

국내 주식시장 개방의 효과와 외국인 투자자의 영향에 관한 고찰*

고봉찬(주저자)
서울대학교 경영대학
(bkho@snu.ac.kr)

.....

한국 주식시장이 점진적인 개방을 시작한 1992년 이후 외국인 투자자의 보유지분은 꾸준히 확대되어왔다. 그 결과 현재는 시가총액의 30%를 넘는 수준에 이르러 국내 주식시장이 세계 10위권 시장으로 성장하는데 일조하였으며, 국내 기업의 지배구조 개선과 경영합리화 등 질적인 측면에도 기여한 것으로 평가된다. 그러나 일부 외국자본에 의한 적대적 인수 과정에서 국부유출 등의 논란이 일기도 하였다.

본 연구는 국내 주식시장이 개방된지 25년이 지난 시점에서 시장개방의 효과와 외국인 투자자의 영향에 관한 기존 문헌들을 종합적으로 고찰하고 시사점을 모색함으로써 국내 주식시장의 건전한 발전에 도움이 되고자 한다. 이를 위해 본 연구는 크게 4가지 방향으로 국내외 문헌을 검토하고 고찰하였다.

첫째, 국내 주식시장 개방 이후 외국인 보유지분의 증가 추이를 살펴보고, 이 과정에서 일부 외국자본에 의한 적대적 인수사례를 정리한다. 둘째, 국내 주식시장 개방의 득과 실에 관한 논의를 정리하고 향후 금융세계화의 전개 방향에 대하여 조망한다. 셋째, 외국인 투자자가 국내 기업의 지배구조, 배당, 투자 의사결정에 미친 영향에 대한 연구들을 정리하고 외국인 투자자의 영향에 대한 평가를 재조명한다. 넷째, 외국인 투자자의 투자행태 특징을 알아보고 내국인 대비 투자성과에 대한 고찰을 통해 외국인의 정보우위 논쟁을 정리한다. 마지막으로 이상과 같은 종합적 고찰에서 도출된 결론을 요약하고 그 시사점과 향후 연구방향에 대한 제언을 한다.

주제어: 외국인 투자자, 자본자유화, 지배구조, 배당, 투자, 정보우위

.....

1. 서론

한국 증권시장에 대한 외국인 투자는 1981년에 발표된 자본시장 국제화 장기계획에 따라 코리아펀드라는 외국인전용 수익증권 형태의 간접투자에서 출발하였다. 그 이후 전 세계적인 자본시장 자유화(capital market liberalization) 추세와 대외 개방 압력에 맞추어 1992년부터 국내 주식시장이 점진적인 개방을 시작함에 따라 외국인이 상장주식을

직접 취득하는 포트폴리오투자가 가능해졌고, 이는 외국인 증권투자가 본격적으로 활성화되는 계기가 되었다.¹⁾ 이와 같은 전 세계적인 자본시장 자유화의 추진은 국가간 자본이동에 대한 규제를 완화시키는 결과를 가져왔는데, 이 배경에는 신흥국 자본시장에 저렴한 해외 선진자본이 유입되면 자본비용을 낮추고 기업가치를 높여 궁극적으로 실물경제의 성장과 교역확대를 촉진하게 된다는 효과를 기대하였기 때문이다.²⁾

그러나 1990년대 초부터 자본자유화를 성급히 추

최초투고일: 2017. 3. 2 게재확정일: 2017. 5. 22

* 본 연구는 서울대학교 경영연구소와 증권금융연구소의 연구지원을 받아 작성되었습니다. 유익한 코멘트를 주신 두 분의 심사위원께 감사드립니다.

- 1) 한편 국내 채권시장은 1994년 7월 무보증 전환사채를 외국인에게 개방하기 시작하여 1997년 12월 전체 상장채권에 대하여 완전 개방하였다. 그러나 본 연구에서는 주로 주식시장을 대상으로 외국인의 영향에 대한 기존 문헌을 고찰하고자 한다.
- 2) 이러한 자본자유화의 효익에 관한 대표적인 연구로서 Bekaert and Harvey (1997, 2000), Henry (2000a, 2000b), Kim and Singal (2000), Karolyi and Stulz(2003), Stulz(2005) 등이 있다.

진하던 멕시코와 아시아 신흥국들이 1990년대 중반 들어 줄줄이 외환위기를 경험하게 되면서 자본자유화의 득실에 대한 논쟁이 뜨겁게 전개되었다. 자본시장 개방으로 유입된 외국자본이 상대적으로 자본규모와 정보분석 면에서 열등한 신흥시장에 자산거품을 초래하고 위기상황에는 급격히 빠져나감으로써 시장 변동성만 키운다는 비난에 직면하게 된 것이다.³⁾ 실제로 우리나라도 1990년대 중반에 자본자유화를 성급히 추진하던 중에 동남아 국가들에 이어 외환위기를 겪게 되었으며, 이의 극복을 위해 국제통화기금(IMF)의 권고대로 구제금융을 수용하고 자본시장 개방을 선택하였다. 반면에 같은 시기에 외환위기를 겪었던 말레이시아는 외국의 투기자본에 그 원인이 있다고 보고, 자본자유화에 역행하는 자본통제(capital control) 정책을 선택하여 위기를 극복함으로써 우리와 대조를 보인 바 있다.

이처럼 자본시장 개방의 효과와 처방에 대하여 열린 논쟁이 이루어져 왔기 때문에 이들 관련 문헌을 정리하고 향후 금융세계화(financial globalization)의 전개 방향에 대한 조망과 정책적 시사점을 찾는 것은 의미가 있다고 하겠다. 특히 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 전 세계적인 자본시장 자유화의 기본 틀이 크게 변화되었는데, 종전과 같이 시장경제원리에 입각한 자율조정기능과 규제완화를 중시하기 보다는 정부의 시장개입을 통해 금융산업의 안정 성장을 유도하는 방향으로 변화되어야 한다는 주장이 힘을 얻고 있다. 오랫동안 자본자유화를 적극 권장해오던 IMF도 2010년의 Ostry et al.(2010) 보고서를 통해 다국적 투기자본의 국가간 이동을 제한하는 자본통제를 정책수단으로 인정하는 절충적인

방향으로 입장을 선회한 것은 이러한 점에서 중요한 변화를 의미한다. 더욱이 글로벌 금융위기 이후 각국 중앙은행의 양적완화로 풀린 과잉 유동성으로 인해 자산시장 거품만 조장되었을 뿐 전 세계적인 저성장 문제는 해결되지 못하였다는 비판에 직면하고 있어서 향후 금융세계화의 방향은 수정되어질 것으로 예상된다.

한편 국내 주식시장이 1992년부터 개방되면서 국내 시가총액에서 외국인 보유지분 비중은 꾸준히 확대되어 30%를 넘는 수준에 달하게 되었고 그 영향력도 날로 증대되어 왔다. 이러한 외국인 지분확대는 국내 주식시장이 세계 10위권 주식시장으로 성장하고 FTSE 선진국지수에 편입되는 등 괄목할만한 외형적 성장을 달성하는데 일조하였다. 그밖에 외국인 지분확대는 선진투자기법의 도입과 장기투자 관행의 정착, 그리고 상장기업 지배구조의 개선과 경영합리화 등 질적인 측면의 발전에도 기여한 것으로 평가된다. 그러나 외환위기 이후 구조조정 과정에서 지배구조가 취약했던 국내 기업들에 대한 외국 자본의 적대적 인수위협으로 인해 과도한 경영권 방어비용의 지출과 국부유출 등의 논란이 일기도 하였다. 그밖에 외국인 투자자들이 대규모 자금과 선진 투자기법을 기반으로 내국인보다 과도하게 높은 투자성과를 올리게 된다면 주식시장 개방이 오히려 국부유출을 야기하고 국내 시장의 발달을 저해하는 결과를 가져올 수 있다는 우려가 꾸준히 제기되어 왔다. 이처럼 외국인 투자자는 국내 주식시장의 양적 질적 성장에 기여해오면서 그 영향력이 크게 증가하였으므로, 국내 주식시장 개방 이후 25년이 지난 시점에서 시장개방 효과와 외국인 투자자의 영향에 관

3) 자본자유화의 역효과에 관한 대표적인 연구로서 Stiglitz(2000, 2004), Rajan and Zingales(1998), Wade and Veneroso(1998) 등이 있다.

한 기존 문헌들을 고찰하고 종합적인 평가와 시사점을 모색하는 것은 국내 주식시장의 건전한 발전을 위해 의미있는 일이라고 하겠다.

본 연구는 이러한 연구목적에 위하여 크게 네가지 주제와 관련된 국내외 문헌에 초점을 맞추어 종합적인 고찰을 하고자 한다. 첫째, 국내 주식시장 개방 이후 외국인 보유지분이 증가되어 온 추이를 고찰하고, 이 과정에서 일부 외국자본에 의한 적대적 인수 사례들을 정리한다. 둘째, 국내 주식시장 개방의 득과 실에 관한 논의를 정리하고 향후 금융세계화의 전개 방향에 대하여 조망한다. 셋째, 외국인 투자자가 국내 기업의 지배구조, 배당, 투자 의사결정에 미친 영향에 대한 논의를 정리하고 외국인 투자자의 영향력에 대한 평가를 재조명한다. 넷째, 외국인의 투자행태의 특징을 알아보고 내국인 대비 투자성과에 대한 고찰을 통해 외국인의 정보우위 논쟁을 정리한다. 마지막으로 이상과 같은 종합적 고찰에서도 출된 시사점과 향후 연구방향에 대한 제언을 하도록 한다.

II. 국내 주식시장 개방의 효과

2.1 국내 주식시장 개방과 외국인 투자자 등록제도

한국 주식시장이 자본자유화 정책의 일환으로 외국인 투자자에게 개방되기 시작한 1992년 1월부터 외국인 투자동향과 한도관리의 필요성에 따라 외국인 투자자 등록제도가 도입되었다. 동 제도는 외국

인 투자자로 하여금 국내 주식시장 투자를 위해서 금융감독원에 등록을 마치고 계좌를 개설하게 함으로써 거래 내용이 실시간으로 보고되어 외국인 투자동향과 투자한도 점검이 가능해졌다. 동 제도는 지난 25여년간 외국인 투자동향을 실시간으로 파악하고 감독하는데 효과적이었으나, 최근 한국 증시의 MSCI 선진지수 편입을 추진하는 과정에서 외국인 투자자들의 불편이 제기되어 제도개편이 논의되었다. 즉 동 제도 하에서는 해외 글로벌 자산운용사들이 운용하고 있는 각 펀드계좌별로 등록과 매매주문 및 결제를 별도로 수행해야 하는 불편이 있다는 것이다.⁴⁾

이에 대하여 금융당국에서는 현행 등록제도를 2017년부터 외국인 통합계좌(omnibus account) 제도로 개편하여 해외 자산운용사나 증권사 등이 다수의 최종 투자자의 매매를 통합 처리할 목적으로 계좌를 개설하고, 매매주문과 결제를 일괄 처리하게 하였다. 여기서 최종 투자자의 매매내용은 국내 증권회사와 보관기관을 통해 금융감독원에 사후 보고됨으로써 외국인 투자동향과 투자한도 관리가 이루어진다. 이러한 제도개편은 외국인의 투자편의성을 개선하고 MSCI 선진지수 편입 가능성을 높임으로써 외국인의 한국증시 투자를 확대하는 긍정적인 효과를 가져올 것으로 기대된다. 그러나 외국인 투자동향 감시가 사후보고로 변경됨에 따라 급격한 외국인 자금유출입 시 모니터링에 문제가 발생할 수 있다는 지적도 제기되고 있다. 또한 해외 투자회사가 자신의 운용자산과 최종 투자자의 자산을 혼합 운용하지 못하도록 하고, 통합된 매수·매도 주문을 차감(netting) 매매하는 것은 금지함으로써 최종 투자

4) 국내 증시는 1998년 MSCI 신흥지수에 편입된 이후, 2008년에는 FTSE 선진지수에 편입되면서 MSCI 선진지수에 검토대상(watch list)으로 올랐으나, 외국인 투자자 등록제도와 외환시장에서 역외 원화거래를 금지하는 제도가 걸림돌이 되어 아직 편입되지 못하고 있다.

자 거래에 대한 투명성을 강화하는 것이 필요할 것이다.⁵⁾

2.2 국내 주식시장 개방 이후 외국인 보유지분 추이

한국 주식시장은 1992년 개방 이후 외국인 투자자들의 지속적인 투자유입에 힘입어 괄목할만한 외형적인 성장을 이루었다. 한국거래소(KRX)의 시가총액은 1992년 1월초 74조원에서 2015년말 1,444조원으로 20배 가까이 성장하여 세계 14위를 기록하였다.⁶⁾ 상장기업 수는 1,961개사로 세계 8위, 거래금액은 2,186조원으로 세계 10위의 거래소로 성장하였고, 국가경제에서 주식시장의 중요성을 나타내는 GDP 대비 시가총액은 89.4%로서 세계 12위에 놓여 있다. 아시아 주식시장 중에서는 2015년말 시가총액 기준으로 일본거래소, 상해거래소, 선전거래소, 홍콩거래소, 인도 봄베이(BSE)와 NSE거래소에 이어 7번째 거래소로 꼽히고 있다.⁷⁾

한국거래소의 외국인 투자자 계좌 수는 1999년말 9,954명에서 2014년말 39,677명으로 4배 가량 증가하였다. 이들은 국적별로 미국(33.6%), 일본(9.1%), 케이만제도(7.8%), 영국(5.9%), 캐나다(5.7%), 룩셈부르크(4.0%), 태국(3.1%), 대만

(2.6%), 기타(28.2%)로 이루어져 있다.⁸⁾ 시가총액 대비 외국인 투자자 보유비중은 국적별로 미국(39.4%), 영국(8.7%), 룩셈부르크(6.0%), 싱가포르(5.4%), 사우디(3.9%), 네덜란드(3.5%), 아일랜드(3.5%), 캐나다(2.8%) 등의 순서로서 외국인 투자자 계좌 수 순위와 다소 차이를 보인다.

〈그림 1〉은 한국 주식시장의 개방 이후 최근까지 시가총액 대비 외국인 보유지분의 월말 변화추이를 KOSPI지수 및 원달러 환율 추이와 함께 보여주고 있다. 그림에서 계단형 실선은 외국인 지분한도를 보여주고 있는데, 예를 들면, 주식시장 개방 시점부터 각 상장기업에 대한 외국인 지분한도가 10%로 정해져 오다가 1994년 12월 1일에 12%로 완화되었으며, 그 이후 1997년 12월 30일까지 8차에 걸쳐 55%로 완화되었고, 최종적으로 1998년 5월 25일에 일반법인의 외국인 지분한도가 폐지되어(공공법인 제외) 현재에 이르고 있다.⁹⁾ 이러한 외국인 지분한도 완화의 각 단계별로 주식시장의 대략적인 반응을 〈표 1〉에서 보여주고 있는데, 즉 지분한도 완화 이후 1주일간 KOSPI 지수 수익률로 볼 때 대체로 긍정적인 반응을 보였음을 알 수 있다.

〈그림 1〉의 외국인 지분율 변화 추이를 보면, 주식시장 개방시점인 1992년 1월말 3.6%로 집계되

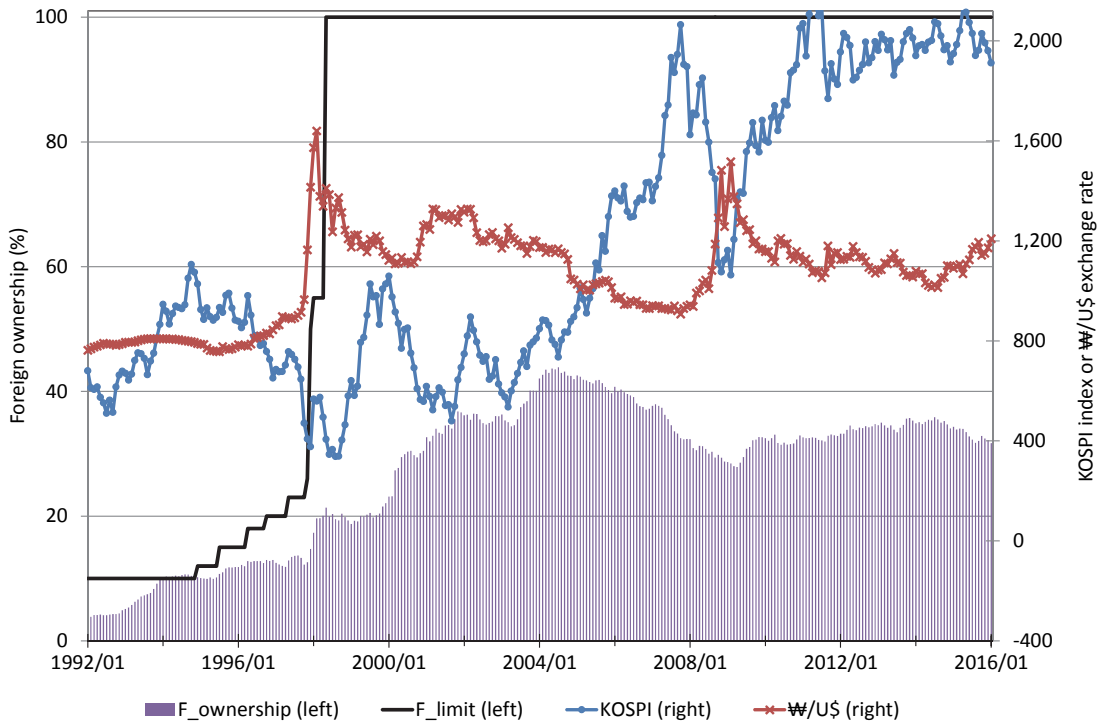
5) 독일과 호주에서는 통합계좌 개설 시, 금융회사 자산과 고객 자산을 분리해서 운용해야 한다는 서약이나 가이드라인을 마련하여 시회 중임을 참고할 필요가 있다.

6) 한국거래소(KRX: Korea Exchange)는 독립적으로 존재하던 세 개의 거래소, 즉 한국주식거래소(KSE: Korea Stock Exchange), 코스닥(KOSDAQ)거래소, 한국선물거래소(KFE: Korea Futures Exchange)를 2005년 1월에 통합하여 단일 거래소로 설립되었다.

7) 출처: 세계거래소연맹(World Federation of Exchanges)

8) 출처: 금융감독원. 외국인 국적별 통계 중에서 조세회피처 국적자는 2016년 8월말 현재 외국인 전체의 30%인 12,785개 계좌이며, 이들의 보유금액도 외국인 전체의 30%인 164조원에 달하는 것으로 나타났다. 이들의 국적은 케이만제도(3,274명), 캐나다(2,459명), 룩셈부르크(1,768명), 아일랜드(1,242명), 홍콩(1,046명), 버진아일랜드(877명), 싱가포르(751명), 스위스(424명), 버뮤다(362명), 네덜란드(333명), 바하마(147명), 건지(102명) 등이다. 조세회피처는 개인 또는 법인이 조세회피를 목적으로 페이퍼 컴퍼니를 설립한 곳으로서, 탈세와 주가조작 등 불공정 거래가 발생할 수 있어서 이들 국가와 금융·과세정보 교환 등 국제공조가 강화되는 추세다.

9) Worldbank의 Investing Across Borders (IAB) indicators를 보면, 국내뿐만 아니라 외국에서도 공공법인에 대한 외국인 지분한도 규제는 흔히 찾아볼 수 있다. 예를 들면, 국내에서는 항공(50%), 미디어(49%), 통신(33%), 전력(30%) 부문이 공공법인 외국인 지분한도 규제대상이 되고 있으며, 많은 선진국에서도 운송과 미디어 부문에 외국인 지분한도 규제를 두고 있으며, 신흥국들은 이 밖에도 통신, 전력 등에 외국인 지분한도 규제를 두고 있다.



〈그림 1〉 한국거래소의 시가총액 대비 외국인 보유지분과 KOSPI지수 및 원달러 환율
(1992년 1월~2016년 1월; 자료: KRX, 금융감독원)

〈표 1〉 한국거래소의 외국인 지분한도 변화와 KOSPI 지수(자료: KRX, 금융감독원, Kho(2011))

일자	전체 한도		1인 한도		KOSPI 지수 및 수익률		
	일반법인	공공법인	일반법인	공공법인	당일 지수	당일	1주후
1992.01.03(개방)	10%	8%	3%	1%	624.23	2.18%	-0.76%
1994.12.01(1차)	12%	8%	3%	1%	1,066.21	-0.76%	-1.17%
1995.07.01(2차)	15%	10%	3%	1%	909.59	1.69%	4.11%
1996.04.01(3차)	18%	12%	4%	1%	878.47	0.49%	-0.16%
1996.10.01(4차)	20%	15%	5%	1%	789.47	-0.03%	1.03%
1997.05.02(5차)	23%	18%	6%	1%	706.10	0.41%	-2.62%
1997.11.03(6차)	26%	21%	7%	1%	511.66	2.90%	2.67%
1997.12.11(7차)	50%	25%	50%	1%	377.37	-5.62%	5.21%
1997.12.30(8차)	55%	25%	50%	1%	385.49	2.44%	14.34%
1998.05.25(폐지)	100%	30%	100%	3%	331.90	-6.78%	1.45%
2000.11.15	-	40%	-	3%	557.48	0.81%	-6.31%

기 시작하여 1997년에는 아시아 금융위기와 IMF 구제금융과 같은 급박한 상황을 겪으면서 잠시 정체되었다. 그러나 그 이후 한국 경제의 빠른 회복에 힘입어 2004년 7월말 43.8%라는 정점에 달할 때까지 지속적으로 증가해왔고, 그 이후 하락세로 돌아서 2009년 3월말 28%까지 감소한 이후 2016년 1월말 31.7% 수준에서 머물고 있다. 흥미로운 점은 2004년 7월말 KOSPI지수가 735에서 2007년 10월 2,064까지 약 3년간 세배 가까이 상승하는 동안 외국인 지분은 오히려 10% 이상 지속적으로 감소하였다는 점이다. 이러한 현상은 외환위기 이후 구조조정 과정에서 국내 부실기업 인수를 위해 대규모로 유입되던 외국계 기관의 자본이 점차로 감소세로 돌아섰고,¹⁰⁾ 이미 국내에 들어왔던 외국계 자본도 미국 모기지 시장의 인기를 따라 지속적으로 유출되었던 것에 반해, 국내에서는 적립식 뮤추얼펀드의 활황을 계기로 국내 기관투자자의 지분이 상승하면서 지수를 견인하였던 것에 기인한 것으로 보인다.

2.3 외환위기 이후 구조조정 과정에서 외국자본의 적대적 인수 사례

국내 상장주식에 대한 외국인 지분한도가 외환위기 직후인 1998년 5월에 전면 폐지됨에 따라 외국인의 포트폴리오 투자가 한층 자유로워졌으며, 당시 구조조정을 겪으면서 지배구조가 취약했던 국내 기업들에 대한 외국인의 적대적 M&A도 활기를 띄게 되었다. 예컨대, 미국의 이베이(eBay)는 2001년 당시 코스닥시장 시가총액 1위의 토종벤처 온라인쇼

핑몰 업체인 옥션을 인수하여 외국계 회사로 변신시킨 다음 2004년까지 잔여지분 모두를 3차에 걸쳐 공개매수로 인수함으로써 코스닥시장에서 사라지고 말았다. 이베이는 이어서 2009년에는 지마켓 지분도 공개매수로 인수함으로써 국내 온라인 오픈마켓의 독점적 시장지위를 취득하게 되었다.

이러한 외국인의 적대적 M&A 과정에서 경영권 분쟁도 다수 발생하였다. 예를 들면, SK텔레콤에 대한 타이거펀드의 공격이 그 대표적인 사례이다. SK그룹은 SK텔레콤의 경영권 방어를 위하여 1998년부터 1999년에 걸쳐 2조원 이상의 막대한 자금을 투입하였고, 이 과정에서 6,000억원을 투입한 SK글로벌은 경영실적과 재무구조 악화로 부도에 이르게 된 반면, 타이거펀드는 SK텔레콤의 지분을 전량 매각하여 6,300억원의 차익을 얻고 2000년에 철수함으로써 국부유출의 논란을 야기하였다.¹¹⁾ 이처럼 경영권 방어에 막대한 자금을 소진한 SK그룹은 2003년에 또다시 벌처펀드인 소버린의 공격으로 경영권 분쟁에 휘말리면서 주가가 상승하자 소버린은 지분 보유 목적을 단순투자 목적으로 변경한 뒤 2005년 7월에 지분을 매각하고 8,000억원의 차익을 실현하고 철수하였다.

뿐만 아니라, 외환위기로 부실화된 국내 금융기관을 외자유치에 급급한 나머지 대주주 적격성 문제에도 불구하고 외국계 사모펀드에 매각하면서 국부유출의 비난을 받았던 사례들도 있었다. 1999년에 미국계 뉴브리지캐피탈이 제일은행을 5,000억원에 인수한 후 2004년에 1조 6,500억원에 되팔아 230%의 누적수익률을 실현한 바 있다. 2003년에는 미국

10) 국내 부실 금융기관 인수를 위해 유입된 외국계 기관의 사례로서 1999년에 뉴브리지캐피탈의 제일은행 인수와 코메르츠 뱅크의 외환은행 추가 출자가 있었고, 2000년에 JP모건-칼라일의 한미은행 지분인수, 2003년에 론스타의 외환은행 인수, 2004년에 프르덴셜의 현대투신 인수와 씨티그룹의 한미은행 인수 등이 있었다.

11) 외국자본의 국내 기업에 대한 적대적 인수사례는 박영석 외 4인(2008)을 참조하시오.

계 론스타가 외환은행의 코메르츠뱅크 지분을 1조 3,800억원에 인수한 후 고배당과 지분매각을 통해 투자금을 회수하던 중 외환카드 주가조작 사건으로 유죄판결을 받아 대주주 자격을 상실하여 결국 2012년 하나금융에 3조 8,000억원에 매각하고 철수함으로써 5조원 가까운 차익을 챙겨 일명 '떡튀'와 탈세 논란을 야기하였다. 또한 영국계 투기자본 BIH는 국내 증권사간 합병을 통해 2002년 브릿지증권을 출범시킨 후 고배당과 유상감자 등으로 투자원금 회수에만 몰두하였던 사례도 있었다.¹²⁾

이처럼 외환위기 직후 외국인 지분한도의 전면 폐지로 대거 유입된 외국자본 중에서 일부 투기자본에 의한 적대적 인수과정에서 야기된 경영권 방어비용의 과다와 국부유출 등의 문제점이 지적되었다. 그러나 외국인 지분의 확대는 전체적으로 국내 주식시장의 수요기반 확대를 통해 양적인 성장을 가져왔을 뿐만 아니라 기업 지배구조의 개선과 경영합리화 등과 같은 질적인 발전에도 일조를 하였으며, 우월한 정보분석능력과 선진투자기업을 기반으로 내국인 대비 우월한 투자성과를 거둔다는 평가를 받고 있다. 따라서 이렇게 다양한 측면의 외국자본의 영향에 대한 평가에 관해서는 2장 후반부와 3장 및 4장에서 차례로 논의하도록 한다.

2.4 자본시장 개방의 거시경제적 효과에 대한 평가

국제통화기금(IMF)은 1990년대 들어 각국의 자본시장 개방을 통하여 경제성장과 국제무역을 촉진시킨다는 논리 하에 전 세계 회원국들을 대상으로 자본자유화 정책을 적극 권고하고 추진해왔다. 우리나라도 일찌감치 1981년에 자본시장 국제화 장기계획을 발표하면서 증권시장의 단계적 개방을 추진해 오다가, 1992년 1월, 주식시장을 개방하기에 이르렀다. 그러나 자본시장 개방으로 유입되었던 국제자본이 곧이어 신흥국 경제의 부실 징후에 대하여 대규모 유출로 반전되자, 1994년 멕시코 외환위기를 필두로 1997년 아시아 금융위기와 1998년 러시아 부도사태 등으로 이어졌고, 자본자유화의 성급한 추진이 오히려 신흥국 경제위기를 불러올 수 있다는 교훈을 던져 주면서 열띤 논쟁이 벌어졌다.¹³⁾

이러한 논쟁에서 자본자유화를 지지하는 측은 IMF를 중심으로 시장경제를 신봉하는 측으로서 신흥국의 자본시장 개방이 저렴한 외국자본을 끌어들여 자본조달비용을 낮추고 투자를 증가시켜 생산성을 향상시키고 경제성장에 기여하게 된다는 이론적인 측면을 강조하였다.¹⁴⁾ 또한 선진 은행들의 금융상품과 경영기법이 도입되어 경쟁을 통한 자본배분의 효율성이 높아지게 되며, 기업경영에 대한 효과적인 감시를 통해 투명성과 효율성이 높아진다고 주장되고 있다. 물론 이러한 자본자유화의 이점은 신흥국뿐만

12) 이처럼 투자원금 회수에 몰두했던 외국자본의 다른 사례들로서, (주)만도의 대주주인 JP Morgan의 자회사 Sun Sage가 2002년 2차례 우선주 대상 유상감자를 통해 950억원을 회수한 후, 2003년 보통주 대상 유상감자를 통해 760억원을 회수하여 투자금액 246억원보다 많은 1,710억원을 회수하였다. 또한 (주)OB맥주의 대주주인 벨기에 인터브루가 자본금 60%의 유상감자를 통해 1,600억원의 투자자금을 회수하였으며, 그밖에 메리츠증권, 서울증권 등에서도 고배당을 통해 투자원금을 회수해간 사례도 있었다.

13) 말레이시아는 1998년에 IMF의 구제금융을 거부하고 외국 투기자본을 비난하면서 자본자유화에 역행하는 자본통제 정책을 펼치기도 하였으며, 대만도 1998년에 자본시장 자유화 계획을 재검토하겠다고 공표한 바 있었다.

14) 이러한 자본자유화의 이점을 지지하는 연구들로서 대표적인 것은 Fischer(1998), Eichengreen, et al (1998, 2002), Kim(1998), Stulz(1999), Henry(2000a, 2000b, 2003), Bekaert and Harvey(1997, 2000), Bekaert, et al(2005, 2011), Larrain and Stumpner(2017) 등이 있다.

아니라 선진국 투자자들도 국제분산투자의 이득을 통해 수혜를 본다고 할 수 있다.

그러나 신흥국에 유입된 국제자본의 순기능 측면에 대한 이론적 주장에서 간과하고 있는 부분은 이것이 갑작스런 대규모 유출로 반전될 경우 신흥국 경제에 큰 충격으로 다가올 수 있다는 점이다. 신흥국 자본시장은 정보비대칭성과 불완전성, 도덕적 해이문제들이 만연하여 시장경제가 제대로 작동하지 않을 수 있으며, 이런 상태에서 선블리 개방을 하게 되면 중고차 시장의 시장실패와 같은 금융위기를 초래할 수 있다는 것이다(Stiglitz, 2000, 2004). 실제로 멕시코와 아시아 신흥국들은 성급하게 자본시장을 개방한 결과로, 외국자본에 의한 일시적인 호황과 자산거품에 취해 있던 중에 갑작스런 자본유출로 심각한 유동성 위기에 직면하게 된 사례들이다. 흔히 멕시코 외환위기를 ‘데킬라 효과’ 혹은 ‘부채 숙취(debt hangover)’라고 부르는 것은 이러한 외국자본에 의한 거품과 붕괴의 과정, 즉 시장교란효과를 빚낸 표현이다.

아시아 신흥국들은 오랫동안 은행 중심의 고부채 모델에 기반하는 투자로 경제성장을 해오다가 성급한 시장개방으로 인해 단기 수익에 치중하는 시장중심적 국제금융 시스템과 충돌하게 되면서 금융위기가 촉발된 것이라고 볼 수 있다(Rajan and Zingales, 1998; Wade and Veneroso, 1998). 특히 단기 부채형태로 유입된 외국자본이 신흥국 경제의 부실 징후에 대하여 만기연장을 거부하고 급격히 유출됨으로써 유동성 부족에 의한 금리 급등과 경기침체를 가져왔고, 주변국에도 파급되는 전염효과(contagion)를 낳았다(Radelet and Sachs, 1998, 1999; Kaminsky and Schmukler, 1999; Mussa and Richards, 1999). 실제로 아시아 금융위기의 전조가 시작되었던 1996년부터 1998년 사이에 한국을

포함한 아시아 5개국에서 급격히 빠져나간 1,250억 불의 대규모 자본유출은 주로 은행대출로 유입되었던 단기 부채성 국제자본으로서 금융위기를 촉발한 주요 원인이 되었다(King, 1999). 이것은 자본시장이 성숙되지 않은 신흥국의 부실 징후에 대하여 단기 부채성 국제자본이 서로 먼저 빠져 나가려는 유인이 있다는 것을 보여주는 사례이다.

신흥국의 금융위기가 과연 주변국에도 전염되는 효과를 초래하는가에 대해서도 많은 연구가 진행되었다. 전염효과를 객관적으로 정의하고 측정하는 것이 어려운 일이지만, Bekaert, Harvey and Ng (2005)은 국가간 경제 펀더멘털 변수들이 서로 밀접한 관련성을 갖고 있는 것을 반영하여 측정된 주식수익률간 상관관계를 초과하는 동조화 현상을 전염효과로 정의하였다. 그리고 이의 측정을 위하여 국가간 주요 경제 변수들을 모형에 포함시킨 조건부 자산가격결정모형에서 추정된 잔차들 간의 상관관계로 측정하였다. 그 결과, 멕시코 외환위기 시에는 전염효과의 증거를 찾을 수 없었으나, 아시아 금융위기 시에는 아시아 신흥국들 간의 전염효과가 존재하였다는 결과를 보여주었다.

이처럼 1990년대의 신흥국 금융위기는 자본자유화의 잠재적인 위험과 비용을 고려하여 신중하게 추진하는 것이 중요하다는 교훈을 남겨 주었다. Kose et al.(2011)과 Chinn and Ito (2006) 등은 신흥국 자본시장의 깊이와 제도가 일정한 임계수준 이상이 되어야 자본자유화의 단점을 극복하고 경제성장에 기여하게 된다는 것을 실증적으로 보여주었다. 결국 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 그동안 시장경제원리에 입각하여 규제완화를 중시하던 자본자유화 정책은 기본 틀이 크게 변하게 되었는데, 즉 정부의 시장개입을 통해 금융위기 재발방지를 위한 금융산업 규제와 투자자 보호 및 금융안정을 중시하는

쪽으로 변하게 되었다. 그리하여 오랫동안 자본자유화를 적극 권장해오던 IMF도 2010년 Ostry et al.(2010) 보고서를 통해 신흥국이 자본시장을 개방하기 전에 제도정비가 필요하며, 다국적 투기자본의 국가간 이동을 제한하는 자본통제를 정책수단으로 사용할 수 있다는 절충적인 방향으로 입장을 선회하였다(Rogoff, 2002; IMF, 2012; Blanchard and Ostry, 2012).¹⁵⁾ 이제 자본자유화는 모든 국가에게 항상 바람직한 것은 아니며, 적절한 금융규제와 감독이 없는 자본자유화는 시장 변동성을 증폭시켜 위기를 초래할 수 있다는 점을 인정하는 중요한 변화라고 할 수 있다.

최근에는 선진국들의 보호무역주의가 확산되면서 금융세계화뿐만 아니라 국제무역도 정점을 지나 점차로 쇠퇴할 것이라는 이른바 'Peak Globalization'이라는 경고의 메시지가 회자되고 있다. 이것은 2008년 미국발 글로벌 금융위기 이후 각국 중앙은행의 양적완화로 풀린 과잉 유동성으로 인해 자산시장의 거품이 조장되는 사이에 부의 불평등 문제와 정치적 마찰은 고조된 반면, 전 세계적인 저성장 문제는 해결되지 못함에 따라 세계화에 대한 반감이 커졌기 때문이다. 따라서 향후 금융과 무역의 세계화 방향은 각국의 경제정책과 계층간 이해관계를 조정하고 배분할 수 있는 방향으로 수정되어 갈 것으로 예상된다.

2.5 주식시장 개방의 효과: 주식수익률과 변동성을 중심으로

앞 절에서는 1990년대 자본자유화를 추진하면서

신흥국 자본시장에 유입된 국제자본의 영향에 대한 찬반 논쟁을 살펴보았다. 본 절에서는 주식시장을 중심으로 주식수익률과 변동성에 미친 영향을 살펴보고자 한다. 우선 자본자유화를 지지하는 측의 주장대로 외국자본의 유입이 신흥국 주식가격을 상승시켜 기대수익률(즉, 자기자본비용)을 낮추는 긍정적인 효과가 있음을 보여주는 실증연구들이 다수 존재한다. Bekaert and Harvey(1997, 2000)는 신흥국 주식시장 개방 이후 자기자본비용은 소폭이지만 약 5bp~75bp 하락하고, 주식수익률 변동성은 약 6% 감소한다는 결과를 보여줌으로써 자본자유화의 긍정적인 효과를 지지하였다. 다만, 자기자본비용이 예상보다 적게 감소한 이유는, 첫째, 외국자본 유입에 따른 자기자본비용의 감소효과는 장기적으로 나타나는데 이를 실증적으로 측정하기 어렵다는 점, 둘째, 자본자유화로 신흥국 자산수익률이 세계시장과 동조화됨에 따라 국제분산투자의 이점이 축소되어 자기자본비용의 감소를 제한하는 요인으로 작용한다는 점, 셋째, 외국인 투자자들의 자국편향(home-bias) 현상으로 인해 평균분산기준에 의한 최적비중보다 적은 비중을 신흥국 주식에 투자한다는 점 때문이라고 할 수 있다. 이처럼 자기자본비용이 감소하고 주식수익률 변동성은 큰 변화가 없다는 결과는 Henry(2000a, 2003), Kim and Singal(2000)의 연구에서도 지지되고 있다.

앞 절에서 논의한 것처럼 신흥국 시장에 큰 위협이 되는 부분은 급격한 자본유출이라는 점에서 주식시장에서도 외국인의 대규모 매도의 영향을 분석한 연구들이 많이 진행되었다. DeLong et al.(1990)는 외국인과 같이 정보가 부족한 투자자는 모멘텀

15) 실제로 2009년 11월 브라질은 대규모 투기자본 유입에 대한 대응으로서 주식과 채권에 대하여 외국인 투자자금의 2%를 과세(그 후 6%까지 상향 조치한 후, 2013년 6월 폐지)하였고, 2015년 12월 EU 회원국 중 프랑스와 독일 등 10개 국가는 토빈세(Tobin Tax: 투기자본을 규제하기 위하여 국가간 단기성 외환거래에 부과하는 세금) 도입을 위한 기본방침에 합의하였다.

(momentum) 거래에 의존하게 되는데, 이들이 군집거래(herding)를 하게 되면 시장가격을 내재가치에서 더 멀어지게 하는 교란효과(destabilization)를 초래할 수 있다는 이론모형을 제안한 바 있다. 이에 대하여 Choe, Kho, and Stulz(1999)는 한국 외환위기 전후의 일중 주식거래 자료를 사용하여 외국인 투자자들이 모멘텀거래와 군집거래 행태를 보이지만, 이들의 대량매매는 장중 10분 안에 그 영향이 흡수되어 사라지는 것을 보임으로써 모멘텀거래와 군집거래가 반드시 교란효과를 가져오는 것이 아님을 보여주었다. 고광수, 이준행(2003)도 한국 시장에서 외국인의 순매수가 변동성에 별 영향을 주지 못하며 시장교란의 증거를 찾을 수 없었다고 밝혔다. 뿐만 아니라, Kim and Wei(2002)도 한국 외환위기 전후로 외국인이 모멘텀거래 행태를 보였지만 시장교란의 구체적인 증거는 찾지 못하였고, 다만 향후 외국인 투자비중이 확대되면 시장교란 가능성이 있을 수 있음을 지적하였다. Karolyi(2002)는 일본에서 아시아 금융위기 동안 외국인의 모멘텀거래가 강화되었지만 역시 시장교란의 증거를 찾을 수 없었으며, Froot, O'Connell, and Seasholes(2001)도 유사한 결과를 보여주었다.

그밖에 흔히 외국인의 공매도가 시장변동성을 심화시키는 주범으로 많이 지목되고 있는데, 특히 2008년 글로벌 금융위기 시에 공매도의 대부분이 외국인 투자자들에 의해 이루어졌고 주가도 함께 폭락하였기 때문에 시장교란을 초래하였다는 비난을 피하기 어려울 것이다. 그럼에도 불구하고 엄경식, 빈기범, 김준석(2011)은 외국인 공매도가 주가하락이나 변동성을 심화시킨 원인이 되었다는 구체적인 증거를 발견하지 못하였다. 따라서 외국인 공매도에 대한 비난을 해소하기 위해 이를 규제하기 보다는 개인투자자들에게도 기회균등의 차원에서 공매도를 원활히

할 수 있는 제도 개선을 해주는 것이 필요할 것이다.

2.6 세계 자본시장통합과 잠재적 위험

1990년대 세계 각국이 자본자유화 정책을 추진한 결과로 세계 자본시장이 하나로 통합되었는가에 관한 질문은 자산가격결정에 있어서 중요한 연구주제가 된다. 즉 전 세계 시장이 하나로 통합된 효율적인 시장이고 포트폴리오 이론에 기반한 CAPM과 같은 균형모형에 의해 기대수익률이 결정된다면, 특정 국가의 위험자산에 대한 기대수익률은 세계 시장과의 공분산 위험에 의해서 결정되어야 한다. 따라서 세계 시장과의 공분산 위험이 동일하다면, 거래되는 장소에 관계없이 동일한 기대수익률을 가져야 한다. 그러나 현실적으로 이렇게 완전통합된 시장은 존재하지 않고 부분통합상태라고 한다면, 세계 시장과의 공분산 위험뿐만 아니라 해당 지역 시장과의 공분산 위험도 기대수익률 결정에 중요한 역할을 담당할 것으로 예상할 수 있다.

이렇게 자본시장 개방 전후로 주식수익률의 공분산 위험이 어떻게 달라졌는가에 초점을 맞춰 시장통합 정도를 측정하는 연구로서 Bekaert and Harvey(1995)가 있다. 이들은 12개 신흥국 주식시장을 대상으로 국면전환모형을 추정하였는데 한국 등 4개국은 1990년대 초반에 이미 시장통합이 상당히 진행되었음을 보고하였다. 이것은 코리아펀드가 1984년에 미국에 상장되어 외국인에 의한 간접투자가 가능해졌고, 1990년에는 ADR 형태의 직접투자가 가능해졌다는 점에서 의미있는 결과라고 하겠다. 또한 Bekaert, Harvey and Lumsdaine(2002)은 신흥국의 주식시장 수익률에 내재되어 있는 구조적 변화시점이 주로 시장개방 조치와 관련되어 있음을 보여주었다. 예를 들어, 한국은 4개의 구조적 변화시

점이 측정되었는데, 여기에는 1) 1980년 9월: 외국인 직접투자(FDI)의 허용, 2) 1984년 8월: 코리아 펀드의 미국시장 상장, 3) 1988년 9월: 전면적인 자본자유화 계획 발표와 점진적인 시행, 4) 1992년 1월: 주식시장 개방으로 외국인 포트폴리오 투자 허용 등이 포함되었다. 이러한 결과는 한국의 시장개방 조치가 외국인의 포트폴리오 투자를 끌어 들이는데 성공적이었으며, 주식수익률에도 구조적 변화를 가져왔음을 시사하는 것이다.

한편, Carrieri, Errunza and Hogan(2007)은 신흥국 주식시장이 완전통합 상태이면 1, 완전분할 상태이면 0의 값을 갖도록 모형화한 통합지수(integration index)를 추정하였는데, 한국은 1980년대 중반부터 통합지수가 높아지기 시작하여 1992년 이후 약 0.5 수준의 부분분할 상태로 나타났다. 이러한 결과는 후속연구인 Bekaert, Harvey, Lundblad and Siegel(2011)에서도 재확인되었다. 결국, 자본자유화가 세계 자본시장통합 즉 금융세계화에 기여한 것은 분명하지만 여전히 정보비대칭성, 시장규제, 투자자 보호, 정치적 위험과 같은 암묵적인 장벽들로 인해 부분분할되어 있음을 의미한다. 또 다른 시장통합의 측정치로서 Pukthuanthong and Roll(2009)은 각국 주식수익률이 글로벌 공통요인에 의해 설명되는 정도를 기준으로 시장통합을 측정하였는데, 2008년까지의 표본기간에서 한국이 통합 정도가 가장 높은 그룹으로 나타났다. 그러나 Bae and Zhang(2016)은 시장통합 정도가 높은 신흥국일수록 2008년 글로벌 금융위기 시에 큰 폭의 추가하락을 경험했는데, 이것은 글로벌 금융시장의 충격에 대한 노출도가 커졌다는 것을 의미하는 것으로서 시장통합의 잠재적 위험과 비용이 따른다는 것을 암시해주고 있다.

III. 외국인 투자자와 기업 지배구조, 배당 및 투자

3.1 외국인 투자자가 국내 기업 지배구조에 미치는 영향

국제분산투자에 있어서 평균분산기준에 의한 최적 주식포트폴리오는 전 세계 각국의 주식포트폴리오를 시가총액 비중에 따라 보유하는 월드포트폴리오가 된다. 그러나 실제로 국제분산투자를 하는 투자자들의 포트폴리오를 살펴보면, 자국에의 투자비중이 평균분산기준에 의한 최적 비중보다 과도하게 높은 현상이 발견된다. 이러한 자국편향(home bias) 현상은 세계 자본시장의 통합이 상당히 진전되었음에도 지속적으로 나타나고 있는데, 그 이유에 대해서 Karolyi and Stulz(2003)는 다음과 같이 다섯 가지로 정리하고 있다. 즉, 1) 국가간 세금, 거래비용, 환율, 자본이동 규제 등 국제분산투자를 가로막는 명시적인 장벽, 2) 내외국인 간의 정보비대칭, 3) 자국과 다른 소비패턴과 인플레이션 위험, 4) 타국의 인적자본이나 비거래 자산에 대한 헤징의 어려움, 5) 자국 주식에 대한 선호 등의 원인을 꼽고 있다. 이밖에도 Dalquist et al.(2003)은 외국인 투자자들이 실제로 보유 가능한 주식은 대상국 기업의 내부자와 지배주주 지분을 제외한 유통주식(float shares)으로 한정되기 때문에 이를 고려하여 자국편향의 정도를 측정하면 그렇지 않은 경우보다 약 30%나 줄어든다는 것을 보였다. 또한 Kho, Stulz, and Warnock(2009)도 한국 기업의 지분자료를 사용하여 지배구조가 개선됨에 따라 내부자 지분이 줄어들 뿐만 아니라 경영감시 역할을 담당하는 지배주주인 국내 기관투자자 지분도 줄어들는데, 여기서

줄어든 지배주주 지분이 외국인 지분으로 대체됨에 따라 자국편향의 정도가 추가적으로 완화되는 경로로 작용한다는 것을 보였다.

이처럼 한국 기업들의 지배주주 지분을 대체하여 외국인 지분이 증가하였다면, 과연 외국인 주주가 경영감시 역할을 통해 지배구조 개선과 기업가치 증가에 기여하였는가의 질문은 자본자유화의 득실과 관련하여 매우 중요한 문제이다. 즉 외국인 주주가 지배주주를 대체하여 경영감시 활동을 수행한 결과로 지배구조가 개선된 것인지, 아니면 자본자유화 이후 정책적으로 지배구조를 개선해가는 과정에서 외국인 투자자들이 투명한 지배구조를 갖는 기업을 선호하여 투자한 결과인지 여부에 따라 외국인의 경영감시 역할에 대한 평가가 달라지게 된다. 이와 같이 외국인 지분이 지배구조에 미친 영향을 분석하는데 있어서 그 영향의 인과관계를 어느 방향으로 해석할지 모호하게 되는 내생성 문제가 존재한다.

이러한 내생성 문제를 극복하기 위하여 박헌준, 신현한, 최완수(2004)는 기존의 단순 횡단면분석이 아닌 패널분석 방법을 적용하여 기업간 이분산성을 통제하면서 2단계 최소자승법(2SLS)을 사용하여 분석하였다. 그 결과, 외국인 지분이 증가할수록 경영자의 사적소비(매출액 대비 접대비와 기밀비의 합)가 줄어들어 대리인 비용을 감소시키고, Tobin's q로 측정된 기업가치는 증가하는 것으로 나타나서 외국인 투자자의 경영감시 역할이 효과적이었음을 보여주었다. 박경서, 이은정(2006)도 패널분석 방법을 사용하여 외국인 지분이 증가할수록 시차를 두고 지배구조가 개선되는 결과를 보여주었다. 특히 5% 이상의 대량지분을 가진 외국인 투자자가 많을

수록 지배구조가 개선되어 합리적인 투자와 배당결정을 유발하는 효과가 있음을 보여주었다. 이러한 결과는 국내 기관투자자들이 기업과의 이해관계로 인해 지배주주로서 적극적인 경영감시 활동을 수행하지 못하는 반면, 이러한 제약들로부터 자유로운 외국인 대주주는 경영감시 활동을 효과적으로 수행하였음을 시사하는 것이다. 박진하, 권대현(2012)은 외국인 지분이 높을수록 기업의 과잉(또는 과소)투자가 감소하여 대리인 비용을 줄이고 투자효율성을 제고하는데 기여하나, 이것은 비재벌기업에서만 유효하고 재벌기업에서는 외국인 주주의 경영감시 활동에 한계가 있음을 주장하였다.

한편, 외국인 지분과 지배구조 간에 존재하는 내생성 문제를 표본추출 과정에서 해결하기 위하여 Kim, Kim, and Kwon(2009)은 외국인 대주주가 5%룰에 따른 지분공시를 할 때 지분 보유목적은 소극적에서 적극적으로 바꾸겠다고 공시한 기업들의 지배구조가 개선되는지를 분석하였다. 여기서 외국인 대주주들은 직접 경영참여를 하는 건 아니지만 주주로서 경영감시 활동을 적극적으로 수행하겠다고 밝힌 표본으로서, 이들 공시에 대한 주가반응은 내국인 대주주의 동일한 공시에 비해 5.6%나 높아서 시장에서 평가가 긍정적으로 나타났다. 특히 이들 기업들 중 잉여현금흐름이 많은 기업일수록 배당성향이 유의하게 증가하여 대리인 비용을 줄임으로써 외국인의 경영감시 효과가 유효했음을 보여주었다.¹⁶⁾ 또한 Kim, Sung, Wei(2010)도 외국인 대주주가 5%룰에 의한 지분 취득(또는 매각)을 공시하는 경우 유의한 양(또는 음)의 주가반응을 보였으며, 외국인 대주주가 취득한 지분이 클수록 재벌기업의 터

16) 현행 5%룰은 큰손들이 지분 보유목적은 적극적으로 공시하여 주가를 일시적으로 떠운 후 별도의 변경공시 없이 다시 매도하여 단기 차익을 취하는 수단으로 악용되기도 한다. 이러한 효과를 배제하기 위해서는 5% 지분공시 이후에도 해당 외국인 지분이 계속 유지되는지를 확인해야 할 것이다.

널링(tunneling) 효과가 줄어들어 지배구조가 개선되고 기업가치가 증가한다는 결과를 보여주었다. 연강흠, 김한나(2015)도 기업의 악재가 발표된 후 기관 및 외국인 투자자의 5%룰에 따른 질책성 지분매각이 발생하면 경영자가 사적소비를 줄여 대리인 비용을 낮추는 효과가 있음을 보임으로써 외국인의 질책성 의사표시가 경영감시자로서의 역할을 수행한다고 주장하였다.

그밖에 박경서, 이은정, 장하성(2004)은 외국인 지분이 증가할수록 기업의 이사회 내 각종 위원회 수가 증가하여 이사회의 올바른 의사결정과정에 도움을 주고 지배구조를 개선하는 효과를 가져온다고 주장하였다. 조성욱(2004)도 외국인 지분이 높은 기업일수록 기업경영에 대한 정보를 올바르게 제공하기 위하여 공시활동을 활발히 한다는 점을 보임으로써 외국인 주주가 지배구조 개선에 기여함을 지지하였다.

3.2 외국인 투자자가 국내 기업의 배당과 투자에 미치는 영향

한국 기업의 배당성향(배당액을 당기순이익으로 나눈 비율)은 약 20%대의 낮은 수준으로 오랫동안 주요국들의 절반 수준에 머물러 있다. 배당수익률(주당 배당금을 주가로 나눈 비율) 또한 평균 2% 이하로서 주요국들보다 낮아 국내 증시의 저평가 요인이 된다는 지적을 받아 왔다(김성민, 2014). 정부에서도 국내 기업의 배당수준을 높이기 위해 여러 가지 정책적 노력을 기울여 왔으나 효과는 그리 크지 않은 것으로 보인다.¹⁷⁾ 이러한 상황에서 외국인 지분이 2004년에 40%를 넘는 수준까지 증가하면

서, 이들이 배당압력으로 작용하여 기업으로 하여금 투자보다는 배당과 자사주매입에 치중하게 하여 장기 성장잠재력을 위축시킬 수 있다는 우려가 제기되었다. 그러나 국내 기업의 배당수준이 타국에 비해 낮은 수준에 머물러 있었던 점을 감안한다면, 외국인 주주의 배당압력이 이처럼 부정적인 영향만을 줄 것이라고 단정할 수는 없을 것이다. 왜냐하면 낮은 수준에 있던 배당수준이 실제로 상승하였다면, 그것은 외국인 주주의 경영감시 활동에 의해 배당이 적정수준으로 늘어서 잉여현금흐름이 줄고 과잉투자와 같은 대리인 비용을 줄여서 기업가치에 긍정적인 영향을 주었을 수도 있기 때문이다. 뿐만 아니라 외국인 주주의 경영감시 활동이 아니라고 하더라도, 외국인이 고수익 기업을 선호하여 투자한 결과로 배당이 증가한 것일 수도 있으며, 정책적 노력에 의한 전반적인 배당 증가에 기인한 결과일 수도 있다.

이처럼 외국인 지분이 배당수준에 미치는 영향을 평가하기 위해서는 배당에 영향을 미치는 변수들을 우선적으로 고려해야 한다. 즉, 기업 투자와 대리인 비용, 정책효과 등을 포함하여 기존 문헌에서 배당수준의 결정요인(수익성, 성장성, 기업규모, 투자기회 등)으로 알려진 설명변수들을 적절히 통제하는 것은 물론이고, 외국인 지분과 배당수준 간의 영향관계를 어느 방향으로 해석할지에 관한 내생성 문제도 신중하게 고려해야 한다. 그래서 만약 외국인 지분이 배당수준과 양의 관계를 갖는 결과가 나오더라도, 그것이 단순히 외국인이 고수익 배당기업을 선호해서 투자한 결과인지, 아니면 외국인 주주의 경영감시 활동에 의해 배당이 증가된 결과인지, 그리고 그 증가된 배당이 적절한 수준인지를 평가해야

17) 이러한 배당관련 정책적 노력으로서 1997년 외환위기 이후부터 정부 주도의 기업지배구조 개선을 통해 주주권을 강화하면서 배당의 중요성을 강조하여 분기배당 도입과 시가배당을 및 배당지수 발표 등이 있었으며, 2015년부터는 주주이익환원정책이 추가적으로 시행된 바 있다.

할 것이다.

이처럼 외국인 지분이 배당에 미치는 영향에 대하여 많은 연구의 관심이 모아졌는데, 우선 설원식, 김수정(2005)은 외국인 지분이 높은 기업일수록 배당성향과 배당수익률이 모두 높게 나타나며, 특히 경영감시 활동이 가능할 것으로 예상되는 5% 이상의 지분을 보유한 외국인 기관투자자의 지분이 높을수록 더 유의하게 높게 나타남으로써 외국인의 배당압력 가설을 지지하였다. 그러나 이러한 결과가 진정으로 외국인의 배당압력에 기인하는 것인지, 아니면 단순히 외국인이 고배당기업을 선호하여 투자했기 때문인지를 명확히 밝히기 어렵다는 내생성 문제를 안고 있다. 이러한 내생성 문제를 고려하기 위하여 박상용, 빈기범, 조성훈(2005)은 설명변수들간의 시계열 및 횡단면 특성을 동시에 고려해줄 수 있는 패널모형을 사용하는 것이 타당함을 주장하였고, 기업의 투자기회에 대한 대응변수를 추가로 포함하여 배당수준의 적정성에 대한 판단이 가능하도록 실증분석을 수행하였다. 그 결과, 외국인 지분은 배당성향에 대한 설명력이 없는 것으로 나타났으며, 기업의 투자기회가 많을수록 배당성향을 낮추고 투자를 늘리는 바람직한 방향으로 배당결정이 이루어지는 것으로 평가하였다. 이러한 결과는 이병운(2005)의 패널모형 분석에 의해서도 지지되었으며, 박경서, 이은정(2006)도 연립방정식 모형으로 내생성문제를 통제할 경우 외국인 지분과 배당성향 간에 존재하던 양의 상관관계가 유의하지 않게 변한다는 것을 확인해주었다.

결론적으로 이상의 실증연구들이 시사하는 점은 외국인 지분이 상승함에 따라 우려했던 과도한 배당과 투자위축 가능성은 발견되지 않으며, 적정수준의 배당 결정에 영향을 미치는 변수들을 통제한 후에는 외국인 주주들의 영향력이 발견되지 않는다는 것이

다. 다만 앞의 2.3절에서 살펴본 바와 같이 2000년 초중반에 일부 외국인 대주주에 의한 과도한 고배당과 유상감자로 인해 투자위축의 우려가 제기되기도 하였으나 이들을 시장 전체로 일반화할 수 있는 것은 아니며, 다만 불법이나 편법적인 수단이 동원될 경우에는 엄정한 법적용을 통해 처벌하는 것이 필요할 것이다.

그 이후 정원섭, 최문수, 김병욱(2011)은 외국인이 처음 지분을 획득하는 시점에 이미 배당을 지급하고 있는 기업들을 표본에서 제외하여 패널분석을 수행함으로써 외국인의 단순 고배당선호에 의한 결과의 가능성을 배제하고자 하였다. 그 결과, 외국인 지분이 배당성향과 배당수익률에 유의한 양의 영향을 미치고 있음을 보여주었는데, 이것은 상기의 기존 문헌의 결과와 차이를 보이고 있어서 향후 정밀한 차이분석이 필요할 것이다. 그밖에도 외국인 주주가 기업의 투자사결정 자체에 어떠한 영향을 미치고 있는지에 대해서도 실증연구들이 진행되었다. 예를 들어, 강신애, 민상기(2010)는 외국인 지분과 투자사결정 간에 존재하는 내생성문제를 고려하여 실증분석을 수행한 결과, 외국인 지분이 증가하는 기업들은 고정자산과 유형자산에 대한 설비투자를 감소시켜 단기 수익을 높이는 특성을 보이지만, 5% 이상 또는 경영참가 목적의 외국인 지분이 증가하는 기업들은 연구개발비의 비중이 유의하게 증가하여 장기 성장잠재력을 키우는데 주력하는 특성을 보였다고 보고하였다.

IV. 외국인 투자자의 투자행태와 투자성과

1990년대 자본시장 개방으로 신흥국에서 외국인

투자자의 영향력이 커지게 되면서 외국인의 투자행태와 투자성과에 대하여 많은 관심이 모아졌다. 대규모 자금을 운용하는 외국인 투자자가 선진투자기법을 활용하여 내국인보다 과도하게 높은 투자성과를 지속적으로 올린다면 자본시장 개방이 오히려 국부유출을 초래하여 자국 시장의 발달을 저해하는 결과로 귀결될 수 있기 때문이다. 그러나 실제로 외국인의 투자성과를 분석한 선행 연구들은 일관된 결과를 보이지 않고 있다.¹⁸⁾ 즉 외국인이 국경을 넘어 거래하는데 따르는 정보비대칭, 높은 거래비용, 원천징수세, 정치적 위험, 환위험, 언어장벽, 거리, 다른 시간대 등과 같이 자국편향 현상을 초래하는 요인들로 인해 열등한 투자성과를 거둔다는 연구들이 있는가 하면, 반대로 외국인이 해당 시장의 정보를 접하는데 불리한 위치에 있음에도 불구하고 선진투자기법과 정보분석능력, 대규모 자금운용능력을 기반으로 우월한 투자성과를 올린다는 결과를 보고하는 연구들도 있다. 이처럼 외국인 투자성과의 우월성 여부는 이들 다양한 요인들이 복합적으로 작용하여 나타나는 실증적인 문제로 보아야 할 것이다. 따라서 어느 시장을 대상으로 어떤 자료와 방법론을 사용하였는지에 따라 결과에 차이를 보이게 되며, 본 장에서는 먼저 외국인의 투자행태를 살펴보고 그들의 투자성과에 관한 연구 결과들을 알아보도록 한다.

4.1 외국인 투자자의 투자행태와 포트폴리오 특성

투자주체별 투자행태에 관한 기존 문헌에 의하면 투자주체마다 주어진 정보와 여건에 따라 고유한 투

자행태와 선호를 보이게 되고, 이것이 결국 투자성과에도 영향을 미치게 된다는 것이다. 예를 들면, 기관투자자는 개인투자자와 달리 고객의 자금을 전문적으로 운용하고 인출 요구에 응해야 하는 제약과 특성을 갖기 때문에, 대체로 규모가 크고 유동성이 높은 우량 대기업 종목을 선호하는 것으로 알려져 있다(Gompers and Metrick, 2001). 그런데 외국인 투자자들은 대부분 뮤추얼펀드나 연기금, 보험, 은행, 증권 등과 같은 전문 기관투자자들로 구성되어 있기 때문에 결국 기관투자자와 유사한 종목 선호를 보이며(Kang and Stulz, 1997; Dahlquist and Robertsson, 2001; Kalev et al., 2008), 기관투자자와 유사한 투자행태인 모멘텀(또는 추세 추종)과 군집거래 행태를 보인다고 알려져 있다. 특히 외국인 투자자는 거리, 시간, 언어, 문화 등의 차이로 인해 해당 시장에서 거래되는 증권의 내재가치 정보를 접하는데 열위에 놓이기 때문에 Brennan and Cao(1997)는 이러한 정보비대칭 하에서 외국인 투자자의 합리적 선택은 해당 시장이 상승할 때 매수하고 하락할 때 매도하는 모멘텀 거래와 함께 다른 투자자의 매매를 모방하는 군집거래라고 하는 것을 이론적 및 실증적으로 보여주었다. Grinblatt and Keloharju(2000)도 개인, 기관, 외국인 등 다양한 투자주체 중에서 가장 정교한 정보분석능력을 보유하는 외국인이 가장 뚜렷한 모멘텀 행태를 보인다는 실증결과를 보여주었다.

이러한 합리적 투자자들의 모멘텀과 군집거래 행태는 궁극적으로 시장변동성을 키우는 교란효과를 초래하게 된다는 것을 De Long et al.(1990)이

18) 이렇게 외국인의 투자성과에 대한 분석결과에 차이를 보이고 있으나, 내국인 개인과 기관투자자에 관해서는 대체로 개인투자자는 인지적 편향을 가지고 있는 노이즈 트레이더로서, 기관투자자는 우월한 정보를 기반으로 높은 투자성과를 얻는 것으로 인식되고 있다. 이러한 관점의 대표적인 이론연구로서 Kyle(1985)과 Black(1986)이 있으며, 실증연구로는 Barber and Odean(2008)과 Barber, Lee, Liu and Odean(2009) 등이 있다.

이론적으로 보여준 바 있는데, 이에 대해 Choe, Kho, and Stulz(1999)는 1997년 한국 외환위기 전후의 일중 주식 거래자료를 분석하여 외국인 투자자들이 모멘텀과 군집거래 행태를 보였지만 이들의 영향이 내국인 투자자들에 의해 장중에 바로 흡수됨에 따라 시장교란을 초래했다는 증거는 찾을 수 없었음을 보였다. Kim and Wei(2002)도 한국 외환위기 전후에 외국인 투자자들의 모멘텀 행태를 보였으나 시장교란에 대한 구체적 증거는 제시하지 못하였고, 다만 향후 외국인 투자비중의 확대에 따라 시장교란 가능성을 제시하였다. 그밖에 Bohn and Tesar(1996), Grinblatt and Keloharju(2000), Froot, et al.(2001), Kamesaka et al.(2003), Bae, Min, Jung(2011) 등도 세계 각국의 시장에서 외국인 투자자들이 모멘텀 행태를 보이며, 거래 상대방이 되는 내국인 개인은 그 반대인 반대투자(또는 추세역추종) 행태를 보인다는 결과를 보여주었다. Vagis and van Dijk(2011)은 미국의 해외 46개국에 대한 주식투자자금 월별자료를 벡터자기회귀모형으로 분석한 결과, 외국인 투자자는 해당국 시장의 유동성을 소비하기 보다는 공급하는 역할을 주로 하며, 유동성을 고갈시키는 위기를 초래하는 시장교란의 증거는 찾지 못하였다.

그밖에 외국인 투자자가 선호하는 종목에 대해서 고광수, 김근수(2004)는 ROE가 높고 B/M 비율이 낮은 성장주이면서 매매회전율이 낮은 대형주를 선호한다는 것을 보여주었다. 뿐만 아니라 안윤영, 신현한, 장진호(2005)는 재무분석가 수가 많고, 이익예측오차와 재량적발생액이 낮은 기업의 주식을 선호한다고 보고하였다. 아울러, 이지신, 김용식, 박상훈(2013)도 기업규모가 크고, 배당이 많고, 회계품질이 높고, 재무분석가 수가 많고, 4대 회계법인이 감사하는 기업일수록 외국인 투자자가 선호한다는

것을 보여주었다. 이상과 같은 외국인 선호 종목들은 주로 정보비대칭성이 낮은 기업들이라는 공통점이 있음을 알 수 있다. 또한 기업경영 투명성과 관련하여, 예를 들어, 지주회사 체제로의 전환은 공정거래법 규정에 따라 기업집단의 소유구조 및 출자단계가 단순해지는 등 소유구조의 개선을 가져오기 때문에 외국인 투자자가 더 선호할 가능성이 높다. 이에 대하여 이현주, 정현욱, 이강일(2014)은 실제로 지주회사 전환 이후 외국인 지분율이 유의하게 증가한다는 결과를 보여주었다.

한국 시장에서 환율변동과 관련하여 외국인과 내국인이 어떠한 투자행태의 차이를 보이는가에 관해서도 연구가 이루어졌다. 만약 내국인 투자자가 수출기업의 주식에 투자하고 있는데 원달러 환율이 상승한다면, 달러 표시 수출가격의 경쟁력이 높아져서 수출증가와 매출증가를 통해 해당 주식가치도 상승할 것이다. 이 경우 환율과 해당 주식가치는 양의 공분산을 가질 것이다. 그러나 외국인 투자자들은 해당 주식에 대한 투자수익을 자국 통화로 환산해야 하는 위험을 추가적으로 고려해야 한다. 이렇게 외국인은 내국인에 비해 추가적인 환위험을 가지기 때문에 환위험에 대해 다른 반응을 보일 수 있다. 이에 대해 박종원, 권택호, 이우백(2008)은 외국인 투자자는 환율과 주식가치가 같은 방향으로 움직이는 환위험에 대해서는 국내 투자자와 같은 반응을 보이지만, 환율과 주식가치가 다른 방향으로 움직이는 환위험에 대해서는 국내 투자자보다 매도거래를 증가시킴으로써 환위험을 적극적으로 관리하려는 특성을 보인다고 하였다.

4.2 외국인 투자자의 정보열위에 관한 연구

Fama(1970)의 시장효율성가설에 의하면 시장가

격은 관련 정보를 즉각 반영하기 때문에 어느 투자자가 지속적으로 초과성과를 올리는 정보우위에 있을 수 없다. 따라서 외국인도 내국인보다 지속적으로 우월한 투자성과를 올릴 수 없어야 하는데, 이를 검증하기 위하여 기존 문헌에서는 투자주체별 순매수 이후 일정 기간의 위험조정 수익률을 측정하여 비교 분석하고 있다. 이러한 관점에서 외국인이 열등한 투자성과를 보인다고 주장하는 실증연구들은 미국 시장에 대해서 Shukla and van Inwegen (1995)과 Brennan and Cao(1997), 일본 시장에 대해서 Kang and Sultz(1997), 독일 시장에 대해서 Hau(2001), 핀란드 시장에 대해서 Kalev et al.(2008), 인도네시아 시장에 대해서 Dvorak (2005)과 Agarwal et al.(2009)의 연구가 있다. 이들은 외국인 투자자의 자국편향을 초래하는 요인들인 정보비대칭, 거래비용, 세금, 환위험, 언어장벽, 거리 등으로 인해 투자성과가 낮아져 그만큼 정보열위에 놓인다고 주장한다. 한국 주식시장에서도 박경인, 배기홍, 조진완(2006)은 외국인이 내국인 개인보다 단기 하루에서 장기 1년까지도 열등한 투자성과를 얻는다는 결과를 보여주었다. 다만 측정기간이 장기로 길어지면서 외국인의 투자성과가 개선되는 현상을 보이고 있어서 외국인이 단기 정보보다는 장기 정보에 있어서 우월한 면이 있음을 시사하고 있다.

이처럼 투자주체들의 투자성과를 평가하기 위해서는 일정 기간의 위험조정 주식수익률을 계산해야 하는데, 이때 기간을 얼마로 설정하고, 위험조정을 위해 어떤 균형모형을 사용하느냐에 따라 결과에 차이를 보이게 된다. 이러한 위험조정의 문제를 회피하기 위하여 Choe, Kho, and Stulz(2005)는 실제 시장에서 전문투자자의 일중 거래 벤치마크로 흔히

거래량 가중평균가격(VWAP: volume-weighted average price)이 사용된다는 점에 착안하여, 정보우위 투자자라면 VWAP 대비 낮은 가격에 매수하고 높은 가격에 매도할 것이라는 가설을 설정하고 검증하였다. 1997년부터 1998년까지 한국 주식시장의 일중 거래자료를 분석한 결과, 외국인은 평균 이상 이상의 일중 거래에서 VWAP 대비 높은 가격에 매수하고 낮은 가격에 매도함으로써 국내 투자자보다 0.37%나 불리한 가격에 거래를 체결하는 것으로 나타났다.¹⁹⁾ 이러한 외국인의 열등한 일중 거래성과는 주로 모멘텀 거래행태에 기인하며 정보거래와는 거리가 있는 것으로 나타났다.

이러한 외국인의 열등한 일중 거래성과는 KOSPI200 지수선물시장에서도 유효하게 관찰되었으며(고봉찬, 김진우, 2005), 국제선물시장에서도 일중 거래에서는 열등한 성과를 보이지만 일간 포지션거래에서는 성과가 개선되는 모습을 보였다(오승현, 한상범, 2006). 이것은 Dvorak(2005)이 주장한 바와 같이 외국인이 해당 시장의 단기 정보에 대해서는 불리한 위치에 있지만 중장기적인 글로벌 시장정보에서는 전문성을 갖고 있음을 시사하는 것이다. Frankel and Schmukler(1996)도 1994년 멕시코 폐소위기 직전에 멕시코 컨츄리펀드의 순자산가치(멕시코 시장에서 결정됨)가 뉴욕시장에서 형성되는 동 펀드의 가격보다 훨씬 빠르게 하락하는 결과를 보여줌으로써 멕시코 내국인이 외국인보다 단기 정보에 있어서 우위에 있었음을 보여준 바 있다.

4.3 외국인 투자자의 정보우위에 관한 연구

앞 절에서 논의한 것과는 반대로 외국인이 해당

19) Kalev et al.(2008)은 핀란드 주식시장을 대상으로 동일한 방법론으로 유사한 결과를 보여주고 있다.

시장의 정보를 접하는데 있어서 열등한 위치에 있음에도 선진투자기법과 정보분석능력을 바탕으로 우월한 투자성과를 거둔다는 연구에는 Grinblatt and Keloharju(2000), Karolyi(2002) 등이 있다. Grinblatt and Keloharju(2000)는 핀란드 주식 시장에서 외국인이 모멘텀 거래행태를 보이면서 대형주 중심의 6개월간 투자성과가 내국인보다 높다고 주장하였고, Karolyi(2002)도 일본 주식시장에서 아시아 금융위기 동안 외국인의 높은 투자성과를 보고하였다. Froot, et al.(2001)도 국제 투자자들의 해외 44개국에 투자한 주식투자자금의 일별자료가 한두 달 후의 해당 시장 수익률에 대한 예측력이 있음을 보고하였다. 그러나 이러한 예측력이 국제 투자자의 우월한 정보에 기인하는 것인지, 아니면 단순히 투자자금 유출입 자료의 지속성 특성으로 인해 현재의 자금유입이 미래의 유입을 예측하고 미래의 유입이 증가를 압박하게 되는 가격압박에 기인하는 것인지는 구분하지 못하였다.²⁰⁾

한국 주식시장에서 오승현, 한상범(2008)은 시가총액 상위 100종목에 대한 외국인의 총투자수익률이 6년간(2000년~2005년) 82.6%로서 내국인의 21.9%보다 60.7%나 높는데, 이는 주로 우월한 자산배분능력에 기인하고 있음을 보여주었다. 이렇게 6년이라는 장기성과에서 외국인의 우월한 결과는 앞 절의 Hau(2001), Dvorak(2005), Choe, Kho, and Stulz(2005)에서 보여준 열등한 단기 거래성과와 대조를 이루는데, 이는 외국인이 단기보다는 중장기 정보에서 우월한 위치에 있음을 확인해주는 것이다. Bae, Min, Jung(2011)도 외국인 투자자

의 12개월간 보유수익률이 개인과 기관보다 높게 나오고 있으며, 외국인의 매수 종목은 매도 종목에 비해 영업성과가 지속적으로 우월한 종목들이라는 점에서 종목선택능력이 우수하다고 할 수 있다. 이처럼 투자주체별 투자성과를 비교하는데 있어서 측정기간은 물론 측정방법에 따라서도 결과가 달라진다. 예를 들면, 투자주체의 투자기간 중 투자자금의 유출입에 따라 투자금액이 변동하게 되므로 이를 고려해주어야 정확한 투자수익률을 측정할 수 있다. 이러한 관점에서 김영, 이정영(2015)은 Dichev(2007)와 Dichev and Yu(2011)가 제안한 내부수익률(IRR) 개념에 기반한 금액가중수익률(dollar-weighted return)을 사용할 것을 제안하였다. 분석 결과, 외국인의 투자성과가 내국인보다 높게 나왔으며 그 차이는 2011년 국제회계기준 도입 이후 심화되었는데, 이것은 국제회계기준 도입으로 회계정보 비교가능성이 증대되어 외국인이 한국 기업의 회계정보를 용이하게 분석하고 해석하게 되었음을 의미한다고 하겠다.

그밖에 고평수, 이준행(2003)은 1997년 외환위기 이후부터 외국인의 영향력이 증대되면서 기관투자자가 외국인을 추종하는 현상이 나타나기 시작하였는데, 이것은 외국인의 우월한 정보분석능력에 기반하는 증가예측력 때문이라고 주장하였다. 고평수, 김근수(2004)도 외국인의 보유비중이 높은 포트폴리오가 향후 높은 수익률을 보이며, 이들은 주로 ROE가 높고 B/M 비율이 낮은 성장주이면서 매매회전율이 낮은 대형주로 구성되어 있음을 보여주었다. 김종오, 이효정(2013)은 KOSPI200 구성종목에 대

20) 이처럼 시계열 지속성이 있는 자본유출입 자료를 설명변수로 하는 수익률 예측의 회귀식을 추정할 경우, 회귀식의 설명변수와 잔차항 간에 상관관계가 존재하게 되어 설명변수의 회귀계수 추정치가 과대평가되는 편의가 발생하여 수익률 예측력이 있는 것으로 잘못 판단하게 되는 허구적 예측(spurious prediction) 오류를 범하게 되므로 이에 대한 조정과 보수적인 해석이 필요하게 된다 (Stambaugh, 1999; Lewellen, 2004).

한 공매거래에서 외국인이 개인과 기관보다 높은 수익을 올렸음을 보였으며, Choe, Kho, and Stulz (2005)의 방법론을 따라 외국인의 공매거래만이 정보성이 강한 영구효과를 갖는다는 것을 보였다. 한편, 한국 주식시장에서 외국인 데이트레이더(day-trader)의 수익성을 분석한 Park and Park(2015)은 외국인의 밤새 포지션의 수익성이 내국인보다 높으며 이는 익일의 주가와 환율 변동에 대한 예측력 때문이라는 결과를 보여주었다.

이상과 같이 수익률을 기준으로 투자주체별 투자 성과를 평가하는 방법은 수익률에 내재되어 있는 일시적인 가격압박(price pressure)이나 균집거래와 같은 비정보적인 요인들 때문에, 투자성과의 차이가 정보우위에서 나온 것인지, 성과가 좋은 투자자의 전략을 따라 해서 나온 것인지 구분하기 힘들어진다. 이러한 문제를 해결하기 위하여 기업의 이익공시 정보를 활용하여 투자주체의 매수·매도거래가 이익공시를 선행하는지를 분석함으로써 정보우위를 평가하는 연구들도 제시되었다. 예를 들면, Seasholes (2000)는 대만 주식시장에서 외국인이 긍정적인 이익공시 이전에 주식을 매수하고 부정적인 이익공시 이전에 매도하는 패턴을 보임으로써 내국인에 비해 정보우위에 있음을 보였다. 한국 주식시장에서도 김동순, 전영순(2004), Eom, Hahn, and Sohn (2010), Hong and Shin(2007)은 외국인의 주식 매수 이후에 긍정적인 이익공시나 애널리스트 이익 예측치의 상향조정이 나오는 경향이 있다는 점에서 외국인이 이익관련 정보우위에 있음을 주장하였다. 그러나 박진우, 김정환(2012)은 기업들의 이익공시 최초 시점을 정확히 찾아 분석한 결과, 외국인 거래가 이익공시를 선행한다는 증거를 찾지 못하였다는 결과를 보고하였다.

한국 주식시장의 지수선물 및 옵션시장에서도 외국

인의 정보우위를 주장하는 연구들이 다수 제시되었다. Kang, Lee, Lee and Park(2012)은 KOSPI200 지수선물의 호가변경 자료(5분 단위)를 지수현물의 미래기대치에 대한 조정을 의미하는 대용변수로 사용하여 투자주체별로 분석하였다. 그 결과, 외국인의 지수선물 호가변경이 지수현물의 가격변화를 선행한다는 결과를 보임으로써 외국인이 시장지수 관련 정보에서 우위에 있음을 주장하였다. 김태우, 옥기울(2015)은 KOSPI200 지수선물의 일별 외국인 순매수비중과 수익률간의 관계가 개인이나 기관과 달리 양수로 나타나는데, 이는 일시적 유동성 또는 모멘텀 거래행태에 기인하기 보다는 사적정보 기반의 정보거래에 기인한다고 주장하였다. Ahn, Kang, and Ryu(2008)는 KOSPI200 지수옵션 일중 주문·거래자료를 활용하여 Madhavan, Richardson, and Roomans(1997)의 스프레드분할모형에서 정보거래를 의미하는 역선택비용을 측정하여 정보우위가 외국인, 기관, 개인 순으로 나타남을 보였다. 후속 연구에서 Ahn, Kang and Ryu(2010)는 외국인이 정보거래에 더 많이 참여하고 그 결과로 그들 주문에서 역선택비용이 가장 높게 나타난다는 것을 보여 외국인이 정보거래자임을 추가로 확인하였다. 김소정, 윤선중(2015)은 KOSPI200 지수옵션 일별 자료를 사용하여 외국인은 내재변동성 하락시 옵션을 매수하고 내재변동성 상승시 옵션을 매도함으로써 변동성 거래에서 상당한 이익을 거두고 있는 정보거래자라는 사실을 지지하였다.

V. 결론 및 제언

본 연구에서는 한국 주식시장이 개방된지 25년이

지난 시점에서 그 동안 시장개방의 효과와 외국인 투자자의 영향에 관한 기존 문헌들을 종합적으로 고찰해보고 그 시사점을 찾고자 하였다. 이를 위하여 국내 주식시장 개방의 득실에 대한 평가를 정리하고, 향후 금융세계화의 전개 방향에 대하여 조망하였으며, 외국인 투자자가 국내 기업의 지배구조, 배당, 투자 의사결정에 미친 영향에 대한 고찰을 통해 외국인 투자자의 영향력에 대한 평가를 재조명하였으며, 외국인의 투자행태의 특징과 투자성과에 대한 고찰을 통해 외국인의 정보우위 논쟁을 정리하였다. 본 절에서는 이상과 같은 종합적인 문헌 고찰에서 도출된 결론을 요약하면서 그 시사점과 향후 연구방향에 대한 제언을 함으로써 본 연구를 마무리하고자 한다.

5.1 국내 주식시장 개방과 외환위기

국내 주식시장이 점진적으로 개방되기 시작한 1992년 이래 외국인 보유지분은 꾸준히 확대되어 시가총액의 30%를 넘는 수준에 달해 국내 주식시장이 세계 10위권 시장으로 성장하는데 일조를 담당하였다. 그러나 1990년대 중반에 성급한 자본자유화의 추진으로 외환위기를 겪으면서 IMF의 구제금융을 수용하고 자본시장을 일시에 개방함에 따라 지배구조가 취약했던 국내 기업들이 외국자본의 적대적 인수대상이 되어 경영권 분쟁과 국부유출 논란을 야기하였다. 이처럼 국내 자본시장의 개방 준비가 미진한 상태에서 야기된 부정적인 사례들은 향후 재발 방지를 위한 교훈으로 삼아야 할 것이다.

5.2 자본자유화의 거시경제적 효과와 금융세계화의 방향

자본자유화가 국제무역을 촉진하여 각국의 실물경

제 성장에 기여하는가에 대해서는 오랫동안 논쟁이 되어온 이슈로서 향후 후속 연구에서 규명되어야 할 부분이다. 특히 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 자본자유화가 모든 국가에게 항상 바람직한 것은 아니며, 시장개방 이전에 적절한 금융규제와 감독을 위한 제도정비가 필요하며, 다국적 투기자본의 유입을 제한하는 자본통제를 정책수단으로 사용할 수 있는 방향으로 선회되었다. 이는 자본자유화가 실물경제 성장에 기여하는 효과가 명확치 않은 상태에서 세계 금융시장에 대한 노출로 인해 시장변동성을 키울 위험이 따른다는 것을 인식한 결과라고 하겠다.

5.3 외국인 투자자가 국내 기업의 지배구조에 미친 영향

국내 기업에 대한 외국인 지분의 확대가 지배구조 개선과 기업가치 증가를 가져왔는가? 이것은 자본자유화의 득실에 대한 평가와 관련해서도 중요한 문제로서, 외국인 지분과 지배구조 간의 내생성 문제를 적절히 통제할 실증연구들에 의하면, 외국인 지분이 증가할수록 경영자의 사적소비가 줄어들어 대리인 비용을 감소시키고 Tobin's q로 측정된 기업가치가 증가한다는 결과를 보여주었다. 이것은 기관투자자들이 기업과의 이해관계로 인해 대주주로서 적극적인 경영감시 활동을 수행하지 못하는 반면, 이러한 제약들로부터 자유로운 외국인 대주주는 경영감시 활동을 효과적으로 수행한다는 것을 의미한다.

5.4 외국인 투자자가 국내 기업의 배당과 투자 의사결정에 미친 영향

국내 기업에 대한 외국인 지분의 확대가 배당압력으로 작용하여 투자보다는 배당과 자사주매입에 치

중하게 하여 장기 성장잠재력을 위축시키는가? 이것 역시 자본자유화의 득실에 대한 평가와 관련해서 중요한 문제이며, 외국인 지분과 배당 및 투자 간의 내생성 문제를 적절히 통제한 실증연구들에 의하면, 적정 수준의 배당 결정에 영향을 미치는 변수들을 통제한 후에는 외국인 지분이 배당에 미치는 영향을 발견할 수 없었다는 점에서 외국인의 과도한 배당압력이나 투자위축 가설은 지지되지 않는다고 하겠다.

5.5 외국인 투자행태의 특징

국내 주식시장의 외국인 투자자들은 대부분 해외 뮤추얼펀드나 연기금, 보험, 은행, 증권 등과 같은 기관투자자들로서 기존 문헌에서 알려진 기관투자자의 투자행태를 그대로 보이고 있다. 예를 들면, 기업 규모가 크고 유동성과 수익성이 높은 우량 종목을 선호하며, 국내 시장에 대한 정보접근이 불리한 위치에서 정보비대칭이 낮고 경영투명성이 높은 기업들을 선호하며, 모멘텀과 군집거래 특징을 보이고 있다.

5.6 외국인 투자성과와 정보우위 평가

외국인 투자자가 우월한 정보분석능력과 선진투자 기법 및 대규모 자금을 기반으로 내국인보다 과도하게 높은 투자성과를 지속적으로 얻는가? 이것이 맞다면 결국 국부유출로 연결되어 국내 시장의 발달을 저해하게 될 것이므로, 이것 역시 자본자유화의 득실에 대한 평가와 관련해서 중요한 문제이다. 이에 대한 선행 연구들은 성과측정 대상 표본과 기간 및 방법론이 서로 다르기 때문에 일관된 결론을 보이지 않지만, 대체로 단기적인 일중 거래 관련정보에는 열등하지만, 중장기 수익성이 높은 종목의 선택이나

글로벌 시장정보 면에서는 우월한 것으로 판단된다. 향후 이에 대한 종합적인 시각을 제시해줄 수 있는 연구가 요청된다.

국내 주식시장에서 기관과 개인 투자자들은 실시간으로 외국인 투자자의 수급에 초미의 관심을 갖고 추종매매하는 현상을 흔히 볼 수 있다. 이러한 현상은 외국인 매매의 영향력을 더욱 증폭시켜 시장불안을 가져올 뿐이므로 주식시장의 안정적인 발전을 위해서는 외국인 매매의 영향력을 완화시킬 수 있도록 국내 기관투자자의 역할과 비중을 확대하는 것이 필요하다. 이를 위해 국내 기관투자자들은 외국인 투자자들에게 준하는 정보분석능력과 선진투자기법을 습득하는 것은 물론 국내 고객들의 신뢰회복을 통해 주식시장에서 역할과 비중을 확대해 나가야 한다. 이러한 국내 기관투자자의 역할 증대 필요성은 오래 전부터 제기되어 온 문제이나 쉽게 해결되지 않는 과제로서 향후 지속적인 연구와 노력이 있어야 할 것이다.

참고문헌

강신애·민상기(2010), “한국주식시장에서 외국인투자자와 기업가치의 관계,” **국제경영연구**, 21(1), 29-57.
 고팡수·김근수(2004), “투자 주체별 포트폴리오 특성과 성과 분석: 개인, 기관, 외국인,” **증권학회지**, 33(4), 35-62.
 고팡수·이준행(2003), “외국인 거래 정보와 주식시장: 개방 10년의 경험,” **재무연구**, 16(1), 159-192.
 고훈찬·김진우(2005), “KOSPI200 선물시장과 내외국인의 투자성과 분석,” **선물연구**, 13(1), 1-27.
 김동순·전영순(2004), “외국인투자자 대 국내투자자의 정

- 보우위, "증권학회지, 33(2), 1-44.
- 김성민(2014), "한국 기업의 배당정책: 현황과 과제," **한국증권학회-자본시장연구원 공동 정책심포지엄**
- 김소정·윤선중(2015), "기관, 외국인투자자의 KOSPI 200 옵션거래와 내재변동성 변화," **재무관리연구**, 32(1), 1-33.
- 김영·이정엽(2015), "외국인투자자의 투자성과와 보수주의 및 국제회계기준," **회계저널**, 24(3), 77-110.
- 김종오·이효정(2013), "외국인투자자의 공매도 투자전략의 수익성 분석," **금융지식연구**, 11(1), 25-49.
- 김태우·옥기울(2015), "코스피200 선물시장 투자주체별 행태와 정보우위성: 외국인, 기관, 개인," **선물연구**, 23(2), 207-241.
- 박경서·이은정(2006), "외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향," **금융연구**, 20(2), 73-113.
- 박경서·이은정·장하성(2004), "대주주의 존재가 한국기업의 지배구조에 미치는 영향," **재무연구**, 17(2), 163-201.
- 박경인·배기홍·조진완(2006), "한국 증권시장의 투자자 유형에 따른 성과분석," **증권학회지**, 35(3), 41-76.
- 박상용·빈기범·조성훈(2005), "외국인 주주와 기업의 배당결정," **한국증권학회 제2차 학술발표회 발표자료**.
- 박영석·박상용·신광식·양수길·최도성(2008), "외국자본과 한국경제 - 무엇이 문제인가?" **국가경영전략 연구원**.
- 박종원·권택호·이우백(2008), "한국 주식시장에서 환위험에 대한 외국인 투자자의 반응," **재무관리연구**, 25(4), 53-78.
- 박진우·김정환(2012), "이익공시와 정보비대칭에 따른 투자자 유형별 거래행태," **재무관리연구**, 29(3), 55-81.
- 박진하·권대현(2012), "외국인주주의 지분율이 기업의 투자효율성에 미치는 영향," **회계학연구**, 37(3), 277-307.
- 박헌준·신현한·최완수(2004), "한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할," **경영학연구**, 33(2), 655-582.
- 설원식·김수정(2006), "외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향," **증권학회지**, 35(1), 1-40.
- 안윤영·신현한·장진호(2005), "외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계," **회계학연구**, 30(4), 109-131.
- 엄경식·빈기범·김준석(2011), "개별 종목 수준에서 외국인 공매도의 주가에 대한 인과적 영향력 및 선행성에 관한 연구," **재무관리연구**, 28(3), 139-187.
- 연강흠·김한나(2015), "기관 및 외국인투자자 보유 지분부분매각의 경영진 경고효과," **재무연구**, 28(4), 667-696.
- 오승현·한상범(2006), "국채(KTB)선물시장의 투자자 유형별 투자성과 및 거래행태," **재무연구**, 19(2), 73-103.
- 오승현·한상범(2008), "내국인과 외국인의 주식투자 누적손익 요인 분석," **증권학회지**, 37(3), 537-567.
- 이병윤(2005), "외국자본 진출 확대의 영향과 대응방안: 배당 및 투자에 대한 영향과 적대적 M&A 위협을 중심으로," **금융조사보고서(중간)**, 2005(12), 1-79.
- 이지신·김용식·박상훈(2013), "한국채택국제회계기준 도입 이후 외국인 투자에 영향을 미치는 기업특성 분석," **회계저널**, 22(2), 193-217.
- 이현주·정현욱·이강일(2014), "지주회사 전환이 외국인 지분율에 미치는 영향," **회계학연구**, 39(1), 77-116.
- 정원섭·최문수·김병욱(2011), "코스닥기업의 외국인투자자와 배당에 대한 연구," **세무와회계저널**, 12(3), 345-374.
- 조성욱(2004), "외국인 투자자가 국내 지배구조에 미치는 영향: 경제위기 이후 기업지배구조의 구조적 변화 요인," **ITBI Review**, 10(2), 79-93.
- Agarwal, S., S. Faircloth, C. Liu, and S. G. Rhee (2009), "Why Do Foreign Investors Underperform Domestic Investors in Trading Activities? Evidence from Indonesia," *Journal of Banking and Finance*, 12, 32-53.
- Ahn, H. J., J. Kang, and D. Ryu(2008), "Informed

- Trading in the Index Option Market: The Case of KOSPI 200 Options," *Journal of Futures Markets*, 28(12), 1118-1146.
- Ahn, H. J., J. Kang, and D. Ryu(2010), "Information Effects of Trade Size and Trade Direction: Evidence from the KOSPI 200 Index Options Market," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 39(3), 301-339.
- Bae, S. C., J. H. Min, and S. Jung(2011), "Trading Behavior, Performance, and Stock Preference of Foreigners, Local Institutions, and Individual Investors: Evidence from the Korean Stock Market," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 40(2), 199-239.
- Bae, K.-H., and X. Zhang(2016), "The Cost of Stock Market Integration in Emerging Markets," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 44(1), 1-23.
- Bekaert, G., and C. R. Harvey(1995), "Time-Varying World Market Integration," *Journal of Finance*, 50(2), 403-444.
- Bekaert, G., and C. R. Harvey(1997), "Emerging Equity Market Volatility," *Journal of Financial Economics*, 43(1), 29-77.
- Bekaert, G. and C. R. Harvey(2000), "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets," *Journal of Finance*, 55(2), 565-613.
- Bekaert, G., C. R. Harvey, and R. L. Lumsdaine (2002), "Dating the Integration of World Equity Markets," *Journal of Financial Economics*, 65(2), 203-247.
- Bekaert, G., C. R. Harvey, C. T. Lundblad, and S. Siegel(2011), "What Segments Equity Markets?" *Review of Financial Studies*, 24 (12), 3841-3890.
- Bekaert, G., C. R. Harvey, and A. Ng(2005), "Market Integration and Contagion," *Journal of Business*, 78(1), 39-69.
- Bekaert, G., C. R. Harvey, and C. Lundblad (2005), "Does Financial Liberalization Spur Growth?," *Journal of Financial Economics*, 77 (1), 3-55.
- Bekaert, G., C. R. Harvey, and C. Lundblad(2011), "Financial Openness and Productivity," *World Development*, 39(1), 1-19.
- Blanchard, O., and J. Ostry(2012), "The Multilateral Approach to Capital Controls," Article available from *VoxEu*.
- Bohn, H., and L. L. Tesar(1996), "U.S. Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Return Chasing?" *American Economic Review*, 86(2), 77-81.
- Brennan, M. J., and H. H. Cao(1997), "International Portfolio Investment Flows," *Journal of Finance*, 52(5), 1851-1880.
- Carriero, F., V. Errunza, and K. Hogan(2007), "Characterizing World Market Integration through Time," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(04), 915-940.
- Chinn, M. D., and H. Ito(2006), "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," *Journal of Development Economics*, 81(1), 163-192.
- Choe, H., B.-C. Kho, and R. M. Stulz(1999), "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997," *Journal of Financial Economics*, 54(2), 227-264.
- Choe, H., B.-C. Kho, and R. M. Stulz(2005), "Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea," *Review of financial studies*, 18(3), 795-829.
- Dahlquist, M., L. Pinkowitz, R. M. Stulz, and R. Williamson(2003), "Corporate Governance

- and the Home Bias," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 87-110.
- Dahlquist, M., and G. Robertsson(2001), "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics," *Journal of Financial Economics*, 59(3), 413-440.
- De Long, J. B., A. Shleifer, L. H. Summers, and R. J. Waldmann(1990), "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation," *Journal of Finance*, 45(2), 379-395.
- Dichev, I. D.(2007), "What Are Stock Investors' Actual Historical Returns? Evidence from Dollar-Weighted Returns," *American Economic Review*, 97(1), 386-401.
- Dichev, I. D., and G. Yu(2011), "Higher Risk, Lower Returns: What Hedge Fund Investors Really Earn," *Journal of Financial Economics*, 100(2), 248-263.
- Dvořák, T.(2005), "Do Domestic Investors Have an Information Advantage? Evidence from Indonesia," *Journal of Finance*, 60(2), 817-839.
- Eichengreen, B., and D. Leblang(2002), "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?" *International Journal of Finance and Economics*, 8(3), 205-224.
- Eichengreen, B. J., M. Mussa, and G. Dell'Ariccia (1998), "Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects," *IMF occasional paper*, 172.
- Eom, Y., J. Hahn, and W. Sohn(2010), "Post-Earnings-Announcement Drift and Foreign Investors' Trading Behavior in Korea," *한국재무학회 학술대회*, 1057-1084.
- Fama, E. F.(1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fischer, S.(1998), "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF," *Princeton Essays in International Finance*, 207.
- Frankel, J. A., and S. L. Schmukler(1996), "Country Fund Discounts and the Mexican Crisis of December 1994: Did Local Residents Turn Pessimistic Before International Investors?" *Open Economies Review*, 7(1), 511-534.
- Froot, K. A., P. G. O'Connell, and M. S. Seasholes (2001), "The Portfolio Flows of International Investors," *Journal of Financial Economics*, 59(2), 151-193.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick(2001), "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 229-259.
- Grinblatt, M., and M. Keloharju(2000), "The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland's Unique Data Set," *Journal of Financial Economics*, 55(1), 43-67.
- Hau, H.(2001), "Location Matters: An Examination of Trading Profits," *Journal of Finance*, 56(5), 1959-1983.
- Henry, P. B.(2000a), "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices," *Journal of Finance*, 55(2), 529-564.
- Henry, P. B.(2000b), "Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?" *Journal of Financial Economics*, 58(1), 301-334.
- Henry, P. B.(2003), "Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth," *American Economic Review*, 93(2), 91-96.
- Hong, K., and I. Shin(2007), "Analysts' Earnings Forecasts and Trading Flows by Various

- Investor Types in the Korea Stock Exchange," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36(3), 321-349.
- IMF(2012), "The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View," *IMF Staff Paper*.
- Kalev, P. S., A. H. Nguyen, and N. Y. Oh(2008), "Foreign Versus Local Investors: Who Knows More? Who Makes More?" *Journal of Banking and Finance*, 32(11), 2376-2389.
- Kamesaka, A., J. R. Nofsinger, and H. Kawakita (2003), "Investment Patterns and Performance of Investor Groups in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(1), 1-22.
- Kaminsky, G., and S. Schmukler(1999), "What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the East Asian Crisis," *Journal of International Money and Finance*, 18, 537-560
- Kang, H. C., D. W. Lee, E. J. Lee, and K. S. Park(2012), "The Role of the Temporary Component in Spot Prices in the Revision of Expected Future Spot Prices: Evidence from Index Futures Quotes," *Journal of Futures Markets*, 32(3), 230-251.
- Kang, J.-K., and R. M. Stulz(1997), "Why is There A Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan," *Journal of Financial Economics*, 46(1), 3-28.
- Karolyi, G. A.(2002), "Did the Asian Financial Crisis Scare Foreign Investors Out of Japan?" *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(4), 411-442.
- Karolyi, G. A., and R. M. Stulz(2003), "Are Financial Assets Priced Locally or Globally?" *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 975-1020.
- Kho, B.-C.(2011), "The Impact and Role of Foreign Investors in Korea," *Asian Review of Financial Research*, 24(1), 231-273.
- Kho, B.-C., R. M. Stulz, and F. Warnock(2009), "Financial Globalization, Governance, and the Evolution of the Home Bias," *Journal of Accounting Research*, 47(2), 597-635.
- Kim, E. H.(1998), "Globalization of Capital Markets and the Asian Financial Crisis," *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3), 30-39.
- Kim, E. H., and V. Singal(2000), "Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies," *Journal of Business*, 73(1), 25-66.
- Kim, W., W. Kim, and K.-S. Kwon(2009), "Value of Outside Blockholder Activism: Evidence from the Switchers," *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 505-522.
- Kim, W., T. Sung, and S.-J. Wei(2010), "When Does Foreign Portfolio Investment Increase Corporate Value in an Emerging Market Economy?" *Working Paper*, KDI School of Public Policy and Management.
- Kim, W., and S.-J. Wei(2002), "Foreign Portfolio Investors Before and During A Crisis," *Journal of international economics*, 56(1), 77-96.
- King, M.(1999), "Reforming the International Monetary System: The Middle Way," Bank of England, London, U.K.
- Kose, M. A., E. S. Prasad, and A. D. Taylor(2011), "Thresholds in the Process of International Financial Integration," *Journal of International Money and Finance*, 30(1), 147-179.
- Larrain, M., and S. Stumpner(2017), "Capital Account Liberalization and Aggregate Productivity: The Role of Firm Capital Allocation," *Journal of Finance*, forthcoming.
- Lewellen, J.(2004), "Predicting Returns with Financial

- Ratios," *Journal of Financial Economics*, 74 (2), 209-235.
- Madhavan, A., M. Richardson, and M. Roomans (1997), "Why Do Security Prices Change? A Transaction-Level Analysis of NYSE Stocks," *Review of Financial Studies*, 10(4), 1035-1064.
- Mussa, M., and A. Richards(1999), "Capital flows in the 1990s before and after the Asian crisis," *Research Department Working Paper*, IMF
- Ostry, J. D., A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi, and D. Reinhart(2010), "Capital Inflows: The Role of Controls," *IMF Staff Position Note*, SPN/10/04.
- Park, H. H., and K. S. Park(2015), "Overnight Strategy of Foreign Day-traders and Their Performance: An Empirical Study from the Korea Stock Exchange," *Working Paper*, Korea University.
- Pukthuanthong, K., and R. Roll(2009), "Global Market Integration: An Alternative Measure and Its Application," *Journal of Financial Economics*, 94(2), 214-232.
- Radelet, S., and J. Sachs(1998), "The Onset of the East Asian Financial Crisis," *NBER Working Paper* 6680.
- Radelet, S., and J. Sachs(1999), "What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis," *Unpublished Working Paper*.
- Rajan, R. G., and L. Zingales(1998), "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis," *Journal of Applied Corporate Finance*, 11 (3), 40-48.
- Rogoff, K. S.(2002), "Rethinking Capital Controls: When Should We Keep an Open Mind?" *Finance and Development*, Vol. 39, December.
- Seasholes, M.(2000), "Smart Foreign Traders in Emerging Markets," *Unpublished Harvard Business School working paper*.
- Shukla, R. K., and G. B. Van Inwegen(1995), "Do Locals Perform Better Than Foreigners?: An Analysis of UK and US Mutual Fund Managers," *Journal of Economics and Business*, 47(3), 241-254.
- Stambaugh, R. F.(1999), "Predictive Regressions," *Journal of Financial Economics*, 54(3), 375-421.
- Stiglitz, J.(2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability," *World Development*, 28(6), 1075-86.
- Stiglitz, J.(2004), "Capital Market Liberalization, Globalization, and the IMF," *Oxford Review of Economic Policy*, 21(1), 57-71.
- Stulz, R. M.(1999), "Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital," *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), 8-25.
- Stulz, R. M.(2005), "The Limits of Financial Globalization," *Journal of Finance*, 60(4), 1595-1638.
- Vagias, D., and M. A. Van Dijk(2011), "International Capital Flows and Liquidity," *Working Paper*.
- Wade, R., and F. Veneroso(1998), "The Gathering World Slump and the Battle Over Capital Controls," *New Left Review*, 237, 13-42.

Review on the Impact of Stock Market Opening and Foreign Investors in Korea*

Bong-Chan Kho**

Abstract

In 1992, the Korean stock market opened to foreign investments, and since then, shareholdings of foreign investors in Korea steadily increased to a level of over 30% of the total market capitalization. Consequently, they contributed to the growth of the Korean stock market to be ranked recently within the top 10 largest stock markets in the world. Such a steady increase in foreign ownership in Korea helped improve corporate governance systems and streamline the management processes; however, controversies surrounding the outflow of national wealth were provoked in the process of international speculative funds taking over domestic firms in a hostile manner.

Now that it has been 25 years since the stock market opening to foreign investments, it is crucial to review the literature on the impact of market opening and foreign investors and seek its implications for a further growth of Korean stock markets. Accordingly, this study discusses an integrative review of recent research in the following four areas.

First, an examination of how foreign ownership evolved over time is carried out, and a summary of several representative cases for the hostile takeovers of domestic firms by international speculative funds is provided. Second, this study reviews previous research on the benefits and costs of Korean stock market opening and provides insights on the future directions of financial globalization. Third, a summary of the discussion on the impacts of foreign investors on the governance, dividend, and investment decisions of Korean firms is provided, along with insights on the impacts of foreign investors in Korea. Fourth, this study

* This study was supported by the Institute of Management Research and the Institute of Finance and Banking at Seoul National University, Business School. Comments from two anonymous referees are greatly appreciated.

** Professor of Finance, Seoul National University Business School

examines the investment behaviors of foreign investors and reviews their investment performance and evaluates whether foreigners have superior information advantages over domestic investors. Finally, future research directions are discussed by integrating the reviews on the research findings discussed above.

Key words: Foreign investors, Capital market liberalization, Governance, Dividend, Investment, Superior information

-
- 저자 고봉찬은 현재 서울대학교 경영대학 재무금융 전공 교수로 재직 중이다. 서울대학교 경영대학 및 대학원 경영학과를 졸업하였으며, 미국 오하이오주립대학교에서 Finance 분야로 경영학 박사학위를 취득하였다. 박사학위 취득 이후에는 서울시립대학교 조교수를 거쳐 서울대학교 경영대학 교수로 재직 중이며, 한국증권학회 회장을 역임하고 있다. 주요 연구분야는 투자론, 자산가격결정, 국제재무, 기업재무, 파생상품론 등이다.