

外國人 株式投資가 株價兩極化에 미친 影響 및 示唆點

徐 祥 源*

이 연구 내용은 집필자 개인의견이며 한국은행의 공식견해와는 무관합니다. 따라서 본 논문의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 「한국은행 금융경제연구원」 및 「집필자명」을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

* 한국은행 금융경제연구원 국제경제연구실 과장
(02-759-5411, swsuh@bok.or.kr)

본 연구과정에서 유익한 조언을 아끼지 않으신 정해왕 원장과 김명기 부원장, 전승철 국제경제연구실장, 연구심의위원회 위원(장동구 거시경제연구실장, 윤성훈 박사, 강종구 박사, 주식시장팀 배용주 과장), 원내 세미나 참석자 여러분, 그리고 자료정리를 도와준 최병재 연구원께 감사드립니다.

<차 례>

I. 머리말	2
II. 주식시장 개방의 경제적 효과 : 선행연구 검토	4
III. 외국인 주식투자의 동향 및 특징	6
1. 외국인 주식투자 동향	6
2. 외국인 주식투자의 특징	8
IV. 외국인 투자와 주가양극화	13
1. 외국인 투자에 따른 주가양극화 현상	13
2. 외국인 투자로 인한 주가양극화의 원인	14
가. 외국인 주식투자자와 home equity bias puzzle	15
나. 경제양극화	18
3. 외국인 투자가 주가양극화에 미친 영향	20
가. 횡단면 분석	24
나. 일별 시계열 분석	25
다. 분기별 시계열 분석	26
V. 결론 및 시사점	28
<참고문헌>	31
<부 록>	37

외국인 주식투자가 주가양극화에 미친 영향 및 시사점

1992년 외국인에 대해 국내 주식시장이 부분적으로 개방된 이후 외국인의 국내 상장주식 보유비중은 빠른 속도로 증가하여 최근에는 동 비중이 세계적으로도 매우 높은 수준에 달하게 되었다. 외국인의 주식투자는 국내기업의 신용경색 완화 및 기업지배구조 선진화 촉진 등 여러 가지 긍정적 효과를 가져온 것으로 평가되고 있다.

그런데 외국인 투자자의 경우 국내 주식시장에서 정보비대칭성 문제에 직면함으로써 수출·대기업 위주의 선별적인 투자행태가 나타나고, 이것이 외국인투자의 영향력 증대와 아울러 국내 주식시장에 주가양극화 현상을 심화시킨 것으로 나타났다. 주가양극화는 외환위기 이후 우리 경제에 나타나고 있는 경제양극화에 기인하기도 하지만 외국인의 편중투자는 이러한 주가양극화를 더욱 심화시키는 요인으로 작용하고 있는 것이다. 외국인 투자자의 편중투자 행태에 따른 주가양극화는 중소기업 을 중심으로 일부 기업이 영업성과와 관계없이 주식시장 개방의 혜택에서 소외되는 문제를 발생시키게 된다.

외국인 투자자금 유입의 편중에 따른 이러한 문제점을 최소화하고 주식시장 개방의 긍정적 효과를 경제의 여러 부문에 골고루 확산시키기 위해서는 우선 중소기업을 중심으로 투자홍보(IR) 강화, 회계 투명성 및 공시의 신뢰성 제고 등을 통해 외국인이 직면하는 정보비대칭성 문제를 완화시키는 것이 필요하다. 또한 기관투자자를 통한 간접 주식투자 문화를 확대하여 개인투자자의 외국인 투자패턴 추종매매 등에 따른 외국인 투자자의 국내주가에 대한 영향력을 완화시키는 것도 필요하다.

핵심주제어: 외국인 주식투자, 주가양극화, home equity bias puzzle

경제학문헌목록 주제분류: F21, F36, G11

I. 머리말

1992년 외국인에 대해 국내 주식시장이 부분적으로 개방된 이후 외국인의 국내 상장주식 보유비중은 빠른 속도로 증가하여 최근에는 동 비중이 세계적으로도 매우 높은 수준에 달하게 되었다. 외국인에 대한 주식시장 개방이 경제에 미치는 효과에 대해서는 경제성장, 투자, 주가 수준 및 변동성, 주식시장 안정성, 그리고 그 밖의 여러 측면에서 그간 많은 연구가 행해졌다.¹⁾ 특히, 우리나라의 경우에는 외국인의 주식보유 비중이 매우 높은 수준에 달해 그 영향력도 증대되어 온 만큼, 외국인의 국내 주식투자의 영향에 대해서는 그간 많은 연구가 이루어져 왔다. 외국인의 주식투자는 국내기업의 직접금융을 통한 자금조달 원활화, 주식 수요기반 확충, 국가 신인도 제고, 기업지배구조 선진화 여건 조성 등 긍정적 효과를 가져온 것으로 평가되고 있다. 그런데, 이러한 외국인의 국내 주식투자에 따른 긍정적인 효과는 정보비대칭성 등에 따른 외국인의 선별적인 투자행태로 인해 주식시장에 상장된 기업에 골고루 확산되지 못하고 일부 기업에 편중될 가능성이 높다. 일반적으로 투자가가 해외주식에 투자할 때에는 정보비대칭성 등으로 국내주식에 투자할 때와는 다른 행태를 보일 수 있음은 여러 연구를 통해 지적되어 왔다.

본 연구에서는 국내 주식시장에서 외국인 투자가가 직면하는 정보비대칭성 문제로 인해 선별적인 투자행태가 나타나고, 이것이 외국인투자의 영향력 증대와 아울러 주가양극화 현상을 초래할 수 있다는 점에 주목하고자 한다. 주가양극화는 외환위기 이후 우리경제에 나타나고 있는 경제의 양극화 현상에 의해서도 촉발될 수 있다. 본 연구에서는 경제의 양극화 현상에 따른 주가양극화가 사실상 존재하지만 외국인의 편중투자가 경제양극화로 나타나는 주가양극화를 더욱 심화시키는 요인으로 작용하고 있음을 밝혀 보고자 한다.

1) 자세한 내용은 II장 참조.

경제의 양극화에 따른 주가양극화는 경제의 양극화가 해소되지 않는 한 불가피한 현상이라 할 수 있다. 그러나 정보비대칭 문제 등에 기인한 외국인 투자자의 편중투자 행태에 따른 주가양극화는 일부 우량 중소기업이 기업의 성과와 관계없이 주식시장 개방의 혜택에서 소외되는 문제를 발생시키게 된다. 외국인 투자자금 유입의 편중에 따른 이러한 문제점을 최소화하고 주식시장 개방의 긍정적 효과를 경제의 여러 부문에 골고루 확산시키기 위한 대책도 본 연구에서 논의된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 주식시장 개방효과에 대한 선행연구를 살펴보고, III장에서는 외국인 주식투자의 동향 및 특징에 대해 알아보았다. IV장에서는 외국인 주식투자로 인한 주가양극화 현황 및 원인에 대해 분석하였다. V장에서는 결론과 시사점을 제시하였다.

II. 주식시장 개방의 경제적 효과 : 선행연구 검토

외국인에 대한 주식시장 개방이 경제에 미치는 긍정적·부정적 효과에 대해서는 그간 많은 측면에서 이론적·실증적 연구들이 행해져 왔다. 경제성장에 미치는 효과에 대하여 WIDER(1990)는 저개발 또는 개발도상국가가 외국인에 주식시장을 개방함으로써 국내저축 촉진, 시장을 통한 자원배분의 효율성 증진 및 기업 규율 등으로 경제성장을 촉진한다고 주장하였다. 그러나 Singh and Weisse(1998)는 주가 및 환율변동성 증대, 주식투자의 단기·투기적 성격, 기업에 대한 장기적 관점의 경영보다는 단기성과 위주의 경영 압력 등으로 경제의 장기성장을 촉진하는데 도움이 되지 못한다는 견해를 피력하였다.

이론적으로 주식시장 개방은 기업의 자기자본 조달비용(cost of equity capital)을 낮추고, 이로 인해 투자가 촉진되는 효과가 있다. 실증적으로는 주식시장 개방이후 민간부문 투자가 증대되었다는 결과(Henry, 2000)와 주식시장 개방이 항구적인 자본스톡 증가율의 증대를 가져오지 못한다는 지적(Levine and Zervos, 1998), 그리고 투자증대 효과가 고소득국가에 비해 저소득국가에서 뚜렷하지 않다는 연구(Durham, 2002) 등 서로 일치되지 않는 결론들이 혼재한 상태이다.

주식시장 개방은 예기치 않은 외국인 투자자본 유출입에 따른 국내주가 변동성 증대효과와, 외국인 투자자가 상대적으로 정보에 기반한 투자행위를 할 경우 잡음거래(noise trading) 감소로 인한 변동성 감소효과가 병존할 것으로 보여 주식시장 개방이 국내주가의 변동성에 미치는 영향을 선형적으로 판단하기는 어렵다. Holmes and Wong(2001), 고광수·이준행(2003) 등의 실증연구 결과는 대체로 주식시장 개방으로 주가변동성이 확대되지는 않은 것으로 보고하고 있다.

한편, 외국인들이 국내주식시장에서 교란요인으로 작용하여 주가 변동성을 확대시키는지 보기 위해 외국인투자자들의 군집행동(herd behavior) 또

는 추세추종(trend-chasing behavior) 여부를 분석한 연구들도 있다. 지청·옥진호(2003)는 외국인 투자자에게서 군집행동 및 추세추종이 있었음을 보고하였으며, 김우찬(2001)은 비거주 외국인들이 거주 외국인들에 비해 더 높은 성향의 군집행동 및 추세추종을 보였다고 하였으나, Choe, Kho and Stulz(1999)는 외환위기 기간중에 군집행동과 추세추종을, 그리고 박창균(2004)은 2002~2003년중에 군집행동을 발견하기 어려웠다고 보고하였다. 또한, 전상경·최종연(2003)은 외국인투자자가 미국주가 움직임을 추종하여 국내주식에 투자하는 거래행태를 보임에 따라 한·미 주가가 동조화되는 현상이 나타남을 지적하였다.

이론적으로는 주식시장이 개방되면 국내주식이 세계 시장포트폴리오에 편입되면서 주식분산투자 수요 등으로 국내주식 가격이 증가하는 영향을 받게 된다. Patro and Wald(2004)는 신흥시장에서 주식시장 개방기간 동안에는 주가수익률이 증가하였으나, 이후기간에는 대부분의 기업에서 주가수익률이 낮아졌음을 보였다.

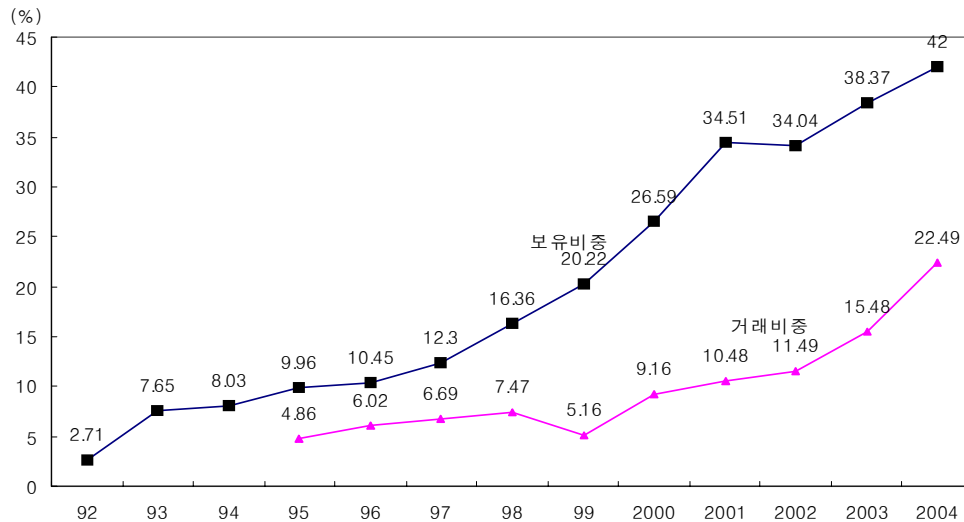
이외에도 주식시장개방의 영향은 여러 측면에서 검토된 바 있다. 예를 들면, Das and Mohapatra(2003)는 소득불균형의 측면에서 주식시장개방의 영향을 다루었으며, 우리나라의 경우에는 외국인 주주에 의한 고액 배당요구(박현수, 2004), 외국인 투자자 매매 정보의 주가에 대한 영향(선정훈 외, 2004), 외국인에 의한 적대적 M&A 가능성 등 부정적 사례(전승철 외, 2005) 등도 연구되었다.

III. 외국인 주식투자의 동향 및 특징

1. 외국인 주식투자 동향

우리나라 주식시장은 1992년 외국인에 대해 주식 취득한도를 20%로 제한하는 부분 개방조치를 취한 후, 취득한도를 점진적으로 상향조정하다가 1997년 12월 취득한도를 50%로 대폭 확대하고, 1998년 5월에는 완전개방하였다. 주식시장이 완전 개방된 이후 외국인의 국내주식 보유비중은 크게 증가하였다. 거래소 상장기업의 시가총액기준으로 볼 때, 1992년부터 1998년까지 약 6년간의 부분개방기간 동안에 외국인의 보유비중은 2.7%에서 16.4%로 약 14%p 증가하였으나, 이후 1999년에서 2004년까지 약 6년간의 완전개방 기간에는 16.4%에서 42%로 약 26%p 증가하여 완전개방기에 더욱 큰 증가폭을 보였다.

<그림 1> 외국인 투자자의 상장주식 보유 및 거래 비중 (시가총액 기준)

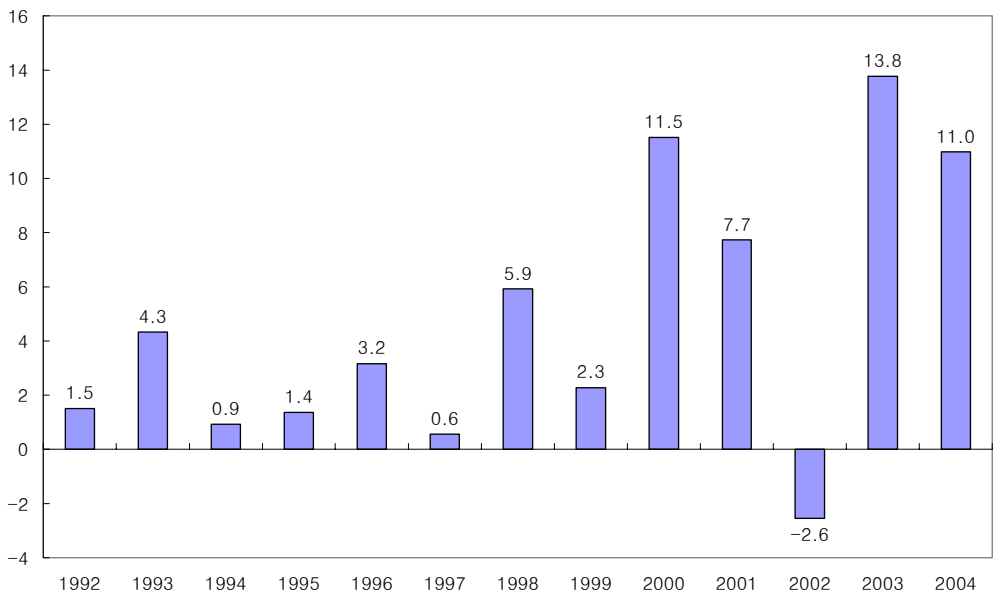


우리나라에서 외국인의 이와 같은 주식보유 비중은 헝가리, 네델란드, 리투아니아, 핀란드, 멕시코에 이어 세계 6위(안남기, 2005)에 달하는 높은 수

준이다. 한편, 외국인의 거래비중은 주식보유 성향이 내국인에 비해 상대적으로 장기인 점을 반영하여 보유비중보다는 낮은 수준을 보이고 있다. 그러나, 거래비중도 보유비중 증가를 반영하여 점차 증가세를 보여 2004년말 현재에는 22.5%에 이른다.

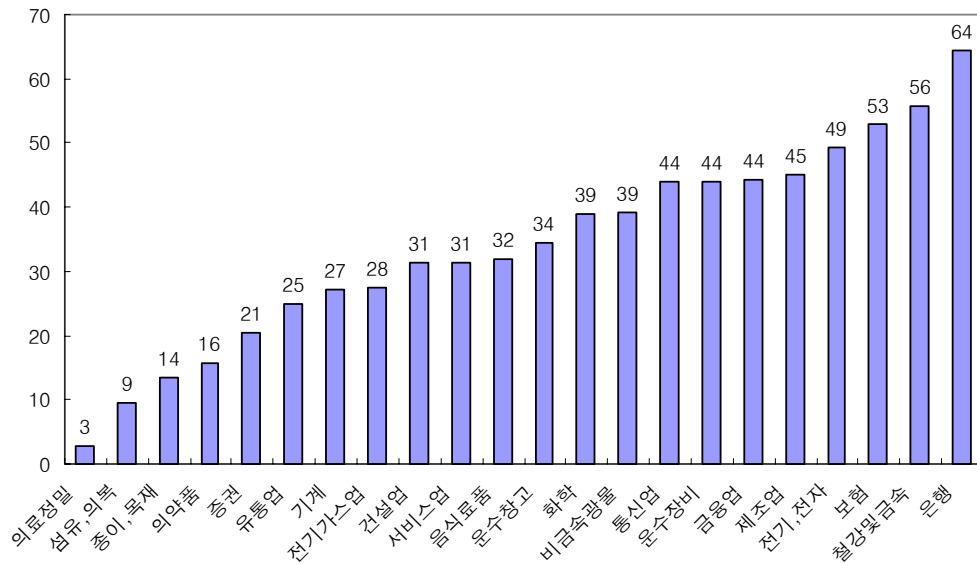
외국인 투자자의 상장주식 순매입규모를 살펴보면, 2002년을 제외하고는 순매수를 기록하였다. 순매입규모도 2000, 2003, 2004년에는 10조원을 상회하는 등 큰 규모를 나타내었다.

<그림 2> 외국인 투자자의 상장주식 순 매입규모 (조원)



업종별로 보면, 외국인 주식보유 비중은 은행, 보험, 금융업 등 금융관련 업종과 철강 및 금속, 전기전자업 등 상대적으로 수출·대기업부문에 속하는 업종에서 높게 나타난 반면, 의료·정밀, 섬유·의복, 종이·목재 등 내수·중소기업에 가까운 업종에서는 낮게 나타났다.

<그림 3> 업종별 외국인 주식보유 (2004년말 시가총액 기준, %)



2. 외국인 주식투자의 특징

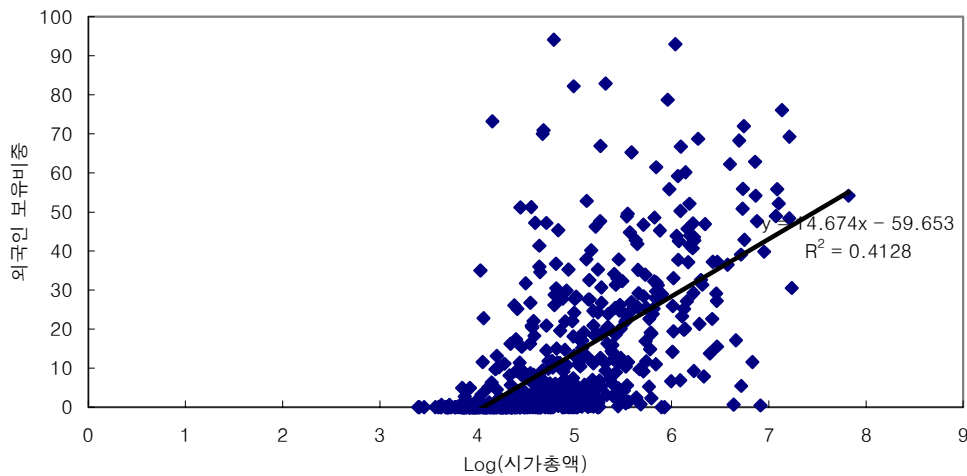
우리나라에서 외국인투자자의 투자주식 선별기준이 경제양극화의 구분과 중첩되는지 등을 알아보기 위해 외국인 주식투자의 특징을 몇 가지 기준을 통해 분석하였다.

우선 기업규모 측면에서는 외국인 주식투자는 규모가 큰 기업을 중심으로 이루어지고 있는 것으로 나타났다. 2004년말을 기준으로 외국인 보유비중이 5% 이상인 기업 수는 시가총액기준 상위 30대 기업 중 28개, 상위 100대 기업 중 94개에 달하는 것으로 나타났다. 또한, <그림 4>에서 나타나듯이, 기업규모가 클수록 외국인 보유비중도 대체로 증가하였다.

<표 1> 외국인 보유비중이 5%이상인 기업 수

	5대	10대	30대	50대	100대	150대	200대기업
'02~'04년 평균	5	10	28	46	90	123	150
'04년말 기준	5	9	28	48	94	134	165

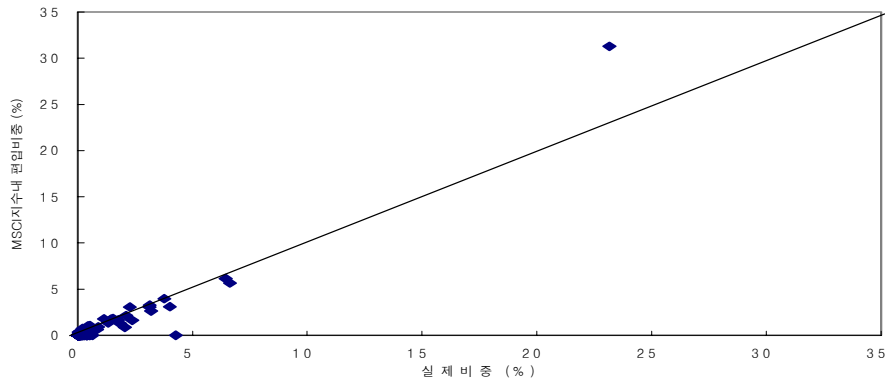
<그림 4> 기업규모와 외국인 보유비중 (2004년말 시가총액 기준, %)



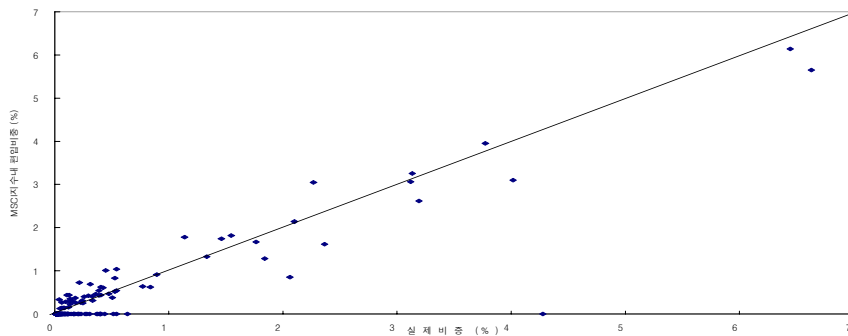
특히, 주식투자시 벤치마크로 널리 이용되는 MSCI와 FTSE지수에 기업이 편입되었는지 여부는 해당기업 주식에 대한 외국인의 투자에 큰 영향을 미치는 것으로 판단된다. MSCI 및 FTSE지수는 국제 기관투자자들이 미국이외 국가에 대한 주식투자시 벤치마크로 널리 이용하는 지수로서 각각 Morgan Stanley와 Financial Times사에서 시가총액, 유통주식물량 등 몇 가지 요소를 감안하여 편입종목 및 비중을 산정, 제공하고 있다. Chakrabarti et. al.(2005)은 MSCI지수에 신규로 편입된 종목은 편입발표 후 큰 폭의 주가상승을 경험하고, 제외된 종목은 주가하락을 보이는 '지수효과'가 있다는 실증적 증거를 얻었다. MSCI지수(2005.2.14일 기준)에 편입된 국내 66개 기업에 대해서는 전체 외국인 주식투자(거래소 기준)의 84%, FTSE지수

(2004.11.30일 기준)에 편입된 95개 기업에 대해서는 94%가 집중된 것으로 나타났다. 그리고 MSCI지수에 편입된 종목별 편입비율과 실제 외국인의 국내투자(시가총액 기준)중 종목별 투자비율을 <그림 5-1> 및 <그림 5-2>에 나타내었다. MSCI지수 편입비중 1대 기업과 여타기업의 편입비중 차이가 커서 여타기업들에서 편입비중과 실제 투자비율을 식별하기 어려웠으므로 편입비중 1대 기업을 제외한 것을 <그림 5-2>에 따로 나타내었다. 그림상의 점들이 45° 선을 중심으로 밀집될수록 실제 투자비중이 지수편입비중에 가까운 것을 나타낸다. MSCI 지수에 편입은 되었으나 실제 투자가 이루어지지 않은 기업들도 있었으나, 많은 기업에서 실제 투자비중은 편입비중에 대체로 근접한 것으로 볼 수 있다.

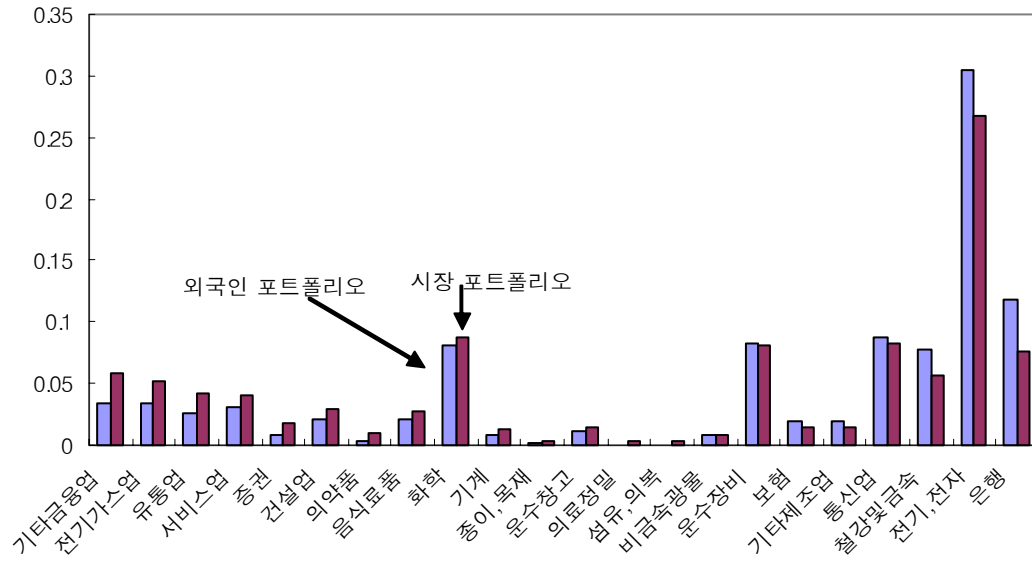
<그림 5-1> MSCI 지수내 편입비중 및 외국인 포트폴리오내 실제 비중 (2005.2.14일 기준)



<그림 5-2> MSCI 지수내 편입비중 및 외국인 포트폴리오내 실제 비중 (2005.2.14일 기준, 편입비중 1대 기업 제외)



<그림 6> 업종별 시장 및 외국인 포트폴리오내 비중 (2004년말 시가총액기준)



외국투자자의 선호종목을 업종별로 파악하기 위해 시가총액을 기준으로 한 시장 포트폴리오에서의 업종별 비중과 외국인투자 포트폴리오에서의 업종별 비중을 대비하여 <그림 6>에 나타내었다. 2004년말을 기준으로 볼 때, 외국인 투자자는 은행, 전기·전자, 철강 및 금속, 통신업, 기타제조업 등에서는 시장포트폴리오에서의 비중 이상으로, 기타금융업, 전기·가스, 유통, 서비스, 증권, 건설, 의약, 음식료업 등에서는 시장포트폴리오에서의 비중 이하로 투자한 것으로 나타나 경제양극화의 산업·기업 측면에서의 구분 기준인 수출·중공업 對 내수·경공업 분류와 상당부분 중첩되고 있음을 알 수 있다.

최근 외국인을 비롯한 주식투자자의 관심사항을 반영하기 위해 증권거래소에서는 KOSPI IT(정보통신 주가지수), KODI(배당지수), KOGI(기업지배 구조지수) 등을 편제, 2000년 및 2003년부터 발표하고 있다.²⁾ 각 지수에 편

2) KOSPI IT, KODI, KOGI에 편입된 기업 수는 각각 20, 50 및 50이다.

입된 기업이 시장 포트폴리오 및 외국인 포트폴리오에서 차지하는 비중을 <표 2>에 나타내었다. 2004년말을 기준으로 볼 때, 외국인은 IT업종, 해당 성향이 높은 기업 및 기업지배구조가 우수한 기업에 시장 포트폴리오 이상으로 투자하고 있다.

<표 2> KOSPI IT, KODI, KOGI 편입종목이 차지하는 비중 (2004년말 기준)

	KOSPI IT	KODI	KOGI
시장포트폴리오에서의 비중	30.0	48.6	46.2
외국인 포트폴리오에서의 비중	35.0	60.7	56.5

IV. 외국인 투자와 주가양극화

1. 외국인 투자에 따른 주가양극화 현상

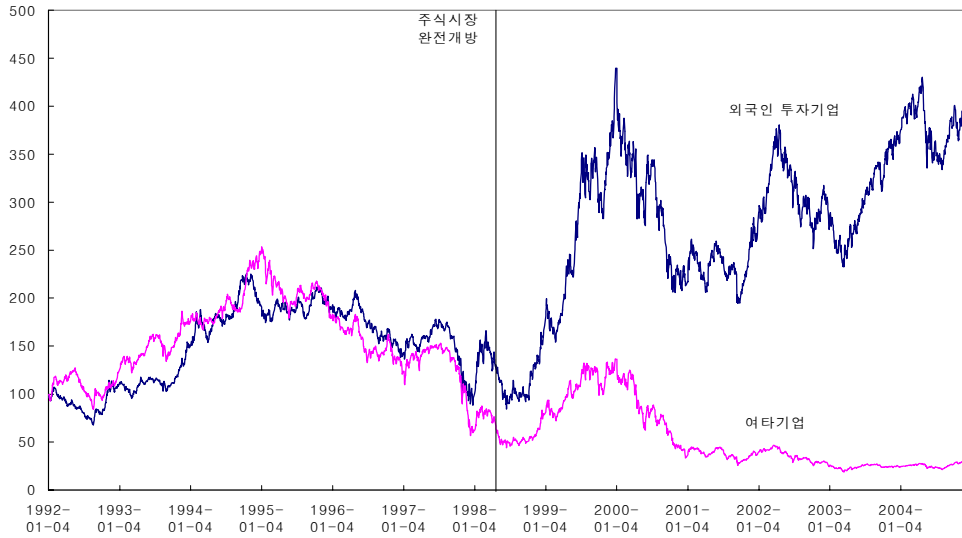
2005년 1월 현재 거래소에 상장된 682개 기업 중 은행·증권·보험·금융 등 금융관련 업종을 제외한 627개 기업을 외국인 투자비중을 기준으로 외국인 투자기업과 여타기업으로 구분하였다. 2002년에서 2004년까지 월말 외국인 투자비중의 평균이 5%를 상회하는 기업을 외국인 투자기업으로 분류하였으며, 그 결과 199개 기업이 외국인 투자기업으로, 나머지 428개 기업이 여타기업으로 분류되었다. 각 기업별 수정주가와 시가총액 자료를 이용하여 이렇게 분류된 두 그룹의 기업군에 대해서 다음과 같은 방식으로 주가지수를 산출하였다.

$$I_t = I_{t-1} \times \sum_{i=1}^n \frac{P_{it}}{P_{it-1}} \frac{C_{it-1}}{C_{t-1}}$$

여기서 I_t 는 그룹의 주가지수, P_{it} 는 주주배정 유상증자, 무상증자, 주식배당, 무상소각, 분할감자, 액면병합 및 액면분할 등의 주가 불연속 요인을 조정한 수정주가이며, C_{it} 는 기업 i 의 시가총액, 그리고 C_t 는 상장기업 전체 시가총액이다.

외국인 투자기업과 여타기업 그룹의 주가를 1992년 1월 4일을 100으로 하여 위의 방식에 따라 산출한 1992년부터 2004년까지 일별지수를 <그림 7>에 나타내었다. 산출결과를 보면, 대체로 주식시장이 완전 개방되기 이전에는 두 그룹간 주가지수 괴리현상은 나타나지 않았으나, 완전 개방된 이후에는 양 그룹 주가지수 간에 괴리현상이 발생하였을 뿐만 아니라, 괴리폭도 점차 확대되어 온 것으로 나타났다. 특히, 2001년 이후에는 외국인 투자기업의 주가는 등락을 보인 가운데에도 상승추세를 나타내었으나, 여타기업의 경우에는 하락세를 벗어나지 못하고 있다.

<그림 7> 외국인 투자기업과 여타기업의 주가지수 추이



2. 외국인 투자로 인한 주가양극화의 원인

외국인 투자여부를 기준으로 기업을 구분하였을 때 주식시장 완전개방이 후 두 그룹 주가지수 간에 괴리현상이 발생하였음을 앞 절에서 살펴보았다. 외국인 투자여부를 구분기준으로 볼 때 주가양극화 현상이 나타나는 것은 다음 몇 가지 요인이 결합된데 기인한 것으로 추론할 수 있다. 첫째, 외국인의 주식투자는 그 구성이 주식시장 전체 포트폴리오 구성과는 다르며 일부 종목에 집중되는 선별투자 행태를 보이고 있다. 둘째, 우리경제는 과거 수년간 경제양극화를 경험하였으며 그 결과 주가에서도 양극화 현상이 나타났다. 셋째, 외국인의 투자 선별기준이 경제양극화 구분기준과 상당부분 일치되었다. 넷째, 외국인의 주식투자규모 확대로 주가에서 외국인의 영향력이 증대되었다. 외국인의 선별투자 현상에 대해서는 앞 장에서 살펴보았으며 본 절에서는 이 현상을 정보비대칭성과 관련지어 설명하는 기존이론에 대해 알아본다. 그리고 경제양극화를 반영하여 주가에서도 양극화 현상이 발생하였는지에 대해서도 살펴본다. 셋째 및 넷째 요인은 이미 앞 장에

서 살펴본 바와 같다.

가. 외국인 주식투자와 home equity bias puzzle

외국인 투자가가 국내 투자가에 비해 국내기업에 대한 정보가 부족하고 이로 인해 외국인의 투자행태는 내국인과는 다를 것으로 예상해 볼 수 있다. 본 절에서는 국내·해외와 같이 투자지역에 따라 달라지는 주식투자 행태에 대한 기존의 이론적·실증적 연구들을 간략히 살펴본다.

완전자산시장(complete asset market)을 가정한 국제 자본자산가격이론(international version of the capital asset pricing model)에 따르면 투자자의 자산포트폴리오 구성은 세계시장에서의 포트폴리오 구성과 일치하여야 한다. 그러나 현실에서는 해외자산에 비해 국내자산에 더 많은 투자를 하고 있는 것으로 나타나며, 이러한 현상은 home equity bias puzzle로 알려져 있다. home equity bias 현상을 설명하기 위해 여러 요인들이 거론되어 왔으며, 특히 국내기업과 해외기업에 대한 정보의 차이(information asymmetry)가 주요 요인 중 하나로 지적되고 있다.

Home equity bias 현상은 국가간 국경뿐만 아니라 정보비대칭성이 개제되어 구분될 수 있는 곳이면 어디에나 존재할 수 있는 것으로 이해되고 있다. 즉, 국내에서도 인근기업과 타 지역 기업간, 외국기업 중에도 국제적으로 잘 알려진 기업과 여타기업간에 정보비대칭성이 있는 경우 home equity bias 현상이 나타날 수 있다. 정보비대칭성으로 home equity bias를 설명한 연구로는 합리적 기대모형을 사용한 Gehrig(1993), 학습모형을 이용한 Zhou (1998), Coval(2000) 등이 있다.

Dahlquist, Pinkowitz, Stulz, and Williamson(2003), Aggarwal, Klapper, and Wysocki(2003), Gugler, Mueller, and Yurtoglu(2003)에서는 정보비대칭성 이외에도 기업지배구조, 투자자를 위한 법적 보호장치, 회계정보의 투명성 등도 원인으로 강조하고 있다.

한편, 정보비대칭성으로 home equity bias를 설명하려는 다양한 실증적 연구들이 행해졌다. Portes and Rey(1999)는 해외증권투자시 정보변수의 역

할을 보였으며, Coval and Moskowitz(1999, 2001)는 미국내 뮤추얼 펀드 매니저들이 펀드사무소 소재지에 인접한 회사에 더 많이 투자하며, 더 높은 수익률을 올리고 있음을 보고하였다. 그리고, Ivkovich and Weisbenner (2004)는 가계의 주식투자도 자기지역 소재 기업에 집중되는 경향이 있음을 제시하였다. Lane and Milesi-Ferretti(2002, 2003)는 무역 연관성, 언어, 금융 시장 발전정도 등의 중요성을 보였으며, Chan, Covrig, and Ng(2004)는 금융시장 발전이 더딘 나라일수록 국내투자자의 국내기업에 대한 정보우위로 home equity bias 현상이 크게 나타남을 보고하였다.

정보비대칭성으로 인한 home equity bias는 본래 자국 투자자가 정보부족 등으로 해외기업 주식보다는 국내기업 주식에 상대적으로 더 많이 투자하는 현상을 나타내는 것이지만, 더 나아가 자국 투자자가 해외기업 주식에 투자할 때에도 역시 정보비대칭성이 개제되어 정보접근이 용이한 기업에 상대적으로 더 많이 투자하는 현상을 지칭하는 것으로도 확대될 수 있다. 확대된 개념의 정보비대칭성으로 인한 home equity bias가 나타날 경우, (i) 기업규모가 기업정보의 접근성을 나타내는 중요요인이라면, 외국인 투자자들은 규모가 작은 기업에 비해 보다 잘 알려진 규모가 큰 기업에 상대적으로 많이 투자할 것이라는 점과, (ii) 내국인에 비해 상대적인 정보열위로 인해 외국인의 투자수익률이 낮을 것이라는 점 등을 추론해 볼 수 있다.

여기서는 본 연구주제에 부합하도록 정보비대칭성이 외국인의 주식투자 종목에서의 home equity bias 현상뿐만 아니라 외국인 선호종목의 주가가 여타종목 주가보다 높아지는 주가에서의 괴리현상도 설명할 수 있는 간단한 모형을 제시하였다. 모형에 대한 자세한 설명은 <부록>에 제시되었으며, 결과는 다음의 정리와 같이 요약될 수 있다.

정리 : 경제에 하나의 무위험자산과 두 가지 위험자산, 즉 규모가 큰 기업 주식과 작은 기업 주식이 존재하며, 큰 기업의 주식가격을 B_i , 작은 기업의 주식가격을 S_i , 내국인 및 외국인의 큰 기업 및 작은 기업 주식에 대한 수요를 각각 ϕ_i^b , ϕ_i^s , ϕ_i^{*b} , ϕ_i^{*s} 라 할 때, 정보집합

Ω_t 하에서 국내투자자는 배당(dividend)에 대해

$$y_{t+1}^b = y_t^b + \epsilon_{t+1}^b$$

$$y_{t+1}^s = y_t^s + \epsilon_{t+1}^s$$

와 같이 인식하는 반면, 외국인투자자는

$$y_{t+1}^b = y_t^b + \epsilon_{t+1}^b$$

$$y_{t+1}^s = y_t^s + \epsilon_{t+1}^s + \mu_{t+1}^s$$

와 같이 인식하는 것으로 가정한다. 즉, 외국인 투자자는 정보비대칭성으로 인해 소규모기업의 배당에 대해 추가적인 잡음(μ^s)이 개제된 신호를 받고 있다. 내국인 및 외국인 투자가의 효용함수를

$$U = -e^{2\gamma W}, U^* = -e^{2\gamma W^*}$$

로 가정한다. 그러면

$$B_t > S_t$$

와

$$\phi_t^{*b} > \phi_t^{*s}$$

이 성립한다.

위에 제시된 정리의 내용은 직관적으로 쉽게 이해될 수 있다. 즉, 대규모 기업주식의 배당에 대한 불확실성은 내·외국인 투자자에게 차이가 없으나, 소규모 기업주식의 배당에 대한 불확실성은 정보비대칭성으로 외국인 투자자에게 더욱 크게 인식된다. 따라서 위험회피적인 외국인투자자는 정보비대칭성이 없는 경우에 비해 있는 경우에 소규모 기업의 주식수요를 상대적으로 감소시키고 대규모 기업 주식수요를 증가시키며, 이로 인해 대규모 기업의 주가는 높게, 소규모 기업의 주가는 낮게 형성된다.

외국인 투자자들은 규모가 작은 기업에 비해 보다 잘 알려진 규모가 큰 기업에 상대적으로 많이 투자할 것이라는 점은 몇 가지 실증적 연구결과로 뒷받침되고 있다. Kang and Stulz(1997)에서는 일본에서 규모가 큰 기업의 정보가 상대적으로 널리 알려져 있어 외국인의 주식투자는 큰 기업에 집중

되는 경향이 있음을 지적하였으며, Dahlquist and Robertsson (2001)은 스웨덴에서, 지칭·옥진호(2003)는 우리나라에서도 비슷한 현상이 나타나고 있음을 밝혔다. 한편, Edison and Warnock(2004)에서는 미국투자자의 신흥시장 주식보유는 규모가 크고, 외국인에 대한 소유제한이 작고, 미국 주식시장에도 상장된 기업에 편중됨을 보였으며, Ahearne, Grier and Warnock (2004)은 미국 증시에의 동시 상장이 기업의 정보비용을 감소시키는 효과가 있음을 보였다.

한편, 내국인에 비해 상대적인 정보열위로 인해 외국인의 투자수익률이 낮을 것이라는 추론에 대해서는 상반된 실증적 연구결과들이 존재하고 있다. Choe, Kho, and Stulz(2004)는 우리나라에서 외국인투자자들이 내국인 투자자에 비해 주식을 고가에 매입하고 저가에 매도하는 경향이 있다고 하였으며, Dvorak(2001)은 인도네시아에서도 유사한 결과를 보고하였다. 또한, Shukla and van Inwegen(1995)은 영국의 뮤추얼펀드들이 미국에서 미국계 펀드들보다 낮은 수익률을 기록하였음을 보였으며, Frankel and Schmukler (1996)는 1994년 멕시코 위기시 외국인보다 내국인 투자자가 먼저 주식매도에 앞장선 바가 있음을 지적하고 있다. 그러나, Karolyi(2002)는 일본에서, Grinblatt and Keloharju(2000)는 핀란드에서 외국인 투자자가 내국인 투자자에 비해 더 높은 수익률을 올렸음을 보고하였으며, Seasholes(2004)는 대만에서 외국인투자자가 주식을 저가에 매입, 고가에 매도하고 있음을 지적하였다. 우리나라에서도 윤성훈(2004)에서는 외국인 투자자의 매매타이밍 및 누적성과가 내국인투자자에 비해 우수한 것으로 나타났으며, 김우찬(2001)은 소형주에서는 국내 개인투자자들이 더 높은 수익률을 실현하였으나 대형주에서는 외국인들이 더 높은 수익률을 올렸다는 결과를 얻었다.

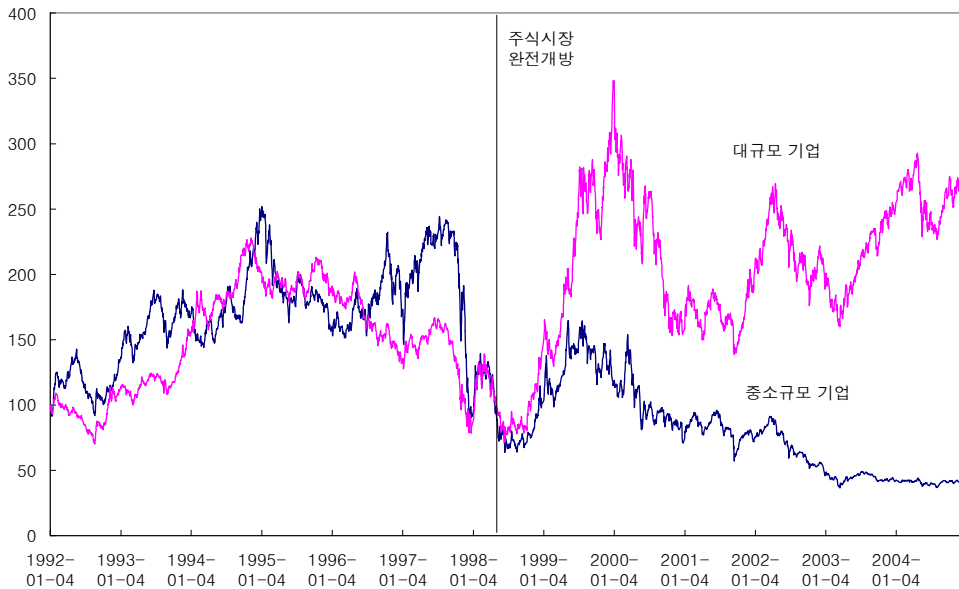
나. 경제양극화

우리경제는 길게는 외환위기 이후부터, 짧게는 2002~2003년경부터 산업간, 기업간 성과 그리고 고용 및 소득 등 여러 차원에서 경제양극화를 경험하고 있다. 특히, 산업·기업간 경제성과의 양극화는 수출·중공업·IT·대기업

부문의 상대적 호조와 내수·경공업·非IT·중소기업 부문의 상대적 부진으로 나타나고 있다.³⁾ 이러한 기업간 성과의 차이는 기업의 주가에도 반영되어 양극화 현상이 나타날 것으로 예상해 볼 수 있는데, 여기서는 기업주가에서도 실제 양극화 현상이 나타나는지 살펴보고자 한다.

기업규모에 따른 경제양극화가 주가양극화에 반영되었는지 여부를 알아보기 위해 자산총액 기준 상위 대략 1/3이내 기업을 대규모 기업, 나머지 기업을 중소기업으로 구분하여 주가지수를 산출하여 <그림 8>에 나타내었다. 결과를 보면, 주식시장이 완전 개방된 이후 대규모 기업의 주가는 등락을 보인 가운데 상승추세를 나타낸 반면, 중소기업의 주가는 2000년 이후 하락세를 보여 양 그룹간 주가의 괴리폭은 확대되었다.

<그림 8> 대규모 기업과 중소기업의 주가지수 추이

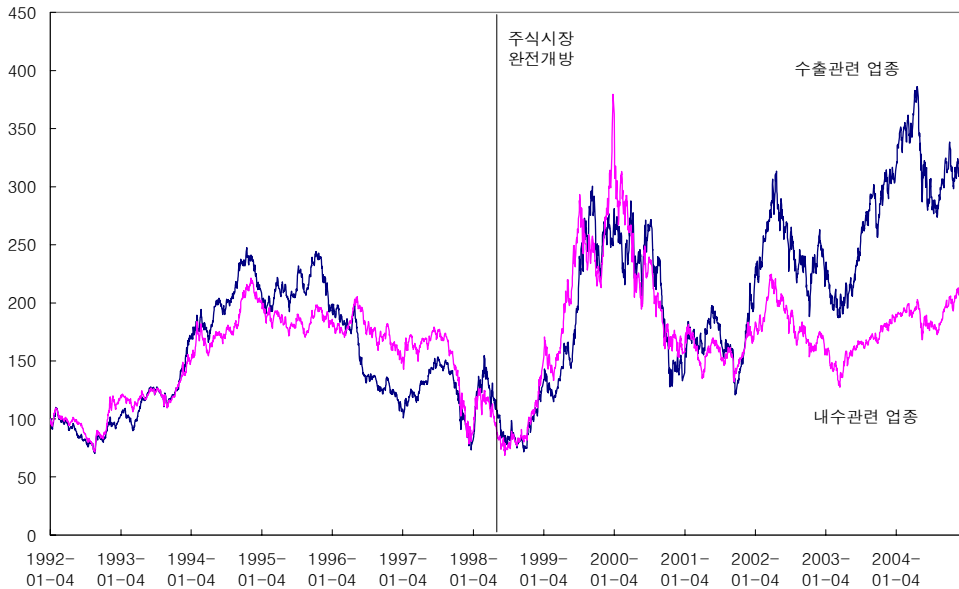


경제부문면에서 수출기업과 내수기업간 기업성과의 양극화가 주가에도 반영되었는지 여부도 양 그룹간 주가지수를 산출하여 살펴보았다. 운수장

3) 자세한 내용은 이내황 외(2004) 참조.

비, 전기·전자, 철강 및 금속업종을 수출관련 업종으로 금융관련 업종을 제외한 나머지 업종을 내수관련 업종으로 분류하였다. <그림 9>에 나타난 양 부문간 주가지수 추이를 살펴보면, 2002년 이후 수출부문의 주가가 내수부문의 주가를 상회하면서 양 주가지수 간에 괴리현상이 발생한 것을 볼 수 있다.

<그림 9> 수출관련 업종과 내수관련 업종의 주가지수 추이



3. 외국인 투자가 주가양극화에 미친 영향

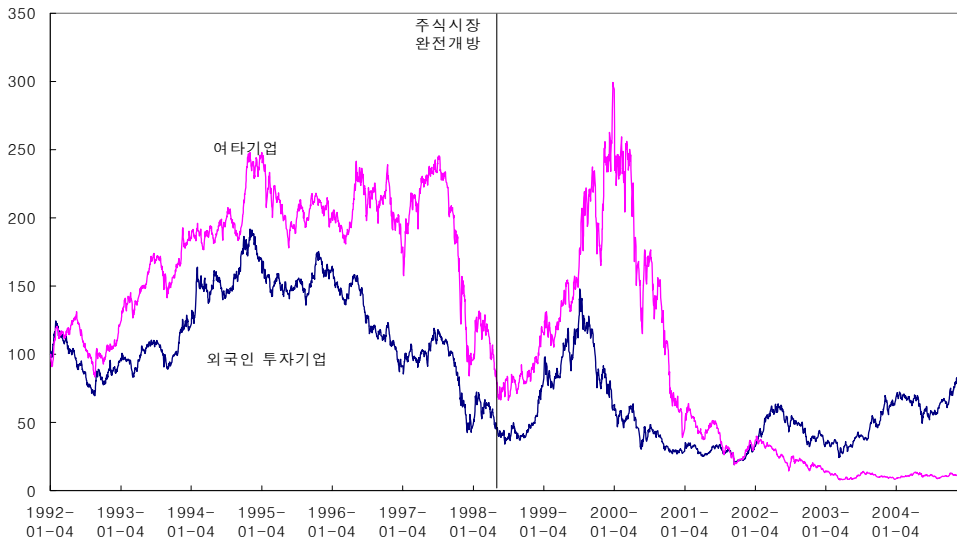
본 절에서는 외국인 투자기업과 여타기업간 주가양극화 현상은 단지 외국인 선호종목이 경제양극화 구분과 상당부분 일치하였기 때문인지, 즉 외국인 투자로 인한 주가양극화가 경제의 양극화를 반영한 데 불과한 것인지, 아니면 외국인 투자로 인해 경제양극화에 의한 영향 이상으로 주가가 괴리된 것인지를 분석해 보고자 한다. 이를 위해 우선 기업성과가 주가에 미치는 영향을 가능한 한 통제된 상태에서 외국인 투자기업과 여타기업간의 주

가추이를 살펴보았다. 기업을 1999년부터 2004년까지 분기별 자기자본 순이익률(ROE) 평균이 0%미만, 0~5%, 5~10% 및 10%초과 등 4개 그룹으로 분류하였다. 수익률기준 각 그룹별 기업의 수는 <표 3>에 나타내었으며, <그림 10-1>에서 <그림 10-4>까지는 각 ROE기준 그룹별 외국인 투자기업과 여타기업간의 주가추이를 일별로 나타내었다.

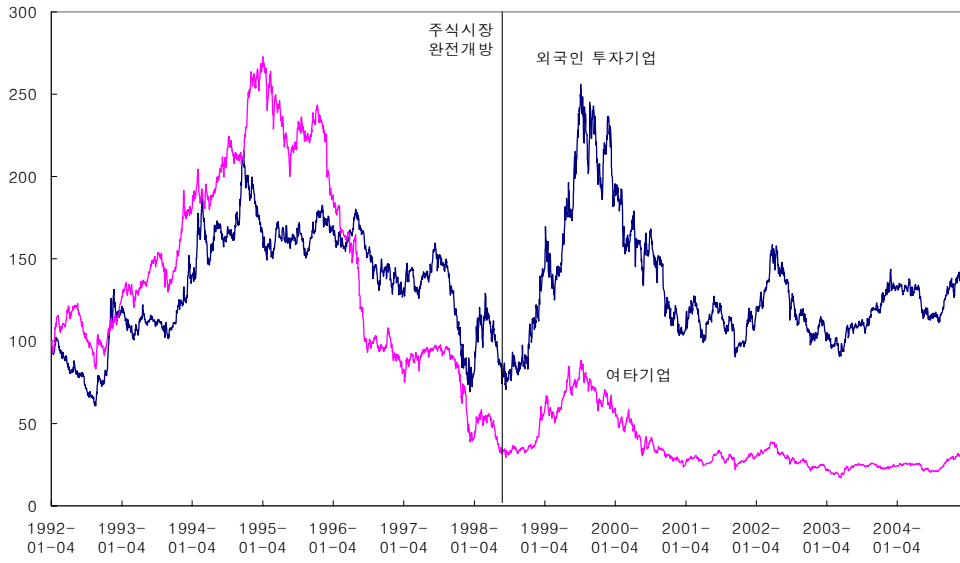
<표 3> 수익률기준 그룹별 기업 수

	ROE<0%	0%≤ROE<5%	5%≤ROE<10%	ROE≥10%
외국인투자기업	8	50	82	58
여타기업	115	141	104	50
합 계	123	191	186	108

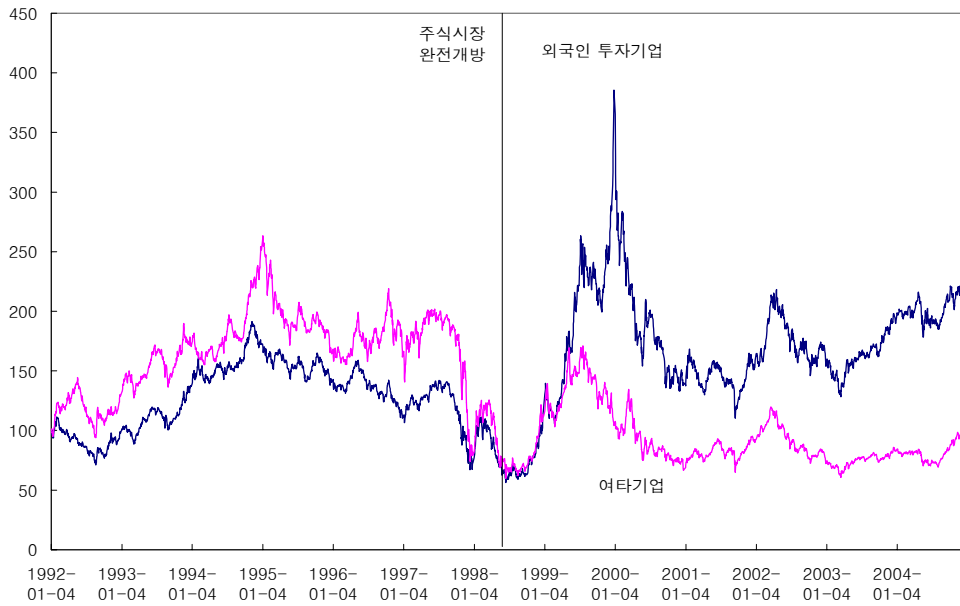
<그림 10-1> 외국인 투자기업과 여타기업의 주가지수 추이: ROE < 0%



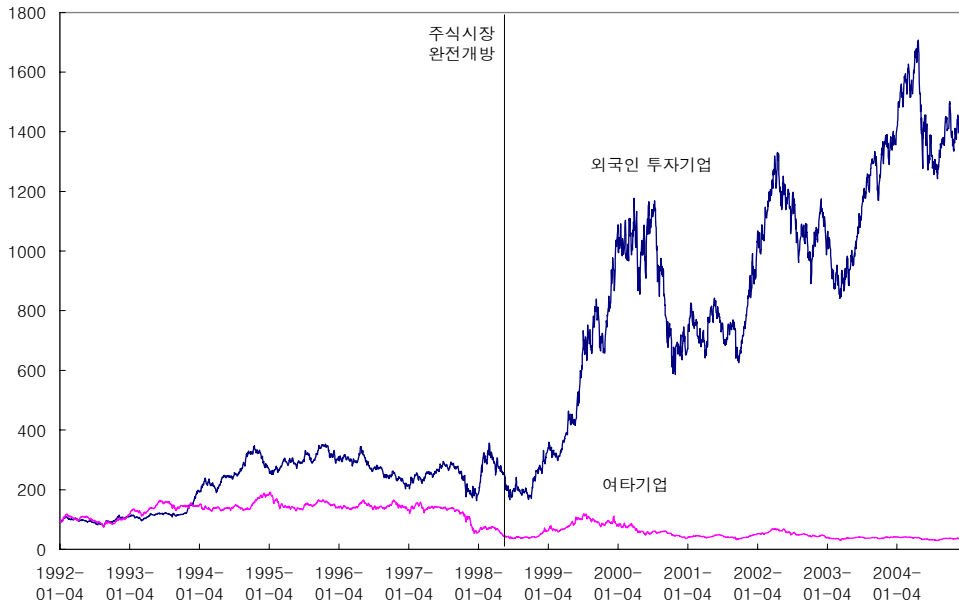
<그림 10-2> 외국인 투자기업과 여타기업의 주가지수 추이: $0\% \leq ROE < 5\%$



<그림 10-3> 외국인 투자기업과 여타기업의 주가지수 추이: $5\% \leq ROE < 10\%$



<그림 10-4> 외국인 투자기업과 여타기업의 주가지수 추이: ROE ≥ 10%



그 결과를 보면, 기업실적이 유사한 그룹내에서도 외국인 투자기업과 여타기업간 주가양극화 현상이 나타나고 있다. 그리고 이러한 주가양극화 현상은 기업실적이 양호한 그룹일수록 더 크게 나타나고 있다. 이러한 사실은 외국인 투자로 인한 ‘유동성’ 효과, ‘신호’ 효과 등으로 투자기업 주가가 상승하며, 이로 인해 외국인 투자로 구분한 주가양극화가 경제양극화로 구분한 주가양극화보다 더욱 심하게 나타날 수 있음을 시사한다. 이러한 의미에서 외국인 투자는 경제양극화를 반영한 이상으로 주가양극화를 심화시켰다고 할 수 있다.

이번에는 기업규모가 주가에 미치는 영향을 통제하기 위해 1999년부터 2004년까지 평균 자산총액을 기준으로 기업을 대·중·소규모의 3개 그룹으로 분류한 후 동일 그룹내에서 외국인 투자기업과 여타기업간 주가추이를 살펴보았다. <표 4>에는 자산총액기준으로 분류한 그룹별 기업 수를, <부도 1>에서 <부도 3>까지는 동일 자산규모그룹 내에서 외국인 투자기업과 여타기업의 주가지수를 일별로 나타내었다. 기업규모가 주가에 미치는 영향을

통제한 후에도 역시 모든 기업규모별 그룹에서 외국인 투자기업과 여타기업간에는 주가지수의 괴리현상이 발견되었다.

<표 4> 자산총액기준 그룹별 기업 수

	소기업	중기업	대기업
외국인투자기업	30	59	106
여타기업	191	157	65
합 계	221	216	171

다음으로 외국인투자가 경제양극화를 반영한 이상으로 주가양극화를 심화시켰는지 보다 객관적으로 분석해보기 위하여 개별기업의 주가수익률에 대한 횡단면 및 시계열 회귀분석을 하였다.

가. 횡단면 분석

횡단면 회귀분석을 위해 주가수익률 모형으로 널리 사용되는 Fama-French(1992, 1993, 1995)의 3요인 모형을 이용하였다. 동 모형에서는 개별주식의 수익률과 시장수익률간의 상관관계를 나타내는 베타이외에도 장부가/시가 비율 및 기업규모 등이 설명변수로 추가된다. 김석진·김지영(2000)에서는 1990-1997년중 국내 주가에 대해 3요인 모형의 타당성을 검증하였으며, 김성표·윤영섭(1999)에서는 3요인 이외에 거시경제변수 및 기업특성변수를 추가하여 1980년 1월에서 1997년 3월까지 기간에 대해 3요인에 대한 유의성을 검토하였다.

여기서는 외국인 주식투자가 주가수익률에 미친 영향을 살펴보기 위해 Fama-French의 3요인 이외에 관심변수인 외국인 주식보유 비중 증감 및 기업특성변수로 주가/수익 비율(PER)을 추가하여 1998년에서 2004년까지 월별자료를 이용하여 개별 외국인 투자기업에 대해 횡단면 회귀분석을 하였다. 구체적인 추정모형은 다음과 같다.

$$R_{it} = \alpha_t + \beta_{1t}F_{it} + \beta_{2t}\log(S_{it}) + \beta_{3t}\log(PBR_{it}) + \beta_{4t}\log(PER(+))_{it} + \beta_{5t}beta_{it} + \epsilon_{it}$$

여기서 R_{it} 는 기업 i 주식의 월별 수익률(%), F_{it} 는 전월대비 외국인 주식 보유비중 증감(%), S_{it} 는 시가총액, PBR_{it} 는 전년도 주가/장부가 비율, $PER(+)_it$ 는 해당년도 주가/수익 비율로서 양(+)의 수익인 경우만 포함하며, $beta_{it}$ 는 베타계수를 나타낸다.

관심변수인 외국인 주식보유 비중 증감을 포함시킨 상태에서 여타변수의 조합을 달리하면서 16가지 모형에 대해 추정한 결과를 <부표>에 나타내었다. 변수의 유의성은 각 월별로 회귀식을 추정하고 여기서 도출된 각 계수 중 10% 유의수준에서 유의한 계수에 대해 각 계수의 평균을 구한 후 이들 각각에 관한 t -값을 산출하여 판단하였다. 추정결과 회귀식에 포함된 5개의 변수 중에서 외국인 주식보유 비중만이 통계적으로 유의한 요인으로 나타났다.

나. 일별 시계열 분석

외국인 주식투자가 본격적으로 자유화된 1997년 12월 11일(외국인 보유 한도 50%로 확대)부터 2004년말까지를 분석기간으로 하여 일별 수익률 자료를 이용하여 시계열 회귀분석을 하였다. 추정모형은 다음과 같이 구성하였다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i F_{it} + \epsilon_{it}$$

여기서 R_{it} 는 외국인 투자기업의 일별 주가수익률(%), F_{it} 는 전일비 외국인 보유비중 증감(%)이다.⁴⁾ 채남기(1998)에서는 외국인 보유비중 증감대신 외국인의 주식 순매수 또는 매도를 나타내는 더미변수를 사용하여 분석한 바 있다.

4) 외국인 주식 보유비중 증감이 주가수익률에 의해 영향을 받게 되면, 추정모형에서 설명변수가 내생성을 가지게 되는 문제점이 발생할 수 있다. 그러나 주식시장에서 거래자를 내·외국인, 또는 외국인, 기관투자가 및 개인투자가 등으로 구분하였을 때, 주가수익률이 각 거래자에게 체계적이면서 거래자별로 차별적인 영향을 지속해서 미친다고 선형적으로 생각하기 어려우므로 설명변수의 내생성은 점검하지 않았다.

분석결과는 외국인 투자기업으로 분류된 199개 기업중 5% 유의수준하에서 67%에 해당하는 134개 기업에서 외국인의 주식 순매수(도)가 그 기업의 주가를 유의하게 상승(하락)시키는 것으로 분석되었다. 그러나 외국인의 주식 순매수(도)가 반대로 그 기업의 주가를 유의하게 하락(상승)시키는 경우는 5% 유의수준하에서 2%에 불과하였다. 한편, 외국인 주식보유 비중이 1%p 증가할 때 평균적으로 주가수익률은 1.55%p 상승하는 것으로 나타났다.

<표 5> 일별 시계열 분석결과

$\hat{\beta}_1$			유의수준 ($H_1 : \hat{\beta}_1 > 0$)			유의수준 ($H_1 : \hat{\beta}_1 < 0$)		
평균	표준편차	Median	1%	5%	10%	1%	5%	10%
1.5496	1.7766	1.2831	124개 (62.3%)	134개 (67.3%)	137개 (68.8%)	3개 (1.5%)	4개 (2.0%)	8개 (4.0%)

주 : ()내는 전체 외국인 투자기업(199개)에 대한 비중임.

다. 분기별 시계열 분석

주가수익률에 대한 기업의 수익성 및 성장성 등을 고려하기 위해 1992년 I 분기부터 2004년 IV분기까지의 자료를 이용하여 다음과 같이 시계열 모형을 구성하였다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}F_{it} + \beta_{2i}ROE_{it} + \beta_{3i}ROE_{it-1} + \beta_{4i}SALE_{it} + \varepsilon_{it}$$

여기서 R_{it} 는 외국인 투자기업의 분기별 평균 주가수익률(%), F_{it} 는 외국인 보유비중의 전분기 대비 증감(%), ROE_{it} 는 자기자본 수익률(%), $SALE_{it}$ 는 매출액 증가율(%)을 나타낸다. 회귀분석에 필요한 관측치를 확보하기 위해 2000년 이전부터 존속하던 기업을 대상으로 하였다. 기업실적 보고서가 해당 분기가 지난 후에 발표될 때 나타날 수 있는 '실적보고서 효과'를 감안하여 직전분기 ROE도 설명변수에 포함시켰다.

<표 6>에 나타난 분석결과를 보면, 전체 대상기업중 10% 유의수준하에서

는 46%의 기업에서, 5% 유의수준에서는 35%의 기업에서 외국인 주식보유 비중 증가가 기업의 주가를 상승을 시키는 것으로 나타났다. 반면에 외국인 주식보유비중 증가가 기업의 주가를 하락시키는 것으로 나타난 기업 수는 미미한 것으로 나타나, 외국인 주식보유 비중 증가는 기업 주가를 상승시키는 효과가 있는 것으로 판단되었다. 그리고 외국인 주식보유비중 1%p 증가는 주가 수익률을 평균적으로 2.10%p 상승시키는 것으로 나타났는데, 이는 일별 분석에서 보다는 다소 높은 수준이다.

<표 6> 분기별 시계열 분석결과

β_{1i}			유의수준 ($H_1 : \beta_{1i} > 0$)			유의수준 ($H_1 : \beta_{1i} < 0$)		
평균	표준편차	Median	1%	5%	10%	1%	5%	10%
2.1016	2.4507	1.6944	17개 (17.9%)	33개 (34.7%)	44개 (46.3%)	0개 (0.0%)	2개 (2.1%)	4개 (4.2%)

주 : ()내는 분석대상 외국인 투자기업(95개)에 대한 비중임.

이상의 횡단면 및 시계열 실증분석 결과로 볼 때 기업의 수익성 및 여타 기업특성을 고려하더라도 외국인 투자비중의 증대는 해당기업의 주가수익률을 상승시킨 것으로 나타났다. 이는 외국인 주식투자가 기업의 성과차이 등을 반영한 이상으로 기업간 주가차이를 더욱 심화시켰음을 시사한다.

VI. 결론 및 시사점

본 연구는 외국인의 주식보유 비중이 높은 외국인 투자기업과 여타기업의 주가지수를 따로 산출하고 주식시장 완전 개방 이후시기에 양 그룹의 주가지수 간에 괴리현상이 나타남을 보였다. 이러한 외국인 투자기업과 여타기업간의 주가 괴리현상은 성과가 유사한 기업그룹 내에서도 존재하는 것으로 나타났다. 또한, 기업성과를 설명변수로서 통제하고 기업주가 수익률에 대한 횡단면 및 시계열 회귀분석을 한 결과에서도 외국인 주식보유 비중 증가는 유의하게 기업 주가수익률을 상승시키는 것으로 분석되었다. 이러한 결과로 볼 때 외국인의 주식보유는 주가괴리의 중요한 요인임을 알 수 있다.

한편, 외국인은 우리나라에서 대체로 규모가 크고, 수출·IT업종이며 고배당성향과 양호한 기업지배구조를 가진 기업의 주식에 투자하는 행태를 보여 온 것으로 분석되었다. 이러한 외국인의 선별투자행태는 길게는 외환위기 이후, 짧게는 2002~2003년경부터 우리경제에서 진행되어 온 양극화의 산업·기업간 구분과 상당부분 일치하는 것으로 나타났다. 따라서 경제양극화와 더불어 진행되어 온 기업주가에서의 양극화가 외국인 주식투자 증대 및 선별투자로 더욱 심화되어 온 것으로 판단할 수 있다. 만일 국내 투자자가 외국인의 주식시장에서의 영향력을 의식하여 외국인의 매매행태를 추종하려는 행동을 보인다면 기업주가양극화에 대한 외국인 주식투자의 영향은 더욱 확대될 것이다. 선정훈 외(2004)에서는 국내 투자자들, 특히 개인투자자들은 외국인 투자자들이 뛰어난 정보력과 분석능력을 바탕으로 개별종목에 대한 대형호재 공시에 앞서 먼저 해당종목을 매집하고, 대형악재가 나오기 전에 물량을 정리하는 경향이 있다고 믿고 있으며, 외국인 투자자의 거래동향을 파악, 추종매매를 하고 있다고 하였다.

외국인투자자의 선별투자 행위가 정보 비대칭성으로 주로 설명되어질 수 있는지 아니면 외국인이 투자자가 informed traders인지 여부는 명확히 판단하기 어렵다. 왜냐하면 그간 외국인의 투자결과를 보면 '정보 비대

칭성'으로 인한 home equity bias에서 예측하는 선별투자 행동을 보이면서도 외국인투자자를 'informed traders'로 보는 경우와 같이 국내투자자보다 더 좋은 투자성적을 나타내었기 때문이다. 국내 IT·수출·대기업들은 국제적 인지도도 높아 이들 기업에 대해서는 외국인투자자가 국내투자자보다 정보 열위에 있다고 보기 어려우며, 오히려 일부기업이나 업종에 있어서는 외국인투자자가 정보우위에 있다는 견해도 있다. 그러나 非IT·내수·중소기업에 대해서는 외국인투자자가 정보열위에 있다고 판단된다.

주식시장은 회사채시장과 더불어 기업의 주된 직접금융 조달창구 역할을 담당한다. 우리나라는 외환위기 이후 기업의 수익성과 재무건전성을 중시하게 됨에 따라 기업 자금조달 수단으로서 주식시장의 중요도는 크게 증가하였다고 볼 수 있다. 기업이 주식시장을 통해 자금조달을 원활히 하려면 기업의 주가가 적정하게 형성되고 향후 주가상승 가능성도 기대할 수 있어야 한다. 이러한 점에서 볼 때, 외국인 투자기업은 외국인의 주식투자로 인해 주가상승을 경험하고 주식시장을 통한 자금조달도 상대적으로 용이하였을 것으로 추론해 볼 수 있다. 반면에 투자자의 관심이 주가상승폭이 큰 외국인 투자기업에 몰리면서 여타기업은 상대적으로 '소외'되고 수요가 부진하여 주식시장을 통한 자금조달에 어려움을 겪었을 가능성이 있다.

외국인투자로 인한 국내주가의 양극화를 완화하기 위해서는 개인투자자의 비중이 감소하고 기관투자자를 통한 간접 주식투자가 증대됨으로써 개인투자자의 외국인 투자패턴 추종매매 감소 및 외국인 투자자의 국내주가에 대한 영향력 감소로 이어지는 것이 필요하다. 윤성훈(2004)에서는 우리나라에서 기관투자자의 비중이 낮은 원인으로 기업연금제도 미도입, 주식문화 미성숙, 기관투자자의 기업분석 및 위험관리능력 열위 등을 꼽고 있다. 그리고 기관투자자의 역할을 제고하기 위해서는 주식문화의 성숙, 기관투자자의 장기주식투자 확대 유도, 기관투자자의 역량 제고 등이 긴요함을 지적하였다.

기업의 성과와 주가지수간의 관계에서 나타난 바와 같이 외국인 투자기업의 경우 주가지수는 기업의 성과를 대체로 잘 반영하여 성과가 우수한

기업의 주가지수는 상승추세를 나타낸 반면, 여타기업의 경우는 성과가 양호한 경우에도 주가지수가 하락추세를 벗어나지 못하였다. 주식시장이 건전한 투자와 기업자금 조달시장으로 기능하기 위해서는 장기적으로 주가수익률이 기업의 성과를 잘 반영하여야 하고, 이를 위해서는 외국인 투자가 그동안 소외되어 왔던 내수·중소기업에 대해서도 확산될 필요가 있다. 이를 위해서는 국내투자자와 외국인 투자자간의 정보비대칭성을 완화하고 외국인 투자자에게 국내 기업에 대한 정보접근을 용이하게 함으로써 외국인의 선호종목을 확대하도록 노력하는 것도 필요하다. 외국인 투자자의 관심을 제고하고 투자를 유인하기 위해서는 개별기업의 투자설명회(IR) 개최, 기업 홍보 등 적극적인 투자유치 활동과 아울러 기업 투명성 제고를 위한 회계 및 공시에서의 신뢰획득 등이 필요하다. 현재 증권거래소나 IR협의회 등에서 기업들의 IR활동을 지원하고 있으나, 아직 국내 기업의 IR활동에 대한 지원은 미흡한 편이다. 한편, 우리나라도 그간 회계 및 공시제도의 정비에 많은 노력을 기울였으나 제도의 취지에 부합하는 관행 확립을 위해 앞으로도 많은 노력이 필요할 것으로 생각된다.

<참고문헌>

- Aggarwal, R., L. Klapper, and P. Wysocki, "Portfolio preferences of foreign institutional investors," Working paper, 2003.
- Ahearne, A., W. Grier, and F. Warnock, "Information costs and home bias: an analysis of U.S. holdings of foreign equities," *Journal of International Economics*, 62, 2004, pp. 313-336.
- Chakrabarti, R., W. Huang, N. Jayaraman, and J. Lee, "Price and volume effects of changes in MSCI indices - nature and causes," *Journal of Banking and Finance* 29, 2005, pp. 1237-1264.
- Chan, K., V. Covrig, and L. Ng, "What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide," Forthcoming in *Journal of Finance*, 2004.
- Choe, H., B. Kho, and R. Stulz, "Do foreign investors destabilize stock markets? The Korean experience in 1997," *Journal of Financial Economics*, 54, 1999, pp. 227-264.
- Choe, H., B. Kho, and R. Stulz, "Do domestic investors have an edge? The trading experience of foreign investors in Korea," *Review of Financial Studies* Forthcoming, 2004.
- Coval, J., "International capital flows when investors have local information," Working paper, 2000.
- Coval, J., and T. Moskowitz, "Home bias at home: local equity preference in domestic portfolios," *Journal of Finance* 54, 1999, pp. 2045-2073.

- Coval, J., and T. Moskowitz, "The geography of investment: informed trading and asset pricing," *Journal of Political Economy* 109, 2001, pp. 811-841.
- Dahlquist, M., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson, "Corporate governance and the home bias," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 2003, pp. 87-110.
- Dahlquist, M., and G. Robertsson, "Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics," *Journal of Financial Economics* 59, 2001, pp. 413-440.
- Das, M., and S. Mohapatra, "Income inequality: the aftermath of stock market liberalization in emerging markets," *Journal of Empirical Finance* 10, 2003, pp. 217-248.
- Durham, J., "The effects of stock market development on growth and private investment in lower-income countries," *Emerging Markets Review* 3, 2002, pp. 211-232.
- Dvorak, T., "Do domestic investors have an information advantage," Working paper, 2001.
- Edison, H.J., and F. Warnock, "U.S. investors' emerging market equity portfolios: a security level analysis," *The Review of Economics and Statistics* 86, 2004. pp. 691-704.
- Fama, E., K. French, "The cross-section of expected stock returns," *Journal of Finance* 47, 1992. pp. 427-465.
- Fama, E., K. French, "Common risk factors in the returns on stocks and bonds," *Journal of Financial Economics* 33, 1993. pp. 3-56.
- Fama, E., K. French, "Size and book-to-market factors in earnings and

- returns," *Journal of Finance* 50, 1995. pp. 131-155.
- Frenkel, J., and S. Schmukler, "Country fund discounts, asymmetric information and the mexican crisis of 1994: did local residents turn pessimistic before international investors," NBER Working paper #5714, 1996.
- Frenkel, J., and S. Schmukler, "Country funds and Asymmetric information," *International Journal of Finance and Economics* 5, 2000, pp. 177-195.
- Gehrig, T., "An informational based explanation of the domestic bias in international equity investments," *Scandinavian Journal of Economics* 95, 1993, pp. 97-109.
- Grinblatt, M., and M. Keloharju, "The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set," *Journal of Financial Economics* 55, pp. 43-67.
- Gugler, K., D. Mueller, and D. Yurtoglu, "The impact of corporate governance on investment returns in developed and developing countries," *Economic Journal* 113, 2003, pp. 511-539.
- Henry, P., "Do stock market liberalizations cause investment booms?" *Journal of Financial Economics* 58, 2000, pp. 301-334.
- Holmes, P., and M. Wong, "Foreign investment, regulation, and price volatility in South-east Asian stock markets," *Emerging Markets Review* 2, 2001, pp. 371-386.
- Ivkovich, Z., and S. Weisbenner, "Local does as local is: information content of the geography of individual investors' common stock investments," *Journal of Finance*, Forthcoming, 2004.

- Kang, J., and R. Stulz, "Why is there a home bias? An analysis of foreign equity ownership in Japan," *Journal of Financial Economics* 46, 1997. pp. 3-28.
- Karolyi, A., "Did the Asian financial crisis scare investors out of Japan," *Pacific Basin Finance Journal* 10, 2002, pp. 411-442.
- Lane, P.R., and G.M. Milesi-Ferretti, *International Financial Integration*, 2002.
- Lane, P.R., and G.M. Milesi-Ferretti, *International Investment Patterns*, 2003.
- Levine, R., and S. Zervos, "Stock markets, banks, and economic growth," *American Economic Review* 88, 1998, pp. 537-558.
- Patro, D., and J. Wald, "Firm characteristics and the impact of emerging market liberalizations," *Journal of Banking and Finance*, 2004, Forthcoming.
- Portes, R., and H. Rey, "The determinants of cross-border equity flows," NBER working paper #7336, 1999.
- Seasholes, M., "Re-examining information asymmetries in emerging stock markets," Working paper, 2004.
- Shukla, R., and G. van Inwegen, "Do locals perform better than foreigners? An analysis of UK and US mutual fund managers," *Journal of Economics and Business* 47, 1995, pp. 241-254.
- Singh, A., and B. Weisse, "Emerging stock markets, portfolio capital flows and long-term economic growth: micro and macroeconomic perspectives," *World Development* 26, 1998, pp. 607-622.
- WEIDER (World Institute for Development Economics Research), Foreign

Portfolio Investment in Emerging Markets, Study Group Series,
No. 5, 1990.

Zhou, C., "Dynamic portfolio choice and asset pricing with differential information," Journal of Economic Dynamics and Controls 22, 1998, pp. 1027-1051.

고광수·이준행, "외국인 거래 정보와 주식시장: 개방 10년의 경험," 재무연구 제16호 제1호, 2003.5, pp. 159-192.

김석진·김지영, "기업규모와 장부가/시가 비율과 주식수익률의 관계," 재무연구 제13권 제2호, 2000.11, pp. 21-47.

김성표·윤영섭, "기본적변수, 거시경제요인, 기업특성적 위험과 주식수익률," 재무관리연구 제16권 제2호, 1999.12, pp.179-213.

김우찬, "외국인 주식투자자들의 행태분석," 금융연구원 한국경제의 분석패널 제7권 제2호, 2001.8.

박창균, "호가·체결 자료를 이용한 외국인 주식투자행태 연구 - 군집행동과 시세추종 거래," 한국개발연구원 정책연구시리즈 2004-06호, 2004.12.

박현수, "외국인 주식투자가 국내기업의 성장에 미치는 영향," 삼성경제연구소, 2004.

선정훈·한상범·강대일·이운재, "한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석," 한국증권연구원, 2004.12.

안남기, "각국의 외국인 주식보유비중 최근 2년간 증가," Memorandum, 국제금융센터, 2005.1.

윤성훈, "주식시장에서 기관투자자의 역할 제고를 위한 과제," 금융경제연구 제171호, 2004.1.

전상경·최종연, "투자주체별 투자행태 분석: 한미 주가동조화홍 중심으로," 재무관리연구 제20권 제2호, 2003.12, pp. 127-150.

지청·옥진호, “외국인투자자의 선호종목과 거래행태 분석,” 한국증권학회 제1차 정기학술발표회 발표 논문집, 2003.

채남기, “투자자별 매매양태와 주가영향력 비교분석,” 주식 1998.1, 한국증권거래소, pp. 7-38.

이내황·하준경·강태수·임철재, “경제양극화의 원인과 정책과제,” 금융경제연구 제184호, 2004.7.

전승철·윤성훈·이병창·이대기·이현영, “투기성 외국자본의 문제점과 정책과제,” 금융경제연구 제213호, 2005.1.

<부 록>

정보비대칭성, home equity bias 및 주가 bias : a simple model

여기서는 외국인 주식투자에서의 정보비대칭성이 외국인의 주식투자 종목에서의 home equity bias 현상 및 주가에서의 괴리현상을 설명할 수 있는 간단한 모형을 제시한다. 본 모형은 Frankel and Schmukler(2000)가 country 펀드의 디스카운트 현상을 설명하기 위해 고안한 간단한 이론모형을 본 연구에서 보이코자 하였던 목적에 적합하도록 변형하였다.

경제내에 자산으로는 무위험자산 및 정보접근성에서 차이가 나는 두 종류의 위험자산이 있으며, 두 기간으로 구성되는 경제에서 첫 번째 기간에 내국인 및 외국인 투자자는 투자결정을 하는 것으로 가정한다. 무위험자산의 가격은 1로 정규화되었으며(normalized), 수익률은 r 로 가정한다. 두 위험자산은 규모가 큰 기업 및 작은 기업의 주식이며, 규모가 큰 기업은 외국인에게 잘 알려진 반면, 규모가 작은 기업은 잘 알려져 있지 않은 것으로 가정된다.

큰 기업의 주식가격을 B_t , 작은 기업의 주식가격을 S_t , 내국인 및 외국인의 큰 기업 및 작은 기업 주식에 대한 수요를 각각 $\phi_t^b, \phi_t^s, \phi_t^{*b}, \phi_t^{*s}$ 라 할 때, 두 번째 기간에서의 내국인 및 외국인 투자자의 부(wealth)는 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$W_{t+1} = W_t(1+r) + \phi_t^b(B_{t+1} + y_{t+1}^b - B_t(1+r)) + \phi_t^s(S_{t+1} + y_{t+1}^s - S_t(1+r))$$

$$W_{t+1}^* = W_t^*(1+r) + \phi_t^{*b}(B_{t+1} + y_{t+1}^b - B_t(1+r)) + \phi_t^{*s}(S_{t+1} + y_{t+1}^s - S_t(1+r))$$

여기서 y_t 는 배당(dividend)이며, t 시점에서의 정보집합 Ω_t 하에서 국내투자자의 배당에 대한 인식은 다음과 같은 반면,

$$y_{t+1}^b = y_t^b + \epsilon_{t+1}^b$$

$$y_{t+1}^s = y_t^s + \epsilon_{t+1}^s$$

외국인투자자의 인식에는 정보 비대칭성에 의한 잡음(noise)이 개제되는 것으로 가정된다.

$$\begin{aligned} y_{t+1}^b &= y_t^b + \epsilon_{t+1}^b + \mu_{t+1}^b \\ y_{t+1}^s &= y_t^s + \epsilon_{t+1}^s + \mu_{t+1}^s \end{aligned}$$

그리고 배당에 대한 충격은 다음과 같은 분포를 따르는 것으로 가정한다.

$$\begin{pmatrix} \epsilon_{t+1}^b \\ \epsilon_{t+1}^s \\ \mu_{t+1}^b \\ \mu_{t+1}^s \end{pmatrix} \sim N \left(\begin{pmatrix} 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \end{pmatrix}, \begin{pmatrix} \sigma_{\epsilon b}^2 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \sigma_{\epsilon s}^2 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \sigma_{\mu b}^2 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \sigma_{\mu s}^2 \end{pmatrix} \right)$$

이와 같은 가정 하에서 외국인 투자자의 배당예상에 대한 분산은 내국인 투자자보다 크게 된다. 즉,

$$\begin{aligned} \text{Var}^*(y_{t+1}^b | I_t^*) &= \sigma_{\epsilon b}^2 + \sigma_{\mu b}^2 > \text{Var}(y_{t+1}^b | I_t) = \sigma_{\epsilon b}^2 \\ \text{Var}^*(y_{t+1}^s | I_t^*) &= \sigma_{\epsilon s}^2 + \sigma_{\mu s}^2 > \text{Var}(y_{t+1}^s | I_t) = \sigma_{\epsilon s}^2 \end{aligned}$$

한편, 투자자들의 효용함수를 다음과 같이 정의하면,

$$U = -e^{2\gamma W}, U^* = -e^{2\gamma W^*}$$

투자자들은 다음과 같이 표시된 조건부 기대효용을 극대화하도록 행동한다.

$$\begin{aligned} E(U_{t+1} | I_t) &= E(W_{t+1} | I_t) - \gamma \text{Var}(W_{t+1} | I_t) \\ E(U_{t+1}^* | I_t^*) &= E(W_{t+1}^* | I_t^*) - \gamma \text{Var}(W_{t+1}^* | I_t^*) \end{aligned}$$

위의 식으로부터 다음의 식을 도출할 수 있으며,

$$\begin{aligned}
 E(U_{t+1}|I_t) &= W_t(1+r) + \phi_t^b [E(B_{t+1} + y_{t+1}^b) - B_t(1+r)] \\
 &+ \phi_t^s [E(S_{t+1} + y_{t+1}^s) - S_t(1+r)] \\
 &- \gamma \phi_t^{b2} \text{Var}(B_{t+1} + y_{t+1}^b | I_t) - \gamma \phi_t^{s2} \text{Var}(S_{t+1} + y_{t+1}^s | I_t) \\
 E(U_{t+1}^* | I_t^*) &= W_t^*(1+r) + \phi_t^{*b} [E^*(B_{t+1} + y_{t+1}^b) - B_t(1+r)] \\
 &+ \phi_t^{*s} [E^*(S_{t+1} + y_{t+1}^s) - S_t(1+r)] \\
 &- \gamma \phi_t^{*b2} \text{Var}(B_{t+1} + y_{t+1}^b | I_t^*) - \gamma \phi_t^{*s2} \text{Var}(S_{t+1} + y_{t+1}^s | I_t^*)
 \end{aligned}$$

투자자의 최적화문제로부터 아래와 같이 주식에 대한 수요함수식을 표시할 수 있다.

$$\begin{aligned}
 \phi_t^b &= \frac{E(B_{t+1} + y_{t+1}^b) - B_t(1+r)}{2\gamma \text{Var}(B_{t+1} + y_{t+1}^b | I_t)} \\
 \phi_t^s &= \frac{E(S_{t+1} + y_{t+1}^s) - S_t(1+r)}{2\gamma \text{Var}(S_{t+1} + y_{t+1}^s | I_t)} \\
 \phi_t^{*b} &= \frac{E^*(B_{t+1} + y_{t+1}^b) - B_t(1+r)}{2\gamma \text{Var}(B_{t+1} + y_{t+1}^b | I_t^*)} \\
 \phi_t^{*s} &= \frac{E^*(S_{t+1} + y_{t+1}^s) - S_t(1+r)}{2\gamma \text{Var}(S_{t+1} + y_{t+1}^s | I_t^*)}
 \end{aligned}$$

한편, 큰 기업 및 작은 기업의 주식 수를 각각 b 와 s 라고 하면 경제는 주식 수요와 공급이 일치하는 데서 균형을 이루며,

$$\begin{aligned}
 \phi_t^b + \phi_t^{*b} &= b, \\
 \phi_t^s + \phi_t^{*s} &= s
 \end{aligned}$$

정상상태(steady-state)에서 주식가격 B_{t+1} , S_{t+1} 의 무조건부(unconditional) 분포가 B_t , S_t 의 분포와 같다고 가정하면, 다음과 같이 주식가격의 구체적인 식을 도출할 수 있다.

$$B_t = -2b(\sigma_{eb}^{-2} + (\sigma_{eb}^2 + \sigma_{\mu b}^2)^{-1})^{-1} \gamma r^{-1} (r^{-1} + 1)^2 + r^{-1} y_t^b$$

$$S_t = -2s(\sigma_{\epsilon s}^{-2} + (\sigma_{\epsilon s}^2 + \sigma_{\mu s}^2)^{-1})^{-1} \gamma r^{-1} (r^{-1} + 1)^2 + r^{-1} y_t^s$$

다른 조건이 동일한 가운데 외국인 투자가는 국내 큰 기업에 대해서는 정보 비대칭성이 없으나, 작은 기업에 대해서는 여전히 정보 비대칭성이 존재한다고 가정하면 큰 기업의 주가는 작은 기업의 주가보다 크게 된다. 즉,

$$y_t^b = y_t^s, \sigma_{eb}^2 = \sigma_{\epsilon s}^2, b = s,$$

$$\sigma_{\mu b}^2 = 0, \sigma_{\mu s}^2 > 0$$

이면

$$B_t > S_t$$

이 성립한다. 또한, 외국인 투자가는 작은 기업의 주식보다는 큰 기업 주식에 대해 더 많이 수요하게 된다. 즉,

$$\phi_t^{*b} > \phi_t^{*s}$$

이 성립한다.

<부 표>

추정모형:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}F_{it} + \beta_{2i}\log(S_{it}) + \beta_{3i}\log(PBR_{it}) + \beta_{4i}\log(PER(+)_it) + \beta_{5i}beta_{it} + \epsilon_{it}$$

기간: '98.1~'04.12

R_{it} : 주식의 월별 수익률(%)

F_{it} : 전월대비 외국인 주식 보유비중 증감(%)

S_{it} : 시가총액

PBR_{it} : 전년도 주가-장부가 비율

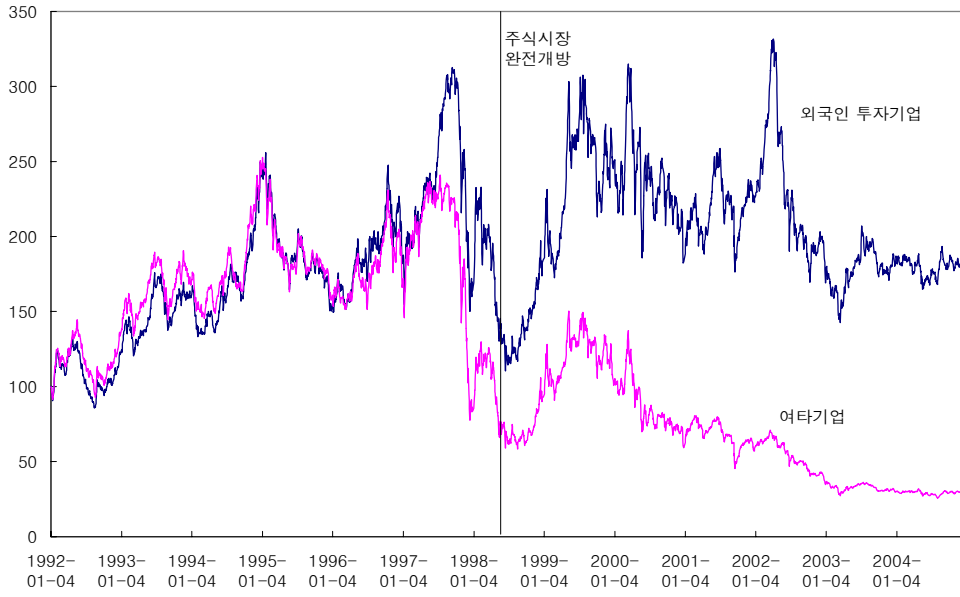
$PER(+)_it$: 해당년도 주가-수익 비율 (양의 수익인 경우만 포함)

$beta_{it}$: 베타계수

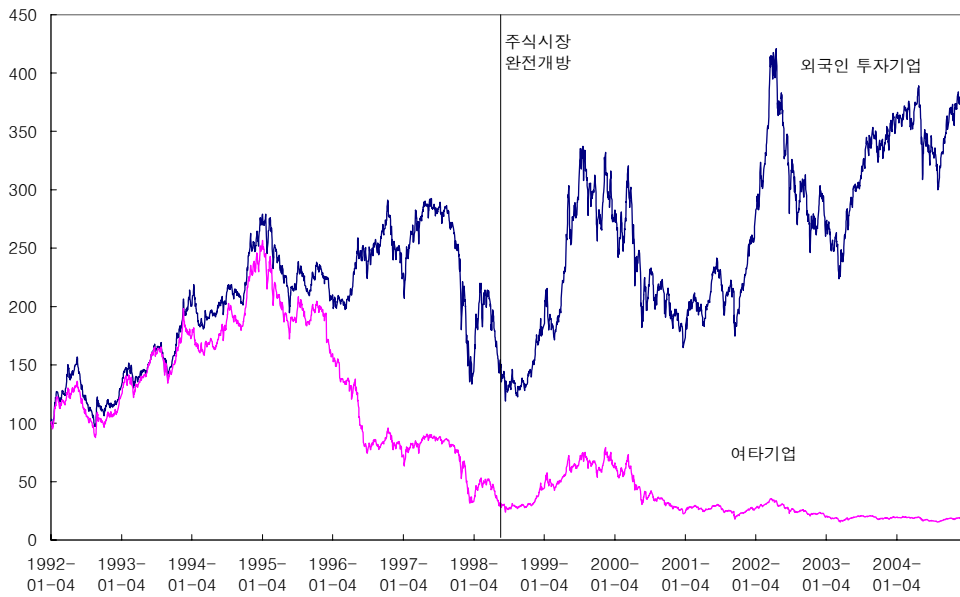
모델	α	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5
1	1.8731 (0.1757)	1.5494 (1.2447)				
2	-22.1617 (-0.3543)	1.8694 (1.6848)*	10.2745 (0.1948)			
3	0.7195 (0.0724)	1.5756 (1.2501)		28.1698 (0.3643)		
4	1.6274 (0.1406)	1.7531 (1.3950)			71.0806 (0.6725)	
5	0.1670 (0.0158)	1.9299 (1.9517)*				25.6572 (0.3182)
6	-28.8402 (-0.4999)	1.6713 (1.3939)	1.7444 (0.2435)	-1.7809 (-0.2160)		
7	-22.4622 (-0.4042)	1.9147 (1.6306)	32.5843 (0.4067)		32.2759 (0.4021)	
8	-21.5872 (-0.3486)	1.9040 (1.9633)**	0.8982 (0.3878)			1.5951 (0.1368)
9	-0.3590 (-0.0329)	1.8397 (1.4759)		68.9602 (0.6458)	71.3317 (0.6783)	
10	-0.7101 (-0.0647)	1.9404 (1.9409)*		28.4452 (0.3563)		22.2006 (0.3153)
11	-0.3193 (-0.0277)	1.9484 (1.8585)*			82.5529 (0.7562)	30.5458 (0.3961)
12	-30.1837 (-0.5937)	1.6521 (1.2790)	0.7042 (0.0754)	-2.7492 (-0.2849)	-0.3013 (0.0316)	
13	-27.7359 (-0.4986)	1.6011 (1.3894)	1.9046 (0.3065)	-1.2828 (-0.1729)		1.3334 (0.1126)
14	-22.5131 (-0.3953)	1.9049 (1.8541)*	27.1828 (0.3667)		26.9280 (0.3628)	27.9256 (0.3742)
15	-1.5637 (-0.1330)	1.9456 (1.7220)*		67.0107 (0.6235)	69.2864 (0.6539)	19.8915 (0.2941)
16	-28.5926 (-0.5855)	1.5287 (1.2146)	-0.4434 (-0.0367)	-3.5948 (-0.2985)	-1.2768 (-0.1051)	-1.0903 (-0.0708)

주: ()내는 t값이며, *는 10%, **는 5% 유의수준하에서 통계적으로 유의함을 표시

<부도 1> 외국인 투자기업과 여타기업의 주가지수 추이: 소기업



<부도 2> 외국인 투자기업과 여타기업의 주가지수 추이: 중기업



<부도 3> 외국인 투자기업과 여타기업의 주가지수 추이: 대기업

