

외국인투자와 기업지배구조*

최 도 성**

임 중 하***

.....

본 논문은 한국기업지배구조개선지원센터(KCGS)의 2003년, 2004년 설문조사를 토대로 산출한 기업지배구조점수(CGI)를 기업지배구조의 평가지표로 하여, 외국인 투자비중의 증가가 국내기업의 지배구조에 미치는 영향을 분석하였다. 우선 외국인 투자비중과 지배구조점수는 명확한 양(+)의 상관관계를 가지고 있으며, 이는 자산규모로 인한 효과를 고려한 후에도 마찬가지로 유의하였다. 회귀분석을 통해 지배구조에 영향을 미치는 다양한 통제변수를 모두 고려한 후에도 외국인투자가 지배구조에 미치는 효과는 유의하였으며, 세부적으로는 주주의 권리보호, 이사회 구성, 공시 및 투명성과 관련된 부문에의 효과가 두드러졌다. 또한 이러한 효과는 자산규모에 따라 분류된 각 그룹에서 모두 유의하게 나타나, 외국인투자로 인한 지배구조 개선효과가 대형 기업에서 더 뚜렷하게 나타나며 이러한 기업들이 외국인투자가 상대적으로 많음에 기인하는 단순한 우연에 불과하다는 대립가설을 기각하였다. 한편 외국인지분율과 지배구조점수 사이에 존재할 수 있는 내생성(endogeneity)과 역의 상관관계(reverse causality) 존재여부를 검토하기 위해 연립방정식 모형을 도입하여 분석한 결과, 도구화된 외국인지분율과 전년도 외국인 지분율이 모두 통계적으로 유의한 값을 보여 본 연구의 기본 가설을 지지하였다. 반면에, 도구화된 지배구조점수는 외국인 지분율에 대해 유의한 설명력이 없을 뿐만 아니라 그 계수 또한 음의 값을 보이고 있고, 전년도 지배구조점수 역시 유의하지 못한 값을 나타내어, 높은 지배구조점수가 외국인투자를 유도한다는 역의 상관관계 가설을 기각하였다.

.....

I. 서 론

1998년 이후 국내 증권시장이 개방되면서 외국인 투자자의 지분과 영향력도 급속도로 증대되고 있다. 2005년 12월 말 기준 상장기업의 외국인 보유비중(시가총액기준)은

*서울대학교 경영연구소 연구비 지원으로 작성되었음.

**서울대학교 경영대학 교수

***오하이오주립대학교 재무학 박사과정 재학 중

37.2%에 달하였으며, 시가총액 기준 상위 20개 기업에 대한 외국인 지분율은 60%에 육박하고 있다. 국민은행이나 포스코의 경우 외국인 지분율이 80%를 넘어서고 있어 이 회사들이 한국 기업인지 아니면 한국에 주 사업장이 있는 다국적 기업인지 분간하기 어려운 지경에 이르고 있다.

이처럼 외국인의 투자가 증대되면서 외국인 투자의 긍정적 또는 부정적 효과에 대한 논쟁이 뜨거워지고 있다. 외환위기 직후만 하더라도 외국자본의 도입은 하나의 미덕으로 여겨졌으며, 정부도 세금 혜택 등의 특혜와 주식소유제한제도 폐지 등을 통해 적극적으로 외자를 유치하기 위해 노력하였다. 외국의 선진기술 및 경영방식의 도입뿐만 아니라 외국자본이 적극적인 경영감시기능을 통해 경영실적 및 기업지배구조개선에 기여한다는 주장도 외국자본에 대한 긍정적 견해의 주된 논거가 되었다.

그러나 한편에서는 외국자본이 국내산업을 잠식하고, 이에 따라 외국인의 특정산업 지배현상이 심화되고 있다는 우려와 비판도 제기되고 있다. 일례로, 금융산업의 경우 외환위기 이후 구조조정 과정에서 제일은행, 한미은행, 외환은행이 각각 외국자본인 스탠다드차타드은행(SCB), 시티은행, 론스타 등에게 매각되어 외국자본의 지배하에 있으며, 현투증권도 푸르덴셜 그룹에 매각됨에 따라 외국자본에 의한 금융산업 지배에 대한 우려가 커지고 있다. 또한 국내에 들어온 외국자본들은 주로 단기적인 수익성을 추구하는 편으로서 단기 시세차익을 목적으로 하기에 기존에 기대하였던 선진경영기법 이전과 고용확대 등의 장점은 극대화되지 못한 반면, 자본시장의 변동성만 높아진다는 비판의 목소리도 제기되고 있다.

따라서 외국인의 투자가 국내 자본시장 및 기업의 경영 행태에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보는 작업은 매우 의미 있는 일이다. 특히, 그 동안 외국인 투자와 기업의 경영실적 간의 관계, 또는 기업지배구조가 기업의 경영실적/기업가치에 미치는 영향 등에 대해서는 비교적 많은 연구가 이루어져 왔으나, 외국인 투자와 기업지배구조 간의 관계에 대해 살펴본 연구는 부족하였다는 점에서 본 연구가 갖는 의미가 있다.

본 논문의 이후 구성은 다음과 같다. II절에서는 기업지배구조가 기업의 경영실적 또는 기업 가치에 미치는 영향 등에 대한 기존 연구를 고찰하고 외국인투자가 기업지배구조에 영향을 미친다는 가설을 설정한다. III절에서는 자료 및 변수에 대하여 설명한다. IV과 V절은 각각 회귀분석과 연립방정식 모형의 2SLS 분석 등을 통해 외국인투자가 지배구조에 미치는 효과를 실증적으로 분석한다. 마지막 VI절에서는 실증분석 결과를

요약하고 본 연구의 시사점을 제시한다.

II. 기존문헌 연구와 연구가설의 설정

본 절에서는 외국인투자가 신흥자본시장에서 가지는 역할에 대해 살펴보고 기업지배 구조가 기업의 경영성과와 기업 가치에 미치는 영향에 관한 기존 연구를 정리하여 본다. 그리고 이 연구에서 검증하고자 하는 가설을 설정한다.

Bekaert, Harvey (2000)는 신흥자본시장에서 시장 자유화가 자본비용, 변동성, 베타, 그리고 세계시장 수익률과의 상관관계에 미치는 영향에 대해 횡단면 및 시계열 분석을 하였다. 외국인 투자의 영향을 상쇄시킬 수 있는 다양한 경제적 사건들을 통제하고 분석한 결과, 자본 시장자유화에 따라 자본 비용은 최소 5bp에서 75bp까지 감소된 것으로 나타났다. 이러한 결과는 자본시장 개방 및 외국자본 유입의 긍정적 측면을 시사한다.

Black, Jang, Kim(2003)은 증권거래소가 시행한 2001년 상장법인 지배구조 개선실태 조사 자료를 토대로 지배구조 지수를 계산하여, 이러한 지배구조 지수가 기업의 성과에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보았다. 기업의 성과를 측정하기 위한 지표로는 Tobin Q, 장부가격 대비 시장가격 비율, 매출액 대비 시장가격 비율의 세 가지 성과변수를 채택하였으며, 분석결과 각각의 성과변수와 지배구조 지수 간에 통계적으로 매우 유의한 상관관계가 있음을 보였다. 성과변수에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요소들을 통제변수로 도입하였을 때에도 결과에 차이가 없었다. 이러한 결과를 바탕으로 저자들은 첫째, 지배구조 개혁으로 기업의 성과가 개선될 수 있다는 점과, 둘째, 사외이사 50% 이상, 감사위원회 의무화 등 지배구조의 강제규정들이 성과향상에 기여한다는 정책적 시사점을 제시하고 있다.

Joh(2003)는 1993년에서 1997년의 기간(외환위기 이전) 동안 5,829개의 한국 기업을 대상으로 소유구조가 기업의 성과에 미친 영향을 분석하였다. 분석 결과, 소유권과 지배권 간의 괴리도가 큰 기업일수록 수익률이 낮았던 것으로 나타났다. 이는 외환위기 기간 동안에는 열악한 기업지배구조가 기업 성과에 악영향을 미치는 것으로 나타났으나(Lemmon과 Lins, 2003), 외환위기 이전에는 기업지배구조와 기업 성과 간에 뚜렷한

상관관계가 없다는 기존의 연구와는 상반되는 결과이다. 또한 지배주주의 지분이 높은 기업의 경우, 대규모 기업집단에 속하지 않은 기업의 경우가 각각 그렇지 않은 경우보다 수익률이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과를 바탕으로 Joh는 열악한 기업의 지배구조로 인해 지배주주가 소수주주 부를 전용하는 행태가 방치될 수밖에 없었으며, 그 결과 기업의 성과 저하와 자원의 비효율적 분배가 야기되었다고 평가하고 있다.

Lemmon과 Lins(2003)는 외환위기 기간 동안 한국을 포함한 동아시아 8개국의 800개 기업에 대해, 소유구조가 기업의 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과, 외환위기 기간 동안 소유-지배 괴리도가 높은 기업들의 주식수익률은 그렇지 않은 기업에 비해 10~20%나 낮았던 것으로 나타났다. 이는 소유구조가 기업의 내부자가 소수주주의 부를 전용하는지 여부를 판단함에 있어 중요한 역할을 한다는 것을 시사한다.

Durnev와 Kim(2003)은 CLSA¹⁾의 분석자료를 사용하여 기업지배구조 평가점수의 결정요인을 분석하였다. CLSA의 지배구조 지수와 S&P의 투명성 점수를 종속변수로 하고, 기업의 투자기회, 외부자금조달, 소유구조 등 기업 특성을 독립변수로 하여 회귀분석을 한 결과, 기업의 투자기회가 많을수록, 외부자금조달의 수요가 많을수록, 소유구조가 집중되어 있을수록 지배구조 지수와 투명성 점수가 높은 것으로 나타났다. 또한 지배구조 지수와 투명성 점수를 Tobin Q 등의 성과변수와 회귀 분석해 본 결과, 지배구조 지수와 투명성 점수가 높은 기업이 Tobin Q가 높은 것으로 나타났다.

Gompers, Ishii, Metrick(2003)의 연구는 외부의 M&A 위협으로부터 경영권을 보호하기 위해 마련된 각종 지배구조 상의 장치들이 기업가치 또는 주주이익에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보기 위해, 반 M&A 장치로 작용할만한 지배구조상의 개별제도 24개를 통합하여 지배구조 지수(Governance Index)를 개발하였다. 이러한 지배구조 지수를 주주와 경영자간 권한의 균형을 보여주는 대용치(proxy)로 사용하여 주가수익 등의 성과변수와 어떠한 관계를 가지는지 분석하였다. 분석결과, 주주포트폴리오가 경영자포트폴리오에 비해 매년 8.5%의 초과수익을 낸 것으로 나타났다. 이는 주주권리를 보호하는 지배구조 제도를 갖추고 있는 기업일수록 주가가 더 높다는 점을 시사한다.

1) 기업지배구조를 평가하기 위한 다양한 평가모형 중 가장 광범위하게 활용되는 것은 크레디트리오네증권(Credit Lyonnais Securities Asia: CLSA)의 신흥시장 분석 자료이다. CLSA는 2000년부터 다섯 차례에 걸쳐 지배구조 평가에 관한 분석 결과를 발표하였는데, 여기에 포함된 각 연도의 기업별 평가점수가 여러 실증연구의 분석모형에 기초 자료로 사용되고 있다.

박경서(2005)는 외국인 투자가 기업의 배당, 투자 및 기업지배구조에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 특히 외국인 투자가 기업의 현금흐름을 배당으로 지급하게 하여 기업의 자본투자를 저해하고 그로 인해 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다는 주장을 검증하고 외국인 투자가 잉여현금흐름을 배당으로 지급토록 영향을 미치는 것은 사실이나 그 때문에 기업의 자본투자가 감소하는 것이 아님을 보였다. 또한 기업지배구조 점수가 외국인 투자 비중과 양(+)의 관계가 있음을 발견하고 외국인 투자가 지배구조에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다. 다만 지배구조가 좋은 기업에 외국인들이 투자하는 것이지, 외국인 투자가 늘어나 지배구조가 좋아지는 것은 아니라는 “역의 상관관계” 가능성을 배제하지 못하였다.

기업의 지배구조가 기업의 가치와 기업성과에 미치는 영향을 연구한 기존의 논문들은 기업의 지배구조가 기업 경영 행태에 영향을 미치고 결과적으로 경영성과 그리고 기업 가치에 영향을 미치는 연결체계를 가정하고 있다.²⁾ 외국인투자와 기업 가치를 연구한 논문들 역시 기업의 소유구조(특히 외국인 지분 보유)가 기업의 경영행태에 영향을 미치고 그 결과 경영성과와 기업 가치에 영향을 주는 것을 분석하고 있다. 일반적으로 기존의 논문들은 소유구조 또는 지배구조가 기업의 경영행태에 미치는 영향을 직접 분석하지 않고 경영행태가 경영성과와 기업 가치에 반영될 것이라는 가정 하에 소유구조와 기업가치, 지배구조와 기업가치의 연관성을 분석하였다.

반면에 이 논문은 보다 근원적인 부분에 초점을 맞추어 외국인 투자지분의 증가가 기업의 지배구조에 영향을 미치는가를 살펴보려는 시도이다. 이 가설은 외국인 투자를 촉진하여 기업의 낡은 지배구조를 선진화시키려는 정부 정책의 유효성을 검증할 수 있게 해 줄 것이다.

2) 이와 관련된 논의와 문헌은 박영석, 이재현(2006) 참조.

III. 기업지배구조점수의 측정과 자료

1. 자료

본 연구에서는 상장회사의 기업지배구조를 평가하기 위하여 한국기업지배구조개선지원센터 (Corporate Governance Service)가 2003, 2004년에 실시한 설문자료를 기초자료로 사용하였다. 지배구조개선지원센터의 ‘지배구조 우수기업 등 선정’을 위한 평가기준은 크게 주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영 과실배분의 총 5개 부분으로 이루어져 있다. 2003년 설문조사에 응답한 상장기업 수는 425개, 2004년 설문조사에 응답한 상장기업 수는 407개였으며, 이 중 총 253개 기업이 2003년과 2004년의 설문조사에 모두 응답하였다. 본 연구에서는 위의 5가지 평가부문 중 2003년과 2004년의 설문에서 중복되는 항목을 중심으로 총 62개의 항목을 고려하였다. 구체적인 항목은 <표 1>과 같다. 본래의 설문조사의 5개 부분 중 기업지배구조개선에 미치는 직접적 영향이 분명하지 않다고 판단되는 경영의 과실배분 부분은 지배구조점수 산출에서 제외하였으며, 이사회 관련 평가부분은 이사회 의 구성적 측면과 운영적 측면이 미치는 영향을 세부적으로 살펴보기 위해 2개의 부분으로 나누어 지표를 산출하였다.

2. 기업지배구조의 평가지표

각 상장기업의 지배구조를 평가하기 위한 점수를 산출하기 위해 주로 Black, Jang, Kim(2003)의 논문을 참고하여 유사한 방식을 사용하였다. 즉, <표 1>의 62개 항목들에 대해 각 항목이 ‘0’ 또는 ‘1’의 값을 갖도록 조정한 뒤, 각 부분지표(sub-index) 별로 소속 항목들의 값을 단순합산한다. 이를 다시 각 부분지표 내의 항목 수로 나눈 다음 20을 곱하여 부분지표를 구한다. 여기서 20을 곱하는 것은 종합지표가 0에서 100의 값을 갖도록 조정하기 위해서이다. 종합지표는 이렇게 구한 5개의 부분지표들을 단순합산하여 구한다.

<표 1> 기업지배구조지수 평가항목

- A(주주의 권리보호): 기업지배구조현장 도입여부(A1), 정관에서 집중투표제도 배제여부(A2), 서면투표제도 채택 여부(A3), 전환사채 발행한도의 명시여부(A4), 신주인수권부사채 발행한도의 명시 여부(A5), 경영권 보호규정 도입여부(A6), 주주총회 참고서류에 주주제안 안내 여부(A6), 주주총회 참고서류에 위임장권유 안내여부(A8), 홈페이지를 통해1주전에 주주총회 안내여부(A9), 소액주주의 주총참석률 10% 이상 여부(A10), 최대주주 및 이의 특수관계인을 제외한 등기임원의 지분을 합계 1% 이상 여부(A11), 사외이사 지분을 합계 0.1% 이상 여부(A12), 계열회사 지분을 합계 5% 미만 여부(A13), 최대주주 및 특수관계인의 지분을 중 개인지분을 합계 5% 이상 여부(A14), 최대주주 및 이의 특수관계인을 제외한 1% 이상 지분보유자의 지분을 합계(A15), 기관투자자 지분을 합계10% 이상 여부(A16), 외국인투자자 지분을 합계 10% 이상 여부(A17), 자기자본 대비회사와 최대주주 및 특수관계인 간의 거래금액 5% 미만 여부(A18), 자기자본 대비 최대주주 및 특수관계인에 대한대여금 잔액 3% 미만 여부(A19), 자기자본 대비 계열회사 출자총액 5% 미만 여부(A20), 자기자본대비 계열회사 지급보증 또는 담보제공액 총계 2% 미만 여부(A21), 자기자본 대비 계열회사와의 거래금액 10% 미만 여부(A22), 총매출액 대비 계열회사에 대한매출액 10% 미만 여부(A23) [이상 23개 항목]
- B(이사회 구성) : 사외이사 비중이 법적최소기준을 초과여부(B1), 추천위원회 또는 보상위원회 설치여부(B2), 대표이사와 이사회회장 분리여부(B3), 추천이사회 사외이사 비중 50% 이상 여부(B4), 보상위원회의 사외이사 비중 50% 이상여부(B5), 사외이사가 추천위원회 위원장 여부(B6), 사외이사가 보상위원회 위원장 여부(B7), 외국인이사 10% 이상 여부(B8) [이상 8개 항목]
- C(이사회 운영) : 이사회 개최횟수 4회 이상 여부(C1), 이사별 발언내용 의사록 기록여부(C2), 안전별로 개별이사 찬반여부 표기여부(C3), 이사회 운영규정 채택여부(C4), 성과 연동형 스톡옵션 여부(C5), 사외이사 평균참석률 70% 상회여부(C6), 사외이사들만의 회의 연 4회 이상(C7), 사외이사가 외부전문가로부터 지원받을 수 있는 규정 명문화 여부(C8), 사외이사의 외부전문가 활용여부(C9), 지배주주/경영진 이외의 사람이 추천한 사외이사 참여 여부(C10), 사외이사에 대한 정보제공 의무 규정 명문화 여부(C11), 추천 및 보상위원회 활동보고서 제출여부(C12), 사외이사가 안전에 대하여 반대 또는 수정의견을 제시한 적이 있는지 여부(C13) [이상 13개 항목]
- D(공시/경영투명성): IR 활동 여부(D1), 평균 이상의 자진공시 여부(D2), 감사활동내용 공시여부(D3), 홈페이지를 통한 이사 이력 공개여부(D4), 개별 이사의 이사회 출석률 공시 여부(D5), 공시안전에 대한개별이사 찬반공시 여부(D6), 이사의 활동내용 공시여부(D7), 영문공시여부(D8), 홈페이지를 통한 영업보고서, 반기보고서, 수시공시사항 등의 공시여부(D9), 영문홈페이지 존재 여부(D10) [이상 10개 항목]
- E(감사기구): 감사위원회 설치여부(E1), 감사위원회 사외이사 2/3 이상 여부(E2), 감사위원회 운영규정 존재여부(E3), 감사위원회의 감사부서 책임자 임면동의권 여부(E4), 감사위원회를 지원하는 독립부서 존재여부(E5), 감사위원회 4회 이상 개최여부(E6), 감사위원회 활동내역 이사회 복 여부(E7), 감사위원회 사전승인 없는 외부감사인의 컨설팅 여부(E8) [이상 8개 항목]

[기업지배구조점수 산출 공식]

항목 = 1 (설명에 부합하는 경우), 또는 0 (부합하지 않는 경우)

부분지수 A = [(A1+A2+...+A23)/23] X 20

B, C, D, E도 같은 방식으로 계산

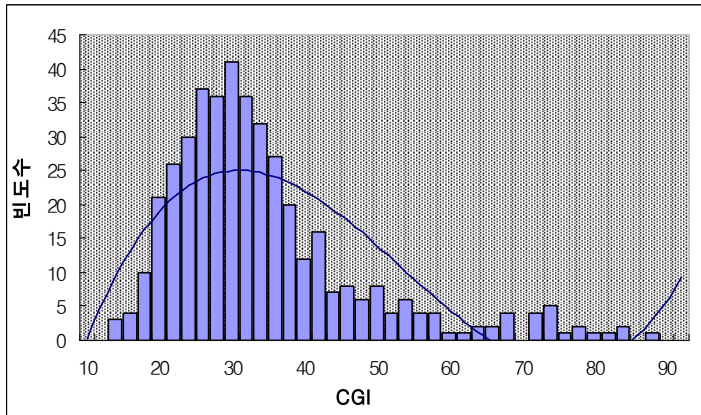
CGI = A + B + C + D + E

이렇게 산출한 기업지배구조점수 부분 및 종합지표의 2003년과 2004년에 대한 기초 통계량은 <표 2>와 같으며 종합점수는 <그림 1>에 요약되어 있다. 2003년의 경우 종합 지표의 최대값은 85.8, 최소값은 11.4로 최대값과 최소값 사이에 무려 74.4점이나 차이가 있는 것으로 나타났다. 한편 평균 또한 100점 만점의 35.34점에 그쳐 우리나라 기업의 기업지배구조의 절대 수준이 아직도 낮고, 기업별로 그 격차가 크다는 점을 알 수 있다. 부분지표 가운데에서는 주주의 권리보호 정도를 나타내는 지표 A의 평균값이 가

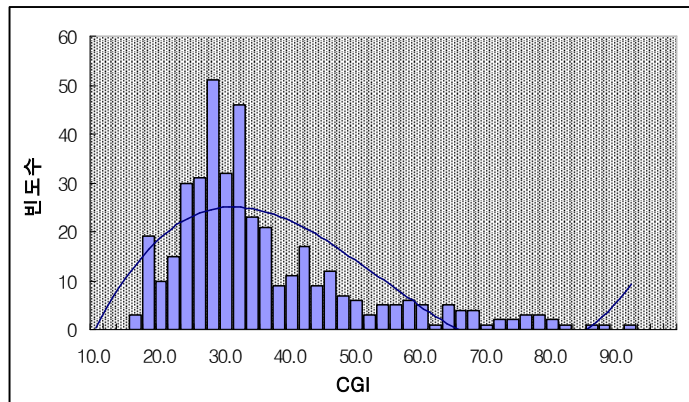
<표 2> 부분 및 종합지표의 기초통계량

부분지표 A, B, C, D, E는 각각 주주의 권리보호, 이사회 구성, 이사회 운영, 공시 및 투명성, 그리고 감사기구를 평가하는 항목이며 0~20의 값을 가진다. 종합지표인 지배구조점수(CGI)는 각 부분 지표의 총합을 나타내며 0~100의 값을 가진다. 패널 A는 2003년, 패널 B는 2004년에 대한 지배구조 점수 산출 결과이다.

	표본수	평균	최대값	최소값	중위값	표준편차(%)
(패널 A) 2003년 결과						
A	425	9.7	16.5	4.4	9.6	2.2
B	425	3.6	20.0	0	2.2	3.2
C	425	6.7	20.0	0	6.7	3.6
D	425	8.0	20.0	0	8.0	4.5
E	425	7.3	20.0	0	5.0	5.0
CGI	425	35.3	20.0	0	32.5	13.1
(패널 B) 2004년 결과						
A	407	9.7	15.7	4.3	8.0	1.9
B	407	3.0	20.0	0	2.2	3.8
C	407	7.3	20.0	0	6.7	3.9
D	407	9.0	20.0	2.0	8.0	3.9
E	407	7.5	20.0	0	7.5	4.7
CGI	407	36.5	20.0	14.0	30.2	14.4



[2003년 결과]



[2004년 결과]

<그림 1> 지배구조점수 종합지표의 히스토그램

다음은 2003년과 2004년의 지배구조점수(CGI)의 분포를 나타내는 그림이다. 2003년의 경우 표본수는 425개, 평균은 35.34, 중위값은 32.5, 최소값은 11.4, 최대값은 85.8, 표준편차는 13.1%이며, 2004년의 경우 표본수는 407개, 평균은 36.5, 중위값은 30.2, 최소값은 14.0, 최대값은 93, 표준편차는 14.4%이다.

장 크게 나타났으며, 분산도 가장 작아 기업별로 격차가 크지 않음을 알 수 있다. 반면 기업지배구조의 우수성을 평가하는 가장 직접적이고 일차적 잣대가 될 수 있는 이사회 구성 부분을 평가하는 지표 B의 평균은 3.63점에 그쳐 아직 지배구조개선을 위한 형식

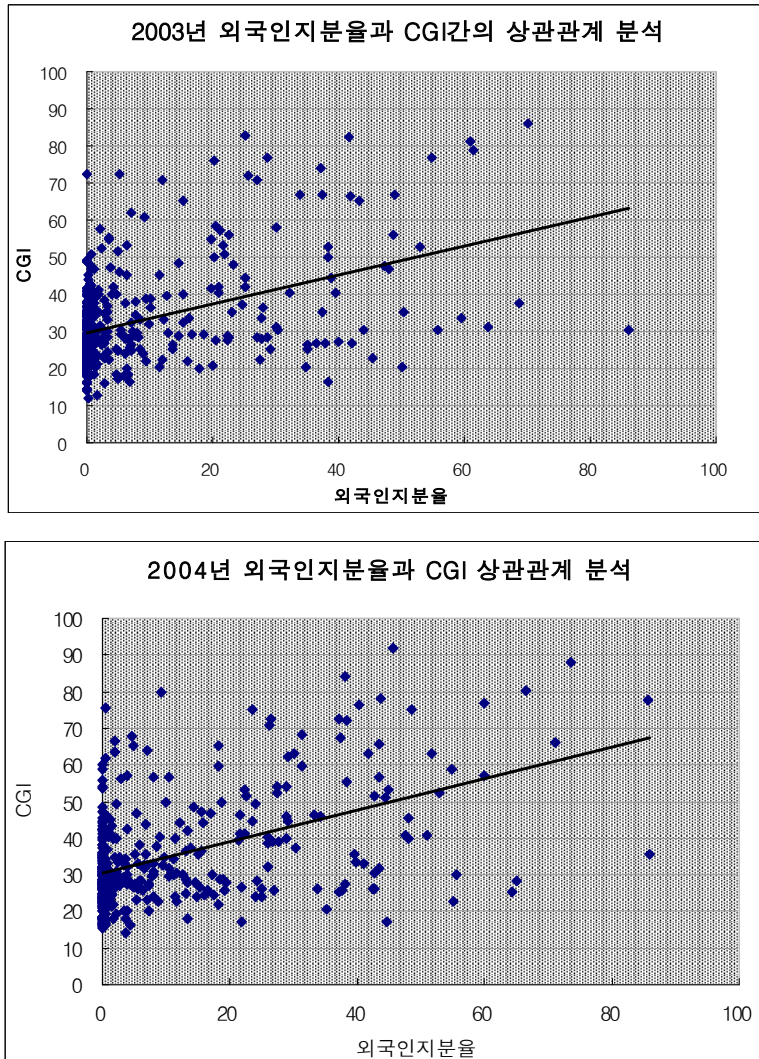
적 측면도 잘 정비되어 있지 않은 기업이 대부분임을 시사하고 있다. 2004년의 경우 평균은 다소 상승하였으나 대체로 2003년과 유사한 분포를 보이고 있다.

IV. 회귀분석 결과

본 절에서는 외국인지분율이 기업지배구조에 미치는 영향을 직관적으로 살펴보기 위해 단순회귀분석을 통해 두 변수 간의 대략적인 상관관계를 살펴보고, 외국인지분율 수준에 따라 지배구조점수가 어떻게 나타나는지 살펴본다. 또한 외국인의 투자와 기업의 지배구조점수는 모두 자산규모의 영향을 강하게 받을 것으로 예상되는 바, 자산 규모로 인한 영향을 배제한 후에도 양자 간에 상관관계가 유지되는 가를 살펴보기 위해 동일한 분석을 자산규모 2조 원 이상의 그룹과 이하의 그룹에 대해 각각 실시한다.

1. 외국인지분율과 지배구조점수의 단순상관 분석

외국인 투자와 기업지배구조 사이에 상관관계가 존재하는지의 여부를 살펴보기 위해 단순회귀분석을 실시하였다. <그림 2>는 양자 간의 상관관계를 시각적으로 보여주는 그래프로 외국인투자와 기업지배구조점수 사이에 명백한 상관관계가 있음을 보여주고 있다. 2003년과 2004년의 자료에 대한 단순회귀분석 결과 외국인지분율의 계수는 각각 0.387과 0.430이었으며, 각각의 t-값은 9.43과 11.38로 통계적으로 매우 유의하였다. 외국인 지분율의 최고값과 최소값 사이에 2003년에는 86.1%, 2004년에는 85.8%의 차이가 있었음을 고려할 때, 이는 외국인투자비중이 가장 높은 기업이 외국인투자비중이 가장 낮은 기업보다 기업지배구조점수가 33~37점 가량 높다는 것을 의미한다. 이러한 차이는 각 분석년도의 기업지배구조점수 평균치가 30점 대 중반임을 감안할 때, 매우 큰 차이이며, 따라서 외국인의 투자가 기업지배구조에 유의하게 긍정적 영향을 미친다는 가설을 지지하는 결과라고 할 수 있다. 물론, 이러한 가설을 명백하게 지지하기 위해서는 기업지배구조에 영향을 미치는 다양한 통제변수들을 도입한 후에도 외국인투자비중의 설명력이 유의한 값을 나타내어야 할 것이다. 만일 지배구조점수에 대한 외국인지분율의 설명력이 다른 통제변수에 의해 모두 흡수된다면, 외국인 투자가 기업의 지배구조



<그림 2> 외국인지분율과 CGI간의 상관관계

개선에 기여한다는 가설을 지지할 수 없을 것이다. 이와 관련된 논의는 아래 다중회귀 분석을 통하여 보다 정교하게 살펴본다.

외국인의 투자가 기업의 지배구조에 어떠한 영향을 미치는가를 보다 세부적으로 살펴보기 위해 연도별로 외국인지분율 수준에 따라 그룹을 5개로 나누어 지배구조점수가 어떠한 추세를 보이는지를 살펴보았다. 5분위그룹 #1(이후 quintile 1로 표시)은 외국인

<표 3> 외국인지분율 수준과 지배구조점수

외국인지분율 수준에 따라 5분위(quintile)그룹으로 나누었으며, quintile 1은 외국인지분율이 가장 높은 그룹을, quintile 5는 외국인지분율이 가장 낮은 그룹을 나타낸다. 1열에서 5열까지의 데이터는 quintile그룹별 지배구조점수의 종합 및 부분지표 값이며, 괄호 안의 값은 표준편차이다. 마지막 열은 quintile 1과 quintile 5 간의 차이 값이며, 괄호 안의 수치는 t값을 나타낸다. 패널 A는 2003년, 패널 B는 2004년의 분석결과이며, 각각의 표본수는 425개, 그리고 407개이다.

	quintile 1	quintile 2	quintile 3	quintile 4	quintile 5	quintile 1-quintile 5
(패널 A) 2003년 결과						
외국인지분율	34.33 (16.38)	6.19 (3.26)	0.77 (0.45)	0.09 (0.06)	0.00 (0.00)	34.33*** (19.32)
A	10.80 (2.30)	9.50 (2.00)	9.30 (2.20)	9.20 (1.90)	9.47 (2.10)	1.33*** (3.85)
B	5.78 (5.19)	3.53 (2.96)	3.06 (2.03)	2.90 (1.94)	2.88 (1.78)	2.90*** (4.88)
C	8.90 (4.12)	7.18 (3.70)	5.92 (2.72)	5.84 (2.87)	5.80 (3.49)	3.10*** (5.29)
D	10.89 (4.57)	8.19 (3.91)	7.08 (3.24)	7.27 (3.16)	6.73 (3.25)	4.17*** (6.85)
E	10.18 (6.02)	7.88 (5.45)	6.82 (4.07)	5.76 (3.66)	5.82 (3.81)	4.35*** (5.63)
CGI	46.52 (17.36)	36.30 (12.42)	32.18 (7.91)	30.98 (8.72)	30.71 (9.33)	15.81*** (7.40)
(패널 B) 2004년 결과						
외국인지분율	38.91 (14.78)	10.41 (4.69)	1.36 (1.00)	0.14 (0.10)	0.00 (0.00)	38.90*** (23.83)
A	10.12 (1.83)	9.92 (1.95)	9.32 (1.79)	9.36 (1.97)	9.79 (2.07)	0.33 (1.07)
B	6.64 (5.40)	2.71 (3.10)	2.09 (2.97)	1.84 (2.10)	1.65 (2.16)	4.99*** (7.76)
C	10.16 (4.48)	7.46 (3.62)	6.56 (3.34)	6.67 (2.92)	5.80 (3.22)	4.36*** (7.14)
D	12.37 (4.50)	9.29 (3.90)	8.30 (3.18)	7.98 (2.44)	6.91 (2.61)	5.45*** (9.48)
E	10.95 (5.77)	7.80 (4.67)	6.70 (4.20)	6.08 (3.35)	6.02 (3.18)	4.93*** (6.76)
CGI	20.23 (18.30)	37.18 (11.92)	32.96 (11.13)	31.92 (7.27)	30.17 (9.03)	20.06*** (8.89)

주: *, **, *** 표시는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

투자지분이 가장 높은 집단을, 그리고 5분의 그룹 #5(이후 quintile 5로 표시)는 외국인 투자지분이 가장 낮은 집단을 나타낸다. 분석 결과, <표 3>를 통해 알 수 있듯이, quintile 5에서 quintile 1로 갈수록, 즉 외국인 투자비중이 낮은 기업집단에서 높은 기업집단으로 갈수록 명백하게 CGI가 높아지는 것으로 나타났다. 또한 2004년의 부분지표 A를 제외하고는 각 년도의 모든 부분지표 및 종합지표가 quintile 1과 quintile 5 사이에 통계적으로 매우 유의한 차이를 보이고 있다.³⁾ 이는 인과관계가 어떠한 방향으로 작용하든, 외국인지분이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 지배구조 또한 명백하게 우월함을 보여주는 결과이다. 다음 절의 연립방정식모형을 통해 살펴보겠지만, 만일 지배구조가 높은 기업에 외국인이 투자비중을 높이는 것이라는 역의 상관관계 가설이 기각된다면, 이러한 결과는 외국인투자가 지배구조개선효과를 지닌다는 본 연구의 가설을 강력하게 지지하는 것이다.

또한 외국인의 투자규모에 따라 다양한 방식으로 그룹을 나누어 CGI를 비교해 본 경우에도 결과가 유사하였다. <표 4>는 외국인 지분율이 최대주주의 지분율을 초과하는 집단과 그렇지 않은 집단으로 구분하여 CGI를 비교분석한 결과이다. 외국인 지분율이 최대주주 지분율을 초과하는 기업 수는 2003년에는 73개, 2004년에는 78개에 달하였다. 앞의 결과와 마찬가지로 외국인 투자비중이 높은 집단의 CGI가 그렇지 않은 집단의 CGI보다 2003년에는 13점, 2004년에는 17점 높은 것으로 나타났다.

앞의 분석 결과는 외국인이 국내기업의 지배구조 개선에 긍정적 영향을 미친다는 가설을 직관적으로 시사하고 있다. 그러나 자산규모가 큰 기업일수록 외국인 투자 비중이 높아 결과에 대한 해석이 어려울 수 있다. 이는 한국의 고유한 규제적 측면과 연관이 있는데, 기업지배구조 평가 항목 중 상당수가 자산규모 2조 원 이상의 기업에 대해서는 강제 규정으로 적용되는 바, 기업의 자발적 노력에 의한 것이든 법적 규제에 의한 것이든 자산 규모가 큰 기업은 자산 규모가 작은 기업에 비해 상대적으로 지배구조지수가 높을 수밖에 없기 때문이다. 한편 자산규모는 외국인 투자자의 투자 의사 결정에 있어서도 중요한 요소(factor)로 작용하므로, 기업지배구조지수와 외국인 지분율 간의 높은 상관관계가 자산규모 효과로 인한 우연적인 현상(spurious correlation)일 가능성을 배제할

3) 부분지표 A에 대해 유의한 차이가 나타나지 않는 현상은 <표 2> ‘부분 및 종합지표의 기초통계량’을 통해서도 알 수 있듯이, 주주의 권리보호와 관련된 측면들이 전반적으로 잘 정비되어 있어 평균점수가 높고 기업별로 편차도 크지 않음에 기인하는 것으로 보인다.

<표 4> 외국인 지분의 국내 최대주주 지분을 초과 여부에 따른 지배구조점수(CGI) 비교

	외국인 지분 > 최대주주 지분		외국인 지분 < 최대주주 지분		차이(t-value)
	표본수	평균	표본수	평균	평균
(패널 A) 2003년 결과					
A	73	8.5	352	7.5	1.0** (2.33)
B	73	5.8	352	3.2	2.6*** (4.19)
C	73	8.7	352	6.3	2.4*** (4.63)
D	73	10.9	352	7.4	3.4*** (5.58)
E	73	10.2	352	6.7	3.6*** (4.66)
CGI	73	44.1	352	31.1	13.0*** (5.58)
(패널 B) 2004년 결과					
A	78	7.8	329	7.9	-0.1 (-0.33)
B	78	6.8	329	2.1	4.7*** (7.31)
C	78	10.3	329	6.6	3.6*** (6.51)
D	78	12.8	329	8.1	4.8*** (8.92)
E	78	10.7	329	6.8	4.0*** (5.48)
CGI	78	48.4	329	31.4	17.0*** (7.59)

* : 10% 수준에서 유의

** : 5% 수준에서 유의

*** : 1% 수준에서 유의

수 없다. 즉, 자산규모가 클수록 지배구조점수가 높게 나타날 수밖에 없는 상황 하에서 단순히 외국인 투자자가 자산규모가 큰 기업을 선호하여 투자비중이 높을 뿐이라면, 외국인 투자자의 지배구조에 대한 설명이 설득력을 잃을 수도 있다.

따라서 외국인투자가 지배구조에 미치는 효과를 명백히 하기 위해서, 자산규모에 따른 효과를 통제 한 후에도 유의한 결과가 도출되는지를 살펴보기로 하자. <표 5>와 <표 6>은 유사한 분석을 자산규모 별로 실시한 결과이다. 자산규모가 2조 원을 넘는 기업

<표 5> 외국인 지분율 수준과 기업지배구조점수 - 자산규모별 분석

자산규모로 인한 효과를 배제하고 난 후의 외국인지분율과 기업지배구조점수 간의 상관관계를 살펴 보기 위해 자산규모 2조 원을 기준으로 나눈 2개의 그룹에 대해 <표 3>과 동일한 분석을 실시한 결과 이다. 5분위(quintile)그룹은 외국인 지분율을 기준으로 분류하였다. 1열에서 5열의 값은 quintile별 외국인지분율과 지배구조 부분지표 및 종합지표 점수를 나타내며, 괄호안의 값은 표준편차이다. 마지막 열의 'quintile 1-quintile 5'는 외국인 지분율이 가장 높은 quintile과 가장 낮은 quintile 간의 외국인지분율과 지배구조점수 차이를 나타내며, 괄호 안의 값은 t-value이다.

[자산규모 2조 원 이하]

	quintile 1	quintile 2	quintile 3	quintile 4	quintile 5	quintile 1-quintile 5
(패널 A) 2003년 결과						
외국인 지분율	26.78 (18.11)	3.57 (2.03)	0.46 (0.29)	0.06 (0.04)	0.00 (0.00)	26.78*** (12.89)
A	10.27 (2.15)	9.41 (1.96)	9.27 (2.28)	9.37 (1.95)	9.25 (2.03)	1.02*** (3.00)
B	2.98 (2.07)	2.92 (2.18)	2.81 (1.60)	2.76 (1.41)	2.73 (1.39)	0.26 (0.89)
C	6.71 (3.07)	6.43 (3.24)	6.10 (2.70)	5.58 (2.73)	5.42 (2.99)	1.29*** (2.61)
D	8.63 (3.20)	6.89 (3.26)	7.18 (3.32)	7.25 (3.12)	6.35 (2.84)	2.29*** (4.64)
E	6.88 (4.21)	6.64 (4.61)	6.81 (3.84)	5.30 (3.34)	5.67 (3.61)	1.21* (1.89)
CGI	35.47 (8.14)	32.29 (9.14)	32.16 (7.54)	30.25 (7.60)	29.41 (6.94)	6.06*** (4.93)
(패널 B) 2004년 결과						
외국인 지분율	28.58 (13.56)	5.40 (2.98)	0.58 (0.32)	0.08 (0.05)	0.00 (0.00)	28.58*** (15.69)
A	10.20 (1.86)	9.45 (1.82)	9.49 (1.88)	9.50 (1.88)	9.79 (2.10)	0.41 (1.22)
B	2.38 (2.03)	1.91 (2.20)	1.49 (2.20)	1.84 (1.85)	1.62 (2.20)	0.76** (2.12)
C	6.81 (2.82)	6.50 (2.82)	6.24 (2.94)	6.60 (2.62)	5.69 (3.11)	1.12** (2.22)
D	9.46 (3.73)	8.08 (3.14)	8.03 (2.54)	8.03 (2.47)	6.60 (2.51)	2.86*** (5.30)
E	6.61 (3.75)	6.69 (3.58)	5.86 (3.27)	6.25 (3.53)	5.86 (3.04)	0.75 (1.30)
CGI	35.45 (8.36)	32.64 (8.38)	31.11 (7.58)	32.22 (7.06)	29.56 (8.67)	5.90*** (4.10)

<표 5> 계속

[자산규모 2조 원 이상]

	quintile 1	quintile 2	quintile 3	quintile 4	quintile 5	quintile 1-quintile 5
(패널 A) 2003년 결과						
외국인 지분율	52.06 (9.13)	33.18 (4.74)	23.18 (2.28)	8.52 (4.47)	0.76 (0.86)	51.30*** (18.52)
A	11.30 (2.64)	11.21 (2.83)	11.30 (2.34)	10.09 (1.49)	9.67 (2.65)	1.63 (1.33)
B	13.74 (4.53)	10.37 (6.85)	7.16 (4.12)	8.89 (2.77)	8.89 (3.94)	4.85** (2.45)
C	13.48 (3.69)	10.93 (3.64)	12.59 (3.13)	12.00 (3.41)	11.67 (4.45)	1.82 (0.94)
D	15.82 (4.05)	14.22 (3.67)	15.56 (2.79)	13.60 (3.63)	11.25 (3.99)	4.57** (2.45)
E	16.59 (2.80)	17.22 (3.84)	12.78 (5.22)	15.75 (4.72)	15.31 (3.39)	1.28 (0.87)
CGI	70.94 (11.34)	63.85 (11.34)	53.39 (13.47)	60.33 (10.33)	56.79 (12.04)	14.14** (2.59)
(패널 B) 2004년 결과						
외국인 지분율	61.98 (12.21)	41.35 (2.80)	30.96 (2.91)	18.99 (5.83)	3.82 (3.10)	58.16*** (14.64)
A	10.78 (1.93)	10.36 (1.46)	9.88 (1.84)	9.71 (1.96)	8.30 (2.38)	2.48** (2.64)
B	13.33 (4.80)	11.92 (5.47)	8.89 (3.72)	8.15 (3.33)	9.09 (2.89)	4.24** (2.42)
C	15.17 (3.19)	14.55 (3.70)	11.36 (3.15)	13.33 (3.41)	13.18 (3.69)	1.98 (1.31)
D	16.00 (3.53)	17.27 (2.73)	13.64 (2.50)	14.50 (3.73)	13.64 (2.50)	2.36* (1.76)
E	16.00 (2.42)	16.59 (3.25)	14.09 (4.07)	15.42 (3.96)	15.68 (3.89)	0.32 (0.23)
CGI	71.28 (12.72)	70.68 (12.67)	57.86 (10.85)	61.11 (11.79)	59.89 (11.26)	11.39** (2.16)

주: *, **, *** 표시는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

수는 2003년에 47개, 2004년에는 56개에 달하였다. 분석결과, <표 3>의 결과와 마찬가지로 자산규모가 2조 원 이상인 집단과 그 이하인 집단의 경우 모두 외국인 지분율이 낮은 quintile 5에서 높은 quintile 1로 갈수록 CGI가 뚜렷하게 높아지는 추세를 보이는 것으로 나타났다. 자산 규모가 2조 원 이하인 경우에도 외국인 지분율이 가장 낮은

<표 6> 외국인지분의 최대주주지분을 초과여부에 따른 CGI 비교 - 자산규모별 분석

자산규모로 인한 효과를 배제하고 난 후의 외국인지분율과 기업지배구조점수 간의 상관관계를 살펴 보기 위해 자산규모 2조원을 기준으로 나눈 2개의 그룹에 대해 <표 3>과 동일한 분석을 실시한 결과 이다. 마지막 열의 값은 외국인지분이 최대주주지분을 초과하는 경우와 반대의 경우 간의 종합 및 부분지표 차이를 나타내며, 괄호안의 값은 t-value이다.

[자산규모 2조 원 이하인 경우]

	전 체		외국인 > 최대주주		외국인 < 최대주주		차이
	표본수	평균	표본수	평균	표본수	평균	평균
(패널 A) 2003년 결과							
A	378	9.51	48	10.54	330	9.36	1.18*** (3.82)
B	378	2.84	48	2.96	330	2.82	0.14 (0.49)
C	378	6.05	48	6.70	330	5.95	0.75* (1.74)
D	378	7.26	48	8.46	330	7.09	1.37*** (2.89)
E	378	6.26	48	6.98	330	6.16	0.82 (1.19)
CGI	378	31.93	48	35.65	330	31.39	4.25*** (3.48)
(패널 B) 2004년 결과							
A	351	9.69	42	10.06	309	9.64	0.4 (1.37)
B	351	1.85	42	2.86	309	1.71	1.1*** (3.25)
C	351	6.37	42	7.22	309	6.25	1.0** (1.99)
D	351	8.04	42	10.52	309	7.70	2.8*** (4.56)
E	351	6.25	42	6.37	309	6.24	0.1 (0.19)
CGI	351	32.20	42	37.03	309	31.54	5.5*** (3.82)

quintile 5와 가장 높은 quintile 1 간에 약 6점 정도의 CGI 차이가 나타나고 있는데, 이는 자산규모가 2조 원 이상인 경우의 두 그룹 간 차이의 약 1/2 수준이다. 그러나 quintile 1과 quintile 5의 CGI 차이의 t-value를 통해 알 수 있듯이, 자산규모 2조 원 이

<표 6> 계속

[자산규모 2조 원 이상인 경우]

	전 체		외국인 > 최대주주		외국인 < 최대주주		차이
	표본수	평균	표본수	평균	표본수	평균	평균
(패널 A) 2003년 결과							
A	47	9.53	26	11.24	21	10.14	1.09 (1.60)
B	47	9.98	26	11.11	21	8.57	2.54* (1.82)
C	47	12.20	26	12.50	21	11.83	0.67 (0.63)
D	47	14.21	26	15.15	21	13.05	2.11* (1.92)
E	47	15.59	26	16.44	21	14.52	1.92 (1.54)
CGI	47	61.50	26	66.44	21	58.11	8.33** (2.35)
(패널 B) 2004년 결과							
A	56	9.80	36	10.31	20	8.87	1.44** (2.56)
B	56	10.16	36	11.36	20	8.00	3.36*** (3.16)
C	56	13.42	36	13.80	20	12.75	1.05 (1.04)
D	56	14.86	36	15.56	20	13.60	1.96** (2.33)
E	56	15.45	36	15.83	20	14.75	1.08 (0.99)
CGI	56	63.68	36	66.86	20	57.97	8.89*** (2.70)

주: *, **, *** 표시는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

하인 집단의 CGI가 자산규모 2조 원 이상인 집단의 CGI보다 평균적으로 30점 가량 낮다는 점을 감안할 때, 자산규모 2조 원 이하인 집단에서의 quintile 간 CGI 차이가 훨씬 더 유의한 값을 알 수 있다. 이는 자산규모가 작은 기업들이 자산규모가 큰 기업들에 비해 평균적으로 지배구조가 열악하기는 하나, 외국인 투자 비중이 높을수록 상당 부분 개선될 수 있음을 시사한다. 또한 자산규모가 2조 원을 초과하는 기업 중에서도 외국인 투자비중이 클수록 더욱 높은 CGI가 나타나 규제적 효과로 인한 지배구조 개선 이외에

도 외국인 투자에 의해 설명될 수 있는 부분이 존재함을 알 수 있다.

이러한 결과는 <표 6>에서와 같이 자산규모별로 외국인지분이 최대주주지분을 초과하는지 여부에 따라 두 개의 그룹으로 나누어 비교한 경우에도 유사하게 나타나고 있다. 자산 규모가 2조 원 이하인 경우와 이상인 경우 모두 두 그룹의 지배구조점수는 유의한 차이를 보이고 있으며, 특히 자산 규모가 작은 경우에 그 차이는 통계적으로 더욱 유의한 것으로 나타났다. 이는 외국인 투자가 기업의 지배구조 개선효과를 지닌다는 가설이 자산규모로 인한 효과를 통제한 후에도 여전히 지지될 수 있음을 의미하며, 특히 지배구조가 열악한 소규모 기업들의 경우에 그 개선 효과가 더욱 크다는 점을 시사하고 있다.

부분지표 별로는 자산규모 2조 원 이하인 그룹의 경우, ‘이사회 운영’과 관련된 부분과 ‘공시 및 투명성’과 관련된 부분의 개선 효과가 가장 두드러졌고, 자산규모 2조 원 이상의 그룹의 경우, ‘이사회 구성’, 그리고 ‘공시 및 투명성’ 관련 부분의 개선 효과가 큰 것으로 나타났다.

2. 지배구조점수와 외국인지분율: OLS 분석결과

본 절에서는 외국인 투자가 기업지배구조에 미치는 영향을 세부적으로 살펴보기 위해 회귀분석을 실시한다. 먼저 전체 표본에 대해 통제변수를 하나씩 첨가함에 따라 CGI에 대한 외국인지분율의 설명력과 계수에 어떠한 변화가 일어나는지 살피고, 이후 지배구조지수의 각 부분지표에 미치는 영향에 대해서도 검토한다. 또한 앞서 언급하였듯이 자산규모를 통제한 후의 설명력 또한 검토할 필요가 있는 바, 자산규모 2조 원을 기준으로 전체 표본을 두 그룹으로 나누어 회귀분석을 실시한다.

<표 7>은 종속변수를 지배구조점수(CGI) 종합지표로, 설명변수를 외국인 지분율로 하여 회귀분석한 결과이며, 다양한 통제변수를 하나씩 첨가해 나감에 따라 외국인지분율의 설명력이 어떻게 변화하는가를 나타낸다. 회귀분석 (1)~(6)의 경우 원래의 표본에서 부채비율과 총자산영업이익율 등의 자료를 구할 수 없는 기업을 제외한 결과, 2003년 회귀분석의 표본수는 381개, 2004년 회귀분석의 표본수는 373개가 되었다. 또한 모든 통제변수를 고려한 회귀분석 (7)의 경우, 98년 이후 상장되어 과거 5년간의 매출액 성장률을 산출할 수 없는 기업들을 누락시킨 결과 최종 표본은 2003년에 363개, 2004

<표 7> 지배구조점수와 외국인지분율에 대한 OLS 회귀분석 결과

지배구조점수의 종합지표(CGI)를 종속변수로 하여 OLS 회귀분석을 한 결과이며, 괄호안의 값은 t값이다. 회귀분석 (7)은 모든 통제변수를 고려한 경우이며, 산업더미는 대분류를 이용하였다.

	회귀분석						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(패널 A) 2003년 결과							
외국인지분율	0.350^{***} (9.44)	0.285^{***} (8.02)	0.263^{***} (7.70)	0.141^{***} (4.55)	0.147^{***} (4.70)	0.144^{***} (4.61)	0.132^{***} (4.03)
(지배주주지분) ²	-0.001 (-1.23)	-0.001 (-1.51)	-0.001 (-1.18)	-0.000 (-0.34)	-0.000 (-0.39)	-0.000 (-0.49)	-0.000 (-0.85)
30대기업집단더미		9.740^{***} (7.59)	10.480^{***} (8.49)	5.726^{***} (5.06)	5.605^{***} (4.95)	5.660^{***} (5.01)	4.856^{***} (4.10)
은행더미			25.181^{***} (5.87)	16.248^{***} (4.34)	9.567 (1.56)	9.630 (1.58)	8.104 (1.22)
자산2조원더미				20.276^{***} (11.70)	19.727^{***} (11.11)	19.788^{***} (11.18)	19.836^{***} (10.76)
부채비율					0.004 (1.38)	0.004 (1.37)	0.005 (1.42)
총자산영업이익률						0.002 (1.05)	0.002 (1.50)
매출액성장률							0.492 (0.62)
산업더미	대분류	대분류	대분류	대분류	대분류	대분류	대분류
표본수	381	381	381	381	381	381	363
R ²	0.37	0.45	0.50	0.63	0.63	0.64	0.61
(패널 B) 2004년 결과							
외국인지분율	0.377^{***} (10.88)	0.330^{***} (9.49)	0.296^{***} (8.65)	0.150^{***} (5.00)	0.150^{***} (5.01)	0.135^{***} (4.30)	0.131^{***} (3.85)
(지배주주지분) ²	-0.001 (-1.60)	-0.001 (-1.59)	-0.001^{**} (-2.13)	-0.001 (-1.43)	-0.001 (-1.50)	-0.001 (-1.60)	-0.001 (-1.75)
30대기업집단더미		6.933^{***} (5.07)	7.999^{***} (5.98)	2.237[*] (1.91)	2.235[*] (1.90)	2.151[*] (1.83)	2.229[*] (1.86)
은행더미			22.553^{***} (5.22)	12.468^{***} (3.46)	14.066^{***} (2.97)	13.802^{***} (2.92)	14.224[*] (1.89)
자산2조원더미				22.229^{***} (13.40)	22.382^{***} (13.27)	22.368^{***} (13.29)	21.674^{***} (11.90)
부채비율					-0.001 (-0.52)	-0.001 (-0.32)	-0.001 (-0.35)
총자산영업이익률						13.453 (1.55)	11.604 (1.36)
매출액성장률							0.663 (0.74)
산업더미	대분류	대분류	대분류	대분류	대분류	대분류	대분류
표본수	373	373	373	373	373	373	348
R ²	0.44	0.47	0.51	0.67	0.67	0.67	0.65

주: *, **, *** 표시는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

년에 348개가 되었다. 통제변수로는 지배주주 지분율의 제곱, 30대기업집단 더미, 은행 더미, 자산 2조원 더미, 부채비율, 총자산영업이익률, 과거 5년간의 매출액 성장률, 그리고 산업더미가 사용되었으며, 산업더미는 표준산업분류의 대분류를 이용하였다.

<표 7>의 회귀분석 (7) 결과를 보면, 모든 통제변수를 고려한 후에도 외국인지분율의 설명력은 여전히 통계적으로 매우 유의함을 알 수 있다. 예상했던 바대로 자산규모가 통제변수로 첨가될 경우 외국인지분율의 설명력이 상쇄되는 효과가 가장 크지만, 자산 규모로 인한 효과를 통제한 회귀분석 (4)~(7)에서도 외국인지분율의 계수와 설명력은 여전히 유의하다. 본 분석결과에 따르면, 외국인 지분율이 최저 수준(0%)에서 최고 수준(약 86%)으로 높아질 경우, 기업의 지배구조점수에는 약 11점 가량의 개선 효과가 있을 것으로 예상된다. 또한 외국인 지분율 수준이 가장 낮은 quintile 5(외국인 지분율 평균 0%)에서 외국인지분율 수준이 가장 높은 quintile 1(외국인 지분율 평균 34.33% ('03), 38.91%('04))로 이동할 경우 지배구조점수는 약 4.5~5점가량 개선될 것으로 기대할 수 있다.

통제변수 별로는 정부의 규제와 관련된 더미 변수인 은행더미, 30대기업집단 더미, 자산규모 2조 원 더미가 유의한 설명력을 갖는 것으로 나타나 정부에 의한 강제 규정도 기업지배구조 개선에 상당한 효과가 있음을 시사하고 있다. 특히, 자산규모 2조원 더미는 모든 회귀분석 모델에 걸쳐 유의성이 매우 높게 나타나고 있다.

그러나 Durnev 등(2003)의 연구와 KDI 용역보고서에서 유의한 설명력을 갖는 것으로 나타난 지배주주 지분율, 부채비율, 총자산영업이익률, 그리고 매출액 성장률 등의 변수는 외국인지분율과 여타 통제변수들을 모두 고려하여 분석한 경우 Black 등(2003)의 연구 결과와 동일하게 그 설명력이 크게 약화되거나 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 기업의 소유구조, 외부자본조달 수요, 성장 가능성 등 기존 연구를 통해 지배구조에 유의한 설명력을 갖는 것으로 나타났던 변수들의 설명력이 외국인 지분율 및 정부규제관련 변수들에 의해 상당 부분 흡수됨을 의미한다.

3. 부분지표별 분석

구체적으로 외국인투자가 기업지배구조의 어떠한 측면에 더욱 강한 개선 효과를 가지는지 살펴보기 위해 지배구조지수의 각 부분지표를 종속변수로 하는 회귀분석을 실

<표 8> 부분지표별 OLS 회귀분석결과

지배구조점수의 각 부분지표를 종속변수로 한 OLS 회귀분석결과이며, 괄호 안은 t값이다. 회귀식은 <표 7>의 회귀분석 (7)과 동일하게 모든 통제변수를 고려하여 추정하였으며 산업분류는 대분류를 사용하였다.

	부분지표				
	A	B	C	D	E
(패널 A) 2003년 결과					
외국인 지분율	0.031 ^{***} (3.50)	0.028 ^{***} (3.24)	0.016 (1.32)	0.038 ^{***} (2.93)	0.020 (1.27)
(지배주주 지분) ²	-0.000 ^{**} (-2.01)	0.000 (1.00)	-0.000 (-0.39)	0.000 (-0.19)	-0.000 (-0.74)
30대기업집단더미	0.889 ^{***} (-2.82)	-0.177 (-0.57)	2.007 ^{***} (4.64)	1.564 ^{***} (3.32)	2.351 ^{***} (4.12)
은행더미	2.833 (1.60)	1.834 (1.06)	2.161 (0.89)	-0.698 (-0.26)	1.974 (0.62)
자산 2조 원 더미	0.525 (1.07)	5.046 ^{***} (10.52)	3.586 ^{***} (5.34)	5.294 ^{***} (7.23)	5.385 ^{***} (6.07)
부채비율	-0.001 (-0.77)	0.002 ^{**} (2.21)	0.001 (0.86)	0.001 (1.03)	0.001 (0.68)
총자산영업이익률	0.000 (0.26)	0.000 (0.56)	0.001 ^{***} (2.70)	0.000 (0.14)	0.001 (1.22)
매출액성장률	0.256 (1.22)	-0.081 (-0.39)	0.000 (0.00)	0.645 (2.05)	-0.329 (-0.86)
산업더미	대분류	대분류	대분류	대분류	대분류
표본수	363	363	363	363	363
R ²	0.09	0.53	0.36	0.38	0.38
(패널 B) 2004년 결과					
외국인 지분율	0.022 ^{***} (2.94)	0.041 ^{***} (4.27)	0.021 ^{***} (1.65)	0.043 ^{***} (3.39)	0.007 (0.47)
(지배주주 지분) ²	-0.000 ^{***} (-3.31)	0.000 (0.14)	-0.000 (-1.34)	-0.000 (-0.64)	-0.000 (-0.82)
30대기업집단더미	-1.015 ^{***} (-3.81)	0.039 (0.12)	1.086 ^{**} (2.58)	1.022 ^{**} (2.29)	1.097 ^{**} (2.15)
은행더미	-2.590 (-1.55)	3.741 [*] (1.78)	4.344 (1.64)	3.779 (1.35)	4.951 (1.55)
자산 2 조원 더미	-0.243 (-0.60)	6.024 ^{***} (11.86)	4.555 ^{***} (7.13)	4.583 ^{***} (6.78)	6.754 ^{***} (8.74)
부채비율	0.001 (1.29)	0.001 (0.53)	-0.000 (-0.32)	-0.002 (-1.32)	-0.001 (-0.42)
총자산영업이익률	1.965 (1.04)	1.037 (0.44)	2.457 (0.8197)	-0.542 (-0.17)	6.687 [*] (1.84)
매출액성장률	0.190 (0.95)	0.311 (1.24)	-0.123 (-0.39)	0.575 [*] (1.72)	-0.289 (-0.76)
산업더미	대분류	대분류	대분류	대분류	대분류
표본수	348	348	348	348	348
R ²	0.12	0.62	0.42	0.40	0.45

주 : *, **, *** 표시는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

시하였다. 회귀식은 <표 9>의 회귀분석 (7)과 동일하게 모든 통제변수를 모두 고려하여 추정하였으며, 그 결과는 <표 8>과 같다.

분석결과 2003년에는 부분지표 A, B, D에 대해 외국인 투자가 유의한 효과를 나타내었으며, 2004년에는 부분지표 E를 제외한 모든 부분지표에 대해 유의하였다. 이는 외국인 투자 비중이 늘어남에 따라 특히 주주의 권리보호, 이사회 구성, 그리고 공시 및 투명성 관련 부문에 효과가 크다는 점을 시사한다. 부분지표 A의 개선효과가 크게 나타나는 것은 외국인 투자비중이 높을수록 기업의 의사결정 과정에 영향력을 행사하여 개인 지배주주 또는 그의 특수관계인의 전횡을 막고, 소액주주의 부가 대주주에게 이전되는 것을 막을 수 있는 확률이 커지기 때문일 것으로 예상된다. 부분지표 B와 D의 경우, 외국기업의 선진적 제도와 관습이 도입됨에 따라 이사회 구성이나 공시 등 기업 지배구조 선진화를 위한 형식적 기반이 개선될 가능성이 높아지기 때문일 것으로 예상된다. 반면, 실질적인 운영측면과 관련된 이사회 운영부문과 감사 부문에 대한 영향력이 상대적으로 낮게 나타나는 것은, 운영 부문의 개선이 형식적인 개선보다 어렵고 점진적으로 이루어지므로 오랜 시간과 많은 노력이 수반됨에 기인할 것으로 분석된다.

통제변수 별로 살펴보면, 지배주주지분율의 제곱은 부분지표 A에 대해 유의한 설명력을 나타내는데, 이는 부분지표 A의 항목 가운데 소유구조와 관련된 항목이 다수 포함되어 있기 때문일 것이다.

자산규모는 부분지표 A를 제외한 모든 부분지표에 대해 높은 설명력을 나타내고 있다. 이는 사회이사 선임비율 등 이사회의 구성 측면과 관련하여 자산규모 2조 원 이상의 기업에 대해 적용되는 강제 규정이 많기 때문일 것으로 예상된다.

30대 기업집단 더미는 부분지표 A와 C, D, E에 대한 설명력이 높게 나타나고 있다. 부분지표 A의 경우 30대 기업집단에 속한 기업이 출자총액 제한 등 지표 A의 평가 항목과 관련하여 규제를 받기 때문에 그 영향력이 큰 것으로 생각된다. 그 외 부채비율, 총자산영업이익률, 매출액성장률 등의 변수는 종합지표 CGI를 종속변수로 한 OLS 분석결과에서와 마찬가지로 설명력이 떨어지는 것으로 나타났다.

4. 자산규모별 분석

앞서 언급하였던 대로, 외국인지분율과 기업지배구조점수 사이에는 자산규모를 매개

로 하여 우연적으로 높은 상관관계가 나타날 가능성이 있다. 따라서 이러한 가능성을 확인하기 위해서는 자산규모 2조 원을 기준으로 전체 표본을 두개의 그룹으로 분류한 뒤, 각각에 대하여 회귀분석을 실시하였다. <표 9>는 자산규모별로 회귀분석을 실시한 결과를 나타낸다. 분석 결과를 살펴 보면, 자산 규모가 2조 원 이상인 그룹 뿐 아니라, 2조 원 이하인 그룹에서도 외국인 지분율은 여전히 통계적으로 매우 유의한 설명력을 가지는 것으로 나타났으며, 특히 2003년에는 자산규모가 2조 원 이상인 기업들의 경우 보다 더 유의한 값을 보이고 있다. 이는 지배구조점수와 외국인투자 간의 상관관계가 자산규모를 매개로 한 단순한 우연성에 불과하다는 가설을 기각시키는 결과이다. 본 분석 결과에 따르면, 자산 규모가 2조 원 이하인 그룹의 경우, 외국인 지분율이 가장 높은

<표 9> 자산규모별 OLS 분석

종속변수를 지배구조점수 종합지표, 설명변수를 외국인 지분율로 하고 자산규모 이외의 모든 통제변수를 포함한 OLS 회귀분석 결과를 자산규모별로 나타낸 것이며, 괄호 안은 t값이다. 표본수는 자산규모 2조 원 이하의 경우 2003년에는 378개, 2004년에는 351개이며, 자산규모 2조 원 이상의 경우 2003년에는 47개, 2004년에는 56개이다.

	2003년 결과		2004년 결과	
	자산 2조 원 이하	자산 2조 원 이상	자산 2조 원 이하	자산 2조 원 이상
외국인지분율	0.085** (2.48)	0.195* (1.82)	0.010*** (2.87)	0.308*** (3.00)
(지배주주지분) ²	-0.001 (-1.11)	0.000 (0.10)	-0.001** (-2.01)	0.008* (1.90)
30대기업집단더미	6.461*** (5.30)	-8.155 (-1.58)	4.327*** (3.54)	-10.013** (-2.56)
은행더미	1.031 (0.12)	12.812 (0.78)	N/A (N/A)	11.441 (1.01)
부채비율	0.006 (1.37)	0.000 (0.03)	0.001 (0.20)	-0.003 (-0.37)
총자산영업이익률	0.002** (2.06)	0.664 (1.62)	7.781 (0.95)	7.653* (1.74)
매출액성장률	0.884 (1.16)	-6.554 (-1.10)	1.165 (1.35)	-13.741*** (-2.97)
산업더미	대분류	대분류	대분류	대분류
표본수	326	37	301	46
R ²	0.14	0.48	0.14	0.53

주 : *, **, *** 표시는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

기업(2003년 86.1%, 2004년 85.8%)과 가장 낮은 기업(2003년, 2004년 모두 0%) 간에는 지배구조지수에 약 7.4~8.5점의 차이가 나타나며, 자산 규모가 2조 원 이상인 그룹의 경우에는 외국인 지분율이 최저수준(2003년, 2004년 모두 0%)에서 최고수준(2003년 70.2%, 2004년 85.8%)으로 높아질 경우 약 13.7~26.4점 가량의 지배구조지수 개선 효과가 있을 것으로 예상되어 외국인 투자가 기업지배구조에 긍정적 영향을 미친다는 가설을 다시 한 번 검증하고 있다.

V. 연립방정식 모형을 통해 본 외국인지분과 기업지배구조점수와의 관계

지금까지의 논의는 외국인의 투자비중 정도가 기업지배구조 개선의 원인이 됨을 전제로 하여 이루어졌다. 그러나 외국인지분율과 기업지배구조점수 사이에 내생성이 존재한다면, 이상의 분석을 통해 나타난 외국인 투자의 지배구조개선 효과는 실제의 영향력보다 과평가된 것일 수도 있다. 또한 두 변수 사이의 인과관계가 외국인 지분율에서 지배구조지수 방향으로 흐르는 것이 아니라, 지배구조점수에서 외국인 지분율 쪽으로 흐를 가능성도 배제할 수 없다. 즉, 외국인의 투자에 의해 높은 지배구조지수가 나타나는 것이 아니라, 지배구조점수가 높은 기업에 외국인의 투자경향이 높다는 역의 상관관계가 존재할 수도 있다는 것이다. 따라서 본 절에서는 아래 연립방정식 모형을 도입하여 이와 같은 내생성 문제 및 역의 상관관계 문제를 검토한다.

$$CGI_t = f(Frn_t, CGI_{t-1}, Frn_{t-1}, (larg estshr)^2, othercontrol variables) + \eta_t, \dots \quad (1)$$

$$Frn_t = f(CGI_t, CGI_{t-1}, Frn_{t-1}, \frac{EBIT}{TA}, othercontrol variables) + \varepsilon_t, \dots \quad (2)$$

역의 상관관계 여부를 보다 명확하게 검토하기 위해 전년도 지배구조점수와 외국인 지분율을 회귀식에 포함시켰으며, 기업의 수익성과 외부자본조달 수요를 나타내는 변수인 총자산 영업이익률은 외국인지분율의 설명변수로 도입하였다. 외국인 투자자가 투자 의사결정을 내릴 때 고려하는 다양한 변수들 중 해당 기업의 수익성이 중요한 비

증을 차지할 것으로 예상되기 때문이다. 그 외의 통제변수로는 자산더미, 산업더미, 은행더미, 30대기업집단 더미, 부채비율, 매출액 성장률을 동일하게 포함시켰다.

위 연립방정식 모형을 추정하기 위해서는, 지배구조점수와 외국인 지분율 사이에 내생성이 존재할 수 있는 바, 이를 해결하기 위해 적절한 도구변수의 도입이 필요하다. 각 내생변수를 모든 외생변수에 대해 회귀분석한 결과 도출된 계수를 바탕으로 새로이 추정된 변수가 원래 변수에 대한 좋은 도구변수가 됨은 잘 알려진 사실이므로, 이러한 방식으로 각각 $FrnHAT_t$ 와 $CGIHAT_t$ 를 도출하여 이들을 각각 Frn_t 와 CGI_t 의 도구변수로 사용하기로 한다. 식 (1)의 추정에는 $FrnHAT_t$ 를, 식 (2)의 추정에는 $CGIHAT_t$ 를 사용하여 2SLS(2-Stage Least Square) 분석을 한 결과가 <표 10>에 나타나 있다.

<표 10>의 분석결과에 따르면 역의 상관관계 가설은 기각됨을 알 수 있다. 두 변수간의 내생성을 고려한 후에도 외국인 지분율은 지배구조점수에 대해 여전히 유의한 설명력을 지니는 반면, 지배구조점수는 외국인 지분율에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 보다 세부적으로 살펴보면, 도구화된 외국인지분율의 계수값은 앞의 OLS 결과 나타난 외국인지분율의 계수값보다 오히려 높으며, 통계적 유의성도 높다. 또한 전년도 외국인 지분율도 지배구조점수에 유의한 설명력을 보여, 외국인투자가 지배구조에 긍정적 영향을 미친다는 기존의 가설을 보다 명확하게 지지하고 있다. 반면, 도구화된 지배구조점수는 외국인 지분율에 대해 유의한 설명력이 없을 뿐만 아니라, 그 계수 또한 음의 값을 나타내고 있고, 전년도 지배구조점수도 유의하지 못한 값을 나타내고 있어, 높은 지배구조점수가 외국인투자를 유도한다는 역의 상관관계 가설을 기각한다.⁴⁾

이러한 결과는 외국인 투자자의 투자 행태를 설명함에 있어서도 의미 있는 직관을 제시한다. 지배구조가 우수한 기업에 대한 외국인의 투자 경향이 높을 것이라는 일반적인 예상과는 달리, 오히려 지배구조가 열악한 기업에 대한 투자가 더 많다는 것을 의미하기 때문이다. 이는 우리나라와 같은 신흥시장에서 나타나는 독특한 현상으로 간주할 수 있을 것이다. 즉, 우리나라와 같이 선진적인기업지배구조 정비를 위한 태동기에 있

4) 본 논문의 연립방정식 모형 결과는 이와 유사한 방법론을 사용한 박경서(2005)의 연구결과와 차이가 있다. 박경서(2005)는 지배구조가 외국인 지분율에 미치는 영향은 유의하나 외국인 지분율이 지배구조에 미치는 영향은 유의하지 않음을 보고하며 연립방정식 모형의 불안정성을 들어 그 결과에 의미를 두지 않았다, 오히려 모든 실증결과를 종합하여 볼 때 외국인 지분이 높아지면 지배구조가 개선된다는 결론을 내리고 있다.

<표 10> 연립방정식 모형의 2SLS 추정결과

회귀식 (1)은 지배구조점수를, 회귀식 (2)는 외국인지분율을 각각 종속변수로 한 2SLS 추정결과를 나타낸다. CGI는 지배구조점수를, Fm은 외국인지분율을 나타내는 변수이다. FmHAT은 외국인지분율을 다른 모든 외생변수에 대해 회귀분석하여 추정된 값으로, Fm_t 의 도구변수로 사용되었으며, CGIHAT은 마찬가지로 도출된 CGI_t 의 도구변수이다. Fm_{t-1} 과 CGI_{t-1} 은 각각 전년도 외국인지분율과 전년도 지배구조지수를 나타낸다. 통제변수로는 산업더미와 자산규모 2조 원 더미, 은행더미, 30대기업집단 더미, 부채비율, 그리고 과거 5년간의 매출액 성장률이 사용되었다.

	(1)	(2)
	CGI _t	Fm _t
FmHAT	0.253** (2.27)	
CGIHAT		-0.696 (-0.63)
Fm _{t-1}	0.202** (1.98)	1.052*** (8.66)
CGI _{t-1}	0.649*** (12.10)	0.384 (0.54)
(지배주주지분) ²	-0.001 (-1.16)	
총자산영업이익률		0.649*** (4.22)
그 외 통제변수	포함	포함
산업더미	대분류	대분류
표본수	253	253
수정 결정계수(R ²)	0.78	0.80

주 : *, **, *** 표시는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

는 신흥시장의 경우, 편더멘탈은 우수하나 지배구조는 열악하여 저평가되어 있는 기업이 다수 존재할 것이다. 본 연구의 연립방정식 모형 분석 결과는, 외국인투자자들이 이처럼 지배구조가 열악한 저평가 기업을 매수하여 지배구조개선을 통한 주가 프리미엄을 취하는 전략을 구사하는 경우가 많음을 시사한다. 이는 헤르메스 등과 같은 지배구조펀드의 전형적인 투자전략이기도 하다. 외국인투자자들이 지배구조가 열악한 저평가 기업을 매수하는 전략을 주로 구사한다는 사실과, 외국인투자 비중이 높을수록 기업지배구조점수가 높아진다는 본 연구의 분석결과를 종합적으로 고려하면, 외국인 투자가 국내 기업의 지배구조 개선에 기여한다는 본 연구의 가설은 더욱 확고하게 지지될 수 있을 것이다.

VI. 결론

본 연구에서는 한국지배구조개선지원센터가 실시한 지배구조 우수기업 선정을 위한 설문조사를 토대로 기업지배구조점수를 산출하여 외국인의 투자가 국내 기업의 지배구조에 미치는 영향에 대해 분석하였다.

2003년과 2004년에 대한 횡단면 분석 결과, 외국인 투자비중이 높아질수록 기업의 지배구조점수도 뚜렷하게 높은 성향을 나타내었으며, 이러한 결과는 자산규모를 매개로 한 두 변수 간의 상관관계를 통제한 후에도 동일하게 유지되어, 외국인투자의 지배구조개선에 대한 설명력이 자산규모를 매개로 한 단순한 우연에 불과하다는 대립가설을 기각하였다. 또한 회귀분석 결과 기업의 지배구조에 영향을 미치는 다양한 통제변수를 고려한 경우에도 외국인 지분율은 지배구조점수에 대해 통계적으로 매우 유의한 설명력을 갖는 것으로 나타났다. 부분지표 별로는 외국인 투자지분의 증가에 따라 주주의 권리보호와 이사회 구성, 그리고 공시 및 투명성과 관련된 부분에 대한 개선 효과가 두드러지는 것으로 나타났다. 이는 이사회 운영과 감사 등 운영 측면의 개선은 상대적으로 점진으로 이루어지는 반면 주주 권리보호, 이사회 구성, 공시 등 형식적 측면의 개선은 보다 빠르게 이루어질 수 있음에 기인하는 것으로 보인다.

한편 외국인지분율과 지배구조점수 사이에 내생성 또는 역의 상관관계가 존재할 가능성을 통제하기 위해 연립방정식 모형을 활용하여 분석하였다. 분석결과 도구화된 외국인 지분율의 계수는 기존의 OLS 추정치보다 오히려 컸으며 t 값 또한 5% 유의수준에서 유의한 값을 보였고 전년도 외국인 지분율 또한 통계적으로 매우 유의하였다. 반면, 도구화된 지배구조점수와 전년도 지배구조점수는 모두 외국인 지분율에 대한 설명력이 없는 것으로 나타났다. 이는 외국인지분율과 지배구조점수 간에 역의 상관관계가 존재한다는 가설에 반대되는 결과로서, 본 연구의 기본 가설을 보다 확고히 한다.

연구결과를 종합하면, 외국자본이 국내 산업을 잠식하고 주식시장을 교란시킨다는 일련의 비판에도 불구하고, 외국인 투자로 인한 국내기업의 지배구조개선 효과가 분명히 존재함을 시사한다. 물론 외국인 투자자 중 단기적인 시세차익을 노린 핫머니나 헤지펀드도 상당수 존재함을 부인할 수는 없으나, 열악한 지배구조로 인해 펀더멘털에 비해 저평가된 기업들의 경우 지배구조펀드 등의 투자가 지배구조 개선 및 기업가치 상승

을 가져올 수 있음을 보여주고 있다. 또한 외국인투자 증가는 최근 소버린과 (주)SK, 칼 아이칸과 KT&G 간의 경영권 분쟁 사례에서도 알 수 있듯이 국내 시장에 지배구조 경쟁시스템을 확립함으로써 전반적인 지배구조 개선을 도모하는 데에 기여할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 박경서(2005), “외국인 투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향”, 2005 CGS 연구지원 세미나 발표 논문.
- 박영석, 이재현(2006), “기업지배구조 개선이 기업 가치 증가에 미치는 영향과 경로에 관한 연구: 모니터링 효과와 기업지배구조펀드 종목선정에 관하여”, *기업지배구조 리뷰* 제24권, pp. 10-27.
- 신현한, 이상철, 장진호(2004), “외부감시주체와 기업가치”, *재무연구* 17권 1호, pp. 41-72.
- Bekaert and Harvey (2000), “Foreign speculators and emerging equity markets”, *Journal of Finance* 55, pp. 565-613.
- Black, B., H. Jang, and W. Kim (2005), “Does corporate governance predict firms’ market values? Evidence from Korea”, working paper.
- 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.
- Durnev and E.H. Kim (2004), “To steal or Not steal: firm attributes, legal environment, and valuation”, working paper.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick (2003), “Corporate governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics* 118, pp. 107-115.
- Jensen, M. (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate governance and takeovers”, *American Economic Review* 76, pp. 323-329.

- 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.
- Joh, S. (2003), "Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis", *Journal of Financial Economics* 68, pp. 287-322.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics* 58, pp. 3-28.
- Lemmon and Lins (2003), "Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis", *Journal of Finance* 58, pp. 1445-1468.

Foreign Ownership and Corporate Governance

Dosoung Choi*

Jong Ha Lim**

This paper examines whether an increase in foreign ownership improves the quality of corporate governance. Using the survey data on corporate governance compiled by Korea Corporate Governance Service (KCGS) for 2003 and 2004, we computed a composite score of corporate governance (CGI) for each corporation listed on the Korea Exchange. We find evidence that the CGI variable is positively related to an increase in foreign equity ownership, suggesting that foreign investors exerted positive influence on the improvement of corporate governance of the listed corporations in Korea. Especially, such dimensions as Shareholder Rights, Board of Directors, and Disclosure/Transparency are more positively related to the change in foreign equity ownership. The estimation results based on simultaneous equation models show that corporations with high CGI do not necessarily have high foreign ownership, suggesting that increases in foreign ownership brings forth improvement of corporate governance, not the reverse.

Keywords: corporate governance, foreign ownership, shareholder rights, board of directors, disclosure, transparency

*Professor of Finance, College of Business Administration, Seoul National University

**Ph.D. candidate, Fisher School of Business, Ohio State University

