

글로벌 금융위기와 외국인투자자의 감시자 역할

Global Financial Crisis and the Monitoring Role of Foreign Investors

이창섭*, 전홍민**, 서승범***

세종대학교 경영학부*, 충북대학교 경영학부**, 연세대학교 경영학부***

Chang Seop Rhee(crhee2@sejong.ac.kr)*, Hong-min Chun(hmchun@cbnu.ac.kr)**,
Seung Bum Soh(handwalk@gmail.com)***

요약

본 연구의 목적은 국내 자본시장에서 외국인투자자의 감시자 역할로부터 발생하는 영향력이 글로벌 금융위기에 따라 차별적으로 관찰되는지를 실증적으로 분석하는 것이다. 본 연구에서는 2003년부터 2015년까지 총 2,919개의 기업데이터를 수집하여 외국인투자자 지분율과 기업의 자기자본비용 사이의 상관관계분석을 글로벌 금융위기 상황여부에 따라 수행하였다. 실증분석 결과, 외국인투자자는 일반적으로 기업에 대한 감시자 역할(monitoring role)을 효과적으로 수행함으로써 국내 자본시장에서 순기능적인 역할을 하고 있었다. 그러나 글로벌 금융위기 시와 같이 자본시장의 위험 수준이 극대화될 경우에는 이들의 감시자 역할이 효과적으로 이뤄지지 못하는 것으로 관찰되었다. 본 연구는 외국인투자자의 영향력이 자본시장의 위험 수준에 따라 달라질 수 있음을 제시하였는데 시장참여자와 학계에 공헌 할 수 있을 것으로 기대된다.

■ 중심어 : | 글로벌 금융위기 | 외국인투자자 | 자기자본비용 | 자본시장 위험 | 감시자 역할 |

Abstract

The purpose of this study is to empirically analyze whether the influence of foreign investors from the monitoring role in Korean capital market is observed differently in accordance with the global financial crisis situation. We collected a total of 2,919 firm data from 2003 to 2015 and performed the empirical tests between foreign investor ownership and firms' cost of equity capital separately according to the situation of the global financial crisis. From the empirical results, foreign investors in general were playing a positive function in the Korean capital market by effectively performing the monitoring role for companies. However, we observed that their monitoring role is not effectively performed when the risk level of capital market is maximized, such as during the global financial crisis. The study suggested that the influence of foreign investors may vary depending on the level of risk in the capital market, which is expected to contribute to the market participants and academia.

■ keyword : | Global Financial Crisis | Foreign Investor | Cost of Equity Capital | Capital Market Risk | Monitoring Role |

I. 서론

자본시장이 세계화 되면서 자국민의 투자뿐만 아니라

외국인의 투자도 계속 늘어나고 있으며, 투자자의 지리적 활동 영역이 확장됨에 따라 투자 포트폴리오에 타국 자본시장의 주식을 포함하는 것은 더 이상 어려운

접수일자 : 2019년 07월 04일

수정일자 : 2019년 07월 30일

심사완료일 : 2019년 08월 05일

교신저자 : 전홍민, e-mail : hmchun@cbnu.ac.kr

일이 아니다. 국내 자본시장은 1990년대 후반 외국자본을 허용한 이래로 국내 자본시장에 대한 외국인투자자는 매년 꾸준히 증가하고 있다.

국내 자본시장의 외국인투자자의 경우 대부분 기관에 속해있기 때문에 투자 규모가 매우 큰 편이다[1]. 특히, 2000년 초반, 국내 유가증권 상장주식의 약 40%를 외국인투자자가 보유하였으며, 현재까지 평균적으로 약 35%정도를 보유함으로써 국내 자본시장에서 외국인투자자의 영향력은 매우 크다고 볼 수 있다[2].

선행연구에 따르면, 일반적으로 외국인투자자는 국내 일반투자자보다 정보우위에 있으며, 국내 자본시장에서 순기능적인 역할을 한다고 보고됐다[3-5]. 즉, 외국인투자자는 국내 일반투자자보다 기업에 대한 정보를 쉽게 취득하고 보유할 수 있으며 정보 처리능력이 뛰어나기 때문에 국내 자본시장에서 외국인투자자는 이와 같은 정보우위를 바탕으로 기업에 대한 감시자 역할(monitoring role)을 효과적으로 수행한다고 알려져 있다.

안윤영, 신형한, 장진호(2005)와 김성혜, 이아영, 전성빈(2012)은 외국인투자자 지분율이 높을수록 기업의 이익조정 행위가 줄어든다고 설명함으로써 외국인투자자가 국내 자본시장에서 감시자 역할을 적절히 수행하고 있음을 제시하였다[3][4]. 특히, Rhee and Chun(2018)은 외국인투자자 지분율이 높을수록 기업의 자기자본비용이 감소된다는 실증적 증거를 제시함에 따라 외국인투자자가 국내 자본시장에서 순기능적인 역할을 하고 있다고 설명하였다[5].

그럼에도 불구하고, 외국인투자자는 '검은머리 외국인'으로 불리며 국내 자본시장에 부정적인 영향을 끼친다는 시각도 존재한다[6]. 이는, 외국인투자자의 단기적이고 투기적인 투자성향에 따른 것으로 판단된다. 특히, 금융위기와 같은 국내 자본시장의 환경이 변화하는 상황에서 외국인투자자는 일반투자자보다 극단적인 의사결정을 수행하는 것으로 알려진다[7].

본 연구에서는 외국인투자자의 국내 자본시장에서의 역할이 자본시장의 위험이 높아지는 상황에서 차별적으로 나타날 수 있다고 판단하여, 외국인투자자의 영향력이 글로벌 금융위기 발생여부에 따라 달라지는 지 분석하고자 한다. 이를 검증하기 위해, Rhee and

Chun(2018)의 연구모형을 기반으로 글로벌 금융위기 시기와 이를 제외한 시기를 구분하여 실증분석을 수행하였다[5].

실증분석 결과, 글로벌 금융위기 시기가 아닌 경우 국내 자본시장에서 외국인투자자는 기업의 자기자본비용을 유의하게 감소시키는 감시자 역할을 수행함으로써 선행연구 결과를 지지하였다. 반면, 글로벌 금융위기 기간(2008년부터 2009년)인 경우, 외국인투자자 지분율과 기업의 자기자본비용 사이의 유의한 상관관계가 사라지는 것이 관찰되었다. 이는 국내 자본시장에서 외국인투자자의 영향력이 자본시장 위험 수준에 따라 변화될 수 있다는 것을 의미한다.

본 연구에서는 외국인투자자의 영향력이 시장위험도에 따라 다르게 나타날 수 있음을 보고함으로써 외국인투자자의 전체적인 영향력만 살펴보았던 선행연구와의 차별점이 있으며, 다음과 같은 연구 공헌점이 있다. 첫째, 국내 자본시장에서 외국인투자자의 영향력에 대한 긍정적인 또는 부정적인 인식이 모두 존재하는데, 자본시장의 위험수준에 따라 이들의 영향력이 변화될 수 있다는 실증근거를 제시함으로써 이들의 인식에 대한 시사점을 제공하였다는 데 의의가 있을 것이다. 둘째, 자본시장의 위험 수준이 높아짐에 따라 외국인투자자가 기업의 자기자본비용을 효과적으로 줄이는 역할 수행이 어려울 수 있으므로 기업지배구조 측면에서의 장치보완의 필요성을 제시함으로써 시장참여자들과 학계에 공헌할 것으로 기대된다.

본 논문은 총 5장으로 구성되어 있다. 2장에서는 외국인투자자 현황과 선행연구를 살펴본 후 연구가설을 설정한다. 3장에서는 연구방법론을 설명하고, 4장에서는 실증분석 및 추가분석 결과를 제시한다. 마지막으로 5장에서는 본 논문의 결과 요약 및 결론을 제시한다.

II. 연구배경 및 가설설정

1. 외국인투자자 현황

국내 자본시장은 1990년대 말부터 외국자본에 대한 개방이 허용되었으며, 외국인이 국내 자본시장에 투자하기 위해서는 외국인투자자 등록제도에 따라 금융감

독원으로부터 투자등록증을 발급받아야 한다[5].

[표 1]은 2003년부터 2015년까지 외국인투자자 현황을 나타내며, 2003년 대비 2015년의 외국인투자자 수는 약 2.7배 증가한 것을 확인할 수 있다[2]. 외국인투자자 증가율은 글로벌 금융위기 시기인 2008년까지 크게 증가하는 편이었으나, 글로벌 금융위기 이후 2010년부터 감소하는 추세를 확인할 수 있다.

표 1. 외국인투자자 현황

연도	외국인 투자자 수 (명)	외국인 투자자 증가율 (%)	유가증권시장 상장주식 보유금액		
			외국인 투자자 보유금액 (십억원)	시가 총액 (십억원)	외국인 투자자 보유비중 (%)
2003	15,335	8.54	142,534	355,362	40.1
2004	16,899	10.20	173,157	412,588	42.0
2005	18,499	9.47	260,262	655,074	39.7
2006	20,635	11.55	262,533	704,587	37.3
2007	22,993	11.43	308,047	951,900	32.4
2008	25,740	11.95	166,932	576,887	28.9
2009	27,984	8.72	289,279	887,316	32.6
2010	31,060	10.99	375,463	1,141,885	32.9
2011	33,630	8.27	341,943	1,041,999	32.8
2012	35,682	6.10	400,582	1,154,294	34.7
2013	37,611	5.41	417,462	1,185,974	35.2
2014	39,677	5.49	405,474	1,192,253	34.0
2015	41,602	4.85	399,618	1,242,832	32.2

출처: 외국인투자자 증권매매동향, 금융감독원.

외국인투자자는 2004년에는 국내 전체 유가증권 상장주식 보유금액의 42%까지 보유하였으며, 2003년부터 2015년까지 외국인투자자 보유율은 35%이다. 이는 국내 자본시장에서 외국인투자자의 영향력이 매우 크다는 것을 의미한다[2]. 이에, 국내 일반투자자가 외국인투자자의 기업투자관련 의사결정에 주목하고 따르는 현상이 나타나기도 한다[8].

2. 선행연구 및 가설설정

외국인투자자에 관한 연구는 외국인투자자의 능력과 자본시장에서의 역할에 대하여 주로 이뤄졌다. 일반적으로 국내 자본시장에서 외국인투자자는 국내 일반투자자보다 정보의 취득·보유·처리 능력이 우수하며, 이에 따라 국내기관투자자나 혹은 개인투자자보다 높은 투자성적을 나타내는 것으로 알려져 있다[9]. 보다 구체적으로, 김동순과 전영순(2004)은 이익 공시시점을 대

상으로 사건 연구를 진행하였으며, 연구결과 외국인투자자는 주가상승 종목을 보다 잘 분별함으로써 이익공시 전에 이들 종목을 미리 순매수하여 초과수익률을 얻는 반면 국내 일반투자자는 손실이 발생하였음을 보고하였다[10]. 고광수와 김근수(2004)는 포트폴리오 성과 분석을 수행하였으며 연구결과 외국인투자자의 수익률이 국내 일반투자자보다 높다고 보고하였다[11]. 외국인투자자와 국내 일반투자자의 수익률을 살펴본 오승현과 한상범(2008)의 연구에서도 외국인투자자가 국내 일반투자자보다 높은 수익률을 달성하였다고 보고하였다[12]. 위의 연구에서와 같이, 국내 자본시장에서 외국인투자자는 국내 일반투자자보다 정보의 취득·보유·처리 능력의 우위성을 갖고 있으며, 이러한 정보우위를 통해 정보비대칭을 감소시킴으로서 기업의 외부 감시자의 역할을 수행한다고 알려졌다[3][13][14].

안윤영, 신현한, 장진호(2005)는 외국인투자자가 많을수록 기업의 발생액을 이용한 이익조정 행위가 줄어든다고 보고하였으며, 김성혜, 이아영, 전성빈(2012)은 외국인투자자가 많을수록 기업의 실물활동을 이용한 이익조정 행위가 줄어든다고 보고하였다[3][4]. 이는 외국인투자자가 국내 자본시장에서 기업의 외부 감시자 역할을 적절히 수행함으로써 기업의 이익조정 행위를 제재하고 있음을 의미한다. Rhee and Chun(2018)의 연구에서는 외국인투자자가 기업의 자기자본비용에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였으며, 연구결과 외국인투자자 지분율이 증가할수록 기업의 자기자본비용이 낮아진다고 보고하였다[5]. 일반적으로 기업의 자기자본비용은 기업의 회계투명성이나 위험도에 따라 증감하는데, 외국인투자자가 기업의 자기자본비용을 낮춘다는 결과는 외국인투자자가 기업에 대한 감시자 역할을 활발히 수행함으로써 기업의 회계투명성이 향상되어 결과적으로 회계위험이 낮아지는 것으로 판단된다.

그러나 외국인투자자가 국내 자본시장에서 긍정적인 역할을 수행하고 있다는 연구결과에도 불구하고 여전히 '검은머리 외국인'으로서 외국인투자자에 대한 부정적인 인식이 존재한다[6].

이러한 부정적인 인식은 외국인투자자의 단기적이고 투기적인 성향에 따른 것으로서 판단되며, 국내 자본시장에서 과연 외국인투자자가 선행연구에서 주장한 바

와 같이 기업 감시자 역할을 제대로 수행하고 있는 지에 대한 검증이 요구된다[7].

본 연구에서는 선행연구에서 보고된 외국인투자자의 순기능적인 역할이 국내 자본시장의 위험 수준에 따라 변화할 수 있을 것으로 가정하였다. 글로벌 금융위기 시기에는 기업의 정보비대칭 수준이 극대화 된다고 알려졌는데, 이 경우 기존 국내 일반투자자대비 외국인투자자의 정보우위가 퇴색되어 이들의 감시자 역할이 제대로 수행되지 못할 것으로 예측된다[15-18]. 이를 뒷받침해주는 연구로서, Choe, Kho, Stulz(2005)는 국내 IMF위기시기인 1996년 말부터 1998년 말까지 국내 일반투자자대비 외국인투자자의 성과를 조사하였는데, 금융위기 기간 동안 외국인투자자는 국내 일반투자자대비 정보 우위를 가지지 못한 것으로 보고됐다[19].

Kim and Wei(2002)의 연구에서 외국인투자자는 시장이 활성화될 때는 급매수하는 한편, 시장침체기에는 급매도를 하는 경향이 있음을 언급하였다[20]. 김상일과 박지영(2013), 고윤성과 서영미(2014)는 외국인투자자가 단기적인 투자성향을 보일 경우, 기업의 이익조정행위와 조세회피성향이 증가하는 것으로 보고했다[21][22]. 즉, 글로벌 금융위기 시기에는 외국인투자자의 정보우위성이 약화되며 단기적 투자성향이 강해짐에 따라 외국인투자자는 기업에 대한 감시자 역할을 제대로 수행하지 못할 것으로 판단된다. 이에, 외국인투자자의 감시자 역할에 따른 기업의 자기자본비용 감소효과는 글로벌 금융위기 시기에 사라질 것으로 예측되므로, 다음과 같이 연구가설을 설정하였다.

연구가설: 외국인투자자가 기업의 자기자본비용에 미치는 영향력은 글로벌 금융위기 발생여부에 따라 차별적으로 나타날 것이다.

III. 연구방법론

1. 연구모형 설정

본 연구에서는 글로벌 금융위기에 따른 외국인투자자의 영향력을 검증하기 위해, Rhee and Chun(2018)의 [연구모형 1]을 기반으로 연구를 진행하였다[5]. [연

구모형 1, 2, 3]에서 제시된 변수의 설명은 표 2와 같다. 통제변수는 선행연구인 Rhee and Chun(2018)을 기반으로 설정되었다.

표 2. 변수설명

변수명	설 명
COE	기업가치 평가모형들(RIVC, RIVI, OJ, & PEG Models)로부터 산출한 자기자본비용 측정치의 산술평균값
GFC	글로벌 금융위기 시기(2008년과 2009년)인 경우 1, 아니면 0인 더미변수
FOR	외국인투자자 지분율
SIZE	시가총액의 자연로그 값
BTM	장부가치 대비 시장가치 비율의 자연로그 값
DTM	부채 대비 시장가치 비율의 자연로그 값
BETA	개별 기업의 과거 60개월(최소 30개월) 월별 주식수익률을 해당 시장수익률로 회귀분석을 수행하여 산출한 베타 값
VOL	최소 과거 2년간 재무자료가 있는 기업을 대상으로 과거 5년간 영업이익의 표준편차를 평균자신으로 나눈 값
DSP	개별 재무분석가의 1년 후 이익예측치의 표준편차를 해당 기업의 재무분석가가 예측한 이익예측치의 평균으로 나눈 값
RISK	베타 값을 추정하기 위한 회귀식으로부터 도출된 잔차의 분산
NUMEST	재무분석가 수
GROWTH	(3년 후의 재무분석가의 이익예측치 평균-2년 후의 재무분석가 이익예측치 평균)/2년 후의 재무분석가 이익예측치 평균
YD	연도 더미변수
ID	산업 더미변수

[연구모형 1]에서는 외국인투자자를 대표하는 독립변수(FOR)와 기업의 자기자본비용을 대표하는 종속변수(COE) 사이의 상관관계를 검증함으로써 국내 자본시장에서 외국인투자자의 감시자 역할이 효과적으로 수행되었는지를 살펴보았다. 자기자본비용(COE)과 외국인투자자 지분율(FOR) 사이에 유의한 부(-)의 상관관계가 나타난다면, 외국인투자자가 기업의 자기자본비용을 효과적으로 감소시키는 것을 의미함으로써 외국인투자자의 감시자 역할이 효과적으로 수행된 것으로 해석할 수 있다. 본 연구에서는 글로벌 금융위기 상황여부에 따라 외국인투자자의 영향력을 살펴보기 위해 글로벌 금융위기 기간과 이를 제외한 기간으로 구분하여 다중회기분석을 수행하였다.

[연구모형 1]

$$COE = \beta_0 + \beta_1FOR + \beta_2SIZE + \beta_3BTM + \beta_4DTM + \beta_5BETA + \beta_6VOL + \beta_7DSP + \beta_8RISK + YD + ID + \epsilon$$

[연구모형 2]에서는 글로벌 금융위기 발생여부를 나타내는 더미변수인 GFC를 생성하여, 외국인투자자 지

분을 변수와의 상호작용항 변수(FOR×GFC)를 추가하였다. 상호작용항 변수를 이용한 실증분석 방법은 외국인투자자관련 다수의 선행연구에서 사용되었으며, 두 변수가 동시에 작용하였을 때 종속변수에 미친 영향을 검증할 수 있다. 본 연구에서는 독립변수인 상호작용항 변수(FOR×GFC)와 종속변수인 자기자본비용(COE) 사이의 유의적인 상관관계가 사라진다면, 외국인투자자는 글로벌 금융위기 상황에서 기업에 대한 감시자 역할을 더 이상 적절하게 수행하지 못한다는 해석이 가능하다.

[연구모형 2]

$$COE = \beta_0 + \beta_1GFC \times FOR + \beta_2GFC + \beta_3FOR + \beta_4SIZE + \beta_5BTM + \beta_6DTM + \beta_7BETA + \beta_8VOL + \beta_9DSP + \beta_{10}RISK + YD + ID + \epsilon$$

[연구모형 3]에서는 보다 강건한 연구결과를 위해 재무분석가 수(NUMEST)와 이익성장성(GROWTH)의 통제변수를 추가하여 설정하였다. 이를 통해, 보다 강건한 연구결과를 도출할 수 있을 것이다.

[연구모형 3]

$$COE = \beta_0 + \beta_1GFC \times FOR + \beta_2GFC + \beta_3FOR + \beta_4SIZE + \beta_5BTM + \beta_6DTM + \beta_7BETA + \beta_8VOL + \beta_9DSP + \beta_{10}RISK + \beta_{11}NUMEST + \beta_{12}GROWTH + YD + ID + \epsilon$$

2. 표본의 선정

본 연구는 글로벌 금융위기에 따른 국내 자본시장에서 외국인투자자의 영향력 변화를 검증하기 위해 2003년부터 2015년까지 국내 코스피 및 코스닥 상장기업 중 다음조건을 만족하는 경우만을 표본으로 선정하였다.

- (1) 변수설정을 위해 재무제표 및 추가 정보들 Kis-Value Database에서 수집 가능한 기업
- (2) 외국인투자자 지분율 및 자기자본비용 관련 위험 측정치의 수집이 가능한 기업
- (3) 결산 월이 12월인 기업
- (4) 금융업에 속하지 않은 기업
- (5) 재무분석가 예측치 및 장부가치가 양(+)의 값인

기업

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량

본 연구의 실증분석에 사용된 변수의 기술통계량 결과는 [표 3]과 같다. 실증분석을 위한 종속변수인 자기자본비용(COE)의 평균값과 중위수는 각각 0.133과 0.127이며, 독립변수인 외국인투자자 지분율(FOR)의 평균값과 중위수는 각각 0.165와 0.145로 관찰되었다.

글로벌 금융위기 기간을 나타내는 터미변수인 GFC의 평균은 0.182로서 전체 관측치의 18.2%가 글로벌 금융위기 기간에 속해있음을 의미한다. 통제변수인 SIZE, BTM, DTM, BETA, VOL, DSP, RISK의 기술통계량은 선행연구(Rhee and Chun, 2018)에서 보고된 결과와 유사하게 관찰됨으로서 실증분석을 수행하기 위한 통제변수의 수치적 문제는 없을 것으로 판단된다 [5].

표 3. 기술통계량

변수명	평균	최소값	중위수	최대값	표준편차
COE	0.133	0.033	0.127	0.327	0.048
FOR	0.165	0.000	0.145	0.652	0.154
GFC	0.182	0.000	0.000	1.000	0.386
SIZE	27.216	24.233	26.947	31.665	1.720
BTM	0.931	0.013	0.761	9.469	0.738
DTM	1.012	0.004	0.543	48.825	1.627
BETA	1.016	0.003	1.002	2.232	0.446
VOL	0.035	0.003	0.027	0.148	0.029
DSP	0.133	0.000	0.089	1.175	0.177
RISK	0.019	0.004	0.014	0.3104	0.015

2. 피어슨 상관관계분석

[표 4]는 본 연구에서 제시된 각각의 변수사이의 상관관계를 검증하기 위한 피어슨 상관관계분석 결과이다. 자기자본비용(COE)과 외국인투자자 지분율(FOR) 사이에는 유의한 부(-)의 상관관계가 나타났다. 이는 기업에 대한 외국인투자자 지분율이 증가할수록 이 기업의 자기자본비용이 감소된다는 것을 의미한다. 즉, 외국인투자자의 기업에 대한 감시가 적절하게 이뤄짐으로써 기업의 자기자본비용이 낮아지는 것으로 해석할 수

있다.

반면, 자기자본비용(COE)과 글로벌 금융위기(GFC) 사이에는 유의한 정(+)의 상관관계가 나타났다. 이는, 글로벌 금융위기 시기에 기업의 자기자본비용이 증가하는 것을 의미한다. 즉, 기업에 대한 위험이 대폭 상승하는 글로벌 금융위기시, 위험에 따른 자기자본비용이 높아지는 것으로 해석된다.

피어슨 상관관계분석은 두 변수 사이의 상관관계를 단순하게 분석하는 것이므로 글로벌 금융위기에 따른 외국인투자자 지분율과 자기자본비용 간의 상관관계를 검증하기에는 제약이 따른다. 이에 다음 절에서는 자기자본비용에 영향을 미칠 수 있는 통제변수를 포함한 실증분석모형을 이용하여 다중회귀분석을 수행한다.

표 4. 피어슨 상관관계분석 결과

변수	COE	FOR	GFC	SIZE	BTM	DTM	BETA	VOL	DSP
FOR	-0.23								
GFC	0.08	-0.09							
SIZE	-0.23	0.44	-0.05	1.00					
BTM	0.48	-0.12	0.02	0.12	1.00				
DTM	0.30	-0.11	-0.03	0.31	0.56	1.00			
BETA	0.11	-0.18	0.07	-0.04	-0.06	0.07	1.00		
VOL	0.08	-0.08	0.03	-0.31	-0.23	-0.20	0.17	1.00	
DSP	-0.02	-0.02	0.02	0.20	0.05	0.17	0.14	0.02	1.00
RISK	0.18	-0.27	0.00	-0.35	-0.14	-0.04	0.28	0.29	-0.03

Note: 진한 이탤릭(Bold and Italic) 값은 5% 수준에서의 유의수준을 의미함.

3. 다중회귀분석

본 연구의 가설을 검증하기 위한 다중회귀분석의 결과는 [표 5]와 같다. 연도별(산업별) · 기업별 효과를 통제하기 위해 연도 더미변수(YD)와 산업별 더미변수(ID)를 포함하였으며, 기업별 군집분석(clustering analysis by firms)을 수행했다.

[표 5]의 실증분석(1)은 전체 연구기간인 2003년부터 2015년까지의 외국인투자자 지분율과 자기자본비용의 다중회귀분석 결과이다. 외국인투자자 지분율과 자기자본비용의 계수 값은 -0.024로서 1%수준에서 유의한 부(-)의 상관관계가 나타났다. 통제변수가 포함된 다중회귀분석 결과에서도 외국인투자자 지분율이 증가할수록 자기자본비용이 감소된다는 피어슨 상관관계분석 결과가 관찰되었다.

실증분석(2)와 실증분석(3)은 비글로벌 금융위기 기간과 글로벌 금융위기 기간으로 구분하여 다중회귀분

석을 수행한 결과이다. 글로벌 금융위기 기간이 제외된 실증분석(2)에서는 실증분석(1)과 동일하게 외국인투자자 지분율과 자기자본비용의 상관관계가 1%수준에서 유의한 부(-)의 값이 관찰되었다. 반면, 글로벌 금융위기 기간을 대상으로 검증한 실증분석(3)에서는 외국인투자자 지분율과 자기자본비용 사이의 유의한 상관관계가 사라지는 것으로 확인됐다. 이러한 결과는 국내 자본시장에서 외국인투자자는 일반적으로 기업에 대한 감시자 역할을 수행함으로써 기업의 자기자본비용을 낮추지만 기업에 대한 정보비대칭성이 극대화되는 글로벌 금융위기 기간에는 감시자 역할을 제대로 수행하지 못한 것으로 해석된다. 특히, 단기마진을 위한 투자 경향이 높은 외국인투자자는 글로벌 금융위기를 감지하는 경우, 투자보류 및 시장철수 결정을 할 유인이 높으므로 감시자 역할을 효과적으로 수행하기 어려울 것으로 판단된다.

표 5. 외국인투자자 지분율이 자기자본에 미치는 영향

변수명	종속변수: COE		
	실증분석(1) 전체 기간	실증분석(2) 글로벌 금융위기 기간 제외	실증분석(3) 글로벌 금융위기 기간
FOR	-0.024*** [-2.830]	-0.025*** [-2.860]	-0.017 [-1.065]
SIZE	-0.005*** [-5.226]	-0.005*** [-4.415]	-0.008*** [-6.063]
BTM	0.023*** [9.262]	0.023*** [8.251]	0.025*** [6.599]
DTM	0.005** [2.428]	0.005** [2.220]	0.006*** [2.637]
BETA	0.006*** [2.958]	0.007*** [3.077]	0.004 [0.934]
VOL	0.152*** [3.888]	0.117*** [2.642]	0.274*** [4.162]
DSP	-0.009* [-1.679]	-0.014** [-2.301]	0.014 [1.377]
RISK	0.086 [1.182]	0.145* [1.754]	-0.126 [-1.084]
Constant	0.268*** [9.864]	0.253*** [8.780]	0.319*** [9.398]
YD	Included	Included	Included
ID	Included	Included	Included
Cluster by Firm	Yes	Yes	Yes
Observations	2,919	2,387	532
R-squared	0.461	0.483	0.343

Note: ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서의 유의수준을 의미하며, [괄호]는 t값을 나타냄.

4. 추가분석

앞선 다중회귀분석에서는 전체 표본을 글로벌 금융

위기 기간과 그렇지 않은 기간으로 구분하여 검증하였다. 추가분석에서는 전체 표본을 대상으로 글로벌 금융위기 기간을 나타내는 변수인 GFC를 추가하여 글로벌 금융위기에 따른 외국인투자자가 자기자본비용에 미치는 영향을 검증하였다.

[표 6]의 추가분석(1)에는 기존 연구모형에서 글로벌 금융위기 더미변수(GFC)와 외국인투자자 지분을 및 글로벌 금융위기 더미변수의 상호작용항 변수(FOR×GFC)가 포함되었다. 추가분석(1)의 결과, 글로벌 금융위기가시 기업의 자기자본비용은 유의하게 증가되는 반면, 글로벌 금융위기와 외국인투자자 지분의 상호작용항 변수에서는 유의한 계수 값이 관찰되지 않았다. 여기에, 재무분석가 수(NUMEST)와 이익성장성(GROWTH)을 통제변수로 포함하여 검증한 추가분석(2)에서도 글로벌 금융위기가시 기업의 자기자본비용은 유의하게 증가되지만 글로벌 금융위기와 자기자본비용의 상호작용항 변수와의 유의성은 나타나지 않았다.

본 연구의 다중회귀분석 및 추가분석 결과를 종합하면 국내 자본시장에서 외국인투자자의 감시자 역할로부터 발생하는 영향력은 글로벌 금융위기 상황에서 유의하게 나타나지 않음으로서, 자본시장의 위험 수준에 따라 외국인투자자의 영향력은 변화될 수 있다고 판단된다.

표 6. 추가분석 결과

변수명	종속변수: COE	
	추가분석(1)	추가분석(2)
	GFC 상호작용항 포함	GFC 상호작용항 및 추가 통제변수 포함
FOR × GFC	-0.009 [-0.836]	-0.010 [-0.955]
GFC	0.007** [2.535]	0.007** [2.495]
FOR	-0.001 [-0.089]	0.001 [0.117]
SIZE	-0.019*** [-9.015]	-0.019*** [-9.299]
BTM	0.030*** [9.608]	0.030*** [9.653]
DTM	0.001 [0.515]	0.001 [0.295]
BETA	-0.003 [-1.149]	-0.004 [-1.489]
VOL	0.136*** [3.252]	0.106*** [2.596]
DSP	0.002 [0.355]	-0.034*** [-5.213]

RISK	0.294*** [3.129]	0.334*** [3.713]
NUMEST		0.026*** [8.518]
GROWTH		0.619*** [10.697]
Constant	0.607*** [10.395]	0.000** [2.025]
YD	Included	Included
ID	Included	Included
Cluster by Firm	Yes	Yes
Observations	2,919	2,919
R-squared	0.331	0.392
Number of Stock	703	703

Note: ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서의 유의수준을 의미하며, [괄호]는 t값을 나타냄.

V. 결론

본 연구는 2003년부터 2015년까지 총 2,919개의 관측치를 이용하여 국내 자본시장에서 외국인투자자의 영향력이 글로벌 금융위기 상황에서 변화되는지를 실증적으로 분석하였다. 이를 검증하기 위해 글로벌 금융위기 기간과 글로벌 금융위기 기간을 제외한 그룹으로 구분한 뒤 외국인투자자 지분율과 기업의 자기자본비용 사이의 상관관계를 살펴보았다.

연구결과, 국내 자본시장에서 외국인투자자는 일반적으로 기업에 대한 감시자 역할을 적절하게 수행함으로써 기업의 자기자본비용을 낮추는 긍정적인 영향력을 보여주었다. 그러나 이러한 외국인투자자의 긍정적인 영향력은 글로벌 금융위기 기간에서 사라지는 결과가 관찰되었다. 이는 국내 자본시장의 위험 수준에 따라 외국인투자자가 국내 자본시장에 미치는 영향력이 변화될 수 있음을 제시하는 결과이다.

보다 강건한 연구결과를 도출하기 위해, 글로벌 금융위기 발생여부를 나타내는 더미변수(GFC)와 외국인투자자 지분율(FOR)의 상호작용항 변수와 추가 통제변수를 포함한 다중회귀분석을 수행했다. 추가분석 결과에서도 외국인투자자가 기업의 자기자본비용에 미치는 영향력이 글로벌 금융위기 발생여부에 따라 차별적으로 나타나고 있음을 관찰했다.

본 연구에서는 기업의 자기자본비용관련 선행연구에서 제시한 다양한 통제변수를 포함하여 모형을 설정하였으나, 기업의 자기자본비용은 기업특성 뿐만 아니라

거시적 국내의 경제요인들로부터 영향을 받을 수 있다. 즉, 본 연구모형에 반영되지 못한 변수들로 인해 측정 오차가 발생할 가능성이 존재한다. 또한, 본 연구는 글로벌 금융위기 기간(2008년~2009년)이 포함된 2003년부터 2015년까지의 국내 상장기업을 대상으로 실증 분석 결과를 도출하였기 때문에 연구기간이 일치하지 않는 경우 본 연구결과를 일반화시키기 어려울 수 있다는 연구 한계점이 존재한다.

이러한 실증분석 연구의 한계점에도 불구하고 본 연구결과는 다음과 같은 차별성 및 공헌점이 있다. 첫째, 본 연구에서는 시장위험에 따른 외국인투자자의 영향력을 구분하여 검증함으로써 외국인투자자의 전체적인 영향력만을 살펴보았던 기존 선행연구와의 차별점이 있다. 둘째, 국내 자본시장에서 외국인투자자의 영향력에 대한 긍정적인 또는 부정적인 인식이 모두 존재하는데, 자본시장의 위험수준에 따라 이들의 영향력이 다를 수 있다는 실증근거를 제시하였다는 데 의의가 있을 것이다. 셋째, 자본시장의 위험 수준이 높아짐에 따라 외국인투자자의 기업에 대한 감시자 역할의 수행이 어려울 수 있으므로 기업지배구조 측면에서의 장치 보완의 필요성을 제시함으로써 시장참여자들과 학계에 공헌할 수 있을 것으로 기대된다.

참 고 문 헌

- [1] 김순호, 정찬식, “외국인 지분율이 기업의 위험 및 기업가치에 미치는 영향,” 경영연구, 제31권, 제1호, pp.37-54, 2016.
- [2] <http://www.fss.or.kr/fss/kr/main.html>
- [3] 안윤영, 신영한, 장진호, “외국인투자자와 정보비대칭간의 관계,” 회계학연구, 제30권, 제4호, pp.109-131, 2005.
- [4] 김성혜, 이아영, 전성빈, “외국인 투자자의 특성과 실제이익조정-외국인대주주의 역할을 중심으로-,” 회계학연구, 제37권, 제2호, pp.129-165, 2012.
- [5] C. Rhee, and H. Chun, “The Effect of Foreign Investors on the Cost of Equity Capital in Korean Stock Market,” Korea Observer, Vol.49, No.4, pp.687-708, 2018.
- [6] http://news.mtn.co.kr/newscenter/news_view r.mtn?gidx=2018051011033232359
- [7] 정석윤, 진승화, 차상권, “외국인 투자자의 투자성향과 정보비대칭,” 국제회계연구, 제68권, pp.71-101, 2016.
- [8] 최순재, 김영길, “외국인투자자의 지분율에 따른 실물 활동을 통한 이익조정과 가치평가 오류현상,” 회계학연구, 제38권, 제2호, pp.113-144, 2013.
- [9] 유성용, “외국인 투자자 지분율에 따른 이익지속성과 시장의 반응,” 회계정보연구, 제26권, 제1호, pp.137-162, 2008.
- [10] 김동순, 전영순, “외국인투자자 대 국내투자자 정보우위,” 증권학회지, 제33권, 제2호, pp.1-44, 2004.
- [11] 고광수, 김근수, “투자 주체별 포트폴리오 특성과 성과 분석: 개인, 기관, 외국인,” 증권학회지, 제33권, 제4호, pp.35-62, 2004.
- [12] 오승현, 한상범, “내국인과 외국인의 주식투자 누적손익 요인 분석,” 증권학회지, 제37권, 제3호, pp.537-567, 2008.
- [13] I. Kim, J. Eppler-kim, W. Kim, and S. Byun, “Foreign Investors and Corporate Governance in Korea,” Pacific-Basin Finance Journal, Vol.18, No.4, pp.390-402, 2010.
- [14] W. He and J. Shen, “Do Foreign Investors Improve Informational Efficiency of Stock Prices? Evidence From Japan,” Pacific-Basin Finance Journal, Vol.27, pp.32-48, 2014.
- [15] M. Jensen and W. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure,” Journal of Financial Economics, Vol.3, No.4, pp.305-360, 1976.
- [16] S. Johnson, P. Boone, A. Breach, and E. Friedman, “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis,” Journal of Financial Economics, Vol.58, No.1, pp.141-186, 2000.
- [17] J. Hahm and F. Mishkin, “The Korean Financial Crisis: An Asymmetric Information Perspective,” Emerging Markets Review, Vol.1, No.1, pp.21-52, 2000.
- [18] B. Kim and I. Lee, “Agency Problems and Performance of Korean Companies during the Asian Financial Crisis: Chaebol vs. Non-chaebol Firms,” Pacific-Basin Finance Journal, Vol.11, pp.327-348, 2003.

[19] H. Choe, B. Kho, and R. Stulz, "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997," *Journal of Financial Economics*, Vol.54, pp.227-264, 1999.

[20] W. Kim and S. Wei, "Foreign Portfolio Investors before and during a Crisis," *Journal of International Economics*, Vol.56, pp.77-96, 2002.

[21] 김상일, 곽지영, "외국인투자자의 장·단기 투자성향에 따른 회계적 이익조정," *회계정보연구*, 제31권, 제2호, pp.235-261, 2013.

[22] 고운성, 서영미, "외국인투자자의 모니터링 기능에 대한 재고 - 외국인투자자 투자회전율과 조세 회피 성향의 관련성 -," *세무학연구*, 제31권, 제1호, pp.73-104, 2014.

저 자 소 개

이 창 섭(Chang Seop Rhee) 정회원



- 2007년 5월 : University of Illinois at Urbana-Champaign 회계학 학사
 - 2008년 5월 : University of Illinois at Urbana-Champaign 회계학 석사
 - 2015년 2월 : 고려대학교 경영학 박사(회계학)
 - 2015년 3월 ~ 현재 : 세종대학교 경영대학 경영학부 부교수
- 〈관심분야〉 : 재무회계, 관리회계, 콘텐츠경영, 융합교육

전 홍 민(Hong-min Chun) 정회원



- 2008년 8월 : 고려대학교 경영학 학사
- 2013년 2월 : 고려대학교 경영학 박사(회계학)
- 2013년 9월 ~ 현재 : 충북대학교 경영대학 경영학부 부교수

〈관심분야〉 : 재무회계, 기업가치평가, 기업의 사회적 책임

서 승 범(Seung Bum Soh) 정회원



- 2007년 2월 : 서울대학교 경영학 학사
- 2009년 8월 : 서울대학교 경영학 석사(생산관리)
- 2014년 12월 : 미국 Northwestern 대학교 경영학 박사(생산관리)
- 2017년 3월 ~ 현재 : 연세대학교 경영대학 경영학부 조교수

〈관심분야〉 : 서비스 경영, 성과 지표, 융합 연구, 머신러닝