

KIEP

오늘의 世界經濟

World Economy Update

제 05 -17 호 / 2005년 5월 17일 발간

국내 기업 주주로서의 외국 자본: 주요 쟁점 검토

작성자 : 국제거시금융실 양두용 연구위원¹⁾

【yangdy@kiep.go.kr, ☎3460-1227】

主要内容

- 최근 외국 자본의 국내기업지배가 사회이슈화 되면서 외환위기 직후의 국내 자본 시장 자유화 논리와는 달리 국내 기업 주주로서의 외국자본의 문제가 다양한 시각에서 논의되고 있음.
- 따라서 외국자본의 국내진출에 따른 성과와 문제점에 대한 평가의 필요성이 매우 커지고 있으며, 본보고서는 이러한 배경 하에서 외국 자본의 국내 유입에 대한 주요 쟁점을 거시적/미시적 측면에서 실증적으로 검증함.
- 거시적 평가 결과는 다음과 같음.
 - 국내 주식시장에 대해 긍정적인 영향이 있음(유동성 제고 및 추가수익률 상승)
 - 환율변동성은 외국인 자본 유입과는 무관함.
- 미시적 평가 결과는 다음과 같음.
 - 외국인 주식 투자는 매출 규모와 총자산이 큰 우량 대기업에 집중되며,
 - 외국인 지분이 높은 기업의 수익성이 좋으며,
 - 외국인 지분이 높은 기업의 배당성향이 반드시 높은 것은 아니며,
 - 외국인 지분이 높은 기업의 경우 설비 투자가 감소하지는 않으며,
 - 외국인 지분이 높은 기업의 지배구조가 개선되는 경향이 있는 것으로 나타났음.

對外經濟政策研究院

1) 본 보고서는 대외경제정책연구원 국제거시금융실 양두용의 윤덕룡 연구위원, 오용협 부연구위원, 송원호 부연구위원, 그리고 이형근, 김권식 연구원에 의해 작성되었음.

I. 문제의 제기

□ 외국 자본의 부작용: 외환위기 이후 한국에 진출한 외국 금융자본 중 일부는 이전과 달리 국내기업의 주주로 참여하여 그 권리를 행사하면서 기업의 장기 가치를 제고하기 보다는 단기이익을 추구한다는 비판이 있음.

- 해외자본의 행태가 문제를 일으키게 된 것은 외환위기 이전에는 해외자본이 주로 채무의 형태로 도입되어 채권자로서의 권리만 행사하였으나 외환위기 이후에는 포트폴리오 투자자로 국내기업의 주식을 인수함으로써 주주로서의 권리를 행사하게 된 것이 그 원인임.
- 주주로서의 권익을 극대화하려는 것은 당연한 일이기도 하나 기업의 장기 가치를 제고하여 그로 인한 이득을 수취하기 보다는 거대주주로서의 권한을 단기이익 극대화에 활용하는 등 외국 자본 전반에 대한 부정적인 인식이 대두되었음.
- 이러한 우려는 기존 연구에서 외국 자본의 국내 기업 투자로 기업 성과가 개선되었다는 주장과는 배치되는 것임²⁾.

□ 해외 자본에 대한 감정적 대응의 문제: 일부 외국자본의 약탈적 이익추구 행태가 보도되면서 외국자본에 대한 반감이 사회전반에 증가하고 외국자본 자체에 대한 거부감이 증가하고 있는 것은 건전한 투자를 억제하여 한국의 자본시장을 폐쇄적으로 만들고 국제적 분업에 대한 참여를 제한하는 문제를 야기할 수 있음.

- 외국자본의 단기적 이익추구 행태로 인해 기업의 경영권이 위협받고 기업의 자산을 유출하는 방식에 대한 보도가 확산되면서 단순한 자본시장의 문제가 아니라 국제금융자본에 대한 국민적 반감을 야기하여 사회적 문제를 유발하는 경향을 보임³⁾.

2) 한국은행에 따르면, 국내 제조업에 투자한 외국인투자기업의 경우에도 순수 내국기업보다 높은 수익성과 안정적인 재무구조를 가지고 있는 것으로 분석됨(2002년 실적 기준). 이는 외국자본이 재무구조가 건실하고 경영성과가 우수한 우량기업에 투자를 집중하고 있을 뿐만 아니라 선진경영기법을 적용함으로써 기업들의 경영성과가 높아지고 재무구조가 개선되는 선순환 구조가 나타나기 때문인 것으로 판단됨.(한국은행, 「외국인 투자기업에 대한 경영성과분석」, 2003.10)

3) 대한상공회의소가 2004년 5월 증권거래소 상위 200개 기업을 조사한 결과, 응답기업의 12%가 외국인주주의 경영간섭으로 애로를 겪었다고 응답하고 그 사유로는 응답자의 47%가 설비투자 대신 배당을 요구받았다는 점을 들었음.

- 해외자본에 대한 감정적 대응은 한국 자본시장에 대한 건전한 외국자본의 참여를 저해하게 되어 국내에 유입되는 자본의 감소를 유발함으로써 금융자산의 가격을 하락시키고 부의 감소효과를 가져오며 국제자본시장에서의 효율적 분업을 어렵게 함.

□ 문제의 원인에 대한 혼란: 외국 금융자본의 국내투자가 야기하는 이러한 문제들이 국내 자본시장의 미성숙으로 인해 발생하는 것인지, 외국인 투자자들의 근본적인 문제인지에 대한 분석이 이루어지지 않아서 현재 내부제도에 대한 비판과 외국인 투자자에 대한 비난이 함께 제기되고 있음.

- 대한상공회의소(2005)의 자료에 따르면 미국에서도 주식시장의 발달과정에서 80년대에 단기적 이익을 추구하는 약탈적 주주행동주의가 횡행하여 사회적 물의를 야기했으나 제도적 보완을 통해 이를 극복한 것으로 분석됨.

- 거대한 미국시장에서의 약탈적 주주행동은 국부유출이라는 문제가 없으며 국내 자본들 간의 문제에 그쳤으나 소규모인 한국의 자본시장에서는 국부유출 및 국내기업의 경쟁력 약화를 가져와 국가경제 전반의 문제로 비화될 소지가 있으므로 문제의 해결방식이 다른 차원에서 이루어져야 한다는 지적이 제기됨.

□ 이와 같은 외국 자본의 국내 주식 보유 확대에 대한 부정적인 논란은 외환위기 직후의 국내 자본 시장 자유화의 논리와는 달리 국내 기업 주주로서의 외국자본의 문제를 제기하고 있다는 점에서 크게 차이를 보이고 있음.

- 외환위기 직후 국내 금융위기 해결을 위해 외국자본의 유치가 필요하다는 다양한 논리는 최근 제기되는 기업주주로서의 외국자본의 문제 제기와 경제 성장, 자본시장 발전, 기업 지배구조 등에서 큰 시각차를 보이고 있음.

□ 본 연구는 이러한 배경 하에서 외국 자본의 국내 유입에 대한 주요 쟁점을 실증적으로 검증해 보고자 함.

- 최근 제기되고 있는 외국 자본의 국내 유입과 관련된 주요 쟁점은 주요 사례 중심으로 문제점을 제기하고 있으나, 이는 자칫 나무만 보고 숲을 보지 못하는 우를 범할 가능성이 있음.

- 따라서 보다 총체적인 차원에서 정책이 수립되기 위해서는 무엇보다도 외국 자본의 국내 유입과 관련된 주요 쟁점을 종합적으로 평가할 필요가 있음.

<표 1> 국내 기업주주로서의 외국자본 주요 쟁점

이슈	긍정	부정
경제 성장	- 투자-저축 격차를 해소하고 투자를 유 발하여 성장 촉진 - 대외신인도 제고	- 무리한 투자자금 회수로 기업성장성 훼손, 국부유출, 외부불경제 발생(한 국은행)
자본시장	- 유동성 확대 - 신속한 금융(기업)구조조정 - 증시수요기반 확충 - 금융기관 경영 건전성 및 효율성 제고 - 국제적 정합성 제고	- 환율·주가 변동성 심화 - 금융공공성 훼손(투기자본감시센터) - 약탈적 이익(전경련, 대한상공회의소) - 산업자금 공급기능 위축
지배구조	- 경영투명성 및 기업가치 제고	- 적대적 M&A로 경영권 위협(경영안정 성 저해)
5%룰	- 경영지배권시장의 투명성 강화	- 경제국수주의(<i>Financial Times</i>)

II. 국내기업 주주로서의 외국금융자본의 주요 쟁점: 거시적 평가

1. 외국인 주식 유입이 국내 경제 성장에 기여하였는가?

☐ 외국 금융자본이 국내 경제 성장에 긍정적인 영향을 미쳤는가의 여부는 불분
명함.

- 외국 자본이 국내 경제 성장에 영향을 미칠 수 있는 경로는 첫째, 외국 자본 유입이 국내 자본 비용(Cost of Capital)을 축소시켜 투자를 확대시킴으로써 장기 경제 성장에 기여하게 됨. 그러나 분석 기간이 짧은 관계로 명확한 해답을 기대하기 어려움⁴⁾).

- 둘째, 최근 국내 경제 성장이 수출호조에 따른 경상수지 흑자에 의해 주로 견

4) 이에 대한 해답은 기업 자료를 분석하는 뒷부분에서 살펴보고자 함

5) 자본 비용 축소의 판단을 위해서 ROE의 변화를 분석할 수 있으나 표본 기간이 짧은 관계로 이에 대한 판단이 어려움.

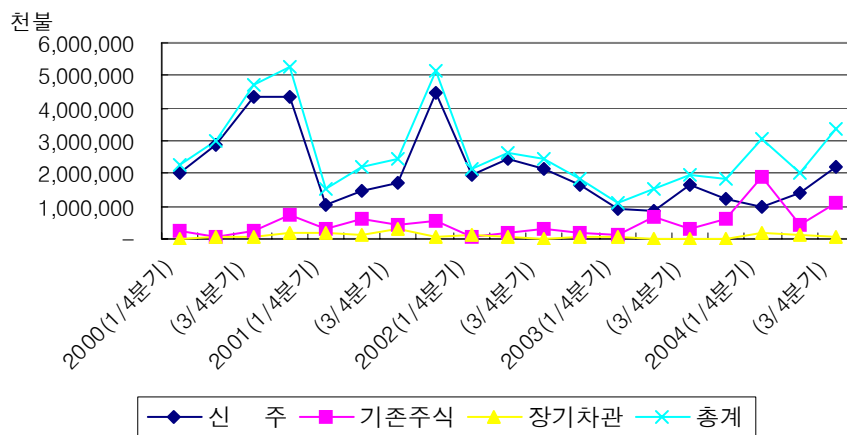
인되었기 때문에 외국 금융자본의 국내 경제성장에 미치는 영향은 국내기업의 수출에 기여한 바가 있는지를 살펴보는 것임.

· 그러나 외국금융자본이 국내 기업의 경영에 참여하여 전체 수출에 영향을 미치는 정도는 매우 미약한 것으로 판단함.

□ 최근 외국인 자본 유입이 주식에 집중되면서 외국인 직접투자의 패턴이 자본 및 기술 이전의 효과가 큰 Green Field 투자에서 기업 인수 합병(M&A)으로 바뀌고 있음.

- 최근 외국인 직접투자 추세를 보면 외환위기 이후 기존주식 매입을 통한 외국인 직접투자 비중이 높아지고 있는데 이는 외국인투자자의 M&A 가능성이 높아진 것을 의미함. (<그림 1> 참조)

<그림 1> 외국인 직접투자 형태별 추이



자료: 산업자원부, 신고기준.

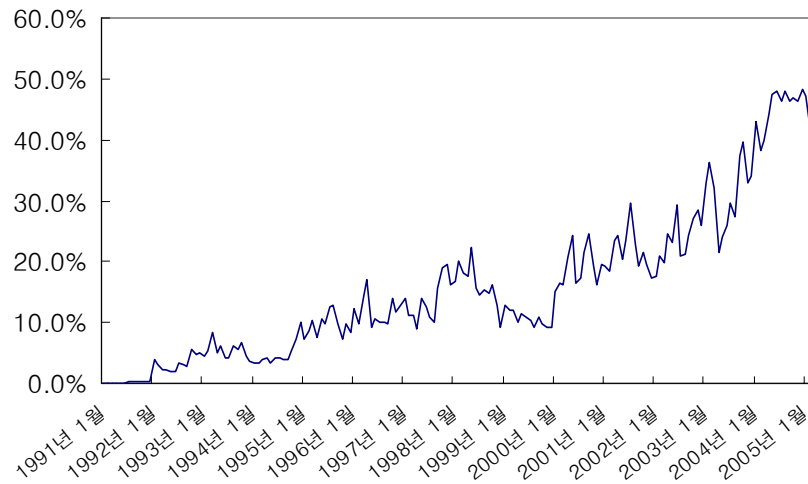
□ 최근의 외국인 직접 투자 형태를 보면 기술이전 및 관리 기법 전수의 효과가 크며 고용 창출 효과가 큰 Green Field보다는 자본 수익을 극대화하는 M&A가 증가함으로써 외국인 직접 투자로 인한 국내 경제 성장에 대한 긍정적인 효과가 감소할 가능성이 높음.

2. 외국인 주식 투자 확대는 국내 주식시장의 유동성을 증가시켰는가?

□ 외국인 주식 투자 확대는 주식시장의 유동성을 증가시켰음

- 외국인투자자의 거래비중은 1992년 외국인 주식투자의 제한적 허용조치 이후 1993년 1월 4.5% 수준에서 금융위기 이후인 1999년 1월에는 13%, 2005년 2월 현재 42% 수준으로 급증함.

<그림 2> 외국인 국내 주식 거래 비중(거래소)



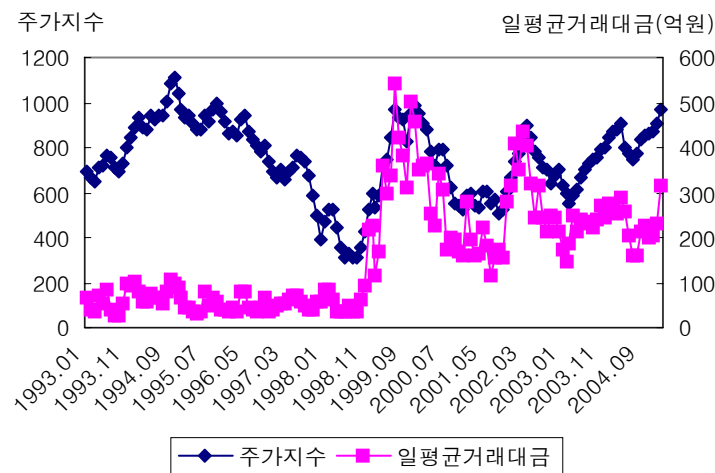
- 이러한 외국인 주식 투자 증가는 국내 주식 시장의 유동성을 증가시킨 것으로 판단됨. 거래대금 규모와 외국인투자자의 거래 규모 간의 상관계수를 보면 외환위기 이전 기간인 1993년 1월에서 1997년 3월간의 기간동안 0.35, 이후인 1998년 1월에서 2003년 12월간의 기간동안 0.63으로 증가하여, 금융위기 이후에 상대적으로 그 연관도가 두 배 가량 증가하는 양상을 보임.

<표 2> 주식시장 거래규모와 외국인 거래규모간의 상관관계

기간	거래대금 규모와 외국인거래규모 (상관계수)
1993.1~1997.3	0.35
1998.1~2003.12	0.63

- 이는 위기 이전에는 외국인이 시장추종자적인 위치에서 시장의 흐름에 편승하였다면 위기 이후에는 시장 선도자적인 역할을 수행하면서 주식시장거래를 주도하였음을 나타냄.
- 한편, 거래규모와 주가지수 추이를 볼 때 외환위기 이후 외국인 자본의 국내증시 진입규모가 커지면서 주가흐름이 거래규모의 변화에 보다 밀접한 상관관계를 가지는 것으로 판단됨.

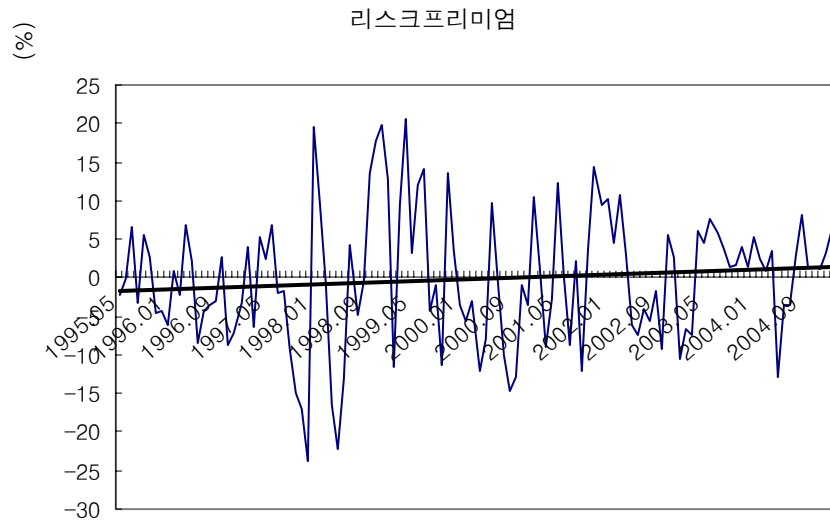
<그림 3> 일평균 거래 금액과 주가지수 추이



3. 외국인 국내 주식 투자 증가는 주식시장의 수익성을 제고하였는가?

- 외국인 주식 투자 증가는 국내 주식시장의 수익성을 제고한 것으로 판단됨.
- 외국인 주식 투자 증가는 코리아디스카운트 (Korea Discount)의 규모를 감소시키는 양상을 시현함.
- 주식시장의 수익률은 위험자산에 대한 수익률로서 고정금리 자산에 비해 중장기적으로 높은 수익률을 시현해야 함.(양의 리스크 프리미엄) 우리나라의 경우 1995년 이후 음의 리스크프리미엄을 시현하여 아직 코리아디스카운트가 해소되지 못하고 있으나 금융위기 이후의 기간동안만을 보면 양의 리스크프리미엄을 시현하여 주식시장의 기능이 정상적으로 회복되는 양상을 보이고 있음.

<그림 4> 주식시장의 리스크 프리미엄 추이



자료: 증권거래소.

주: 1995:5-2005:2. 금리는 3년 국공채만기수익율. 주가수익율은 KOSPI 수익율임.

<표 3> 금융위기 이전과 이후의 평균 리스크프리미엄

	리스크 프리미엄(%)	기간
장기	-0.14	1995:5~2005:2
금융위기 전	-1.62	1995:2~1997:3
금융위기 후	1.05	1998:6~2005:2

□ 그러나 장기투자자의 경우 1995년 초 (종합주가지수: 965.3) 100원 가치의 주식을 지속적으로 보유하였다고 가정할 때, 2004년 말 (873.06) 90원인 반면, 국공채에 투자한 경우 189원 가치로 성장하여 우리나라 주식시장이 중장기 투자를 위한 시장은 아닌 것을 알 수 있음.

□ 또한, 윤덕룡 외(2005)에 따르면 외국인 투자의 증가는 주가 상승률에 긍정적인 영향을 미쳤음.

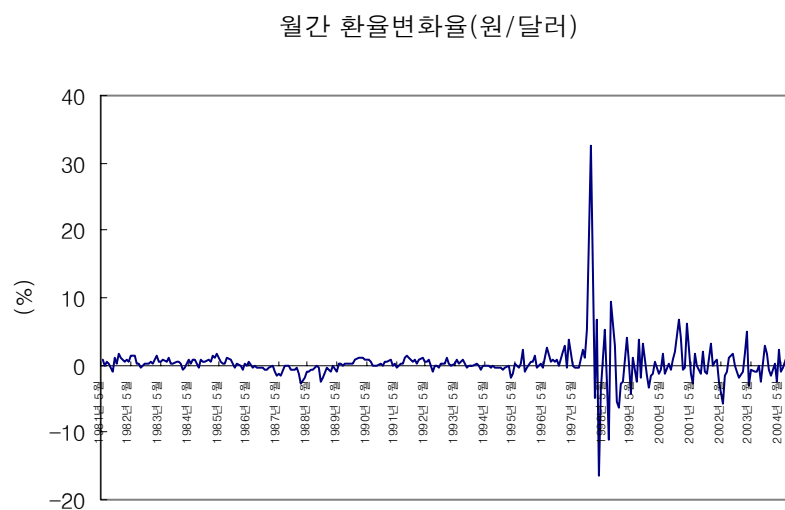
- 외국인에게 주식시장을 개방한 1992년부터 2004년까지의 자료를 가지고 분석한 결과 외국인순매수는 주가 상승률과 10% 유의수준에서 양의 관계를 가졌으며,

- 외국인에게 투자가 전면적으로 개방된 1998년 이후의 자료만을 가지고 분석할 때 외국인 순매수는 1% 유의수준에서 주가상승률에 양의 영향을 미쳤음.

4. 외국인 주식 투자 확대가 국내 원화 환율의 변동성을 증가시켰는가?

- ☐ 해외자본의 국내유출입이 완전 자유화되고, 금융위기 이후 우리나라 외환관리 체제가 변동환율제로 전환하면서 국내 원화 환율의 변동성은 증가하였음.
- 원/달러 환율의 월간 환율 변동성을 추정해 보면, 1998년 이후 변동성이 높아진 것을 알 수 있음.

<그림 5> 원/달러 환율 변동성 추이



- ☐ 그러나 외국인 주식 투자 증가가 원화 환율 변동성에 많은 영향을 주지 않은 것으로 판단됨.
- 외국인 주식 순매수 추이와 원/달러 변동성의 상관계수는 1992년 1월에서 2003년 12월까지의 기간동안 -0.11, 외환위기 이전인 1992년 1월에서 1996년 12월까지 0.10, 외환위기 이후인 1999년 1월에서 2003년 12월까지 -0.10으로 나타

나 유의할만한 상관관계를 보여주지 못하고 있음.

- 주식시장에서 외국인 매도는 원화절하, 외국인 매수는 원화절상의 요인으로 작용함을 감안할 때 이러한 소규모의 상관관계는 외국인 자본 유출입이 환율에 미치는 영향이 작다는 점을 시사함. 국내 금융 기관 및 기업의 외환 포지션 변화가 환율 변화에 더 많은 영향을 미친 것으로 판단됨.

<표 4> 외국인의 국내 주식시장 매매와 환율간의 상관관계

기간	순매수	매수	매도
1992~2003	-0.11	-0.10	-0.07
1992~1996	0.10	0.05	-0.05
1998~2003	-0.10	0.03	0.08

III. 국내기업 주주로서의 외국금융자본의 주요 쟁점: 미시적 평가

□ 본 절에서는 기업 개별 자료를 이용하여 외국 자본의 국내 주식 시장 유입에 대한 영향을 분석하고자 함.

- 외국인투자자들의 국내 주식 보유가 각 기업의 경영성과지표에 어떠한 영향을 미쳤는지를 분석하여 국내 기업주주로서의 외국금융자본의 성과를 분석하고자 함⁶⁾.

1. 외국인 주식 투자는 매출액의 규모가 큰 기업에 집중되고 있는가?

□ 외국인 주식투자는 상대적으로 매출 규모가 큰 기업에 집중되어 있는 것으로 나타났다.

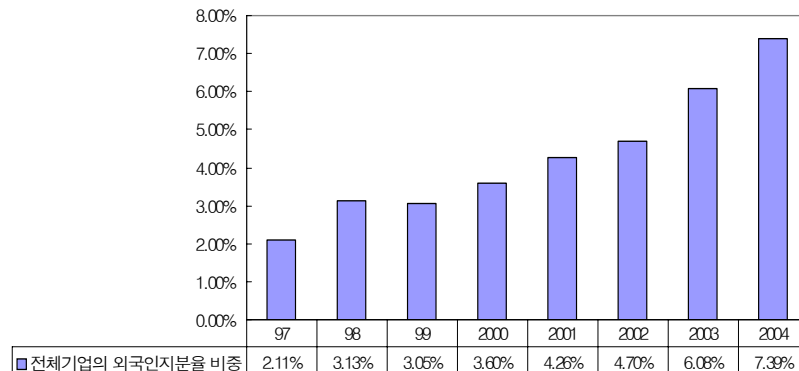
- 거래소와 코스닥의 전체기업의 주가 총액 대비 평균 외국인 주식보유비중은 외환위기 직전인 1997년에 2%수준에서 2004년에는 7.4%수준으로 증가함. 반면 매출액 상위 30%에 해당하는 기업의 외국인 주식 보유 비중은 1997년 5%에서

6) 자료는 한국신용정보(주)에서 제공하는 상장기업과 코스닥 기업의 미시적 자료를 사용함. 분석대상이 되는 기업의 수는 모두 1,276개 기업이며 기간은 1998년부터 2004년까지임.

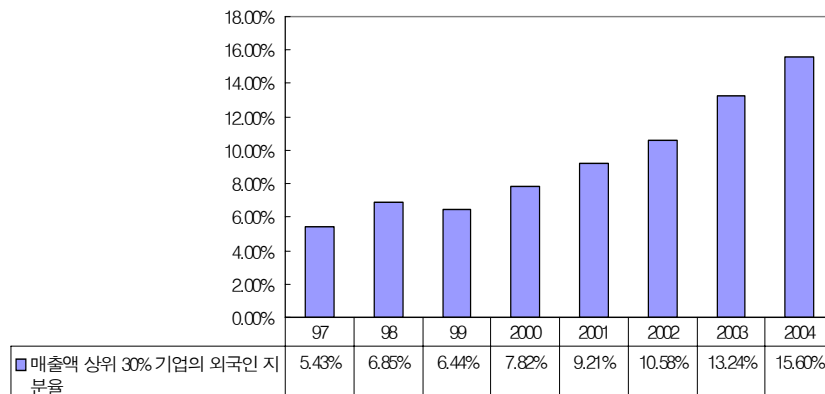
2004년 15.6%까지 증가함.

- 이는 외국인 주식 투자가 매출 규모가 큰 기업에 보다 집중되어 있음을 보여줌.

<그림 6> 전체기업의 외국인 지분 변화 추이



<그림 7> 매출액 상위 30% 기업의 외국인 지분 변화 추이



2. 외국인 주식 투자는 경영 성과가 좋은 기업에 집중되는가?

- ☐ 외국인 주식 투자의 선정 대상이 경영성과가 좋은 기업에 집중되는가를 살펴 보기 위해서 총 1,276개 기업의 경영성과를 외국인 비중을 기준으로 구분하여 살펴보았음.

- 분석 기간은 1998년부터 2004년까지임

- 외국인 지분 비중이 각각 30%, 40%, 50% 이상인 기업과 30%, 40%, 50% 미만인 기업으로 나누어서 경영 상태를 비교해 보았음.
- 경영 성과는 수익성(매출액경상이익률⁷⁾, 이자보상비율⁸⁾ 등), 안정성(부채비율⁹⁾, 차입금의존도¹⁰⁾ 등), 성장성(매출액 및 총자산증가율), 그리고 활동성(자산회전율 등) 등으로 나누어서 평가하였음. (<표 5> 참조)

□ 외국인 주식 보유 비중이 높은 기업이 수익성이 높은 것으로 나타났음.

- 한편, 기업의 안정성을 대표하는 부채비율의 경우, 전반적으로 외국인 주식 보유 비중이 높은 기업이 부채비율이 낮지만, 30%기준에서는 외국인 주식 보유 비중이 높은 기업이 높은 부채 비율을 지님.
- 기업의 성장성 지표에서는 외국인 주식 보유 비중이 높은 기업과 그렇지 않은 기업의 차이가 거의 없는 것으로 나타났으며,
- 활동성 지표에서도 외국인 지분이 높은 기업과 낮은 기업간의 차이가 불분명하게 나타남.

가) 수익성 지표

□ 외국인 지분이 높은 기업은 그렇지 못한 기업에 비해서 수익성 지표가 훨씬 좋은 것으로 나타남.

- 외국인 지분이 높을수록 기업의 매출액경상이익률이 높은 것으로 나타남.
- 더욱이 매출액영업이익률¹¹⁾, 이자보상비율, 총자산경상이익률(ROA)¹²⁾도 외국인 지분율이 높은 기업이 낮은 기업에 비해서 월등히 좋은 것으로 나타남.

7) 매출액경상이익률은 경상이익을 매출액으로 나눈 비율임

8) 이자보상비율은 영업이익을 이자비용으로 나눈 비율임

9) 부채비율은 부채를 자기자본으로 나눈 비율임

10) 차입금의존도는 차입금을 총자본으로 나눈 비율임

11) 매출액영업이익률은 영업이익을 매출액으로 나눈 비율임

12) 총자산경상이익률은 경상이익을 총자산으로 나눈 비율임

나) 안정성 지표

□ 외국인 지분이 높은 기업은 상대적으로 안정성 지표가 좋은 것으로 나타났으나, 30% 그룹에서는 오히려 부채비율이 높은 것으로 나타났음.

- 기업의 안정성 지표인 부채비율의 경우 외국인 지분이 30% 이상인 기업은 2.19인데 반해서 30% 미만의 기업은 1.92임.
- 한편, 외국인 지분이 높은 기업의 차입금의존도는 대체적으로 낮은 것으로 나타남.

다) 성장성 지표

□ 매출액증가율을 기준으로 할 때 외국인 지분이 높은 기업과 낮은 기업간에 큰 차이가 없는 반면, 총자산증가율을 기준으로 할 때 외국인 지분이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 성장성이 다소 낮은 것으로 나타남.

라) 활동성 지표

□ 활동성 지표에서는 외국인 지분이 높은 기업과 낮은 기업간의 차이가 불분명하게 나타남.

- 활동성 지표인 유형자산 회전율(매출액/유형자산)의 경우 외국인 지분이 높은 기업이 낮은 기업에 비해서 높은 것으로 나타난 반면,
- 유형자산증가율과 총자산 회전율(매출액/총자산)에서는 외국인 지분이 낮은 기업이 더 높은 것으로 나타남.

<표 5> 외국인투자자와 기업의 경영성과 지표

		30%		40%		50%	
		A	B	A	B	A	B
수익성	매출액경상이익율	0.07	-0.01	0.08	-0.01	0.09	-0.01
	매출영업이익율	8.5	3.2	8.9	3.3	9.1	3.4
	이자보상비율	4.6	1.6	6.3	1.6	9.6	1.6
	총자산경상이익율	0.07	0.01	0.08	0.01	0.09	0.01
안정성	부채비율	2.19	1.92	1.64	1.94	1.39	1.94
	차입금의존도	0.39	0.83	0.31	0.82	0.22	0.82
성장성	매출액 증가율	0.11	0.13	0.11	0.13	0.13	0.13
	총자산 증가율	0.07	0.12	0.06	0.12	0.08	0.11
활동성	유형자산증가율	0.06	0.15	0.04	0.15	-0.02	0.15
	총자산 회전율	0.89	1.06	0.89	1.06	0.9	1.06
	유형자산 회전율	8.78	7.72	8.27	7.74	5.86	7.77

주: 30%, 40%, 50%는 각각 외국인 지분율을 나타내며, A항은 외국인 지분율이 특정한 외국인 지분율 이상으로 구분되는 기업의 평균을 나타내며 B항은 그 미만인 기업의 평균을 의미함.

3. 외국인투자자들이 기업 수익성을 제고시켰는가?

☐ 외국인 주식 보유 비중의 증가가 당해 기업의 수익성을 증가시켰는가를 평가하기 위해서 외국인 주식 보유 비중과 기업수익성(매출액경상이익률)과의 관계를 모형을 통해 분석하였음.

- 외국인투자자들이 기업의 수익성을 제고시켰는지를 살펴보기 위해서 기업의 수익성 지표를 매출액경상이익률로 정의하여 분석함. 기업의 수익성에 영향을 미치는 외생변수로는 전기의 매출액경상이익률, 전기 외국인지분율, 전기 당기 순이익, 전기 총자산증가율, 전기 고정자산증가율, 전기 부채비율 등으로 설정함.

☐ 이를 위해 다음과 같은 dynamic panel VAR 모형을 이용하였음.¹³⁾

- DP-VAR모형은 시계열 모형인 VAR(vector autoregressive)모형을 확장하여 패널 자료를 사용할 수 있도록 한 모형이며, 이 방법을 통해 각 변수간의 상호관계와 영향관계를 추정할 수 있음.

13) 모형의 구체적인 설명은 Holtz-Eakin, Newey, and Rosen (1988)을 참조.

$$Y_{i,t} = a_{0,t} + \sum_{l=1}^m a_l Y_{i,t-l} + \sum_{l=1}^m r_l X_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

- $Y_{i,t}$ 는 각 i 기업의 수익성, 안정성, 배당성향 등과 같은 기업의 경영성과를 나타내는 지표나 기업의 특징(attributes)을 나타내는 지표들뿐만 아니라 외국인 지분 보유 비율을 포함하게 됨.

- $X_{i,t}$ 는 각 i 기업의 경영성과 지표에 영향을 미치는 외생변수의 지표를 의미함.
 $u_{i,t}$ 는 기업의 경영성과 지표의 시차변수와 외생변수가 종속변수를 설명하지 못하는 오차항임.

- 상기 모형은 개별효과(individual effect)와 연도효과(time effect)를 모두 고려하여 추정하였음.

□ 한편, Wald 검정은 외국인투자패턴이 기업의 경영성과에 영향을 미쳤는지 아니면 기업의 경영성과가 외국인투자자의 투자유인을 촉발했는지 등의 인과관계를 분석할 수 있음.

- 선형모형을 가정할 경우 귀무가설(H_0)에서 Wald 검정의 통계량(W)은 점근적으로 $\chi^2(q)$ 분포를 따름.

□ 외국인 지분을 증가가 수익성(매출액경상이익률)에 미치는 효과를 분석한 결과 외국인 보유 주식 증가가 수익성 증가로 통계적으로 매우 유의하게 이어지는 것으로 나타남.

- 이는 외국인 지분율 증대가 기업의 수익성에 미치는 긍정적인 효과가 크다는 것을 의미함.

<표 6> 외국인지분율이 기업의 수익성에 미치는 효과

	매출액경상이익률	외국인지분율	자산증가율	고정자산증가율	부채비율	당기순이익
추정치	-0.09***	3.98***	1.21***	1.14***	-0.07*	2.23E-08***
t-통계량	-28.595	5.051	3.360	8.335	-1.766	5.074

주: 1) 모든 변수는 전기(lagged) 변수임. 2) ***, **, *는 계수값이 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함.

□ 외국인 주식보유 비중과 기업의 수익성과의 인과관계(causality)를 살펴보기 위해서 기업 수익성(매출액경상이익률)이 외국인지분율에 미치는 효과를 다음과 같이 살펴보았음.

- 앞서의 모형에 사용된 변수에 대해 외국인 지분율을 종속변수로 놓고 모형을 추정한 결과를 구하였음.

□ 기업의 수익성(매출액경상이익률)이 외국인지분율에 미치는 효과를 분석한 결과 통계적으로 유의하지 않은 결과를 얻었음.

- 또한 모든 변수들은 외국인 지분율과 매우 밀접한 관련이 없는 것으로 나타났으며, 오직 전기의 외국인 지분율만이 유의한 영향을 미치는 것으로 나타남.

<표 7> 기업의 수익성이 외국인 지분율에 미치는 효과

	외국인지분율	매출액경상이익률	자산증가율	고정자산증가율	부채비율	당기순이익
추정치	0.42***	0.002	0.005	0.004	-0.001	5.8E-11
t-통계량	6.250	0.475	1.448	1.513	-1.077	1.375

주: 1) 모든 변수는 전기(lagged) 변수임. 2) ***, **, *는 계수값이 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함.

□ Wald test 검정 결과는 높은 수익성이 외국인 투자를 유발하진 않지만, 높은 외국인 투자는 기업의 수익성을 높여 준다는 것을 나타냄.

<표 8> 외국인 지분율과 수익성지표간의 Wald 검정량

	$\chi^2(1)$ 값	p-값	H_0 의 기각여부
기업의 수익성 $\leftrightarrow$ 외국인 지분율	0.225	0.635	채택
외국인 지분율 $\rightarrow$ 기업의 수익성	25.507	0.000	기각

주: A $\leftrightarrow$ B는 A변수가 B변수에 영향을 못 미쳤다는 것을, A $\rightarrow$ B는 A가 B변수에 영향을 미친 것을 나타냄.

☐ 이와 같은 결과는 앞 절(2절)의 결과, 즉, 외국인 주식 투자는 기업의 수익성이 높은 기업에 집중되었다는 결과와 일치함.

4. 외국인 주식 보유의 증가는 기업 배당 성향을 높였는가?

☐ 외국인 주식 보유의 증가의 문제점으로 지적되고 있는 국부 유출 논란과 관련 해서 외국인 주식 보유와 기업 배당 성향의 관계를 분석하고자 배당 성향과 외국인 투자 지분과의 관계를 모형을 통해 분석해 보았음.

- 배당성향은 배당총액/당기순이익으로 정의됨.

- 분석의 목적은 과연 외국인 주식 투자가 배당 성향이 높은 기업에 투자를 많이 한 것인지, 외국인 주식 투자 후에 배당 성향이 높아졌는지에 대한 해답을 제시하고자 함.

☐ 외국인 지분 보유 비중 증가가 배당성향에 미치는 효과를 분석한 결과 외국인 지분 비중 증가가 배당성향과는 무관한 것으로 나타났음.

- 외국인 지분 비중이 배당성향에 미치는 효과는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타남.

- 이러한 결과는 외국인 지분 비중이 높을수록 배당성향을 높인다는 주장이 옳지 않음을 의미함¹⁴⁾.

14) 박현수 외(2004)는 panel data 모형을 사용하여 외국인투자가 배당에 미치는 영향을 추정하여 외국인투자가 배당 성향을 유의하게 증가시킨다는 결과를 얻었으나, 분석대상을 KOSPI200 구성종목에 해당하는 기업에 한정하였으므로 상장기업과 코스닥 기업 전체를 표본으로 하는 본 연구의 결과와는 다를 수 있음. 반면 김재철 외(2004)는 개별기업 수준에서 외국인 소유비중과 배당과의 관계를 분석하여 외국인 주식 보유 증가에 따른 고액배당 문제는 심

- 배당성향을 결정하는 요인으로서는 부채비율, 기초현금비율, 매출액증가율이 더 많은 영향을 미침. 즉, 부채비율이 높은 경우, 기초현금비율이 높을 경우, 매출액 증가율이 높을 경우 배당성향이 높아지는 경향이 나타남.

<표 9> 외국인지분율이 배당성향에 미치는 효과

	배당성향	외국인 지분율	부채비율	기초현금비율	매출액 증가율
추정치	0.097***	0.228	0.001*	0.001***	-0.044*
t-통계량	4.984	0.986	1.717	4.261	-1.880

주: 1) 모든 변수는 전기(lagged) 변수임. 2) ***, **, *는 계수값이 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함.

- 한편, 배당성향이 높은 기업에 외국인 투자가 많은가에 대한 해답을 찾기 위해서 종속 변수를 외국인 지분 보유 비율로 설정하여 앞 절의 식 (1)을 추정해 보았음.

- 배당성향이 외국인 지분율에 미치는 효과를 분석한 결과 배당성향이 외국인 지분율에 미치는 효과가 부(-)의 방향으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않았음.

<표 10> 배당성향이 외국인 지분율에 미치는 효과

	외국인 지분율	배당성향	부채비율	기초현금비율	매출액 증가율
추정치	0.522***	-0.004	-0.001*	-2.65E-05*	0.021**
t-통계량	7.409	-0.330	-1.839	-1.809	2.277

주: 1) 모든 변수는 전기(lagged) 변수임. 2) ***, **, *는 계수값이 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함.

- 외국인 지분 확대가 기업의 배당성향에 영향을 미쳤는지 아니면 기업의 배당성향이 외국인 지분율의 증가에 영향을 미쳤는지를 규명한 결과(Wald 검정) 외국인 지분 확대와 기업의 배당성향은 양방향으로 영향을 미치지 않는 것으로 나타났음.

- 이는 배당 성향과 외국인 주식 투자 증가의 인과관계가 개별 기업의 경우 성

각하지 않은 것으로 판단함.

립하지 않음을 나타내고 있음.

<표 11> 외국인 지분율과 배당성향 간의 Wald 검정량

	$\chi^2(1)$ 값	p-값	H_0 의 기각여부
배당성향 $\rightarrow$ 외국인 지분율	0.109	0.742	채택
외국인 지분율 $\rightarrow$ 배당성향	0.972	0.324	채택

주: A $\rightarrow$ B는 A변수가 B변수에 영향을 못 미쳤다는 것을, A $\rightarrow$ B는 A가 B변수에 영향을 미친 것을 나타냄.

□ 결론적으로 외국인 주식 보유 비중이 높은 기업이 배당 성향을 높인 것이 아니라 전반적으로 국내 기업의 배당 성향이 높아졌고, 이에 따라 국내 주식을 보유하고 있는 외국인 투자자에게 높은 배당이 지급된 것으로 판단됨.

- 연도별로 국내 기업의 전체 배당 성향과 외국인 주식 보유 비중과의 관계를 살펴보면, 국내 기업의 배당 성향이 높아진 것을 알 수 있음.
- 국내 기업의 배당 성향은 1997년 0.15에서 2003년 0.21로 증가함.
- 한편, 외국인 주식 보유 비중이 높은 기업의 배당성향이 높은 경향은 최근 나타나고 있으나 2000년과 2001년의 경우 오히려 외국인 주식 보유 비중이 높은 기업이 낮은 배당성향을 보이기도 하였음.

<표 12> 국내 기업의 배당 성향 추이와 외국인 주식 보유 비중 비교

연도	전체 기업	A	B
1997	0.15	0.11	0.15
1998	0.14	0.23	0.13
1999	0.14	0.26	0.14
2000	0.17	0.10	0.17
2001	0.16	0.15	0.17
2002	0.19	0.41	0.18
2003	0.21	0.23	0.21
2004	0.18	0.23	0.18

주: A항은 외국인 지분율이 50% 이상인 기업의 평균을 나타내며 B항은 그 미만인 기업의 평균을 의미함.

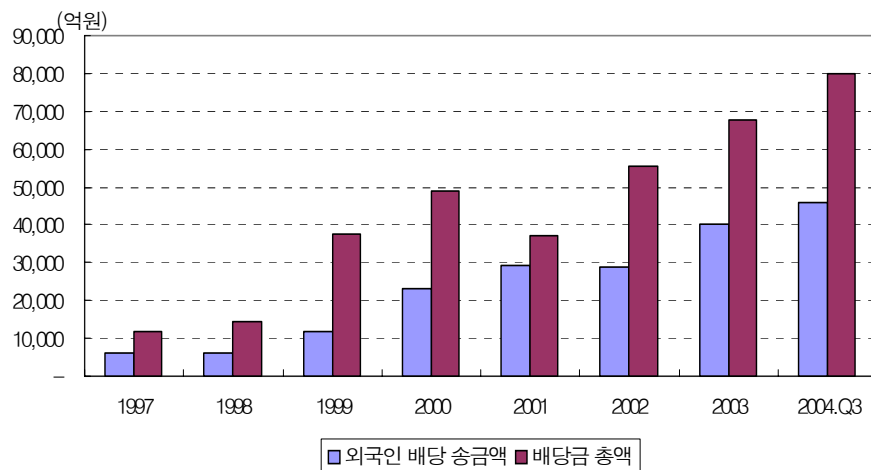
□ 1997년 이후 국내 전체 기업의 배당성향은 지속적으로 높아지는 경향을 보이고 있으며, 이에 따라 외국인 배당 송금 규모도 지속적으로 증가하였음.

- 국내 기업의 총 배당 금액은 1997년 1조1천억원에서 2004년에는 7조9천억원으로 증가하였음.

- 외국인 배당 송금 규모는 1997년 6천억원에서 2004년 4조6천억원으로 증가함.

- 평균적으로 총 배당금액 중 외국인 배당 금액의 비중은 50%를 상회하고 있음 (2004년의 경우 57%를 기록함).

<그림 8> 국내 기업 배당금 추이와 외국인 배당 송금 추이



□ 배당총액이 큰 5개 대기업의 배당금 추이를 연도별로 살펴보면, 이들 기업의 배당금이 전체 배당금에서 차지하는 비중이 높으며, 더욱이 이들 기업의 외국인 주식 보유 비중이 매우 높은 것으로 나타남.

- 2004년 외국인 배당 송금액 4조 6천억원 중 이들 5대 기업의 배당 총액의 합계는 3조원으로 전체 외국인 배당 총액의 65%를 차지함.

<표 13> 주요 기업의 배당금 총액과 외국인 주식 보유 비중 비교

(단위: 억원)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
삼성전자(주)	599 (0.29)	877 (0.47)	3,427 (0.47)	4,226 (0.54)	2,541 (0.59)	8,286 (0.54)	8,051 (0.57)	7,727 (0.54)
한국전력공사	1,390 (0.1)	2,785 (0.19)	2,996 (0.22)	3,333 (0.26)	3,514 (0.26)	5,113 (0.25)	6,615 (0.28)	7,241 (0.29)
SK텔레콤(주)	55 (0.32)	75 (0.33)	154 (0.31)	481 (0.33)	572 (0.32)	1,517 (0.39)	4,048 (0.46)	6,846 (0.48)
(주)포스코	923 (0.25)	1,175 (0.3)	1,599 (0.3)	1,628 (0.48)	1,632 (0.61)	2,452 (0.61)	4,035 (0.66)	5,232 (0.69)
(주)KT	834 (0.0)	680 (0.0)	916 (0.05)	1,592 (0.19)	2,240 (0.37)	2,128 (0.41)	4,215 (0.45)	4,215 (0.48)

주: ()은 외국인 주식 보유 비중을 나타냄.

5. 외국인 주식 보유 비중 증가가 국내 기업의 설비 투자를 위축시켰는가?

- ☐ 외국인 주식 보유 비중 증가의 문제점으로 지적되고 있는 논란 중에 하나가 외국인 주식 보유 증가로 인해 기업의 장기적인 성장을 위한 설비 투자가 감소한다는 것임.
- ☐ 외국인 주식 보유 확대가 기업 설비 투자를 위축시켜 장기 성장성을 저해하였다는 주장을 평가하기 위해서 외국인 주식 보유 확대와 설비투자와의 관계를 모형을 통해 분석하였음.
 - 외국인투자와 설비투자의 관계를 살펴보는 이유는 외국인투자자의 영향으로 설비투자가 위축된다면 이는 우리나라 장기성장에 부정적인 영향을 미치는 것이기 때문임.
 - 본 절에서는 설비투자의 대용변수로서 고정자산의 증가율을 활용함. 설비투자(고정자산증가율)에 영향을 미치는 외생변수로는 전기의 외국인지분, ROE, 기초현금비율, 당기순이익 등임.
- ☐ 외국인 지분 증가가 설비투자(고정자산증가율)에 미치는 효과를 분석한 결과 외국인 지분 증가가 설비투자에 미치는 효과는 미미한 것으로 나타남.

- 외국인지분이 설비투자(고정자산증가율)에 미치는 효과는 -0.714이며 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타남.

<표 14> 외국인 지분율이 설비투자에 미치는 효과

	고정자산 증가율	외국인지분율	ROE	기초현금 비율	당기순이익
추정치	0.068***	-0.714	-4.20E-06***	-0.001***	5.41E-10**
t-통계량	6.113	-1.343	-2.921	-3.755	2.039

주: 1) 모든 변수는 전기(lagged) 변수임. 2) ***, **, *는 계수값이 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함.

- 박현수 외(2004)는 외국인투자가 설비투자를 유의하게 감소시킨다는 결과를 얻었으나, 분석대상을 KOSPI200 구성종목에 해당하는 기업에 한정하였으므로 상장기업과 코스닥 기업 전체를 표본으로 하는 본 연구의 결과와는 다를 수 있음.

- 즉, 주식시장 전반적으로 볼 때 외국인투자로 인해 설비투자가 감소하는 영향은 미미하다고 할 수 있음.

- 설비투자(고정자산증가율)가 외국인 보유 지분에 미치는 효과를 분석한 결과, 설비투자가 외국인 지분율에 미치는 효과가 양(+)의 방향으로 나타났으며 통계적으로도 유의함.

- 이는 외국인 주식 투자가 장기 성장성을 대표하는 설비투자가 높은 기업에 이루어지고 있음을 의미하며, 외국인 주식 투자가 단기적인 수익 증대뿐만 아니라 장기성장성에 의해서도 이루어지고 있음을 간접적으로 나타내고 있음.

- 반면 ROE, 기초현금비율, 당기순이익 등 다른 변수들은 외국인 지분율을 설명하지 못하는 것으로 나타남.

<표 15> 설비투자가 외국인 지분율에 미치는 효과

	외국인 지분율	고정자산 증가율	ROE	기초현금 비율	당기순이익
추정치	0.425***	0.007**	-2.27E-07	-4.67E-06	5.53E-11
t-통계량	6.677	2.424	-1.286	-0.969	1.459

주: 1) 모든 변수는 전기(lagged) 변수임. 2) ***, **, *는 계수값이 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미함.

- ☐ 외국인 지분 확대가 기업의 설비투자에 영향을 미쳤는지 아니면 기업의 설비투자가 외국인 지분율의 증가에 영향을 미쳤는지를 알아보는 인과관계검정(Wald Test)을 실시한 결과 외국인 지분 증대가 설비투자에는 영향을 미치지 않지만, 반면 설비투자증가는 외국인 지분에 영향을 주는 것으로 나타남.

<표 16> 외국인 지분율과 설비투자간의 Wald 검정량

	$\chi^2(1)$ 값	p-값	H_0 의 기각여부
설비투자 $\rightarrow$ 외국인 지분율	5.877	0.015	기각
외국인 지분율 $\rightarrow$ 설비투자	1.803	0.179	채택

주: A $\rightarrow$ B는 A변수가 B변수에 영향을 못 미쳤다는 것을, A $\rightarrow$ B는 A가 B변수에 영향을 미친 것을 나타냄.

- ☐ 결론적으로 외국인은 설비투자 비율이 높아서 장기적인 성장의 가능성이 높은 기업에 투자를 하며, 외국인 투자가 증가함으로써 설비투자가 감소하는 것은 아님을 확인할 수 있음.

6. 외국인 주식 투자 증가가 기업지배구조를 개선하는가?

- ☐ 외국인 주식 보유 비중이 높은 기업이 당해 기업의 기업지배구조를 개선하였는가하는 질문에 답하기 위해서 기업 지배 구조 투명성 지수를 설정하고 이를 외국인 주식 보유 비중과 비교해 보았음.

- 기업 지배 구조 투명성을 나타내는 전체 이사 중 사내 경영진을 견제하기 위한 이사 즉, 사외 이사와 감사의 비중이 얼마나 되는가를 판단 기준으로 설정하였음.

$$\text{기업지배구조 투명성 지수} = (\text{사외이수 수} + \text{감사}) / \text{총 이사 수}$$

- ☐ 분석기간 중 거래소와 코스닥에 등록된 기업의 평균 기업지배구조 투명성 지수의 평균은 0.24로 나타났음.

- 기업지배구조 투명성 지수와 당해 기업의 외국인 주식 보유 비중과의 상관관계를 추정한 결과 -0.16으로 투명성 지수와 외국인 주식 보유 비중과는 정의 상관관계가 존재하지 않는 것으로 나타났음.

□ 그러나 외국인 주식 보유 비중이 높은 기업의 경우 기업지배구조 투명성 지수가 높은 것으로 나타났음.

- 외국인 주식 보유 비중이 50% 미만인 경우 평균적으로 외국인 주식 보유 비중이 높은 기업의 기업지배구조 투명성 지수가 낮은 것으로 나타났으나
- 외국인 주식 보유 비중이 60%를 넘어선 경우 기업지배구조 투명성 지수가 60% 미만인 기업보다 높게 나타났으며, 그 차이는 더욱 커짐.

<표 17> 외국인 주식 보유 비중과 기업지배구조 투명성 지수

	전체	30%		40%		50%		60%		70%	
		A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
기업지배구조	0.24	0.204	0.252	0.21	0.25	0.234	0.248	0.25	0.24	0.30	0.24

- 주: 1) 30%, 40%, 50%는 각각 외국인 지분율을 나타내며, A항은 외국인 지분율이 특정한 외국인 지분율 이상으로 구분되는 기업의 평균을 나타내며 B항은 미만인 기업의 평균을 의미함.
 2) 기업지배구조는 (사외이사의 수 + 감사위원의 수)/총이사의 수로 계산함.

IV. 결론

□ 해외 자본의 수요가 존재하는 신흥시장국의 입장에서 어떠한 해외 자본을 국내에 유입하는 것이 국익에 도움이 될 수 있는가를 판단하고 이를 정책적으로 유도하는 것은 매우 중요함.

- 국내 외국인 유입 패턴의 흐름은 과거 부채 중심의 외국 자본 유입에서 자산 중심(equity-based)으로 바뀌었음.
- 이는 국가 전체의 위험 관리 차원에서 바람직한 방향이라 판단됨. 즉, 부채 중심의 외국 자본의 경우 시스템 위험을 모두 국내 채무자가 지게 됨에 따라 위험 부담을 국내 채무자가 지는 반면, 자산 중심의 외국 자본이 국내에 많이 유

입되는 것은 위험에 대한 부담을 자산 보유자가 나누게 됨에 따라 외국 자본에 의한 위험 증가 요인이 축소되게 됨.

□ 한편, 일반적으로 신흥시장국의 입장에서 소유와 경영에 동시에 참여하는 직접 투자 형태의 외국 자본 유입을 선호하는 유인이 존재함.

- 일반적으로 직접투자 형태의 외국인 자본 유입은 단순한 자본 제공뿐만 아니라 선진 기술 및 경영 수업을 동시에 수반할 가능성이 높다고 알려지고 있음.
- 더욱이 일련의 신흥시장국 금융위기 발생 전후의 외국 자본 유출입의 변동성을 분석해 보면, 직접투자의 경우 유출입의 변동성이 다른 형태의 자본 유입보다 낮은 것으로 나타나고 있음¹⁵⁾.

□ 현재 국내 외국인 자본 유입의 형태는 자산 중심의 외국인 자본 유입이 많은 비중을 차지하고 있고, 더욱이 직접 투자 형태의 자본 유입이 더욱 늘어날 전망이다.

- 특히 직접투자 형태의 자본 유입 중 인수 합병(M&A) 형태의 외국 자본 유입이 높아지고 있어 소유와 경영에 동시에 참여하는 외국인 자본 유입이 늘어날 전망이다.
- 따라서 최근 문제가 되고 있는 일부 외국 자본의 약탈적 주주 행위 등의 문제를 외국인 자본의 문제라기보다는 시장 안정성 차원에서 검토하는 것이 바람직함.

□ 제 II 장과 III 장에서 살펴본 바와 같이 외국인 주식 보유 비중 증가는 전반적으로 부정적인 효과가 크지 않으며, 주가수익률 상승과 같은 긍정적인 효과가 존재하는 것으로 나타났다.

- 거시적으로 경제성장에 대한 평가는 유보적이며, 주식시장에 대한 긍정적인 영향이 있는 것으로 나타났다 (유동성 제고 및 주가 상승). 환율 변동성은 외국인 자본 유입과 무관한 것으로 분석됨.

15) 그러나 직접투자 형태의 외국 자본 유입도 채권 발행 및 주식 매각 등의 방법으로 자본 유출이 빠르게 진행될 수 있음을 간과해서는 안될 것임 (Goldstein and Razin, 2002, An information-based trade off between foreign direct investment and foreign portfolio investment, NBER working paper 9426 참고)

- 한편, 미시적으로 개별 기업 자료를 통해 분석한 결과, ① 외국인 주식 투자는 매출 규모와 총자산이 큰 대기업에 집중되며, ② 외국인 주식 비중이 높은 기업의 수익성이 좋으며, ③ 외국인 주식 비중이 높은 기업의 배당성향이 높은 것은 아니며, ④ 외국인 주식 보유 비중이 높은 기업의 경우 설비 투자가 감소하는 것은 아니며, ⑤ 외국인 주식 보유 비중이 높은 기업의 지배구조가 개선되는 경향이 있는 것으로 나타났다.

참고 문헌

대한상공회의소, “주주행동주의의 국내외 비교와 정책시사점,” 2005.3.

박현수, 김경원, “외국인 주식투자가 국내기업의 성장에 미치는 영향,” 삼성경제연구소 Issue Paper, 2004.12.

윤덕룡, 송원호, 백승관 (2005), “증시개방 이후의 주가결정요인에 관한 연구,” 대외경제정책연구원, 2005.4.

전승철, 윤성훈, 이병창, 이대기, 이현영, “투기성 외국자본의 문제점과 정책과제,” 한국은행, 2005.

한국은행, 「외국인 투자기업에 대한 경영성과분석」, 2003.10.

Financial Times, "Seoul's new rules anger overseas investors," 2005.3.31.

Goldstein and Razin, An information-based trade off between foreign direct investment and foreign portfolio investment, NBER working paper 9426, 2002

Holtz-Eakin, D., W. Newey, and H.S. Rosen, "Estimating vector autoregressions with panel data," Econometrica 56, No. 6, pp.1371-1395, 1988.