 배당수익률도 고려하였으며 이는 보통주와 우선주에 대한 현금주식배당 총액을 회계연도 말 시가총액으로 나누어 구하였다.

Div\_expand 확장된 배당수익률로 배당의 개념을 확장하여 적용한 변수이다. 기업이 잉여현금이 발생했을 때, 이를 주주에게 돌려줄 수 있는 방법은 현금배당과 자사주 매입으로 나눌 수 있으며, 최근에는 두 가지 모두 주주에 대한 이익환원의 수단으로 인식된다. 기업이

8) 설원식, 김수정, 「외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향」, 증권학회지, 제25집 1호(2006), pp. 1-40.

9) 박경서, 이은정(2006), 빈기범, 조성훈(2005)은 배당성향을 사용하였으며 박현수(2004), 박창균(2005)은 배당성향과 배당률(현금배당금/총자산)을 모두 사용하여 분석하였다.

자사주를 매입하여 이익소각 할 경우, 발행주식수의 감소로 인해 주주들은 주가상승효과를 누리게 된다. 또한 매입한 자사주는 배당지급 대상에서 제외되므로 자사주를 많이 매입할수록 주주들에게 분배될 배당금은 증가할 수 있게 된다. 이러한 이유로 외국인투자자들은 현금배당과 마찬가지로 자사주 매입 증가를 선호할 것으로 기대한다. Div\_expand에서는 현금·주식 배당 뿐 아니라 회계연도 내에 발생한 자사주 이익소각도 배당의 개념에 포함시켰다.

외국인 투자자의 영향을 반영하기 위한 독립변수로 For\_own은 기업별 외국인투자자의 지분율의 합을 변수로 사용하였다. 외국인투자자의 지분율이 5% 미만인 기업은 표본에서 제외하였다. 기업의 경영권을 보유하지 않은 채, 수익창출을 목적으로 투자한 외국인투자자의 입장에서는 배당확대를 통해 수익을 증가시킬 유인이 있다. 만약 외국인투자자의 존재가 해당기업의 배당확대를 야기한다면, 이는 5% 이상의 지분을 갖고 있는 외국인투자자들에 의해 주도될 가능성이 크다. 일반적으로 경영권에 대한 견제나 간섭은 5% 이상의 지분취득을 전제로 하기 때문이다.<sup>10)</sup>

외국인투자자 외에 배당에 영향을 줄 수 있는 요인을 통제하기위해 선행연구의 결과를 바탕으로 다음과 같은 통제변수를 사용하였다.

PnE\_ratio : 총자산 대비 유형자산 비중의 전년대비 증가율  
 ROE : 자기자본순이익률  
 Current\_ratio : 유동비율  
 Debt\_ratio : 부채비율  
 R&D\_ratio : 연구개발비증가율  
 Tobin's\_q : Tobin's Q 비율  
 Size : Log(총자산)

PnE\_ratio는 기업의 유형자산에 대한 투자의 증가가 배당에 미치는 영향을 통제하기 위한 변수로 음(-)의 상관계수를 기대한다.

10) 발행주식총수의 100분의 5 이상을 가지는 주주는 총회소집요구권(상법 제366조), 이사의 해임청구권(상법 제385조), 이사에 대한 제소청구권과 대표소송권(상법 제403조), 이사와 청산인의 위법행위 유지청구권(상법 제402조, 제542조), 회계장부열람청구권(상법 제466조), 회사의 업무와 재산상태의 검사청구권(상법 제467조) 등의 소수주주권을 가지므로 경영권에 대한 견제나 간섭이 가능하다.

유형자산의 투자와 배당은 기업의 잉여현금으로부터 나오기 때문에 유형자산에 투자를 많이 할수록 배당가능성을 감소시킬 것으로 기대한다.

ROE는 자기자본순이익률로 기업의 수익성이 높을수록 현금배당수익률도 높을 것이라 생각하여 종속변수에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 기대한다.

Current\_ratio는 유동비율로 영업활동현금흐름대비 총자산의 비율을 의미한다. 정성창, 김영환(2007)<sup>11)</sup>의 연구에서 제기된 것처럼 유동성이 좋은 기업은 회계연도 기초에 유보이익을 통하여 현금을 많이 가지고 있는 기업과 영업활동을 통하여 여유현금흐름이 많이 발생한 기업일 것이다. 이러한 기업일수록 배당을 많이 지급할 가능성이 있다. 종속변수에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 기대한다.

Debt\_ratio는 기업의 자본구조에 대한 대응변수로 부채비율이 높을수록 추가적인 자금 조달이 어렵기 때문에 배당을 기피할 가능성이 있다. 종속변수에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 기대한다.

R&D\_ratio는 연구개발비지출총액의 전영대비 증가율이며 연구개발비 역시 잉여현금으로부터 나오기 때문에 배당이 높아지게 되면 연구개발투자에 영향을 미칠 것으로 판단되어 음(-)의 상관관계를 기대한다.

투자기회와 미래성장성을 나타낼 수 있는 성장성의 대응변수로 Tobin's\_q 변수는 Tobin's Q 비율을 의미하며 보통주와 우선주의 시장가치총액에 부채의 장부가액을 더한 값을 총자산의 장부가액으로 나눈 값이다.

성장성이 높은 기업은 투자의 증가로 인하여 배당이 감소하게 되며, 투자자들도 성장성이 높은 기업에 대해서는 배당을 많이 요구하지 않을 수 있으므로 종속변수와 음(-)의 관계를 가질 것으로 기대한다. 이는 배당과 관련된 여러 선행연구에서 높은 성장이 기대되는 기업의 경우 배당수익률이 낮다고 보고되었기 때문이다.

Size 변수는 기업의 규모를 통제하기 위한 변수로 총자산에 자연로그를 취한 값을 사용하였다. 종속변수, 독립변수, 통제변수에 대한 구체적 정의는 <표 1>에 정리하였다.

11) 정성창, 김영환, 「외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향에 관한 연구」에서 1998년부터 2005년까지 유가증권시장에 계속상장된 기업을 대상으로 다중회귀분석, 패널분석, 패널 VAR 분석을 실시하였다.

〈표 1〉 종속변수 및 독립변수의 구체적 정의

구분	변수명	조작적정의	기대부호
종속 변수	Pay_ratio	- 배당성향 : (총배당금/당기순이익)*100	.
	Div_ratio	- 배당률 : (현금배당금/총자산)	.
	Div_common	- 보통주 배당수익률 : (보통주현금배당)/(보통주 발행주식수*증가)*100	.
	Div_total	- 배당수익률 : (총배당금/시가총액)*100 → (보통주·우선주에 대한 현금·주식배당총액)/(회계년도말 시가총액)*100	.
	Div_expand	- 확장된 배당수익률 : (총배당금+이익소각액)/시가총액*100 → (보통주·우선주에 대한 현금배당총액+회계년도 중 이익소각액+자사주 순매입액)/(회계년도말 시가총액)*100	.
독립 변수	For_own	- 외국인 지분을 합계	(+)
통계 변수	PnE_ratio	- 유형자산 증가율 : 총자산 대비 유형자산 비중의 전년대비 증가율	(-)
	ROE	- 자기자본순이익률 : (당기순이익/자기자본)*100	(+)
	Current_ratio	- 유동비율 : 영업활동현금흐름/총자산	(+)
	Debt_ratio	- 부채비율 : 총부채/자기자본	(-)
	R&D_ratio	- 연구개발비총액의 전년대비 증가율	(-)
	Tobin's_q	- Tobin's Q 비율 : [(보통주 발행주식수*기말증가)+(우선주 발행주식수*우선주 기말증가)+부채의 장부가액]/(총자산의 장부가액)	(-)
	Size	- 기업규모변수 : log(총자산)	

## 2. 기술통계량 분석

〈표 2〉는 표본기업들의 기술통계량을 분석하였다. 몇 가지 특이한 점을 보면, 먼저 Pay\_ratio는 배당성향(payout ratio)으로 평균값이 31.24%이다. 유가증권시장에 상장된 12월 결산기업의 배당성향 전체 평균이 24.69%이기 때문에, 외국인 투자자들의 비중이 5%이상인 표본기업들의 배당성향이 6.55%p 상회함을 알 수 있다. 또한 설원식, 김수정(2006)의 연구에서 2001~2003회계년도 동안의 배당성향의 평균값은 29.34%로 최근으로 올수록 외국인 투자자가 5% 이상 있는 기업의 배당 성향이 높아지고 있음을 볼 수 있다.

최대값은 1454.30%로 당기순이익의 14배에 달하는 배당을 지급한 경우이며,<sup>12)</sup> 당기순손실에도 불구하고 배당을 지급하여 배당성향에 음수를 보인 기업이 있었는데<sup>13)</sup> 이들은 모두 이상치(outlier)분류하여 실증분석에서는 제외하였다. 실증분석에 사용된 표본 수는 527개이다.

배당률을 의미하는 Div\_ratio의 평균값은 15.24%로 나타났으며, 보통주 배당수익률을 의미하는 Div\_common의 평균값은 2.39%로 거래소의 12월 결산 제조업 평균 2.15% 보다 다소 높다고 하겠다.

〈표 2〉 변수들의 기술통계량

변수	최소값	중위수	최대값	평균	표준편차
Pay_ratio	0	727.15	1454.30	31,2486	74.54345
Div_ratio	0	145.21	290.42	15,2412	19.55996
Div_common	0	10.68	21.37	2,3990	2.02234
Div_total	0	10.68	21.37	2,4316	2.03099
Div_expand	0	18.48	36.96	2,9257	3.39891
For_own	1.95	47.46	92.97	28,4453	16.05284
PnE_ratio	-99.90	736.02	1,571.93	6,2264	70.03166
ROE	-53.45	0.35	54.16	10,7445	10.08960
Current_ratio	-118.66	169.56	457.79	84,6724	70.94513
Debt_ratio	15.68	55.33	94.98	61,1454	18.48557
R&D_ratio	0	275.69	551.39	12,6015	45.97796
Tobin's_q	0.38	3.47	6.57	1,1259	0.55400
Size	4.59	6.20	7.81	5,8849	0.66746
표본수	543	543	543	543	543

### 3. 회귀분석결과

외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향을 알아보기 위해 선형회귀분석을 통하여 분석하였다.

12) 대표적인 예는 SK(주)로 2003 회계연도의 당기순이익은 151억원에 불과하지만 961억원을 배당하여 배당성향이 633.7%에 이르렀다.

13) 예를 들어, 송원산업(2003회계연도)에서 당기순손실에도 불구하고 배당금을 지급한 바 있다.

〈표 3〉은 외국인 지분율이 Pay\_ratio(배당성향)와 Div\_ratio(배당율)에 미치는 영향에 대한 회귀분석결과를 보여준다. 배당성향과 배당률 모두 외국인지분율과 양(+)의 값을 보이며 통계적으로 유의하였다. 즉 배당성향과 배당률이 외국인 지분율에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 보아 외국인주주의 지분율이 높을수록 배당성향과 자산 대비 현금배당이 증가하고 있음을 보여주고 있다.

통제변수인 자기자본순이익률은 배당성향에는 음의 값을 보였으나 통계적으로 유의하지 않고 배당률에는 양(+)의 값을 보이며 통계적으로 유의하였다. 기업의 수익성을 반영하는 ROE 변수는 Pay\_ratio를 종속변수로 하는 모형에서 통계적으로 유의하지 않지만 기대와는 달리 음(-)의 값을 보이고 Div\_ratio를 종속변수로 하는 모형에서 유의한 양(+)의 계수값을 나타내고 있다.

〈표 3〉 다중회귀 분석 결과

	종속변수 : Pay_ratio		종속변수 : Div_ratio	
	모형 (1)	모형 (2)	모형 (3)	모형 (4)
For_own	0,187*** (3,425)	0,189*** (3,444)	0,290*** (7,843)	0,291*** (7,835)
PnE_ratio	0,025 (0,624)	0,026 (0,647)	-0,020 (-0,744)	-0,020 (-0,732)
ROE	-0,032 (-0,372)	-0,028 (-0,323)	0,390*** (6,640)	0,394*** (6,614)
Current_ratio	0,024** (1,963)	0,023* (1,861)	0,039*** (4,753)	0,040*** (4,756)
Debt_ratio	-0,086* (-1,172)	-0,084* (-1,724)	0,042 (1,292)	0,040 (1,209)
R&D_ratio	-0,015 (-0,839)	-0,015 (-0,847)	0,014 (1,174)	0,014 (1,161)
Tobin's Q	-1,339 (-0,857)	-1,324 (-0,800)	3,123*** (2,949)	2,935*** (2,617)
Size	-3,596** (-2,488)	-3,511** (-2,444)	-6,905*** (-7,051)	-6,952*** (-7,055)
F-value	2,895***	2,395***	37,113***	29,618***
adj. R <sup>2</sup>	0,028	0,026	0,355	0,352
N	527	527	527	527

주 : 1) 괄호안의 수치는 t-value

2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 내에서 유의함을 의미함.

3) 모형 (2), (4)는 연도더미를 추가하여 분석하였음.

영업활동현금흐름대비 총자산의 비율을 의미하는 Current\_ratio 변수는 모든 모형에서 양(+)<sup>14)</sup>의 계수값을 나타내며 통계적으로도 유의하였다. 이는 기대한 결과이며 여유현금흐름이 많은 기업이 배당성향과 배당률이 높다는 것을 보여준다. 기업의 자본구조에 대한 대응변수인 Debt\_ratio 변수는 Pay\_ratio를 종속변수로 하는 모형에서 기대한대로 음(-)의 값을 보이며, Div\_ratio를 종속변수로 하는 모형에서 통계적으로 유의하지 않지만 양(+)<sup>15)</sup>의 계수값을 나타내고 있다.

기업의 연구개발비총액의 전년대비증가율을 나타내는 R&D\_ratio 변수는 통계적으로 유의하지 않지만 배당성향에는 음(-)의 계수값을 배당률에는 양(+)<sup>16)</sup>의 계수값을 나타내고 있다. 이는 외국인지분의 증가는 제한적이거나 배당의 증가를 가져오는 역할을 하지만, 전반적으로 R&D투자를 감소시키지 않는다는 이병기(2006)<sup>14)</sup>의 연구를 지지하는 결과이다.

기업의 성장성을 대표하는 변수인 Tobin's Q 변수는 Div\_ratio를 종속변수로 하는 모형에서 기대와는 달리 음(-)의 계수값을 나타내서 통계적으로 유의하였다. 이는, 정성창, 김영환(2007)<sup>15)</sup>의 연구와 동일한 결과로 성장기회가 있는 기업들이 마땅한 투자처가 존재하지 않아서 배당금이 증가하였을 수도 있으며, 높은 수익성으로 인하여 투자에 필요한 금액 이상의 현금흐름이 발생하여 배당을 늘렸을 가능성이 존재할 수 있다. 또한 외국인 투자자가 기업의 투자 의사결정에 영향을 미쳐서 성장성이 높음에도 불구하고, 투자를 줄이고 배당을 늘리도록 하였을 수도 있을 것이다.

<표 4>은 보통주배당수익률과 배당수익률, 회계연도 중 이익소각금액과 자사주 순매입액을 포함한 확장된 배당수익률을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시한 결과이다. 외국인투자자들의 지분을 합인 For\_own 변수는 종속변수에 관계없이 모든 모형에서 양(+)<sup>17)</sup>의 영향을 주며, 통계적으로도 유의하다. 이는 외국인투자자의 비중은 기업의 배당에 양(+)<sup>18)</sup>의 영향을 미치며 5% 이상 보유한 외국인 주주들에 의해 경영권에 대한 실질적인 간섭이 가능하여 기업으로 하여금 보다 많은 배당지급을 결정하도록 이끌었음을 시사한다. 총자산 대비 유형자산 비중의 전년대비 증가율을 의미하는 PnE\_ratio는 모든 모형에서 기대했던 대로 음(-)의 계수값을 보이나 통계적으로 유의하게 나타나지 않았다.

기업의 수익성을 나타내는 ROE 변수는 모든 모형에서 기대했던 대로 유의한 양(+)<sup>19)</sup>의 계수값을 보이며 통계적으로 유의하다.

영업활동현금흐름대비 총자산의 비율을 의미하는 Current\_ratio는 모형(5), 모형(7), 모형

14) 이병기, "외국인투자자가 배당 및 R&D투자에 미치는 영향", 한국경제연구원, 2006년 12월 15일.

15) 정성창, 김영환, 「외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향에 관한 연구」, 증권학회지 2007년 5월 25일.

(9)에서 기대와 같이 유의적인 양(+)의 계수로 나타났다.

기업의 자본구조에 대한 대응변수인 Debt\_ratio 변수는 Div\_common과 Div\_total을 종속 변수로 하는 모형에서는 기대했던 음(-)의 계수값을 보이며 통계적으로도 유의 하였다. 반면 Div\_expand를 종속변수로 하는 모형(9), 모형(10)에서 기대와 달리 양(+)의 값을 보였으나 통계적으로 유의하게 나타나지 않았다.

기업의 성장성을 대표하는 변수인 Tobin's Q 변수는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수값을 나타내는데 이는, 선행연구에서처럼 Tobin's Q 비율은 배당증가에 부정적이며 유의한 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

〈표 4〉 다중회귀 분석 결과

	종속변수 : Div_common		종속변수 : Div_total		종속변수 : Div_expand	
	모형 (5)	모형 (6)	모형 (7)	모형 (8)	모형 (9)	모형 (10)
For_own	0.024*** (5,201)	0.023*** (4,877)	0.025*** (5,212)	0.023*** (4,884)	0.038*** (3,038)	0.035*** (3,573)
PnE_ratio	-0.001 (-0.188)	-0.001 (-0.293)	-0.001 (-0.219)	-0.001 (-0.326)	-0.002 (-0.314)	-0.003 (-0.417)
ROE	0.048*** (6,387)	0.042*** (5,657)	0.048*** (6,419)	0.042*** (5,667)	0.047*** (3,038)	0.039** (2,494)
Current_ratio	0.003*** (3,201)	0.002** (2,368)	0.003*** (3,212)	0.002** (2,353)	0.005** (2,210)	0.004* (1,811)
Debt_ratio	-0.016*** (-3,951)	-0.014*** (-3,362)	-0.017*** (-3,970)	-0.014*** (-3,365)	0.003 (0,328)	0.006 (0,644)
R&D_ratio	0.001 (0,939)	0.002 (0,290)	0.001 (0,798)	0.001 (0,358)	-0.001 (-0,467)	-0.001 (-0,394)
Tobin's Q	-1,290*** (-9,595)	-1,075*** (-7,714)	-1,298*** (-9,593)	-1,075*** (-7,675)	-0,912*** (-3,243)	-0,650** (-2,202)
Size	-1,099*** (-8,844)	-1,046*** (-8,544)	-1,066*** (-8,525)	-1,011*** (-8,216)	-0,667** (-2,566)	-0,615** (-2,373)
F-value	27,735***	25,334***	27,006***	24,937***	6,748***	6,452***
adj. R <sup>2</sup>	0,289	0,316	0,283	0,313	0,080	0,094
N	527	527	527	527	527	527

주 : 1) 괄호안의 수치는 t-value

2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 내에서 유의함을 의미함.

3) 모형 6, 8, 10 은 연도더미를 추가하여 분석하였음.

〈표 5〉는 종속변수를 배당수익률(Div\_total)로 하는 연도별 분석 결과를 나타내고 있다. 분석 결과, 모형(9)의 2003회계연도와 2004회계연도 에서는 외국인투자자들이 기업의 배당 결정에 큰 영향을 미치지 못하였지만 2005회계연도부터 2007회계연도까지 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미친다는 흥미로운 결과를 발견하였다. 이는 설원식, 김수정(2006)<sup>16</sup>, 박현수(2004)<sup>17</sup>의 연구와 동일한 결과로 최근으로 올수록 외국인투자자들이 기업에 경영간섭과 배당확대에 보다 강한 영향력을 행사하고 있음을 의미하고 있다.

〈표 5〉 연도별 분석 결과

	종속변수 : Div_total				
	모형 (9) 2003년	모형 (10) 2004년	모형 (11) 2005년	모형 (12) 2006년	모형 (13) 2007년
For_own	0.020* (1,519)	0.042** (3,162)	0.044*** (3,229)	0.025*** (2,990)	0.042*** (4,050)
PnE_ratio	-0.005 (-0,530)	-0.017 (-1,193)	-0.008 (-0,511)	-0.000 (-0,021)	-2,790 (-0,027)
ROE	0.056** (2,403)	0.040* (1,677)	0.058** (2,391)	0.040*** (3,469)	0.057*** (3,631)
Current_ratio	-0.001 (-0,376)	0.005 (1,529)	0.001 (-0,322)	0.006*** (2,906)	0.002 (0,810)
Debt_ratio	-0.018 (-1,488)	-0.029** (-2,347)	0.013 (-1,000)	-0.021*** (-2,726)	-0.015* (-1,667)
R&D_ratio	0.004 (0,067)	0.005 (0,796)	1,047 (0,247)	9,057 (0,369)	-7,330 (-0,247)
Tobin's Q	-2,409*** (-4,483)	-2,822*** (-4,321)	-0,649** (-2,178)	-1,003*** (-3,811)	-0,831* (-2,446)
Size	-0,768** (-2,145)	-1,487*** (-3,902)	-1,303*** (-3,397)	-1,176*** (-5,338)	-7,747*** (-2,649)
F-value	4,157***	4,723***	3,539***	7,974***	5,410***
adj. R <sup>2</sup>	0.192	0.218	0.157	0.339	0.245
N	107	107	107	107	107

주 : 1) 괄호안의 수치는 t-value

2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 내에서 유의함을 의미함.

16) 설원식, 김수정, “외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향”, 증권학회지, 제25집 1호(2006), pp. 1-40.

17) 박현수, “외국인 주식투자가 국내기업의 성장에 미치는 영향”, 삼성경제연구소 Issue Paper, 2004년 12월.

유형자산 증가율(PnE\_ratio)은 예상했던 부호값을 얻었지만 통계적으로 유의하지 않다. 반면, 자기자본순이익률(ROE)과 Tobin's Q 비율(Tobins\_Q)은 모든 모형에서 예상했던 부호의 계수값을 얻었으며 통계적으로도 유의하였다. 이는 외국인지분율과 자기자본순이익률, 그리고 기업의 성장가능성이 기업의 배당수익률에 영향을 미치는 것을 의미한다.

〈표 6〉 연도별 분석 결과

	종속변수 : div_ratio				
	모형 (14) 2003	모형 (15) 2004	모형 (16) 2005	모형 (17) 2006	모형 (28) 2007
For_own	0.152** (2,197)	0.278*** (3,487)	0.709*** (4,026)	0.290*** (3,131)	0.476*** (4,067)
PnE_ratio	0,006 (0,105)	-0,053 (-0,613)	-0,122 (-0,618)	-0,047 (-0,839)	-0,003 (-0,213)
ROE	0,319*** (2,668)	0,439*** (3,034)	0,652** (2,084)	0,260** (2,078)	0,435** (2,472)
Current_ratio	0,007 (0,510)	0,035* (1,673)	-0,004 (-0,090)	0,060*** (2,844)	0,055* (1,944)
Debt_ratio	0,148** (2,341)	0,102 (1,347)	-0,083 (-0,513)	-0,018 (-0,224)	-0,023 (-0,217)
R&D_ratio	-3,100 (-1,016)	0,032 (0,802)	5,083 (0,093)	-1,770 (-0,659)	-2,060 (-0,615)
Tobin's Q	7,330** (2,422)	4,868 (1,229)	0,304 (0,080)	6,091** (2,113)	4,171 (1,089)
Size	-2,696 (-1,468)	-7,992*** (-3,459)	-14,046*** (-2,862)	-7,556*** (-3,131)	-6,357* (-1,999)
F-value	7,757***	8,880***	3,684***	8,100***	6,630***
adj. R <sup>2</sup>	0,324	0,371	0,174	0,343	0,292
N	107	107	107	107	107

주 : 1) 괄호안의 수치는 t-value

2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 내에서 유의함을 의미함.

〈표 6〉은 배당률(Div\_ratio)을 종속변수로 하는 연도별 분석 결과를 나타내고 있다. 외국인지분율역시 배당수익률(Div\_total)과 마찬가지로 모든 회계연도에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 나타내고 있다.

자기자본순이익률(ROE) 역시 예상했던 대로 양(+)의 계수값을 나타내며 통계적으로도 유의하였다.

Tobin's Q 비율(Tobins\_Q)은 <표 5>의 다중회귀분석 결과와 같이 모든 모형에서 부분적으로 유의하지만 양(+)의 계수값을 나타내고 있다. 이 역시 기업들이 마땅한 투자처가 존재하지 않아서 배당금이 증가하였을 수도 있으며, 높은 수익성으로 인하여 투자에 필요한 금액 이상의 현금흐름이 발생하여 배당을 늘렸을 가능성과 외국인 투자자가 기업의 투자의사 결정에 영향을 미쳐서 성장성이 높음에도 불구하고, 투자를 줄이고 배당을 늘리도록 하였을 수도 있을 것이다.

<표 7> 외국인 지분율 구간의 회귀분석

	종속변수 : div_ratio				
	모형 (11)	모형 (12)	모형 (13)	모형 (14)	모형
5~10%	0.175** (2,945)				
10~20%		0.228*** (3,775)			
20~30%			0.180** (3,280)		
30~40%				0.185** (3,342)	
40%이상					0.199* (2,464)
PnE_ratio	0.026 (0,6129)	0.025 (0,624)	0.022 (0,550)	0.025 (0,605)	0.025 (0,612)
ROE	-0.036 (-0,412)	-0.042 (-0,482)	-0.036 (-0,410)	-0.032 (-0,374)	-0.032*** (-0,367)
Current_ratio	0.025** (2,001)	0.024** (1,985)	0.023* (1,882)	0.024** (1,961)	0.024** (1,966)
Debt_ratio	-0.086* (-1,777)	-0.085* (-1,761)	-0.084* (-1,741)	-0.086* (-1,765)	-0.086* (-1,767)
R&D_ratio	-0.015 (-0,854)	-0.016 (-0,925)	-0.014 (-0,801)	-0.015 (-0,831)	-0.015 (-0,847)
Tobin's Q	-1.329 (-0,850)	-1.253 (-0,803)	-1.306 (-0,835)	-1.328 (-0,848)	-1.318 (-0,841)
Size	-3.591** (-2,484)	-3.399** (-2,347)	-3.518** (-2,432)	-3.603** (-2,490)	-3.599*** (-2,488)
F-value	2,596***	2,858***	2,700***	2,571***	2,573***
adj. R <sup>2</sup>	0.027	0.031	0.028	0.026	0.026
N	527	527	527	527	527

주 : 1) 괄호안의 수치는 t-value

2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 내에서 유의함을 의미함.

앞에서 외국인투자자지분율이 배당과의 관계에 양(+)<sup>2</sup>의 영향을 미침을 확인할 수 있었다. 여기에 더해 외국인투자자의 지분율이 배당률에 미치는 영향을 구간별로 나누어 더미변수로 처리한 후 회귀분석을 실시하였다.

〈표 7〉은 외국인투자자의 지분율이 기업가치에 미치는 영향이 어떠한지를 외국인지분율의 구간별로 나누어 보여주고 있다.

분석결과 외국인투자자의 지분율 전 구간에서 통계적으로 유의한 양(+)<sup>2</sup>의 계수값을 나타내고 있으며 10~20% 구간에서 가장 강하고 유의한 계수값을 나타내며 40% 이상의 구간에서 가장 약하고 유의한 계수값을 나타내었다.

## VI. 결론 및 한계점

외국인투자의 한도를 전면 개방하면서 주요외부투자자인 외국인투자자의 역할과 비중이 커짐에 따라 기업의 대한 영향력이 그 어느 때보다 증가하고 있다. 외국인투자자는 투자기업의 감시 및 경영참여 활동을 통해 국내 상장기업에 효율적인 감시활동을 수행하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미치기도 하지만 일부에서 높은 배당을 요구한다는 연구들이 제기되고 있다.

증권거래소에 상장된 12월 결산법인 중 2003~2007회계연도 동안 제조업만을 대상으로 외국인투자자의 비중이 4회계연도 이상, 5% 이상인 기업을 분석하였으며 분석결과는 다음과 같다.

먼저, 외국인 지분율이 배당성향과 배당률에 미치는 영향에 대한 선형회귀분석을 실시한 결과 배당성향과 배당률 모두 양(+)<sup>2</sup>의 유의적인 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한 외국인 지분율이 보통주 배당수익률과 보통주와우선주의 배당수익률, 배당의 개념을 현금·주식 배당 뿐 아니라 자사주 이익소각과 자사주 순매입으로까지 확대한 확장된 배당수익률에 미치는 영향에 대한 선형회귀분석을 실시한 결과 모든 변수에서 양(+)<sup>2</sup>의 유의적인 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 5% 이상의 지분을 취득한 외국인투자자들의 권리행사를 통한 경영권 간섭이 배당에 영향을 미치는 것으로 분석된다. 연도별 분석에서는 2003회계연도와 2004회계연도 보다 2005회계연도부터 2007회계연도로 올수록 외국인투자자의 지분이 배당수익률에 미치는 영향이 더 강하고 유의한 흥미로운 결과를 나타내었다. 이는 최근으로 올

수록 외국인들이 경영간섭과 배당확대 요구가 강화되고 있음을 의미한다.

추가적으로 분석한 외국인투자자의 지분과 배당률에 대한 연도별 분석에서도 배당수익률과 마찬가지로 모든 회계연도에서 유의한 양(+)의 계수값을 나타내었다. Tobin's Q 비율은 부분적으로 통계적으로 유의 하지만 양(+)의 계수값을 나타내는 있다. 이는 기업들이 마땅한 투자처를 찾지 못해 배당금이 증가하였거나 높은 수익성으로 인하여 투자에 필요한 금액 이상의 현금흐름으로 배당을 늘렸을 가능성과 외국인 투자자가 기업의 의사결정에 영향을 행사하여 성장성이 높음에도 불구하고 투자를 줄이고 배당을 늘리도록 하였을 수도 있다는 점을 시사한다.

외국인지분율이 구간별로 배당에 미치는 영향을 분석하기 위하여 외국인지분율을 5구간으로 나누어 분석하였다. 그 결과 모든 구간에서 양(+)의 계수값을 나타내었으며 통계적으로도 유의하였다. 10~20% 구간에서 가장 강하고 유의한 계수값을 나타내며 40% 이상의 구간에서 가장 약하고 유의한 계수값을 나타내었다.

연구의 결과 외국인투자자들이 배당에 유의한 영향을 미치는 것처럼 기업의 경영권 간섭으로 인한 의사결정에 영향을 미칠 수 있음을 시사하고 있다. 이와 관련된 더욱더 다양한 연구가 필요하며, 일부 무리한 배당의 요구로 인한 국비유출을 줄일 수 있는 대안 모색이 필요하다.

연구에 사용되는 변수들은 최대한 합리적이고 이론적으로 타당한 방법으로 획득하려고 노력하였지만, 배당성향과 배당수익률을 어떠한 방법으로 계산하는가에 따라 그 값의 편차가 크게 발생할 수 밖에 없다. 따라서 본 연구는 주관적인 계산방식으로 인한 분석모형에서의 오차를 줄이기 위해 가능한 한 공시된 수치들을 사용하였다.

표본기업을 선정하는 과정에서 당해 연도의 순손실을 기록하거나 순이익이 없는 경우 혹은 그 수치가 매우 작은 경우, 그리고 표본기간동안 배당 지급이 두 번 미만으로 발생한 기업들의 배당성향은 그 값이 무의미하다고 판단해 표본기업에서 제거하였다. 이러한 표본상의 추출문제는 향후 이를 보완할 수 있는 표준화된 방법론이 필요할 것으로 보인다.

## 참고문헌

고광수, 이준행, 2003, 외국인 거래 정보와 주식시장 : 개방 10년의 경험, 재무연구, 제16권 제1호, 159-192.

- 구맹희, 이윤선, 2001, 투자자 유형과 주가의 관계에 관한 연구, 재무관리연구, 제18권 제1호, 43-66.
- 김규영, 안제욱, 2004, 한국 주식시장에서 기관투자자의 군집행동에 관한연구, 산업경제연구, 제17권 제1호, 233-254.
- 김동순, 전영순, 2004, 외국인투자자 대 국내투자자의 정보우위, 증권학회지, 제33집 제2호, 1-44.
- 박현수,, 2004, 외국인 주식투자자 국내기업의 성장에 미치는 영향, 삼성경제연구소 Issue Paper, 2004년 12월.
- 박경서, 이은정, 이인무, 2006, 국내기업의 배당형태와 투자자의 반응에 관한연구, 재무연구, 제16권 제2호, 195-226.
- 빈기범, 조성훈, 2004, 외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향분석, Issue Paper, 12.
- 설원식, 김수정, 2006, 외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향, 증권학회지, 제25집 제1호, 1-40.
- 오승현, 한상범, 2008, 한국 유가증권시장 투자자 유형별 거래형태 분석, 산업경제연구, 제21권 제1호, 269-287.
- 이가연, 이윤구, 2004, 투자자 유형별 투자형태와 투자성과의 차이, 산업경제연구, 제17권 제4호, 1233-1253.
- 이만우, 노준화, 2006, 외국인 투자자가 기업에 미친 영향 - 배당, 투자, 기부금 및 자기주식 취득을 중심으로 -, 세무와 회계저널, 제7권 제1호, 7-25.
- 이병기, 2006, 외국인투자자가 배당 및 R&D투자에 미치는 영향, 한국경제연구원, 12월 15일.
- 주상용, 1994, 내부자 소유구조가 배당성향에 미치는 영향에 관한 실증적 연구, 증권학회지, 제16권, 437-464.
- 정성창, 김영환, 2007, 외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향에 관한 연구, 증권학회지 5월 25일
- 조동근, 변민식, 2008, 기업의 소유·지배구조와 기업가치 간의 관계, 한국경제연구원, 4월 7일.
- 최완수, 2002, 외국인 투자자는 단기거래자인가, 아니면 장기투자자인가(외국인지분과 기업 가치간의 관계에 관한 실증연구)”, 증권학회지, 제7권 제1호, 7-25.
- 한국은행, 2007, 외국인 투자기업에 대한 경영성과 분석, 2007. 10. 13.

Brennan, M.J. and Thakor, A.V., 1990, Shareholder Preferences and Dividend Policy, *Journal of Finance*, Vol.45, 993-1018.

Fenn, G.W. and Liang N., 2001, Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives, *Journal of Financial Economics*, Vol.60, 45-72.

Grullon, Michaely, 2002, Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis, *Journal of Finance*, Vol.57, 1649-1684.

## Impact of Foreign Investors on Firm's Dividend Policy

Im, Suk-pil\* · Jeong, Jong-wook\*\*

### ABSTRACT

The purpose of the study was to examine what relations there were between foreign investors and dividend policy of enterprises with recent data of domestic enterprises in a positive way. It has been at main issue after the Korean government opened the foreign exchange market recently what effect foreign investors have on the dividend policy of the pertinent enterprise. The study is connected with the issue. Namely, the study examined what relations there were between payout ratio and dividend yield of the listed enterprises according to proportion of foreign stockholders with multiple regression model. In the multiple regression model, the study examined changes of payout ratio between foreign investors and enterprises, putting a focus on manufacturers with the closing date in December out of the enterprises listed in KSE (Korea Stock Exchange) in 2003~2007, controlling growth, liquidity and scale of the enterprises. The study also examined an effect of shareholding ratio on payout ratio, sorting the shareholding ratio of foreign investors by each section.

The results of the study were as follows. The foreign investors of the enterprises had a significant positive (+) effect on both payout ratio and the ratio of dividend, and the same went for the ratio of shareholding by each section.

**Key Words** : Foreign Investors, Dividends, Regression Analysis

\* Professor, school of business administration, Dankook University

\*\* School of business administration, Dankook University

