

기업소유권은 정말 중요한가?: 일본 기업지배구조에서 외국인 투자가의 역할*

미야지마 히데아키(宮島英昭) 와세다대학

호다 다카아키(田隆明) 쇼와여자대학

오가와 료(小川亮) 와세다대학 상과대학원

1997년의 금융위기 이후, 일본 기업의 소유구조는 내부자 지배에서 외부자 지배 구조로 변화했다. 이 글은 외국인 기관투자자의 역할에 초점을 맞추면서 기업소유구조의 극적인 변화가 기업지배구조와 기업가치에 끼친 영향에 대해 분석한다. 증가한 외국인 소유의 역할을 두고 서로 대립하는 두 가지 견해가 존재한다. 긍정적인 견해는 외국인 투자가가 감시 능력이 매우 높고 기업지배구조를 개선하며, 그 결과 기업의 실적을 향상시킨다는 것이다. 반대로 부정적인 견해는 외국인 투자가의 투자 전략이 매우 편향되어 있고 특정 기업에 대한 헌신도가 낮다는 것이다. 비록 외국인 소유와 높은 기업 실적 간에 상관관계가 관측되기는 하나, 이것은 피상적인 것일 수 있다. 높은 주식 수익률은 주식 수요에 의해 유인될 수 있는 것이고 기업 실적은 단순히 양질의 기업에 대한 외국인 투자가의 선호를 반영하는 것일 수 있다. 두 견해 중 어느 쪽이 더 설득력 있는지 결정하기 위해 우리는 독특한 장기적 데이터 세트를 구축했다. 그리고 외국인 소유의 결정 요소를 검토하고 외국인 소유가 주식 수익과 기업 실적에 미치는 영향을 조사했다. 먼저 외국인 투자가의 투자 행위는 어떤 특정한 편향(bias)이 특징이고, 기업지배구조의 성격을 고려해서 이루어진다는 점을 발견했다. 두 번째 발견 사항은 외국인 투자가 기업의 주식 수익에 상당한 영향을 미쳤다는 점이다. 세 번째는 역의 인과관계(reverse causality)를 통제한 후에도 증가하는 외국인 투자자는 기업 실적에 양의 효과를 미쳤다는 점이다. 이는 일단 외국인 기관 투자가들의 주식 보유량이 증가하고 나면 이들이 기업에 대해 규율자 역할을 했음을 보여준다.

주제어 외국인 기관투자자, 기업지배구조, 편향성, 기업성과

* 이 글에서 사용된 데이터는 미야지마 히데아키(宮島英昭)와 닛타 케이수케(新田敬祐, 니세이생명보험사(日本生命保險社) 소속)가 구축한 데이터베이스에서 취한 것이다. 데이터베이스의 사용을 허락해준 닛타에게 감사드린다. 소중한 평을 해준 아리카와 야스히로(有川康弘), 북 백(Bok Baik), 레슬리 한나(Leslie Hannah), 조엘 메일른(Joel Malen), 콜린 메이어(Colin Mayer), 오완 히데오(大灣秀雄), 박상진, 세리타 도시오(芹田敏夫), 스티븐 톰슨(Steen Thomsen)에게도 감사를 전한다. 또한 우리 프로젝트에서 뛰어나게 연구 보조를 해준 우부카타 가오리(Ubukata Kaori)에게 깊은 감사를 전한다. 이 글은 RIETI의 기업지배구조 프로젝트의 결과물이다. 미야지마 히데아키는 일본 과학진흥협회(Japan Society for the Promotion of Science, Grant No. 19203017)와 국제 이니셔티브 프로그램(Global Initiatives Program)에서 연구비 지원을 받고 있다. 이 글의 초고는 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange), RIETI, 일본금융협회 연례회의(Annual Conference of Japan Finance Association), 일본경제협회(Japan Economic Association), 프랑크푸르트에서 개최된 세계기업사 콘퍼런스(World Business History Conference in Frankfurt), 유럽기업사 콘퍼런스(European Business History Conference), 미쓰비시 콘퍼런스(Mitsubishi Conference)와, 괴테 대학(Goethe University), 브리티시 컬럼비아 대학(University of British Columbia), 서울대학교, 출라롱콘 대학(Chulalongkorn University) 등에서 개최된 워크숍에서 발표된 바 있다. 초고를 향상시키는 데 귀중한 제안을 해준 회의 참가자 여러분에게 깊이 감사드린다.

번역: 권정화/서울대학교 국제대학원 석사과정

I. 서론

상장된 일본 기업들의 소유구조는 은행, 보험회사, 비지니스 기업과 같은 내부자들에 의한 안정적인 주식 보유가 특징이다. 내부 지분율은 1960년대 중반부터 급등하기 시작해서 1970년대 초에는 55% 이상 증가했으며 1990년까지 안정적인 증가 추세를 지속했다.¹ 이러한 주식 보유는 자신들이 투자한 회사의 경영 문제에 주주가 간여하지 않는다는 서로간의 암묵적 동의를 바탕으로 하고 있다. 이는 잠재적인 적대적 제3자로부터 기업을 보호하는 수단이었고 1970년대와 1980년대 일본 기업의 장기적인 경영 관행의 기초가 되었다. 또한 이것은 메인뱅크제도(main-bank system), 내부자 지배(insider-dominated) 이사회, 종신고용제와 같은 일본의 다른 독특한 기업구조를 제도적으로 보완하는 역할을 했다(Aoki, 1988; Jackson and Miyajima, 2007).

그러나 내부자 지배 소유구조는 금융위기 여파로 1990년대 말 급격하게 변화했다. 내부자 소유지분율이, 특히 은행과 보험회사의 소유지분율이 줄어들자 외부자 소유지분이 급격히 증가했다. 외부자 소유는 국내 및 외국 기관 투자가 소유와 개인 투자가 소유를 가리키는 것으로, 이들의 목적은 투자 수익을 극대화하는 것이다. 이들 외부 투자가 중 외국인의 비율이 급격하게 증가했다. 외국인 지분율은 1980년대 후반 거품경제 시기에 5% 수준이었으나 1990년대에 지속적으로 증가했고, 2006년에는 28%에 도달했으며 이후 그 비율은 안정되었다. 그 결과, 세기가 바뀌면서부터 외부자 지배구조가 되돌아온 셈인데, 다만 이전 시대는 개인 투자가가 주요 세력이었다면 현 시대는 기관 투자가가, 특히 외국인 기관 투자가가 주요 세력이 되었다. 내부자 지배구조와 순환출자 방식은 더 이상 일본 기업의 특징이라고 규정할 수 없게 된 것이다.

국제적으로 볼 때, 외국인 기관 투자자와 같은 외부자에 의한 소유의 증가는 일본에만 국한된 것이 아니다. 이러한 현상은 유럽 대륙의 내부자 지배 국가들

¹ 내부자 소유권의 형성에 대한 논의에 대해서는 Franks et al.(2014); Miyajima et al.(2003) 참고.

에서 관측되며, 가족 통제 소유구조가 지배적인 개발도상국에서도 관측된다.² 예를 들면, 한국에서 외국인인 34%의 주식을 보유하고 있고, 독일에서는 20%, 일본은 28%를 보유하고 있다. 이들 나라에서는 (창업주 가족 출신의) 내부자들이 지배주주(controlling shareholder) 또는 적어도 상당한 대주주(blockholder)를 형성하고 있으며, 이것은 미국이나 영국의 상황과는 매우 다르다.

이러한 외국인 소유의 증가가 정말로 중요한가? 이러한 변화가 일본의 기업 지배구조에 유의미한 영향을 미쳤는가?³ 이 글은 이러한 점들에 대해 살펴보고자 한다.

증가한 외국인 기관 투자 지분이 기업 실적에 미치는 영향에 대해서는 경쟁적인 두 가지 견해가 존재한다. 첫 번째는 긍정적 견해다.⁴ 이 견해는 소위 ‘회색(gray)’ 또는 계열(affiliated) 투자가라고 하는 국내 기관 투자가와는 달리 외국인 기관 투자가는 독립적이고 비계열적(affiliated)이라고 본다.⁵ 외국인 기관 투자는 통제권(투표권)에 대해서만 아니라 일상적인 충실의무(fiduciary duties)를 통해 자신이 투자한 기업을 감시하는 것에 대해서도 더 많은 인센티브를 가지고 있다. 그들은 기업지배구조 제도를 소규모 이사회, 사외이사의 임명, 경영에 대한 큰 인센티브의 제공 등을 포함하는 글로벌 표준에 맞추도록 요구했으며, 이는 일본 기업 이사회의 개혁을 추동하고 기업 실적 개선에 기여했다. 또한, 이 견해는 증가한 외국인 소유와 주식 수익 및 기업 실적 간에 양의 상관관계가 있다고 주장한다.

이와는 대조적인 부정적인 견해는 외국인 투자가가 해당 기업을 감시하는 데

² 프랑스와 독일의 사례에 대해서는 Goyer(2011)를 참고할 것. 독일의 경우, 외부자 지분율은 2011~2013년의 평균값으로, 독일연방은행(Deutsche Bundesbank), *Special Statistic Publication* 4의 자료를 바탕으로 산정했다. 한국에서의 외부자 지분율은 한국거래소(Korea Exchange), *Annual Report* 및 Park, S., *Korean Capitalism*의 자료를 바탕으로 산정했다.

³ 이 질문은 Aoki(2010)에서 제기되었다.

⁴ 학자들은 일본에만 초점을 맞추어 이 문제를 다루지는 않는다. Ferreira and Matos(2008); Aggarwal et al.(2005)을 참고할 것. 이 견해는 기업지배구조 수렴이론과 일치한다(Hansmann and Kraakman, 2000).

⁵ 일부 경우에서 일본 국내 기관 투자가(보험회사, 자산관리회사)는 자신들이 투자한 회사와 장기적인 관계를 맺는다. 다른 경우에는, 투자를 받은 회사가 은행과 같은 대규모 금융기관의 자회사이기도 하다. Flath(1993) 참고.

있어서 덜 현신적이라고 주장한다. 그 근거로 외국인 투자자가 일본 시장에 투자한 것은 자신들의 투자 포트폴리오를 국제적으로 다각화하려는 전략의 일환일 뿐이고, 이들은 정보의 비대칭성 문제로 인해 일본 기업을 감시하기가 어렵다는 점을 들고 있다.⁶ 그들은 통상적으로 도요타, 소니, 혼다와 같은 유동성은 높은 대기업과 유명 기업을 선호한다. 일반적으로 이들의 투자는 주로 모건스탠리 캐피털 인터내셔널 지수(MSCI index: Morgan Stanley Capital International index)에 포함된 기업에 국한되어 있다. 비록 그들이 영미식 지배구조를 가진 기업을 선호할지라도, 이러한 지배구조가 장기적인 관계에 기초한 (승진 및 거레에 영향을 끼치는) 여타 시스템을 갖춘 일본 기업들의 효율성을 반드시 향상시키는 것은 아니다. 비록 기관 투자가 보유지분의 증가가 주식 가격 상승과 연계된다고 하더라도 이러한 양의 상관관계가 기관 투자자의 사전(ex-ante) 감시 능력의 결과는 아니다. 오히려 이는 특정 기업의 주식 수요에 의해 추동된 그 기업의 주가에 대한 수요 충격의 결과일 뿐이다(Gompers and Metrick, 2001). 나아가 외국인 지분 증가와 기업 실적 간의 양의 상관관계는 외국인 기관 투자자가 믿을 만한, 실적이 좋은 기업에 투자할 가능성이 높다는 역의 인과관계를 반영하는 것일 수도 있다.

이 글의 목적은 두 가지 경쟁적인 견해 중 어느 쪽이 더 설득력 있는지 확인해 보는 것이다. 여기서 우리가 알아두어야 할 것은 긍정적 견해와 부정적 견해 모두 적어도 부분적으로는 설득력을 가진다는 점이다. 우리는 외국인 기관 투자자가 지난 20여 년간 지속적으로 강한 투자 편향을 보이고 있다는 점을 발견했다. 또한, 외국인 기관 투자자들이 주로 신뢰성 때문에 특정 유형의 지배구조를 선호해왔다는 점을 발견했다. 비록 외국인 기관 투자자들이 (성장 기업을 찍을 수 있을 정도로) 똑똑하다는 것을 보여주는 증거들이 있기는 하지만, 외국인 지분 증가와 주식 수익 증가 사이의 양의 상관관계가 주로 외국인 소유 증가의 결과로 일어난 수요 충격 때문에 나타났다는 점을 부인할 수는 없다. 그렇지만 더욱 중요한 것은 일단 외국인 기관 투자자들의 주식 보유가 그 어떤 이유든 증가하게

⁶ 자국 편향 문제에 대해서는 French and Poterba(1991) 참고. 일반화 처리 효과(generalized treatment effect)에 대해서는 Huberman(2001)을 참고하고, 일본 사례와 관련해서는 Kang and Stulz(1997) 참고.

되면, 그들은 투자한 기업에 대해 중요한 규율자로서 역할을 하게 된다. 우리는 역의 인과관계를 조심스럽게 통제 한 후, 높은 외국인 소유가 높은 기업 실적과 관련이 있다는 점을 발견했다.

이 글은 다음과 같이 구성된다. II절에서는 전후 일본 소유구조의 장기적인 추세를 추적한다. III절에서는 외국인 기관 투자자들의 포트폴리오 선택의 결정 요소를 분석한다. IV절에서는 외국인 기관 투자자의 주식 소유와 주식 수익 간의 상관관계를 조사한다. V절에서는 외국인 기관 투자자들이 기업 실적에 기여 했는지 분석한다. VI절에서는 연구 결과의 함의와 관점에 대해 논의한다.

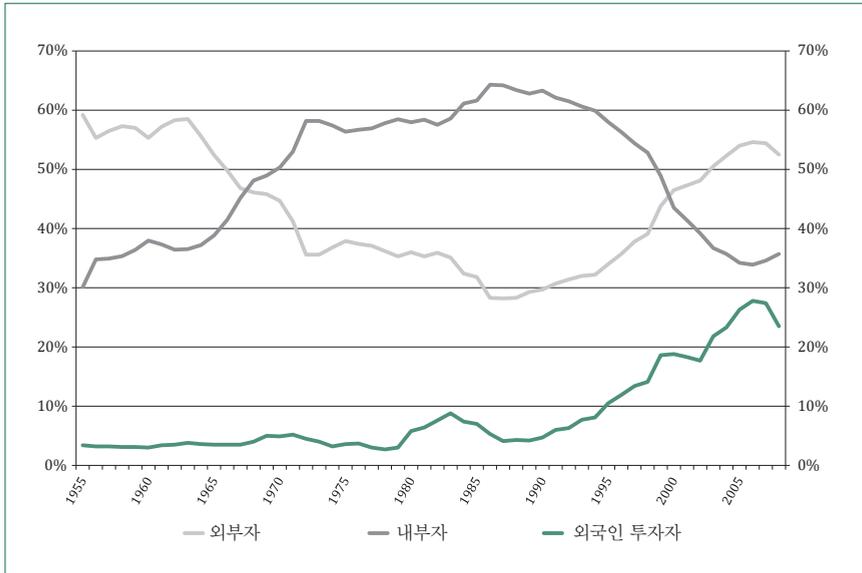
II. 일본 소유구조의 진화: 개요

1. 내부자 지배 구조: 1970~1990년

먼저 1955년부터 현재까지 소유구조의 장기적인 추세에 대해 알아보자. 그림 1은 소유구조 조사(Shareownership Survey)의 데이터를 이용해 내부자와 외부자 주식지분율의 장기 시계열적(long-term time series) 추세를 보여준다. 참고로, 상기 조사는 일본의 모든 국내 주식 거래를 망라한다. 여기서 내부자는 은행(신탁은행의 신탁계좌는 제외), 보험회사와 기업의 집합체로 정의한다. 일반적으로 이 주주들은 자신이 투자한 기업과 장기적인 사업 관계를 유지하며, 이들의 목적은 투자 수익 극대화가 아니라 해당 기업들과 관계를 유지하는 데 있다.⁷ 외부자는 투자 수익의 극대화를 목적으로 하는 외국인, 개인, 뮤추얼 펀드과 신탁기금의 집합체로 정의한다. 그림 1은 증시 시가 총액을 바탕으로 한 내부자와 외부자의 주식지분율을 보여준다.

전후 개혁 때문에 일본 기업의 소유구조는 애초에는 매우 분산적이었고 주로

⁷ 내부자 소유는 상호출자 및 안정지분(stable-shareholding)과 겹치지만 이는 매우 광범위한 개념이다. Franks et al.(2014)은 이러한 시각에서 일본 소유구조의 진화와 국제적 특징에 대해 분석한다.



출처: 저자 작성

그림 1 일본 소유구조의 장기 시계열적 추세

도쿄증권거래소가 보고한 주식 보유 서베이에 기반한 내부자 및 외부자 지분율을 보여준다. 내부자 지분율은 은행(신탁은행의 신탁계좌는 제외)과 보험회사, 다른 금융기관, 기업의 총 지분율이다. 외부자 지분율은 외국인 투자자, 개인, 뮤추얼 펀드, 신탁기금의 총 지분율이다. 지분율은 1969년 이래로는 시가총액에 기반한 것이지만 그 연도 이전에는 데이터의 가용성 문제로 인해 주식 보유수에 기반한 것이다. 자세한 것은 II.1 참고.

개인 주주로 이루어져 있었다. 그러나 1965년 주가 폭락 이후 은행, 기업과 같은 내부자들이 소유권을 획득하면서 소유구조가 빠르게 안정되었다.⁸ 1970년대 초 무렵 소유구조는 완전히 내부자에 의해 지배되었다.⁹ 1980년대 중반, 내부자 지분율은 60%를 넘어섰지만, 개인과 기관 투자자와 같은 외부자 지분율은 35~40%로 낮은 수준에 머물렀다.

⁸ 별도의 언급이 없다면 ‘은행’은 신탁은행을 제외한 은행을 말하고, ‘기업’은 은행, 신탁은행, 보험과 증권회사를 제외한 기업(주로 상장기업)을 말한다.

⁹ 추가 정보를 위해서는 Kawakita(1995); Miyajima et al.(2003); Franks et al.(2014) 참고.

이러한 내부자 지배 소유구조는 1990년대 중반까지 거의 변화 없이 지속되었다. 1980년대 후반의 거품경제 시기에 기업 자금 조달 방식이 은행 차입에서 사모전환사채 및 신주인수권부 사채 등의 자기자본 조달로 변화할 때 금융기관들은 여전히 가장 큰 순매수자였고 그들의 지분율은 다소 증가했다.

그림 1은 소유구조 진화의 전체적인 추세를 보여준다. 그러나 이것은 증시 시가 총액을 바탕으로 한 총가중평균값이다. 그러므로 일본 기업들의 소유권 변이와 소유권이 시간이 흐름에 따라 어떻게 변화했는지 조망해 주지는 못한다. 그래서 이 문제를 다루기 위해 도쿄, 오사카, 나고야 등 세 개의 주요 국내 증권거래소의 퍼스트 섹션(First Section, 이하 ‘퍼스트 섹션 기업’)에 상장된 비금융 기업들에 관한 기업 수준 데이터를 새롭게 구성했다. 우리는 주요 주주 데이터(Major Shareholders Data(Toyo Keizai Inc.))와 증권 파일(Nikkei NEEDS)에 들어 있는 별첨의 재무제표 및 주식 데이터를 주주 유형 기준으로 병합했다. 그런 다음 기업의 상세한 주주명부를 재구성했고, 순환출자 관계를 확인하고, 최소 3% 지분율을 가진 대주주의 특성을 조사했으며, 데이터가 허용하는 한도에서 주주의 범주를 내부자와 외부자로 분류하고자 했다.

표 1은 1991년부터 시작해서 매 5개의 준거 연도별로 우리 데이터에 대한 요약 통계를 보여준다. 자료의 한계로 인해 이 데이터는 대략 80% 정도의 비율만 망라한다는 점을 밝힌다. 표 1은 1991~1996년 기간에 소유구조의 변화가 매우 미미했다는 것을 보여준다. 기업 간 소유구조의 변이 또한 매우 적다. 내부자 지분율이 45%를 넘어섰지만 표준편차는 단지 14%다. 한편, 외부자 지분율은 31% 이하로 훨씬 낮으며 표준편차는 대략 11%다. 이처럼 이때까지는 내부자 지배가 동일하다는 특징을 가졌었다. 그러나 1990년대 초 거품경제 붕괴 후 외부자 소유가 점차 증가하기 시작했던 반면 내부자 소유는 설 자리가 줄어들었고 1997년을 기점으로 급속하게 줄어들기 시작했다. 다음에서는 1990년 이후 소유구조의 변화를 좀 더 자세히 논의하되, 외부자로서 외국인 기관 투자가의 역할과 내부자로서 순환출자 관계의 역할에 초점을 맞추고자 한다.

표 1 소유구조의 최근 추세

기존 연도에서 투자가 범주에 따른 지분율의 평균과 표준편차를 보여준다. 표본은 일본의 주요 3개 증권 거래소의 퍼스트 섹션에 상장된 비금융 기업들이다. 평균 지분율은 회계년도 말에 기업 수준에서 계산된다. 변수들의 정의는 부록을 참고하길 바란다. 지분율 계산에서 자사주는 제외된다.

	1991 N=1223		1996 N=1198		2001 N=1404		2006 N=1616		2008 N=1599	
	평균	표준편차								
내부자	46.6	13.5	44.9	13.2	41.8	15.0	37.4	16.2	38.3	16.4
상호출자	15.4	9.2	15.3	9.1	11.9	9.7	9.2	9.2	9.0	9.3
금융기관	10.8	6.3	10.7	6.2	7.2	5.9	4.6	4.9	4.1	4.7
기업	4.6	6.2	4.6	6.2	4.7	6.8	4.6	6.4	4.9	6.8
안정출자	22.5	16.7	22.0	16.6	18.5	17.7	14.9	17.7	15.5	18.0
ESOP	1.1	1.4	1.5	1.6	2.3	2.5	2.0	2.3	2.3	2.6
이사	2.8	5.0	2.1	4.7	3.6	7.8	4.8	9.2	4.7	9.1
가족 통제 기업*	4.6	9.3	3.9	7.9	5.3	9.7	6.3	10.9	6.7	11.3
외부자	31.0	10.5	35.8	10.8	43.3	13.0	48.5	14.1	47.8	14.8
기관 투자가	9.2	7.4	12.0	8.8	13.4	11.9	21.8	14.5	19.0	13.9
FIO	4.1	4.4	7.1	6.8	6.6	7.9	14.2	11.6	11.7	10.7
국내	5.1	4.1	4.9	3.3	6.8	5.6	7.6	5.6	7.3	5.8
소수 개인	21.2	8.9	23.1	10.6	29.0	14.0	26.0	13.8	28.2	14.7
외국 기업*	0.6	5.1	0.7	5.4	0.9	6.4	0.7	5.7	0.6	5.1

주: *는 3% 이상의 지분율만 계산되었음을 의미한다.

출처: 저자 작성

2. 외국인 기관 투자가의 초기 성장: 1990~1996년

1990년대에 들어서면서 외국인 지분율은 자산 배분 비율의 변화와 상관없이 운용자산의 증가와 함께 증가했다. 사실상 미국과 다른 외국인 기관 투자자들은 1990년부터 경제 세계화에 발맞추어 국제적 다각화를 위해서 해외 투자를 늘리기 시작했다. 예를 들면, 미국의 해외 주식 투자는 1990년 1,976억 달러, 1995년 7,768억 달러, 그리고 2000년에는 1만 8,304억 달러로 증가했다(Ahmadjian, 2007: 127). 국제적 투자 포트폴리오 확대의 일환으로, 주요 일본 기업의 외국인 지분율은 1991년 4.1%에서 1996년 7.1%로 증가했다(표 1).

나아가, 일본 시장에서 외국인 기관 투자가의 점증하는 영향력은 소유구조로

나타난 것보다 더 두드러졌다. 첫째로, 외국인 기관 투자가는 이 기간 동안 유일한 순매수자였을 뿐만 아니라 이들의 주식회전율이 매우 높아서, 도쿄증권거래소 퍼스트 섹션 기업에 대한 외국인 거래량은 1988년 약 10%에서 1996년 40%대로 폭증했다.¹⁰ 외국인 투자가의 주식 거래가 주식 가격 형성에 미치는 영향력이 증가하자 이들의 가치평가는 기업 경영에 막대한 영향력을 미치게 되었다. 또한 이 시기에 외국 금융기관의 진입과 증권 분석가의 증가로 인해 시장의 하부구조가 개선되었다.¹¹ 둘째로, 외국인 투자자들이 보여준 주식 선택 편향에 대해 주목하는 것이 중요하다. 특히 외국인 투자자들은 시장에서 이미 높이 평가된 기업들에 대해, 즉 높은 해외 판매 비율과 높은 수익률과 좋은 신용등급을 가진 대기업에 대해 높은 선호도를 보여줬다. 예를 들면, 뛰어난 수출기업인 캐논의 외국인 지분율은 1991년 21.5%에서 1996년 39.0%로 증가했고, 소니에서도 21.6%에서 39.0%로 증가했다. 일본 기업은 대출금융과 자산 소유에 있어서 주거래 은행과의 강한 유대와 낮은 외국인 지분이라는 것으로 흔히들 특징지었지만, 1990년대 중반 일본 기업들은 은행과의 유대와 소유구조의 측면에서 조용히 다양화하기 시작했다. 이러한 기업 간의 차이는 향후 소유구조의 진화에 중요한 함의를 가진다.

3. 순환출자의 와해: 1997~2004년

1990년대 중반까지 매우 안정적이었던 내부자 지배 소유구조는 1997년 금융위기 이후 급격하게 변화했다.¹² 내부자 소유구조의 핵심을 이루었던 순환출자

¹⁰ 거래량=외국인 수탁 거래가치(value of trading consigned by foreigners)/총 거래가치(value of total trading). 외국 기업과 해외 거주민은 대규모 또는 높은 빈도로 거래에 참여하지 않기 때문에, 대부분의 거래는 기관 투자가라고 가정한다.

¹¹ 외국 증권회사의 시장 진입은 거품경제 기간 동안 안정되었다. 진입 기업의 숫자는 1985년 14개, 1990년 52개였으나, 1997년에는 57개로 상당히 안정화되었다(Year-end, *Japan Securities Dealers Association Survey*). 따라서 1990년대는 외국 증권회사의 사업 확장으로 특징지을 수 있다. 그러는 동안 증권분석가협회(Security Analysts Association)의 공인된 회원은 1990년 2,200명에서 1996년 9,400명으로 증가했다.

¹² 많은 관찰자들이 1970년대부터 1990년대 중반까지 소유구조가 안정적이라는 점에 대해 놀란다(Flath, 1993; Kawakita, 1995).

비율이 1996년 15.3%에서 2006년 9.2%로 급락했다(표 1).¹³ 그 주요 원인은 은행과 기업 간의 순환출자가 왜해된 것이었다.

그러는 사이 1997년에 기업들은 자신들의 은행 주식을 팔아 치우기 시작했다. 1995년 주센 주택용자 문제가 터지면서 모은행(parent bank)의 주가가 하락한 이후로 은행 주식의 위험성이 명확해졌으며, 1997년 은행들이 파산하면서 주식 시장 조정은 가속화되었다. 전후 기간 동안 처음으로 기업들은 그들의 은행 주식을 보유할 것인지, 처분할 것인지 여부를 선택해야 하는 어려운 상황에 직면했다. 이러한 시장 환경의 변화와 함께 외국인 기관 투자자의 영향력은 아래에서 설명하는 바와 같이 증가했다. 나아가 투자자들은 순환출자를 강력하게 비판하고 책무성과 투명성을 요구하기 시작했다. 또한 2000년대 초반에 종합회계 보고(2000년 3월)와 순환출자에 대한 시가주의평가(market-to-market valuation)를 위해 새로운 회계 규칙을 도입했는데, 이로 인해 기업들은 순환출자의 위험성에 대해 민감하게 인식하게 되었다.

은행들은 부실채권이 쌓여가는 상황에서 거품경제 이후 주식시장의 미수 수익(unrealized gains)이 줄어들면서 증가한 주식 보유의 위험성에 직면하게 되었고 1997년 보유 주식을 매각하기 시작했다. 기본자기자본(Tier 1 capital) 요건(2002년 1월부터 발효)에 따라 은행의 주식 보유량이 제한되자 2001년에 은행의 주식 매각이 가속화되었다.¹⁴ 2001년 은행의 순매각은 2조 3,000억 엔에 이르렀고 2005년까지 1조~2조 엔 수준으로 유지되었다. 그 결과 1996~2001년 동안 은행의 주식 보유량은 6.4% 감소했고 2001~2004년 동안에는 3.4% 더 감소했다.

¹³ 시장에서의 총순환출자 비율은 회계년도 말에 주요 세 증권거래소 퍼스트 섹션에 상장된 회사들을 대상으로 계산한다. 이는 개별 회사 수준의 데이터에 기반해서 계산된 기업 수준에서의 평균인데, 두 회사 간의 순환출자만 카운트하기 때문에 실제 값이 저평가되는 경향이 있다. 또한 재무제표 공개 범위는 2000년 3월에 변경되었기 때문에 시계열 데이터의 일관성을 유지하기 위해 현행 기준이 소급 적용된다. 그 결과 순환출자 비율은 1999년과 이전 연도들에서 가용 데이터에 비해 대략 3% 낮게 나온다.

¹⁴ 기본자기자본(Tier 1 capital)에서, 미수수익은 자기자본에서 차감된다.

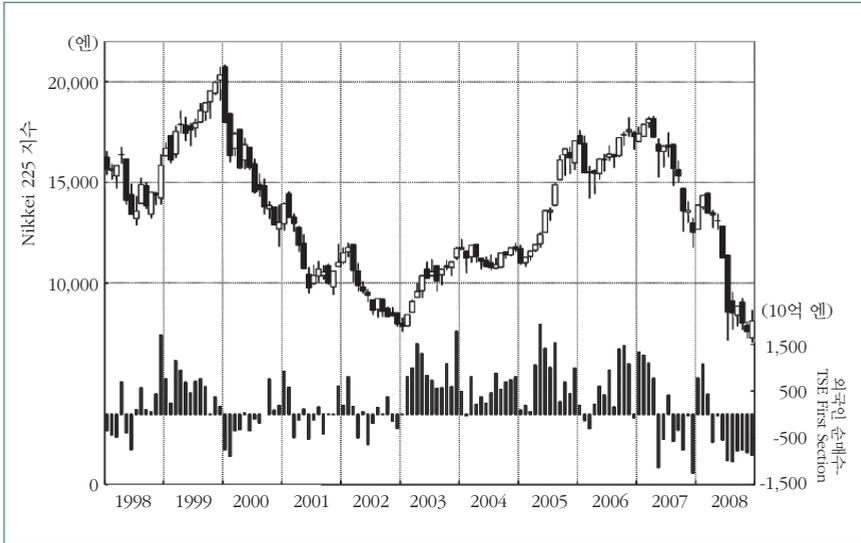
4. 외국인 기관 투자가의 쇄도: 1997~2006년

순환출자가 와해되자 외국인 기관 투자가의 지분율이 급등하기 시작했다. 1996년 7.1%였던 외국인 투자가 비율은 2002년 급등하기 시작해 2006년에는 14.2%로 증가했다(표 1). IT 분야는 1999년 외국인 투자의 제1차 표적이 되었다. 예를 들면, NEC의 외국인 지분율은 1996년 16.9%에서 2001년에는 28.3%로 증가했다. 게다가 2003년부터 중국과 세계 경제의 호황으로 중공업 분야의 대기업이 투자가들의 인기를 끌었다. 예를 들면, 2006년 일본철강(Japan Steel)의 외국인 지분율은 21.9%에 이르렀고, 외부자 지분율은 53.6%에 이르렀다.

그 결과, 일본 기업의 소유구조가 급격하게 변화했는데, 특히 2000년에 외부자들은 그간 내부자들이 점유했던 지배적 지위를 넘겨받았다(그림 1). 일본 상장 기업의 소유구조는 안정적인 주주가 아직 출현하지 않았던 1960년대 초반의 과거 형태로 되돌아갔다. 나아가 외부자 지배 소유구조가 재출현하면서 주요 주체는 개인에서 국내와 외국 기관 투자자로 바뀌었다.

더욱이 시장거래에서 외국인 기관 투자가의 영향력은 전보다 더욱 더 명확하게 커졌다. 도쿄 증권거래소의 퍼스트 섹션 기업에 대한 외국인의 주식거래는 1997년 40%를 넘었고 2000년에는 50%, 2006년에는 60%에 이르렀다. 주식시장에서 외국인이 지배적 세력이 되면서 이들이 일본 주식시장에서 가격 형성에 미치는 영향력 또한 극적으로 증가하게 되었다. 이와 관련해서 외국인의 순매수 가치와 니케이(Nikkei) 225 지수 간의 관계는 그림 2에 나와 있다.¹⁵ 나아가 2000년대 중반부터 일련의 적대적 공개매수(TOB)가 등장했다. 그 사례로는 일본방송(Nippon Broadcasting)에 대한 라이브도어(Livedoor)의 TOB(2005), 호쿠에츠제지(北越製紙, Hokuetsu Paper)에 대한 오지제지(王子製紙, Oji Paper)의 TOB(2006), 불독 소스

¹⁵ 순매수 압력에 대한 주식가격 지수의 단순회귀분석에 따르면(=(매수량 - 매도량)/TSE First Section의 자본원총액(total capitalization) × 100), 순매수 압력의 계수는 1980년 1월~1989년 12월 동안 10.19에서 1990년 1월~1999년 12월 동안 24.67로 증가했고, 2000년 1월~2009년 10월 동안 17.5로 높게 유지되었다. 2003년과 2005년 중반에, 외국인의 대규모 순매수로 시장을 끌어올렸다.



출처: 도쿄증권거래소, 투자가 범주에 따른 투자 트렌드.

그림 2 외국인 투자자에 의한 거래와 니케이(Nikkei) 225 지수

(Bulldog Sauce)에 대한 스틸파트너(Steel Partners)의 TOB(2007) 등이 있었다. 이처럼 일본 기업지배권 시장(market for corporate control)은 형성 단계에 들어서게 되었다.¹⁶

증가하는 외국인 기관 투자가의 영향력으로 인해 일어난 주주들의 인식 변화는 점차 국내 기관 투자자로까지 번지게 되었다. 2000년대에 근로자연금연합[厚生年金基金連合會, Federation of Employees' Pension Funds, 기업연금연합(企業年金連合會, Pension Fund Association)의 전신과 국내 투자자문회사들은 활발하게 자신의 투표권을 행사하기 시작했고, 심지어는 침묵으로 일관하던 보험회사 주주들도 투표권 행사를 위한 과정을 검토하기 시작했다.¹⁷ 2000년대 후반, 상장기업들은 외

¹⁶ 행동주의 펀드(activist fund)에 대한 분명한 정의는 없지만, 일반적으로 이 용어는 상대적으로 규제를 덜 받는 민간 투자기관을 가리키는데, 이들은 대주주로서 투자 수익 증대를 위해 기업 활동에 영향력을 행사하고자 한다.

¹⁷ 투자 측면을 촉진하기 위해 연합회는 2000년 『충실의무 핸드북: 투자기관 편(Fiduciary Responsibility Handbook: Investment Institution Edition)』을 발간했고, 2001년에는 『투표권 행사를 위한 실용 가이드라인(Practical Guidelines for Exercising Voting Rights)』을 펴냈다.

부자의 이해관계를 고려하는 경영 전략을 구사하지 않을 수 없게 되었는데, 주로 주주가치의 극대화를 위한 조치에 착수했다.

5. 외국인 기관 투자자의 평등화(leveling off)와 순환출자의 재출현: 2005~2008년

금융위기 이후 외부자 지분율의 선형적인 상승세는 2006년에 정점을 찍은 후 역전된 것으로 나타났다(그림 1). 대조적으로, 내부자 지분율은 반대 방향으로 이동했고 증가하기 시작했다. 2004년에 은행 주식 매각이 멈추면서 일부 기업은 다른 기업들과 자금 유대를 강화함으로써 ‘전략적 연합’을 형성했는데, 이는 순환출자의 ‘재출현’으로 간주되었다.¹⁸ 이것은 외부자 지분율 증가, 적대적 공개 매수와 정삼각합병 금지의 철폐를 배경으로 발생했다(2007년 5월).

예를 들면, 일본철강은 공격적으로 인수합병을 추진하던 외국의 경쟁 기업에 매수될 위기에 처하자 스미토모금속(住友金属, Sumitomo Metal Industry), 고베제강(神戸製鋼, Kobe Steel)과 ‘전략적 연합’을 도모했으며, 2005년부터 이들 세 기업 간의 순환출자를 점진적으로 확대했다. 그 결과, 일본철강의 총 발행 주식 수에 대한 순환출자 비율은 2001년 1.2%에서 2008년 8.4%로 증가했다.¹⁹ 또한 2006년 3월에는 히타치금속(日立金属, Hitachi Metal) 및 다이도특수강(大同特殊鋼, Daido Steel)과 자본 및 사업 연합을 체결했다. 이 두 회사는 자동차 부품용 특수강철재의 공동 구매 및 개발과 순환출자 비율 증대에 합의했다. 자본 협력은 알려진 바와 같이 매수 위협에 대한 위기 의식으로 인해 일부 촉발되었다. 또한 기업들은 행동주의 펀드에 의한 위협에 대처하고자 안정적인 주식 보유를 추구했다.²⁰ 예를

¹⁸ 예를 들면, 2005년 5월 17일자 『위클리 이코노미스트(Weekly Economist)』는 “기업의 자기방어 본능이 배당금 증가에 대한 재촉과 순환출자의 부활을 야기했다”고 지적했다. 2006년 7월 22일자 『위클리 도쿄 게이자이(Weekly Toyo Keizai)』는 “순환출자가 수면 위로 떠오르고 있다”고 지적했다, 2006년 12월 29일자 『니케이 파이낸셜 데일리(Nikkei Financial Daily)』는 2006년 기업 금융의 키워드에 대한 리뷰에서 이를 언급했다.

¹⁹ 니케이(Nikkei) 신문은 이러한 전략적 연합으로 인해 “안정적 주식 보유율이 30%였던 것이 현재 50%가 되었다”고 봤다(“순환출자의 재출현에 대한 진상”, 2007/9/28).

²⁰ 좋은 예는 소토(ソト, Satoh)다. 스틸파트너가 2003년에 주식을 대량 매입했을 때, 소토는 자신의 대주주인 다이도 리미티드(ダイドーリミテッド, Daido Limited)와 순환출자를 증가시켰다. 2004년 3월의 주주 정보는 다이도 리미티드에서 소토에 대한 지분율이 2.0%에서 3.5%로 증가했음

들면, 2005년 이래로 도에이(Toei)와 같은 성숙한 중기업들 간의 순환출자가 강화되었다.

그러는 동안, 서브프라임 문제 발생을 계기로 외국인 기관 투자자들은 대략 2007년부터는 순매도자가 되었으며, 2008년 9월 발생한 리먼브라더스 위기 이후로 매도 규모는 크게 증가했다(그림 2). 그 결과 외국인 지분율은 2008년 13.9%에서 1년 후인 2009년에는 11.7%까지 급락했다. 이 시기 동안 니케이 평균은 2008년 8월 기준 1만 3,072엔에서 2009년 3월 기준 8,109엔으로 38% 하락했는데, 이는 주로 외국인 투자자들의 매도에 기인한 것으로 볼 수 있다. 이처럼 외국인 투자자의 커지는 영향력 때문에 이들에 의한 거래는 일본 주식 가격에 막대한 영향을 미쳤다.

위에서 살펴 본 것처럼, 1997년 이래로 소유구조 변화의 특징은 내부자 지배에서 외부자 지배로의 전환이라 할 수 있고, 2005년 이래로는 외부자 지배의 평균화로 특징지을 수 있다. 여기서 가장 중요한 점은 이러한 변화가 모든 기업에 걸쳐 균일하게 발생한 것은 아니라는 것이다. 예를 들면, 표 1에서 표준편차의 추세가 보여주는 것처럼, 내부자 지분율은 1991년 46.6%에서 2008년 38.3%로, 8.3% 하락했고, 표준편차는 13.5%에서 16.4%로 증가했다. 더욱이 외부자의 핵심을 형성하는 기관 투자자의 지분율은 1991년 9.2%에서 2008년 19.0%로 증가했고, 표준편차는 같은 기간 동안 7.4%에서 13.9%로 증가했다.

이러한 결과는 자연스럽게 몇 가지 질문을 던지게 한다. 첫째로, 외국인 기관 투자자의 영향력과 관련해, 1990년대 이래로 이러한 추세를 어떻게 이해해야 하는가? 그들의 투자 정책은 정말로 편향되었는가? 빈번하게 지적되어 온 바와 같이, 과연 이사회 개혁에 유의미한 기여를 했는가? 둘째로, 외국인 소유의 변화가 주식 수익에 어떠한 영향을 미쳤는가? 외국인 투자의 증가(또는 감소)가 정말로 주식 수익의 증대(하락)에 영향을 미쳤는가? 영향을 미쳤다면 어느 정도인가? 마지막으로, 외국인 소유가 기업들 간에 큰 변이를 보이면서 증가했는데, 그렇

을 보여준다. 소토에서 다이도 리미티드에 대한 지분율은 8.6%에서 10.5%로 증가했다. 행동주의 무라카미 펀드(村上ファンド, Murakami Fund)에 의해 위협받던 다이도 리미티드 또한 2004년에 온워드 가시야마(オンワード檉山, Onward Kashiyamain)와 새로운 순환출자 관계를 시작하게 되었다.

다면 과연 이것은 기업을 규율하는 효과를 가졌는가? 다음 절에서 이러한 문제들을 다루고자 한다.

III. 외국인 기관 투자자들의 선호

1. 사실과 가설의 정형화(Stylization of facts and hypothesis)

금융위기 이후 시기에서 순환출자 와해와 함께 소유구조의 가장 두드러진 발전 중의 하나는 외국인 소유의 가파른 증가였다(그림 1). 순환출자 와해와 유사하게, 외국 펀드 유입이 모든 상장기업들에서 균일하게 이루어진 것은 아니었다. 이것은 표 1의 외국인 지분율 표준편차에 잘 나타나 있다. 또한 이것은 표 2에서 다른 각도로 설명되고 있다. 표 2는 외국인 지분율에 따른 비금융 상장기업의 분포를 보여준다.

1990년 외국인 기관 투자자의 분포를 보면, 최대 빈도를 보여주는 기업은 외국인 지분율이 3% 이하인 기업들이었다. 그러나 거품경제 직후 주식시장의 급격한 변동은 1993~1996년에 약해졌을 때 한 정점(아래에서 왼쪽 정점이라고 언급)은 1~3%의 범위에서 발생했고, 또 다른 정점(오른쪽 정점)은 5~10%의 범위에서 발생했다. 금융위기 이후 1999~2002년 기간에 오른쪽 정점은 더 오른쪽으로 옮겨가 10~20%의 범위에 놓이게 되었다. 왼쪽 정점은 더 왼쪽으로 이동해서 0~1% 범위에 놓였다. 이는 양극화 현상을 분명하게 보여준다. 2003~2007년의 외국인 지분율은 한 단계 더 올라가 왼쪽 정점(1~3%)에 속하는 기업 수는 감소했고 오른쪽 정점(10~20%)에 속하는 기업 수는 증가했다. 2006년의 수치를 좀 더 자세히 살펴보면, 이때는 외국인 투자자들이 세계 경제 회복을 배경으로 일본 주식을 자신의 포트폴리오에 거리낌 없이 추가했던 시기로, 10~20% 범위에 454개의 기업이 있고, 20~33%대에 339개 기업이 있으며, 그보다 더 높은 범위에는 128개의 기업이 있다.

위의 결과는 외국인 기관 투자자의 주식 선택에 어떤 유형의 선호나 편향이 있음을 보여준다. 그들의 주식 선호는 자신의 국제적 포트폴리오 배분에서 심한

표 2 외국인 투자자 지분율 분포

외국인 투자자 지분율의 통계와 분포를 보여준다. 표본은 주요 3개 증권거래소 퍼스트 섹션에 상장된 비금융 기업들이다. 외국인 투자자의 정의는 부록을 참고하길 바란다. 첫 번째 행의 a~b%는 a% 이상 b% 이하를 의미한다.

연도	기업수	기술통계		지분율 분포 비율(%)							
		평균	표준편차	0~1%	1~3%	3~5%	5~10%	10~20%	20~33%	33~50%	50% <
1990	1202	3.32	3.54	28.6	34.0	16.5	14.7	6.1	0.1	0.0	0.0
1991	1238	4.11	4.40	27.7	27.6	14.5	20.4	8.8	1.1	0.0	0.0
1992	1243	4.12	4.66	29.7	26.6	14.7	18.5	8.9	1.5	0.0	0.0
1993	1158	5.30	5.44	21.4	23.0	16.2	23.7	12.8	2.8	0.1	0.0
1994	1158	5.87	5.41	16.9	23.0	14.1	27.3	16.1	2.7	0.0	0.0
1995	1181	6.84	6.44	17.1	20.2	11.5	25.3	21.6	3.7	0.5	0.0
1996	1215	7.14	6.82	16.5	21.4	11.6	24.1	21.4	4.3	0.7	0.0
1997	1255	6.64	7.07	20.2	23.4	11.2	21.0	18.5	4.8	0.8	0.0
1998	1268	6.10	6.99	26.3	20.6	12.1	18.8	16.5	4.9	0.9	0.0
1999	1332	7.09	8.07	23.8	23.1	8.9	17.4	18.2	7.2	1.4	0.0
2000	1408	7.09	8.00	16.9	30.1	9.3	17.0	19.0	6.2	1.5	0.0
2001	1432	6.67	8.01	26.0	23.0	9.9	16.2	17.0	6.2	1.6	0.0
2002	1455	6.46	8.09	28.7	21.1	10.6	15.8	15.7	6.9	1.2	0.0
2003	1482	9.25	9.63	14.9	21.8	9.6	18.8	21.0	10.2	3.4	0.2
2004	1573	11.24	10.43	7.6	16.7	11.9	21.3	24.3	13.5	4.1	0.6
2005	1614	13.74	11.14	4.0	12.6	8.7	21.4	27.9	18.6	5.8	0.9
2006	1651	14.33	11.69	5.0	11.3	9.3	18.5	27.5	20.5	6.9	0.8
2007	1643	14.06	11.99	6.1	12.5	9.3	18.4	27.3	18.8	6.3	1.2
2008	1625	11.75	10.68	9.1	17.4	10.3	20.7	25.4	15.4	4.1	0.7

출처: 저자 작성

자국 편향(home bias)과 기관 투자자로서의 행동 편향(behavioral bias)에 의해 형성된 것이라고 한다.²¹

외국인 기관 투자자들은 지리적 제약과 문화 및 언어 장벽과 연계된 비용에 직면하는데, 이 때문에 이들에게 가용한 정보는 국내 투자자에 비해 제한적이다. 외국인 투자자들이 대기업을 선호하는 이유는 대기업을 관한 정보가 상대

²¹ 일반적으로 국제 투자 배분에서 자국 편향은 자국의 자산에 높은 비율로 투자를 할당하는 것으로, 이에 대해 합리적인 설명이 불가능한 경우를 가리킨다. 이전 연구들 또한 기관 투자자들에 의한 일국 내의 주식 선택 편향에 주목했는데, 이러한 편향은 자국 편향과 공통적인 요인에 의해 비롯되는 것으로 봤다.

적으로 접근이 더 쉽기 때문인 것으로 추측된다(Merton, 1987; French and Poterba, 1991; Brennan and Cao, 1997 참고). 이러한 견해와 일관되게 강과 스타(Kang and Stulz, 1997)는 일본 주식시장의 외국 투자자들 또한 대기업을 선호한다는 것을 보여주고 있다. 또한 기관 투자자들의 행동 편향은 아마도 그들의 주식 선택에 영향을 미칠 것이다.²² 예를 들면, 기관 투자자의 행동은 충실의무를 요구하고 투자 가이드라인을 부과하는 (연성 및 강성) 규제에 의해 영향을 받을 뿐만 아니라 수익자의 명시적 또는 암묵적인 요구에 의해서도 영향을 받을 수 있다. 나아가 기관 투자자는 높은 유동성과 낮은 거래비용을 특징으로 하는 기업의 주식을 선호하는 것으로 나타났다(Gompers and Metrick, 2001).

최근 몇 년 동안, 기업지배구조는 자국 편향의 결정 요소로 주목 받았다. 내국인 투자자와 외국인 투자자 간의 정보 비대칭성은 기업지배구조와 내부자의 부당이득 향유와 같은 이슈에 대해 특히 중요해질 수 있다. 외국인들은 각국의 독특한 거래 관행 및 정치적 연계, 기업과 은행의 관계, 유명 가문의 사회적 지위, 기업 공동체의 네트워크 등을 이해하는 데 큰 어려움이 있다(Leuz et al., 2009). 또한, 만약 내부자(대주주, 경영자 등)의 이해관계가 다른 주주들과 다르다면, 그래서 그들 각각의 기대되는 수익이 차이 나게 된다면 주식 선택 편향이 발생할 수 있을 것이다(Stulz, 1981; Giannetti and Simonov, 2006). 많은 실증 연구 또한 외국인 투자자들이 부실한 기업지배구조를 보여주는 기업이나 국가에 대한 투자에 수동적이라는 점을 보여준다(Aggarwal et al., 2005; Giannetti and Simonov, 2006; Ferreira and Matos, 2008; Leuz et al., 2009 참고).

2. 분석 모형

위에서 언급된 요점들을 검토하기 위해 고펜스와 메트릭(Gompers and Metrick, 2001)에 따라 다음의 모형 (1)을 추정하고자 한다. 표본은 1990~2008년 동안 도

²² 미숙한 투자자들이 자신들이 친근한 주식을 선호하는 경향은 인지심리에 따른 투자가 친근성 편향(investor familiarity bias) 때문이다(Huberman, 2001). Hiraki et al.(2003)은 일본의 국내 및 외국인 기관 투자자들이 이러한 유형의 주식 선호를 가지고 있음을 보여준다.

교, 오사카, 나고야 증권거래소의 퍼스트 섹션에 상장된 모든 비금융 회사를 포함한다. 기업들의 금융 및 주가 데이터는 아스트라 매니저(Astra Manager, Quick)에서 가져왔다. 우리는 파마-맥베스(Fama-MacBeth) 방법을 따라서 횡단면회귀분석(cross-sectional regression)을 통해 19개의 준거 연도(reference years)별로 추정했다.

$$FIO_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1t} IB_{i,t} + \beta_{2t} QS_{i,t} + \beta_{3t} HB_{i,t} + \beta_{4t} GOV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$FIO_{i,t}$ 는 t 년도에 i 기업의 부동산에 의해 조정된 외국인 기관 투자자의 지분 수준을 나타낸다.²³ $IB_{i,t}$ 는 기관 투자자의 편향을 포착하기 위한 변수로, 시가총액, 사이즈(SIZE), 주식회전율(TURN)을 포함한다. 외국인 기관 투자자는 규모가 크고 주식 유동성이 큰 기업을 선호한다는 점을 유념할 필요가 있다(Kang and Stulz, 1997; Gompers and Metrick, 2001). 또한 우리는 투자 성향을 포착하기 위해 장부가치-시장가치비율(BM)을 포함시킨다.

$QS_{i,t}$ 는 여섯 가지 기업 특성들로 구성된 충실의무에 대한 관심의 대리변수다. 델 구에르치오(Del Guercio, 1996)는 충실의무에 특별히 주목하는 기관 투자자는 양질의 주식을 선호한다고 주장했다. 해당 변수들은 투자 기회(INVOP), 배당 수익률(DY), 수익성(ROA), 주식 가격의 변동성(VOL), 레버리지(DEBT), 현금 보유(CASH)를 포함한다. 만약 외국인 투자자가 충실의무를 심각하게 받아들이고, 신중한 감독(prudent rules)을 따른다면 외국인 지분율은 이러한 변수들에 매우 민감할 것이고, 외국인 투자자는 높은 ROA, 많은 현금 보유, 높은 배당수익률, 낮은 주가 변동성, 양호한 재무건전성을 가진 기업의 주식을 선호할 것이다.

$HB_{i,t}$ 는 외국인 기관 투자자의 자국 편향에 대한 대리변수다. 세 가지 변수가 적용되는데, 그것은 해외판매비율(OS), MSCI 더미변수(기업이 MSCI 지수에 올라가 있으면 1, MSCI), ADR 더미변수(기업이 ADR 리스트에 있으면 1, ADR)다. MSCI와 ADR 더

²³ Gompers and Metrick(2001)와 Ferreira and Matos(2008)는 자신들의 모델에서 부동산(floating stock)의 비율을 독립적인 설명변수로 도입한다. 그러나 비부동주(안정주)가 순환출자의 우세로 인해 너무 크기 때문에, 외국인 지분율을 부동산으로 정규화하는 것이 적절할 것이다. 우리는 또한 부동산을 설명변수로 사용하는 전통적 모델을 수행했다. 결과는 기본적으로 변함이 없었다. 세리타 도시오(靑山學院大學)는 이러한 점을 제안한 바 있다.

표 3 기술통계

회귀분석 표본에 대한 평균, 중간값, 표준편차를 보여준다. 변수들의 정의는 부록을 참고하길 바란다.

변수	1990-2008			1990-1997			1998-2008		
	평균	중간값	표준편차	평균	중간값	표준편차	평균	중간값	표준편차
주식수익률(RET)	0.005	-0.077	0.459	-0.084	-0.124	0.297	0.058	-0.040	0.526
Tobin의 Q(Q)	1.234	1.112	0.757	1.325	1.234	0.417	1.179	1.029	0.897
기업 크기(SIZE)	227,160	51,451	824,145	218,923	70,408	631,889	232,089	39,753	920,155
장부가치-시장가치비율(BM)	0.916	0.744	0.750	0.611	0.555	0.353	1.098	0.948	0.858
주식회전율(TURN)	0.644	0.406	0.825	0.493	0.370	0.418	0.735	0.438	0.982
투자 기회(INVOP)	0.029	0.020	0.104	0.033	0.028	0.086	0.026	0.014	0.113
배당수익률(DY)	0.036	0.005	0.245	0.023	0.005	0.083	0.044	0.005	0.303
수익성(ROA)	4.222	3.633	4.633	3.556	3.256	3.523	4.620	3.928	5.144
주식가격의 변동성(VOL)	0.112	0.105	0.046	0.111	0.107	0.035	0.112	0.103	0.052
부채대비자산비율(LEV)	0.263	0.241	0.194	0.304	0.288	0.186	0.239	0.210	0.194
현금보유(CASH)	0.149	0.124	0.104	0.168	0.142	0.104	0.137	0.113	0.103
추세요인(MOM)	0.006	0.004	0.019	0.004	0.002	0.015	0.008	0.006	0.021
해외판매비율(OS)	0.156	0.049	0.211	0.131	0.043	0.189	0.171	0.057	0.222
MSCI 지수터미(MSCI)	0.214	0.000	0.410	0.218	0.000	0.413	0.212	0.000	0.409
교차상장터미(ADR)	0.015	0.000	0.121	0.014	0.000	0.118	0.015	0.000	0.123
이사 수(DIR)	14.197	13.000	7.389	18.143	16.000	7.862	11.829	10.000	5.942
사외이사비율(INDIR)	0.133	0.080	0.169	0.109	0.067	0.137	0.147	0.091	0.185
기업집단(BG)	0.292	0.000	0.455	0.321	0.000	0.467	0.275	0.000	0.446
자회사터미(SUB)	0.071	0.000	0.257	0.039	0.000	0.193	0.090	0.000	0.287
외국인 투자가의 소유(FIO)	0.083	0.050	0.092	0.054	0.033	0.057	0.101	0.066	0.103
FIO의 변화(CFIO)	0.003	0.001	0.041	0.003	0.001	0.029	0.004	0.001	0.046

미변수의 분포는 전체 표본에 대해 각각 21.4%와 1.5%였다(표 3 참고). 이들 변수는 외국인 투자가의 자국 편향을 포착하는 것을 가능하게 해준다. 강과 솔츠(1997)와 히라키 외(Hiraki et al., 2003)는 이러한 자국 편향이 일본에 존재한다는 것을 발견했다.

마지막으로 $GOV_{i,t}$ 는 지배구조의 특성을 포착하기 위한 일련의 변수들로, 이사 총 숫자(DIR), 사외이사 비율(INDIR), 기업집단(business group) 터미변수(BG), 자회사(SUB)다. 또한 우리는 위의 회귀분석 모형에 추세요인(momentum factor)과 산

업 터미변수를 포함했다. 이 변수들에 대한 정확한 정의는 부록에 실려 있다. 이들 변수에 대한 기술통계는 표 3에 요약되어 있다.

위에 언급된 것처럼, 우리는 회귀분석 결과를 파마와 맥베스(Fama and MacBeth, 1973)의 횡단면회귀분석 방법을 적용한 고퍼스와 메트릭(2001)에 따라 요약했다. 이 접근법은 두 단계로 이루어져 있다. 첫 번째 단계에서 우리는 각각의 시간대(연도)별로 횡단면회귀분석을 실시해 모수를 추정한다. 두 번째 단계에서는 이러한 추정치의 시계열을 사용해 모수에 대한 확정치와 표준오차를 구한다. 이러한 절차는 잔차(residuals)에서의 횡단면적 상관관계 문제를 해결할 수 있다.

3. 회귀분석 결과

파마-맥베스 회귀분석의 추정 결과는 표 4에 요약되어 있는데, 이 표는 19개 연도에 대한 OLS 회귀분석의 평균계수(첫 번째 열), 각각 변수의 양 및 음의 계수의 숫자(두 번째 및 세 번째 열), 5%의 유의수준에서 유의미한 계수를 가진 사례의 숫자(아래의 괄호)를 제시한다. 분석 결과는 우리의 예측뿐만 아니라 이전 연구 결과와도 대체로 일치한다. SIZE와 TURN의 계수는 양이고 통계적으로 유의미하다. 이는 외국인 투자자가 주식 유동성 규모가 큰 기업을 선호한다는 것을 의미한다. 또한 회귀분석 결과는 외국인 투자자가 재정 측면에서 수익성 높고 재무 건전성이 좋은 '양질'의 주식을 선호한다는 것을 보여준다. 나아가 OS와 MSCI 계수가 양의 값이며 통계적으로 유의미하다는 것은 외국인 투자자가 강한 자국 편향을 가지고 있음을 의미한다. MSCI 터미변수의 크기가 크다. MSCI에 포함된 회사들은 다른 모든 조건이 같다면 다른 회사들보다 3.5% 더 높다.

다음으로, 역사적 변화를 검토하기 위해 우리는 표본을 두 시기로 나누는데, 하나는 일본의 금융위기 이전 시기(1990~1997년, 이하 '제1시기')이고 다른 하나는 금융위기 이후 시기(1998~2008년, 이하 '제2시기')다. 분석 결과는 거의 변함이 없었다. 외국인 기관 투자자는 규모 및 유동성이 큰 기업, 양질의 주식과, 해외 판매가 많은 회사 및 MSCI 회사를 선호한다. 그들의 투자는 금융위기 전이나 이후에도 일관되게 신의성실에 대한 관심과 강한 자국 편향의 영향을 받았다. 그러나 VOL에 대한 계수는 금융위기 이전에는 음의 값이고 통계적으로 유의미한 것으

표 4 외국인 투자자 지분의 결정 요소

표본 시기에 대한 19개 연도별 회귀분석 결과를 요약한 것이다. 종속변수는 외국인 기관 투자자의 지분율이다. 독립변수에 대한 정의는 부록을 참고하기를 바란다. 이 표는 계수의 시계열 평균, 양의 계수의 수, 음의 계수의 수, 유의미한 양/음의 계수의 수(5% 유의수준)를 보여준다. 연도별 계수들의 유의도는 White-corrected standard errors(1980)를 사용해 계산했다. 각각의 횡단면회귀분석은 산업 터미를 포함하고 있다.

변수	1990~2008			1990~1997			1998~2008		
	시계열 평균	양의 계수의 수	음의 계수의 수	시계열 평균	양의 계수의 수	음의 계수의 수	시계열 평균	양의 계수의 수	음의 계수의 수
기업 크기 (SIZE)	0.041	19 [19]	0 [0]	0.030	8 [8]	0 [0]	0.049	11 [11]	0 [0]
장부가치-시장가치비율 (BM)	0.033	13 [10]	6 [0]	0.029	6 [4]	2 [0]	0.036	7 [6]	4 [0]
주식회전율 (TURN)	0.015	19 [14]	0 [0]	0.021	8 [8]	0 [0]	0.011	11 [6]	0 [0]
투자 기회 (INVOP)	0.005	7 [0]	12 [1]	0.021	5 [0]	3 [0]	-0.006	2 [0]	9 [1]
배당수익률 (DY)	-0.048	0 [0]	19 [11]	-0.067	0 [0]	8 [5]	-0.035	0 [0]	11 [6]
수익성(ROA)	0.002	19 [13]	0 [0]	0.003	8 [6]	0 [0]	0.002	11 [7]	0 [0]
주식가격의 변동성(VOL)	-0.017	5 [0]	14 [6]	-0.041	0 [0]	8 [6]	0.000	5 [0]	6 [0]
부채대비자산 비율(LEV)	-0.084	0 [0]	19 [19]	-0.056	0 [0]	8 [8]	-0.105	0 [0]	11 [11]
현금보유 (CASH)	0.094	19 [14]	0 [0]	0.044	8 [3]	0 [0]	0.130	11 [11]	0 [0]
추세요인 (MOM)	0.012	12 [5]	7 [2]	0.032	7 [5]	1 [0]	-0.003	5 [0]	6 [2]
해외판매비율 (OS)	0.071	19 [16]	0 [0]	0.060	8 [6]	0 [0]	0.080	11 [10]	0 [0]
MSCI 지수 터미(MSCI)	0.035	18 [17]	1 [0]	0.027	8 [8]	0 [0]	0.040	10 [9]	1 [0]
교차상장터미 (ADR)	-0.002	11 [1]	8 [4]	0.026	8 [1]	0 [0]	-0.023	3 [0]	8 [4]
이사 수(DIR)	-0.023	0 [0]	19 [12]	-0.033	0 [0]	8 [8]	-0.016	0 [0]	11 [4]

표 4 외국인 투자가 지분의 결정 요소(계속)

변수	1990~2008			1990~1997			1998~2008		
	시계열 평균	양의 계수의 수	음의 계수의 수	시계열 평균	양의 계수의 수	음의 계수의 수	시계열 평균	양의 계수의 수	음의 계수의 수
사외이사비율 (INDIR)	0.010	13 [0]	6 [0]	0.004	4 [0]	4 [0]	0.015	9 [0]	2 [0]
기업집단 (BG)	-0.003	6 [2]	13 [2]	0.003	4 [2]	4 [0]	-0.007	2 [0]	9 [2]
자회사더미 (SUB)	0.010	11 [6]	8 [1]	0.019	7 [3]	1 [0]	0.004	4 [3]	7 [1]
종속변수의 평균	0.0832			0.0541			0.1005		
종속변수의 표준편차	0.0917			0.0572			0.1033		

출처: 저자 작성

로 나타났고, 금융위기 이후에는 양의 값이고 통계적으로 유의미하지 않은 것으로 나타났다. 이와 유사하게, MOM(추세요인)에 대한 계수는 양의 값이고 통계적으로 유의미한 것에서, 음의 값이고 유의미하지 않은 것으로 바뀌었다. 이러한 결과는 주가의 변동성과 추세요인이 애초에는 외국인 투자가의 포트폴리오 배분에 영향을 주는 결정요소이지만, 1990년대에 외국인 투자자들이 투자를 확대하면서 정보의 비대칭성이 점차 완화되었고, 그러자 그 변수들은 점차 그다지 중요하지 않게 되면서 외부적 요인으로 간주하게 되었다.

나아가 추정 결과는 외국인 기관 투자자들이 양호한 지배구조를 가진 기업(예를 들면, 작고 효율적인 이사회 및 높은 사외이사 비율)을 선호한다는 점을 보여주는데, 이는 외국인 투자가들의 신의성실에 대한 큰 관심과 신중성을 반영한다. 표 4에서 DIR의 계수는 음의 값이며, 19년 중 12년에서 통계적으로 유의미하다. 표본을 두 개의 하위 시기로 나누어 살펴보면, 금융위기 이전인 제1시기에서 외국인 투자자들은 작은 이사회를 가진 기업을 선호하는 경향이 있으나 금융위기 이후인 제2시기에서는 작은 이사회가 점차 표준이 되면서 이러한 경향은 약화되었다. 그러는 동안 그들의 선호는 은행이나 여타 통제적인 기관에서 파견되지 않은 외부 사외이사를 가진 기업을 선호하는 것으로 바뀌었는데, 이러한 경향은 금

용위기 이후인 제2시기에서 명확해졌다. INDIR의 계수는 11년 중 9년에서 음의 값이며, 모두 통계적으로 유의미하지 않다. 일반통합회귀분석(pooled OLS regression, 이 글에 보고되지 않음)에 따르면 INDIR의 계수는 음의 값이고 통계적으로 유의미하다.

1996년까지 일본 기업의 이사회는 다음과 같은 세 가지 특징을 지녔다. ① 경영 감독과 집행 사이의 조직적인 분리의 결여, ② 너무 많은 이사 숫자, ③ 내부자 이사회(기업 내부에서 승진한 자들로 구성). 외국인 기관 투자자들은 영미식 모델과는 다른 이러한 내부자 지배구조를 비판하기 시작했고, 이사회 개혁에 나선 기업에 투자의 우선권을 두었다.²⁴ 외국인 투자자들은 특히 이사회 규모를 축소하고 경영의 감독과 집행을 분리시키는 조직 개혁에 나선 기업들에 관심이 있었다. 2000년대 중반에 경영 개혁이 진전된 이후 그들의 관심은 사외이사의 독립성으로 옮겨갔다. 표 4의 결과는 이것이 외국인 투자가가 이사회 개혁에 앞장선 기업에 대해 보상을 주었다는 것으로 풀이된다.²⁵ 또한 이러한 분석 결과는 기업의 외국인 지분율이 높으면 높을수록 이사회 개혁이 점점 더 공격적으로 실시되고, 외부 사외이사 비율이 점점 높아진다는 경험적 연구 결과들과 연관성이 있다(Saito, 2011; Miyajima and Ogawa, 2012). 이것은 만약 투자가가 자신이 무엇을 선호하는지 표시하면 경영자는 그에 귀를 기울이고 투자가가 바라는 이사회 개혁을 실시하기 때문이다.

²⁴ 국제 주식시장에 투자하는 기관 투자자에 대한 2000년과 2002년 맥킨지 앤 컴퍼니(McKinsey & Company)의 조사에 따르면, 외국인 기관 투자자들은 우수한 지배구조를 가진 일본 기업에 20% 프리미엄을 지불할 의사가 있다고 말했다. 이 프리미엄은 매우 큰 수치로 미국 기업에 대해서는 14%, 영국 기업은 12%, 독일과 프랑스 기업은 13%로, 이는 동남아시아와 같은 개발도상국의 소규모 주식시장에 상응하는 수치다. 높은 프리미엄은 외국인 기관 투자가가 일본 기업의 지배구조에 매우 비판적이라는 것을 보여준다.

²⁵ 이사회 개혁의 또 다른 기동은 보수체계다. 이와 관련해서 1997년 도입된 스톡옵션제도가 주의를 끌었다. 우리 분석 자료에서 스톡옵션제도의 영향력은 1999년부터 확인할 수 있다. 스톡옵션에 대한 더비변수가 상기의 방정식에 더해졌을 때, 11년 중 3개 연도에서 그 더비변수의 회귀계수는 양의 값을 가지며 통계적으로 유의미했다. 아주 설득력이 있는 견해는 아니지만, 이러한 결과는 외국인 기관 투자가가 스톡옵션제도를 선호한다는 것을 함의하는 것으로 볼 수도 있겠다.

IV. 외국인 소유와 주식 수익

1. 모형과 추정

외국인 소유 수준에서의 급격한 변화는 일본 기업의 지배구조를 개선시킴으로써 기업 실적에 영향을 미쳤는가? 이 절에서 우리는 먼저 외국인 소유 수준에서의 변화와 주식 수익률 간의 관계를 분석함으로써 이 문제에 접근하고자 한다. 이 문제를 다루기 위해 고퍼스와 메트릭(2001)에 따라서 단순한 모형 (2)를 추정하고자 한다.

$$RET_{i,t} = \alpha_t + \beta_{1t} CONT_{i,t} + \beta_{2t} FIO_{i,t-1} + \beta_{3t} \Delta FIO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

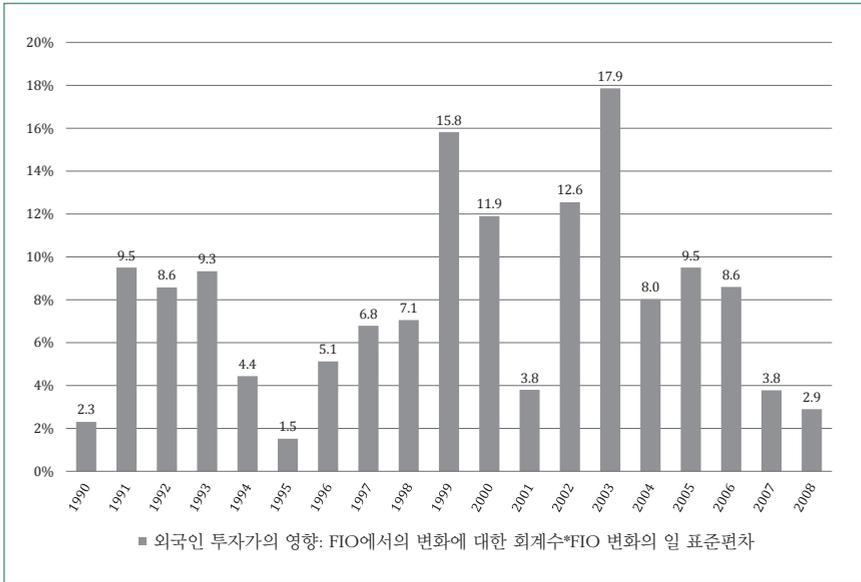
$RET_{i,t}$ 는 i 기업의 주식초과수익률로, 이는 i 기업과 TOPIX 간의 주식 수익률(배당금 포함) 차이로써 추정된다. 설명변수로는 $RET_{i,t}$ 에 영향을 줄 수 있는 일련의 변수들인 $CONT_{i,t}$ 를 사용한다. 우리는 앞 절의 방정식 (1)과 동일한 변수들을 1년 늦은 연도를 기준으로 사용한다. $FIO_{i,t-1}$ 는 이전 기업년도(firm year) 말에서 외국인 기관 투자자들의 지분율이고, $\Delta FIO_{i,t}$ 는 당 기업년도에서 이들의 지분율 변화다. 이후 우리는 $FIO_{i,t-1}$ 와 $\Delta FIO_{i,t}$ 에 초점 맞추고자 한다. 만약 어떤 기업의 주식 수익이 당 기업년도 초의 외국인 지분 수준에 양의 값으로 민감하다면, 이는 외국인 투자자들의 기업 간섭이나 주식 매도를 방해하는 기업 전략을 구사한 기업 및 최고경영진에 대해 외국인 투자자들이 감시했음을 의미한다(사후 감시). 또한, 주식 수익이 당 기업년도에서 외국인 소유 수준의 변화(ΔFIO)에 양의 값으로 민감하다면, 이는 외국인 투자자들이 높은 성장 기회를 가진 기업과 그렇지 못한 기업을 구분할 수 있고 성장 기회가 높은 기업에 투자할 것을 의미한다[사전 감시 혹은 선별(screening)]. 이러한 추정을 바탕으로, 우리는 t 연도에서의 외국인 소유 수준 및 그 변화와 주식수익률 간의 관계를 검증하고, 그 다음에 추정된 계수의 크기 등 경제량(economic magnitude)을 확인한다. 우리는 표 4에서 했던 것처럼 연도별 횡단면회귀분석을 하는 파마-맥베스 회귀분석을 통해 모형 (2)를

표 5 주식 수익에 대한 외국인 투자가 지분율의 영향

외국 기관 지분율에 대한 연간 주식 수익의 교차 분석을 요약한 것이다. t-통계를 이용해 시계열 표준 편차의 평균을 나타냈다. FLOAT를 제외한 독립변수에 대한 정의는 부록을 참고하길 바란다. FLOAT는 부동주의 비율로, 부동주 수를 전체 발행주식으로 나눈 값이다. 연도별 계수의 통계적 유의성은 White-corrected standard errors(1980)를 이용해 계산했다. 각각의 횡단면회귀분석은 산업 터미를 포함한다.

변수	전체표본시기 (1990-2008)		고유입시기		저유입시기	
	회계수평균	t-통계 시계열	회계수평균	t-통계 시계열	회계수평균	t-통계 시계열
기업 크기(SIZE)	0.057	5.172	0.055	2.610	0.060	5.000
장부가치-시장가치비율 (BM)	-0.286	-5.878	-0.364	-4.016	-0.225	-5.967
투자 기회(INVOP)	0.302	9.107	0.379	7.563	0.233	6.531
주식회전율(TURN)	-0.038	-4.477	-0.040	-2.342	-0.035	-4.774
배당수익률(DY)	-0.106	-3.560	-0.137	-2.595	-0.077	-2.222
수익성(ROA)	0.007	5.188	0.004	2.423	0.008	5.081
주식가격의 변동성(VOL)	0.090	2.235	0.139	1.751	0.056	2.009
부채대비자산비율(LEV)	-0.157	-3.056	-0.141	-1.302	-0.175	-6.699
현금보유(CASH)	-0.102	-2.370	-0.109	-1.273	-0.110	-3.084
해외판매비율(OS)	-0.013	-0.601	-0.038	-1.200	-0.002	-0.060
MSCI 지수터미(MSCI)	-0.092	-5.567	-0.116	-3.928	-0.075	-4.686
교차상장터미(ADR)	-0.037	-2.357	-0.036	-1.567	-0.052	-2.682
추세요인(MOM)	-5.150	-5.859	-4.957	-2.956	-6.619	-6.877
이사 수(DIR)	-0.052	-4.080	-0.059	-2.704	-0.041	-2.608
사외이사비율(INDIR)	-0.062	-2.545	-0.091	-2.432	-0.040	-1.129
기업집단터미(BG)	0.011	1.747	0.020	1.608	0.005	0.763
자회사터미(SUB)	-0.039	-2.302	-0.040	-1.290	-0.036	-1.869
FIO의 마지막 시기 (FIO_{t-1})	-0.151	-1.371	-0.080	-0.392	-0.258	-2.238
FIO의 변화(ΔFIO)	2.165	8.432	2.294	5.535	2.111	5.793
FLOAT의 마지막 시기 ($FLOAT_{t-1}$)	0.055	1.601	0.102	1.497	0.020	0.914
종속변수의 평균	0.005		-0.084		0.058	
종속변수의 표준편차	0.459		0.297		0.526	

출처: 저자 작성.



출처: 저자 작성.

그림 3 주식 수익에 대한 외국인 투자가 지분 변화의 영향

그림의 수치는 표 5의 연도별 횡단면회귀분석을 바탕으로 FIO의 변화에 대한 회계수를 FIO 변화의 일 표준편차를 곱하여 계산한다.

추정한다.

표 5는 회귀분석 결과를 요약한 것이다. 기업년도 초의 외국인 소유 수준 계수는 음의 부호를 갖고 통계적으로 유의미하지 않다. 이는 외국인 기관 투자자에 의한 사전 감시나 선별이 분명하지 않다는 것을 의미한다. 반대로 외국인 소유 수준의 변화(ΔFIO) 계수는 양의 값을 가지며 1%의 유의수준에서 통계적으로 유의미하다. ΔFIO 의 경제량은 그 계수가 2.165으로 상당히 크며 이는 5%의 외국인 지분을 증가가 10% 이상의 주식 수익률 상승과 연관되어 있음을 의미한다.

그렇다면 일본 기업이 소유구조에서 급격한 변화를 경험한 1990년대와 2000년대에 외국인 소유의 변화가 주식 수익률에 어느 정도 영향을 미쳤는가? 그림 3은 그 영향력을 명확하게 보여주고 있다. 외국인 소유의 증가에 대한 경제량은 파마-맥베스 추정 방식을 따라, 외국인 소유의 일 표준편차 변화를 외국인 소유의 변화(ΔFIO) 계수를 곱하여 계산한다. 외국인 소유의 변화는 모든 추정 연도에

서 주식 수익률에 영향을 미쳤다. 평균하여, 일 표준편차(1990~2008년 3.7%)는 주식 수익률에서 7.9%의 변화와 연관되어 있다. 1999년에는 최대치인 15.8%에 다다랐는데, 이때 기업 소유권이 국내 금융기관에서 외국인 기관 투자자로 엄청나게 넘어갔다. 1990~1996년의 평균값은 5.8%였고, 1997~2002년에는 주식 수익률의 변화가 9.7%였고, 2003~2008년에는 8.4%였다.

2. 현명한 투자자 대 수요 충격

외국인 소유 증가와 주식 수익률 증가 사이에는 매우 강한 관계가 있다. 이 결과는 투자자가 성장 기업과 그렇지 못한 기업을 구별해 낼 수 있을 만큼 충분히 현명하다는 견해와 일치한다(즉, 승자를 선별해낼 수 있는 능력을 지닌 투자자). 그러나 고편스와 메트릭(2001)이 지적하듯이, 이러한 양의 상관관계는 증가한 외국인 투자 그 자체가 그들이 투자한 기업의 주가를 오르게 만든다는 사실로써 설명될 수도 있다(수요 충격 가설). 외국인 투자자들이 규모가 크고, 유동성이 높고, 해외 판매 비율이 높으며, MSCI 지수에 포함된 기업을 선호하는 편향이 있기 때문에, 이러한 주장은 매우 그럴 듯하다.

있을지한 수요 충격의 효과를 살펴보기 위해서, 우리는 외국인 기관 투자자로부터 유입되는 자본의 양에 따라 표본 시기(1990~2008)를 두 개의 하위 시기로, 즉 유입량이 많은 시기와 적은 시기로 나누었다. 만약 주식 수익에 대한 외국인 소유의 양의 효과가 오직 자본 유입이 높았을 때에만 관측된다면, 그 양의 효과는 주로 수요 충격 때문일 소지가 크다. 만약 자본 유입이 낮은 때에도 양의 효과가 관측된다면, 이는 외국인 기관 투자자들이 매우 현명하고 선별 능력이 뛰어났을 소지가 크다. 우리는 다음의 공식 (3)을 이용해 고편스와 메트릭(2001)을 따라서 외국인 기관 투자자로부터의 자본 유입을 추정한다.

$$Inflow_{i,t} = \frac{\sum(size_{i,t-1} * \Delta FIO_{i,t})}{i \sum size_{i,t-1}} \quad (3)$$

$Size_{i,t-1}$ 는 이전 기업년도 말의 시가총액이다. $\Delta FIO_{i,t}$ 는 t 당 연도의 외국 기관 투자자 지분의 변화다. 자본 유입은 전년도 말의 전체 시가총액에 의해 표준화

된 $Size_{i,t-1}$ 와 $\Delta FIO_{i,t}$ 의 산출물이다.²⁶ 우리는 추정된 자본 유입을 이용해 19개의 준거 연도를 자본 유입이 높았던 시기(10개 년), 자본 유입이 낮았던 시기(9개 년)로 나누었다. 높은 유입 시기와 낮은 유입 시기에 대해 방정식 (2)를 추정된 결과는 표 5에 나와 있다.

외국인 지분의 변화가 주식 수익률에 미친 효과는 높은 유입 시기와 낮은 유입 시기 사이에서 유의미한 차이가 없다. 높은 유입 시기에 대한 계수는 2.29이고 낮은 유입 시기에 대한 계수는 2.11이다. 반대로 주식 수익에 대한 국내 기관 투자가 지분의 변화 효과는 높은 유입 시기에서는 양의 값을 가지며 통계적으로 유의미하지만, 낮은 유입 시기에는 유의미하지 않다. 이는 내국인 투자가 지분의 증가가 수요 충격의 요인이었을 소지가 크다는 것을 가리킨다.

우리는 또한 도쿄증권거래소가 공시한 거래 정보를 바탕으로 위와는 다르게 낮은 유입 시기와 높은 유입 시기를 구분해 위와 동일한 검정을 실시했다. 그 결과는 표 5에서 보여준 것과 동일했다. 이처럼 주식 수익에 대한 외국인 기관 투자자의 양의 효과는 주로 수요 충격에 의해서 발생했지만 또한 부분적으로는 외국인 기관 투자자의 감시 능력으로 인해 발생했던 것이다.

V. 기업에 대한 외국인 기관 투자자의 규율 효과

1. 감시

이 절에서는 1990년 이래로 증가하는 외국인 기관 투자자의 존재가 경영 개선 노력을 증진함으로써 기업 실적의 향상에 기여했는지 여부를 분석하고자 한다. 은행이나 보험회사와 같은 전통적인 주주들과는 달리, 외국인 기관 투자자는 독립적이며 주주가치의 극대화를 추구한다. 그래서 그들은 적극적으로 간여하거나(voice) 아니면 투자를 회수하는(exit) 것으로 간주된다. 그러므로 비록 외국인 기관 투자자들이 투자 편향을 갖고 있더라도 이들의 존재(감시 및 투자 회수)

²⁶ 음의 부호는 자금 유출을 의미한다.

는 경영으로 하여금 적절한 사업 및 조직 전략을 채택하도록 독려할 것이다.

이전 절에서는 외국인 기관 투자자들이 선호하는 포트폴리오 배분과 한 시점에서 주식 수익에 대한 외국인 소유의 변화 효과를 조사하기 위해 횡단면분석을 사용했다. 그러나 우리는 시간이 흐르면서 외국인 투자가 지분율의 변화가 기업 실적에 어떻게 영향을 미쳤는지 알아보려면 시계열 모형을 적용하는 것이 더 적절하다고 판단했다.

일본에서 외국인 기관 투자의 규율 효과와 관련해서 많은 실증적 연구가 기업 실적에 대한 양의 효과 존재에 주목했다. 좀 더 구체적으로 말하자면, 이들 연구는 Tobin의 Q, ROA 또는 총요소생산성(TFP)으로 측정된 기업 실적이 모회사를 포함한 외국인 기관 또는 개인 투자의 지분율과 양의 상관관계가 있다는 것을 일관되게 발견했다(Lichtenberg and Pushner, 1994; Horiuchi and Hanazaki, 2000; Sasaki and Yonezawa, 2000; Miyajima and Nitta, 2003; Miyajima and Kuroki, 2007; Miyajima and Nitta, 2011 참고). 그러나 외국인 투자의 주식 선호는 자국 편향이나 기업 지배구조 요소로 일부 설명될 수 있으므로, 외국인 지분율을 외생 변수로 보지 말아야 한다. 특히, 기업 실적에 대한 효과를 분석할 때, 우리는 외국인 투자가 실적이 좋은 기업을 선호한다는 역의 인과관계를 고려해야 한다. 기존 문헌들은 이 문제를 적절하게 다루고 있지 않다.

기업에 대한 외국인 기관 투자의 규율 효과를 다루기 위해 우리는 중위회귀(median regression)분석 이외에 표준패널분석(standard panel analysis), 연립방정식 모형을 사용했다. 첫 번째 근사치(first approximation)로 인과관계의 시간 순의 양립성(chronological compatibility)을 고려하는 방정식 (4)를 추정했다.

$$\begin{aligned} \log(Q)_{i,t} = & \alpha + \beta_1 FIO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 INVOP_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} \\ & + \beta_5 IND - Q_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

종속변수인 $\log(Q)_{i,t}$ 는 로그화된 단순 Q(logged simple Q)로, 총자산에 자본의 시장가치를 더하고 장부가치는 뺀 값을 총자산으로 나누어 계산한 것이다. 종속변수는 기업 크기(로그화된 총자산, $SIZE_{i,t}$), 투자 기회(이전 2년간의 판매 성장률, $INVOP_{i,t}$), 레버리지(부채 대 자산비율, $LEV_{i,t}$), 산업 중위값인 Tobin의 Q($IND - Q_{i,t}$) 등

이다. 마지막으로, $FIO_{i,t}$ 는 t 연도에서 i 기업에 대한 외국인 기관 투자자의 소유 수준이다. 우리의 초점은 $FIO_{i,t}$ 로, 이 변수의 계수가 양의 값일 것으로 예상했다. 우리는 각 변수의 평균 시계열 경향(mean time-series trend)을 제거하기 위해 연도 터미변수를 사용했다. 우리가 사용한 표본은 이전 절에서 사용한 것과 같으며, 표본은 1990년부터 2008년까지 도쿄, 오사카, 나고야 증권거래소 퍼스트 섹션에 상장된 모든 비금융 기업으로 구성된다.

우리는 먼저 중위회귀분석으로 방정식 (4)를 추정했다. 그런데 외국인 기관 투자자의 주식 선호는 자국 편향 요소나 기업지배구조 요소로 일부 설명될 수도 있기 때문에, 지분율은 외생변수로 간주될 수 없다. 특히, 기업 실적의 효과를 조사할 때, 외국인 기관 투자자가 좋은 실적을 내는 기업을 선호한다는 역의 인과관계를 고려해야 한다. 이러한 내생성 문제를 완화하기 위해 표준패널분석(고정효과모형)을 실시했다. 그런데 고정효과모형을 사용해도 역의 인과관계 문제가 완전히 해소되지는 않았다. 세 번째 추정 방법으로 연립방정식 모형(3SLS)을 사용했다. 이것은 조사 대상 시기 초반에 자국 편향이나 기업지배구조 요소가 지분율을 결정한다는 점에 따른 것이다. 3SLS에서 우리는 방정식 (4)와 방정식 (1)을 사용한다. 방정식 (1)은 기관 투자자의 투자 편향($IB_{i,t}$) 충실의무에 대한 관심($QS_{i,t}$), 자국 편향 요인($HB_{i,t}$), 지배구조 요인($GOV_{i,t}$)을 포함한다. 장부가치-시장가치비율(BM)은 Tobin의 Q와 높은 상관관계를 가지기 때문에 분석에서 제외했다. 이 모형에서 우리는 외국인 기관 투자자의 소유(FIO)를 내생변수로 취급하고, Tobin의 Q와 연관되지 않은 방정식 (1)의 독립변수들을 사용한다.

2. 회귀분석 결과

세 가지 추정 방법의 결과는 표 6의 패널 A에 요약되어 있다. FIO의 계수는 양의 값을 가지는데, 이는 외국인 지분이 기업 실적을 향상시킨다는 것을 가리킨다. 이 결과는 고정효과모형을 사용했을 때도 변하지 않았다. 나아가 이 결과는 3SLS를 사용해도 변하지 않았는데, 이는 역의 인과관계를 통제하더라도 높은 외국인 지분과 기업 실적 간에는 강한 양의 관계가 있음을 보여준다. 예를 들면, 3SLS에 의한 추정 결과인 세 번째 열에 따르면, 외국인 지분율의 일 표준편

차의 증가(9.2%)는 Tobin의 $Q(\log Q)$ 0.056의 증가와 연관되는데, 이는 평균 $\log Q$ 의 37%(0.151)에 해당한다. 경제량이 상당히 크다는 것을 알 수 있다.

이러한 결과의 타당성을 좀 더 검토하기 위해 다음과 같이 다른 내역으로 검정을 실시해 보았다. 결과는 대부분 변화가 없는데, 그 구체적 내용을 이 글에 실지는 않는다.

- 중위회귀분석과 고정효과모형에서 종속변수를 Q_t ($Q_t - Q_{t-1}$)의 변화로 대체시킨다.
- 중위회귀분석과 고정효과모형에서 설명변수는 당년도 대신에 그보다 1년 늦은 연도를 적용한다.
- 일반화적률법(system GMM) 모형을 적용하고, 종속변수에 1년 늦은 연도를 적용한다.

표본을 금융위기 이전 시기와 이후 시기로 나누어 분석을 해도 결과는 바뀌지 않았다. FIO의 계수는 통계적으로 유의미하고 양의 값을 가졌다. 3SLS 모형의 결과인 일곱 번째 열과 열 번째 열에 따르면, 일 표준편차 증가(0.057)는 $\log Q$ 의 0.046 증가와 연관되는데, 이는 $\log Q$ 평균(0.264)의 17%에 해당한다. 한편, 금융위기 이후 시기에 대한 해당 값(10.3%)은 $\log Q$ 의 0.030 증가와 연관되며, 이는 $\log Q$ 평균(0.084)의 36%에 해당한다. 이러한 결과는 외국인 기관 투자의 지분이 증가함에 따라 이들의 영향력이 더욱 커진다는 견해와 부합한다.

3. 규율 효과: MSCI 편입 기업 대 MSCI 미편입 기업

III절에서 보았듯이, 외국인 기관 투자자는 시가총액이 높고 유동성이 높은 기업의 주식을 선호하는 강한 편향을 갖고 있다. 특히, 그들은 주로 MSCI 지수에 들어가 있는 기업에 투자한다. 그러므로 이전 절에서 얻어진 결과는 전체 표본의 대다수(80%)를 이루는 MSCI 지수에 편입되지 않은 기업들에 대한 결과에 근거한 것일 수도 있다. 이 이슈를 다루기 위해 우리는 전체 표본을 MSCI 편입 기업과 MSCI 미편입 기업으로 나누어 같은 모형을 분리하여 추정했다.

표 6 외국인 투자자의 규율 효과

Tobin의 Q에 대한 연도별 시계열 횡단면회귀계수를 추정한 것이다(총자산에 주식의 시장가치를 더하고 장부가치를 뺀 것을 총자산으로 나눈 것이다). 패널 A는 시기별(모든 표본 시기, 금융위기 이전 시기와 이후 시기) 결과를 보여주고, 패널 B는 MSCI 지수에 편입된 기업과 그렇지 못한 기업별 결과를 보여준다. 각각의 시기와 그룹 표본에 대해 중위회귀분석, 고정효과 패널회귀분석, 3SLS를 이용해 추정한다. 기업 수준의 통제변수는 SIZE(로그화된 총자산), INVOP(연간 총판매 성장률의 2년 평균값), LEVI(총자산 대비 부채비율(차입금 의존도)), IND_Q(Tobin의 Q 산업 중간값)를 포함한다. 모든 회귀분석은 연도(year) 더미를 포함한다. t-통계는 괄호에 표시되어 있다.

Panel A

변수	1990-2008			1990-1997			1998-2008		
	모든 기업			모든 기업			모든 기업		
	중간값 (1)	고정값 (2)	3SLS (3)	중간값 (4)	고정값 (5)	3SLS (6)	중간값 (7)	고정값 (8)	3SLS (9)
FIO	0.84 (22.97)	1.46 (6.87)	0.61 (10.92)	0.82 (10.21)	1.97 (6.09)	0.80 (7.16)	0.77 (18.76)	0.71 (5.60)	0.29 (4.65)
로그화된 총자산	-0.02 (-10.21)	-0.21 (-12.24)	0.04 (15.28)	-0.04 (-13.32)	-0.20 (-2.11)	0.00 (1.37)	0.00 (-1.27)	-0.27 (-5.44)	0.06 (20.40)
연간 총판매 성장률의 2년 평균값	0.38 (16.58)	0.52 (12.43)	0.36 (21.32)	0.42 (10.93)	0.56 (7.89)	0.32 (10.89)	0.38 (11.88)	0.53 (12.30)	0.38 (18.49)
총자산 대비 부채비율	0.18 (19.59)	-0.01 (-0.06)	0.15 (16.02)	0.05 (3.34)	0.14 (1.32)	-0.03 (-2.06)	0.27 (22.73)	-0.11 (-0.82)	0.30 (23.05)
Tobin의 Q 산업 중간값	0.80 (36.93)	0.90 (7.57)	0.75 (43.05)	0.82 (25.92)	0.73 (9.95)	0.90 (30.47)	0.72 (28.06)	0.97 (5.38)	0.64 (30.04)
r 스퀘어 추정값	0.24 19,664	0.64 19,664	0.43 19,605	0.21 7,523	0.73 7,523	0.35 7516	0.18 12,141	0.67 12,141	0.425 12,089

그 결과는 표 6의 패널 B에 요약되어 있다. FIO의 계수는 MSCI 편입 기업과 미편입 기업 모두에서 양의 값이고 통계적으로 유의미하다. 즉, MSCI 편입 기업에 한정해서 살펴봐도 높은 외국인 지분은 기업 실적 향상에 기여한다는 것을 의미한다. MSCI 편입 기업에서 FIO의 일 표준편차 증가(10%)는 Tobin의 Q에서의 0.063 증가와 연관되어 있는데, 이는 평균 log Q(0.252)의 25%에 해당한다. 한편, MSCI 미편입 회사에 대한 효과는 매우 커서, 이들 기업에서 FIO의 일 표준편차 증가는 log Q에서의 0.104 증가와 연관되며, 이는 평균 log Q(0.124)의 80%에 해당한다. 이러한 결과는 다음 두 가지를 함의한다. 첫째, 높은 수준

표 6 외국인 투자자의 규율 효과(계속)

Panel B

변수	1990~2008			1990~2008		
	MSCI 편입기업			MSCI 비편입기업		
	중간값 (10)	고정값 (11)	3SLS (12)	중간값 (13)	고정값 (14)	3SLS (15)
FIO	0.60 (10.11)	1.42 (5.25)	0.62 (7.73)	0.46 (10.02)	1.18 (7.34)	1.04 (11.23)
로그화된 총자산	-0.01 (-6.91)	-0.17 (-3.31)	0.05 (12.84)	-0.02 (-10.64)	-0.23 (-14.70)	0.03 (11.81)
연간 총판매 성장률의 2년 평균값	0.62 (8.70)	0.58 (5.02)	0.45 (11.69)	0.36 (12.37)	0.48 (11.31)	0.31 (16.06)
총자산 대비 부채비율	-0.05 (-1.85)	-0.42 (-3.32)	-0.10 (-4.43)	0.23 (22.01)	0.14 (1.63)	0.25 (22.70)
Tobin의 Q 산업 중간값	0.83 (18.02)	1.08 (4.27)	0.74 (21.24)	0.34 (11.54)	0.81 (11.82)	0.71 (35.35)
r 스퀘어 추정값	0.18 4,410	0.66 4,410	0.398 4,395	0.27 15,254	0.67 15,254	0.42 15,210

출처: 저자 작성.

의 외국인 소유는 심지어 큰 시가총액을 가진 회사에서도 기업 실적을 향상시킨다. 둘째, 높은 수준의 외국인 소유는 일단 외국인 투자자들이 지분을 많이 획득하게 되면 작은 기업에 대해서도 상당한 규율 효과를 가진다. 요약하면, 외국인 투자자들이 실적 좋은 기업을 선호한다는 역인과관계를 고려해봐도, 기업 실적은 외국인 소유 수준에 대해 양으로 민감하다. 따라서 우리는 1990년대 이래로 증가하는 외국인 투자자의 존재는 기업 실적에 기여하는 규율 효과를 가졌다고 추측한다.

4. 회계 성과와 자본적 지출의 영향

마지막으로, 회계 성과(accounting performance)에 대한 외국인 소유의 효과를 살펴보고자 한다. 이 검정을 통해 외국인 주식 보유의 양의 효과가 실질적 가치 제고(value enhancement)에 의한 것인지 여부를 확인할 수 있다. 또한 우리는 페레

이러와 마토아(Ferreira and Matoa, 2008)를 따라서 외국인 투자자가 투자한 기업의 자본적 지출(CAPEX)에 대한 이들 외국인의 주식 보유 효과를 조사하고자 한다. 페레이라와 마토아(2008)는 기관 투자자의 주식 보유가 CAPEX를 제약하는 데 기여하고, 그럼으로써 자본효율성을 높인다고 주장한다. 이러한 관계가 일본에서 증가한 외국인 기관 투자자의 주식 보유에도 적용되는지 살펴보았다.

추정 결과에서 Tobin의 Q 대신에 표 7의 패널 A에서처럼 기업의 ROA를 방정식 (4)에 적용했다. Tobin의 Q에 대한 추정과 비슷하게, 외국인 주식 보유 계수는 모든 기업년도와, 제1시기(1990~1997) 및 제2시기(1998~2008)와, MSCI 편입 기업 및 미편입 기업 둘 모두에 대해 양의 값을 가지며, 유의수준 1%에서 통계적으로 유의미하다는 것을 유효성을 가지는 것으로 나타난다.²⁷

표 7의 패널 B를 보면, 외국인 소유 계수는 통계적으로 유의미하고 양의 값이다. 따라서 이는 외국인 소유가 기업 투자를 촉진한다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 외국인 소유가 CAPEX에서의 감소와 연관된다는 페레이라와 마토아(2008) 주장과 완전히 배치된다. 이는 외국인 기관 투자자가 기업 개혁을 촉진함으로써 기업 실적을 향상시키는 것은 아니라는 것을 암시한다. 오히려, 외국인 기관 투자자는 투자를 촉진함으로써 자신들이 투자한 기업의 실적을 향상시킨다.²⁸

요약하자면, 비록 외국인 기관 투자자의 주식 보유 증가가 기관 투자가 편향이나 아니면 자국 편향에 기인하는 것일지라도, 일단 주식 보유 증가가 어떤 문턱을 넘어서게 되면 그들은 아마도 기업에 대한 간섭이나 투자 회수 등을 통해 기업을 규율하는 역할을 수행하게 될 것이다.

²⁷ 외국인 소유 대신에 은행 및 보험회사의 총 보유 주식을 도입하게 되면 그 계수는 Tobin의 Q에 대한 추정 결과와 비슷하게 음의 값이고 통계적으로 유의미한 것으로 나타난다. 이러한 결과는 은행에 의한 주식 보유가 아무런 규율 효과도 갖지 못함을 함의한다. Weinstein and Yafeh(1998)과 Morck et al.(2000)의 연구도 이러한 점을 보여준다.

²⁸ Arikawa et al.(2011)는 높은 수준의 외국인 소유가 높은 수준의 R&D와 연관된다고 본 반면, Nguyen(2012)은 외국인 투자자가 이익 변동성(volatility of earnings), 투자 및 R&D에 초점을 맞추으로써 일본 기업의 위험추구(risk-taking)에 영향을 미쳤다고 본다.

표 7 ROA와 CAPEX에 대한 외국인 투자가 지분의 영향

외국인 기관 투자가 지분에 대한 ROA와 자본적 지출(CAPEX)의 회귀분석 결과를 요약한 것이다. 패널 A는 ROA에 대한 결과이고 패널 B는 CAPEX에 대한 결과다. 각각의 시기와 그룹 표본에 대해 중위회귀 분석을 실시한다. 기업 수준의 통제변수는 SIZE(로그화된 총자산), INVOP(연간 총판매 성장률의 2년 평균값), LEV(총자산 대비 부채비율(차입금 의존도)), IND_ROA(ROA 산업 중간값), IND_CAPEX(CAPEX 산업 중간값)을 포함한다. 모든 회귀분석은 연도(year) 더미를 포함한다. t-통계는 괄호에 표시되어 있다.

Panel A: 수익률

변수	1990~2008	1990~1997	1998~2008	1990~2008	1990~2008
	전체 기업(1)	전체 기업(2)	전체 기업(3)	MSCI 편입기업(4)	MSCI 비편입기업(5)
FIO	9.68 (23.14)	10.44 (14.21)	9.46 (17.14)	7.15 (9.71)	10.60 (16.53)
로그화된 총자산	-0.10 (-5.02)	-0.11 (-4.34)	-0.09 (-2.90)	-0.26 (-6.13)	-0.02 (-0.84)
연간 총판매 성장률의 2년 평균값	9.27 (20.22)	9.34 (14.97)	9.18 (15.32)	9.28 (9.28)	9.01 (18.62)
총자산 대비 부채비율	-2.66 (-20.49)	-2.91 (-14.92)	-2.49 (-14.15)	-2.97 (-10.20)	-2.54 (-17.63)
ROA 산업 중간값	0.67 (34.48)	0.68 (20.99)	0.66 (28.16)	0.81 (22.00)	0.62 (27.70)
r 스퀘어	0.20	0.20	0.20	0.28	0.17
추정값	19,678	7,525	12,153	4,417	15,261

Panel B: 자본적 지출

변수	1990~2008	1990~1997	1998~2008	1990~2008	1990~2008
	전체 기업(1)	전체 기업(2)	전체 기업(3)	MSCI 편입기업(4)	MSCI 비편입기업(5)
FIO	2.81 (10.74)	1.86 (3.67)	2.68 (8.31)	2.57 (5.15)	1.42 (3.89)
로그화된 총자산	0.08 (6.02)	0.01 (0.79)	0.15 (7.64)	-0.08 (-2.51)	0.12 (6.80)
연간 총판매 성장률의 2년 평균값	2.84 (12.88)	2.64 (7.73)	3.04 (10.97)	2.85 (5.29)	2.87 (11.38)
총자산 대비 부채비율	-0.64 (-7.48)	-0.77 (-5.99)	-0.53 (-4.48)	-0.30 (-1.60)	-0.76 (-7.88)
CAPEX 산업 중간값	0.96 (89.88)	0.99 (62.26)	0.94 (64.50)	0.94 (40.24)	0.97 (80.28)
r 스퀘어	0.20	0.21	0.19	0.23	0.18
추정값	19,038	7,186	11,852	4,319	14,719

출처: 저자 작성.

VI. 논의 및 관점

1. 실제

이 글은 일본에서 메인뱅크제도를 대체한 외국인 기관 투자가의 지분 증가가 기업을 규율하는 역할을 수행했는지 여부를 분석했다. 이 문제에 대해서 경쟁적인 견해들이 있다.

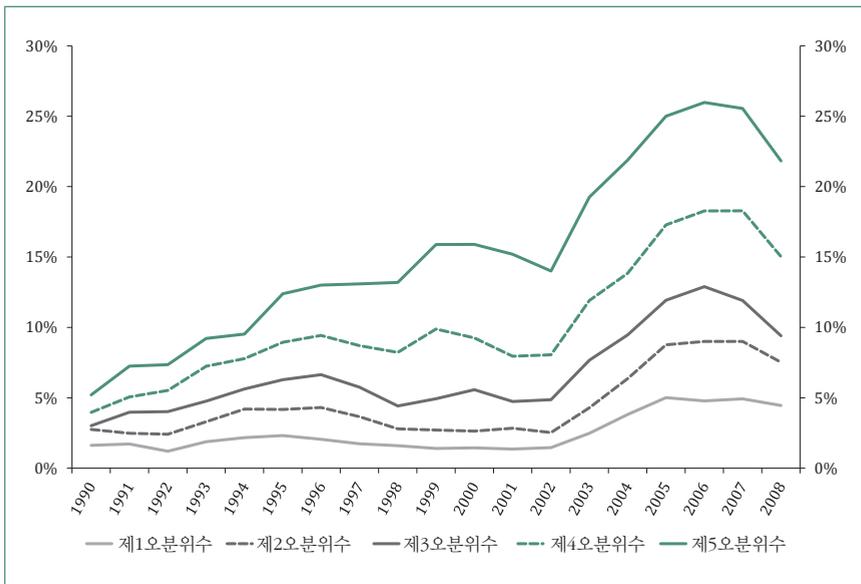
긍정적 견해는 외국인 기관 투자가들이 높은 수준의 감시 능력을 갖고 있고 자신들이 투자한 기업의 향상된 지배구조 개선을 촉진시키며, 그 결과 기업 실적도 좋아진다는 것이다. 이와는 반대로, 부정적인 견해는 외국인 투자가들이 강한 투자 편향이 있다고 주장한다. 외국인 소유와 높은 기업 실적 사이에 상관관계가 관측될 수 있을지라도 이는 피상적인 것일 수 있다. 높은 주식 수익은 주식에 대한 수요 그 자체의 결과일 뿐일 수 있으며, 높은 기업 실적은 단지 외국인 투자가가 양질의 기업을 선호하는 것을 반영하는 것일 수 있다.

외국인 기관 투자가의 투자 행위와 주식 수익률 및 기업 실적에 대한 그들의 효과를 검정하면서, 우리는 긍정적 견해와 부정적 견해 모두가 부분적으로는 옳다고 결론을 내렸다. 외국인 기관 투자가들이 강한 투자 편향을 가지고 있는 것은 사실이고, 어떤 기업지배구조 형태를 선호한다는 것도 맞다. 외국인 기관 투자가들이 현명한 투자가라는 증거들이 있지만(높은 선별 능력), 수요 충격이 주식 수익률과 높은 수준의 외국인 소유 사이의 양의 상관관계에 기여한다는 견해를 무시하기는 힘들다.

그렇지만 일단 외국인 기관 투자가들의 주식 보유가 증가하게 되면, 그들은 분명히 규율자로서의 역할을 수행한다. 기업 실적과 역인과관계에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요소들을 통제할 후에도 여전히 외국인의 주식 소유와 기업 실적(Tobin의 Q가 대리하는 변수) 간의 관계가 양의 관계이고 통계적으로 유의미하다는 점을 발견했다. 이러한 결과는 다양한 다른 내역(종속변수의 교체 등)을 사용해 추정해도 변함이 없다.

2. 유의점

외국인 주주들이 일본의 기업지배구조에서 중요한 역할을 하기 시작했다고 말할 수 있으나, 매우 유의해야 할 중요한 점이 있다. 그것은 이러한 관측이 기업에만 적용된다는 것이다. 1980년대 초 무렵 일본 기업의 지배구조는 모든 기업이 상당한 정도의 레버리지를 사용하고 내부자 소유가 지배적이며 회사 내부에서 승진한 사람들로 구성된 이사회를 가졌다는 점에서 동질적이었다. 우량 기업과 다른 기업들 사이에 큰 차이가 없었던 것이다. 그러나 II절에서 서술했듯이, 일본 기업의 소유 형태는 금융위기 이후 확실하게 다양해졌다. 기업 규모, 해외 시장에서의 평판, 기업 실적 등 기업 특성에서의 차이는 기관 투자자들의



출처: 저자 작성.

그림 4 기업 규모에 따른 외국인 투자가 소유의 추세

회사 규모 분위별 외국인 투자가 지분율의 시계열 평균을 보여준다. 표본은 도쿄증권거래소 퍼스트 섹션에 상장된 비금융 기업으로 구성되어 있다. 기업 규모 분위는 각 연도의 시가총액에 근거한다(5분위의 다섯 번째 수준이 규모가 가장 큰 기업을 가리킨다).

주식 선호와 자금 정책 및 경영 개혁에 관한 기업 스스로의 선택을 매개로 소유 구조를 차별화시켰다. 그 결과, 외국인 소유는 MSCI 지수에 편입된 기업처럼 시가총액이 큰 기업에서 현저하게 증가했다. 그러나 비교적 규모가 작은 기업들은 전통적인 기업지배구조에 머물러 있다.²⁹ 그림 4는 이 점을 명확하게 보여준다.

1990년대 초에는 시가총액을 기준으로 5분위로 나눈 상장기업들 중 첫 번째 집단(시가총액이 가장 낮은 집단)과 다섯 번째 집단(시가총액이 가장 큰 집단) 간에 유의미한 차이가 없었다. 그러나 2000년대 중반에는 평균 외국인 지분율이 다섯 번째 집단의 기업들에서 25% 이상 증가했지만 첫 번째 집단의 기업들에서는 5% 미만으로 증가했다. 나아가 외국인 지분율이 MSCI 지수에 편입된 기업들 사이에서 강한 편차를 보이는데, 이는 외국인 투자가의 기업 감시 역할이 시가총액이 큰 기업에 국한된 것임을 암시한다.

3. 의문점

외국인 기관 투자가의 지분 증가는 기업에 대한 규율 효과를 가졌다. 다만 그것은 대기업에 국한되었다. 그렇다면 자연스럽게 다음의 질문을 하게 된다. 외국인 주주들은 자신들의 투자 편향에도 불구하고 왜, 그리고 어떻게 규율자로서 역할을 해왔는가? 일반적으로, 규율적 역할은 간여(voice)를 통해 이루어지는데, 이는 다음의 세 가지 형태로 나타난다.

- ① 주식 보유에 의해 뒷받침되는 직접 개입
- ② 이사회에 대한 영향력 행사
- ③ 경영권 인수

첫 번째 방식은, 외국인 기관 투자가들이 대규모로 주식을 보유하지 않았고 투표권을 행사하지도 않기 때문에 적용하기 어렵다. 외국인 기관 투자가들의 총

²⁹ 그들은 주은행과 다른 기업들의 감시를 받았지만, 이러한 제도가 반드시 효과적이라고 볼 수는 없다. Jackson and Miyajima(2007) 참고.

주식 보유량이 30%대로 증가했다더라도, 각각의 개인별 기관 투자자들은 특정 기업에서 충분한 지분을 가지고 있지 못하며 그들의 보유 주식은 대부분 분산되어 있다. 프랭크 외(Franks et al., 2014)에 따르면, 2009년 상위 10명의 주주들 가운데 외국인 투자자들이 보유한 주식은 4.0%로 매우 낮다. 비록 피델리티(Fidelity)와 같은 외국인 기관이 어떤 기업에서 일정한 지분을 보유하고 있을지라도 피델리티의 본사와 도쿄 지사가 일관되게 투표권을 행사할 것이라고 확신할 수 없다. 실제로 대주주가 기업의 결정을 반대하기 위해 투표권을 행사한 경우는 소수에 지나지 않았다.³⁰ 간략히 말해서, 위임장 대결(proxy fight) 시나리오는 일본에서 흔하지 않다.

두 번째 방식은, 외국인 기관 투자자들이 회사에 대해 독립이사(independent director) 임명을 촉구하며, 임명된 독립이사가 기업 실적을 향상시킨다는 것을 전제로 한다. 2000년 이래로 일본 기업에서 독립이사 숫자가 계속 증가했고 외국인 소유가 사외이사(outside director)를 선호함으로써 이사회 구성에 분명히 영향을 준 것은 맞다.³¹ 그렇지만 독립이사의 임명이 반드시 기업 효율성의 향상을 의미하는 것은 아니다. 실증적 증거에 따르면, 독립적인 사외이사와 기업 실적 사이에 양의 관계가 존재하지 않는다. 우리의 잠정적인 결론은 독립이사가 사장 교체에 상당한 영향력을 갖지는 않는다는 것이다. 그러므로 기업 실적 향상 효과가 사외이사 임명을 촉구하는 외국인 주주의 노력에서 비롯될 것이라고 기대하는 것은 현실적이지 않다.

세 번째 방식은 영국과 미국에서 일반적인 것으로, 시장을 통한 기업 통제 방식이다. 실제로 2000년대에 들어서면서 일본은 전후 역사상 처음으로 몇몇 적대적 인수 및 기업행동주의적 제안(corporate activist proposal)을 경험했다(Buchanan et al., 2012). 이러한 행동은 실제로 표적이 된 기업뿐만 아니라 많은 현금 보유로 인해 잠재적으로 표적이 될 수 있는 기업의 금융정책에 영향을 미쳤다. 그렇지만 인수 사례는 소수였고, 스틸파트너와 같은 행동주의 펀드가 표적으로 삼은 기업들은 외국인 소유 수준이 높은 대기업일 가능성이 적다. 나아가 행동주의의

³⁰ 이러한 드문 사례들 중 하나로, 페리 캐피털(Perry Capital, UK)은 NEC의 자회사에 개입했다.

³¹ 오히려 외국인 소유가 때때로 사외이사를 대신해서 기업 실적을 향상시키는 역할을 하기도 한다.

성과가 일본에서는 보잘것 없다(Becht et al., 2015).

그러므로 이 세 가지 간여 방법은 모두 일본에서 외국인 소유가 기업 실적을 향상시키기 위한 효과적인 수단으로서 기능하는 데 도움이 되지 못한다.

외국인 기관 투자자가 기업 감시자로서 영향력을 행사하게 했던 좀 더 현실적인 수단은 투자 회수(exit)다. 어떠한 이유에서든 일단 외국인 소유가 증가하게 되면 투자 회수 결정은 주식 가격 하락과 연관되는 경향이 있다. IV절에서 언급한 것처럼 외국인 소유의 변화는 주가의 유의미한 변화와 연관되어 있다. 주식 보유에서 일 표준편차의 증가(또는 감소, 5%)는 주식 수익의 10% 증가(또는 감소)와 연관된다. 2000년 이후로 주가에 대한 최고 경영진의 지대한 관심은 IR 활동 증가와 정보 공개의 증가에서 나타난다(Miyajima, 2007). 우리의 조사(Miyajima et al., 2013)에 따르면 최근에 기업 최고 경영진의 90%는 주주 가치에 대한 관심을 보이는 것으로 나타나는데, 이는 1990년대 실시한 조사 결과와는 상당히 대비가 된다.

그렇지만 일본에서 외국인 투자자의 투자 회수에 관한 최고 경영진의 우려는 적대적 인수 위협이나 주가 하락이 아니다(스톡옵션 관련). 이 두 가지 우려 사항은 모두 경영행동에 직접적인 영향이 없는 것처럼 보인다. 하지만 주가 하락은 자본비용(capital cost)을 증가시키고 자본조달을 어렵게 만들 수 있기 때문에, 그리고 최고 경영진의 평판에 부정적으로 영향을 주어 기업 내부자들로부터 최고 경영진에 대한 지지를 보류하도록 만들 수 있기 때문에 (경영행동에) 상당한 영향을 미칠 수도 있다. 이처럼 외국인 기관 투자자들의 투자 회수는, 기업에 대해 상당한 규율적 역할을 할 가능성도 있다. 다만 그 규율적 역할은 외부적인 방식이 아닌 내부적 방식으로 이루어진다. 이러한 견해는 일본 기업의 다른 제도적 특징들에 대해서도 일관되게 적용될 수 있을 것으로 보이는데, 이것은 앞으로 입증되어야 할 점이다. 당연히 이러한 이슈들은 향후 우리의 연구에서 다루어져야 할 것이다.

참고문헌

- Aggarwal, R., L. Klapper, and P. D. Weysocki. 2005. "Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors." *Journal of Banking & Finance* 29(Issue 12), 2919-2946.
- Ahmadjian, C. 2007. "Foreign Investors and Corporate Governance in Japan." In M. Aoki, G. Jackson and H. Miyajima, eds. *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, 125-150. Oxford: Oxford University Press.
- Aoki, M. 1988. *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- _____. 2010. *Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance, and Institutions*. Oxford: Oxford University Press.
- Arikawa, Y., T. Kawanishi, and H. Miyajima. 2011. "Debt, Ownership Structure, and R&D Investment: Evidence from Japan." RIETI Discussion Paper Series, 11-E-013.
- Becht, M., J. Franks, J. Grant, and H. Wagner. 2015. "The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study, European Corporate Governance Institute (ECGI)." Finance Working Paper Series, No. 402/2014.
- Brennan, M. J. and H. H. Cao. 1997. "International Portfolio Investment Flows." *Journal of Finance* 52(Issue 5), 1851-1880.
- Buchanan, J., D. H. Chai, and S. Deakin. 2012. *Hedge Fund Activism in Japan: The Limits of Shareholder Primacy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Del Guercio, D. 1996. "The Distorting Effect of the Prudent-man Laws on Institutional Equity Investments." *Journal of Financial Economics* 40(Issue 1), 31-62.
- Falkenstein, E. G. 1996. "Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings." *Journal of Finance* 51(Issue 1), 111-135.
- Fama, E. F. and J. D. MacBeth. 1973. "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests." *Journal of Political Economy* 81(3), 607-636.
- Ferreira, M. A. and P. Matos. 2008. "The Colors of Investors' Money: The Role of

- Institutional Investors around the World.” *Journal of Financial Economics* 88(Issue 3), 499-533.
- Flath, D. 1993. “Shareholding in the Keiretsu: Japan’s Financial Groups.” *Review of Economics and Statistics* 75(2), 249-257.
- Franks, J., C. Mayer, and H. Miyajima. 2014. “The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century.” *Review of Financial Studies* 27(9), 2580-2625.
- French, K. R. and J. M. Poterba. 1991. “Investor Diversification and International Equity Markets.” *American Economic Review* 81(2), 222-226.
- Giannetti, M. and A. Simonov. 2006. “Which Investors Fear Expropriation?: Evidence from Investors’ Portfolio Choices.” *Journal of Finance* 61(Issue 3), 1507-1547.
- Gompers, P. A. and A. Metrick. 2001. “Institutional Investors and Equity Prices.” *Quarterly Journal of Economics* 116(Issue 1), 229-259.
- Goyer, M. 2011. *Contingent Capital: Short-Term Investors and the Evolution of Corporate Governance in France and Germany*. Oxford: Oxford University Press.
- Hansmann, H. and R. Kraakman. 2000. “The Essential Role of Organizational Law.” *Yale Law Journal* 110(Issue 3), 394-395.
- Hiraki, T., A. Ito, and F. Kuroki. 2003. “Investor Familiarity and Home Bias: Japanese Evidence.” *Asia-Pacific Financial Markets* 10(Issue 4), 281-300.
- Horiuchi, A. and M. Hanazaki. 2000. “Mein-Banku-Kankei wa Kigyō-Keiei no Kōritsuka ni Kōken shitaka: Seizōgyō ni kansuru Jisshō-Kenkyū [Did Main Bank System Really Contribute to Enhance Corporate Performance?: An Empirical Research on Manufacturing Industries].” Research Institute of Capital Formation of DBJ, *Keizai-Keiei-Kenkyū* 21(Issue 1), 1-89 (in Japanese).
- Huberman, G. 2001. “Familiarity Breeds Investment.” *Review of Financial Studies* 14(3), 659-680.
- Jackson, G. and H. Miyajima. 2007. “Introduction: The Diversity and Change of Corporate Governance in Japan.” In M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima, eds. *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, 1-47. Oxford: Oxford University Press.

- Kang, J. K. and R. M. Stulz. 1997. "Why is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan." *Journal of Financial Economics* 46(Issue 1), 3-28.
- Kawakita, H. 1995. *Nihongata Kabushiki Shibō no Kōzō Henka: Kinyū Shisutemu no Saibensei to Gabanansu* [The Structural Change of Capital Market in Japan: Reorganization of Financial System and Shareholder], Tokyo: Tōyō-Keizai-Shinpō-sha (in Japanese).
- Leuz, C., K. V. Lins, and F. E. Warnock. 2009. "Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?" *Review of Financial Studies* 22(8), 3245-3285.
- Lichtenberg, F. R. and G. M. Pushner. 1994. "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan." *Japan and the World Economy* 6(Issue 3), 239-261.
- Merton, R. C. 1987. "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information." *Journal of Finance* 42(3), 483-510.
- Miyajima, H. 2007. "The Performance Effects and Determinants of Corporate Governance Reform." In M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima, eds. *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, 330-369. Oxford: Oxford University Press.
- Miyajima, H., K. Haramura, and Y. Enami. 2003. "Sengo-Nihon-Kigyō no Kabushiki-Shoyū-Kōzō Antei-Kabunushi no Keisei to Kaishō [Composition of Shareholders in Postwar Japanese Companies: Creation and Dissolution of Stable Shareholders]." Ministry of Finance Japan Policy Research Institute, *Financial Review* 68, 203-236 (in Japanese).
- Miyajima, H. and F. Kuroki. 2007. "The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications." In M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima, eds. *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, 79-124. Oxford: Oxford University Press.
- Miyajima, H. and K. Nitta. 2003. "Seisansei to Gaibu karano Kiritsu: Fushin-Sangyō ni-okeru Gabanansu no Mondai wa nanika [Profitability and External Discipline: What are the crucial Problems in Declining Industries?]." *Security Analysts Journal* 41(12), 29-47 (in Japanese).
- _____. 2011. "Kabushiki-Shoyū-Kōzō no Tayōka to sono Kiketsu [The Diversification of Ownership Structure and its Consequence]." In H. Miyajima, eds.

- Nihon no Kigyō-Tōchi: Sono Saisekkei to Kyōsōryoku no Kaifuku ni mukete* [*Corporate Governance in Japan: Toward a Redesign and Restoration of Competitiveness*], 105-149. Tokyo: Tōyō-Keizai-Shinpō-sha (in Japanese).
- Miyajima, H. and R. Ogawa. 2012. "Nihon-Kigyō no Torishimariyakukai-Kōsei no Henka wo ikani Rikai suruka: Torishimariyakukai-Kōsei no Kettei-yōin to Shagai-Torishimariyaku no Dōnyū-Kōka [Understanding Change in Board Composition: Determinants of Board Composition and Effects of Outside Directors]." *Junkan Shōji-Hōmu* 1973, 81-95 (in Japanese).
- Miyajima, H., T. Saito, P. Xu, W. Tanaka, and R. Ogawa. 2013. "Nihongata Kōporēto-Gabanansu wa doko e mukau noka [Where is Corporate Governance in Japan Heading? Evidence from a Survey of Japanese Listed Companies]." *Junkan Shōji-Hōmu* 2008, 4-14; 2009, 12-21 (in Japanese).
- Morck, R., M. Nakamura, and A. Shivdasani. 2000. "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan." *Journal of Business* 73(4), 539-567.
- Nguyen, P. 2012. "The Impact of Foreign Investors on the Risk-taking of Japanese Firms." *Journal of Japanese and International Economies* 26(Issue 2), 233-248.
- Saito, T. 2011. "Nihon-Kigyō ni yoru Shagai-Torishimariyaku no Dōnyū no Kettei-Yōin to sono Kōka [The Determinants and Effects of Introduction of Outside Directors in Japanese Firms]." In H. Miyajima, eds. *Nihon no Kigyō-Tōchi: Sono Saisekkei to Kyōsōryoku no Kaifuku ni mukete* [*Corporate Governance in Japan: Toward a Redesign and Restoration of Competitiveness*], 181-213. Tokyo: Tōyō-Keizai-Shinpō-sha (in Japanese).
- Sasaki, T. and Y. Yonezawa. 2000. "Kōporēto-Gabanansu to Kabunushi-Kachi [Corporate Governance and Shareholder Value]." *Security Analysts Journal* 38(9), 28-46 (in Japanese).
- Stulz, R. M. 1981. "On the Effects of Barriers to International Investment." *Journal of Finance* 36(Issue 4), 923-934.
- Weinstein, D. E. and Y. Yafeh. 1998. "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan." *Journal of Finance* 53(2), 635-672.

부록: 변수 정의

소유권 변수

내부자	순환출자+안정출자(순환출자 제외)+주식회사+가족통제 기업
순환출자	순환 출자에 의한 주식 비율
금융기관	은행(신탁계좌 제외), 생명보험(특수 계좌 제외), 비생명보험, 국내 증권 회사들의 순환 출자
기업	은행, 생명보험 회사, 비생명보험 회사, 국내 증권 회사들을 제외한 상장 회사의 순환 출자
안정출자	은행(신탁계좌), 생명보험(특수계좌), 비생명보험, 국내 증권 회사와 순환 출자를 제외한 다른 기업체들의 전체 주식보유 비율
ESOP	종업원 지주 제도를 통한 전체 주식보유 비율
이사	이사 지주 제도를 통한 이사진과 회계 감사관의 지분 수준
가족 통제 기업	외국 자산 매니저, 개인, 국내의 가족 통제 비상장 기업들의 지분 수준
외부자	기관 투자가+소수 개인+외국 기업
기관 투자가	외국 기관 투자가+국내 기관 투자가
외국(FIO)	기업의 부동주에 의해 조정된 외국인 기관 투자가의 지분 수준
국내	신탁 기금, 투자기금, 생명보험 특수 계좌의 총 지분 수준
소수 개인	이사와 3% 또는 그 이상 소유권을 가진 대투자가를 제외한 개인의 주식보유 비율
외국 기업	3% 이상의 소유권을 가진 외국 기업의 총소유권 비율

그 외 변수

Stock return(RET)	기업의 주식 초과 수익률
Tobin's Q(Q)	기업의 부채 및 자기자본의 시장가치를 보유자산의 대체비용으로 나눈 비율
Firm size(SIZE)	로그화 된 총자산(10억 엔)
Book to market(BM)	장부가치 대비 시장가치 비율
Turnover(TURN)	주식회전율
Investment opportunities(INVOP)	연간 총판매 성장률의 2년 평균값
Dividend yield(DY)	배당수익률
Return on assets(ROA)	수익성
Stock return volatility(VOL)	주식 가격의 변동성
Leverage(LEV)	부채 대비 자산 비율

Cash holdings(CASH)	현금보유
Momentum(MOM)	이전 3년 동안의 주식 수익률
Oversea sales ratio(OS)	해외 판매 비율
MSCI dummy(MSCI)	MSCI 지수 더미, 기업이 MSCI 일본 지수의 일원
Cross-listing dummy(ADR)	미국 교차 상장
Number of directors(DIR)	이사 수
Independent directors ratio(INDIR)	사외이사 비율
Business group dummy(BG)	기업 집단 더미, 기업이 6대 기업(Sumitomo, Mitsui, Mitsubishi, Fuyo, Sanwa, DKB) 중 하나
Subsidiary dummy(SUB)	자회사 더미, 모회사의 소유권이 30% 이상

Abstract

Does Ownership Really Matter?: The Role of Foreign Investors in Corporate Governance in Japan

Hideaki Miyajima Waseda University / RIETI / WIAS

Takaaki Hoda Showa Women's University

Ryo Ogawa Graduate School of Commerce, Waseda University

After the banking crisis of 1997, corporate ownership in Japan shifted from an insider-dominated to an outsider-dominated structure. This paper analyzes the impact of dramatic changes in the ownership structure on corporate governance and firm value, focusing on the role of foreign institutional investors. There are two competing views on the role of increased foreign ownership. The positive view is that foreign investors have had high monitoring capabilities and have encouraged improvements in the governance arrangement of firms resulting in higher performance. Conversely, the negative view is that they have had strong bias in their investment strategies, and were less committed to a particular firm. Even though a correlation between foreign ownership and high performance has been observed, it may be a superficial relationship. Higher stock returns can be induced by demands for stocks, while performance can simply reflect a foreign investor's preference for a high quality firm. To determine which view is more compelling, we constructed a unique long-term data set, and examined the determinants of foreign ownership and its impact on stock returns as well as performance. We found that the investment behavior of foreign investors has been characterized by a particular bias, and takes into account governance arrangements. Second, their investment substantially affected the stock returns of firms. Third, even after

controlling for reverse causality, their growing presence positively affected firm performance, suggesting that foreign institutional investors played a disciplinary role after their shareholding increased.

Keywords | Foreign institutional investors, corporate governance, home bias, firm performance