

## 대주주 기관투자자는 기업투자에 영향을 미치는가?

문승진, 김병곤\*  
창원대학교 경영학과

### Do Institutional Blockholders Affect Corporate Investment?

Seoungjin Moon, Byounggon Kim\*

Department of Business Administration, Changwon National University

**요약** 본 연구에서는 대주주 기관투자자(institutional blockholders)가 기업투자에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 기간은 2002년부터 2021년까지이다. 표본은 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 30,705개(연도-기업) 기업을 사용하였다. 분석을 위해 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고, 패널자료회귀분석법을 사용하여 분석하였다. 실증분석결과는 다음과 같다. 대주주 기관투자자의 지분율과 기업투자 간에는 역U자형 비선형관계를 갖는다는 것을 알 수 있었다. 대주주 기관투자자의 지분율이 0~11.52% 구간에서는 기업투자에 정(+)의 영향을 미치고, 11.52%를 초과하면 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 대주주 기관투자자의 지분율이 일정 수준보다 낮을 때에는 경영감시 유인이 크게 작동하여 과소투자 문제를 완화시키고, 기업가치 증대를 가져올 수 있는 기업투자를 확대시키고자 하는 유인이 큰 것으로 이해할 수 있었다. 그렇지만 대주주 기관투자자가 일정 수준 이상으로 지분율을 보유하게 되는 경우에는 기업에 대한 영향력이 증가하여 과잉투자문제를 완화시키거나, 대주주 기관투자자의 사적 이익 추구 유인을 증가시켜 기업투자를 감소시키는 것으로 이해할 수 있었다. 이와 같이 대주주 기관투자자의 지분율과 기업투자 간에 역U자형 비선형관계는 재벌기업 보다 비재벌기업의 특성이 강하게 작용하기 때문인 것으로 이해되었다.

**Abstract** This paper examines the relationship between institutional blockholders and corporate investment for a sample of 30,705 company-years for Korean firms listed on stock markets from 2002-2021. The empirical analysis results are as follows. It was confirmed that institutional blockholders' ownership and corporate investments had an inverted U-shaped nonlinear relationship. In the range of 0 to 11.52%, institutional blockholder ownership had a positive effect on corporate investments, but in the range above that, such ownership had a negative effect. It could be understood that the monitoring effect from institutional blockholder ownership is dominant from 0 to 11.52%. In addition, if it is higher than 11.52%, the incentive to ease overinvestment problems and pursue private profit is greater than the monitoring effect. It is understood that the inverse U-shaped nonlinear relationship between institutional blockholder ownership and corporate investment is due to the stronger characteristics of non-chaebol companies compared to chaebols.

**Keywords** : Institutional Blockholders, Institutional Ownership, Corporate Investment, Chaebol, Agency Problem

이 논문은 2023~2024년도 창원대학교 자율연구과제 연구비 지원으로 수행된 연구결과임.

\*Corresponding Author : Byounggon Kim(Changwon National University)

email: bgkim@changwon.ac.kr

Received April 12, 2023

Revised May 2, 2023

Accepted June 2, 2023

Published June 30, 2023

## 1. 서론

한국 자본시장에서는 기관투자자의 보유 지분율이 지속적으로 증가하고 있고, 그 영향력도 커지고 있다. 즉 자본시장의 글로벌화와 함께 증권시장의 기관화(institutionalization)현상이 강화되고 있다. 연기금, 사모펀드 등의 보유자산 규모가 커지면서 주식시장에서 차지하는 비중이 계속 증가할 뿐만 아니라, 이들 기관투자자들이 적극적으로 주주권을 행사함으로써 기업의 지배구조와 M&A시장 등에도 큰 영향을 미치고 있다.

기관투자자에 대한 연구는 광범위하고 다양한 측면에서 이루어지고 있다. 투자자로서의 정보능력, 기업 감시자로서의 역할 등에 관한 연구뿐만 아니라 경영자보상, 기업의 이사회구조, 주주권행사, 적대적 M&A방어, 주주제안 등과 같이 기업정책에 영향을 주는 행동주의(activism) 등에 대해서도 활발하게 연구가 이루어지고 있다.

기관투자자의 정보수집 능력은 거래의 효율성을 증진시키고, 위험평가의 정밀성을 높일 뿐만 아니라 기업으로 하여금 좋은 지배구조를 만들도록 자극함으로써 자본시장의 발전에 기여할 수 있다. 또한 기관투자자는 대규모 주식을 보유함으로써 기업의 경영활동을 감시할 유인을 가지고, 이는 기업의 경영정책에 직접적으로 영향을 미칠 수 있다. 뿐만 아니라 기관투자자들은 자신들이 보유한 주식을 매각하는 정책을 통해 간접적으로 기업경영에 영향을 미칠 수도 있다(Gillan and Starks, 2003, 2007; Yon and Kim, 2015; Yun and Kim, 2015; Moon and Kim, 2023)[1-5].

최근의 실증연구들에 의하면 기업의 소유주체로서 기관투자자가 존재하는 경우에는 기업가치, 기업성과, 자본비용, 정보공시, 기업지배구조 수준 등에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 기관투자자의 지분율이 높은 기업은 기업가치 프리미엄(firm value premium)이 높아지고(Ferreira and Matos, 2008; Lee and Lee, 2016), 회사채 수익률 스프레드가 감소하며(Elyasiani et al., 2010), 기업의 지배구조 수준이 높아지는 것으로 분석되고 있다(Aggarwal et al., 2011; Hwang and Cho, 2021)[6-10]. 또한 기업공시의 양과 형태, 질에 긍정적인 자극을 주는 것으로 분석되고 있다(Bird and Karolyi, 2016)[11].

이와 같이 기관투자자는 투자수익을 추구하는 투자자임과 동시에 기업의 입장에서는 경영 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 주요 주주가 될 수 있다. 특히 기관투자자가 대규모 지분을 소유하고 있는 경우에는 기업이 경영

의사결정을 하는데 있어 주요한 주체가 될 수도 있다. 이러한 많은 선행연구들에도 불구하고, 국내의 대주주 기관투자자에 관한 연구는 기업가치와 연계시킨 연구가 대다수이다(Nam and Park, 2014; Lee and Lee, 2018; Song and Park, 2022)[12-14]. 기업의 소유구조를 형성하고 있는 대주주 기관투자자(institutional blockholders)의 지분율이 기업투자(corporate investment)에 미치는 영향에 대해서는 많은 관심을 두지 않았다.

기관투자자가 기업의 투자에 미치는 영향을 분석한 선행연구의 경우도, 기업의 R&D 연구 투자에 중점을 두거나, 기관투자자의 투자기간을 중심으로 선행관계 관점에서 분석한 것이 다수이다(Hwang and Cho, 2021; Noh and Kim, 2022)[15,16].

따라서 본 연구에서는 한국기업을 대상으로 기관투자자가 기업의 외부대주주로 소유구조를 형성하고 있는 경우에 대주주 기관투자자의 지분율이 기업투자에 미치는 영향을 분석해 보고자 한다. 특히 대주주 기관투자자의 지분율이 기업투자에 단순선행관계가 아닌 비선행관계를 가지는가를 확인해보고자 한다.

또한 이러한 영향이 재벌기업과 비재벌기업 간에 차이가 있는가를 확인해보고자 한다. 재벌기업의 경우 기업집단 형태로 내부자본시장을 형성하여 비재벌기업에 비해 자금조달이 용이해질 수 있다. 또한 피라미드형, 다층형 소유구조로 인해 지배주주가 적은 지분으로도 높은 영향력을 행사할 수 있다. 이러한 특성으로 인해 재벌기업은 비재벌기업에 비해 과잉투자에 대한 유인이 크게 나타날 수 있다. 이는 대주주 기관투자자의 경영감시에 대한 방향에도 영향을 미칠 수 있다. 따라서 표본을 재벌기업과 비재벌기업으로 구분하여 대주주 기관투자자의 지분율이 기업투자에 미치는 영향을 추가적으로 확인한다.

표본기업은 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 총 30,705개(기업-연도)의 기업이다. 분석기간은 2002년부터 2021년까지이다. 분석방법은 패널자료회귀분석법을 사용한다.

## 2. 이론적 배경 및 가설 설정

기관투자자와 기업투자의 관계는 크게 세 가지 흐름에 의해 설명될 수 있다. 첫째, 감시접근법(monitoring approach)적 시각이다. Maury and Pajuste(2005)와 Laeven and Levine(2008), Attig et al.(2009) 등은 다수의 외부대주주가 존재하는 경우 경영감시(monitoring)

기능이 강화되어 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 하였다[17-19]. 따라서 외부대주주로서 대주주 기관투자자가 존재하는 경우에는 경영감시 기능이 효율적으로 작동 될 수 있어 대리인문제로 인한 기업가치 하락 우려를 최소화하면서 기업가치 제고에 기여할 수 있는 기업투자가 증가될 수 있다. 즉 대주주 기관투자자는 기관투자자로서 중·단기 수익률을 확보하기 위해 현재의 투자를 증가시키도록 압력을 가할 유인을 가질 수 있다.

또한 Lev and Nissim(2003)은 기관투자자의 지분율이 증가하면 정보불균형이 감소되어 외부자금조달비용이 감소하고, 기업의 과소투자문제(underinvestment)가 완화된다고 하였다[20]. 따라서 감시접근법적 시각에 따르면 대주주 기관투자자의 지분율이 높아질수록 기업투자가 증가하는 정(+)의 영향관계를 예상할 수 있다.

다음은 기업의 과잉투자문제와 관련된 접근(overinvestment problem approach)이다. 잉여현금흐름(free cash flow)이 발생하는 기업은 과잉투자 유인이 발생할 수 있는데, 기관투자자는 기업의 과잉투자문제를 제한할 수 있다는 것이다(Ferreira and Matos, 2008)[6]. Richardson(2006)은 과잉투자문제는 현금흐름이 많은 기업에서 나타나는 일반적인 현상인데, 기관투자자의 존재와 주주 행동주의(shareholder activism)에 의해 기업의 과잉투자문제가 감소될 수 있다고 하였다[21]. 이러한 기관투자자의 과잉투자 문제 완화 효과는 기관투자자의 지분율이 높아질수록 더욱 강화될 수 있다. 따라서 과잉투자문제의 시각에서는 대주주 기관투자자의 지분율이 높아지면 잉여현금흐름 발생기업의 투자가 감소하는 부(-)의 영향관계를 예상할 수 있다.

셋째, 기관투자자의 사적 이익 추구 유인(private benefit incentive)과 관련된 접근이다. 기관투자자들은 배당 확대, 주가관리 요구 등 자신들의 사적 이익을 추구하기 위해 기업의 의사결정을 부정적인 방향으로 이끌 수 있다(Nam and Park, 2014; Edmans and Holderness, 2017; Choi and Kim, 2018)[12,22,23]. 기관투자자의 기업 영향력(power)이 강화되면 기관투자자와 다른 외부대주주 간의 대리 갈등(agency conflict)이 심화되고, 자산대체(asset substitution)나 과소투자(underinvestment)와 같은 기업가치 최대화에 저해되는 기업행위들이 유발될 수 있다는 것이다. 기관투자자의 사적 이익 추구 유인 측면에서 보면 대주주 기관투자자의 지분율이 증가하면 기업투자가 감소하는 부(-)의 영향관계가 나타날 수 있다.

이러한 세 가지 측면이 상호작용하여 대주주 기관투자자의 지분율은 기업투자에 정(+) 또는 부(-)의 영향을 줄

수 있다. 즉 대주주 기관투자자의 지분율 수준에 따라 그 영향관계가 달리 나타날 수 있다.

대주주 기관투자자가 영향력을 행사하여 사적 이익을 추구할 만큼 충분한 지분율을 보유한 경우가 아니라면 사적 이익 추구 유인보다는 경영감시 유인이 더 크게 작동할 수 있다. 이 경우 기업의 과소투자문제가 완화되고, 대주주 기관투자자는 중·단기 수익률을 확보하기 위해 현재의 투자를 증가시키려는 압력을 증가시킬 수 있다. 즉 대주주 기관투자자의 지분율이 증가하면 기업투자가 증가하는 정(+)의 영향관계가 나타날 수 있다.

반면에 대주주 기관투자자가 경영의사결정에 영향력을 행사할 수 있을 만큼 충분한 지분율을 확보하고 있는 경우라면, 경영감시 기능이 더 강하게 작동하여 기업의 과잉투자문제를 더 많이 완화시키는 효과를 가져 올 수도 있다. 한편으로는 대주주 기관투자자가 배당 확대나 자사주 매입에 의한 주가관리 등을 위해 기업투자를 감소시키려는 사적 이익 추구 유인도 증가할 수 있다. 이와 같이 대주주 기관투자자의 지분율 증가에 따라 과잉투자 문제 완화 효과와 대주주 기관투자자의 사적 이익 추구 유인이 강화된다면 대주주 기관투자자 지분율과 기업투자 간에는 부(-)의 영향관계로 나타날 수 있다.

Alvarez et al.(2018)에 따르면 일반적으로 기관투자자의 지분율이 증가하면 기업투자가 증가하는 경향이 있다고 하였다[24]. 하지만 그 관계는 비선형으로 기관투자자 지분율 22%까지는 긍정적인 영향을 미치지만, 그 이상의 지분율 수준에서는 투자에 부정적인 영향을 미친다고 하였다. 기관투자자가 경영의사결정에 영향을 미칠 수 있는 정도가 약할 때에는 기관투자자로서 중·단기 수익률을 확보하기 위해 현재의 투자를 증가시키도록 압력을 가할 유인을 갖는다는 것이다. 그러나 기관투자자들이 일정 수준 이상의 지분율을 확보하여 배당 증가 등과 같은 사적 이익을 취할 수 있는 우위적인 상황이 되면 투자지출을 줄이도록 영향력을 행사할 유인이 증가한다는 것이다. 즉, 기관투자자의 지분율은 단순히 기업투자와 선형관계를 가지는 것이 아니라 지분율 수준에 따라 경영감시, 과잉투자문제의 완화, 사적 이익 추구 유인 등이 달라져 비선형관계를 가지게 된다는 것이다.

따라서 본 연구는 한국 상장기업에서도 이러한 영향관계가 나타나는지 확인하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정하고 검증한다.

**[가설] 대주주 기관투자자의 지분율은 기업투자와 역 U자형 비선형관계를 갖는다.**

### 3. 실증분석의 설계

#### 3.1 분석대상 기간과 표본기업

본 연구는 2002년부터 2021년까지의 기간을 분석기간으로 한다. 표본기업은 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중에서 비금융업종 기업으로 총 30,705개(연도-기업)이다. 분석에 필요한 기업 자료는 한국상장회사협의회(TS2000)와 한국신용평가(주)에서 제공하는 KIS-VALUE, FnGuide의 DataGuide, 금융감독원 기업공시 사이트(<http://dart.fss.or.kr>)에서 제공하는 사업보고서 등에서 수집하였다.

본 연구에서 사용되는 자료는 시계열·횡단면자료(time series and cross-section data)로써 이분산과 계열상관의 문제가 동시에 나타날 수 있다. 따라서 본 연구에서는 자료를 시계열·횡단면적으로 통합한 불균형 패널자료(unbalance panel data)를 형성하여 패널자료회귀분석법을 사용하여 분석한다. 자료 분석을 위한 통계패키지로는 STATA 17.0을 사용한다. 자료 분석에서 극단치(outlier)에 의한 실증결과의 왜곡을 방지하기 위하여 각 변수에 대하여 상하 1%에서 윈저라이징(winsorizing)방법으로 극단치를 조정하여 분석을 실시하였다.

#### 3.2 분석대상변수의 측정

##### 3.2.1 기업투자변수

본 연구에서 기업투자(*Invest*)는 Richardson (2006)이 측정한 방법을 사용하여 연초 총자산( $Asset_{t-1}$ ) 대비 총기업투자액으로 측정(=총기업투자액/연초 총자산)한다 [21]. 총기업투자액은 당해 연도 기업의 자본지출(capital expenditures)과 인수 및 R&D투자액의 합에서 비유동자산 매각금액을 차감하여 측정(=자본지출+인수투자액+R&D투자액-비유동자산 매각금액)한다.

##### 3.2.2 대주주 기관투자자변수

본 연구에서는 대주주 기관투자자가 기업투자에 미치는 영향을 확인하기 위해 대주주 기관투자자변수(*InstOwn*)를 설명변수로 사용한다. 개별기업의 의사결정에 실질적으로 영향력을 행사할 수 있는 수준의 지분을 보유한 기관투자자를 대주주 기관투자자로 정의한다. 본 연구에서는 개별기업에서 지분율을 5% 이상 보유한 주요 주주인 기관투자자를 대주주 기관투자자로 정의한다. 따라서 대주주 기관투자자변수(*InstOwn*)는 개별기업에 있어 지분율을 5% 이상 보유하고 있는 기관투자자의 지분율 합으

로 측정한다.

##### 3.2.3 통제변수

기업투자에 영향을 미치는 요소는 대주주 기관투자자 변수 뿐만 아니라 다양한 요인이 존재할 수 있다. 본 연구에서는 선행연구들에서 기업투자에 대한 영향요인으로 제시된 지배주주지분율, 이사회규모, 사외이사비율, 투자기회, 현금흐름, 기업규모, 레버리지비율, 현금비율, 현금배당, 금융위기기간더미변수 등을 통제변수로 사용하여 분석한다.

지배주주지분율(*Control*)은 지배주주 본인 및 친인척, 계열사 등이 보유하고 있는 지분율로 대주주1인 지분율에 의해 측정한다. 이사회규모(*BoardSize*)는 기업의 등기이사의 수에 자연로그를 취하여 측정한다(=ln 등기이사 수). 사외이사비율(*OutDirector*)은 기업의 사외이사의 수를 등기이사의 수로 나뉘서 계산한다(=사외이사의 수/등기이사의 수). 투자기회(*TobinQ*)는 자기자본의 시장가치인 시가총액에 총부채를 더한 값을 총자산으로 나누어 계산(=시가총액+총부채/총자산)한다. 현금흐름(*CF*)은 총자산 대비 영업이익과 감가상각비 합 비율(=(영업이익+감가상각비)/총자산)로 측정한다. 기업규모(*Size*)는 매출액에 자연로그를 취한 값(=ln 매출액)으로 측정한다. 레버리지비율(*Lever*)은 총자산 대비 총부채비율(=총부채/총자산)로 측정한다. 현금비율(*Cash*)은 현금 및 현금성자산을 총자산으로 나눈 비율(=현금 및 현금성자산/총자산)로 측정한다. 현금배당(*Div*)은 기업이 현금으로 지급한 배당액을 총자산으로 나뉘서 측정한다(=현금배당액/총자산). 금융위기기간더미변수(*Crisis*)는 글로벌 금융위기의 영향을 통제하기 위한 더미변수이다. 본 연구의 분석기간 중 글로벌 금융위기 기간에 해당하는 2008년과 2009년에 더미값 1을 부여하여 금융위기의 영향을 통제한다.

#### 3.3 실증분석 모형

본 연구는 대주주 기관투자자의 지분율이 기업투자에 미치는 영향을 분석하는 것이 주된 목적이다. 따라서 본 연구에서는 대주주 기관투자자와 기업투자 의사결정간의 관계를 검증하기 위하여 Laeven(2003)과 Aguiar(2005) 등이 제시한 투자회귀모형(investment regression model)을 응용하여 사용한다[25,26].

종속변수는 기업투자변수(*Invest*)이고, 설명변수는 대주주 기관투자자변수(*InstOwn*)이다. 대주주 기관투

자자의 지분율과 기업투자의 관계는 Alvarez et al.(2018)이 제시한 것과 같이 선형관계 뿐만 아니라 비선형관계도 존재할 수 있으므로 1차항( $InstOwn$ )과 2차항( $InstOwn^2$ )을 각각 포함시켜 분석한다[24].

통제변수로는 지배주주지분율( $Control$ )과 이사회규모( $BoardSize$ ), 사외이사비율( $OutDirector$ ), 투자기회( $TobinQ$ ), 현금흐름( $CF$ ), 기업규모( $Size$ ), 레버리지비율( $Lever$ ), 현금비율( $Cash$ ), 현금배당( $Div$ ), 금융위기기간더미( $Crisis$ ) 등을 사용한다.

본 연구에 사용되는 자료는 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 자료이기 때문에 시계열-횡단면자료를 통합한 불균형 패널자료를 형성하여 패널자료회귀분석법에 의해 분석한다. 이때 오차항은 시간에 따른 기업특성효과(individual specific effect)와 기업에 따른 시간특성효과(time specific effect)를 복합적으로 반영할 수 있도록 기업효과( $\eta_i$ ), 시간효과( $\lambda_t$ ), 나머지 오차( $\epsilon_{it}$ )로 나누어 모형에 포함시킨다.

Eq. (1)

$$Invest_{it} = \alpha_0 + \beta_1 InstOwn_{it} + \beta_2 InstOwn_{it}^2 + \beta_3 Control_{it} + \beta_4 BoardSize_{it} + \beta_5 OutDirector_{it} + \beta_6 TobinQ_{it} + \beta_7 CF_{it} + \beta_8 Size_{it} + \beta_9 Lever_{it} + \beta_{10} Cash_{it} + \beta_{11} Div_{it} + \beta_{12} Crisis_{it} + \eta_{it} + \lambda_{it} + \epsilon_{it}$$

단,  $Invest$  : total corporate investment<sub>*t*</sub>/total assets<sub>*t-1*</sub>

$InstOwn$  : the sum of institutional blockholders ownership<sub>*t*</sub>

$Control$  : the insider ownership<sub>*t*</sub>

$BoardSize$  : ln(the number of registered directors)<sub>*t*</sub>

$OutDirector$  : the number of outside director<sub>*t*</sub> /the number of registered directors<sub>*t*</sub>

$TobinQ$  : (market capitalization<sub>*t*</sub>+total debt<sub>*t*</sub>) /total assets<sub>*t*</sub>

$CF$  : (operating profit<sub>*t*</sub>+depreciation<sub>*t*</sub>)/total assets<sub>*t*</sub>

$Size$  : ln(sales<sub>*t*</sub>)

$Lever$  : total debt<sub>*t*</sub>/total assets<sub>*t*</sub>

$Cash$  : cash and cash equivalents<sub>*t*</sub>/total assets<sub>*t*</sub>

$Div$  : dividend<sub>*t*</sub>/total assets<sub>*t*</sub>

$Crisis$  : a dummy variable equals one for financial crisis period

## 4. 실증분석결과

### 4.1 각 변수의 기술통계량

Table 1은 분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 나타낸 것이다. 종속변수인 기업투자변수( $Invest$ )의 평균은 22.17%이다. 설명변수로 사용된 대주주 기관투자자 변수( $InstOwn$ )의 평균은 2.97%이다. 통제변수인 지배주주지분율( $Control$ )은 38.83%이고, 이사회규모( $BoardSize$ )와 사외이사비율( $OutDirector$ )은 각각 1.7615, 25.27%이다. 투자기회( $TobinQ$ )는 2.3991배이다. 현금흐름( $CF$ )은 4.74%이고, 기업규모( $Size$ )의

Table 1. Descriptive statistics

Note: Samples are 30,705 observations. \*, \*\*, \*\*\* denote 10%, 5%, and 1% significance level, respectively.

variable	Mean	Standard Deviation	Min	Max	Chaebol vs Non-Chaebol		
					Chaebol-Mean	Non-Chaebol -Mean	t - value
<i>Invest</i>	0.2217	0.3347	-0.1416	1.9636	0.1452	0.2315	-14.3896***
<i>InstOwn</i>	0.0297	0.0598	0.0000	0.2816	0.0605	0.0258	32.7957***
<i>Control</i>	0.3883	0.1735	0.0426	0.7920	0.4383	0.3819	18.1671***
<i>BoardSize</i>	1.7615	0.3479	0.6931	2.5649	1.9130	1.7421	27.6459***
<i>OutDirector</i>	0.2527	0.1611	0.0000	0.6667	0.4092	0.2326	65.0205***
<i>TobinQ</i>	2.3991	3.2732	0.4011	22.7362	1.8610	2.4681	-10.3332***
<i>CF</i>	0.0474	0.0987	-0.3746	0.2756	0.0751	0.0439	17.6982***
<i>Size</i>	18.4063	1.6205	14.9858	23.2758	20.5543	18.1309	94.4974***
<i>Lever</i>	0.4122	0.2172	0.0328	1.0158	0.4695	0.4049	16.6315***
<i>Cash</i>	0.0758	0.0836	0.0002	0.4238	0.0562	0.0783	-14.7307***
<i>Div</i>	0.0066	0.0099	0.0000	0.0529	0.0078	0.0064	7.9633***
<i>Crisis</i>	0.0977	0.2969	0.0000	1.0000	0.0983	0.0976	0.1219

Table 2. Correlation matrix

Note: \*\*, \*\*\* denote 5%, and 1% significance level, respectively.

	<i>Invest</i>	<i>InstOwn</i>	<i>Control</i>	<i>BoardSize</i>	<i>OutDirector</i>	<i>TobinQ</i>	<i>CF</i>
<i>Invest</i>	1.0000						
<i>InstOwn</i>	-0.0231***	1.0000					
<i>Control</i>	-0.1089***	-0.0454***	1.0000				
<i>BoardSize</i>	-0.0410***	0.1182***	0.0081	1.0000			
<i>OutDirector</i>	-0.1053***	0.1637***	0.0775***	0.4016***	1.0000		
<i>TobinQ</i>	0.0980***	-0.0148**	-0.1114***	-0.0028	-0.0922***	1.0000	
<i>CF</i>	-0.0336***	0.1391***	0.2534***	0.1316***	0.1118***	-0.0754***	1.0000
<i>Size</i>	-0.1844***	0.2877***	0.1805***	0.3110***	0.4464***	-0.1843***	0.4090***
<i>Lever</i>	-0.0900***	-0.0071	-0.1361***	-0.0452***	-0.0050	-0.0332***	-0.2174***
<i>Cash</i>	0.0435***	-0.0155**	-0.0810***	-0.0137**	-0.0414***	0.1018***	0.0396***
<i>Div</i>	0.0244***	0.1285***	0.2123***	0.0844***	0.0729***	-0.0206***	0.3678***
<i>Crisis</i>	0.0640***	0.0066	-0.0189***	0.0098*	-0.0544***	-0.0236***	-0.0109*
	<i>Size</i>	<i>Lever</i>	<i>Cash</i>	<i>Div</i>	<i>Crisis</i>		
<i>Size</i>	1.0000						
<i>Lever</i>	0.2079***	1.0000					
<i>Cash</i>	-0.1324***	-0.2310***	1.0000				
<i>Div</i>	0.1724***	-0.3158***	0.0870***	1.0000			
<i>Crisis</i>	-0.0309***	0.0488***	-0.0418***	-0.0124**	1.0000		

평균은 18.4063이다. 레버리지비율(*Lever*)의 평균은 41.22%이고, 현금비율(*Cash*)의 평균은 7.58%이다. 현금배당(*Div*)의 평균은 0.66%이고, 금융위기기간더미(*Crisis*)의 평균은 0.0974이다.

재별기업 여부에 따른 변수들의 평균은 금융위기 기간 더미변수(*Crisis*)를 제외하고는 모두 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 따라서 재별기업 여부로 구분하여 재별기업과 비재별기업 간의 차이를 분석하는 것은 의미가 있을 것으로 판단된다.

Table 2는 분석에 사용된 모든 변수들의 상관관계수로 Person상관관계 검정의 결과를 나타낸 것이다. 또한 본 연구에 사용되는 분석모형에 다중공선성 문제가 있는지 확인하기 위하여 분산팽창계수(VIF)를 확인하였다. Eq. (1)의 각 변수들의 분산팽창계수는 1.01~7.72 범위에 존재하였다. 따라서 다중공선성 문제는 발생하지 않는 것으로 판단되었다.

#### 4.2 실증분석 결과

Table 3은 Eq. (1)을 이용하여 대주주 기관투자자의 지분율이 기업투자에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 먼저 대주주 기관투자자 지분율과 기업투자 간에 선형적 관계가 존재하는지 확인하기 위해 전체 표본을 대상으로 분석한 모형(a)의 결과를 보면, 대주주 기관투자자변수

(*InstOwn*)의 회귀계수( $\beta_1$ )가 0.0253( $t=0.69$ )으로 유의한 영향관계를 발견할 수 없다. 대주주 기관투자자는 기업투자 의사결정에 경영감시나 사적 이익 추구 등 다양한 형태로 영향을 미칠 수 있기 때문에 기업투자와의 관계에서 선형적인 영향관계가 나타나지 않은 것으로 이해할 수 있다.

다음으로 대주주 기관투자자 지분율과 기업투자 간에 비선형 관계가 존재하는지 확인해보기 위해 모형(b)의 결과를 보면, 대주주 기관투자자변수의 1차항(*InstOwn*)의 회귀계수( $\beta_1$ )는 0.1838( $t=2.04$ )로 5% 유의수준에서 유의한 정(+)의 값이 나타나고, 2차항(*InstOwn*<sup>2</sup>)의 회귀계수( $\beta_2$ )는 -0.7977( $t=-1.92$ )로 유의수준 10%에서 유의한 부(-)의 값이 나타났다.

이러한 결과는 대주주 기관투자자 지분율과 기업투자 간에는 비선형적 관계가 존재하며, 역U자 형태의 관계라는 것을 의미한다. 대주주 기관투자자 지분율이 11.52% 일 때 변곡이 되는 형태이다. 즉 대주주 기관투자자 지분율이 0%에서 11.52% 범위에서는 기업투자에 정(+)의 영향을 미치고, 11.52% 이상일 경우에는 기업투자에 부(-)의 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 이는 대주주 기관투자자의 지분율이 기업투자 역U자형 비선형관계를 가질 것이라는 본 연구의 [가설]을 지지하는 결과라고 할 수 있다.

Table 3. The Effect of Institutional Blockholders Ownership on Corporate Investment

Note: Samples are 30,705 observations. \*, \*\*, \*\*\* denote 10%, 5%, and 1% significance level, respectively. ( ) denotes t-value.

	total		Chaebol		Non-Chaebol	
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)
<i>InstOwn</i>	0.0253 (0.69)	0.1838** (2.04)	-0.1462* (-1.99)	-0.3979** (-2.28)	0.0532 (1.28)	0.2446** (2.39)
<i>InstOwn</i> <sup>2</sup>	-	- 0.7977* (-1.92)	-	1.1980 (1.59)	-	-0.9812** (-2.04)
<i>Control</i>	-0.1104*** (-5.94)	-0.1115*** (-6.00)	0.2701*** (4.86)	0.2738*** (4.92)	-0.1379*** (-6.85)	-0.1392*** (-6.91)
<i>BoardSize</i>	0.0636*** (7.58)	0.0636*** (7.58)	0.0268 (1.30)	0.0256 (1.24)	0.0606*** (6.61)	0.0605*** (6.59)
<i>OutDirector</i>	-0.0959*** (-5.74)	-0.0959*** (-5.73)	-0.1728*** (-4.36)	-0.1706*** (-4.31)	-0.0845*** (-4.58)	-0.0843*** (-4.57)
<i>TobinQ</i>	0.0021*** (2.84)	0.0021*** (2.83)	-0.0005 (-0.25)	-0.0005 (-0.23)	0.0021*** (2.64)	0.0021*** (2.63)
<i>CF</i>	0.3684*** (13.91)	0.3678*** (13.89)	0.3148*** (3.55)	0.3088*** (3.48)	0.3616*** (12.88)	0.3602*** (12.82)
<i>Size</i>	-0.0273*** (-8.88)	-0.0275*** (-8.94)	-0.0022 (-0.31)	-0.0012 (-0.17)	-0.0286*** (-8.41)	-0.0287*** (-8.44)
<i>Lever</i>	-0.0006 (-0.05)	0.0002 (0.01)	0.0539 (1.31)	0.0461 (1.12)	-0.0072 (-0.49)	-0.0066 (-0.45)
<i>Cash</i>	-0.2812*** (-10.38)	-0.2809*** (10.37)	-0.3855*** (-4.37)	-0.3846*** (-4.36)	-0.2858*** (-9.98)	-0.2854*** (-9.96)
<i>Div</i>	1.0066*** (3.67)	0.9855*** (3.59)	-0.5554 (-0.82)	-0.5226 (-0.77)	1.2112*** (4.07)	1.1892*** (3.99)
<i>Crisis</i>	0.0566*** (10.01)	0.0565*** (9.99)	0.0364*** (2.77)	0.0360*** (2.74)	0.0596*** (9.69)	0.0594*** (9.66)
<i>Constant</i>	0.6647*** (11.73)	0.6673*** (11.77)	0.0745 (0.52)	0.0622 (0.43)	0.7064*** (11.36)	0.7079*** (11.38)
<i>g</i> -statistic	5810.03***	5777.13***	575.07***	574.71***	4983.67***	4962.47***
<i>m</i> -statistic	252.66***	253.38***	21.01**	24.09**	230.49***	229.92***
Specification Model	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect
observation	30,705	30,705	3,490	3,490	27,215	27,215
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.0217	0.0218	0.0338	0.0346	0.0217	0.0219
<i>F</i> -value	56.62***	52.22***	9.88***	9.28***	49.87***	46.07***
<i>VIF</i>	1.29	2.35	1.30	2.42	1.26	2.31

대주주 기관투자자 지분율이 0~11.52% 범위에서는 대주주 기관투자자의 경영감시 유인이 크게 작용하여 기업의 과소투자문제가 완화되고, 대주주 기관투자자가 중 단기 수익률을 확보하기 위해 현재의 투자를 증가시키려는 유인이 크게 작용하는 것으로 이해할 수 있다.

반면에 대주주 기관투자자의 지분율이 11.52%를 초과하면, 잉여현금흐름 때문에 발생할 수 있는 과잉투자 문제가 완화되고, 대주주 기관투자자가 경영의사결정에 영향력을 행사하여 배당 확대 등 사적 이익을 추구함으로써 기업투자가 감소되는 것으로 이해할 수 있다.

이러한 결과를 종합해보면 대주주 기관투자자는 기업 투자에 정(+) 또는 부(-)의 영향을 모두 미칠 수 있고, 이러한 영향은 대주주 기관투자자의 지분율 수준에 따라 경영감시 유인이나 사적 이익 추구 유인 등이 서로 상호 작용하여 결정되는 것으로 이해할 수 있다. 기존의 대주주 기관투자자가 기업투자에 미치는 영향을 분석한 국내

선행연구에서는 기관투자자의 정(+)의 영향(Noh and Kim, 2022)과 부(-)의 영향(Hwang and Cho, 2021)이 모두 나타난 것을 확인할 수 있다[15,16]. 본 연구의 결과는 이러한 선행연구들의 분석결과를 모두 설명할 수 있는 결과로 해석할 수 있다.

이러한 분석결과가 재벌기업과 비재벌기업 간에 차이가 있는가를 확인해 보았다. Table 3에서 재벌기업의 분석결과를 보면, 대주주 기관투자자변수의 1차항 (*InstOwn*)의 회귀계수( $\beta_1$ )는 모형(c)에서는 -0.1462( $t = -1.99$ ), 모형(d)에서는 -0.3979( $t = -2.28$ )로 모두 유의한 부(-)의 값이 나타났다. 하지만 모형(d)에서 2차항 (*InstOwn*<sup>2</sup>)의 회귀계수( $\beta_2$ )는 1.1980( $t = 1.59$ )으로 유의한 값으로 나타나지 않았다. 즉 재벌기업에서는 대주주 기관투자자의 지분율과 기업투자는 비선형관계가 아닌 선형관계를 가지는 것을 확인할 수 있다. 이는 [가설]이 지지되지 않는 결과로 이해할 수 있다.

재벌기업의 경우 기업집단의 형태로 내부자본시장을 형성하여 자금조달이 용이할 수 있고, 유동성 제한으로 인한 재무제약이 비재벌기업에 비해 적게 나타날 수 있다. 이러한 환경은 재벌기업에서 과잉투자를 유발시키는 유인이 될 수 있다. 그에 따라서 재벌기업의 지분을 보유한 대주주 기관투자자는 기업투자를 억제하는 방향으로 경영감시가 이루어져 대주주 기관투자자지분율과 기업투자 간에는 부(-)의 영향관계가 나타나는 것으로 이해할 수 있다.

반면에 비재벌기업의 분석결과를 보면, 대주주 기관투자자변수의 1차항( $InstOwn$ )의 회귀계수( $\beta_1$ )는 모형(e)에서는 0.0532( $t=1.28$ )로 유의하지 않게 나타났고, 2차항( $InstOwn^2$ )을 함께 포함시킨 모형(f)에서는 0.2446( $t=2.39$ )으로 5% 유의수준에서 유의한 정(+)의 값이 나타났다. 그리고 모형(f)에서 2차항( $InstOwn^2$ )의 회귀계수( $\beta_2$ )는 -0.9812( $t=-2.04$ )로 유의수준 5%에서 유의한 부(-)의 값이 나타났다. 즉, 비재벌기업에서는 대주주 기관투자자 지분율과 기업투자 간에 역U자 형태의 비선형 관계가 존재하고, 그 영향은 12.46%일 때 변곡이 된다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과에서 한국기업에서 대주주 기관투자자 지분율과 기업투자 간에 역U자형 비선형 관계가 존재하는 것으로 나타난 것은 비재벌기업의 특성이 강하게 작용한 때문이라는 것을 알 수 있다.

## 5. 결론

본 연구는 대주주 기관투자자의 지분율이 기업투자에 미치는 영향을 분석하였다. 특히, 대주주 기관투자자의 지분율이 기업투자과 단순선형관계가 아닌 비선형관계를 가지는가를 확인해보고자 하였다. 또한 이러한 영향이 재벌기업과 비재벌기업 간에 차이가 있는가를 확인해보고자 하였다.

분석기간은 2002년부터 2021년까지이고, 표본으로는 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 총 30,705개(기업-연도)의 기업을 사용하였다. 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고, 패널자료회귀분석법을 사용하여 분석하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 대주주 기관투자자의 지분율과 기업투자 간에는 비선형적 관계가 존재하며, 역U자 형태의 관계라는 것을 알 수 있었다. 대주주 기관투자자의 지분율이 0%에서 11.52% 범위에서는

기업투자에 정(+)의 영향을 미치고, 11.52% 이상일 경우에는 기업투자에 부(-)의 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다.

대주주 기관투자자의 지분율이 0~11.52% 범위에서는 대주주 기관투자자의 경영감시 유인이 크게 작용하여 기업의 과소투자문제가 완화되고, 대주주 기관투자자가 중단기 수익률을 확보하기 위해 현재의 투자를 증가시키려는 유인이 크게 작용하는 것으로 이해할 수 있었다.

반면에 대주주 기관투자자의 지분율이 11.52%를 초과하면, 잉여현금흐름 때문에 발생할 수 있는 과잉투자 문제가 완화되고, 대주주 기관투자자가 경영의사결정에 영향력을 행사하여 배당 확대 등 사적 이익을 추구함으로써 기업투자가 감소되는 것으로 이해할 수 있었다.

그런데 이와 같은 대주주 기관투자자 지분율과 기업투자 간의 역U자형 비선형적 관계는 재벌기업보다는 비재벌기업의 특성이 강하게 작용하여 나타나는 것임을 알 수 있었다.

이러한 연구결과에서 대주주 기관투자자의 존재는 기업의 투자의사결정에 있어서 긍정적인 영향과 부정적인 영향을 모두 줄 수 있다는 것을 알 수 있었다. 따라서 기관투자자의 기업 지분 소유가 사적 이익 추구하고 같은 부정적인 방향으로 이루어지지 않고, 기업가치 제고나 기업 지배구조 개선, 기업의 사회적 책임 수행 등과 같은 긍정적인 방향으로 유인될 수 있도록 정책적 유도가 필요할 것으로 생각된다. 특히 기관투자자가 대주주로 존재하는 비재벌기업에서 기관투자자의 사적이익 추구 유인에 대한 감시 기능이 강화될 필요가 있을 것으로 생각된다.

이러한 연구결과에도 불구하고 본 연구에는 다음과 같은 연구의 한계점이 존재한다. 첫째, 자료 수집의 제약으로 5% 이상의 지분을 보유한 기관투자자만을 대상으로 하였다. 5% 미만의 지분을 보유한 기관투자자의 자료도 활용하여 분석을 한다면 보다 일반화된 결과를 확인할 수 있을 것으로 생각된다.

둘째, 기관투자자의 일반적인 영향을 확인하기 위하여 전체 기관투자자 지분율을 합하여 하나의 변수로 사용하였다. 그렇지만 기관투자자의 독립성, 투자 기간 등과 같은 특성에 따라 기업의 투자의사결정에 미치는 영향은 달라질 수 있다. 따라서 이러한 대주주 기관투자자의 이질적인 특성을 반영한 추가적인 분석이 이루어진다면 더욱 의미 있는 연구결과를 제시할 수 있을 것으로 생각된다.



## References

- [1] S. Gillan, L. T. Starks, "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: a Global Perspective," *Journal of Applied Finance*, Vol.13, No.2, pp.4-22, Jan. 2007.  
DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.439500>
- [2] S. Gillan, L. T. Starks, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.19, No.1, pp.55-73, Jan. 2007.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.959670>
- [3] K. H. Yon, H. Kim, "Institutional and Foreign Investors' Sale of a Portion of Their Stocks As a "Kick-in-the-Pants" for Management," *Asian Review of Financial Research*, Vol.28, No.4, pp.667-696, Nov. 2015.  
<https://www.earticle.net/Article/A257310>
- [4] J. Yun, Y. Kim, "Institutional Investor Horizon and Its Influence on the Effectiveness of Internal Control," *Asian Review of Financial Research*, Vol.28, No.1, pp.109-133, Feb. 2015.  
<https://www.earticle.net/Article/A240711>
- [5] S. J. Moon, B. G. Kim, "Institutional Blockholders Heterogeneity and Investment-Cash Flow Sensitivity in Korean Listed Firms," *The Korean Journal of Financial Management*, Vol.40, No.2, pp.33-64, Apr. 2023.  
DOI: <https://doi.org/10.22510/kjofm.2023.40.2.002>
- [6] M. A. Ferreira, P. Matos, "The Colors of Investors' Money: the Role of Institutional Investors Around the World," *Journal of Financial Economics*, Vol.88, No.3, pp.499-533, Jun. 2008.  
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.003>
- [7] S. C. Lee, S. Lee, "Institutional Investors as Outside Blockholders and Firm Value," *Korean Journal of Management Accounting Research*, Vol.16, No.3, pp.51-81, Dec. 2016.  
<https://www.kci.go.kr/kciportal/ci/sereArticleSearch/ciSereArtiView.kci?sereArticleSearchBean.artid=ARTO02189406>
- [8] E. Elyasiani, J. Jia, C. Mao, "Institutional Ownership Stability and the Cost of Debt," *Journal of Financial Markets*, Vol.13, No.4, pp.475-500, Nov. 2010.  
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2010.05.001>
- [9] R. Aggarwal, I. Erel, M. Ferreira, P. Matos, "Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors," *Journal of Financial Economics*, Vol.100, No.1, pp.154-181, Apr. 2011.  
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- [10] J. J. Hwang, K. S. Cho, "The Effect of Investment Horizon of Long-Term Institutional Investor on Corporate Decision Making and Internal Governance in Korea," *Journal of Industrial Economics and Business*, Vol.34, No.3, pp.609-630, Jun. 2021.  
DOI: <http://doi.org/10.22558/jieb.2021.6.34.3.609>
- [11] A. Bird, S. Karolyi, "Do Institutional Investors Demand Public Disclosure?," *Review of Financial Studies*, Vol.29, No.12, pp.3245-3277, Apr. 2015.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2591481>
- [12] H. J. Nam, C. G. Park, "Institutional Investors Group of the Two Aspects Effects upon the Firm Value," *The Korean Journal Of Financial Engineering*, Vol.13, No.2, pp.121-145, Jun. 2014.  
DOI: <http://doi.org/10.35527/kfedoi.2014.13.2.006>
- [13] S. C. Lee, Y. G. Lee, "An Effect of Investment Horizons of Institutional Investors on Firm Value," *Korean Management Review*, Vol.47, No.1, pp.195-217, Feb. 2018.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.17287/kmr.2018.47.1.195>
- [14] C. Y. Song, S. Y. Park, "The Investment Horizon of Institutional Investors and Firm Value," *East and West Studies*, Vol.34, No.2, pp.275-308, Jun. 2022.  
DOI: <http://doi.org/10.29274/ews.2022.34.2.275>
- [15] J. J. Hwang, K. S. Cho, "The Effect of Investment Horizon of Long-Term Institutional Investor on Corporate Decision Making and Internal Governance in Korea," *Journal of Industrial Economics and Business*, Vol.34, No.3, pp.609-630, Jun. 2021.  
DOI: <https://doi.org/10.22558/jieb.2021.6.34.3.609>
- [16] J. H. Noh, D. S. Kim, "The Influence of Domestic and Foreign Institutional Investors on Corporate Decision-Making and Business Performance," *International Business Review*, Vol.26, No.2, pp.149-163, Jun. 2022.  
<https://www.kci.go.kr/kciportal/ci/sereArticleSearch/ciSereArtiView.kci?sereArticleSearchBean.artid=ARTO02858069>
- [17] B. Maury, A. Pajuste, "Multiple Large Shareholders and Firm Value," *Journal of Banking and Finance*, Vol.29, No.7, pp.1813-1834, Jul. 2005.  
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>
- [18] L. Laeven, R. Levine, "Complex Ownership Structures and Corporate Valuations," *Review of Financial Studies*, Vol.21, No.2, pp.579-604, Apr. 2008.  
DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm068>
- [19] N. Attig, S. Ghouil, O. Guedhami, "Do Multiple Large Shareholders Play a Corporate Governance Role? Evidence from East Asia," *Journal of Financial Research*, Vol.32, No.4, pp.395-422, Nov. 2009.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2352677>
- [20] B. Lev, D. Nissim, "Institutional Ownership, Cost of Capital, and Corporate Investment," *Working Paper Columbia University*, 2003.
- [21] S. Richardson, "Over-investment of Free Cash Flow," *Review of Accounting Studies*, Vol.11, No.2-3, pp.159-189, Jun. 2006.  
DOI: <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- [22] A. Edmans, C. Holderness, Blockholders: A Survey of Theory and Evidence. *Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Vol.1, pp.541-636, 2017.  
DOI: <https://doi.org/10.1016/bs.hecg.2017.11.002>

- [23] H. M. Choi, S. Kim, "Institutional Investors and Firms' Payout Policy," *International Business Review*, Vol.22, No.2, pp.57-72, Jun. 2018.  
<https://www.earticle.net/Article/A372615>
- [24] R. Alvarez, M. Jara, C. Pombo, "Do Institutional Blockholders Influence Corporate Investment? Evidence from Emerging Markets," *Journal of Corporate Finance*, Vol.53, pp.38-64, Dec. 2018.  
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.09.003>
- [25] L. Laeven, "Does Financial Liberalization Reduce Financing Constraints?," *Financial Management*, Vol.32, No.1, pp.5-34, Spring. 2003.  
<https://www.jstor.org/stable/3666202>
- [26] M. Aguiar, "Investment, Devaluation, and Foreign Currency Exposure: The Case of Mexico," *Journal of Development Economics*, Vol.78, No.1, pp.95-113, Oct. 2005.  
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2004.06.012>

문 승 진(Seoung-jin Moon)

[종신회원]



- 2023년 2월 : 창원대학교 대학원 경영학과 (경영학석사)
- 2023년 3월 ~ 현재 : 창원대학교 대학원 경영학과 박사과정

<관심분야>

재무관리, 기업가치

김 병 곤(Byoung-Gon Kim)

[정회원]



- 1989년 2월 : 부산대학교 대학원 경영학과 (경영학석사)
- 1999년 8월 : 부산대학교 대학원 경영학과 (경영학박사)
- 1989년 6월 ~ 1996년 2월 : LG 경영연구원 책임연구원
- 2004년 9월 ~ 현재 : 창원대학교 경영학과 교수

<관심분야>

재무관리, 기업가치