

# 대주주 기관투자자의 이질적 특성과 기업의 투자-현금흐름민감도\*

문승진\*\* · 김병곤\*\*\*

## 〈요 약〉

본 연구에서는 한국 상장기업을 대상으로 대주주 기관투자자의 이질적 특성이 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석하였다. 분석기간은 금융위기 이후기간인 2010년부터 2021년까지이다. 표본으로는 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 총 20,845개(기업-연도) 기업을 사용하였다. 분석을 위해 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고, 패널자료 회귀분석법을 사용하여 분석하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 기업의 투자-현금흐름민감도는 낮아진다는 것을 확인하였다. 대규모 지분을 보유하는 기관투자자가 외부 주주로 존재하는 경우에는 기업의 대리인문제와 정보불균형문제가 완화되어 외부자금조달 환경이 개선됨으로써 내부자금에 대한 의존도가 감소되는 것으로 이해할 수 있었다.

둘째, 대주주 기관투자자의 이질적 특성이 기업의 투자-현금흐름민감도에 영향을 미친다는 것을 확인하였다. 독립 대주주 기관투자자, 해외 대주주 기관투자자, 장기 대주주 기관투자자는 기업의 투자-현금흐름민감도를 낮추는 것으로 나타났다. 회색 대주주 기관투자자, 국내 대주주 기관투자자, 단기 대주주 기관투자자의 경우에는 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 확인할 수 없었다. 대주주 기관투자자가 독립적이고, 해외 기관투자자일수록, 투자기간이 길수록 기업의 정보비대칭문제와 대리인문제를 완화시키는 효과가 크고, 이는 외부자금조달 환경을 개선시켜 기업의 투자-현금흐름민감도가 낮아지는 것으로 이해할 수 있었다.

주제어 : 대주주 기관투자자, 기업투자, 투자-현금흐름민감도, 정보비대칭문제, 대리인문제

논문접수일 : 2023년 02월 09일 논문수정일 : 2023년 02월 23일 논문게재확정일 : 2023년 02월 24일

\* 논문의 심사과정에 유익한 논평을 해주신 익명의 심사위원께 감사드립니다.

\*\* 제1저자, 창원대학교 대학원 경영학과 박사과정, E-mail: msj9456@changwon.ac.kr

\*\*\* 교신저자, 창원대학교 경영대학 경영학과 교수, E-mail: bgkim@changwon.ac.kr

## I. 서 론

최근 기업의 투자와 현금흐름의 관계를 설명하는 투자-현금흐름민감도에 관한 연구가 활발하게 이루어지고 있다. 이러한 투자-현금흐름민감도에 대한 연구는 재무제약뿐만 아니라 소유·지배구조 등 기업의 다양한 특성을 반영하는 방향으로 연구가 진행되고 있다(Jensen and Meckling, 1976; Myers, 1977; Myers and Majluf, 1984; Hoshi et al., 1991; Kaplan and Zingales, 1997; Cleary, 1999; Almeida et al., 2004; Agca and Mozumdar, 2008; Pindado et al., 2011; Francis et al., 2013; Larkin et al., 2018; Sprenger and Lazareva, 2022; Wang, 2022).

정보비대칭이론(information asymmetry theory)에 따르면, 경영진과 주주 사이에 정보 차이가 있기 때문에 내부자금과 외부자금 조달 과정에 비용 차이가 발생할 수 있다. 즉 외부자금 조달비용이 내부자금 조달비용 보다 더 높아지게 된다. 그로 인해 기업은 투자자금을 외부자금에서 조달하는 것보다 내부자금을 활용하는 것이 더 유리하기 때문에 내부자금에 대한 의존성이 커지게 된다(Myers and Majluf, 1984).

한편 대리인이론(agency theory)에 따르면, 기업에서 내부현금흐름이 확대되어 잉여현금흐름이 발생하면 경영진은 과잉투자 할 유인이 증가할 수 있다. 이로 인해 대리인문제가 심각한 기업에서는 투자가 내부현금흐름에 의해 영향을 많이 받을 수 있다(Jensen and Meckling, 1976).

이러한 이론적 배경을 토대로 최근 기업의 소유구조와 지배구조 특성을 반영하는 투자-현금흐름민감도에 관한 연구가 활발히 진행되고 있다(Goergen and Rennboog, 2001; Agca and Mozumdar, 2008; Pindado et al., 2011; Attig et al., 2012; Francis et al., 2013; Sprenger and Lazareva, 2022; 태정현, 2011; 김명애 외 2인, 2017; 정민규 외 2인, 2022). 본 연구는 이러한 소유구조와 투자-현금흐름민감도 간의 관계를 밝히는 연구의 일환으로 대규모 지분을 보유한 대주주 기관투자자(institutional blockholders)의 이질적 특성(heterogeneous characteristics)이 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석한다.

기관투자자는 개인투자자보다 보유 지분이 많고, 기업가치 증대로 인한 이익에 더 민감할 수 있다. 따라서 기업투자나 경영활동의 감시, 기업지배구조 개선 등에서 의미 있는 역할을 하고자 하는 유인이 클 수 있다(최문희, 2008). 이로 인해 기업에 주주로서 대규모 지분을 보유한 대주주 기관투자자가 존재하는 경우에는 정보비대칭비용과 대리인비용이 낮아져 투자-현금흐름민감도에 영향을 줄 수 있다(Agca and Mozumdar, 2008).

국내에서도 기업재무분야에서 기관투자자와 관련된 연구가 꾸준히 진행되고 있지만

대부분이 기업가치와의 연관성에 초점이 맞추어져 있고(김성우 외 2인, 2012; 이상철, 이수준, 2016; 이형철, 2016; 이상철, 이윤근, 2018; 전찬구, 최향미, 2020; 송찬영, 박세열, 2022), 투자-현금흐름민감도와 연계한 연구는 미미한 실정이다. 또한 해외에서 진행된 기관투자자와 투자-현금흐름민감도에 관한 연구는 기관투자자의 지분율만 활용하거나 투자기간만 반영한 경우가 다수이다(Goergen and Rennboog, 2001; Agca and Mozumdar, 2008; Attig et al., 2012).

본 연구에서는 기업의 소유구조와 투자-현금흐름민감도에 관한 연구흐름에서 대주주 기관투자자의 이질적 특성을 반영시켜 분석하고자 한다. 즉 특정기업에 주주로 존재하는 기관투자자들 중에서 기업경영에 실질적으로 영향을 미칠 수 있는 대주주 기관투자자를 분류하고, 대주주 기관투자자가 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석한다. 이때 대주주 기관투자자를 독립 대주주 기관투자자와 회색 대주주 기관투자자, 국내 대주주 기관투자자와 해외 대주주 기관투자자, 장기 대주주 기관투자자와 단기 대주주 기관투자자 등으로 특성을 세분화하여 분석한다.<sup>1)</sup> 이러한 연구는 대주주 기관투자자의 이질적 특성을 투자-현금흐름민감도와 연계시켜 분석한다는 점에서 의의가 있을 것으로 생각한다.

표본자료는 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 총 20,845개(기업-연도) 기업이다. 분석기간은 금융위기 이후기간인 2010년부터 2021년까지이다. 분석을 위해 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고, 패널자료회귀분석법을 사용하여 분석한다.

## II. 이론적 배경 및 가설설정

현실의 자본시장은 불완전하고, 자금조달 과정에서 정보비대칭문제와 대리인문제가 발생할 수 있다. 따라서 기업은 내부자금을 활용할 때 보다 외부에서 자금을 조달할 때 더 많은 비용이 발생할 수 있다(Jensen and Meckling, 1976; Myers and Majluf, 1984). 그로인해 기업은 투자자금 조달에 있어 내부현금흐름에 대한 의존성을 높일 가능성이 커지고, 이는 투자-현금흐름민감도를 높이게 된다(Kaplan and Zingales, 1997).

정보비대칭문제와 대리인문제로 인해 발생하는 기업의 자금조달문제를 감소시키기 위해서는 외부주주의 역할이 중요하다(Jara-Bertin et al., 2008; Sacristan et al., 2015; Pombo and Taborda., 2017). 특히 개인투자자에 비해 보유 지분 규모가 크고, 정보수집 능력에서

1) 본 연구에서 회색 기관투자자(grey institutional investors)는 기업과의 업무연계성 등으로 경영자의 경영활동에 우호적인 입장을 보이거나 기업경영 의사결정에 중립적인 입장을 취하는 경향이 큰 기관투자자를 말한다.

우위에 있기 때문에 경영자 감시나 경영활동에 대한 영향력 행사 유인이 큰 기관투자자의 역할이 크다고 할 수 있다(Shleifer and Vishny, 1986).

기관투자자의 경영감시유인은 기업이 자금조달을 하는데 있어 정보비대칭문제와 대리인 문제를 완화시키는데 도움을 줄 수 있다(Attig et al., 2012; 이상철, 이수준, 2016; 최향미, 김소형, 2018). 기관투자자의 경영감시기능이 효율적으로 작동된다면 자본시장에서는 불완전성이 완화되고, 기업에서는 외부자금 조달비용과 내부자금 조달비용 간에 차이가 감소되는 효과가 나타날 수 있다. 특히 대규모 지분을 보유한 기관투자자가 기업의 외부 대주주로써 경영감시기능을 효율적으로 수행하는 경우에는 그 효과는 더 크게 나타날 수 있다. 이러한 메커니즘이 작동된다면 기업은 투자자금 조달에 있어 내부자금에 대한 의존성이 감소되어 투자-현금흐름민감도는 낮아지게 된다.

이와 같은 이론적 관계가 성립한다면, 대주주 기관투자자 지분율과 투자-현금흐름민감도 간에는 부(-)의 영향관계로 나타날 수 있다. 이러한 이론적인 관계가 한국 기업에도 존재하는지 확인하기 위하여 가설 1을 설정하고 검증한다.

가설 1: 기업에서 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 투자-현금흐름민감도는 낮아진다.

대주주 기관투자자가 기업의 투자-현금흐름민감도에 영향을 준다고 하더라도 기관투자자의 특성에 따라서 그 영향관계가 다를 수 있다. 기관투자자마다 투자목적이나 투자방식이 다르고, 경영감시 유인도 다르기 때문에 정보비대칭문제와 대리인문제 완화 정도에도 차이가 있을 수 있다.

먼저 대주주 기관투자자의 독립성에 따라 영향관계가 달라질 수 있다. 대주주 기관투자자가 지배주주와 독립적이지 않다면 이해상충 문제로 인해 기업 감시에 대한 제약이 생길 수 있다(박상수, 2005). 지배주주와 이해관계가 없는 독립적인 기관투자자는 기업가치 증대를 위한 기업경영활동의 감시, 주주가치 증대를 위한 의결권 행사에 대한 유인이 클 것이다(Maug, 1998; Cornett et al., 2007). 그렇지만 기업과 기관투자자의 이해가 서로 연계되어 있거나 기업경영활동에 대한 감시 유인이 작은 회색 기관투자자의 경우에는 기업가치 제고에 기여하지 못할 수도 있다(De-La-Hoz and Pombo, 2016). 대표적인 회색 기관투자자인 은행과 보험회사 등과 같은 기관투자자의 경우에는 이미 기업과 거래관계를 맺고 있거나 거래관계를 형성할 가능성이 존재하기 때문에 경영감시에 대한 유인이 작아질 수 있다(Brickley et al., 1988). 은행의 경우 대출 고객인 기업의 주식을 보유하고 있을 수 있고,

장래의 고객을 잃지 않기 위해 경영감시 보다는 기업과의 우호적인 관계 유지에 더 관심을 가질 수 있다. 보험회사의 경우도 기업이 대표적인 주요 고객이므로 영업상의 불이익을 고려하여 경영감시에 대해서는 소극적일 수 있다(김택주, 2014).

국내 대주주 기관투자자와 해외 대주주 기관투자자 여부에 의해서도 영향관계가 다르게 나타날 수 있다. 뮤추얼펀드(mutual fund), 투자전문회사(investment advisor firms) 등과 같이 투자를 주목적으로 하는 기관투자자를 제외하면 은행, 보험, 증권사와 같은 많은 국내 기관투자자들은 기업과 거래 파트너 관계를 맺고 있는 경우가 많아 기업과 독립적인 위치에서 경영감시를 하는 데는 제약을 받는 경우가 많다. 반면에 해외 기관투자자의 경우는 기업의 이해관계로부터 자유로운 위치에 있는 경우가 많아 주주가치 제고를 위한 경영감시 유인이 크게 나타날 수 있다.

또한 한국과 같이 기업 경영활동의 감시나 사회적 책임에 대한 제도적인 장치가 충분하지 않은 국가(Coffee, 2001; Oh et al., 2011; Kim and Lee, 2018)에서는 국내 기관투자자에 비해 외국인 기관투자자가 정보 수집 및 분석에 대한 유인 크고, 기업경영에 대해 감시하고자 하는 유인도 강해지는 경향이 있다(Khanna and Palepu, 2000). 기업에 대한 경영감시로 발생하는 보상이 국내 기관투자자들보다 더 클 수 있기 때문이다.

따라서 기업에 있어 국내 기관투자자 보다는 해외 기관투자자가 외부대주주로 존재하는 경우에 기업의 정보비대칭문제와 대리인문제가 완화되는 효과가 더 크게 나타날 수 있다.

대주주 기관투자자의 투자기간도 투자-현금흐름민감도에 영향을 줄 수 있다. 단기 기관투자자는 중·단기적 수익률에 초점을 맞추고 있어 기업지배구조 개선 등을 통한 장기적인 기업가치 제고가 아닌 배당 확대 등 단기적인 사적 이익 추구 유인이 커질 수 있다.

장기 기관투자자들은 기업과 관계투자(relationship investing)를 통해 장기 파트너십을 형성하여 장기적인 기업가치 증대에 집중하는 경향이 있다(Atting et al., 2012). 또한 장기 투자를 하는 기관투자자는 기업의 투명성을 높이고 외부자금조달 비용을 절감시키는 효과를 줄 수 있다(Elyasiani and Jia, 2010). 그리고 기관투자자의 투자기간이 길어질수록 모니터링 비용이 감소하고, 모니터링 효익이 증가하여 경영자 감시에 대한 유인이 더 커질 수 있다(Chen et al., 2007; 이상철, 이윤근, 2018).

그렇지만 한편으로는 기관투자자의 투자기간이 길어지면 비즈니스 관계가 형성되어 경영감시에 대한 유인이 낮아지고, 오히려 투자 기간이 짧을 때 단기실적을 위한 경영감시에 대한 유인이 커질 수도 있다(송찬영, 박세열, 2022).

이와 같이 대주주 기관투자자의 독립성 여부, 국내 혹은 해외 기관투자자 여부, 장기 혹은 단기 기관투자자 여부 등에 따라서 기관투자자가 기업의 경영활동에 미치는 영향에

차이가 있기 때문에 대주주 기관투자자의 지분율과 투자-현금흐름민감도 간의 관계에도 차이가 발생할 수 있다. 즉 독립 대주주 기관투자자, 해외 대주주 기관투자자, 장기 대주주 기관투자자의 지분율이 높을 때는 투자-현금흐름민감도가 낮아질 수 있다. 그렇지만 회색 대주주 기관투자자, 국내 대주주 기관투자자, 단기 대주주 기관투자자의 지분율이 높은 경우에는 기업의 투자-현금흐름민감도에 영향을 미치지 않을 수도 있다.

이러한 이론적인 관계가 한국 기업에 존재하는지 확인하기 위하여 가설 2~가설 4를 설정하고 검증한다.

가설 2: 독립적인 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 기업의 투자-현금흐름 민감도는 낮아진다.

가설 3: 해외 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 기업의 투자-현금흐름민감도는 낮아진다.

가설 4: 장기 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 기업의 투자-현금흐름민감도는 낮아진다.

### Ⅲ. 실증분석의 설계

#### 1. 분석대상 기간과 표본기업의 선정

본 연구의 분석기간은 금융위기 이후기간인 2010년부터 2021년까지이다. 표본대상 기업은 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 비금융업종 기업으로 총 20,845개(기업-연도) 기업이다.

분석자료는 한국상장회사협의회 TS2000, 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE, 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에서 제공하는 개별기업의 사업보고서 등에서 수집하였다. 극단치로 인한 분석결과 왜곡을 방지하기 위하여 본 연구에 사용된 각 변수들에 대해 상하 1%에서 윈저라이징(winsorizing)방법으로 조정하였다. 분석을 위한 통계패키지는 STATA 17.0을 사용하였다.

#### 2. 분석대상변수의 측정

##### 1) 투자변수

본 연구의 종속변수인 투자변수(*Invest*)는 Lewellen and Badrinath(1997)의 방법을

사용하여 측정한다. 비유동자산의 증가분과 감가상각비를 더한 값을 기업의 총자산으로 나누어 계산한다( $=$ (당해년도 비유동자산-전년도 비유동자산+감가상각비)/총자산).

## 2) 현금흐름변수

본 연구에서 현금흐름은 당해기업이 자체적으로 창출하는 현금흐름을 의미한다. 기업의 다른 조건과 상황들이 동일하다고 가정한다면 자체 현금흐름이 많이 창출될수록 기업의 투자가 증가할 것으로 예상할 수 있다(Fazzari et al., 1988). 본 연구에서 현금흐름변수(*OwnCF*)는 영업이익과 감가상각비를 합하고 총자산으로 나누어 계산한다( $=$ (영업이익+감가상각비)/총자산). 현금흐름변수(*OwnCF*)의 회귀계수가 투자-현금흐름민감도를 나타낸다.

## 3) 대주주 기관투자자변수

대주주 기관투자자의 영향을 확인하기 위하여 대주주 기관투자자변수(*IO*)를 사용한다. 본 연구에서 분석대상이 되는 대주주 기관투자자는 개별기업에 대해 지분을 5% 이상 보유하고 있는 기관투자자이다. 지분을 5% 이상 소유한 기관투자자는 개별기업에서 주요 주주에 해당하고, 경영의사결정에 실질적으로 영향을 미칠 수 있는 대규모 지분을 소유한 외부 대주주라고 할 수 있다.<sup>2)</sup> 대주주 기관투자자변수(*IO*)는 특정기업의 지분을 5% 이상 보유한 대주주 기관투자자의 지분율을 모두 합하여 측정한다.

본 연구에서는 대주주 기관투자자의 이질적 특성을 고려하여 분석하기 때문에 대주주 기관투자자의 특성을 다음과 같은 변수로 구분하여 사용한다. 즉 독립 대주주 기관투자자변수(*IndIO*)와 회색 대주주 기관투자자변수(*GreyIO*), 국내 대주주 기관투자자변수(*DomIO*)와 해외 대주주 기관투자자변수(*ForIO*), 장기 대주주 기관투자자변수(*LongIO*)와 단기 대주주 기관투자자변수(*ShortIO*) 등이다.

독립 대주주 기관투자자변수(*IndIO*)와 회색 대주주 기관투자자변수(*GreyIO*)는 Alvarez et al.(2018)이 제시한 방법에 따라 측정한다. 독립 대주주 기관투자자변수(*IndIO*)는 특정기업에서 지분율을 5% 이상 보유한 뮤추얼펀드와 투자전문회사 등의 지분율을 합하여 계산한다.

2) 본 연구에서 5% 이상 지분을 소유한 기관투자자만을 대상으로 분석한 것은 경영의사결정에 실질적으로 영향을 미칠 수 있는 대규모 지분을 소유한 주요 주주이기 때문이기도 하지만, 개별기업 차원에서 본 연구 목적에 맞는 기관투자자의 지분율을 확인할 수 있는 자료의 한계도 있었기 때문이다. 본 연구에서 개별기업에 투자하고 있는 기관투자자 정보는 각 기업의 사업보고서에서 수집하였는데, 사업보고서에서 제공하는 주요 주주 정보는 5% 이상 지분을 소유한 주주에 한정되어 있다.

회색 대주주 기관투자자변수(*GreyIO*)는 특정기업에 5% 이상의 지분을 가진 은행, 보험회사, 연금기금 등의 보유 지분율의 합으로 계산한다.

국내 대주주 기관투자자변수(*DomIO*)와 해외 대주주 기관투자자변수(*ForIO*)는 자본시장법에 근거하여 기관투자자를 국내 대주주 기관투자자와 해외 대주주 기관투자자로 구분하여 측정한다.<sup>3)</sup> 국내 대주주 기관투자자변수(*DomIO*)는 특정기업의 지분을 5% 이상 보유한 대주주 기관투자자 중에서 외국법인을 제외한 기관투자자의 지분율 합으로 측정한다. 해외 대주주 기관투자자변수(*ForIO*)는 특정기업의 지분율을 5% 이상인 보유한 대주주 기관투자자 중에서 외국법인의 지분율 합으로 측정한다.

장기 대주주 기관투자자변수(*LongIO*)는 특정기업의 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자 중에서 Chen et al.(2007)과 Cella(2020)의 분류기준에 따라 연속적으로 2년 이상 투자하고 있는 기관투자자의 지분율 합으로 계산한다. 단기 대주주 기관투자자변수(*ShortIO*)는 특정기업에 대한 투자기간이 1년 이하인 기관투자자의 보유 지분율 합으로 계산한다.

#### 4) 현금흐름과 대주주 기관투자자 상호작용변수

본 연구의 목적 중 하나는 대주주 기관투자자로 인해 기업의 투자-현금흐름민감도가 영향을 받는가를 확인하는 것이다. 이를 확인하기 위하여 현금흐름변수(*OwnCF*)와 대주주 기관투자자변수(*IO*)를 곱하여 만든 상호작용변수( $OwnCF \times IO$ )를 사용하여 투자-현금흐름민감도에 대한 대주주 기관투자자의 조절효과를 분석한다. 대주주 기관투자자의 경영감시 기능과 정보비대칭 완화 기능이 제대로 작동하고 있다면 현금흐름과 대주주 기관투자자 상호작용변수( $OwnCF \times IO$ )의 회귀계수는 부(-)의 값이 나타날 것으로 예상할 수 있다.

또한 기관투자자의 이질적 특성에 따라서 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향이 다른가를 확인하기 위하여 현금흐름변수와 대주주 기관투자자 특성변수의 상호작용변수( $OwnCF \times IndIO$ ,  $OwnCF \times GreyIO$ ,  $OwnCF \times DomIO$ ,  $OwnCF \times ForIO$ ,  $OwnCF \times LongIO$ ,  $OwnCF \times ShortIO$ )를 활용한다. 대주주 기관투자자의 이질적 특성에 따라서 투자-현금흐름민감도에

3) 기관투자자란 증권시장에서 대규모의 자금으로 투자활동을 하는 주체로, 일반인이나 법인, 정부로부터 자금을 모아 이를 주식과 채권 등에 전문적으로 투자하는 법인형태의 투자자를 말한다. 자본시장법 시행령(제10조 제2항)에 따르면 은행, 산업은행, 중소기업은행, 수출입은행, 농업협동조합중앙회, 수산업협동조합중앙회, 보험회사, 투자매매업자, 투자중개업자, 집합투자업자, 증권금융회사, 종합금융회사, 여신전문금융회사, 상호저축은행 및 중앙회, 산림조합중앙회, 새마을금고연합회, 한국주택금융공사, 신용보증기금, 법률에 따라 설립된 기금 및 그 기금을 관리·운용하는 법인, 법률에 따라 공제사업을 경영하는 법인, 투자회사, 투자유한회사, 투자합자회사, 투자조합, 국민연금공단, 기타 이에 준하는 외국법인 등이 여기에 속한다. 여기서 외국법인이란 외국 정부, 외국 지방자치단체, 외국 공공단체, 외국 법령에 따라 설립된 외국기업, 대통령령으로 정하는 국제기구 등이 여기에 속한다(자본시장법 제9조 제16항).

미치는 영향관계가 달라진다면 현금흐름과 대주주 기관투자자 특성 상호작용변수의 회귀계수 간( $OwnCF \times IndIO$ 와  $OwnCF \times GreyIO$ ,  $OwnCF \times DomIO$ 와  $OwnCF \times ForIO$ ,  $OwnCF \times LongIO$ 와  $OwnCF \times ShortIO$ )에 차이가 있을 것으로 예상된다.

## 5) 통제변수

본 연구에서는 기업의 투자에 영향을 줄 수 있는 기업지배구조 특성변수와 기업재무 특성변수를 통제변수로 사용한다. 통제변수로 사용된 기업지배구조변수는 이사회규모( $BoardSize$ )와 사외이사비율( $OutDirector$ )이고, 기업재무 특성변수는 토빈의  $q(Q)$ , 기업규모( $Size$ ), 레버리지비율( $Leverage$ ), 배당( $Divid$ ), 현금보유( $Cash$ ), 매출액증가율( $Grow$ )이다.

이사회규모가 클수록 경영진에 대한 감시·통제 효과가 강화되어 기업의 과소투자( $underinvestment$ )나 과잉투자( $overinvestment$ )와 같은 대리인문제를 축소시킬 수 있다(김병곤, 김동욱, 2008). 이사회규모변수( $BoardSize$ )는 개별기업 이사회 의 등기이사 수에 자연로그를 취하여 측정한다( $=\ln$  등기이사 수).

사외이사는 전문지식과 감시기능을 통해 기업의 정보비대칭문제와 대리인문제를 감소시키는 데 기여할 수 있다(Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983). 따라서 이사회에서 사외이사비율이 높으면 경영진에 대한 감시기능이 강화되어 과소투자와 과잉투자문제가 완화될 수 있다. 사외이사비율변수( $OutDirector$ )는 기업의 등기이사 중에서 사외이사가 차지하는 비중으로 측정한다( $=$ 사외이사 수/등기이사 수).

토빈의  $q(Q)$ 는 투자기회의 대용변수로 사용된다. 투자기회가 많은 기업은 투자가 증가할 것으로 예상할 수 있다. 토빈의  $q(Q)$ 는 자기자본의 시장가치와 부채의 장부가치를 합한 값을 총자산으로 나눠서 계산한다( $=$ 자기자본의 시장가치+부채의 장부가치/총자산). 자기자본의 시장가치는 시가총액으로 측정한다.

기업규모가 큰 기업은 규모가 작은 기업에 비해 재무제약의 위험이 작고, 금융시장을 통한 자금조달에 우위적인 위치에 있는 것이 일반적이다. 따라서 기업규모가 큰 기업은 투자를 위한 자금조달이 용이해져 규모가 작은 기업에 비해 더 많은 투자를 할 수 있다. 기업규모변수( $Size$ )는 기업의 매출액에 자연로그( $\ln$  매출액)를 취하여 측정한다.

레버리지비율이 높은 기업은 부채에 대한 원금상환 압박과 이자지급에 대한 부담이 증가할 수 있다. 따라서 레버리지비율이 높은 기업은 재무제약의 위험이 높고 투자에 대한 부담이 커져 투자가 감소할 수 있다. 레버리지비율변수( $Leverage$ )는 총자산에서 부채가 차지하는 비중으로 측정한다( $=$ 부채/총자산).

배당성향이 높은 기업은 배당성향이 낮은 기업에 비해 투자에 가용할 수 있는 내부자금이

줄어들 수 있다. 따라서 기업의 배당지급은 투자에 부(-)의 영향을 줄 수 있다. 배당변수 (*Divid*)는 기업의 현금배당액을 총자산으로 나누어 측정한다(=현금배당액/총자산).

기업의 현금보유정책에 따라 기업의 투자는 영향을 받을 수 있다. 투자기회에 대한 즉각적인

<표 1> 분석대상변수 및 측정방법

| 구분             | 변수명                                                                                                                                                                                                              | 측정방법                                             |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| 종속<br>변수       | 투자( <i>Invest</i> )                                                                                                                                                                                              | [(당해 연도 비유동자산-전년도 비유동자산)+감가상각비]/총자산              |
|                | 현금흐름( <i>OwnCF</i> )                                                                                                                                                                                             | (영업이익+감가상각비)/총자산                                 |
| 설명<br>변수       | 대주주 기관투자자( <i>IO</i> )                                                                                                                                                                                           | 특정기업 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자의 지분을 합                  |
|                | 독립 대주주 기관투자자( <i>IndIO</i> )                                                                                                                                                                                     | 특정기업 지분을 5% 이상 보유한 뮤추얼 펀드와 투자전문회사 등의 지분을 합       |
|                | 회색 대주주 기관투자자( <i>GreyIO</i> )                                                                                                                                                                                    | 특정기업 지분을 5% 이상 보유한 은행, 보험회사, 연금기금 등의 지분을 합       |
|                | 국내 대주주 기관투자자( <i>DomIO</i> )                                                                                                                                                                                     | 특정기업 지분을 5% 이상 보유한 국내법인 기관투자자의 지분을 합             |
|                | 해외 대주주 기관투자자( <i>ForIO</i> )                                                                                                                                                                                     | 특정기업 지분을 5% 이상 보유한 외국법인 기관투자자의 지분을 합             |
|                | 장기 대주주 기관투자자( <i>LongIO</i> )                                                                                                                                                                                    | 특정기업에 2년 이상 연속적으로 5% 이상 지분을 보유하고 있는 기관투자자의 지분을 합 |
|                | 단기 대주주 기관투자자( <i>ShortIO</i> )                                                                                                                                                                                   | 특정기업에 1년 이하의 기간 동안 5% 이상 지분을 보유한 기관투자자의 지분을 합    |
|                | 현금흐름과 대주주 기관투자자의 상호작용( <i>OwnCF</i> × <i>IO</i> )                                                                                                                                                                | 현금흐름×대주주 기관투자자                                   |
| 상호<br>작용<br>변수 | 현금흐름과 대주주 기관투자자 특성 상호작용( <i>OwnCF</i> × <i>IndIO</i> , <i>OwnCF</i> × <i>GreyIO</i> , <i>OwnCF</i> × <i>DomIO</i> , <i>OwnCF</i> × <i>ForIO</i> , <i>OwnCF</i> × <i>LongIO</i> , <i>OwnCF</i> × <i>ShortIO</i> ) | 현금흐름×대주주 기관투자자 특성 (독립과 회색, 국내와 해외, 장기와 단기)       |
|                | 이사회규모( <i>BoardSize</i> )                                                                                                                                                                                        | ln(등기이사 수)                                       |
| 통제<br>변수       | 사외이사비율( <i>OutDirector</i> )                                                                                                                                                                                     | 사외이사 수/등기이사 수                                    |
|                | 토빈의 q( <i>Q</i> )                                                                                                                                                                                                | (자기자본의 시장가치+총부채)/총자산                             |
|                | 기업규모( <i>Size</i> )                                                                                                                                                                                              | ln(매출액)                                          |
|                | 레버리지비율( <i>Leverage</i> )                                                                                                                                                                                        | 부채/총자산                                           |
|                | 배당( <i>Divid</i> )                                                                                                                                                                                               | 현금배당액/총자산                                        |
|                | 현금보유( <i>Cash</i> )                                                                                                                                                                                              | 현금 및 현금성자산/총자산                                   |
|                | 매출액증가율( <i>Grow</i> )                                                                                                                                                                                            | (당해년도 매출액-전년도 매출액)/전년도 매출액                       |

반응을 위해 높은 현금보유정책을 채택하고 있는 기업의 경우에는 현금보유가 투자에 정(+)의 영향을 줄 수 있다. 반면에 기업의 유동성 확보, 위험대비와 같은 이유로 높은 현금보유정책을 시행하고 있는 기업의 경우에는 현금보유가 증가하면 기업투자가 감소하는 부(-)의 영향 관계를 가질 수 있다. 현금보유변수(*Cash*)는 기업의 현금과 현금성자산의 합을 총자산으로 나눠서 계산한다(=현금 및 현금성자산/총자산).

성장성이 높은 기업은 투자를 활발하게 할 가능성이 높다. 선행연구에 따르면 자산이나 매출의 성장률이 높으면 투자가 증가하는 정(+)의 영향관계가 있다고 하였다(Shin and Stulz, 1998; Duchin, 2010). 본 연구는 매출액증가율을 성장성의 대용지표로 사용한다. 매출액증가율변수(*Grow*)는 당해년도 매출액 증가분을 전년도 매출액으로 나눠서 측정한다(=(당해년도 매출액-전년도 매출액)/전년도 매출액).

### 3. 실증분석 모형

대주주 기관투자자가 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석하기 위하여 식 (1)을 본 연구의 분석모형으로 설정한다. 종속변수는 투자변수(*Invest*)이고, 설명변수는 현금흐름 변수(*OwnCF*)와 대주주 기관투자자변수(*IO*), 현금흐름과 대주주 기관투자자의 상호작용 변수(*OwnCF*×*IO*)이다. 현금흐름과 대주주 기관투자자의 상호작용변수(*OwnCF*×*IO*)는 대주주 기관투자자의 존재가 투자-현금흐름민감도에 조절효과를 갖는가를 확인하기 위한 변수이다. 통제변수로는 기업의 지배구조와 관련된 이사회규모(*BoardSize*)와 사외이사 비율(*OutDirector*)이 포함되고, 기업재무 특성을 통제하는 변수로 토빈의 *q*(*Q*)와 기업규모(*Size*), 레버리지비율(*Leverage*), 배당(*Divid*), 현금보유(*Cash*), 매출액증가율(*Grow*)이 포함된다.

식 (1)에서 현금흐름변수(*OwnCF*)의 회귀계수  $\beta_1$ 은 기업의 투자-현금흐름민감도를 나타낸다. 회귀계수  $\beta_1$ 이 유의한 정(+)의 값을 나타낸다면, 투자는 기업에서 창출되는 현금흐름에 민감하게 반응하는 것으로 해석할 수 있다. 즉 기업 내에서 창출되는 현금흐름이 증가하면 기업의 투자도 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

식 (1)에서 대주주 기관투자자변수(*IO*)의 회귀계수  $\beta_2$ 는 대규모 지분을 보유한 대주주 기관투자자가 기업투자에 미치는 영향을 나타낸다. 만약 대주주 기관투자자변수(*IO*)의 회귀계수  $\beta_2$ 가 유의한 정(+) 또는 부(-)의 값을 나타낸다면 대규모 지분을 보유한 대주주 기관투자자는 기업투자를 증가 또는 감소시키는 유인을 갖는 것으로 해석할 수 있다.

식 (1)에서 현금흐름과 대주주 기관투자자의 상호작용변수(*OwnCF*×*IO*)의 회귀계수  $\beta_3$ 는

기업의 투자-현금흐름민감도가 대주주 기관투자자에 의해 영향을 받는가를 확인하기 위한 변수이다. 상호작용변수( $OwnCF \times IO$ )의 회귀계수  $\beta_3$ 가 유의한 정(+) 또는 부(-)의 값을 나타낸다면 투자-현금흐름민감도는 대주주 기관투자자의 지분율에 의해 영향을 받는다고 해석할 수 있다. 즉 대규모 지분을 보유한 대주주 기관투자자는 기업의 투자-현금흐름민감도를 조절하는 효과를 갖는 것으로 해석할 수 있다.

식 (1)에서 현금흐름변수( $OwnCF$ )의 회귀계수  $\beta_1$ 이 유의한 정(+)의 값을 나타내고, 상호작용변수( $OwnCF \times IO$ )의 회귀계수  $\beta_3$ 가 유의한 부(-)의 값이 나타낸다면 가설 1이 지지되는 것으로 해석할 수 있다. 회귀계수  $\beta_1$ 이 유의한 정(+)의 값을 나타낸다면 기업의 투자는 현금흐름에 민감하게 반응한다고 해석할 수 있고, 동시에 회귀계수  $\beta_3$ 가 유의한 부(-)의 값을 갖는다는 것은 대규모 지분을 보유한 대주주 기관투자자의 지분율이 증가하면 투자-현금흐름민감도가 감소한다는 것을 의미하기 때문이다.

한편 식 (1)에서 대주주 기관투자자변수( $IO$ ) 대신에 대주주 기관투자자의 특성을 나타내는 독립 대주주 기관투자자( $IndIO$ ), 회색 대주주 기관투자자( $GreyIO$ ), 국내 대주주 기관투자자( $DomIO$ ), 해외 대주주 기관투자자( $ForIO$ ), 장기 대주주 기관투자자( $LongIO$ ), 단기 대주주 기관투자자( $ShortIO$ ) 변수를 각각 사용하여 분석하는 경우에는 대주주 기관투자자의 이질적 특성이 기업투자에 미치는 영향을 확인할 수 있다. 이때 회귀계수  $\beta_2$ 가 유의한 정(+) 또는 부(-)의 값을 나타낸다면 대주주 기관투자자의 각각의 특성은 기업투자를 증가 또는 감소시키는 유인을 갖는 것으로 해석할 수 있다.

여기서 현금흐름과 대주주 기관투자자 특성 상호작용변수( $OwnCF \times IndIO$ ,  $OwnCF \times GreyIO$ ,  $OwnCF \times DomIO$ ,  $OwnCF \times ForIO$ ,  $OwnCF \times LongIO$ ,  $OwnCF \times ShortIO$ )의 회귀계수  $\beta_3$ 는 대주주 기관투자자의 특성이 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 나타낸다. 상호작용변수의 회귀계수  $\beta_3$ 가 각각 유의한 정(+) 또는 부(-)의 값을 나타낸다면 대주주 기관투자자의 특성이 기업의 투자-현금흐름민감도에 영향을 미친다고 해석할 수 있다. 즉 대주주 기관투자자의 각각의 특성은 기업의 투자-현금흐름민감도를 조절하는 효과를 갖는 것으로 해석할 수 있다.

또한 현금흐름변수( $OwnCF$ )의 회귀계수  $\beta_1$ 이 유의한 정(+)의 값을 나타내고,  $OwnCF \times IndIO$ ,  $OwnCF \times ForIO$ ,  $OwnCF \times LongIO$  상호작용변수의 회귀계수  $\beta_3$ 가 각각  $OwnCF \times GreyIO$ ,  $OwnCF \times DomIO$ ,  $OwnCF \times ShortIO$  상호작용변수의 회귀계수  $\beta_3$ 와 차별적으로 유의한 부(-)의 값을 나타낸다면 가설 2~가설 4가 지지되는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 대주주 기관투자자의 이질적 특성에 따라 정보비대칭문제와 대리인문제의 완화 효과에

차이가 있고, 그로 인해 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향도 달라진다고 해석할 수 있다.

$$\begin{aligned} Invest_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 OwnCF_{it} + \beta_2 IO_{it} + \beta_3 OwnCF_{it} \times IO_{it} + \psi_1 BoardSize_{it} \\ & + \psi_2 OutDirector_{it} + \psi_3 Q_{it} + \psi_4 Size_{it} + \psi_5 Leverage_{it} + \psi_6 Divid_{it} \\ & + \psi_7 Cash_{it} + \psi_8 Grow_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

단, *Invest*: {(당해 연도 비유동자산-전년도 비유동자산)+감가상각비}/총자산

*OwnCF*: (영업이익+감가상각비)/총자산

*IO*: 특정기업 보유 지분율이 5% 이상인 기관투자자 지분율의 합

*IndIO*: 특정기업 보유 지분율이 5% 이상인 독립기관투자자 지분율의 합

*GreyIO*: 특정기업 보유 지분율이 5% 이상인 회색기관투자자 지분율의 합

*DomIO*: 특정기업 보유 지분율이 5% 이상인 국내기관투자자 지분율의 합

*ForIO*: 특정기업 보유 지분율이 5% 이상인 해외기관투자자 지분율의 합

*LongIO*: 특정기업 지분 5% 이상 2년 연속 보유 기관투자자 지분율의 합

*ShortIO*: 특정기업 지분 5% 이상 1년 이하 보유 기관투자자 지분율의 합

*OwnCF×IO*: 현금흐름×대주주 기관투자자

*OwnCF×IndIO*: 현금흐름×독립 대주주 기관투자자

*OwnCF×GreyIO*: 현금흐름×회색 대주주 기관투자자

*OwnCF×DomIO*: 현금흐름×국내 대주주 기관투자자

*OwnCF×ForIO*: 현금흐름×해외 대주주 기관투자자

*OwnCF×LongIO*: 현금흐름×장기 대주주 기관투자자

*OwnCF×ShortIO*: 현금흐름×단기 대주주 기관투자자

*BoardSize*: ln(등기이사 수)

*OutDirector*: 사외이사 수/등기이사 수

*Q*: (자기자본의 시장가치+총부채)/총자산

*Size*: ln(매출액)

*Leverage*: 부채/총자산

*Divid*: 현금배당액/총자산

*Cash*: 현금 및 현금성자산/총자산

*Grow*: (당해년도 매출액-전년도 매출액)/전년도 매출액

IV. 실증분석결과

1. 각 변수의 기술통계량

<표 2>는 분석에 사용된 각 변수의 기술통계량을 나타낸 것이다. 종속변수인 투자변수

<표 2> 각 변수의 기술통계량

이 표는 각 변수들의 기술통계량을 나타낸 것임. 전체 표본의 수는 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 총 20,845개(기업-연도)임.  $Invest$ =(당해년도 비유동자산-전년도 비유동자산+감가상각비)/총자산,  $OwnCF$ =(영업이익+감가상각비)/총자산,  $IO$ =특정기업 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자의 지분을 합,  $IndIO$ =특정기업 지분을 5% 이상 보유한 독립 대주주 기관투자자의 지분을 합,  $GreyIO$ =특정기업 지분을 5% 이상 보유한 회색 대주주 기관투자자의 지분을 합,  $DomIO$ =특정기업 지분을 5% 이상 보유한 국내 대주주 기관투자자의 지분을 합,  $ForIO$ =특정기업 지분을 5% 이상 보유한 해외 대주주 기관투자자의 지분을 합,  $LongIO$ =특정기업 지분을 5% 이상 보유한 장기 대주주 기관투자자의 지분을 합,  $ShortIO$ =특정기업 지분을 5% 이상 보유한 단기 대주주 기관투자자의 지분을 합,  $OwnCF \times IO$ =현금흐름  $\times$  대주주 기관투자자,  $OwnCF \times IndIO$ =현금흐름  $\times$  독립 대주주 기관투자자,  $OwnCF \times GreyIO$ =현금흐름  $\times$  회색 대주주 기관투자자,  $OwnCF \times DomIO$ =현금흐름  $\times$  국내 대주주 기관투자자,  $OwnCF \times ForIO$ =현금흐름  $\times$  해외 대주주 기관투자자,  $OwnCF \times LongIO$ =현금흐름  $\times$  장기 대주주 기관투자자,  $OwnCF \times ShortIO$ =현금흐름  $\times$  단기 대주주 기관투자자,  $BoardSize$ =등기이사 수의 자연로그 값,  $OutDirector$ =사외이사수/등기이사수,  $Q$ =(자기자본의 시장가치+총부채)/총자산,  $Size$ =매출액의 자연로그 값,  $Leverage$ =부채/자산,  $Divid$ =현금배당액/총자산.  $Cash$ =현금 및 현금성 자산/총자산,  $Grow$ =(당해연도 매출액-전년도 매출액)/전년도 매출액.

| 변수                                   | 평균      | 표준편차   | 최소      | 최대      |
|--------------------------------------|---------|--------|---------|---------|
| <i>Invest</i>                        | 0.0457  | 0.1311 | -0.5305 | 0.4545  |
| <i>OwnCF</i>                         | 0.0448  | 0.0854 | -0.2834 | 0.2607  |
| <i>IO</i>                            | 0.0300  | 0.0594 | 0.0000  | 0.2792  |
| <i>IndIO</i>                         | 0.0178  | 0.0438 | 0.0000  | 0.2117  |
| <i>GreyIO</i>                        | 0.0113  | 0.0306 | 0.0000  | 0.1350  |
| <i>DomIO</i>                         | 0.0233  | 0.0506 | 0.0000  | 0.2470  |
| <i>ForIO</i>                         | 0.0060  | 0.0242 | 0.0000  | 0.1480  |
| <i>LongIO</i>                        | 0.0207  | 0.0490 | 0.0000  | 0.2429  |
| <i>ShortIO</i>                       | 0.0074  | 0.0257 | 0.0000  | 0.1453  |
| <i>OwnCF</i> $\times$ <i>IO</i>      | 0.0021  | 0.0058 | -0.0083 | 0.0314  |
| <i>OwnCF</i> $\times$ <i>IndIO</i>   | 0.0012  | 0.0041 | -0.0060 | 0.0233  |
| <i>OwnCF</i> $\times$ <i>GreyIO</i>  | 0.0009  | 0.0029 | 0.0000  | 0.0163  |
| <i>OwnCF</i> $\times$ <i>DomIO</i>   | 0.0016  | 0.0046 | -0.0066 | 0.0252  |
| <i>OwnCF</i> $\times$ <i>ForIO</i>   | 0.0005  | 0.0023 | 0.0000  | 0.0154  |
| <i>OwnCF</i> $\times$ <i>LongIO</i>  | 0.0015  | 0.0044 | -0.0033 | 0.0251  |
| <i>OwnCF</i> $\times$ <i>ShortIO</i> | 0.0006  | 0.0024 | 0.0000  | 0.0158  |
| <i>BoardSize</i>                     | 1.7887  | 0.2769 | 1.3863  | 2.5649  |
| <i>OutDirector</i>                   | 0.2843  | 0.1538 | 0.0000  | 0.6667  |
| <i>Q</i>                             | 2.1401  | 2.5139 | 0.4162  | 17.0472 |
| <i>Size</i>                          | 19.0078 | 1.3723 | 16.4913 | 23.6264 |
| <i>Leverage</i>                      | 0.3907  | 0.2104 | 0.0282  | 0.9444  |
| <i>Divid</i>                         | 0.0065  | 0.0100 | 0.0000  | 0.0558  |
| <i>Cash</i>                          | 0.0836  | 0.0899 | 0.0003  | 0.4571  |
| <i>Grow</i>                          | 0.0771  | 0.3822 | -0.7286 | 2.1587  |

(*Invest*)의 평균은 4.57%이다. 현금흐름변수(*OwnCF*)의 평균은 4.48%이고, 대주주 기관투자자 지분율(*IO*)은 평균 3.00%이다. 독립 대주주 기관투자자의 지분율(*IndIO*)은 평균 1.78%이고, 회색 대주주 기관투자자의 지분율(*GreyIO*)은 평균 1.13%이다. 국내 대주주 기관투자자의 지분율(*DomIO*)과 해외 대주주 기관투자자의 지분율(*ForIO*)은 각각 평균 2.33%와 0.60%이다. 장기 대주주 기관투자자의 지분율(*LongIO*)은 평균 2.07%이고, 단기 대주주 기관투자자의 지분율(*ShortIO*)은 평균 0.74%이다.

기업지배구조와 관련된 통제변수인 이사회규모변수(*BoardSize*)의 평균은 1.7887이고, 사외이사비율(*OutDirector*)의 평균은 28.43%이다. 기업재무 특성과 관련된 통제변수인 토빈의  $q(Q)$ 의 평균은 2.1401배, 기업규모(*Size*)의 평균은 19.0078이다. 레버리지비율(*Leverage*)의 평균은 39.07%이고, 배당(*Divid*)의 평균은 0.65%이다. 현금보유(*Cash*)의 평균은 8.36%, 매출액증가율(*Grow*)의 평균은 7.71%이다.

<표 3>은 전체표본을 대상으로 Pearson상관관계 검정을 통해 분석한 변수들 간의 상관계수를 나타낸 것이다. 또한 식 (1) 모형에서 다중공선성문제가 존재하는지 확인하기 위해 각 변수의 분산팽창계수(VIF)를 확인하였다. 각 변수들의 VIF값은 1.08~3.54 범위 내에 값이 나타났다. 따라서 다중공선성문제는 발생하지 않는 것으로 판단되었다.

<표 3> 각 변수의 상관계수

이 표는 전체표본을 대상으로 2010년부터 2021년까지의 변수들 사이의 상관계수를 나타낸 것임. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄. 유의성 검정은 Pearson 상관관계 검정임. 각 변수들의 설명은 <표 2> 참조.

|                    | <i>Invest</i> | <i>OwnCF</i> | <i>IO</i>  | <i>IndIO</i> | <i>GreyIO</i> | <i>DomIO</i> | <i>ForIO</i> | <i>LongIO</i> |
|--------------------|---------------|--------------|------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| <i>Invest</i>      | 1.0000        |              |            |              |               |              |              |               |
| <i>OwnCF</i>       | 0.2448***     | 1.0000       |            |              |               |              |              |               |
| <i>IO</i>          | 0.0320***     | 0.1377***    | 1.0000     |              |               |              |              |               |
| <i>IndIO</i>       | 0.0373***     | 0.0982***    | 0.8211***  | 1.0000       |               |              |              |               |
| <i>GreyIO</i>      | 0.0193***     | 0.1322***    | 0.6608***  | 0.1463***    | 1.0000        |              |              |               |
| <i>DomIO</i>       | 0.0219***     | 0.1076***    | 0.8900***  | 0.6289***    | 0.7322***     | 1.0000       |              |               |
| <i>ForIO</i>       | 0.0324***     | 0.1105***    | 0.4991***  | 0.6151***    | 0.0698***     | 0.0650***    | 1.0000       |               |
| <i>LongIO</i>      | 0.0224***     | 0.1210***    | 0.8567***  | 0.6713***    | 0.6186***     | 0.7469***    | 0.4572***    | 1.0000        |
| <i>ShortIO</i>     | 0.0238***     | 0.0916***    | 0.5310***  | 0.4811***    | 0.2975***     | 0.4883***    | 0.2506***    | 0.0874***     |
| <i>BoardSize</i>   | 0.0254***     | -0.0162**    | 0.1231***  | 0.0490***    | 0.1653***     | 0.1133***    | 0.0594***    | 0.1188***     |
| <i>OutDirector</i> | 0.0090        | 0.0835***    | 0.1724***  | 0.0408***    | 0.2687***     | 0.1680***    | 0.0636***    | 0.1883***     |
| <i>Q</i>           | 0.0258***     | -0.0835***   | -0.0036    | 0.0096       | -0.0198***    | -0.0009      | -0.0050      | -0.0362***    |
| <i>Size</i>        | 0.1072***     | 0.2571***    | 0.3395***  | 0.1157***    | 0.4795***     | 0.3270***    | 0.1370***    | 0.3479***     |
| <i>Leverage</i>    | -0.0687***    | -0.1995***   | -0.0167**  | -0.0811***   | 0.0479***     | 0.0223***    | -0.0926***   | -0.0267***    |
| <i>Divid</i>       | 0.0556***     | 0.3684***    | 0.1403***  | 0.1159***    | 0.1185***     | 0.0972***    | 0.1379***    | 0.1379***     |
| <i>Cash</i>        | -0.0433***    | 0.0377***    | -0.0330*** | 0.0162**     | -0.0806***    | -0.0444***   | 0.0138**     | -0.0504***    |
| <i>Grow</i>        | 0.1501***     | 0.2434***    | -0.0004    | 0.0046       | -0.0031       | -0.0005      | 0.0017       | -0.0120*      |

<표 3> 각 변수의 상관계수(계속)

|                    | <i>ShortIO</i> | <i>BoardSize</i> | <i>OutDirector</i> | <i>Q</i>   | <i>Size</i> | <i>Leverage</i> | <i>Divid</i> | <i>Cash</i> |
|--------------------|----------------|------------------|--------------------|------------|-------------|-----------------|--------------|-------------|
| <i>ShortIO</i>     | 1.0000         |                  |                    |            |             |                 |              |             |
| <i>BoardSize</i>   | 0.0537***      | 1.0000           |                    |            |             |                 |              |             |
| <i>OutDirector</i> | 0.0484***      | 0.3136***        | 1.0000             |            |             |                 |              |             |
| <i>Q</i>           | 0.0360***      | 0.0399***        | -0.0826***         | 1.0000     |             |                 |              |             |
| <i>Size</i>        | 0.1337***      | 0.3077***        | 0.5185***          | -0.1927*** | 1.0000      |                 |              |             |
| <i>Leverage</i>    | -0.0008        | 0.0621***        | 0.0525***          | -0.0645*** | 0.1258***   | 1.0000          |              |             |
| <i>Divid</i>       | 0.0687***      | 0.0393***        | 0.0777***          | -0.0315*** | 0.1484***   | -0.3101***      | 1.0000       |             |
| <i>Cash</i>        | 0.0049         | -0.0324***       | -0.0795***         | 0.1546***  | -0.2116***  | -0.2196***      | 0.0675***    | 1.0000      |
| <i>Grow</i>        | 0.0164**       | 0.0004           | -0.0248***         | 0.0733***  | 0.0058      | -0.0100         | -0.0458***   | 0.0400***   |

2. 실증분석 결과

1) 대주주 기관투자자 지분율이 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향 분석결과

<표 4>는 식 (1)을 이용하여 대규모 지분을 보유한 대주주 기관투자자가 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 먼저 투자-현금흐름민감도를 나타내는 현금흐름변수(*OwnCF*)의 회귀계수( $\beta_1$ )를 보면, 모형 (1)~(3)에서 각각 0.2769( $t=16.87$ ), 0.2764( $t=16.83$ ), 0.2881( $t=16.72$ )로 모두 1% 유의수준에서 유의한 정(+)의 값으로 나타났다. 이는 기업에서 현금흐름이 많이 창출될수록 기업의 투자가 증가한다는 것을 의미한다. 자본시장은 불완전하고, 정보비대칭문제와 대리인문제로 인해 내부자금보다 외부자금의 조달비용이 높기 때문에 현금흐름이 창출되는 기업에서는 투자자금으로 내부 현금흐름에 의존하려는 경향이 큰 것으로 이해할 수 있다.

다음으로 <표 4>의 대주주 기관투자자변수(*IO*)의 회귀계수( $\beta_2$ )를 보면, 모형 (2)에서는 회귀계수가 0.0182( $t=0.84$ )로 기업투자와 정(+)의 영향관계를 보이지만 유의성이 낮게 나타났다. 모형 (3)에서는 회귀계수  $\beta_2$ 가 0.0591( $t=2.09$ )로 5% 유의수준에서 유의한 정(+)의 값을 보이고 있다. 모형 (2)와 모형 (3)의 결과를 보면 대체로 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 기업투자도 증가한다는 것을 알 수 있다. 한국의 대주주 기관투자자는 기업투자를 증가시키고자 하는 유인이 큰 것으로 이해할 수 있다.

한편 <표 4>에서 현금흐름과 대주주 기관투자자 지분율의 상호작용변수(*OwnCF* $\times$ *IO*)의 회귀계수( $\beta_3$ )를 보면, 모형 (3)에서 회귀계수가 -0.6524( $t=-2.26$ )로 5% 유의수준에서 유의한 부(-)의 값을 보이고 있다. 이는 대주주 기관투자자의 지분율이 기업의 투자-현금흐름

<표 4> 대주주 기관투자자 지분율이 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향 분석결과

이 표는 식 (1)을 이용하여 대주주 기관투자자의 지분율이 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석한 결과임. 전체 표본의 수는 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 총 20,845개(기업-연도)임.  $Invest = (\text{당해년도 비유동자산} - \text{전년도 비유동자산} + \text{감가상각비}) / \text{총자산}$ ,  $OwnCF = (\text{영업이익} + \text{감가상각비}) / \text{총자산}$ ,  $IO = \text{특정기업 지분율 } 5\% \text{ 이상 보유한 기관투자자의 지분율 합}$ ,  $OwnCF \times IO = \text{현금흐름} \times \text{대주주 기관투자자}$ ,  $BoardSize = \text{등기이사 수의 자연로그 값}$ ,  $OutDirector = \text{사의 이사수} / \text{등기이사수}$ ,  $Q = (\text{자기자본의 시장가치} + \text{총부채}) / \text{총자산}$ ,  $Size = \text{매출액의 자연로그 값}$ ,  $Leverage = \text{부채} / \text{자산}$ ,  $Divid = \text{현금배당액} / \text{총자산}$ .  $Cash = \text{현금 및 현금성 자산} / \text{총자산}$ ,  $Grow = (\text{당해년도 매출액} - \text{전년도 매출액}) / \text{전년도 매출액}$ .  $g$  통계량은 라그랑지 승수검정에 대한 통계량임.  $m$  통계량은 하우즈만 검정에 대한 통계량임.  $VIF$ 는 분산팽창계수의 평균을 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.

| 구분                | 종속변수 : $Invest$        |                        |                        |
|-------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                   | (1)                    | (2)                    | (3)                    |
| $OwnCF$           | 0.2769***<br>(16.87)   | 0.2764***<br>(16.83)   | 0.2881***<br>(16.72)   |
| $IO$              | -                      | 0.0182<br>(0.84)       | 0.0591**<br>(2.09)     |
| $OwnCF \times IO$ | -                      | -                      | -0.6524**<br>(-2.26)   |
| $BoardSize$       | 0.0155***<br>(3.19)    | 0.0155***<br>(3.18)    | 0.0157***<br>(3.22)    |
| $OutDirector$     | -0.0726***<br>(-7.23)  | -0.0727***<br>(-7.24)  | -0.0726***<br>(-7.23)  |
| $Q$               | 0.0033***<br>(5.92)    | 0.0033***<br>(5.88)    | 0.0033***<br>(5.91)    |
| $Size$            | 0.0863***<br>(30.66)   | 0.0864***<br>(30.67)   | 0.0861***<br>(30.56)   |
| $Leverage$        | -0.0785***<br>(-9.38)  | -0.0786***<br>(-9.39)  | -0.0783***<br>(-9.35)  |
| $Divid$           | -0.3016*<br>(-1.94)    | -0.3008*<br>(-1.94)    | -0.2968*<br>(-1.91)    |
| $Cash$            | -0.2265***<br>(-16.43) | -0.2264***<br>(-16.42) | -0.2261***<br>(-16.40) |
| $Grow$            | 0.0210***<br>(8.36)    | 0.0211***<br>(8.37)    | 0.0210***<br>(8.35)    |
| $Constant$        | -1.5722***<br>(-29.62) | -1.5731***<br>(-29.63) | -1.5693***<br>(-29.55) |
| $g$ 통계량           | 7.32***                | 7.31***                | 7.93***                |
| $m$ 통계량           | 1,004.60***            | 999.56***              | 995.63***              |
| 적합모형              | 고정효과                   | 고정효과                   | 고정효과                   |
| 표본기업 수            | 20,845                 | 20,845                 | 20,845                 |
| $R^2$             | 0.0980                 | 0.0980                 | 0.0983                 |
| $F$ 값             | 222.51***              | 200.32***              | 182.61***              |
| $VIF$             | 1.27                   | 1.27                   | 1.51                   |

민감도에 영향을 미친다는 것을 의미한다. 즉 대규모 지분을 보유한 대주주 기관투자자는 기업의 투자-현금흐름민감도를 감소시키는 조절효과를 갖는 것으로 이해할 수 있다.

모형 (3)의 결과에서 현금흐름변수( $OwnCF$ )의 회귀계수( $\beta_1$ )가 유의한 정(+)의 값을 나타내고, 현금흐름과 대주주 기관투자자 지분율의 상호작용변수( $OwnCF \times IO$ )의 회귀계수( $\beta_3$ )가 유의한 부(-)의 값을 보인다는 것은 가설 1이 지지되는 결과라고 할 수 있다. 즉 기업에서 창출되는 현금흐름은 내부자금으로 기업투자에 활용되는데, 대주주 기관투자자가 외부대주주로 존재하는 경우에는 경영감시기능이 강화되어 정보비대칭문제와 대리인문제가 완화되어 외부자금 조달비용이 낮아지고 결과적으로 내부자금에 대한 의존성이 감소되는 것으로 이해할 수 있다. 따라서 기업에서 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 투자-현금흐름민감도는 낮아진다는 가설 1이 지지되는 것으로 이해할 수 있다.

## 2) 대주주 기관투자자의 독립성이 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향 분석결과

<표 5>는 대주주 기관투자자의 독립성이 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 먼저 투자-현금흐름민감도를 나타내는 현금흐름변수( $OwnCF$ )의 회귀계수( $\beta_1$ )를 보면, 모형 (1)~(4)에서 각각 0.2753( $t=16.77$ ), 0.2846( $t=16.81$ ), 0.2777( $t=16.92$ ), 0.2829( $t=16.90$ )로 모두 유의수준 1%에서 유의한 정(+)의 값을 보이고 있다. 즉 기업 내에 현금흐름의 창출이 증가할수록 기업의 투자도 증가한다는 것을 알 수 있다.

다음으로 독립 대주주 기관투자자와 회색 대주주 기관투자자가 기업투자에 미치는 영향에 차이가 있는지 확인하기 위하여 <표 5>의 회귀계수( $\beta_2$ )를 보면, 독립 대주주 기관투자자 변수( $IndIO$ )의 회귀계수( $\beta_2$ )는 모형 (1)과 모형 (2)에서 각각 0.0762( $t=2.80$ )와 0.1312( $t=3.58$ )로 유의수준 1%에서 유의한 정(+)의 값을 보이고 있다. 독립 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 기업투자가 증가한다는 것을 알 수 있다.

반면에 회색 대주주 기관투자자변수( $GreyIO$ )의 회귀계수( $\beta_2$ )는 모형 (3)과 모형 (4)에서 각각 -0.1133( $t=-2.52$ )과 -0.0312( $t=-0.45$ )로 대체로 부(-)의 영향관계를 보이고 있다. 회색 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 기업투자는 감소하는 것으로 이해할 수 있다.

대주주 기관투자자가 지배주주와 독립적인 위치에 있는 경우에는 경영감시기능이 강하게 작동할 수 있기 때문에 과잉투자나 과소투자 문제로 발생할 수 있는 기업가치 감소 우려를 최소화하면서 기업가치 증대에 기여할 수 있는 기업투자를 증가시키고자 하는 유인이 큰 것으로 이해할 수 있다. 그러나 회색 대주주 기관투자자의 경우는 기업과 이해관계가 연계되어

<표 5> 대주주 기관투자자의 독립성이 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향 분석결과

이 표는 식 (1)에 독립, 회색 대주주 기관투자자변수를 사용하여 대주주 기관투자자의 독립성이 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석한 결과임. 전체 표본의 수는 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 총 20,845개 (기업-연도)임.  $Invest$ =(당해년도 비유동자산-전년도 비유동자산+감가상각비)/총자산,  $OwnCF$ =(영업이익+감가상각비)/총자산,  $IndIO$ =특정기업 지분을 5% 이상 보유한 독립 대주주 기관투자자의 지분율 합,  $OwnCF \times IndIO$ =현금흐름×독립 대주주 기관투자자,  $GreyIO$ =특정기업 지분을 5% 이상 보유한 회색 대주주 기관투자자의 지분율 합,  $OwnCF \times GreyIO$ =현금흐름×회색 대주주 기관투자자,  $BoardSize$ =등기이사 수의 자연로그 값,  $OutDirector$ =사외이사수/등기이사수,  $Q$ =(자기자본의 시장가치+총부채)/총자산,  $Size$ =매출액의 자연로그 값,  $Leverage$ =부채/자산,  $Divid$ =현금배당액/총자산,  $Cash$ =현금 및 현금성 자산/총자산,  $Grow$ =(당해년도 매출액-전년도 매출액)/전년도 매출액.  $g$ 통계량은 라그랑지 승수검정에 대한 통계량임.  $m$ 통계량은 하우즈만 검정에 대한 통계량임.  $VIF$ 는 분산팽창계수의 평균을 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.

| 구분                    | 종속변수: $Invest$         |                        |                        |                        |
|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                       | (1)                    | (2)                    | (3)                    | (4)                    |
| $OwnCF$               | 0.2753***<br>(16.77)   | 0.2846***<br>(16.81)   | 0.2777***<br>(16.92)   | 0.2829***<br>(16.90)   |
| $IndIO$               | 0.0762***<br>(2.80)    | 0.1312***<br>(3.58)    | -                      | -                      |
| $OwnCF \times IndIO$  | -                      | -0.8820**<br>(-2.24)   | -                      | -                      |
| $GreyIO$              | -                      | -                      | -0.1133**<br>(-2.52)   | -0.0312<br>(-0.45)     |
| $OwnCF \times GreyIO$ | -                      | -                      | -                      | -1.0768<br>(-1.57)     |
| $BoardSize$           | 0.0151***<br>(3.11)    | 0.0153***<br>(3.13)    | 0.0152***<br>(3.12)    | 0.0154***<br>(3.16)    |
| $OutDirector$         | -0.0723***<br>(-7.21)  | -0.0725***<br>(-7.22)  | -0.0721***<br>(-7.18)  | -0.0718***<br>(-7.15)  |
| $Q$                   | 0.0033***<br>(5.89)    | 0.0033***<br>(5.87)    | 0.0034***<br>(6.04)    | 0.0034***<br>(6.09)    |
| $Size$                | 0.0866***<br>(30.73)   | 0.0863***<br>(30.60)   | 0.0866***<br>(30.73)   | 0.0864***<br>(30.67)   |
| $Leverage$            | -0.0782***<br>(-9.34)  | -0.0777***<br>(-9.28)  | -0.0783***<br>(-9.36)  | -0.0781***<br>(-9.33)  |
| $Divid$               | -0.3043**<br>(-1.96)   | -0.2999*<br>(-1.93)    | -0.3072**<br>(-1.98)   | -0.3041**<br>(-1.96)   |
| $Cash$                | -0.2263***<br>(-16.42) | -0.2259***<br>(-16.39) | -0.2271***<br>(-16.47) | -0.2271***<br>(-16.47) |
| $Grow$                | 0.0211***<br>(8.39)    | 0.0211***<br>(8.38)    | 0.0209***<br>(8.32)    | 0.0209***<br>(8.31)    |
| $Constant$            | -1.5775***<br>(-29.71) | -1.5725***<br>(-29.59) | -1.5751***<br>(-29.67) | -1.5733***<br>(-29.63) |
| $g$ 통계량               | 7.34***                | 7.80***                | 8.05***                | 7.84***                |
| $m$ 통계량               | 1,011.71***            | 1,005.42***            | 975.03***              | 978.30***              |
| 적합모형                  | 고정효과                   | 고정효과                   | 고정효과                   | 고정효과                   |
| 표본기업 수                | 20,845                 | 20,845                 | 20,845                 | 20,845                 |
| $R^2$                 | 0.0984                 | 0.0986                 | 0.0983                 | 0.0984                 |
| $F$ 값                 | 201.11***              | 183.32***              | 200.95***              | 182.92***              |
| $VIF$                 | 1.25                   | 1.47                   | 1.30                   | 1.70                   |

있거나 경영감시 유인이 작아 경영감시기능이 효율적으로 작동하지 않을 수 있어 기업가치 하락을 유발하는 과잉투자의 우려 등으로 기업투자를 선호하지 않는 것으로 이해할 수 있다.

<표 5>에서 현금흐름과 독립 대주주 기관투자자의 상호작용변수( $OwnCF \times IndIO$ )와 현금흐름과 회색 대주주 기관투자자의 상호작용변수( $OwnCF \times GreyIO$ )의 회귀계수를 보면, 먼저  $OwnCF \times IndIO$ 변수의 회귀계수( $\beta_3$ )는 모형 (2)에서  $-0.8820(=-2.24)$ 로 유의한 부(-)의 영향관계를 보이고 있다. 즉 독립 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 기업의 투자-현금흐름민감도는 낮아지는 것으로 나타나고 있다. 반면에 모형 (4)에서 회색 대주주 기관투자자의 상호작용변수( $OwnCF \times GreyIO$ )의 회귀계수를 보면, 회귀계수( $\beta_3$ )가  $-1.0768(=-1.57)$ 로 유의한 영향관계를 확인할 수 없다.

이러한 결과는 독립 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 기업의 투자-현금흐름민감도는 낮아지지만, 회색 대주주 기관투자자 지분율에 의한 영향은 명확하지 않는 것으로 이해할 수 있다. 독립 대주주 기관투자자와 회색 대주주 기관투자자가 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향에 차이가 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 가설 2를 지지하는 것으로 이해할 수 있다.

독립 대주주 기관투자자가 외부대주주로 존재하는 경우에는 경영감시기능이 강화됨으로써 정보비대칭문제와 대리인문제가 완화되어 외부자금 조달비용이 낮아져 결과적으로 내부자금에 대한 의존성이 감소되는 것으로 이해할 수 있다. 그러나 회색 대주주 기관투자자가 외부대주주로 존재하는 경우에는 경영감시기능이 효율적으로 작동되지 않아 정보비대칭문제와 대리인문제에 유의한 영향을 주지 못하고 결과적으로 투자-현금흐름민감도에도 영향을 주지 않는 것으로 이해할 수 있다.

### 3) 국내 및 해외 대주주 기관투자자가 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향 분석결과

<표 6>은 대주주 기관투자자를 국내와 해외 기관투자자로 구분하였을 때 국내 및 해외 대주주 기관투자자가 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 먼저 투자-현금흐름민감도를 나타내는 현금흐름변수( $OwnCF$ )의 회귀계수( $\beta_1$ )를 보면, 모형 (1)~(4)에서 각각  $0.2769(t=16.87)$ ,  $0.2845(t=16.64)$ ,  $0.2763(t=16.84)$ ,  $0.2800(t=16.96)$ 으로 모두 유의수준 1%에서 유의한 정(+)의 값을 보이고 있다. 즉 외부대주주로 국내 기관투자자가 존재하느냐 혹은 해외 기관투자자가 존재하느냐의 여부에 상관없이 기업의 현금흐름이 증가하면 기업투자도 증가하는 것으로 이해할 수 있다.

<표 6> 국내 및 해외 대주주 기관투자자가 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향 분석결과

이 표는 식 (1)에 국내, 해외 대주주 기관투자자변수를 사용하여 국내 및 해외 대주주 기관투자자가 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석한 결과임. 전체 표본의 수는 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 총 20,845개 (기업-연도)임.  $Invest = (\text{당해년도 비유동자산} - \text{전년도 비유동자산} + \text{감가상각비}) / \text{총자산}$ ,  $OwnCF = (\text{영업이익} + \text{감가상각비}) / \text{총자산}$ ,  $DomIO = \text{특정기업 지분을 5\% 이상 보유한 국내 대주주 기관투자자의 지분율 합}$ ,  $OwnCF \times DomIO = \text{현금흐름} \times \text{국내 대주주 기관투자자}$ ,  $ForIO = \text{특정기업 지분을 5\% 이상 보유한 해외 대주주 기관투자자의 지분율 합}$ ,  $OwnCF \times ForIO = \text{현금흐름} \times \text{해외 대주주 기관투자자}$ ,  $BoardSize = \text{등기이사 수의 자연로그 값}$ ,  $OutDirector = \text{사외이사수} / \text{등기이사수}$ ,  $Q = (\text{자기자본의 시장가치} + \text{총부채}) / \text{총자산}$ ,  $Size = \text{매출액의 자연로그 값}$ ,  $Leverage = \text{부채} / \text{자산}$ ,  $Divid = \text{현금배당액} / \text{총자산}$ ,  $Cash = \text{현금 및 현금성 자산} / \text{총자산}$ ,  $Grow = (\text{당해년도 매출액} - \text{전년도 매출액}) / \text{전년도 매출액}$ .  $g$  통계량은 라그랑지 승수검정에 대한 통계량임.  $m$  통계량은 하우즈만 검정에 대한 통계량임.  $VIF$ 는 분산팽창계수의 평균을 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.

| 구분                   | 종속변수 : $Invest$        |                        |                        |                        |
|----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                      | (1)                    | (2)                    | (3)                    | (4)                    |
| $OwnCF$              | 0.2769***<br>(16.87)   | 0.2845***<br>(16.64)   | 0.2763***<br>(16.84)   | 0.2800***<br>(16.96)   |
| $DomIO$              | -0.0013<br>(-0.05)     | 0.0327<br>(1.01)       | -                      | -                      |
| $OwnCF \times DomIO$ | -                      | -0.5579<br>(-1.59)     | -                      | -                      |
| $ForIO$              | -                      | -                      | 0.0915*<br>(1.69)      | 0.2254***<br>(2.64)    |
| $OwnCF \times ForIO$ | -                      | -                      | -                      | -1.7845**<br>(-2.03)   |
| $BoardSize$          | 0.0155***<br>(3.19)    | 0.0156***<br>(3.21)    | 0.0155***<br>(3.18)    | 0.0156***<br>(3.20)    |
| $OutDirector$        | -0.0726***<br>(-7.23)  | -0.0726***<br>(-7.23)  | -0.0725***<br>(-7.22)  | -0.0724***<br>(-7.21)  |
| $Q$                  | 0.0033***<br>(5.92)    | 0.0033***<br>(5.92)    | 0.0033***<br>(5.92)    | 0.0033***<br>(5.98)    |
| $Size$               | 0.0863***<br>(30.65)   | 0.0862***<br>(30.56)   | 0.0863***<br>(30.65)   | 0.0863***<br>(30.63)   |
| $Leverage$           | -0.0785***<br>(-9.38)  | -0.0783***<br>(-9.35)  | -0.0782***<br>(-9.34)  | -0.0781***<br>(-9.32)  |
| $Divid$              | -0.3017*<br>(-1.94)    | -0.3009*<br>(-1.94)    | -0.3068**<br>(-1.97)   | -0.2998*<br>(-1.93)    |
| $Cash$               | -0.2265***<br>(-16.43) | -0.2265***<br>(-16.43) | -0.2266***<br>(-16.44) | -0.2260***<br>(-16.39) |
| $Grow$               | 0.0210***<br>(8.36)    | 0.0210***<br>(8.34)    | 0.0211***<br>(8.37)    | 0.0211***<br>(8.38)    |
| $Constant$           | -1.5720***<br>(-29.61) | -1.5691***<br>(-29.53) | -1.5720***<br>(-29.62) | -1.5717***<br>(-29.61) |
| $g$ 통계량              | 7.43***                | 7.96***                | 7.33***                | 7.46***                |
| $m$ 통계량              | 994.65***              | 990.62***              | 1,007.60***            | 1,008.82***            |
| 적합모형                 | 고정효과                   | 고정효과                   | 고정효과                   | 고정효과                   |
| 표본기업 수               | 20,845                 | 20,845                 | 20,845                 | 20,845                 |
| $R^2$                | 0.0980                 | 0.0981                 | 0.0981                 | 0.0983                 |
| $F$ 값                | 200.25***              | 182.28***              | 200.56***              | 182.73***              |
| $VIF$                | 1.27                   | 1.50                   | 1.25                   | 1.65                   |

다음으로 국내 대주주 기관투자자와 해외 대주주 기관투자자가 기업투자에 미치는 영향에 차이가 있는가를 확인하기 위하여 <표 6>의 회귀계수( $\beta_2$ )를 보면, 국내 대주주 기관투자자 변수(*DomIO*)의 회귀계수( $\beta_2$ )는 모형 (1)과 모형 (2)에서 각각 -0.0013( $t=-0.05$ )과 0.0327( $t=1.01$ )로 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 반면에 해외 대주주 기관투자자 변수(*ForIO*)의 회귀계수( $\beta_2$ )는 모형 (3)과 모형 (4)에서 각각 0.0915( $t=1.69$ )와 0.2254( $t=2.64$ )로 모두 유의한 정(+)의 영향관계를 확인할 수 있다.

해외 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 기업의 투자가 증가하지만, 국내 대주주 기관투자자의 지분율이 증가하더라도 기업투자가 증가한다는 증거는 발견할 수 없는 결과이다. 해외 대주주 기관투자자는 국내 대주주 기관투자자에 비해 기업과의 이해관계에서 독립적인 위치에 있는 경우가 많아 경영감시기능이 강하게 작동할 수 있다. 즉 해외 대주주 기관투자자는 경영감시를 통해 과잉투자나 과소투자와 같은 대리인문제와 연관된 기업투자 우려를 완화시킬 수 있기 때문에 기업가치 증대에 기여할 수 있는 기업투자를 증가시키고자 하는 유인이 큰 것으로 이해할 수 있다.

이러한 결과는 해외 대주주 기관투자자의 지분율은 기업의 투자-현금흐름민감도를 감소시키는 조절효과를 갖지만, 국내 대주주 기관투자자 지분율은 투자-현금흐름민감도에 유의미하게 영향을 미치지 않는다는 것을 의미한다. 즉 국내 대주주 기관투자자와 해외 대주주 기관투자자가 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향에 차이가 있다는 것으로 가설 3을 지지하는 것으로 이해할 수 있다.

기업과의 이해관계에서 상대적으로 독립적인 위치에 있는 해외 대주주 기관투자자가 외부대주주로 존재하는 경우에는 경영감시기능이 강화되어 정보비대칭문제와 대리인문제와 완화되고 외부자금 조달비용이 낮아져 결과적으로 내부자금에 대한 의존성이 감소되는 것으로 이해할 수 있다. 그러나 기업과의 이해에서 상대적으로 독립성이 약한 국내 대주주 기관투자자가 외부대주주로 존재하는 경우에는 효율적인 경영감시기능이 제약되어 정보비대칭문제와 대리인문제에 유의한 영향을 주지 못하고 결과적으로 투자-현금흐름민감도에도 영향을 미치지 않는 것으로 이해할 수 있다.

그런데 이러한 분석결과에도 불구하고, 국내 대주주 기관투자자의 영향에 대해서는 추가적으로 검토해 볼 사항이 있다. 국내 기관투자자라 하더라도 모두 회색 기관투자자인 것은 아니고 독립적인 기관투자자도 존재하기 때문이다. <표 6>의 국내 대주주 기관투자자의 영향분석 결과에서 회색 대주주 기관투자자와 독립 대주주 기관투자자의 영향이 혼재되어 그 영향관계가 유의미하게 나타나지 않았을 수도 있다. 따라서 국내 대주주 기관투자자를 독립과 회색 기관투자자로 구분하여 그 영향관계를 추가적으로 확인해 볼 필요가 있다.

이를 위해 국내 대주주 기관투자자( $DomIO$ )를 국내 독립 대주주 기관투자자( $Dom\_IndIO$ )와 국내 회색 대주주 기관투자자( $Dom\_GreyIO$ )로 나누어 그 영향관계를 분석해 보았다.

<표 7>은 국내 독립 대주주 기관투자자와 국내 회색 대주주 기관투자자가 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석할 결과이다. <표 7>의 결과를 보면, 국내 독립 대주주 기관투자자( $Dom\_IndIO$ )는 기업투자에 정(+)의 영향을 미치고, 국내 회색 대주주 기관투자자( $Dom\_GreyIO$ )는 대체로 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이는 대주주 기관투자자의 독립성 여부에 따라 분석한 <표 5>의 결과와도 일치하는 결과이다. 국내 대주주 기관투자자만을 대상으로 하더라도 대주주 기관투자자의 독립성 여부가

<표 7> 국내 독립 및 회색 대주주 기관투자자가 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향 분석결과  
이 표는 식 (1)에 국내 독립 대주주 기관투자자변수( $Dom\_IndIO$ )와 국내 회색 대주주 기관투자자변수( $Dom\_GreyIO$ )를 사용하여 대주주 기관투자자가 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석한 결과임. 전체 표본의 수는 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 총 20,845개(기업-연도)임. 국내 독립 대주주 기관투자자 표본수는 총 1,141개(기업-연도)임. 국내 회색 대주주 기관투자자 표본수는 총 897개(기업-연도)임.  $OwnCF=(\text{영업이익}+\text{감가상각비})/\text{총자산}$ ,  $Dom\_IndIO=\text{특정기업 지분을 5\% 이상 보유한 국내 독립 대주주 기관투자자의 지분율}$  합,  $OwnCF \times Dom\_IndIO=\text{현금흐름} \times \text{국내 독립 대주주 기관투자자}$ ,  $Dom\_GreyIO=\text{특정기업 지분을 5\% 이상 보유한 국내 회색 대주주 기관투자자의 지분율}$  합,  $OwnCF \times Dom\_GreyIO=\text{현금흐름} \times \text{국내 회색 대주주 기관투자자}$ ,  $g$  통계량은 라그랑지 승수검정에 대한 통계량임.  $m$  통계량은 하우즈만 검정에 대한 통계량임.  $VIF$ 는 분산팽창계수의 평균을 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.

| 구분                         | 종속변수 : $Invest$      |                      |                      |                      |
|----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                            | (1)                  | (2)                  | (3)                  | (4)                  |
| $OwnCF$                    | 0.2761***<br>(16.82) | 0.2795***<br>(16.65) | 0.2777***<br>(16.92) | 0.2829***<br>(16.90) |
| $Dom\_IndIO$               | 0.0613*<br>(1.87)    | 0.0009**<br>(2.02)   | -                    | -                    |
| $OwnCF \times Dom\_IndIO$  |                      | -0.5252<br>(-0.97)   | -                    | -                    |
| $Dom\_GreyIO$              | -                    | -                    | -0.1133**<br>(-2.52) | -0.0312<br>(-0.45)   |
| $OwnCF \times Dom\_GreyIO$ | -                    | -                    | -                    | -1.0768<br>(-1.57)   |
| 통제변수                       | 포함                   | 포함                   | 포함                   | 포함                   |
| $g$ 통계량                    | 7.26***              | 7.39***              | 8.05***              | 7.84***              |
| $m$ 통계량                    | 1,008.43***          | 1,004.17***          | 975.03***            | 978.30***            |
| 적합모형                       | 고정효과                 | 고정효과                 | 고정효과                 | 고정효과                 |
| 표본기업 수                     | 20,845               | 20,845               | 20,845               | 20,845               |
| $R^2$                      | 0.0982               | 0.0982               | 0.0983               | 0.0984               |
| $F$ 값                      | 200.63***            | 182.48***            | 200.95***            | 182.92***            |
| $VIF$                      | 1.24                 | 1.46                 | 1.30                 | 1.70                 |

기업투자에 영향을 미친다는 것을 확인할 수 있다.

한편 <표 7>의 모형 (2)와 (4)에서 상호작용항( $OwnCF \times Dom\_IndIO$ ,  $OwnCF \times Dom\_GreyIO$ )의 회귀계수를 보면, 각각  $-0.5252(t=-0.97)$ 와  $-1.0768(t=-1.57)$ 로 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 즉 국내 대주주 기관투자자의 경우 독립 대주주 기관투자자인가 혹은 회색 대주주 기관투자자인가의 여부는 기업의 투자-현금흐름민감도에 영향을 주지 않는다는 것을 알 수 있다.

이러한 결과는 <표 6>에서 분석된 결과의 강건함을 확인하는 것으로 가설 3이 여전히 지지된다는 것을 알 수 있다. 즉 기업투자에 있어 국내 대주주 기관투자자와 해외 대주주 기관투자자의 영향에 차이가 있다는 것을 확인할 수 있다.

#### 4) 대주주 기관투자자의 투자기간이 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향 분석결과

<표 8>은 대주주 기관투자자를 특정기업에 대한 투자기간에 따라 장기와 단기 기관투자자로 분류했을 때 장기 및 단기 대주주 기관투자자가 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 먼저 투자-현금흐름민감도를 나타내는 현금흐름변수( $OwnCF$ )의 회귀계수( $\beta_1$ )를 보면, 모형 (1)~(4)에서 각각  $0.2774(t=16.90)$ ,  $0.2858(t=17.02)$ ,  $0.2758(t=16.80)$ ,  $0.2764(t=16.59)$ 로 모두 유의수준 1%에서 유의한 정(+)의 값을 보이고 있다. 즉 외부대주주로 장기 기관투자자가 존재하느냐 혹은 단기 기관투자자가 존재하느냐의 여부에 상관없이 기업의 현금흐름이 증가하면 기업투자가 증가한다는 것을 알 수 있다.

다음으로 장기 대주주 기관투자자와 단기 대주주 기관투자자가 기업투자에 미치는 영향에 차이가 있는가를 확인하기 위하여 <표 8>의 회귀계수( $\beta_2$ )를 보면, 장기 대주주 기관투자자 변수( $LongIO$ )의 회귀계수( $\beta_2$ )는 모형 (1)과 모형 (2)에서 각각  $-0.0317(t=-1.21)$ 과  $0.0323(t=0.86)$ 으로 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 반면에 단기 대주주 기관투자자 변수( $ShortIO$ )의 회귀계수( $\beta_2$ )는 모형 (3)과 모형 (4)에서 각각  $0.0746(t=2.06)$ 과  $0.0851(t=1.40)$ 로 대체로 정(+)의 영향관계를 보이고 있다.

이러한 결과는 기업투자에 있어 장기 대주주 기관투자자와 단기 대주주 기관투자자의 영향에 차이가 있다는 것을 의미한다. 즉 장기 대주주 기관투자자의 영향은 명확하지 않고, 단기 대주주 기관투자자는 지분율이 높아지면 기업투자를 증가시키고자 하는 유인이 커지는 것으로 이해할 수 있다. 장기 대주주 기관투자자는 장기 투자성과를 추구하기 때문에 기업의 장기성과와 연계되는 기업투자 확대를 유도하고, 단기 대주주 기관투자자는 중·단기

<표 8> 대주주 기관투자자의 투자기간이 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향 분석결과

이 표는 식 (1)에 장기, 단기 대주주 기관투자자변수를 사용하여 대주주 기관투자자의 투자기간이 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석한 결과임. 전체 표본의 수는 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 총 20,845개 (기업-연도)임.  $Invest$ =(당해년도 비유동자산-전년도 비유동자산+감가상각비)/총자산,  $OwnCF$ =(영업이익+ 감가상각비)/총자산,  $LongIO$ =특정기업 지분을 5% 이상 보유한 장기 대주주 기관투자자의 지분율 합,  $OwnCF \times LongIO$ = 현금흐름× 장기 대주주 기관투자자,  $ShortIO$ =특정기업 지분을 5% 이상 보유한 단기 대주주 기관투자자의 지분율 합,  $OwnCF \times ShortIO$ =현금흐름× 단기 대주주 기관투자자,  $BoardSize$ =등기이사 수의 자연로그 값,  $OutDirector$ =사의 이사수/등기 이사수,  $Q$ =(자기자본의 시장가치+총부채)/총자산,  $Size$ =매출액의 자연로그 값,  $Leverage$ =부채/자산,  $Divid$ =현금배당액/총자산.  $Cash$ =현금 및 현금성 자산/총자산,  $Grow$ =(당해년도 매출액-전년도 매출액)/전년도 매출액.  $g$  통계량은 라그랑지 승수검정에 대한 통계량임.  $m$  통계량은 하우즈만 검정에 대한 통계량임.  $VIF$ 는 분산팽창계수의 평균을 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.

| 구분                     | 종속변수 : $Invest$        |                        |                        |                        |
|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
|                        | (1)                    | (2)                    | (3)                    | (4)                    |
| $OwnCF$                | 0.2774***<br>(16.90)   | 0.2858***<br>(17.02)   | 0.2758***<br>(16.80)   | 0.2764***<br>(16.59)   |
| $LongIO$               | -0.0317<br>(-1.21)     | 0.0323<br>(0.86)       | -                      | -                      |
| $OwnCF \times LongIO$  | -                      | -0.9648**<br>(-2.38)   | -                      | -                      |
| $ShortIO$              | -                      | -                      | 0.0746**<br>(2.06)     | 0.0851<br>(1.40)       |
| $OwnCF \times ShortIO$ | -                      | -                      | -                      | -0.1449<br>(-0.21)     |
| $BoardSize$            | 0.0155***<br>(3.18)    | 0.0158***<br>(3.25)    | 0.0154***<br>(3.16)    | 0.0154***<br>(3.16)    |
| $OutDirector$          | -0.0725***<br>(-7.21)  | -0.0723***<br>(-7.20)  | -0.0724***<br>(-7.21)  | -0.0724***<br>(-7.21)  |
| $Q$                    | 0.0033***<br>(5.93)    | 0.0033***<br>(5.97)    | 0.0033***<br>(5.85)    | 0.0033***<br>(5.85)    |
| $Size$                 | 0.0864***<br>(30.67)   | 0.0862***<br>(30.61)   | 0.0866***<br>(30.72)   | 0.0866***<br>(30.67)   |
| $Leverage$             | -0.0787***<br>(-9.40)  | -0.0785***<br>(-9.38)  | -0.0790***<br>(-9.43)  | -0.0789***<br>(-9.43)  |
| $Divid$                | -0.3042**<br>(-1.96)   | -0.3015*<br>(-1.94)    | -0.3018*<br>(-1.94)    | -0.3014*<br>(-1.94)    |
| $Cash$                 | -0.2269***<br>(-16.45) | -0.2266***<br>(-16.43) | -0.2268***<br>(-16.45) | -0.2268***<br>(-16.45) |
| $Grow$                 | 0.0210***<br>(8.34)    | 0.0209***<br>(8.33)    | 0.0210***<br>(8.35)    | 0.0210***<br>(8.35)    |
| $Constant$             | -1.5724***<br>(-29.63) | -1.5702***<br>(-29.58) | -1.5767***<br>(-29.68) | -1.5762***<br>(-29.64) |
| $g$ 통계량                | 7.50***                | 7.85***                | 7.24***                | 7.31***                |
| $m$ 통계량                | 993.33***              | 992.97***              | 1,009.95***            | 1,008.80***            |
| 적합모형                   | 고정효과                   | 고정효과                   | 고정효과                   | 고정효과                   |
| 표본기업 수                 | 20,845                 | 20,845                 | 20,845                 | 20,845                 |
| $R^2$                  | 0.0981                 | 0.0983                 | 0.0982                 | 0.0982                 |
| $F$ 값                  | 200.41***              | 182.75***              | 200.71***              | 182.46***              |
| $VIF$                  | 1.27                   | 1.57                   | 1.25                   | 1.59                   |

수익률에 초점을 맞추기 때문에 배당 확대 등을 유도하여 기업투자의 감소와 연계될 것이라는 예상과는 다른 결과이다.

<표 8>에서 현금흐름과 장기 대주주 기관투자자의 상호작용변수( $OwnCF \times LongIO$ )와 현금흐름과 단기 대주주 기관투자자의 상호작용변수( $OwnCF \times ShortIO$ )의 회귀계수를 보면, 먼저  $OwnCF \times LongIO$ 변수의 회귀계수( $\beta_3$ )는 모형 (2)에서  $-0.9648(t=-2.38)$ 로 유의한 부(-)의 영향관계를 보이고 있다. 즉 장기 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 기업의 투자-현금흐름민감도는 낮아지는 것으로 나타나고 있다. 반면에 모형 (4)에서 단기 대주주 기관투자자의 상호작용변수( $OwnCF \times ShortIO$ )의 회귀계수를 보면, 회귀계수( $\beta_3$ )가  $-0.1449(t=-0.21)$ 로 유의한 영향관계가 나타나지 않고 있다.

이러한 결과는 장기 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 기업의 투자-현금흐름민감도는 낮아지지만, 단기 대주주 기관투자자 지분율에 의한 영향은 확인할 수 없다는 의미로 이해할 수 있다. 장기 대주주 기관투자자와 단기 대주주 기관투자자가 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향에 차이가 있다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 가설 4를 지지하는 것으로 이해할 수 있다.

장기 대주주 기관투자자의 경우는 특정기업에 장기투자를 함으로써 투자기업과 관련된 정보 축적도가 높고, 경영활동을 지속적으로 감시할 수 있어 정보비대칭문제와 대리인문제를 감소시키는데 유리할 수 있다. 이는 외부자금조달 환경을 개선하는데 도움이 되고 결과적으로 내부자금 의존도를 낮출 수 있게 되어 투자-현금흐름민감도가 낮아지는 것으로 이해할 수 있다. 반면 단기 대주주 기관투자자는 중·단기 수익률에 초점을 두는 경우가 많아 기업에 대한 경영감시나 외부자금조달 환경의 개선보다는 중·단기 수익률을 증대시킬 수 있는 배당 확대, 투자테마 활용 등 사적 이익 추구 유인이 크게 작용할 수 있다. 따라서 단기 대주주 기관투자자는 기업의 투자와 관련된 투자-현금흐름민감도에는 의미 있게 영향을 미치지 않는 것으로 이해된다.

## V. 결 론

본 연구에서는 한국 상장기업을 대상으로 대주주 기관투자자의 이질적 특성이 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 분석하였다. 대주주 기관투자자를 독립 및 회색 대주주 기관투자자, 국내 및 해외 대주주 기관투자자, 장기 및 단기 대주주 기관투자자로 구분하여 분석하였다. 분석기간은 금융위기 이후기간인 2010년부터 2021년까지이다. 표본으로는 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 총 20,845개(기업-연도) 기업을 사용

하였다. 분석을 위해 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고, 패널자료회귀분석법을 사용하여 분석하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 대주주 기관투자자가 외부대주주로 있는 기업에서는 투자-현금흐름민감도가 낮아지는 것을 확인하였다. 대규모 지분을 보유하는 기관투자자가 주주로 존재하는 경우에는 기업의 정보불균형문제와 대리인문제가 완화되어 외부자금조달 환경이 개선됨으로써 내부자금에 대한 의존도가 감소되기 때문으로 이해되었다.

둘째, 대주주 기관투자자의 이질적 특성이 기업의 투자-현금흐름민감도에 영향을 미친다는 것을 확인하였다. 독립 대주주 기관투자자, 해외 대주주 기관투자자, 장기 대주주 기관투자자는 기업의 투자-현금흐름민감도를 낮추는 것으로 나타났다. 회색 대주주 기관투자자, 국내 대주주 기관투자자, 단기 대주주 기관투자자의 경우에는 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향을 확인할 수 없었다. 대주주 기관투자자가 독립적이고, 해외 기관투자자일수록, 투자기간이 길수록 기업의 정보비대칭문제와 대리인문제를 완화시키는 효과가 크고, 이는 외부자금조달 환경을 개선시켜 기업의 투자-현금흐름민감도가 낮아지는 것으로 이해할 수 있었다.

이러한 분석결과에서, 대주주 기관투자자는 기업의 외부자금조달 환경을 개선하는데 도움을 줄 수 있고, 특히 투자대상기업과 이해관계가 독립적이고, 투자기간이 장기인 기관투자자가 외부대주주로 존재하는 경우에 이러한 효과가 더 크게 나타난다는 것을 확인하였다. 따라서 기업이 투자자금을 외부자본시장과 내부자본시장을 활용하여 효율적으로 조달할 수 있는 환경을 조성하는 방안으로 기관투자자 특히 기업과 이해관계가 독립적이고 장기투자를 하는 기관투자자들이 기업의 경영활동을 적극적으로 감시하고 통제할 수 있는 기능이 강화될 수 있도록 기업의 지배구조를 개선하는 정책이 추진될 필요가 있다.

## 참 고 문 헌

- 김명애, 김영진, 박래수, “기업집단의 피라미드 소유구조 계층이 기업의 투자-현금흐름 민감도에 미치는 영향”, 금융공학연구, 제16권 제3호, 2017, 51-69.
- 김병곤, 김동욱, “한국기업의 지배구조, 사업다각화, 기업가치: 패널자료분석법을 응용한 영향 관계분석”, 금융공학연구, 제7권 제4호, 2008, 101-132.
- 김성우, 이기환, 이미영, “의결권행사 허용 이후 국내 기관투자자의 소유지분비율과 기업 가치에 관한 연구”, 기업경영연구, 제19권 제3호, 2012, 235-253.
- 김택주, “기관투자자의 경영관여: 사외이사선임에 있어서 기관투자자의 역할을 중심으로”, 법과기업연구, 제4권 제1호, 2014, 45-94.
- 박상수, “연기금의 주식투자 허용과 기관투자자의 역할 제고방안”, 상장협연구, 제51호, 2005, 27-44.
- 송찬영, 박세열, “기관투자자의 투자기간과 기업 가치”, 동서연구, 제34권 제2호, 2022, 275-308.
- 이상철, 이수준, “외부대주주로서의 기관투자자와 기업가치”, 관리회계연구, 제16권 제3호, 2016, 51-81.
- 이상철, 이윤근, “기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 영향”, 경영학연구, 제47권 제1호, 2018, 195-217.
- 이형철, “기관투자자 거래가 주식 유동성과 기업 가치에 미치는 영향”, 한국증권학회지, 제45권 제5호, 2016, 1131-1165.
- 전찬구, 최향미, “유형별 기관투자자 및 기업의 사회적 가치 창출과 기업가치에 미치는 영향”, 국제경영리뷰, 제24권 제2호, 2020, 1-13.
- 정민규, 김동욱, 김병곤, “가족통제는 기업의 투자-현금흐름 민감도를 완화시키는가?”, 금융공학연구, 제21권 제1호, 2022, 57-77.
- 최문희, “기관투자자의 의결권 행사의 개선과 의결권 자문회사의 활용”, 경제법연구, 제7권 제1호, 2008, 135-170.
- 최향미, 김소형, “유형별 기관투자자와 기업의 배당 정책”, 국제경영리뷰, 제22권 제2호, 2018, 57-72.
- 태정현, “현금보유가 기업의 투자-현금흐름민감도에 미치는 영향에 대한 연구”, 한국산학기술학회논문지, 제12권 제4호, 2011, 1654-1662.
- Agca, S. and A. Mozumdar, “The Impact of Capital Market Imperfections on Investment-Cash Flow Sensitivity,” *Journal of Banking & Finance*, 32(2), (February 2008), 207-216.

- Almeida, H., M. Campello, and M. Weisbach, "The Cash Flow Sensitivity of Cash," *Journal of Finance*, 59(4), (August 2004), 1777-1804.
- Attig, N., S. Cleary, S. E. Ghou, and O. Guedhami, "Institutional Investment Horizon and Investment-Cash flow Sensitivity," *Journal of Banking and Finance*, 36(4), (April 2012), 1164-1180.
- Brickley, A., R. Lease, and W. Smith Jr, "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments," *Journal of Financial Economics*, 20, (January-March 1988), 267-292.
- Cella, C., "Institutional Investors and Corporate Investment," *Finance Research Letters*, 32, (January 2020), <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.04.026>.
- Chen, X., J. Harford, and K. Li, "Monitoring: Which Institutions Matter?," *Journal of Financial Economics*, 86(2), (November 2007), 279-305.
- Cleary, S., "The Relationship between Firm Investment and Financial Status," *Journal of Finance*, 54(2), (April 1999), 673-692.
- Coffee, J. C., "Do Norms Matter? A Cross-country Evaluation," *University of Pennsylvania Law Review*, 149(6), (June 2001), 2151-2177.
- Cornett, M. M., A. J. Marcus, A. Saunders, and H. Tehranian, "The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance," *Journal of Banking and Finance*, 31(6), (June 2007), 1771-1794.
- De-La-Hoz, M. C. and C. Pombo, "Institutional Investor Heterogeneity and Firm Valuation: Evidence from Latin America," *Emerging Markets Review*, 26, (March 2016), 197-221.
- Duchin, R. A. N., "Cash Holdings and Corporate Diversification," *Journal of Finance*, 65(3), (June 2010), 955-992.
- Elyasiani, E. and J. Jia, "Distribution of Institutional Ownership Corporate Firm Performance," *Journal of Banking & Finance*, 34(3), (March 2010), 606-620.
- Fama, E., "Agency Problem and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 88(2), (April 1980), 288-307.
- Fama, E. and M. C. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26(2), (June 1983), 301-325.
- Fazzari, S., R. Hubbard, and B. Petersen, "Financing Constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, 19(1), (January 1988), 141-206.
- Francis, B., I. Hasan, L. Song, and M. Waisman, "Corporate Governance and Investment-

- Cash Flow Sensitivity: Evidence from Emerging Markets,” *Emerging Markets Review*, 15, (June 2013), 57–71.
- Goergen, M. and L. Renneboog, “Investment Policy, Internal Financing and Ownership Concentration in the UK,” *Journal of Corporate Finance*, 7(3), (September 2001), 257–284.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Panel Data,” *Quarterly Journal of Economics*, 106(1), (February 1991), 33–60.
- Jara-Bertin, M., F. Lopez-Iturriaga, and O. Lopez-de-Foronda, “The Contest to the Control in European Family Firms: How Other Shareholders Affect Firm Value,” *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), (August 2008), 146–159.
- Jensen, M. and J. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4), (October 1976), 305–360.
- Kaplan, S. and L. Zingales, “Do Investment–Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?,” *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), (February 1997), 169–215.
- Khanna, T. and K. Palepu, “Title of Chapter: Emerging Market Business Groups, Foreign Intermediaries, and Corporate Governance,” R. K. Morck, Title of Book: Concentrated Corporate Ownership, (January 2000), 265–294.
- Kim, A. and Y. Lee, “Family Firms and Corporate Social Performance: Evidence from Korean Firms,” *Asia Pacific Business Review*, 24(5), (June 2018), 1–21.
- Larkin, Y., L. Ng, and J. Zhu, “The Fading of Investment–Cash Flow Sensitivity and Global Development,” *Journal of Corporate Finance*, 50, (June 2018), 294–322.
- Lewellen, W. and S. Badrinath, “On the Measurement of Tobin’s Q,” *Journal of Financial Economics*, 44(1), (April 1997), 77–122.
- Maug, E., “Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-off Between Liquidity and Control?,” *Journal of Finance*, 53(1), (February 1998), 65–98.
- Myers, M., “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics*, 5(2), (1977), 147–175.
- Myers, S. and N. Majluf, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms

- Have Information That Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics*, 13(2), (June 1984), 187-221.
- Oh, W. Y., Y. K. Chang, and A. Martynov, “The Effect of Ownership Structure on Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from Korea,” *Journal of Business Ethics*, 104(2), (June 2011), 283-297.
- Pindado, J., I. Requejo, and C. De la Torre, “Family Control and Investment Cash Flow Sensitivity: Empirical Evidence from the Euro Zone,” *Journal of Corporate Finance*, 17(5), (December 2011), 1389-1409.
- Pombo, C. and R. Taborda, “Stock Liquidity and Second Blockholder as Drivers of Corporate Value: Evidence from Latin America,” *International Review of Economics & Finance*, 51, (September 2017), 214-234.
- Sacristan-Navarro, M., L. Cabeza-Garcia, and S. Gomez-Anson, “The Company You Keep: The Effect of Other Large Shareholders in Family Firms,” *Corporate Governance: An International Review*, 23(3), (May 2015), 216-233.
- Shleifer, A. and R. Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, 94(3), (June 1986), 461-488.
- Shin, H. H. and R. M. Stulz, “Are Internal Capital Markets Efficient?,” *Quarterly Journal of Economics*, 113(2), (May 1998), 531-552.
- Sprenger, C. and O. Lazareva, “Corporate Governance and Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from Russian Unlisted Firms,” *Journal of Comparative Economics*, 50(1), (March 2022), 71-100.
- Wang, X., “Financial Liberalization and the Investment-Cash Flow Sensitivity,” *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 77, (March 2022), <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101527>.

# Institutional Blockholders Heterogeneity and Investment–Cash Flow Sensitivity in Korean Listed Firms

Seoung Jin Moon\* · Byoung Gon Kim\*\*

## 〈Abstract〉

This paper explores institutional blockholders heterogeneity and investment–cash flow sensitivity using cross-sectional and time-series data of a total of 20,845 Korean listed companies. The period of analysis is from 2010 to 2021.

The results of the empirical analysis are as follows. First, it was confirmed that the presence of institutional blockholders reduces the sensitivity of investment–cash flow. It is understood that institutional blockholders reduce the sensitivity to internal funds by mitigating asymmetric information and agency problems related to external funding.

Second, it was confirmed that independent, foreign, and long-term institutional blockholders more reduce the sensitivity of investment–cash flow than grey, domestic, and short-term institutional blockholders. It was found that the sensitivity to internal funds is more reduced when there are independent institutional blockholders and long-term institutional blockholders, because the effect of alleviating the information asymmetry problem and agency problem related to external funding increases.

Keywords : Institutional Blockholders, Corporate Investment, Investment–Cash Flow, Information Asymmetry Problem, Agency Problem

---

\* First Author, Ph.D Student, Graduate School, Department of Business Administration, Changwon National University, E-mail: msj9456@changwon.ac.kr

\*\* Corresponding Author, Professor, Department of Business Administration, Changwon National University, E-mail: bgkim@changwon.ac.kr