

기관투자자와 기업의 레버리지비율*

성기성**

Institutional Investors and Corporate Leverage Ratios

<목 차>

개요	IV. 실증분석 결과
I. 서론	V. 요약 및 결론
II. 기관투자자와 기업의 부채	참고문헌
III. 가설의 설정 및 분석 모형	ABSTRACT

개 요

기관투자자들의 증권시장에서의 비중이 커짐에 따라서 이들의 주주로서의 기업에 대한 영향력이 증대하고 있다. 이러한 기관투자자의 기업에 대한 영향력의 증가는 주주와 경영자간의 대리문제로 인한 대리비용의 발생을 억제하여 지분의 대리비용의 통제변수로서의 부채사용은 감소하게 될 것이다. 더욱이 기업에 대한 기관투자자와 같은 대주주의 감시기능의 강화는 무차별적인 차입위주의 경영을 통한 재무위험의 증가를 억제시키게 될 수도 있을 것으로 예상된다. 본 연구는 이러한 기관투자자의 영향력과 기업의 부채의존도의 상관관계를 대리이론의 관점에서 파악하고자 하는 것을 목적으로 하고 있는데, 이를 위해서 1999년에서 2001년까지 증권시장에 계속적으로 상장된 171개의 제조업을 중심으로 기업에 대한 국내기관투자자의 지분율과 부채비율과의 관련성을 살펴 본 결과, 두 변수사이에 유의적인 역의 상관관계를 발견할 수 있었다.

주제어: 대리문제, 대리비용, 기관투자자, 기관투자자지분율, 부채비율

* 이 논문은 2003년도 인하대학교 교내 연구비 지원에 의해서 수행되었음

** 인하대학교 경영학부 교수

접수일자 : 2003-6-13 게재확정일자 : 2003-11-23

1. 서론

최근 들어서 증권시장에서의 기관투자자의 역할과 비중이 커짐에 따라서 이들의 주주로서의 기업에 대한 영향력이 증대하고 있다. 특히 이들의 영향력은 기업경영자들에 대한 통제를 강화시켜 주주와 경영자사이에서 발생할 수 있는 대리문제로 인한 대리비용의 발생을 억제시키고, 주주의 부의 극대화라는 기업의 목표달성에 긍정적인 역할을 하게 된다고 볼 수 있다. 이러한 관점에서 Demsetz(1983)와 Schleifer & Vishny(1986)등도 기관투자자와 같은 대규모 주주들의 존재는 기업경영자들에 대한 효과적인 통제와 감시를 가능하게 한다고 언급한 바 있으며, 더욱이 Agrawal & Mandelker(1990)는 실증적인 연구를 통해서 기관투자자자의 영향력과 주주의 부의 유의적인 정의 상관관계를 입증한 바 있다.

대리이론에서는 주주와 경영자사이의 대리문제로 인한 대리비용을 통제하고 이를 감소시키기 위한 방법으로 경영자의 그가 속한 기업에 대한 지분율을 증가시키거나, 자기자본대신 부채를 통한 자금조달을 증가시키는 방안 등이 제시되고 있다. 그러나 만약 기관투자자가 기업경영자에 대한 주주로서의 효과적인 통제를 할 수 있게 된다면 주주와 경영자사이의 대리문제로 인한 대리비용의 발생은 억제될 수 있을 것이며, 따라서 대리비용의 전통적인 통제요인으로서의 경영자지분율과 부채의 역할은 상대적으로 줄어들 것이다.

본 연구는 위에서 언급된 두 가지 대리비용의 통제요인 중에서도 부채와 관련된 것으로서, 기관투자자의 영향에 따른 기업의 부채의존도를 대리이론의 관점에서 파악하고자 하는 것을 그 목적으로 하고 있다. 즉 기관투자자들의 지분율이 커 그들의 영향력이 큰 기업일수록 대리문제의 발생가능성이 감소하고 따라서 부채의존도는 감소할 것이라는 관점과 관련된 연구를 우리나라의 기업들을 대상으로 시도하고자 한다. 이러한 연구는 대리문제와 관련 기관투자자의 대주주로서의 기업에 대한 감시와 영향력이 커질수록 기업들의 무차별적인 차입위주의 경영은 감소할 가능성이 커질 수도 있다는 견지에서도 고려해 볼 수 있다고 생각된다. 더욱이 기업의 부채의존도의 심화는 재무위험을 증대시키고 나아가서 파산위험의 증대로 이어진다고 볼 때, 기업가치의 극대화를 통한 주주의 부의 극대화를 추구하는 효과적인 기업경영을 유도하도록 하는 대주주로서의 기관투자자의 역할이 가능하고, 그들의 역할이 증대할수록 기업의 부채의존도는 감소할 것이라는 관점에서 또한 본 연구의 의의를 찾아볼 수 있게 된다.

II. 기관투자자와 기업의 부채

1. 대리비용의 통제요인과 부채

기업의 대리모형을 구체화하고 대리문제의 해결방안을 제시하고 있는 Jensen & Meckling(1976)의 대리이론의 핵심은 경영자들의 보통주 지분이라고 할 수 있다. 그들의 대리모형에 의하면 현대기업은 의사결정기능과 위험감수기능의 분리에 의해서 발생하는 경영자와 주주간의 대리문제에 직면하게 되는데, 이러한 대리관계에서 파생되는 불합리한 비용인 지분의 대리비용은 경영자의 주식지분을 증가시켜 경영자와 외부주주간의 이해관계를 일치시킴으로써 가능할 수 있다고 하였다. 그러나 이러한 경영자의 주식지분의 증가는 그들의 제한적인 부와 기업에 대한 소유권지분의 증가에 수반되는 분산비용 등에 의해서 제약을 받게 되며, 특히 부의 많은 부분을 분배해서 그 기업에 대한 주식지분을 증가시켜야만 하는, 그리하여 결과적으로 부정적 포트폴리오를 형성하게 되는 경영자들에게는 상당한 희생을 초래하게 된다.(Beck & Zorn, 1982). 따라서 지분의 대리비용을 통제하기 위해서 경영자의 주식지분을 증가시키는 것은 경영자의 개인적인 부의 대한 고려에 의해서 제한을 받게 된다.

지분의 대리비용을 통제하는 방법으로 부채보유수준을 증가시키는 방안을 또한 고려할 수 있다(Jensen & Meckling 1976, Jensen 1986). 이는 부채보유수준을 증가시킴으로써 지분의 증가를 통한 자금조달을 감소시키고, 결과적으로 주주와 경영자간의 이해상충을 줄인다는 관점에서 설명 가능한 방안이라고 할 수 있다. 더욱이 Jensen(1986)은 부채의 존재 자체가 경영자의 비 최적의 행동에 제약을 가한다는 논지의 주장을 통해서 대리비용의 통제변수로서의 부채의 의미를 강조한 바 있다. 또한 Grossman & Hart(1982)도 부채의 존재 자체는 어느 정도 경영자의 기업에 대한 효율적인 운영을 가능하게 하는 유인을 주고, 그로 인해 파산의 위험과 그들의 기업에 대한 통제능력의 상실 가능성을 줄여, 결과적으로 대리문제 해결에 도움을 줄 수 있다는 논지의 주장을 통해서 부채의 의미를 지적한 바 있다.

그러나 이러한 보유부채수준의 증가는 지분의 대리비용을 감소시킬 수 있으나 부채의 대리비용을 증기시킬 수도 있는 문제가 발생하게 되며(즉 부채를 과도하게 조달한 기업일수록 위험이 높은 투자안을 선택할 가능성이 높아지고, 이러한 위험의 채권자에게로의 전가를 통한 부채의 대리비용이 발생할 가능성이 높아진다), 이런 관점에서 부채보유수준의 증가를 통한 대리문제의 해결도 제약을 받게 된다고 할 수 있다.

2. 기관투자자와 기업의 부채의존도

Shleifer & Vishny(1986)는 기관투자자와 같은 대주주들은 증대한 경제적 이해관계 관점에서 경영자들을 감시하게 되는 유인을 갖게 된다고 하였다. 특히 그들은 기관투자자의 존재는 기업의 가치증가를 위해서 필요하다고 하였으며, 그들의 모델에서 기관투자자와 같은 대주주는 기업의 경영자들을 모니터링하기 위해서 비용을 치를 수밖에 없는 충분한 이해관계를 갖고 있으며, 기업의 가치 증가를 통한 더 높은 이득이 경영자의 모니터링에 의한 기업의 변화를 정당화시킬 수 있다면, 기관투자자들은 경영자들에 대한 감시를 위한 노력을 계속할 수밖에 없다는 것을 지적하였다.

기업경영자에 대한 감시자로서의 기관투자자의 중요성은 증권시장에서의 기관투자자가 차지하고 있는 주식 지분의 증대에 의해서 강조되고 있다. 미국의 경우, 1990년에 기관투자자들은 증권시장을 통해서 45%의 주식지분을 갖고 있는 것으로 추정되었으며, 이는 1980년의 33% 및 1950년의 8%와 비교할 때 팔복할만한 증가라는 것을 알 수 있다(Taylor, 1990). 2000년대에 들어서 미국 기관투자자의 기업에 대한 지분율은 1990년대 보다 더욱 증가한 것으로 추정되는데, 이는 기관투자자를 통한 간접투자방식이 활성화되고 있음으로 인한 당연한 결과라고 볼 수 있다.

과거의 기관투자자들은 기업의 경영성과에 만족하지 않을 경우 단순히 그들의 지분을 매각해 버리는 수동적인 퇴거정책을 추구해 왔다. 그러나 기관투자자들의 지분 증대는 이러한 수동적인 정책에서 탈피하여 적극적인 기업의 감시자로서의 역할을 가능하게 할 수 있게 된다고 할 수 있다. Coffee(1991)도 기관투자자의 행동이 수동적인 투자자에서 능동적인 기업의 감시자로 변화되고 있음을 지적하고, 증가되는 기관투자자들의 실천주의를 설명하고 있다. 즉 그는 기관투자자들의 지분의 확대와 그로 인한 그들의 집단적인 행동을 위한 능력의 증가는 기업에 대한 직접적인 감시비용을 감소시킨다고 할 수 있으며, 수동적인 퇴거정책은 지분처리에 의해서 발생하는 손실로 인해 더 큰 비용을 감수할 수 있게 됨을 지적하여 기관투자자들의 적극적인 감시자로서의 역할을 강조하고 있다.

우리나라의 경우도 90년대 들어서 기관투자자들의 투자자로서의 비중이 증가함에 따라 주주의 이익을 보호하기 위한 감시자로서의 역할이 강조되고 있으며, 실제로 기관투자자들의 의결권 행사를 통해서 이러한 역할을 행한 다양한 사례가 존재하고 있다. 더욱이 2002년 하반기부터 일정 수준 이상의 투자금액을 운영하고 있는 기관투자자에 대해서는 의결권 행사를 의무화한 증권투자신탁업법 시행령¹⁾이 실시되어

기관투자자의 주주로서의 의무를 통한 기업에 대한 감시자로서의 역할은 더욱더 강화될 전망이다.²⁾

이렇게 기관투자자의 기업 경영자에 대한 통제능력이 강화되고 주주로서의 역할이 증대될수록 주주와 경영자간의 대리문제는 상대적으로 줄어들게 되고, 지분의 대리비용 또한 감소하게 될 것이다. 따라서 기관투자자의 기업에 대한 주식지분율이 커서 기관투자자의 영향력이 큰 기업일수록 지분의 대리비용을 발생시키는 대리문제의 해결변수로서의 부채의 역할은 감소되어, 기업의 기관투자자지분율과 부채보유수준은 역의 상관관계를 갖게 될 것이다. 실제로 Bathala, Moon, & Rao(1994) 등은 이러한 역의 상관관계를 입증하기 위한 실증적인 연구를 시도한 바 있다. 즉, 그들은 뉴욕증권거래소(NYSE)와 미국증권거래소(ASE)에 상장된 기업들과 장외시장에서 주식이 거래되는 비 상장기업들까지도 연구 대상으로 하여 총 516개 기업(이 중 135개는 비상장 기업임)을 표본기업으로 선정하여 기관투자자지분율과 기업의 부채비율과의 상관관계를 회귀분석을 통해서 측정하였다. 그 결과 설명변수 기관투자자지분율은 부채비율을 설명하는 통계적으로 유의적(1%의 유의수준에서 통계적으로 유의적으로 나타났음)인 역의 상관관계를 갖는 변수로 파악하여, 실증적인 연구결과를 통해서 기관투자자의 역할을 대리이론의 관점에서 설명하고 있다.

이러한 두 변수간의 역의 상관관계는 대리문제와 관련 기관투자자의 대주주로서의 기업에 대한 감시와 영향력이 커질수록 기업들의 무차별적인 차입위주의 경영은 감소할 가능성이 커질 수도 있다는 견지에서도 생각해 볼 수 있다고 생각된다. 더욱이 기업의 부채의존도의 심화는 재무위험을 증대시키고 나아가서 파산위험의 증대로 이어진다고 볼 때, 기업가치의 극대화를 통한 주주의 부의 극대화를 추구하는 효과적인 기업경영을 유도하도록 하는 대주주로서의 기관투자자의 역할이 가능하고, 그들의 역할이 증대할수록 기업의 부채의존도는 감소할 것이라는 관점에서도 기관투자자의 영향력과 부채의존도와의 관계를 설명할 수 있게 된다.

1) 2002년 9월에 제정된 이 증권투자신탁업법 시행령은 금융기관에서 운영중인 각 펀드별로 10억원이 상, 혹은 펀드 운용금액의 5%이상 주식을 보유한 경우는 의결권 행사결과를 공시하도록 의무화하고 있으며, 의결권을 행사하지 않을 경우 그 이유를 공시하도록 하여 사실상 의결권 행사를 의무화하고 있다.

2) 국내 기관투자자들의 의결권 행사의 다양한 사례 중 몇 가지를 열거하면 다음과 같다.
 89. 8-해태제과, 해태음료 합병안 부결 90. 2-벽산, 벽산페인트 영업일부 양도안 부결
 91. 3-동양시멘트, 영업일부 양도안 부결 92. 9-벽산, 벽산ALC 흡수합병안 부결
 93. 9-광주고속, 한국복합화물터미널 흡수합병안 부결 94. 8-미도과, 영업일부 양도 안건 취소
 95. 10-한일합성, 한일레저개발 흡수합병안 부결 96. 3-삼성전관, 가천산업 흡수합병안 부결

III. 가설의 설정 및 분석 모형

1. 가설의 설정

본 연구에서는 '기업에 대한 기관투자자지분율이 증가할수록 그 기업의 부채비율은 감소한다'는 가설을 설정한다.

이러한 가설은 앞에서 계속적으로 일관되게 논의된 대리이론의 관점에서의 기관투자자의 역할 증대와 이에 따른 부채의존도의 감소와 관련 설정된 것이다. 즉 대리이론에서 언급하는 주주와 경영자간의 대리문제의 해결수단으로서의 부채의 역할은 기관투자자의 영향력이 증가될수록 감소된다는 견지에서 본 가설 설정의 의의를 살펴볼 수 있으며, 또한 대리이론의 관점에서 기관투자자의 감시자로서의 역할 증가는 기업의 재무위험을 증가시켜 기업가치에 부정적인 영향을 줄 수 있는 차입위주의 경영 형태를 축소시킬 가능성이 있다는 견지에서 또한 본 가설 설정의 의미를 설명할 수 있게 된다.

2. 분석 모형의 설정과 변수

1) 분석모형 설정과 변수선정 배경

위에서 설정된 가설에 대한 검증을 시도하기 위해서 다음과 같은 기관투자자의 영향력과 기업의 부채보유수준과의 관계를 분석하기 위한 회귀모형을 설정하였다.

$$DEBT = a + b*INSTL + c*GROWTH + d*PROFIT + e*SIZE + u$$

위 회귀모형에서 피 설명변수는 부채비율(DEBT)이 되며, 설명변수는 기업의 기관투자자지분율(INSTL), 성장률(GROWTH), 수익성(PROFIT), 기업규모(SIZE)를 포함하고 있다. 그리고 b, c, d, e는 회귀계수이고 a는 상수항 u는 잔차항을 의미한다.

본 분석모형이 설정된 이유와 모형에 포함되어 있는 변수들의 선정이유는 다음과 같다.

본 연구의 주된 목적과 관련되어 설정된 가설을 회귀분석을 통해서 검증하기 위해서 필요한 독립변수는 기관투자자의 영향력과 관련된 기관투자자지분율 한 가지이며, 이 한 가지 독립변수만을 이용 회귀분석시 설정하게 되는 분석 모형은 단순회

귀분석모형이 된다. 그러나 이 모형을 통한 단순회귀분석보다 통제변수로서 부채비율과 관련된 여러 중요 변수들을 사용한 중회귀분석모형을 이용한 중회귀분석을 실시하는 것이 연구의 충실성을 기할 수 있다고 생각되어 위의 중회귀분석모형을 설정하였다.

또한 설정된 독립변수들중 앞에서 언급된 바와 같이 주된 관심대상이 되는 INSTL(기관투자자지분율)은 대리이론의 관점에서, 그리고 나머지 통제변수들은 부채비율을 가장 잘 설명할 것으로 예상되는 변수들을 자본구조이론의 관점에서 기존의 실증적인 연구 결과들을 참조하여 선정하였다.

2) 독립변수들과 부채비율과의 관계

여기서 주된 관심 변수로서 부채비율과의 관계 분석을 위해서 설정되어 이미 언급된 INSTL을 제외한 나머지 통제변수들과 부채비율과의 관계를 기존의 실증적 연구결과를 통해서 살펴보면 다음과 같다.

(1) GROWTH

기업의 성장률과 부채비율과의 관계에 관한 다양한 연구 결과가 존재하고 있다.

Titman & Wessels(1988)와 Myers(1977)등은 성장기업일수록 주주와 채권자 사이에 존재하는 대리문제로 인하여 부채비율은 낮아진다고 지적한 바 있다. 즉 성장기업의 경우 채권자들로부터 부를 빼앗아가는 비 최적투자문제가 주주와 채권자 사이에 발생할 가능성이 커져 기업의 성장률과 부채비율과는 역의 상관관계를 갖게 된다는 것이다. 또한 기업의 높은 성장성은 Myers & Majluf(1984)가 언급한 지분의 낮은 비대칭적 정보비용(information asymmetry costs)과 연결되어서 부채보다도 지분을 통한 자금조달을 선호하게 된다는 관점에서 성장률과 부채비율과의 역의 상관관계를 설명하는 경우도 있다.

Titman & Wessels(1988)는 실증적인 연구를 위해서 자본적 지출비용, 총자산, 및 R&D비용 등의 증가율을 기업의 성장률의 측정 변수로 사용한 결과 부채비율과 역의 상관관계를 얻은 바 있으며, Kim & Sorensen(1986)과 Bathala, Moon, & Rao(1994)등은 각각 영업이익증가율과 총자산증가율을 기업의 성장률을 나타내는 변수로 사용 성장률과 부채비율과의 역의 상관관계가 존재한다는 결과를 또한 얻었다.

그러나 Kester(1986)는 이익증가율을 기업의 성장률 측정 변수로 사용한 실증적 연구 결과 부채비율과 정의 상관관계를 얻은 바 있으며, Carleton &

Silberman(1977)은 성장률과 부채비율과 유의적인 상관관계를 발견하지 못한 바 있다.

(2) PROFIT

기업의 수익성과 부채비율과의 관계에 있어서, 주요 연구 결과들은 두 변수 사이에 역의 상관관계가 있음을 제시하고 있다. 즉 수익성의 증가는 기업 자금의 증가로 이어질 수 있어 차입을 통한 자금조달은 줄어든다는 관점에서 이러한 관계를 설명하고 있다.

연구 결과들을 살펴보면, 우선 Myers & Majluf(1984)는 수익성이 높은 기업일수록 내부자금이 증가하고 이로 인하여 부채에 대한 수요가 감소하여 수익성과 부채비율과는 역의 상관관계를 갖는다고 주장하였으며, 그리고 Jensen, Solberg, & Zorn(1992)는 기업의 총자산영업이익률을 수익성 변수로 하여 부채비율과의 상관관계를 측정한 결과 두 변수사이에 역의 상관관계가 존재하고 있음을 발견한 바 있다. 또한 Collins & Sekely(1983), Kester(1986), Carelton & Silberman(1977)등도 영업이익률을 수익성 변수로 한 실증적인 연구 결과를 통해서 수익성과 부채비율과의 역의 상관관계를 제시하고 있다.

그러나 Marsh(1982)는 수익성을 나타내는 변수로서 자기자본순이익률을 사용한 결과 부채비율과 수익성간의 유의적인 상관관계가 존재하지 않고 있다는 연구 결과를 제시하고 있으며, Taub(1975)는 기업의 수익성과 부채비율과의 정의 상관관계를 입증하는 실증적인 연구 결과를 얻은 바 있다.

(3) SIZE

많은 연구 결과들이 기업규모와 부채비율사이에 정의 상관관계가 존재하고 있음을 주장하고 있다. 즉 Scott(1972)와 Ferri & Jones(1979)등은 대규모 기업일수록 자본시장에 대한 접근이 용이하고 소규모 기업보다 낮은 자본비용으로 부채를 조달할 수 있어 기업규모가 클수록 부채비율이 증가한다고 언급한 바 있으며, 또한 Warner(1977)와 Ang, Chua & McConnell(1982)도 기업규모가 커짐에 따른 기업의 다각화는 기업의 파산 가능성을 줄여주고 이에 따른 파산비용의 감소는 부채의 대리비용의 감소로 연결되어 대규모기업일수록 부채비율이 증가한다고 하였다. 그리고 이러한 기업규모와 부채비율간의 정의 상관관계는 Friend & Lang(1988)과 Crutchley & Hansen(1988)등의 실증적인 연구 결과들을 통해서 입증된 바 있다.

그러나 Titman & Wessels(1988)은, 기업규모가 적을수록 부채보다 지분 발행을 통한 자본조달을 위해서 상대적으로 많은 비용이 소요되어 소규모기업이 대기업보다 부채를 더 많이 사용할 가능성을 제시, 기업규모와 부채비율과의 역의 상관관계

를 주장하였다. 마찬가지로 Pettit & Singer(1985)도 소규모기업의 자기자본비용이 대기업보다 상대적으로 크다고 하여 소규모기업일수록 부채의 사용이 증가한다고 하였다. 그밖에 Myers(1977)는 기업규모와 부채사용과의 일정한 상관관계를 부정하였으며, Kim & Sorensen(1986)은 기업규모와 부채보유수준과는 상관관계가 존재하지 않는다는 실증연구결과를 얻은 바 있다.

3. 자료의 추출 및 변수의 계산

위의 회귀모형을 이용한 회귀분석을 실시하기 위해서, 분석 대상이 되는 표본기업 선정은 우선 1999년부터 2001년까지 3년간 증권시장에 계속 상장된 기업을 대상으로 하였는데, 연구대상 기간을 1999년 이후로 한정할 이유는 기관투자자의 영향력이 90년대 초반에는 미미하였고, 90년대 중반 이후부터는 IMF체제하에서의 불안정한 경제환경하에서의 기업 활동기간이 포함되어 있기 때문에 비교적 안정적인 경제환경하에서의 기업활동기간을 연구기간으로 설정하기 위해서라고 할 수 있다. 그리고 금융, 유통, 건설, 및 서비스업종에 속해 있는 기업은 제외하였으며, 연구대상 기간 동안에 영업손실 또는 당기순손실이 발생한 기업과 분석에 필요한 충분한 자료를 얻을 수 없는 기업도 표본기업에서 제외되었다. 이렇게 하여 최종적으로 선정된 기업은 171개 기업이었으며, 연구를 위한 재무자료를 얻기 위해서는 한국신용평가(주)에서 제공하는 KIS-FAS를 이용하였다.

그리고 위의 회귀모형에 나타나 있는 변수들은 다음과 같이 계산되었다.

1)DEBT: 기업의 부채비용은 기업의 총 부채를 자기자본으로 나눈 비율로서 계산되었다.

2)INSTL: 기업에 대한 기관투자자 지분율은 기업의 법인주주들 중 기관투자자로 간주할 수 있는 금융기관, 증권회사, 보험회사 등의 주식지분을 총합계로서 계산되었다.

3)GROWTH: 기업의 성장률을 측정하는 변수로는 연도별 매출액증가율을 계산하여 이용하였다

4)PROFIT: 수익성을 측정하는 변수로는 기업의 영업이익을 총자산액수로 나누어 계산되는 총자산영업이익률을 사용하였다

5)SIZE: 기업규모를 측정하는 변수로는 총자산액수를 이용하였으며, 규모의 차이를 조정하기 위해서 log를 취하여 사용하였다.

표본기업들의 업종별 현황은 다음의 (표-0)에 제시되어 있으며, 또한 각 변수들

성기성

의 연도별 기술적 통계량은 (표-1)에 제시되어 있다.

(표-0) 표본기업들의 업종별 현황

업종	표본기업수	비율(%)
기계	11	6.4
비금속광물	7	4.1
섬유의복	11	6.4
운수장비	10	5.8
음식료품	16	9.4
의약품	21	12.3
전기가스	7	4.1
전기전자	26	15.2
종이목재	2	1.2
철강금속	14	8.2
화학	41	24
기타제조업	5	2.9
총계	171	100

(표-1) 연도별 기술적 통계량

	1999	2000	2001	1999-2001년		평균치		
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
DEBT	0.9281	0.4607	0.8710	0.5337	0.7883	0.6385	0.8625	0.4813
INSTL	0.0914	0.0976	0.0688	0.0878	0.0487	0.0795	0.0696	0.0786
GROWTH	0.1208	0.2228	0.1510	0.1795	0.0833	0.2276	0.1184	0.1308
PROFIT	0.0778	0.0440	0.0788	0.0616	0.0706	0.1109	0.0757	0.0575
SIZE	11.323	0.5746	11.360	0.5675	11.377	0.0795	11.353	0.5622

(표-1)을 살펴보면 변수 DEBT의 경우는 점진적인 하향추세를 갖고 있는 것을 알 수 있으며, PROFIT과 SIZE의 경우도 안정적인 움직임과 갖고 있는 것을 알 수 있다. 그러나 다른 변수들과 달리 INSTL의 경우는 2001년과 2002년에 모두 뚜렷한 하락 추세를 갖고 있는 것을 알 수 있는데, 이는 이 기간 동안에 기관투자자들의 주식 매도가 집중적으로 이루어진 결과가 아닌가 하는 것으로 보여진다. 실제

로 2000년도에 주가가 고점을 이루고 이후 하락세를 타는 와중에 기관투자자들의 주식매도 압박이 심화되었던 것으로 파악되고 있다. 그리고 매출액 성장률로 측정된 GROWTH가 2000년에 증가 후 2001년에 감소한 것은 경기변동에 의한 영향이 아닌가 하는 것으로 또한 보여 진다.

IV. 실증분석 결과

1. 연도별 회귀분석 결과

우선 1999년도의 변수들 간의 Pearson상관계수와 앞의 회귀모형을 이용한 회귀 분석결과를 요약한 결과가 (표-2)와 (표-3)에 제시되어 있다.

(표-2)Pearson상관계수-1999년

	DEBT	GROWTH	PROFIT	SIZE	INSTL
DEBT	1.000	-0.093	-0.046	0.268	-0.005
GROWTH	-0.093	1.000	0.156	-0.168	-0.149
PROFIT	-0.046	0.156	1.000	-0.055	0.044
SIZE	0.268	-0.168	-0.055	1.000	0.425
INSTL	-0.005	-0.149	0.044	0.425	1.000

(표-3)회귀분석 결과-1999년

변수	회귀계수	표준오차	t-값	p-값	공차한계	분산팽창요인
상수	-1.858	0.744	-2.495	0.014		
GROWTH	-0.120	0.158	-0.759	0.449	0.940	1.063
PROFIT	-0.145	0.789	-0.183	0.855	0.967	1.033
SIZE	0.254	0.066	3.381	0.000	0.805	1.243
INSTL	-0.649	0.389	-1.668	0.097	0.807	1.240

성기성

(표-3)을 보면 주된 관심대상이 되는 변수 INSTL의 경우 회귀계수의 부호가 (-)로 나타나고 있으며 또한 이는 통계적으로 10%유의수준에서 유의적으로 나타나고 있어, 기업에 대한 기관투자자의 지분률이 높을수록 그 기업의 부채비율은 낮아지고 있다는 것을 알 수 있다. 변수 GROWTH와 PROFIT의 경우는 회귀계수의 부호가 (-)로 나타나고 있어 기존의 여러 연구들과 마찬가지로 성장하는 기업일수록, 그리고 수익성이 높은 기업일수록 부채비율이 낮아진다는 결과를 얻었으나, 통계적인 유의성은 떨어지고 있어 두 변수의 부채비율에 대한 설명력은 낮다는 것을 알 수 있다. 변수 SIZE의 경우는 회귀계수의 부호가 (+)이며, 통계적인 유의성도 현격히 높게 나타나고 있어 대규모 기업의 부채의존도가 소규모 기업보다 높을 수밖에 없다는 기존의 대다수 연구 결과와 동일한 결과를 얻은 것을 알 수 있다. 그리고 설명변수들 간의 다중공선성의 존재를 살펴보기 위해서 공차한계와 분산팽창요인을 측정한 결과, 공차한계와 분산팽창요인이 모두 각각 0.1이상과 10이하로 나타나고 있어, 설명변수 간에 다중공선성은 거의 없다는 것을 알 수 있다.

다음으로 (표-5)의 2000년도의 회귀분석 결과를 보면 우선 변수 INSTL의 경우 전 연도의 회귀분석결과와 마찬가지로 회귀계수의 부호가 마찬가지로 (-)로 나타나고 있으나, 5%의 유의수준에서 유의적으로 나타나 통계적인 유의성이 증가하고 있는 것을 알 수 있으며, 이는 기업의 기관투자자 지분률과 부채비율과의 역의 상관성을 더욱 확인시켜주는 결과라고 할 수 있다. 변수 GROWTH의 경우는 전 연도와 달리 회귀계수의 부호가 (+)로 나타나고 있으며, 통계적인 유의성도 뚜렷하게 나타나고 있어, 기존의 많은 연구 결과들과 달리 성장률이 높은 기업일수록 부채의존도가 심화되고 있는 것을 알 수 있는데, 이는 성장에 따른 자금의 소요량의 많은 부분을 부채에 의존할 수밖에 없는 우리나라 기업들의 자금조달환경에 기인하는 것이 아닌가 하는 생각이 든다. 변수 PROFIT과 SIZE의 경우는 전 연도와 마찬가지로 회귀계수의 부호가 각각 (-)와 (+)로 나타나고 있으며, 각각 5%와 1%의 유의수준에서 통계적으로 유의적으로 나타나고 있는 것을 알 수 있다. 특히 변수 PROFIT의 경우는 전 연도와 달리 통계적으로 유의적인 설명변수로 나타나고 있는 것을 알 수 있으며, SIZE의 경우는 전 연도와 마찬가지로 동일한 유의성을 갖는 설명변수로 존재하고 있는 것을 또한 알 수 있다. 그리고 공차한계와 분산팽창요인의 값은 각각 0.1이상과 10이하로 나타나고 있어 설명변수 간에 다중공선성의 존재는 거의 없는 것으로 파악되었다.

기관투자자와 기업의 레버리지비율

(표-4) Pearson상관계수-2000년

	DEBT	GROWTH	PROFIT	SIZE	INSTL
DEBT	1.000	0.158	-0.149	0.330	-0.033
GROWTH	0.158	1.000	0.206	0.113	0.016
PROFIT	-0.149	0.206	1.000	-0.010	-0.028
SIZE	0.330	0.113	-0.010	1.000	0.367
INSTL	-0.033	0.016	-0.028	0.367	1.000

(표-5) 회귀분석 결과-2000년

변수	회귀계수	표준오차	t-값	p-값	공차한계	분산팽창요인
상수	-3.019	0.801	-3.770	0.000		
GROWTH	0.464	0.215	2.159	0.032	0.944	1.060
PROFIT	-1.580	0.622	-2.542	0.012	0.956	1.046
SIZE	0.354	0.071	4.951	0.000	0.854	1.172
INSTL	-1.087	0.459	-2.368	0.019	0.865	1.157

마지막으로 (표-7)의 2001년도의 회귀분석 결과를 보면, 변수 INSTL의 경우는 이전의 결과들과 마찬가지로 역시 회귀계수가 (-)의 부호로 나타나고 있어, 기관투자자 지분률의 부채비율에 대한 역의 상관관계는 모든 기간 동안 일관성 있게 나타나는 것을 알 수 있게 된다. 그러나 통계적 유의성은 이전 연도들의 결과들과 달리 떨어지고 있는 것으로 나타나고 있다. 변수 GROWTH는 전 연도와 마찬가지로 회귀계수의 부호가 (+)로 나타나고 있으며 1% 유의수준에서 통계적으로 유의성이 있는 것으로 나타나 통계적인 유의성이 더욱 증가하고 있는 것을 알 수 있어, 성장하는 우리나라 기업들의 자금조달 형태의 특이성을 다시 한번 확인할 수 있게 된다. 변수 RPROFIT의 경우는 이전 2개년도의 결과들과 달리 회귀계수의 부호가 (+)로 나타나고 있으나, 통계적인 유의성은 떨어지고 있어 부채비율에 대한 정의 상관관계로서의 의미 있는 변수라고 할 수는 없는 것으로 보여진다. 변수 SIZE는 회귀계수의 부호가 전 연도들과 동일하게 (+)로 나타나고 있으며, 마찬가지로 1%의 유의수준에서 통계적으로 유의적으로 나타나, 일관된 유의적인 설명력을 통해서 기업규

성기성

모가 커질수록 부채의존도가 커진다는 결과를 보여주고 있다. 또한 공차한계와 분산팽창요인의 수치는 모두 각각 0.1이상과 10이하로 나타나, 전 연도들의 결과들과 마찬가지로 설명변수 간의 다중공선성의 존재는 거의 없는 것으로 나타났다.

(표-6) Pearson상관계수-2001년

	DEBT	GROWTH	PROFIT	SIZE	INSTL
DEBT	1.000	0.306	0.166	0.224	-0.029
GROWTH	0.306	1.000	0.239	-0.022	-0.039
PROFIT	0.166	0.239	1.000	0.029	0.046
SIZE	0.024	-0.022	0.029	1.000	0.278
INSTL	-0.029	-0.039	0.046	0.278	1.000

(표-7) 회귀분석 결과-2001년

변수	회귀계수	표준오차	t-값	p-값	공차한계	분산팽창요인
상수	-2.399	0.969	-2.475	0.014		
GROWTH	0.808	0.206	3.915	0.000	0.940	1.064
PROFIT	0.525	0.424	1.240	0.217	0.939	1.065
SIZE	0.272	0.086	3.172	0.002	0.922	1.084
INSTL	-0.234	0.597	-0.392	0.695	0.919	1.088

2. 3개년 평균치의 회귀분석 결과

1999년부터 2001년까지 연도별로 측정된 변수들의 수치를 산술평균하여 얻어진 기업별 변수들의 평균치를 이용하여 또한 회귀분석을 실시하였는데, 그 결과가 (표-9)에 제시되어 있다. 우선 주된 관심 대상 변수인 INSTL의 경우를 보면 연도별

기관투자자와 기업의 레버리지비율

회귀분석결과와 마찬가지로 회귀계수의 부호가 (-)이며 10%의 유의수준에서 통계적으로 유의적으로 나타나고 있어 기관투자자 지분율과 기업의 부채비율과의 역의 상관성을 다시 한번 확인할 수 있게 된다. 변수 GROWTH의 경우는 회귀계수의 부호가 (+)이며 10%의 유의수준에서 통계적인 유의성을 갖는 것으로 나타나, 기업의 성장성이 부채의존도를 증가시킨다는 연도별 분석 결과와 동일한 결과를 얻게 된다는 것을 확인할 수 있다. 기존의 많은 연구들과 마찬가지로 변수 PROFIT의 경우는 회귀계수의 부호는 (-)로 나타나고 있으나, 그 통계적 유의성은 떨어지고 있어 부채비율과의 역의 상관성을 갖는 의미있는 비율로서 수익성의 설명력은 떨어지고 있는 것을 알 수 있다. 변수 SIZE의 경우는 모든 연도별 분석에서 회귀계수의 부호가 (+)로 나타나고 통계적인 유의성도 일관되게 나타났듯이, 여기서도 회귀계수의 부호가 (+)로 나타나고 있고 1%의 유의수준에서 역시 통계적으로 유의적으로 나타나, 기업규모가 클수록 부채의존도가 증가할 수밖에 없다는 기존의 많은 연구 결과들을 다시 한번 확인할 수 있다. 공차한계와 분산팽창요인의 값도 기준치에 못 미치는 것으로 나타나 설명변수 간의 다중공선성의 존재는 연도별 분석의 결과와 마찬가지로 희박한 것으로 나타났다.

(표-8) Pearson상관계수(3개년 평균치의 분석 결과)

	DEBT	GROWTH	PROFIT	SIZE	INSTL
DEBT	1.000	0.117	-0.033	0.284	-0.010
GROWTH	0.117	1.000	0.237	-0.093	-0.124
PROFIT	-0.033	0.237	1.000	-0.021	0.015
SIZE	0.284	-0.093	-0.021	1.000	0.410
INSTL	-0.010	-0.124	0.015	0.410	1.000

성기성

(표-9)회귀분석 결과(3개년 평균치의 분석 결과)

변 수	회귀계수	표준오차	t-값	p-값	공차한계	분산팽창요인
상수	-2.523	0.768	-3.284	0.001		
GROWTH	0.541	0.278	1.944	0.054	0.926	1.080
PROFIT	-0.489	0.628	-0.779	0.437	0.941	1.062
SIZE	0.301	0.068	4.398	0.000	0.830	1.205
INSTL	-0.828	0.492	-1.684	0.094	0.823	1.216

최종적으로 지금까지 언급한 연도별 회귀분석 결과와 3개년 평균수치에 의한 회귀분석 결과를 요약하여 (표-10)에 제시하였다.

(표-10)을 보면 알 수 있듯이, 우선 주된 관심 변수로서의 INSTL의 경우는 3개년 각각의 모든 기간과 3개년 평균치의 분석 결과 모두 회귀계수의 부호가 (-)로 나타나고 있으며, 2001년의 경우만 제외하고는 모두 통계적으로 유의적인 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 Bathala, Moon, & Rao(1994)등의 연구와 동일한 것으로서, 기관투자자의 지분률이 커서 기관투자자의 영향력이 클 가능성이 있는 기업일수록 부채비율이 낮아진다는 설명이 대리이론의 관점에서 가능할 수도 있다는 것을 시사한다고 보여진다. 또한, 이는 기관투자자들의 영향력이 커질 수 있는 기업일수록 부채증가로 인한 재무위험이 감소될 수도 있다는 것을 보여준다는 견지에서 나름대로 의미있는 결과라고도 보여진다. 그리고 이러한 기관투자자 지분률과 부채비율과의 역의 상관관계는 기관투자자들이, 부채비율이 낮아 재무위험이 작은 기업들을 선호한다는 것을 보여줄 수도 있는 결과라고도 생각되는데, 이러한 관점에서도 우리나라 기관투자자의 투자성향과 관련 나름대로 의미있는 결과라고 보여진다.

다음으로, 변수 GROWTH의 경우를 보면, 1999년의 경우만 회귀계수의 부호가 (-)로 나타나고 나머지 2000년과 2001년, 그리고 3개년 평균수치에 의한 회귀분석 결과 모두 (+)로 나타나면서 역시 1999년을 제외하고 모두 통계적으로 유의적으로 나타나고 있는 것을 알 수 있다. 이는 Titman & Wessels(1988)나 Kim & Sorensen(1986)등을 비롯한 주요 연구 결과들에서 나타난 두 변수간의 역의 상관관계와 상반되는 결과로서, 앞에서 이미 언급한 바와 같이 우리나라 성장기업들의 자금조달이 주로 부채에 의존하게 되는 특수성에 기인한 결과로서 보여 진다.

기관투자자와 기업의 레버리지비율

(표-10)연도별 회귀분석 결과 요약

회귀계수				
변수	1999년	2000년	2001년	3개년 평균수치
GROWTH	-1.858(-0.759)	0.464(2.159)**	0.808(3.915)***	0.541(1.944)*
PROFIT	-0.120(-0.183)	-1.580(-2.542)**	0.525(1.240)	-0.489(-0.779)
SIZE	0.254(3.381)***	0.353(4.951)***	0.272(3.172)***	0.301(4.398)***
INSTL	-0.649(-1.668)*	-1.087(-2.368)**	-0.234(-0.392)	-0.828(-1.684)*

- ()의 수치는 t-값임
- *** 1%유의수준에서 유의적임
- ** 5%유의수준에서 유의적임
- * 10%유의수준에서 유의적임

변수 PROFIT의 경우는 2001년도의 결과만 제외하고, 1999년과 2000년 그리고 3개년 평균수치에 의한 분석 결과에서 모두 회귀계수의 부호가 (-)로 나타나고 있어, Myers & Majluf(1984)와 Jensen, Solberg, & Zorn(1992)등을 비롯한 많은 연구들과 유사한 결과를 얻은 것으로 보여지나, 2000년의 결과를 제외하고는 모두 통계적인 유의성이 떨어지고 있어 부채비율과 역의 상관관계를 갖는 의미 있는 변수로 간주하기는 힘들어 보인다. 변수 SIZE는 Ferri & Jones(1979)와 Ang, Chua, & McConnell(1982)등을 포함한 여러 연구들에서 주장되고 있는 부채비율과의 정의 상관관계를 갖는 변수로 나타나고 있으며, 또한 모든 기간에서 일관성 있는 뚜렷한 유의적인 설명능력을 갖고 있는 것을 알 수 있다. 이는 이미 언급된 바와 같이 대규모기업일수록 자본시장의 접근이 유리하고 낮은 타인자본비용의 이점을 얻을 수 있다는 견지에서 당연한 결과라고 볼 수 있다.

V. 요약 및 결론

기관투자자들의 증권시장에서의 비중이 커짐에 따라서 이들의 주주로서의 기업에 대한 영향력이 증대하고 있다. 따라서 기관투자자들의 기업에 대한 통제력이 증가할 가능성이 커지고, 이는 주주와 경영자간의 대리문제에 의한 대리비용의 발생을

억제하는 결과를 가져다 줄 수도 있게 된다고 볼 수 있다.

본 연구는 이러한 대리이론의 관점에서 기관투자자의 영향력과 기업의 부채비율과의 상관관계를 살펴보고자 하는 것으로서, 주주와 경영자사이의 갈등으로 발생하는 지분의 대리비용에 대한 통제변수로서의 부채의 사용은 기업에 대한 기관투자자 지분이 증가할수록 감소하는지의 여부를 살펴보는 것을 목적으로 하고 있다. 더욱이 기업에 대한 기관투자자의 영향력이 증가할수록 기업에 대한 감시 기능의 강화로 무차별적인 차입을 통한 재무위험의 증가로 인한 기업가치가 감소될 가능성이 작아진다고 볼 때, 기업에 대한 기관투자자의 지분과 부채비율과의 상관성을 측정하는 것은 나름대로 의미를 부여할 수 있는 일이라고 할 수 있게 된다.

본 연구는 이러한 기관투자자지분과 부채비율과의 상관성을 측정하기 위해서, 1999년부터 2001년까지 3개년을 연구대상 기간으로 하여 이 기간동안 계속적으로 증권시장에 상장된 기업들을 대상으로 하여 기관투자자지분율과 부채비율과의 상관관계 분석을 회귀분석을 통해서 실시하였다. 그 결과 두 변수 간에 통계적으로 유의적인 역의 상관관계를 발견하였는데, 이러한 결과는 대리이론의 관점에서 기관투자자의 기업에 대한 영향력을 입증할 수도 있다는 것을 시사한다고 보여진다. 그러나 또 다른 측면에서는 기관투자자의 투자성향에 의해서 낮은 부채비율의 기업을 선호한 결과로 인한 것으로 해석을 하여 볼 수도 있게 되는데, 우리나라 기업들의 부채비율과 그 기업들에 대한 기관투자자지분율과의 뚜렷한 역의 상관관계를 발견할 수 있었다는 것에 대해서 본 연구의 의의 또는 기여도를 찾아보고자 한다.

그러나 이러한 연구 결과는, 우리나라 기관투자자들의 기업에 대한 영향력이 강조된 것은 비교적 최근의 일이며, IMF체제라는 비정상적인 기업활동 기간이 근래에 존재하고 있었다는 점들을 고려해서 충분한 연구기간이 아닌 비교적 단기간을 연구대상으로 할 수 밖에 없었다는 한계를 지니고 있다고 볼 수 있다. 또한 본 연구는 순수한 국내의 기관투자자들만을 고려한 연구 결과로서, 외국인투자자들의 영향력에 대한 검증은 시도하지 않은바 향후 외국인투자자와 관련된 연구는 추가적으로 행하여야 될 중요한 과제로 생각된다.

참 고 문 헌

- Agrawal, A. and G. N. Mandelker, "Large Shareholders and Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1990, 143-161.
- Ang, J., J. Chua, and J. McConnell, "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note," *Journal of Finance*, March 1982, 219-226.
- Bathala, C. T., K. P. Moon, and R. P. Rao, "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective," *Financial Management*, Autumn 1994, 38-54.
- Beck, P. and T. Zorn, "Managerial Incentives in a Stock Market Economy," *Journal of Finance*, December 1982, 1151-1167.
- Carleton, W. T. and I. H. Silberman, "Joint Determination of Capital Structure: An Economic Analysis," *Journal of Finance*, June 1977, 811-821.
- Coffee, J. C., "Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor," *Columbia Law Review*, October 1991, 1277-1368.
- Collins, J. M. and W. S. Sekely, "The Relationship of Headquarters Country and Industry Classification to Financial Structure," *Financial Management*, Autumn 1983, 45-51.
- Crutchley, C. E. and R. S. Hansen, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends," *Financial management*, Winter 1989, 36-46.
- Demsetz, H., "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, June 1983, 375-390.
- Ferri, M. G. and W. H. Jones, "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach," *Journal of Finance*, June 1979, 631-644.
- Friend, I. and L. H. P. Lang, "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *Journal of Finance*, June 1988, 271-281.
- Grossman, S. J. and O. Hart, "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives," in *The Economics of Information and Uncertainty*, J. McCall, ed., Chicago, IL, University of Chicago Press, 1982.
- Jensen, G. R., D. P. Solberg, and T. S. Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1992, 247-263.
- Jensen, M. C., "Agency Cost of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, May 1986, 323-329.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of*

- Financial Economics*, October 1976, 305-360.
- Kester, W. C., "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations," *Financial Management*, Spring 1986, 5-16.
- Kim, W. S. and E. H. Sorensen, "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial Quantitative Analysis*, June 1986, 131-144.
- Marsh, P., "The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study," *Journal of Finance*, March 1982, 121-144.
- Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, March 1977, 147-175
- Myers, S. C. and N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, June 1984, 187-221.
- Pettit, R. and R. F. Singer, "Small Business Finance: A Research Agenda," *Financial Management*, Autumn 1985, 47-60.
- Scott, D. F., "Evidence on the Importance of Financial Structure," *Financial Management*, Summer 1972, 45-50.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, June 1986, 461-488.
- Taub, A. J., "Determinants of the Firm's Capital Structure," *The Review of Economics and Statistics*, November 1975, 410-416.
- Taylor, W., "Can Big Owners Make a Big Difference?," *Harvard Business Review*, September-October 1990, 70-82.
- Titman, S., "The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision," *Journal of Financial Economics*, March 1984, 137-151.
- Titman, S. and R. Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance*, March 1988, 1-19.
- Warner, J., "Bankruptcy Costs: Some Evidence," *Journal of Finance*, May 1977, 239-276.

ABSTRACT

Institutional Investors and Corporate Leverage Ratios

Sung, Kee-Seong*

The main purpose of this study is to investigate the impact of institutional investors on corporate leverage ratio with a view point of agency theory. Thus, this study hypothesizes that the use of debt is inversely related to the extent of monitoring by institutional investors.

In this study, 171 firms listed in the securities markets from 1999 to 2001 are selected to examine the correlation between institutional ownership and corporate leverage ratio.

The result of this study shows that institutional ownership is found to be negatively related to the level of debt financing in the firm. Thus, the result obtained here support the notion that institutional investors serve as effective monitoring agents and help in mitigating agency costs.

Key words : institutional investors, agency theory, leverage ratio, agency costs, institutional ownership

* Professor, Dept. of Business Administration, Inha University