

A Re-examination of the Announcement Effect of Block Share Acquisitions by Heterogeneous Foreign Investors*

이질적 외국인 투자자의 대량지분취득 공시효과에 관한 재고찰

Byungkwon Lim(First Author)

Department of Technology Practical Convergence,
Chungnam National University
(bk81.lim@gmail.com)

Hyangmi Choi(Corresponding Author)

School of Business, Chungnam National University
(hmchoi@cnu.ac.kr)

.....

This paper revisits the announcement effect of foreign blockholders' share acquisitions for 14 years from 2005 to 2018. We classified heterogeneous foreign block shareholders based on criteria such as new acquisitions, investment purposes, tax haven status and legal systems of foreign investors' origin countries. The empirical results of the event study conducted using 1,471 disclosures, are as follows. We find positive stock returns associated with foreign investors' block acquisitions before and after the announcement date. The positive stock returns are more pronounced in new acquisitions involving management participation. We also find the interaction effects between new acquisitions and legal systems: specifically, the ownership of foreign blockholders from tax-havens mitigates the positive impact of new acquisitions, while the ownership of foreign investors from common-law countries reinforces the impact. The results demonstrate discriminatory impact of heterogeneous foreign blockholders on firm value, depending on the characteristics of foreign blockholders. This suggests that the Korean stock market is more responsive to initial investments involving management participation by foreign blockholders from common-law countries.

Key Words: Foreign investors, Block share acquisitions, Management participation, Tax haven, Common-law countries

.....

1. 서론

우리나라 자본시장이 외국인에게 개방된 1992년

1월 3일, 국내 상장된 766개 종목 중 512개 종목이 상한가를 기록하였다.¹⁾ 당시 4조원에 불과했던 외국인의 주식보유액은 30여년이 흐른 현재 640조 원으로 증가했다. 외환위기 이후 외국인 지분은 시가

Submission Date: 12. 07. 2023

Revised Date: (1st: 02. 18. 2024)

Accepted Date: 02. 26. 2024

* This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea(NRF-2023S1A5A2A01079015)

1) 본 논문에서 외국인이란 금융투자업 규정 제6-1조 제1호의 정의를 준용하여 외국 국적 보유자로 국내에 6개월 이상 주소 또는 거소를 두고 있지 아니한 개인 및 외국법인을 의미한다.

Copyright 2024 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

총액의 40%에 이르렀고, 금융위기, 다각화, 신흥국 투자로 등락을 거듭하면서도 2023년 10월 기준 전체 증시 시가총액의 27%를 보유하고 있다(Financial Supervisory Service, 2023). 외국인 투자자의 투자확대 및 영향력이 증대됨에 따라, 그간 외국인 투자자가 기업의 배당이나 투자와 같은 기업의 전반적인 재무의사결정이나 지배구조 등에 어떠한 영향력을 미치는지에 대해 다양한 연구가 진행되어 왔다. 특히, 외국인 투자자의 지분확대는 선진투자기업의 도입과 장기투자 관행의 정착, 그리고 지배구조 개선 등 자본시장 발전에 기여한 것으로 평가되나, 적대적 인수위협에 따른 과도한 경영권 방어비용 지출 또는 과도한 배당요구로 인한 국부유출 등의 논란도 지속되고 있다(Kho, 2017).

이러한 혼재된 시각은 실체적으로 다른 존재인 외국인들을 '외국인 투자자'라는 하나의 동질적 집단으로 간주해 온 결과로 볼 수 있다. 다수의 선행연구는 외국인 투자자를 같은 집단으로 보고 영향을 규명하려 하거나, 5% 이상의 지분을 가진 대량지분투자자의 분류에 그치고 있다. 그러나 외국인 투자자는 서로 다른 투자 목적, 배경, 문화, 규율을 가진 상이하고 이질적인 투자자로 이루어져 있다. 본 연구는 동질적 집단으로 여겨진 '외국인 투자자'에 대해, 데이터의 한계를 극복하고 그들의 이질적 특질에 따른 행태와 역할을 분석하여 한국 자본시장에서 서로 다른 외국인 투자자의 영향을 심층적으로 규명하고자 한다.

외국인 투자자의 대량지분 취득은 외부 대주주로서 경영진을 견제하여 대리인 문제를 완화하거나 경영 효율성을 높이는 등의 이점이 존재할 수 있다. 그러므로 외국인의 대량지분 투자는 시장참여자에게 긍정적인 요인으로 작용하며 특히, 경영참여 목적의 대

량지분 취득에서 보다 강건한 양(+)의 공시효과가 확인되고 있다(Sul & Kim, 2007; Kang et al., 2009; Park, 2012). 반면, 초기 연구와 달리 외국인의 대량지분취득과 기업가치 간의 관련성은 낮으며 대량지분취득에 따른 공시효과는 유의적이지 않다는 결과도 제시되고 있다(Kang & Kim, 2010; Byun & Lee, 2021).

한편, 외국인 투자자의 세부적인 특성을 고려하는 경우 조세피난처 출신의 외국인 투자자는 추가변동성을 확대시키고 지배구조를 악화시킬 수 있어 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다(Yang, 2015a; Jung & Kim, 2017; Kim et al., 2019). 영미법(common law)이나 시민법(civil law)을 채택하고 있는 국가는 주주권리 보호 수준에서 차이가 존재할 수 있어(La Porta et al., 1998, 2008; Liang & Renneboog, 2017), 그들이 속한 국가의 관행에 따라 투자기업에 미치는 영향은 상이할 개연성이 있다(Kim et al., 2017), 따라서 해당 측면들을 종합적으로 고려하여 이질적인 투자자 집단으로서 외국인 투자자의 대량지분취득으로 인한 추가 반응을 엄정하게 분석해볼 필요가 있다.

본 연구는 2005년부터 2018년까지 14년간의 기간을 대상으로 외국인 투자자의 5% 이상 지분취득 공시를 이용하여 그들의 대량지분취득에 따른 공시효과를 고찰하고자 한다.²⁾ 보다 구체적으로 외국인 투자자가 5% 이상 지분을 취득한 공시자료를 이용하여 대량지분투자에 따른 공시일 전·후 뿐만 아니라 이전 기간과 이후 기간의 추가반응을 분석한다. 그리고 외국인 대량지분투자의 보고 유형(신규보고 또는 변동보고), 취득 목적(단순투자 또는 경영참여), 조세회피처 소속 여부, 그리고 소속 국가의 법령체

2) 2005년 개정된 5% 룰에 따라 외국인 투자자가 대량으로 지분을 취득하는 경우 취득목적(단순투자 또는 경영참여)을 밝혀야 하며, 공시 서식에 소속 국가를 표기해야 한다.

계(영미법 또는 비-영미법)로 각각 외국인 투자자를 세분화하여 대량지분취득에 따른 공시일 전·후의 주가 반응을 검증하고자 한다. 이를 토대로 외국인 투자자의 투자목적이나 이질적인 특성 등에 따라 차별적인 공시효과가 나타나는지를 분석하고 관련 시사점을 제시하고자 한다.

본 연구의 주요 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 외국인 대량지분투자의 공시효과는 유의적인 양(+)으로 나타난다. 하지만, 대량지분취득에 따른 긍정적인 주가반응은 공시일 전·후 뿐만 아니라 공시일 이전 기간부터 나타나 기존 연구와 대동소이한 결과가 확인된다. 둘째, 외국인 투자자의 대량지분취득 공시효과를 세부적으로 구분하면 경영참여 등의 취득목적이나 소속 국가의 특성(조세회피처 여부, 영미법 여부) 보다는 경영참여를 수반하는 신규 취득(신규보고)이 공시일의 주가반응에 주요한 영향을 미치고 있는 것으로 나타난다. 셋째, 신규보고 중에서도 조세회피처 소속 외국인의 경우 그들이 취득하는 지분 수준이 높을수록 공시효과는 부정적이나, 반대로 영미법 국가 소속 외국인에서는 지분취득 수준이 높을수록 더욱 긍정적인 공시효과가 확인된다.

종합하면, 외국인 투자자의 대량지분취득은 시장에 긍정적인 요인으로 작용하나, 지분취득 목적과 함께 신규로 투자기업의 주요주주로 참여할 때 더욱 긍정적인 주가반응이 나타난다. 특히, 조세피난처 소속 외국인의 지분투자는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 판단되며, 반대로 주주의 권리 보호 수준이 높은 영미법 국가의 외국인 투자자는 주주권리 증진을 위해 노력함에 따라 지배구조 개선이나 대리인 문제가 완화에 기여하는 것으로 사료된다. 즉, 외

국인 투자자가 속한 국가의 관행에 따라 투자기업에 차별적 영향을 미침으로써 소속 국가 특성과 공시효과 간에는 관련성이 존재하는 것으로 판단해 볼 수 있다.

본 연구가 갖는 기존 연구와의 차별성은 다음과 같다. 우선 외국인 투자자의 대량지분취득의 공시효과를 분석한 초기 연구는 취득 목적에 중점을 두고 공시일 전·후의 주가반응을 분석하고 있다(Kang et al., 2009; Park, 2012; Sul & Kim, 2007). 또한, 최근의 연구에서도 5% 이상 대량지분을 취득한 외국인투자자의 취득 목적을 중심으로 공시효과를 검증하고 있으나(Byun & Lee, 2021), 외국인 투자자의 이질적 특성을 고려하여 대량지분취득의 공시효과를 검증한 연구는 거의 전무한 상황이다.³⁾ 따라서 광범위한 표본을 대상으로 외국인 투자자의 대량지분취득 공시효과를 분석하고, 외국인 투자자의 이질적 특성을 종합적으로 고찰하고자 하는 본 연구는 차별성이 존재하며 기존 연구를 확장한다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 우선 2장에서는 외국인 대량지분투자에 관한 기존 연구를 살펴보고, 3장에서는 본 연구의 표본 및 공시효과 추정 등의 분석 방법에 대해 설명한다. 그리고 4장에서는 실증분석 결과를 제시하고 마지막 5장 결론에서는 전체적인 연구결과를 요약하고 시사점을 제시하고자 한다.

II. 선행연구

외국인 투자자의 대량지분 투자에 대한 기존 연구는 지분취득에 따른 시장반응이나 그들의 대량지분

3) Bang et al.(2021)은 SDC Platinum에서 제공하는 외국인 투자자의 5% 이상 지분인수 자료를 이용하여 소속 국가 특성(지리적 거리, 주주권리 보호 정도 등)에 따른 주가성향을 분석하고 있다. 하지만, 해당 연구의 분석 표본인 외국인 투자자의 대량지분 인수 공시는 약 160여 건으로, 한국거래소 상장공시시스템의 5% 룰에 의한 대량지분인수 공시자료와 비교해 볼 때 상당한 차이가 있다.

투자가 기업의 재무적 의사결정에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 고찰하고 있다. 본 연구와 관련된 외국인 투자자의 소속 국가 등 그들의 세부적인 특성에 대해서는 비교적 최근에 들어 관련 연구가 진행되고 있는 상황이다.

기존 연구에 의하면 외국인 투자자가 대량으로 지분을 취득하면 경영자를 감시·감독하여 대리인비용을 줄이거나, 경영의 효율성을 높여 기업가치가 향상될 가능성을 제시하고 있다. 따라서 외국인 투자자의 대량지분취득에 따른 공시효과는 대체적으로 긍정적인 주가 반응을 보여주고 있다. 특히, 대량지분취득을 목적별로 구분하면 단순투자보다는 경영참여 목적에서 보다 긍정적인 주가반응이 나타난다는 결과를 제시하고 있다. 외국인 투자자의 대량지분취득과 이에 따른 공시효과를 검증한 주요연구를 요약하면 다음과 같다.

초기 연구에서 Sul & Kim(2007)은 5% 룰이 변경된 2005년부터 2007년까지를 대상으로 외국인 투자자가 경영참여 목적으로 지분을 신규 취득한 총 19개의 공시건수를 이용하여 공시효과를 분석하였다. 분석결과, 공시일 전·후 유의적인 양(+)의 누적 초과수익률이 나타나 외국인 주주가 신규로 참여하는 기업에서 지배구조 개선에 따른 기업가치 상승 가능성을 제시하고 있다. 그리고 외국인의 지분취득으로 인한 긍정적인 주가반응은 공시일 30일 이전부터 나타나 공시일 이전에 외국인 투자자의 지분취득과 관련한 정보가 시장에 미리 알려지거나 또는 예측 가능하여 주가에 이미 반영될 가능성을 시사하고 있다.

또한, Kang et al.(2009)은 2001년부터 2007년까지를 대상으로 외국인 투자자가 5% 이상 대량지분을 취득한 153건과 대량지분 취득 이후 1% 이상 지분이 감소한 138건을 이용하여 공시효과를 분석하였다. 분석결과에 의하면, 외국인 투자자의 5%

이상 취득공시는 양(+)의 공시효과를 보여 전반적으로 기업가치에 긍정적임이 확인되나, 주식처분 공시의 경우 별다른 영향이 나타나지 않음을 보여주고 있다. 특히, 대량지분 취득 중에서 단순투자 목적보다는 경영참여 목적이 유의적으로 더 높은 초과수익이 나타난다는 결과를 제시하고 있다. 이와 유사하게 Park(2012)은 5% 룰에 의한 외국인 투자자의 대량지분투자 공시가 존재하는 67개 기업을 대상으로 그들의 투자 목적이 경영참여인 경우 주가행태에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과에 의하면, 외국인 투자자의 경영참여 목적 지분투자의 공시효과는 단기적으로 유의적인 양(+)의 초과수익률이 나타나 경영자에 대한 모니터링 효과 등 투자자의 기대가 반영됨을 제시하고 있다. 한편, 공시일 이전 기간에도 유의적인 양(+)의 주가반응이 관찰되어 경영참여 목적의 외국인 투자자 지분취득 정보가 사전에 유출될 가능성 또는 시장의 예측능력에 의해 긍정적인 정보가 이미 주가에 반영될 가능성을 제시하고 있다.

반면, Byun & Lee(2021)는 2006년부터 2016년까지 5% 이상 대량지분을 취득한 국내의 기관투자자의 총 2,875개 공시건수(국내 기관투자자 2,134건, 외국인 투자자 741건)를 이용하여 주가성과를 검증하였다. 분석결과, 경영참여 목적의 지분취득은 공시일 10일 전부터 급격하게 주가가 상승하여 공시일 이후 30일까지 양(+)의 초과수익이 지속되었으며, 단순투자 목적보다 유의적으로 높은 주가 반응을 확인하고 있다. 하지만, 투자자 유형별로 구분하는 경우 사모회사(private investment companies)의 대량취득에서만 긍정적인 주가 반응이 나타날 뿐, 외국인 투자자에서는 경영참여나 단순투자 모두에서 유의적인 주가 반응이 나타나지 않음을 보여주고 있다. 따라서 외국인 투자자의 대량지분투자에 관한 초기의 연구와는 상반된 공시효과를 제시하고 있다.

추가적으로 외국인 투자자의 대량지분투자 또는 외국인 주요주주를 이용하여 기업의 투자의사결정이나 모니터링 효과를 검증한 연구는 다음과 같다. 우선 Kang(2012)은 2002년부터 2007년까지 외국인 대량지분투자자가 기업의 연구개발투자에 어떠한 영향을 미쳤는지를 분석하였다. 분석결과, 외국인 대량지분투자는 기업의 연구개발투자를 증가시켜, 대주주의 이익유용 가능성을 견제하는 기능을 수행한다는 결과를 제시하고 있다. 이와 유사하게 Yon & Kim (2015)은 5% 룰에 의한 지분공시 자료를 이용하여 외국법인의 보유지분 부분 매각이 경영진을 견제하는 효과가 있는지를 검증하였다. 분석결과, 투자대상 기업의 악재성 공시와 이로 인한 외국인 투자자의 보유지분 매각은 해당 기업의 경영진에게 경고하는 효과가 있음을 보여주고 있다. 그리고 Kim & Jung(2011)은 외국인 주요주주가 기업의 투자의사결정에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 분석하였다. 분석결과에 의하면, 외국인 주요주주는 자본제약 기업의 투자-현금흐름 민감도를 감소시키고, 기업의 연구개발 투자를 증대시켜 기업의 투자에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 제시하고 있다.

반면, Kang et al.(2019)은 대량지분투자자를 국내의 기관투자자와 단기/장기투자자로 각각 구분한 후, 그들의 모니터링 역할을 기업의 연구개발 투자 측면에서 검증하였다. 그 결과, 대량지분을 투자한 기관투자자는 기업의 연구개발 투자에 부정적인 영향을 미치고 있었으며, 이는 특히 단기의 외국인 대량지분투자자에서 명확하게 나타나 상반된 결과를 보여주고 있다. 그리고 Joe et al.(2020)은 2006년부터 2013년까지 기간에 대해 기관투자자의 투자행태가 기업의 신제품 혁신활동에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 기관투자자의 대량지분투자와 기업의 혁신 간에는 유의적인 양(+)의 관련성이 존재한다는 결과를 보여

주었다. 특히, 외국인 투자자가 수동적인 모니터링 역할을 행하거나 외국인의 대량지분투자가 재벌그룹에 속하지 않는 기업에서 명확한 관련성을 보인다는 결과를 제시하였다.

한편, 선행연구는 법령체계가 해당 국가의 주주보호 수준이나 지배구조, 그리고 자본시장 등에 일련의 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있다. 초기 연구에서 La Porta et al.(1997)은 49개 국가를 법령체계에 따라 분석한 결과, 영미법 국가에 비해 시민법 국가의 경우 투자자 보호가 미약하며 자본시장 발달 수준이 낮다는 결과를 보여주고 있다. 즉, 법령체계는 해당 국가의 자본시장과 밀접한 관련성이 존재함을 시사하고 있다. 또한, La Porta et al.(1998)은 국가별로 상이한 법령체계가 해당 국가의 자본시장과 기업지배구조에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 고찰한 후, 국가별 법령체계에 따라 주주 권리의 보호 정도가 상이하다는 결과를 제시하고 있다. 특히, 영미법 채택 국가에서 주주의 권리가 가장 강하게 보호되지만, 시민법 채택 국가에서는 주주권 보호가 상대적으로 낮으며, 특히 프랑스의 주주 보호 수준이 가장 미약하다는 결과를 보여주고 있다. Liang & Renneboog(2017)은 전 세계 114개 국가를 대상으로 기업의 사회적 책임(corporate social responsibility: CSR) 수준이 해당 국가의 법령체계와 관련성이 존재하는지에 대해 분석하였다. 분석결과에 의하면, 국가별 CSR 수준은 시민법을 따르는 국가가 영미법을 따르는 국가보다 높으며, 특히 스칸디나비아 법(Scandinavian origin)을 따르는 국가의 CSR 수준이 가장 높다는 결과를 제시하고 있다. 즉, 관습을 기반으로 하는 영미법 채택 국가와 사전적인 규칙을 중시하는 시민법(성문법 체계) 채택 국가는 CSR에 대한 사회적 선호도에 차이가 있음을 시사하고 있다.

추가적으로 본 연구와 관련된 외국인 투자자의 소

속 국가 특성을 기초로 투자행태를 고찰한 연구는 다음과 같다. Yang(2015a)은 2006년부터 2008년까지의 기간에 대해 일중자료(intra-day data)를 이용하여 조세피난처 출신의 외국인 투자자가 국내 주식시장의 가격충격과 변동성에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 조세피난처 외국인의 대규모 매매수와 매매도 거래는 단기적으로 주가에 유의적인 영향을 미치며, 그들의 거래와 주가변동성 간에 양(+)의 관련성이 나타난다는 결과를 보여주고 있다. 또한, Yang(2015b)은 2005년부터 2009년까지 조세피난처 출신의 외국인 거래와 주가 움직임과의 관련성에 대해 분석한 결과, 조세피난처 외국인의 매매수금액이 높을수록 익일 주가는 유의적인 상승이 나타나 조세피난처 외국인은 정보거래자(informed trader)임을 제시하고 있다.

또한, Bang et al.(2021)은 1996년부터 2016년까지의 기간에 발생한 164건의 외국인 대량지분인수 사건을 대상으로 정보비대칭 측면(지리적 거리, 문화적 거리, 과거 인수경험 여부) 및 주주 권한 척도(소속 국가의 주주 권리 보호 수준)를 고려하여 공시효과를 분석하였다. 분석결과, 외국인 대량지분인수 공시일 10일 이전부터 이후 10일까지 초과수익률이 양(+)으로 나타나, 외국인 투자자가 대량으로 지분을 인수하면 시장은 긍정적으로 반응함이 확인되었다. 또한 지리적 거리 및 문화적 거리가 가깝고 경영참여 목적의 지분인수이며 소속 국가의 주주권리 보호가 강할수록 더 긍정적인 공시효과를 보여주고 있다. Kim et al.(2019)은 조세피난처 출신 외국인 투자자의 대량지분취득에 따른 공시효과를 분석하였다. 분석결과에 의하면, 국내 기관투자자, 또는 비-조세피난처 출신 외국인 투자자의 대량지분취득 공시와

비교할 때 조세피난처 출신의 외국인 투자자 지분취득 공시효과는 유의적으로 낮게 나타나며, 이는 특히 투자자 보호 수준이 취약한 기업에서 강건한 결과가 확인되고 있다. 즉, 조세피난처 출신의 외국인 투자자가 대량으로 지분을 취득하는 경우, 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 시사하고 있다.

이상과 같이 이질적 군집으로서 외국인 투자자를 신규투자 여부 및 투자목적뿐만 아니라 영미법 또는 시민법과 같은 소속 국가의 법령체계 그리고 조세피난처와 같은 세부적인 특성으로 분류할 때, 외국인 투자자의 대량지분 투자에 대해 주식시장은 다르게 반응할 가능성이 있다. 따라서 전술한 특성을 종합적으로 고려하여 외국인 대량지분투자 공시효과가 기업가치에 미치는 영향에 대해 엄정하게 고찰할 필요성이 있다.

III. 연구내용 및 방법

3.1 표본의 구성

본 연구는 2005년 3월부터 2018년 12월까지의 기간 동안 유가증권 및 코스닥시장에 상장된 비(非)-금융업종 기업을 대상으로 한다. 표본 선정에 있어 외국인 투자자가 5% 이상 지분을 신규로 취득하거나(신규보고), 기존에 5% 이상 지분을 보유한 외국인 투자자가 추가로 주식을 취득하여 지분변동이 발생한 기업(변동보고)을 대상으로 하며, 연구에 필요한 주가 정보 등이 없는 기업을 제외한 후 총 1,471건의 공시자료를 이용하여 분석한다.⁴⁾

4) 주식 등의 대량보유상황의 보고 제도(5% 물)는 자본시장법 제147조에 의거, 주권상장법인의 의결권과 관련된 주식 등을 5% 이상 보유하거나, 보유한 이후 1% 이상 지분변동이 발생한 경우에 보유상황이나 보유 목적 등을 보고·공시해야 하는 제도이다. 5% 물은

실증분석을 위한 외국인 투자자의 대량지분 취득 또는 지분변동 내역 자료는 한국거래소 상장공시시스템(KIND)의 지분공시 항목 중에서 '일반서식-주식등의대량보유보고서'와 '약식서식-주식등의대량보유상황보고서'에서 세부적인 정보를 수집(web crawling)한 후 이를 가공하여 이용한다. 그리고 초과수익률 추정을 위한 주가자료는 Fnguide의 Dataguide Pro에서 추출·가공하여 이용하며, 재무자료는 한국상장사협의회 데이터베이스 TS-2000에서 추출하여 이용하고자 한다.

3.2 연구방법

3.2.1 초과수익률 추정

외국인 투자자의 대량지분투자에 대한 공시효과를 검증하기 위한 초과수익률 AR (Abnormal Return)은 식(1)의 시장조정모형(market adjusted model) 및 식(2)의 시장모형(market model)을 동시에 이용하여 분석한다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (1)$$

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{m,t}) \quad (2)$$

식(1) 및 식(2)에서 $AR_{i,t}$ 는 각각 시장조정모형 및 시장모형으로 계산한 기업 i 의 t 일 초과수익률이다. 그리고 $R_{i,t}$ 는 기업 i 의 t 일 주식수익률이며, $R_{m,t}$ 는 t 일의 시장수익률(코스피 및 코스닥지수 수익률)을

의미한다. 한편, 식(2)의 시장모형을 위한 $\hat{\alpha}_i$ 와 $\hat{\beta}_i$ 의 모수추정기간은 공시일 이전 21일부터 공시일 이전 250일까지의 기간을 이용한다.

다음으로 식(1) 및 식(2)의 초과수익률을 이용한 공시일 전·후의 $-k$ 일부터 $+k$ 일까지의 누적초과수익률 CAR (cumulative abnormal return)은 식(3)과 같이 기업·일별로 계산하는데, 공시일 기준 -10 일부터 $+10$ 일까지의 기간을 대상으로 세분화하여 분석한다.

$$CAR_i(-k, +k) = \sum_{t=-k}^{+k} AR_{i,t} \quad (3)$$

3.2.2 외국인 투자자 특성 구분

2005년부터 변경된 주식등의 대량보유상황 보고서식에는 투자자의 소속 국가를 의무적으로 명시해야 한다. 해당 보고를 통해 외국인 투자자가 소속된 국가를 파악할 수 있으므로, 대량지분 외국인 투자자가 조세피난처에 해당하는지 여부나 소속 국가의 법령체계에 따라 차별적인 공시효과가 나타나는지를 검증하고자 한다.

〈Table 1〉은 본 연구에서 활용한 총 31개 국가의 외국인 투자자를 대상으로 우선적으로 조세피난처 소속 국가로 구분하였고, 이후 비-조세피난처 국가의 법령체계에 따라 영미법 소속 국가 여부로 각각 구분한 것이다. 조세피난처 국가에 해당되는지 여부는 경제협력개발기구(OECD, 2000)를 기초로 한 Yang

1992년 3월 시행되었고 이후 2005년 증권거래법 개정과 함께 5% 이상 대량지분을 취득한 경우 그 보유 목적을 경영참여 목적 또는 단순투자 목적 중 하나로 보고하도록 명시하였다. 2005년부터 변경된 신규 보고서식은 투자자의 소속 국가를 밝히게 되어 있어, 특정 외국인 투자자가 어느 국가에 소속되어 있는지 파악 가능하다. 본 연구는 해당 내용에 대한 데이터를 수집하여 분석에 사용하였다. 한편, 지난 2020년 2월부터 5% 룰이 개정되어 경영권에 영향을 주기 위한 투자, 일반투자(경영권에 영향을 주지는 않으나 적극적인 유형의 주주활동), 단순투자 등의 3단계로 구분하여 공시되고 있다.

(2015a, 2015b)의 국가별 구분을 이용하여 분류한 것이다.⁵⁾ OECD의 경우 2000년 최초로 35개 조세 피난처 국가를 공표하였으며, 2009년 OECD 보고서에서는 국제적인 조세협약을 체결하였음에도 불구하고 실제 실행이 미흡한 30개의 조세피난처 명단을 제시하고 있다(Yang, 2015a). 해당 분류기준을 준용하여 본 연구에서 활용한 조세피난처 국가는 바하마, 버뮤다 등의 총 6개 국가가 이에 해당한다.

다음으로 비-조세피난처 국가 중에서 영미법(common law) 여부는 La Porta et al.(1998, 2008)의 분류 기준을 준용한다. 일반적으로 상법(commercial law)의 분류 체계는 영국으로부터 기원된 영미법(보통법 또는 판습법)과 로마법에 기초한 시민법(civil law)으로 이원화할 수 있으며, 여기서 시민법(성문법)의 경우 프랑스계, 독일계 그리고 스칸디나비아계의 3가지로 구분된다(La Porta et al., 1998). La Porta et al.(1998, 2008)의 분류 기준을 토대로 한 영미법 국가들은 호주, 캐나다, 홍콩 등 총 12개국이 이에 해당한다.⁶⁾

조세피난처 소속 외국인 투자자는 단기 이익을 추구

하고, 시장의 변동성을 증가시키는 등 부정적인 영향을 미칠 수 있다(Yang 2015a). 또한, 시민법을 채택하고 있는 국가들과 비교할 때, 영미법 국가의 경우 주주나 채권자에게 더 강한 권한을 부여하고 있으며(La Porta et al., 1998), 시민법을 채택하고 있는 국가는 영미법 국가에 속한 기업들보다 기업의 사회적 책임(CSR) 수준이 더 높다는 결과도 보고되고 있다(Liang & Renneboog, 2017). 따라서 외국인 투자자의 대량지분 취득과 이에 대한 주가반응을 분석함에 있어 외국인 투자자를 동질적 집단으로 분석하기보다는 이질적 군집으로서 이들의 차별적 영향을 정밀하게 분석해 볼 필요가 있다.

3.2.3 분석모형

여타변수를 통제한 상황에서 외국인 대량지분투자가 공시일의 주가반응에 어떠한 영향을 미치는지를 검증하기 위해 아래의 식(4) ~ 식(6)의 회귀분석모형을 이용한다.

우선 식(4)는 외국인 대량지분투자의 공시효과가

〈Table 1〉 조세피난 및 영미법 국가 현황

조세피난처(6 개국)	영미법 국가(12 개국)
바하마, 버뮤다, 영국령 버진아일랜드, 케이만제도, 건지, 라이베리아	호주, 캐나다, 홍콩, 아일랜드, 말레이시아, 싱가포르, 영국, 미국, 말타, 남아프리카공화국, 키프로스, 스코틀랜드

5) OECD의 조세피난처 판정 기준에 기초한 35개 조세피난처 지역은 다음과 같다. 안도라(Andorra), 앵귤라(Anguilla), 앤티가 바부다(Antigua and Barbuda), 아루바(Aruba), 바하마(Bahamas), 바레인(Bahrain), 바베이도스(Barbados), 벨리즈(Belize), 영국령 버진아일랜드(British Virgin Islands), 쿡 제도(Cook Islands), 도미니카(Dominica), 지브롤터(Gibraltar), 그레나다(Grenada), 건지(Guernsey/Sark/Alderney), 맨섬(Isle of Man), 저지(Jersey), 라이베리아(Liberia), 리히텐슈타인(Liechtenstein), 몰디브(Maldives), 마셜 제도(Marshall Islands), 모나코(Monaco), 몬세라트(Montserrat), 나우루(Nauru), 네덜란드령 안틸레스(Netherlands Antilles), 니우에(Niue), 파나마(Panama), 사모아(Samoa), 세이셸(Seychelles), 세인트 루시아(St. Lucia), 세인트 키츠 네비스(St. Kitts and Nevis), 세인트 빈센트 그레나딘(St. Vincent and Grenadines), 톤가(Tonga), 터크스 케이커스 제도(Turks and Caicos Islands), 미국령 버진아일랜드(US Virgin Islands), 바누아투(Vanuatu)가 이에 해당한다.

6) 본 연구에 포함된 영미법 이외의 시민법 국가들은 다음과 같다. 시민법 국가 중 프랑스계는 프랑스, 네덜란드, 모리셔스, 이탈리아, 룩셈부르크이고, 독일계는 독일, 일본, 스위스, 대만이며, 스칸디나비아계는 덴마크, 스웨덴이다. 추가적으로 사회주의법(중국)이 있다.

신규보고 여부, 투자 목적(경영참여 또는 단순투자) 그리고 소속 국가 특성(조세피난처 소속, 영미법 국가 소속)으로 각각 구분하는 경우 상이한 결과가 나타나는지 여부를 검증하기 위한 모형이다. 종속변수는 공시일 전·후 3일 동안의 $CAR(-1, +1)$ 과 공시일 이전 10일 동안의 $CAR(-10, -1)$ 을 이용한다.

식 (4)에서 *New*는 외국인 투자자의 5% 이상 대량지분취득 보고가 신규로 이루어진 경우에는 1의 값을, 변동보고의 경우에는 0의 값을 갖는다. *Management*는 외국인의 대량지분투자 목적이 경영참여인 경우에는 1을, 단순투자는 0의 값을 갖는다. *TaxHaven*은 외국인 투자자의 소속이 조세피난처이면 1을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 그리고 *CommonLaw*는 비-조세피난처 소속의 외국인 중에서 그들의 소속 국가의 법령체계가 영미법을 따르면 1의 값을 갖고, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 마지막으로 *ChangeStakes*는 외국인 투자자의 신규취득 지분율, 또는 변동 지분율을 의미한다.

통제변수(*Control Var.*)는 외국인 대량지분투자에 관한 기존 연구를 토대로 공시효과에 영향을 미칠 수 있는 기업특성 변수를 선정한다. 이를 위해 기업규모 통제를 위한 전년도말 총자산(*Size*), 전년도말 장부가/시가 비율(*BM*), 전년도말 총부채를 총자산으로 나눈 부채비율(*LEV*)과 전년도말 영업이익을 총자산으로 나눈 *ROA*, 전년도말 최대주주 및 특수관계인 지분율(*Ownership*), 시장조정모형으로 추정된 공시일 이전 250일부터 이전 21일까지의 누적초과수익률(*pCAR*)을 이용한다. 기존 연구에 의하면 최대주주의 지분이 클수록 소액주주와의 이해상충 문제가 발생하여 기업의 주가에 부정적인 영향을 미칠 수 있으며, 기업의 부채비율이 클수록 기업 외부로의 자금조달에 드는 비용을 줄이기 위해 낮은 배당수준을 유지하고 이는 기업가치에 부정적일 수 있음을 제시

하고 있다(Kang et al., 2009; Kang, 2012). 한편, 장부가/시가 비율이 높은 가치주의 경우 시장가치보다 내재가치가 더 크므로 향후 주가는 양(+)의 초과수익률을 보일 수 있다(Na & Shin, 2015). 추가적으로, 대규모기업집단 특성을 통제하기 위한 변수(*Chaebol*)와 시장 특성 통제를 위한 변수(*KOSPI*)도 활용하며, 연도 및 산업효과의 통제를 위해 연도더미(*Year dummy*)와 한국표준산업분류 중분류를 기준으로 한 산업더미(*Industry dummy*)를 통제변수로 이용한다.

$$\begin{aligned} CAR(-k, +k) = & \beta_0 + \beta_1 New + \beta_2 Management \\ & + \beta_3 TaxHaven + \beta_4 CommonLaw \\ & + \beta_5 ChangeStakes + Control Var. \\ & + Year dummy + Industry Dummy + \epsilon \quad (4) \end{aligned}$$

다음으로 식(5)는 외국인 대량지분투자에 따른 공시효과에 대해 신규보고와의 교호작용을 분석하는 모형이다. 종속변수는 식(4)와 동일하게 이용하며, 신규보고(*New*)와 경영참여(*Management*), 신규보고(*New*)와 조세피난처(*TaxHaven*), 신규보고(*New*)와 영미법 국가(*CommonLaw*)에 대한 교호항(interaction term)을 이용하여 공시일 전·후 또는 공시일 이전의 주가반응이 차별적으로 나타나는지를 검증한다.

$$\begin{aligned} CAR(-k, +k) = & \beta_0 + \beta_1 New + \beta_2 Management \\ & + \beta_3 TaxHaven + \beta_4 CommonLaw \\ & + \beta_5 New \times Management + \beta_6 New \times TaxHaven \\ & + \beta_7 New \times CommonLaw + Control Var. \\ & + Year dummy + Industry Dummy + \epsilon \quad (5) \end{aligned}$$

마지막으로 식(6)은 외국인 대량지분투자에 있어

신규보고 및 경영참여의 경우에 조세피난 또는 영미법 소속 국가에 따라 주가반응이 차별적으로 나타나는지를 검증하는 모형이다. 종속변수 및 여타 설명변수 그리고 통제변수는 식(4)와 동일하게 이용한다.

$$\begin{aligned}
 CAR(-k,+k) = & \beta_0 + \beta_1 New + \beta_2 Management \\
 & + \beta_3 TaxHaven + \beta_4 CommonLaw \\
 & + \beta_5 New \times Management + \beta_6 New \times TaxHaven \\
 & + \beta_7 New \times CommonLaw \\
 & + \beta_8 New \times Management \times TaxHaven \\
 & + \beta_9 New \times Management \times CommonLaw \\
 & + Control\ Var. + Year\ dummy \\
 & + Industry\ Dummy + \epsilon
 \end{aligned} \quad (6)$$

IV. 분석결과

〈Table 2〉는 본 연구에서 사용한 변수들의 설명이다. *New*는 외국인 투자자의 5% 이상 대량지분취득 보고가 신규이면 1을, 변동은 0의 값을 갖는다. *Management*는 대량지분투자가 경영참여 목적이면 1, 단순투자는 0의 값을 갖는다. *TaxHaven*은 외국인 투자자가 조세피난처에 속하면 1, 아니면 0의 값을 갖는다. *CommonLaw*는 비-조세피난처 외국인 투자자의 소속 국가가 영미법이면 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. *ChangeStakes*는 외국인 투자자의 신규 또는 변동 취득 지분율이다. 통제변수인 *Size*는 전년도말 총자산, *BM*은 전년도말 장부가/시가 비율, *LEV*는 전년도말 총부채를 총자산으로 나눈 비율이며, *ROA*는 전년도말 영업이익을 총자산

〈Table 2〉 변수 설명

본 연구에서 사용한 변수들의 조작적 정의이다.

변수	변수설명
New	외국인 대량지분투자 중 신규보고는 1, 변동보고는 0
Management	외국인 대량지분투자 중 경영참여 목적은 1, 단순투자 목적은 0
TaxHaven	조세피난처 소속의 외국인 투자자는 1, 아니면 0
CommonLaw	영미법 국가 소속의 외국인 투자자는 1, 아니면 0
ChangeStakes	외국인 대량지분투자의 신규 또는 변동취득 지분율, 취득 수량 / 보통주 발행주식수
CAR(-1, 1)	공시일 전, 후 3일 동안의 누적초과수익률(시장조정모형)
Size	총자산(천억원)
BM	자기자본 / (발행주식수 × 주가)
LEV	부채 / 총자산
ROA	영업이익 / 총자산
Ownership	최대주주 및 특수관계인 지분율
pCAR	공시일 이전 250 일~21 일까지의 누적초과수익률(시장조정모형)
Chaebol	대규모기업집단 소속기업은 1, 아니면 0
KOSPI	유가증권시장 소속기업은 1, 아니면 0

으로 나눈 것이다. *Ownership*은 전년도말 최대주주 및 특수관계인 지분율이고, *pCAR*은 시장조정모형으로 추정된 공시일 이전 250일부터 이전 21일까지의 누적초과수익률이다. *Chaebol*은 대규모기업집단에 속하면 1을, 아니면 0의 값을 갖으며, *KOSPI*는 유가증권시장에 소속된 기업은 1을, 아니면 0의 값을 갖는다.

〈Table 3〉은 본 연구에서 사용한 변수들의 기초

통계량 분석결과이다. *New*의 평균은 0.3664로 나타나 총 1,471개 표본 중에서 신규보고는 약 539건을 차지하고 있다. 그리고 *Management*의 평균은 0.1869로써, 대량지분투자 공시의 약 19%가 경영참여를 목적으로 이루어진 투자임이 확인된다. 한편, *TaxHaven*의 평균은 0.0625로 약 92개 표본이 조세피난처 소속이며, *CommonLaw*는 0.8068로 비조세피난처 소속 외국인 중에서 약 81% 가량이 영

〈Table 3〉 주요변수 기초통계량

*New*는 외국인 투자자의 5% 이상 대량지분취득 보고가 신규이면 1을, 변동이면 0의 값을 갖는다. *Management*는 취득목적이 경영참여는 1을, 단순투자는 0의 값을 갖는다. *TaxHaven*은 외국인 투자자가 조세피난처(바하마, 버뮤다 등) 소속이면 1을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. *CommonLaw*는 외국인 투자자의 소속 국가 법령체계가 영미법(영국, 캐나다, 홍콩, 호주, 미국 등)이면 1의 값을 갖고, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. *ChangeStakes*는 외국인 투자자의 신규 또는 변동취득 지분율이고, *CAR*(-1, 1)은 시장조정모형을 이용한 외국인 대량지분투자 공시일 전·후 3일 동안의 누적초과수익률이다. *Size*는 전년도말 총자산이고, *BM*은 전년도말 자기자본을 (발행주식수×주가)로 나눈 것이며, *LEV*는 전년도말 총부채를 총자산으로 나눈 수치이다. *ROA*는 전년도말 영업이익을 총자산으로 나눈 것이며, *Ownership*은 전년도말 최대주주 및 특수관계인 지분율이고, *pCAR*은 시장조정모형을 이용한 공시일 이전 250일부터 이전 21일까지의 누적초과수익률이다. *Chaebol*은 대규모기업집단 소속기업은 1의 값을, 아니면 0의 값을 가지며, *KOSPI*는 유가증권시장 소속기업은 1의 값을, 아니면 0의 값을 갖는다. 본 연구에서 이상치(outlier)가 분석결과에 미치는 영향을 통제하기 위해 모든 변수는 각각 상, 하위 1%를 기준으로 조정(winsorization) 하였다.

변수	N	평균	중위수	표준편차	최댓값	최솟값
New	1,471	0.3664	0.0000	0.4820	1.0000	0.0000
Management	1,471	0.1869	0.0000	0.3900	1.0000	0.0000
TaxHaven	1,471	0.0625	0.0000	0.2422	1.0000	0.0000
CommonLaw	1,379	0.8608	1.0000	0.3463	1.0000	0.0000
ChangeStakes	1,471	0.0250	0.0044	0.0399	0.6357	0.0000
CAR(-1, 1)	1,471	0.0038	0.0005	0.0581	0.4100	-0.2958
Size(천억원)	1,471	8.2853	1.7587	20.5457	259.7849	0.0955
BM	1,471	0.9097	0.7246	0.7474	5.2413	0.0849
LEV	1,471	0.3757	0.3669	0.1874	0.9467	0.0271
ROA	1,471	0.0885	0.0790	0.0773	0.3659	-0.1463
Ownership	1,471	0.3490	0.3476	0.1342	0.8467	0.0860
pCAR	1,471	0.0927	0.0564	0.4455	1.5204	-1.3204
Chaebol	1,471	0.1761	0.0000	0.3810	1.0000	0.0000
KOSPI	1,471	0.5438	1.0000	0.4982	1.0000	0.0000

미법 국가에 소속되어 있다. 한편 *ChangeStakes*의 평균은 0.0250로 나타나며 $CAR(-1, +1)$ 의 평균은 0.0038로 양(+)의 값으로 나타난다. 추가적으로 *Chaebol*의 평균은 0.1761로 외국인 투자자의 대량지분 투자가 이루어진 기업 중 약 18%의 기업이 대규모기업집단에 소속되어 있으며 *KOSPI* 평균은 0.5438로 본 연구의 분석 표본은 유가증권시장 및 코스닥시장에 고루 분포되어 있다.

4.1 외국인 대량지분투자의 공시일 전·후에 대한 주가반응

〈Table 4〉는 5% 이상 외국인 대량지분투자 공시일을 기준으로 공시일 이전 10일부터 공시일 이후 10일까지의 누적초과수익률을 분석한 결과이다. 시장조정모형과 시장모형은 각각 식(1)과 식(2)를 이용한 것이다.

분석결과를 보면, 시장조정모형이나 시장모형을 이용한 분석에서 대체적으로 유사한 결과가 확인된다. 외국인 대량지분투자 공시일 전·후 3일 동안의 $CAR(-1, +1)$ 평균은 시장조정모형이 0.0037 그리고 시장모형이 0.0028로 유의적인 양(+)의 값으로 나타난다. 하지만 공시일 이전 10일 동안의 경우에도

$CAR(-10, -1)$ 평균은 시장조정모형이 0.0212 그리고 시장모형이 0.0159로 유의적인 양(+)의 값을 보인다. 따라서 외국인의 대량지분투자에 따른 긍정적인 주가반응은 공시일 이전 기간부터 확인되어 외국인의 대량지분투자에 대한 정보가 사전유출되거나 시장의 예측능력에 의해 해당 정보가 시장에 공표되기 이전부터 주가반응이 나타나고 있음을 추론해 볼 수 있다(Park, 2012). 즉, 외국인 대량지분투자에 관한 공시효과는 2005년의 5%를 변경 이후 행해진 초기연구 또는 최근의 외국인 대량지분투자에 관한 연구와 대동소이한 결과가 확인되고 있다(Kang et al., 2009; Bang et al., 2021).

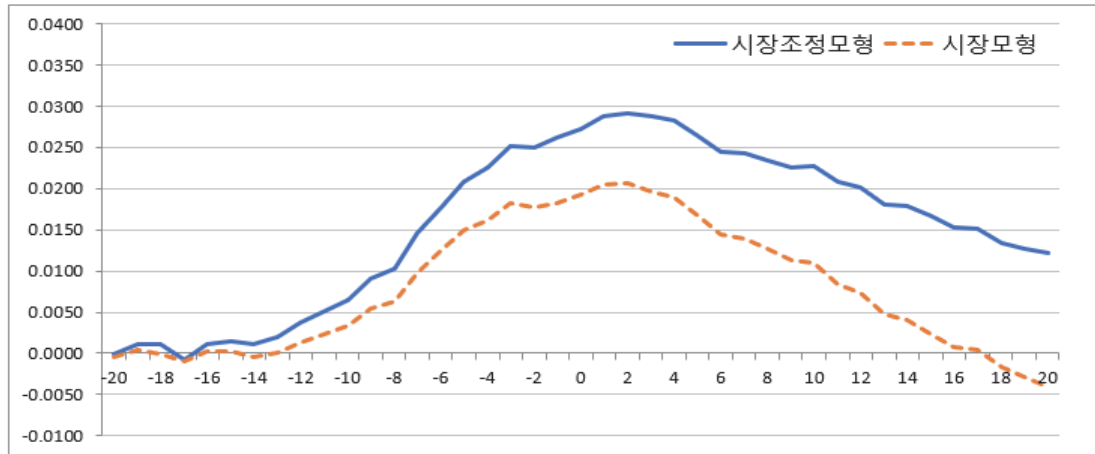
한편, 공시일 이후 10일까지 기간을 확장하는 경우에는 비-유의적이거나(시장조정모형), -0.0075의 부정적인 주가 반응이 확인된다. 기존 연구에 의하면 공시일 이후의 주가반응은 유의적이지 않거나(Park, 2012), 양(+)의 누적초과수익(Sun & Kim, 2007; Bang et al., 2012) 또는 음(-)의 주가 반응(Byun & Lee, 2021) 등 혼재된 결과를 보여주고 있다. 즉, 외국인 대량지분취득에 따른 주가반응은 실제 매매시점인 공시일 이전에 나타나며, 공시일 이후의 주가에는 제한적인 영향을 미치는 것으로 사료된다.

〈Table 4〉 외국인 대량지분투자 공시일 전·후의 누적초과수익률

아래의 표는 외국인 대량지분투자 공시일 전·후의 누적초과수익률을 분석한 결과이다. []는 t-값을 의미하고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미한다.

	시장조정모형		시장모형	
	CAR	[t-value]	CAR	[t-value]
(-10, -1)	0.0212	[6.92]***	0.0159	[5.13]***
(-5, -1)	0.0085	[3.82]***	0.0059	[2.66]**
(-1, 1)	0.0037	[2.49]**	0.0028	[1.85]*
(0, 5)	0.0001	[0.06]	-0.0017	[-0.78]
(0, 10)	-0.0035	[-1.27]	-0.0075	[-2.72]***

아래의 그림은 공시일 전·후 20일 동안의 누적초과수익률 추이를 도식화한 것이다. 실선은 시장조정모형을 이용한 것이고, 점선은 시장모형을 이용하여 누적초과수익률을 추정한 것이다.



〈Figure 1〉 외국인 대량지분투자 공시일 전·후 1개월 동안의 누적초과수익률

〈Figure 1〉은 외국인 대량지분투자 공시일 이전 20일부터 공시일 이후 20일까지의 기간에 대한 누적초과수익률을 도식화한 것이다. 〈Figure 1〉을 보면 시장조정모형과 시장모형을 이용한 분석결과에서 유사한 패턴을 보이는데, 공시일 이전 10일부터 공시일 직후까지 누적초과수익률은 지속적으로 증가한다. 반면, 대략적으로 공시일 이후 3일 시점부터는 누적초과수익률이 꾸준히 하락하는 추세를 보여 공시일 이전 기간과는 차별적인 주가 움직임이 확인된다.

4.2 이질적 외국인 투자자의 대량지분투자과 공시일 전·후 주기반응

본 절에서는 외국인 투자자의 대량지분투자과 대

해 1)거래유형(신규 및 변동보고), 2)취득목적(경영참여 및 단순투자), 3)조세회피 구분(조세피난처 및 비-조세피난처), 4)법령체계(영미법 및 비-영미법)로 세분화하여 외국인 대량지분투자의 주가반응이 이질적 특성에 따라 상이하게 나타나는지를 비교·분석한다.⁷⁾

우선, 〈Table 5〉는 외국인 대량지분투자에 대해 거래유형과 투자목적으로 구분한 후 공시효과를 분석한 결과이다. Panel A는 외국인 대량지분취득을 신규보고와 변동보고로 구분한 것이고, Panel B는 대량지분 취득목적에 따라 경영참여 및 단순투자로 구분한 것이다.

Panel A의 분석결과를 보면, 시장조정모형을 기준으로 외국인 대량지분투자 공시일 전·후 3일 동

7) 공시효과는 대표적으로 사건연구(event study)를 기반으로 검증하는데, 이는 특정한 정보가 시장에 공시된 시점(사건일)을 중심으로 공시일 전후의 주가반응을 분석한다. 여기서 특정 정보가 시장에 공시되는 경우 주가 반응은 주로 공시일 전·후에 나타날 것으로 예상해 볼 수 있다. 그러나 공시에 따른 주가반응이 지연되거나, 특정한 공시 정보가 공시일 이전에 이미 시장에 확산되는 경우 공시일 이후 일정 기간 또는 공시일 이전 일정 기간에도 초과수익이 나타날 가능성이 있다.

〈Table 5〉 외국인 투자자의 거래유형 및 투자목적으로 구분한 누적초과수익률

외국인 대량지분투자의 공시효과에 대해 Panel A는 신규보고 여부로 구분한 것이고, Panel B는 경영참여와 단순투자자로 구분한 것이다. 차이검정은 두 그룹 간 평균 차이에 대한 t-검정이다. []는 t-값을 의미하고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미한다.

시장조정모형					시장모형			
Panel A: 신규보고 구분								
	신규 (N=539)	변동 (N=932)	차이검정		신규 (N=539)	변동 (N=932)	차이검정	
			평균차이	[t-value]			평균차이	[t-value]
(-10, -1)	0.0308	0.0157	0.0151	[2.25]**	0.0256	0.0103	0.0153	[2.26]**
(-5, -1)	0.0138	0.0054	0.0084	[1.81]*	0.0112	0.0029	0.0083	[1.69]*
(-1, 1)	0.0071	0.0018	0.0053	[1.63]	0.0056	0.0011	0.0045	[1.39]
(0, 5)	0.0014	-0.0006	0.0020	[0.45]	-0.0007	-0.0022	0.0015	[0.33]
(0, 10)	0.0006	-0.0058	0.0064	[1.13]	-0.0044	-0.0093	0.0049	[0.85]
Panel B: 투자목적 구분								
	경영참여 (N=275)	단순투자 (N=1,196)	차이검정		경영참여 (N=275)	단순투자 (N=1,196)	차이검정	
			평균차이	[t-value]			평균차이	[t-value]
(-10, -1)	0.0382	0.0173	0.0209	[2.22]**	0.0341	0.0117	0.0224	[2.34]**
(-5, -1)	0.0215	0.0055	0.0160	[2.13]**	0.0203	0.0026	0.0177	[2.34]**
(-1, 1)	0.0075	0.0029	0.0046	[0.95]	0.0068	0.0018	0.0050	[1.07]
(0, 5)	0.0063	-0.0013	0.0076	[1.04]	0.0050	-0.0032	0.0082	[1.13]
(0, 10)	-0.0005	-0.0042	0.0037	[0.41]	-0.0036	-0.0084	0.0048	[0.54]

안의 $CAR(-1, +1)$ 은 신규보고가 0.0071, 변동보고가 0.0018로 신규보고가 더 높게 나타나나 유의적이지는 않다. 반면, 공시일 이전 기간에서는 시장조정모형 및 시장모형 모두에서 유사한 결과가 확인된다. 신규 또는 변동보고 모두에서 공시일 이전에 양(+)의 초과수익률이 확인되나, 공시일 이전의 주가반응은 신규보고에서 유의적으로 더 높게 나타난다. 따라서 외국인 대량지분투자에 있어 신규로 지분을 취득하는 경우(신규보고)의 주가반응이 더 크게 나타나며, 이는 공시일 이전에 주로 발생하고 있다.

다음으로 Panel B의 분석결과를 보면 시장조정모형에서 $CAR(-1, +1)$ 은 경영참여가 0.0075 그리고 단순투자는 0.0029로 경영참여가 더 높으나 유의적

인 차이는 나타나지 않는다. 반면, 공시일 이전 기간에서는 상이한 결과를 보인다. 공시일 이전 10일부터 1일 또는 공시일 이전 5일부터 1일까지에 대한 CAR 은 경영참여 및 단순투자 모두 양(+)의 값을 보이나, 경영참여 목적에서 유의적으로 더 높은 공시효과가 나타난다. 따라서 외국인 대량지분투자에 있어 적극적으로 경영진을 감시·감독하고 궁극적으로 기업 가치의 제고에 기여할 수 있는 경영참여 목적의 대량지분취득에서 더 긍정적인 주가반응이 확인된다.

〈Table 6〉은 외국인 대량지분투자에 대해 소속 국가 특성으로 구분하여 공시효과를 분석한 결과이다. Panel A는 외국인 투자자의 소속 국가가 조세 피난처인지 여부로 구분한 것이고, Panel B는 비-

〈Table 6〉 외국인 투자자의 소속 국가 특성으로 구분한 누적초과수익률

외국인 대량지분투자의 공시효과에 대해 Panel A는 조세피난처 여부로 구분한 것이고, Panel B는 영미법 국가 소속 여부로 구분한 것이다. 차이검정은 두 그룹 간 평균 차이에 대한 t-검정이다. []는 t-값을 의미하고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미한다.

시장조정모형					시장모형			
Panel A: 조세피난처 구분								
	조세피난 (N=92)	비-조세피난 (N=1,379)	차이검정		조세피난 (N=92)	비-조세피난 (N=1,379)	차이검정	
			평균차이	[t-value]			평균차이	[t-value]
(-10, -1)	0.0159	0.0216	-0.0057	[-0.45]	0.0094	0.0163	-0.0069	[-0.54]
(-5, -1)	0.0018	0.0089	-0.0071	[-0.78]	-0.0008	0.0064	-0.0072	[-0.78]
(-1, 1)	0.0002	0.0040	-0.0038	[-0.61]	-0.0013	0.0030	-0.0043	[-0.71]
(0, 5)	-0.0008	0.0002	-0.0010	[-0.11]	-0.0029	-0.0016	-0.0013	[-0.15]
(0, 10)	-0.0049	-0.0034	-0.0015	[-0.13]	-0.0078	-0.0075	-0.0003	[-0.03]
Panel B: 법령체계 구분								
	영미법 (N=1,187)	비-영미법 (N=192)	차이검정		영미법 (N=1,187)	비-영미법 (N=192)	차이검정	
			평균차이	[t-value]			평균차이	[t-value]
(-10, -1)	0.0162	0.0551	-0.0389	[-3.72]***	0.0116	0.0453	-0.0337	[-3.17]***
(-5, -1)	0.0074	0.0186	-0.0112	[-1.33]	0.0052	0.0135	-0.0083	[-0.98]
(-1, 1)	0.0032	0.009	-0.0058	[-0.95]	0.0026	0.0057	-0.0031	[-0.51]
(0, 5)	-0.0003	0.003	-0.0033	[-0.52]	-0.0013	-0.0035	0.0022	[0.28]
(0, 10)	-0.0035	-0.003	-0.0005	[0.06]	-0.0063	-0.0144	0.0081	[0.80]

조세피난처 중에서 외국인 투자자가 속한 국가의 법령체계를 영미법 여부로 구분한 것이다. 우선, Panel A의 분석결과를 보면, 조세피난처로 구분한 분석에서는 $CAR(-1, +1)$ 또는 공시일 이전의 주가반응에서 유의적인 차이가 나타나지 않는다. 따라서 외국인 대량지분투자에 있어 그들이 속한 조세피난처 출신 여부와 대량지분투자의 공시효과는 유의적인 관련성이 확인되지 않고 있다.

다음으로 Panel B의 분석결과를 보면, 공시일 전·후나 공시일 이전 5일부터 1일까지에 대해서는 외국인 투자자가 속한 국가의 법령체계와 주가반응 간 유의적인 차이가 나타나지 않는다. 반면, 공시일 이전 10일까지 확장하는 경우 상이한 결과가 나타난다. 공

시일 이전 10일부터 1일에 대한 CAR 은 영미법 및 비-영미법 국가 모두에서 양(+)으로 나타나지만 비-영미법 국가에서 더 높은 공시효과를 보이며, 영미법 국가와 유의적인 차이가 확인된다. 따라서 주주의 권리 보호에 상대적으로 초점을 맞추고 있는 영미법 보다는 이해관계자가 중심이 되며 상대적으로 기업의 사회적 책임을 더 많이 이행한다고 볼 수 있는 시민법 체계에 속한 국가의 외국인 투자자가 대량으로 지분을 취득하면 보다 긍정적인 주가 반응이 나타나고 있음을 추론해 볼 수 있다.

전체적으로 외국인 투자자의 신규보고와 같은 거래유형, 경영참여 등의 투자목적, 소속 국가 법령체계에 따라 공시일 이전 또는 공시일 전·후의 초과수익

물에 유의적인 차이가 확인된다. 하지만, 이는 외국인 투자자의 대량지분투자 공시효과에 영향을 미칠 수 있는 기업특성 등의 요인을 고려하지 않은 것이므로 관련 변수들을 통제한 상황에서 공시효과와 세부 특성 간의 관련성을 검증해 볼 필요성이 있다.

4.3 외국인 대량지분투자 공시효과에 대한 회귀분석 결과

본 절에서는 식(4)의 분석모형을 이용하여 기업특성 변수를 통제한 상황에서 외국인 대량지분투자 공시에 따른 시장반응이 신규보고 및 투자목적, 조

세피난처 소속과 영미법 소속 여부에 따라 차별적인 결과가 나타나는지를 회귀분석한다.⁸⁾

회귀분석에 앞서 본 연구에서 이용한 통제변수 간에 높은 선형관계가 존재하면 다중공선성(multicollinearity) 문제가 발생할 수 있으며, 종속변수와 통제변수 간에 어떠한 관련성이 존재하는지를 규명해 볼 필요가 있다. 따라서 종속변수와 통제변수들을 대상으로 상관관계를 검증하였으며 분석결과는 〈Table 7〉과 같다. 분석결과를 보면 $CAR(-10, -1)$ 은 BM 과 ROA 와 유의적인 음(-)의 관련성을 보이나, LEV 와는 유의적인 양(+)의 상관관계가 나타난다. $CAR(-1, 1)$ 의 경우에도 BM 과는 유의적인 음(-) LEV 와는 유의

〈Table 7〉 상관관계 분석결과

$CAR(-1, 1)$ 과 $CAR(-10, -1)$ 은 각각 시장조정모형을 이용한 외국인 대량지분투자 공시일 전·후 3일 과 공시일 이전 10일 동안의 누적초과수익률이다. $Size$ 는 전년도말 총자산이고 BM 은 전년도말 자기자본을 (발행주식수×주가)로 나눈 것이며, LEV 는 전년도말 총부채를 총자산으로 나눈 수치이다. ROA 는 전년도말 영업이익을 총자산으로 나눈 것이며, $Ownership$ 는 전년도말 최대주주 및 특수관계인 지분율이고, $pCAR$ 은 공시일 이전 250일부터 21일까지의 누적초과수익률이다. $Chaebol$ 은 대규모기업집단 소속기업은 1의 값을, 아니면 0의 값을 가지며, $KOSPI$ 는 유가증권시장 소속기업은 1의 값을, 아니면 0의 값을 갖는다. []는 t-값을 의미하고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미한다.

	$CAR(-10, -1)$	$CAR(-1, 1)$	$\ln(Size)$	BM	LEV	ROA	$Ownership$	$pCAR$	$Chaebol$
$CAR(-1, 1)$	0.1794***								
$\ln(Size)$	-0.0404	0.0091							
BM	-0.1113***	-0.0555**	0.0143						
LEV	0.0811***	0.0589**	0.2177***	0.0217					
ROA	-0.1064***	-0.0240	-0.0398	-0.3252***	-0.2795***				
$Ownership$	-0.0166	0.0109	-0.1571***	0.0681***	-0.0873***	0.0368			
$pCAR$	-0.0081	0.0494*	-0.0766***	-0.2510***	0.0886***	0.0542**	0.0600**		
$Chaebol$	-0.0375	-0.0242	0.4649***	-0.0551**	0.2234***	-0.0136	-0.0591**	-0.0191	
$KOSPI$	-0.0735***	0.0009	0.3098***	0.1690***	0.2641***	-0.1479***	-0.0481*	-0.0675***	0.3015***

8) 이하의 모든 회귀분석은 시장모형을 토대로 한 누적초과수익률을 이용하여 분석한 결과이다. 지면 관계상 신지 않았으나, 시장조정모형을 이용하여도 대동소이한 결과가 확인되었다. 한편, 본 연구의 자료는 패널구조가 아닌 외국인 대량지분투자의 공시를 기반으로 한 연도별 횡단면 데이터이다. 따라서 전체 자료를 풀링(pooling)하여 추정하는 최소자승법(OLS)의 경우 횡단면적인 이분산성(heteroskedasticity) 문제가 발생할 수 있어 White의 이분산 검정을 수행하였으나 이분산성이 확인되지는 않았다. 추가적으로 이하의 모든 회귀분석에서 강건 표준오차(robust standard error)를 토대로 회귀계수의 유의성을 검증하였는데, 전체적으로 유사한 결과를 보였다.

적인 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 한편, *Size*와 *Chaebol* 간의 상관계수는 0.4649로 가장 크나, 높은 수준의 상관관계는 나타나지 않고 있으며 여타 통제변수들 간의 상관관계는 낮은 수준을 보인다. 따라서 통제변수들의 다중공선성 문제는 낮은 것으로 판단된다.

〈Table 8〉은 외국인 대량지분투자 공시일 전·후 3일간의 누적초과수익률인 *CAR*(-1, +1)을 종속변수로 이용하여 분석한 결과이다. 분석결과를 보면, 모형(1)에서 신규보고 여부(*New*)의 회귀계수는 유의적이지 않으며, 모형(2)에서 경영참여 목적(*Management*)의 계수 또한 유의적이지 않다. 한편, 모형(3) ~ 모형(5)에서도 조세피난처 소속(*TaxHaven*) 여부나 영미법 국가 소속(*CommonLaw*) 여부, 그리고 외국인 투자자의 신규취득 또는 변동취득 지분 수준(*ChangeStakes*)에 따른 공시일의 주가반응은 유의적인 결과가 나타나지 않는다. 따라서 〈Table 5〉의 단변량 분석과 유사한 결과가 확인된다.

〈Table 4〉의 분석결과로 볼 때, 외국인 투자자의 대량지분취득에 따른 긍정적인 주가반응은 공시일 전·후 보다는 공시일 이전 기간에 명확하게 나타나고 있다. 실제 외국인 투자자의 대량지분취득 공시효과에 관한 다수의 기존 연구에서 양(+)의 초과수익률은 공시일 전·후보다 공시일 이전 기간부터 나타나고 있음을 제시하고 있다(Kang et al., 2009; Sul & Kim, 2007; Park, 2012; Bang et al., 2021). 즉, 외국인 투자자의 대량지분투자에 있어 공시일이 실제 매매일보다 후행하는 점을 감안할 때, 실제로 주식을 매수한 기간에 주가에 영향을 미칠 가능성이 있다고 판단된다.

다음으로 〈Table 9〉는 공시일 이전 10일 동안의 누적초과수익률인 *CAR*(-10, -1)을 종속변수로 이용한 것이다. 분석결과를 보면, 〈표 5〉의 단변량 분

석과 상이하게 모형(1)의 신규보고 여부(*New*), 모형(2)에서 경영참여 목적(*Management*)의 계수는 유의적이지 않다. 따라서 여타변수를 통제하는 경우 외국인 대량지분취득에 따른 신규보고 여부 및 투자목적의 경우 공시일 이전 기간의 누적초과수익률과 유의적인 차이를 보이지 않고 있다. 한편, 모형(3)의 경우 조세피난처 소속(*TaxHaven*) 여부에 따른 회귀계수도 유의적인 결과가 나타나지 않고 있다.

한편, 모형(4)의 법령체계를 구분한 경우 *Common Law* 계수는 유의적인 음(-)으로 나타난다. 따라서, 영미법 국가에 속한 외국인 투자자와 비교할 때, 비-영미법 국가 소속의 외국인투자자가 대량으로 지분을 취득하는 경우 공시일 이전의 누적초과수익률이 더 높게 나타나고 있다. 추가적으로 모형(5)에서 *ChangeStakes*의 계수는 유의적인 양(+)의 값으로 나타나, 외국인 투자자의 신규취득 또는 변동취득 지분 수준이 높을수록 공시일 이전의 주가반응은 더욱 긍정적으로 나타나고 있다.

전체적으로 외국인 투자자의 대량지분투자에 따른 공시효과는 공시일 전·후 보다는 공시일 이전기간에 명확하게 나타나 기존 연구와 유사한 결과가 확인된다. 하지만, 공시일 이전기간에 대한 주가반응에 있어 외국인 투자자들의 신규취득 여부나 투자목적 보다는 그들의 소속 국가 법령체계에 따라 일련의 영향을 미칠 수 있음이 확인되고 있다. 또한, 외국인투자자의 공시효과는 그들이 투자하는 지분 수준에 따라 중요한 영향을 미치고 있음을 추론해 볼 수 있다.

4.4 외국인 대량지분투자자 세부 특성에 관한 교호작용 분석결과

본 절에서는 식(5)와 식(6)의 분석모형을 이용하

〈Table 8〉 외국인 대량지분투자 공시일 전·후에 대한 회귀분석 결과

종속변수인 $CAR(-1,1)$ 은 공시일 전·후 3일간의 누적초과수익률이다. *New*는 외국인 투자자의 대량지분취득 보고가 신규이면 1을, 변동이면 0의 값을 갖는다. *Management*는 대량취득 목적이 경영참여는 1을, 단순투자는 0의 값을 갖는다. *TaxHaven*은 외국인 투자자가 조세피난처 소속이면 1을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 그리고 *CommonLaw*는 외국인 투자자의 소속 국가 법령체계가 영미법이면 1의 값을 갖고, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. *ChangeStakes*는 외국인 투자자의 신규 또는 변동취득 지분율이다. *Size*는 전년도말 총자산에 자연로그를 취한 것이고, *BM*은 전년도말 자기자본을 (발행주식수×주가)로 나눈 것이며, *LEV*는 전년도말 총부채를 총자산으로 나눈 수치이다. *ROA*는 전년도말 영업이익을 총자산으로 나눈 것이며, *Ownership*는 전년도말 최대주주 및 특수관계인 지분율이고, *pCAR*은 공시일 이전 250일부터 21일까지의 누적초과수익률이다. *Chaebol*은 대규모기업집단 소속기업은 1의 값을, 아니면 0의 값을 가지며, *KOSPI*는 유가증권시장 소속기업은 1의 값을, 아니면 0의 값을 갖는다. []는 t-값이고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미한다.

	Dep Var. $CAR(-1, 1)$				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercept	0.0434 [0.79]	0.0386 [0.69]	0.0468 [0.85]	0.0511 [0.91]	0.0485 [0.88]
New	0.0034 [1.05]				
Management		0.0025 [0.53]			
TaxHaven			-0.0044 [-0.66]		
CommonLaw				-0.0022 [-0.45]	
ChangeStakes					-0.0280 [-0.62]
ln(Size)	-0.0021 [-1.16]	-0.0020 [-1.09]	-0.0022 [-1.21]	-0.0021 [-1.11]	-0.0021 [-1.20]
BM	-0.0041 [-1.42]	-0.0041 [-1.40]	-0.0041 [-1.40]	-0.0032 [-1.01]	-0.0043 [-1.49]
LEV	0.0225** [2.07]	0.0234** [2.16]	0.0238** [2.18]	0.0274** [2.43]	0.0238** [2.18]
ROA	0.0062 [0.26]	0.006 [0.25]	0.0049 [0.21]	0.0042 [0.17]	0.0047 [0.20]
Ownership	0.0076 [0.57]	0.0086 [0.65]	0.0089 [0.67]	-0.0009 [-0.07]	0.0089 [0.66]
PreviousCAR	0.0015 [0.39]	0.0016 [0.41]	0.0015 [0.38]	0.0023 [0.57]	0.0016 [0.41]
Chaebol	0.0010 [0.17]	0.0009 [0.15]	0.0010 [0.18]	0.0009 [0.15]	0.0012 [0.21]
KOSPI	0.0019 [0.43]	0.0021 [0.47]	0.0022 [0.48]	0.0005 [0.10]	0.0021 [0.48]
Year dummy	Included	Included	Included	Included	Included
Industry dummy	Included	Included	Included	Included	Included
No. of Obs.	1,471	1,471	1,471	1,379	1,471
F-value	1.53***	1.52***	1.52***	1.62***	1.52***
Adj. R-squared	0.0261	0.0255	0.0256	0.0323	0.0256

〈Table 9〉 외국인 대량지분투자 공시일 이전에 대한 회귀분석 결과

종속변수인 $CAR(-10, -1)$ 은 공시일 이전 10일 동안에 대한 누적초과수익률이다. *New*는 외국인 투자자의 대량지분취득 보고가 신규이면 1을, 변동이면 0의 값을 갖는다. *Management*는 대량취득 목적이 경영참여는 1을, 단순투자는 0의 값을 갖는다. *TaxHaven*은 외국인 투자자가 조세피난처 소속이면 1을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 그리고 *CommonLaw*는 외국인 투자자의 소속 국가 법령체계가 영미법이면 1의 값을 갖고, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. *ChangeStakes*는 외국인 투자자의 신규 또는 변동취득 지분율이다. 여타 통제변수(Other control variables)는 〈Table 8〉과 동일하게 이용하였다. []는 t-값이고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미한다.

	Dep Var. $CAR(-10, -1)$				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercept	0.4486*** [4.21]	0.4566*** [4.19]	0.4587*** [4.30]	0.4819*** [4.46]	0.4112*** [3.85]
New	0.0101 [1.62]				
Management		-0.0016 [-0.17]			
TaxHaven			-0.0133 [-1.04]		
CommonLaw				-0.0270*** [-2.91]	
ChangeStakes					0.3128*** [3.56]
Other control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummy	Included	Included	Included	Included	Included
Industry dummy	Included	Included	Included	Included	Included
No. of Obs.	1,471	1,471	1,471	1,379	1,471
F-value	3.24***	3.20***	3.21***	3.39***	3.40***
Adj. R-squared	0.1013	0.0996	0.1003	0.1136	0.1164

여 신규보고 여부 및 투자목적(경영참여 또는 단순 투자)과 외국인 투자자의 소속 국가 특성(조세피난처 또는 영미법 여부) 간의 교호작용을 우선적으로 분석한다. 그리고 신규보고 및 경영참여를 동시에 고려하여 외국인 투자자의 소속 국가 특성 간의 교호작용에 대해 분석한다. 외국인 대량지분투자의 공시에 따른 주가반응이 공시일 이전부터 발생하는 점을 감안하여, 공시일 전·후 기간뿐만 아니라 공시일 이

전 10일부터 공시일 이전 1일 동안의 누적초과수익률인 $CAR(-10, -1)$ 도 종속변수로 활용하여 회귀분석한다.

우선 〈Table 10〉은 외국인 대량지분투자의 공시 효과에 대해 신규보고(*New*)를 기준으로 교호작용을 분석한 결과이다. 분석결과를 보면, 공시일 전·후 3일간의 누적초과수익률인 $CAR(-1, +1)$ 을 종속변수로 이용한 모형(1) ~ 모형(3)에서는 신규보고

〈Table 10〉 외국인 대량지분투자 공시에 대한 교호작용 분석결과: 신규보고

종속변수인 $CAR(-1,1)$ 및 $CAR(-10,-1)$ 은 각각 시장조정모형을 이용한 공시일 전·후 3일 동안 및 공시일 이전 10일부터 이전 1일까지의 누적초과수익률이다. *New*는 외국인 투자자의 5%이상 대량지분취득 보고가 신규이면 1을, 변동이면 0의 값을 갖는다. *Management*는 대량지분취득 목적이 경영참여는 1을, 단순투자는 0의 값을 갖는다. *TaxHaven*은 외국인 투자자가 조세피난처(바하마, 버뮤다 등) 소속이면 1을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 그리고 *CommonLaw*는 외국인 투자자의 소속 국가 법령체계가 영미법(영국, 캐나다, 홍콩, 호주, 미국 등)이면 1의 값을 갖고, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 여타 통제변수(Other control variables)는 〈Table 8〉과 동일하게 이용하였다. []는 t-값이고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미한다.

	Dep Var. $CAR(-1, 1)$			Dep Var. $CAR(-10, -1)$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercept	0.0368 [0.66]	0.0446 [0.81]	0.0492 [0.87]	0.4353*** [4.00]	0.4565*** [4.28]	0.4773*** [4.41]
New	0.0053 [1.52]	0.0044 [1.33]	0.0051 [0.58]	0.0035 [0.52]	0.0085 [1.32]	0.0191 [1.13]
Management	0.0058 [1.14]			-0.0097 [-0.99]		
TaxHaven		0.0021 [0.23]			-0.0268 [-1.58]	
CommonLaw			-0.0017 [-0.29]			-0.0216* [-1.87]
New × Management	-0.0130 [-1.24]			0.0610*** [3.01]		
New × TaxHaven		-0.0150 [-1.16]			0.0290 [1.15]	
New × CommonLaw			-0.0009 [-0.09]			-0.0141 [-0.77]
Other control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummy	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Industry dummy	Included	Included	Included	Included	Included	Included
No. of Obs.	1,471	1,471	1,379	1,471	1,471	1,379
F-value	1.52***	1.52**	1.60**	3.29***	3.19***	3.32***
Adj. R-squared	0.0261	0.0260	0.0321	0.1058	0.1016	0.1135

와 외국인투자자의 특성 변수(경영참여, 조세 피난, 영미법) 간에 유의적인 결과가 나타나지 않고 있다. 반면, $CAR(-10,-1)$ 을 종속변수로 이용한 분석에서는 일부 차별적인 결과가 확인된다. 모형(4)에서

$New \times Management$ 의 회귀계수는 0.0610의 유의적인 양(+)의 값을 보인다. 따라서 외국인 대량지분 투자에 대한 신규보고에 있어 지분취득 목적이 경영 참여인 경우가 단순투자보다 유의적으로 더 높은 주

가반응이 나타나, 외국인 투자자가 신규로 대량지분을 취득할 때 투자목적이 중요한 요인으로 작용함을 추론해 볼 수 있다. 추가적으로 신규보고(*New*)에 있어 조세피난처 소속 여부(*TaxHaven*)나 영미법 여부(*CommonLaw*)는 유의적인 결과가 나타나지 않는다. 즉, 대량지분취득 신규보고에 기인한 공시일 이전기간의 주가반응은 외국인 투자자가 소속된 국가의 특성보다는 취득목적(경영참여 또는 단순투자)이 주요한 요인으로 작용하고 있다.

한편, 기존 연구에 의하면 외국인 투자자의 투자목적에 있어 단순투자보다는 경영참여의 경우에 더 긍정적인 주가반응이 나타나며(Kang et al., 2009; Byun & Lee, 2021), 외국인 투자자의 투자목적은 단순투자에서 경영참여로 변경하는 경우 양(+)의 공시효과가 나타난다는 결과가 제시되고 있다(Kim et al., 2009). 따라서 경영참여와 외국인 투자자의 특성 변수 간 교호작용을 추가적으로 검증하였으며, 분석결과는 <Table 11>과 같다.

<Table 11> 외국인 대량지분투자 공시에 대한 교호작용 분석결과: 경영참여

종속변수인 $CAR(-1, 1)$ 및 $CAR(-10, -1)$ 은 각각 시장조정모형을 이용한 공시일 전·후 3일 동안 및 공시일 이전 10일부터 이전 1일까지의 누적초과수익률이다. *Management*는 대량지분취득 목적이 경영참여는 1을, 단순투자는 0의 값을 갖는다. *TaxHaven*은 외국인 투자자가 조세피난처(바하마, 버뮤다 등) 소속이면 1을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 그리고 *CommonLaw*는 외국인 투자자의 소속 국가 법령체계가 영미법(영국, 캐나다, 홍콩, 호주, 미국 등)이면 1의 값을 갖고, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 여타 통제변수(Other control variables)는 <Table 8>과 동일하게 이용하였다. []는 t-값이고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미한다.

	Dep Var. $CAR(-1, 1)$		Dep Var. $CAR(-10, -1)$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	0.0402 [0.72]	0.0391 [0.67]	0.4600*** [4.20]	0.4821*** [4.32]
Management	0.0026 [0.55]	0.0105 [1.10]	-0.0001 [-0.05]	0.0021 [0.11]
TaxHaven	-0.0036 [-0.52]		-0.0095 [-0.70]	
CommonLaw		0.0012 [0.21]		-0.0260** [-2.38]
Management × TaxHaven	-0.0063 [-0.28]		-0.0395 [-0.91]	
Management × CommonLaw		-0.0112 [-1.07]		-0.0042 [-0.21]
Other control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummy	Included	Included	Included	Included
Industry dummy	Included	Included	Included	Included
No. of Obs.	1,471	1,379	1,471	1,379
F-value	1.49***	1.59***	3.14***	3.29***
Adj. R-squared	0.0245	0.0317	0.0995	0.1123

〈Table 11〉의 분석결과를 보면, 모형(1)과 모형(2)에서 경영참여 목적과 외국인 투자자 특성 변수(조세 피난처, 영미법) 간에 유의적인 결과가 나타나지 않고 있다. 또한, 공시일 이전 기간의 경우에도 유사한 결과가 확인된다. $CAR(-10, -1)$ 을 종속변수로 이용한 모형(3)과 모형(4)에서도 $Management \times TaxHaven$ 또는 $Management \times CommonLaw$ 계수는 유의적이지 않다. 즉, 〈Table 10〉에서 확인되는 바와 같이, 외국인 투자자의 대량지분투자에 따른 주가반응은 투자 목적도 중요한 요인으로 작용할 수 있으나, 무엇보다도 그들이 신규로 지분을 취득하는 경우에 더 큰 영향이 있음을 추론해 볼 수 있다.

다음으로 〈Table 12〉는 신규보고(*New*) 및 경영참여(*Management*)를 동시에 고려하여 외국인 투자자가 조세피난처 여부 및 영미법 국가 여부 등에 따라 차별적인 공시효과가 나타나는지를 분석한 결과이다. 분석결과를 보면 모형(1)과 모형(2)에서는 유의적인 결과가 나타나지 않는다. 즉, 공시일 전·후 시장반응은 외국인 투자자의 세부적인 특성과 관련성이 낮다고 추론해 볼 수 있다.

반면, 공시일 이전 기간에서는 일부 상이한 결과가 확인된다. 모형(3)에서 $New \times Management \times TaxHaven$ 의 계수는 -0.1596으로 나타난다. 〈Table 10〉의 신규보고 중에서도 외국인 투자자의 지분취득 목적이 경영참여인 경우에는 유의적으로 더 높은 양(+)의 주가반응이 나타남에도 불구하고 교호작용이 음(-)의 결과이므로, 조세피난처 소속의 외국인 투자자가 지분을 취득하는 경우에는 이 양의 관계를 약화시키는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 조세피난처의 외국인 투자자가 대량지분을 취득한 경우, 경영에 대한

모니터링 역할보다는 단기 이익을 추구하는 등 주가에는 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 추론해 볼 수 있다. 추가적으로 모형(4)에서 영미법 국가 소속 여부(*CommonLaw*)의 계수는 유의적인 조절효과를 보이지 않는다.

한편, 외국인 대량지분투자에 있어 그들이 취득한 지분 수준은 공시효과에 중요한 영향을 미칠 개연성이 있으며, 투자지분이 확대되는 경우 주가에는 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(Rowe & Kim, 2012). 특히, 외국인 투자자의 보유 지분이 확대될 때 경영진에 대한 감시·감독이 강화되어 대리인 문제를 완화시키는 등 지배구조가 개선될 가능성이 있으며, 외국인 지분율의 증가는 사익추구를 위한 배당보다는 투자를 촉진시킴으로써 기업의 자원배분 효율성을 증가시키는 역할을 행할 가능성도 있다(Park & Lee, 2006). 따라서 외국인 투자자가 취득한 지분 수준이 공시효과에 영향을 미칠 가능성이 존재하므로, 외국인 투자자의 특성 변수에 있어 외국인 투자자의 취득지분율은 어떠한 영향을 미치는지에 대해 추가적으로 고찰한다.⁹⁾ 한편, 〈Table 10〉 ~ 〈Table 12〉에서 확인되는 바와 같이 신규보고 또는 경영참여와 여타 외국인 투자자의 특성에 대한 교호작용은 제한적인 영향이 확인된다. 따라서 신규보고를 기준으로 조세회피처 및 영미법 여부에 대한 교호항을 기초로 외국인의 취득지분 수준에 따라 어떠한 영향을 미치는지에 대해 검증한다.

〈Table 13〉은 외국인 투자자의 취득지분 수준을 고려한 회귀분석 결과이다. 분석결과를 보면, 우선 모형(1)에서 $New \times TaxHaven \times ChangeStakes$ 의 회귀계수는 -1.9362의 유의적인 음(-)의 값으로 나

9) 지면관계상 본문에 제시하지는 않았으나 경영참여 목적에 대해서도 지분취득 수준과의 교호작용을 분석하였다. 분석결과에 의하면, 조세피난처 또는 영미법 국가 소속 여부와 외국인 투자자의 취득 지분수준 간 유의적인 결과가 나타나지 않아 둘 간의 관련성은 낮은 것으로 판단된다.

〈Table 12〉 외국인 대량지분투자 공시에 대한 교호작용 분석결과: 신규보고와 경영참여

종속변수인 $CAR(-1,1)$ 및 $CAR(-10,-1)$ 은 각각 공시일 전·후 3일 및 공시일 이전 10일부터 1일까지의 누적초과수익률이다. *New*는 외국인 투자자의 5%이상 대량지분취득 보고가 신규이면 1을, 변동이면 0의 값을 갖는다. *Management*는 대량지분취득 목적이 경영참여는 1을, 단순투자는 0의 값을 갖는다. *TaxHaven*은 외국인 투자자가 조세피난처 소속이면 1을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 그리고 *CommonLaw*는 외국인 투자자의 소속 국가 법령체계가 영미법이면 1의 값을 갖고, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 여타 통제변수(Other control variables)는 〈Table 8〉과 동일하게 이용하였다. []는 t-값이고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미한다.

	Dep Var. $CAR(-1, 1)$		Dep Var. $CAR(-10, -1)$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	0.0373 [0.66]	0.0341 [0.58]	0.4400*** [4.03]	0.4555*** [4.07]
New	0.0060 [1.67]	0.0103 [0.99]	0.0006 [0.08]	0.0113 [0.57]
Management	0.0055 [1.06]	0.0149 [1.33]	-0.0107 [-1.06]	-0.0015 [-0.07]
TaxHaven	0.0009 [0.10]		-0.0294 [-1.64]	
CommonLaw		0.0036 [0.47]		-0.0197 [-1.37]
New × Management	-0.0103 [-0.97]	-0.0111 [-0.53]	0.0708*** [3.42]	0.0390 [0.97]
New × TaxHaven	-0.0104 [-0.77]		0.0443* [1.69]	
New × CommonLaw		-0.0049 [-0.45]		-0.0138 [-0.65]
Management × TaxHaven	0.0169 [0.60]		0.0113 [0.21]	
Management × CommonLaw		-0.0125 [-1.01]		-0.0122 [-0.51]
New × Management × TaxHaven	-0.0622 [-1.35]		-0.1596* [-1.79]	
New × Management × CommonLaw		-0.0011 [-0.04]		0.0413 [0.89]
Other control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummy	Included	Included	Included	Included
Industry dummy	Included	Included	Included	Included
No. of Obs.	1,471	1,379	1,471	1,379
F-value	1.49***	1.55***	3.22***	3.33***
Adj. R-squared	0.0260	0.0312	0.1079	0.1191

타난다. 또한, 모형(2)에서 $New \times CommonLaw \times ChangeStakes$ 계수는 0.7027의 유의적인 양(+)으로 나타난다. 따라서 <Table 10> ~ <Table 12>의 회귀분석 결과와 차별적으로 외국인 투자자의 취득지분 수준을 고려하는 경우 공시일 전·후 기간에도 유의적인 결과가 확인된다. 즉, 조세피난처 소속의 외국인 투자자가 신규로 대량지분을 취득한 경우, 그들이 취득하는 지분 수준이 높을수록 공시일 전·후의 시장반응은 부정적으로 나타나며, 반대로 영미법 국가 소속 외국인의 경우 지분취득 수준이 높은 경우에 공시효과는 보다 긍정적으로 나타나고 있음이 확인된다.

이는 공시일 이전 기간을 대상으로 한 분석에서도 일관된 결과가 확인된다. 모형(3)과 모형(4)에서 $New \times TaxHaven \times ChangeStakes$ 과 $New \times CommonLaw \times ChangeStakes$ 의 회귀계수는 각각 -3.5731 및 2.2211로 유의적인 음(-)과 양(+)의 값으로 나타난다. 즉, 신규보고에 있어서도 외국인 투자자가 조세피난처에 속하는 경우에 지분취득 수준이 증가할수록 공시일 이전 10일 동안의 CAR 은 더욱 부정적이며, 영미법 국가 소속 외국인의 경우에는 지분취득 수준이 증가할수록 주가반응이 더욱 긍정적으로 나타나고 있다.

전체적으로 외국인 투자자의 세부적인 특성만을 구분하여 분석하면 주로 공시일 이전에 유의적인 영향이 확인되며, 신규보고 및 경영참여 목적의 경우에 유의적으로 더 높은 주가반응이 나타난다. 하지만, 외국인 투자자가 취득하는 지분 수준까지를 종합적으로 고려하는 경우에는 조세피난처 소속 또는 영미법 국가 소속 여부에 따라 공시일 전·후 뿐만 아니라 공시일 이전 기간의 주가에 유의적인 영향을 미

치고 있다. 즉, 외국인 대량지분투자에 따른 영향에 있어 그들이 취득하는 지분 수준은 투자기업에 일련의 영향을 미칠 수 있으며, 이는 외국인 대량지분투자에 따른 공시효과에 중요한 조절요인으로 작용하고 있음을 추론해 볼 수 있다.

한편, 전술한 바와 같이 조세피난처 소속 외국인의 경우 <Table 12>에서 유의적인 음(-)의 공시효과가 확인되며($New \times Management \times TaxHaven$ 계수), <Table 13>에서도 조세피난처 소속 외국인의 취득지분 수준이 증가할수록 주가반응은 전체적으로 음(-)의 영향으로 나타난다. 기존 연구에서 제시된 바와 같이 조세피난처 소속 외국인이 지분을 취득하는 경우 주식수익률의 변동성을 확대시킬 가능성과 유동성을 악화시킬 가능성이 있으며(Yang, 2015a; Jung & Kim, 2017), 그들의 투자확대는 해당 기업의 지배구조를 악화시킬 수 있다(Jung & Kim, 2017).¹⁰⁾ 따라서 조세피난처 소속 외국인의 대량지분 취득은 기업가치의 증대보다는 사익추구를 위한 투자행태를 추구함으로써 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 있는 것으로 사료된다.

반면, 영미법 국가 소속 외국인의 대량지분취득의 경우 <Table 6>에서는 비-영미법 국가에 속한 외국인보다 공시일 이전 기간에 절대적인 누적초과수익률 수준은 낮게 나타난다. 하지만, 대량지분취득 신규보고 중에서도 그들이 취득하는 지분을 수준까지를 종합해 보면 오히려 대량지분취득에 따른 주가반응은 유의적으로 더 높게 나타나고 있음이 확인된다. 즉, 주주의 권리 보호 수준이 높은 영미법 국가에 속한 외국인 투자자는 투자기업의 주주권리 증진을 위해 노력할 수 있고 선진 지배구조를 전달할 수 있으며, 이는 지배구조의 개선이나 대리인 문제 완화로

10) 특히, 조세피난처 투자자의 지분율이 증가하는 경우 지배구조 중에서도 주주권리점수나 이사회점수를 유의적으로 악화시킨다는 결과가 제시되고 있다(Jung & Kim, 2017).

〈Table 13〉 외국인 대량지분투자 공시에 대한 교호작용 분석결과: 취득지분과 국가 특성

종속변수인 $CAR(-1,1)$ 및 $CAR(-10,-1)$ 은 각각 공시일 전·후 3일 및 공시일 이전 10일부터 1일까지의 누적초과수익률이다. *New*는 외국인 투자자의 대량지분취득 보고가 신규이면 1을, 변동이면 0의 값을 갖는다. *TaxHaven*은 외국인 투자자가 조세피난처 소속이면 1을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 그리고 *CommonLaw*는 외국인 투자자의 소속 국가 법령체계가 영미법이면 1의 값을 갖고, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. *ChangeStakes*는 외국인 투자자의 신규 또는 변동취득 지분율이다. 여타 통제변수(Other control variables)는 〈Table 8〉과 동일하게 이용하였다. []는 t-값이고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미한다.

	dep var. $CAR(-1, 1)$		dep var. $CAR(-10, -1)$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	0.0638 [1.16]	0.0558 [0.97]	0.4215*** [3.93]	0.3772*** [3.44]
New	0.0015 [0.27]	0.0158 [1.24]	-0.0249** [-2.29]	0.0046 [0.19]
TaxHaven	-0.0036 [-0.36]		-0.0437** [-2.27]	
CommonLaw		0.0014 [0.21]		-0.0047 [-0.37]
ChangeStakes	-0.3213*** [-3.32]	0.0685 [0.24]	0.1399 [0.75]	1.9282*** [3.55]
New × TaxHaven	0.0477* [1.77]		0.0923* [1.76]	
New × CommonLaw		-0.0195 [-1.43]		-0.0390 [-1.49]
New × ChangeStakes	0.3415*** [2.84]	-0.2134 [-0.71]	0.4703** [2.02]	-1.4154** [-2.46]
TaxHaven × ChangeStakes	0.9951 [1.31]		2.7867* [1.89]	
CommonLaw × ChangeStakes		-0.4452 [-1.48]		-2.0138*** [-3.50]
New × TaxHaven × ChangeStakes	-1.9362** [-2.28]		-3.5731** [-2.16]	
New × CommonLaw × ChangeStakes		0.7027** [2.11]		2.2211*** [3.49]
Other control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummy	Included	Included	Included	Included
Industry dummy	Included	Included	Included	Included
No. of Obs.	1,471	1,379	1,471	1,379
F-value	1.67***	1.75***	3.30***	3.67***
Adj. R-squared	0.0352	0.0416	0.1114	0.1296

연결되어 더욱 긍정적인 시장반응이 나타난 것으로 추론해 볼 수 있다. 따라서 국가별 법령체계에 따른 주주 보호 차이에 있어 기존의 연구를 지지하는 결과가 확인된다(La Porta et al., 1998, 2008). 또한, 이와 같은 분석결과는 외국인 투자자는 그들이 속한 국가의 더 발전된 기업지배구조 관행을 투자 국가에 전달함으로써 궁극적으로 주주가치를 제고시킬 수 있을 가능성을 시사한다(Kim et al., 2017).

V. 결 론

외국인 대량지분취득의 긍정적인 공시효과에 대하여 초기 연구와 달리 최근의 연구에서는 외국인의 대량지분취득과 기업가치 간 혼재된 결과가 제시되고 있다. 한편, 외국인 투자자는 그들이 속한 국가의 지배구조 관행 등에 따라 투자기업에 차별적으로 영향을 미칠 가능성이 있다. 따라서 본 연구는 서로 다른 배경과 투자 목적을 가진 이질적 외국인 투자자의 대량지분투자에 따른 공시효과를 다양한 측면을 고려하여 재검증하였다. 이를 위해 2005년부터 2018년까지의 기간 동안에 외국인 투자자가 5% 이상 지분변동을 공시한 총 1,471건을 대상으로 신규보고 여부(신규보고 또는 변동보고), 취득 목적(경영참여 또는 단순투자), 소속 국가 특성(조세피난처 여부 및 영미법 여부) 등을 종합적으로 고려하여 공시일 전·후의 주가반응을 분석하였다.

본 연구의 주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 외국인 대량지분투자의 공시효과는 유의적인 양(+)으로 나타나, 긍정적인 주가반응은 공시일 이전 기간부터 확인된다. 둘째, 외국인 투자자의 대량지분취득 공시에 따른 긍정적인 주가반응은 조세피난처나 소

속 국가의 법령 체계보다는 경영참여를 목적으로 신규 지분을 취득하는 경우가 주요한 요인으로 작용한다. 셋째, 신규보고에 있어 조세회피 국가피난처 소속 외국인이 취득하는 지분 수준이 높을수록 공시일 전·후 주가반응은 부정적으로 나타나, 영미법 국가 소속 외국인의 경우에는 그들이 취득하는 지분수준이 증가할수록 더욱 긍정적인 주가반응이 확인된다.

전체적으로 볼 때, 외국인 투자자의 대량지분취득은 시장에 긍정적인 요인으로 작용하나 경영참여 등과 같은 취득목적 사유와 함께 투자기업에 신규 주요주주로 참여할 때 더욱 긍정적인 주가반응이 나타난다. 한편, 조세피난처 소속 외국인의 지분투자가 증가할수록 부정적인 주가반응이 나타나 사익추구를 위한 사유로 인해 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 사료된다. 반면, 시민법 국가와 비교할 때 주주권리 보호 수준이 높은 영미법 국가의 외국인 투자자는 주주권리 증진을 위해 노력함에 따라 지배구조 개선이나 대리인 문제가 완화될 수 있는 것으로 사료된다. 즉, 외국인 투자자가 속한 국가의 관습은 투자기업에 영향을 미침으로써 소속 국가 특성과 공시효과 간에는 일련의 관련성이 존재하는 것으로 추론해 볼 수 있다.

본 연구는 외국인 대량지분투자의 공시효과에 대해 초기의 연구와 달리 5% 룰이 변경된 2005년부터 비교적 최근까지의 장기 시계열 자료를 활용하여 분석함으로써, 실증분석 결과의 신뢰성을 높였다는 점에서 의의가 있다. 또한, 외국인 투자자를 동질적 집단으로 간주하기보다는 이질적인 특성을 종합적으로 고려하기 위해 조세회피처 소속 여부나 소속 국가의 법령 특성을 구분한 후 그들의 투자 배경이나 문화적 차이가 피투자기업에 일련의 영향을 미칠 수 있음을 종합적으로 규명한 측면에서 연구의 공헌도가 있다.

참고문헌

- Bang, M., K. Kim, and H. S. Na(2021), "Effects of Block Share Acquisitions by Foreign Investors on Shareholder Wealth: Focusing on Information Asymmetry and Shareholder Rights," *Asian Review of Financial Research*, 34(1), pp.167-216.
- Byun, S., and Y. Lee(2021), "Information Advantage of Institutional Blockholders," *Asian Review of Financial Research*, 34(1), pp.81-106.
- Financial Supervisory Service(2023), "Foreign Investors' Stock and Bond Investment, Press Releases.
- Joe D. Y., C. Y. Chung, and J. Morscheck(2020), "When Do Foreign Institutional Blockholders passively Promote Firm Innovation in a Local Market? Evidence from Korea," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 49, pp. 196-233.
- Jung, H., and S. H. Kim(2017), "The Effects of Stock Holdings and Trading by Tax Haven Investors," *Journal of Insurance and Finance*, 28(1), pp.97-134.
- Kang, J. K., and J. M. Kim(2010), "Do Foreign Investors Exhibit a Corporate Governance Disadvantage?: An Information Asymmetry Perspective," *Journal of International Business Studies*, 41, pp.1415-1438.
- Kang, S. A., S. K. Min, and W. S. Sul(2009), "The Announcement Effect of Foreign Investors Buying and Selling Major Blocks on Korean Firms," *Korea Trade Review*, 34(3), pp. 147-172.
- Kang, S. A.(2012), "The Impact of Foreign Block Investors and Information Asymmetry on R&D Investment," *International Business Review*, 16(4), pp.127-147.
- Kang, S., C. Y. Chung, and D. S. Kim(2019), "The Effect of Institutional Blockholders' Short-Termism on Firm Innovation: Evidence from the Korean Market," *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, pp.1-17.
- Kho, B. C.(2017), "Review on the Impact of Stock Market Opening and Foreign Investors in Korea," *Korean Management Review*, 46(4), pp.875-902.
- Kim, S., H. Jung, and H. Na(2019), "Tax Haven Investors, Firm Value and Investor Protection," *Applied Economics Letters*, 26(19), pp. 1634-1640.
- Kim, W., W. Kim, and K. S. Kwon(2009), "Value of Outside Blockholder Activism: Evidence from the Switchers," *Journal of Corporate Finance*, 15(4), pp.505-522.
- Kim, W., T. Sung, and S. J. Wei(2017), "The Diffusion of Corporate Governance to Emerging Markets: Evaluating Two Dimensions of Investor Heterogeneity," *Journal of International Money and Finance*, 70, pp.406-432.
- Kim, Y. H., and S. C. Jung(2011), "A Study on the Effects of Domestic and Foreign Outside Blockholders on Firm's Investment Policy," *Asian Review of Financial Research*, 24(3), pp.789-817.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny(1997), "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, 52(3), pp.1131-1150.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny(1998), "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, 106(6), pp. 1113-1155.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer

- (2008), "The Economic Consequences of Legal Origins," *Journal of Economic Literature*, 46(2), pp.285-332.
- Liang, H., and L. Renneboog(2017), "On the Foundations of Corporate Social Responsibility," *Journal of Finance*, 72(7), pp.853-910.
- Na, C., and H. Shin(2015), "Book-to-Market Effects and Valuation Errors," *Korean Accounting Review*, 40(3), pp.339-372.
- Park, J. W.(2012), "Foreign Investor's Participation in the Management and Stock Price," *International Business Journal*, 23(4), pp.65-88.
- Park, K. S., and E. J. Lee(2006), "The Role of Foreign Investors on the Management and Corporate Governance of Korean Companies," *Journal of Money & Finance*, 20(2), pp. 73-113.
- Rowe, S. J., and H. B. Kim(2012), "The Effect of Equity Ownership Increase by Institutional Investors' on Corporate Governance and Stock Price," *Journal of Industrial Economics and Business*, 25(1), pp.195-216.
- Sul, W., and J. H. Kim(2007), "Market Response on Foreign Investor's Announcement of Participation in Management," *International Business Review*, 11(4), pp. 105-130.
- Yang C. W.(2015a), "The Impact of Capital Flows from Tax Havens on the Korean Stock Market," *Asian Review of Financial Research*, 28(2), pp.195-234.
- Yang C. W.(2015b), "The Return Predictability of Foreign Investors' Trading from Tax Havens in the Korean KOSPI Market," *Korean Journal of Financial Studies*, 44(5), pp.997-1030.
- Yon, K. H., and H. Kim(2015), "Institutional and Foreign Investors' Sales of a Portion of Their Stocks As a Kick-in-the-Pants for Management," *Asian Review of Financial Research*, 28(4), pp.667-696.

-
- The author Byungkwon Lim is a collaboration professor of the Department of Technology Practical Convergence at Chungnam National University. He received his Ph. D. in business administration from Chungnam National University. His main research areas are corporate finance, SMEs finance and housing finance.
 - The author Hyangmi Choi is a professor of finance at the School of Business of Chungnam National University. She received her Ph. D. in business from Seoul National University. Her areas of interest include international finance, energy finance and SMEs finance.