

현금배당 정책이 외국인 투자에 미치는 영향: 기업지배구조 관점에서의 고찰*

김 형 석 부연구위원 (hyungseok@cgs.or.kr)

- ▶ 외국인 투자자는 국내 상장기업 중 현금배당을 지급하거나 현금배당을 보다 많이 지급하는 기업을 선호하며, 이러한 현금배당 정책에 따른 외국인 투자지분율의 차이는 내부에 유보된 이익잉여금 비율이 높을수록, 즉 대리인 문제의 발생 가능성이 높을수록 더욱 두드러지게 나타남
- ▶ 상대적으로 정보 비대칭 정도가 큰 외국인 투자자는 기업자원이 비효율적으로 유용될 위험을 최소화하기 위해 높은 모니터링을 비용을 지불하는 대신에 현금배당 정책을 파악하여 기업지배구조 수준이 높은 기업을 선택하는 것임
- ▶ 비단 현금배당을 통한 주주환원의 확대뿐만 아니라 기업정보의 투명성과 기업지배구조를 개선하기 위한 전반적인 노력은 외국인 투자를 촉진할 수 있는 하나의 중요한 수단이 될 수 있으며, 이를 통해 오랜 기간 정체된 국내 주식시장의 재도약을 기대할 수 있음

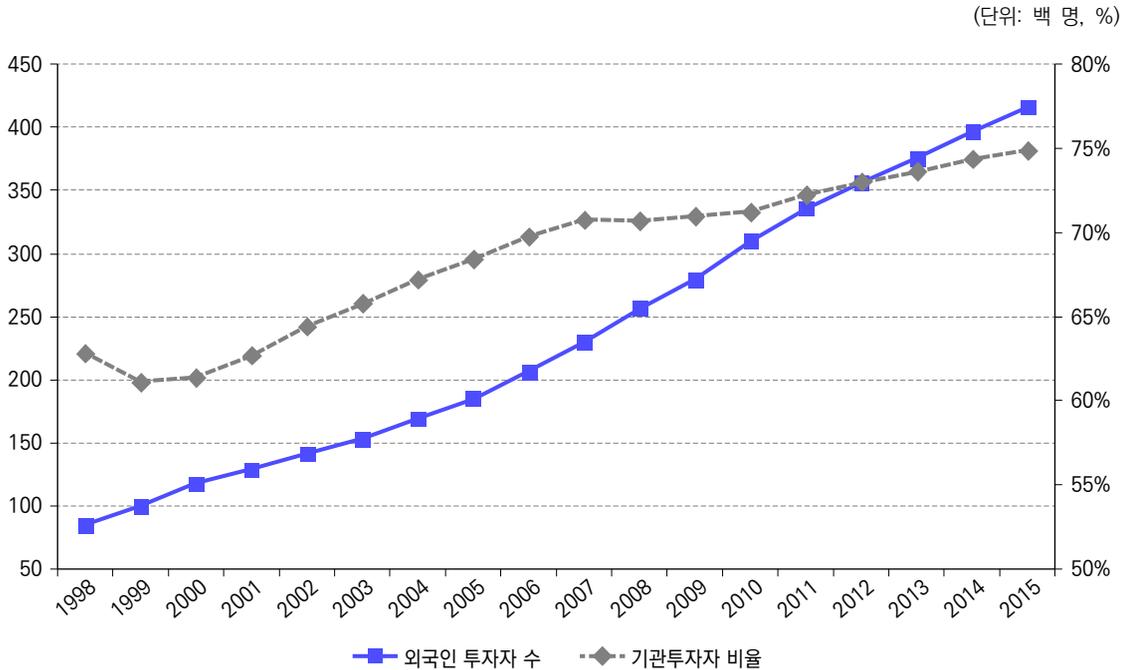
외국인 기관투자자의 투자 비중 변화

국내 자본시장은 1992년을 시작으로 1998년 5월에 이르러 외국인 투자자에게 전면적으로 개방되었다.¹⁸⁾ 이후 국내 자본시장에 참여하는 외국인 투자자의 수는 매해 꾸준히 증가하는 추세를 나타내고 있다. 아래 [그림 1]에서 보는 바와 같이, 금융감독원에 등록된 외국인 투자자의 수는 1998년 12월 8,480명에서 2015년 12월 41,602명으로 무려 5배 가까이 증가하였다. 특히 집합투자기구, 연기금 및 투자 매매·중개업자 등 외국인 기관투자자가 차지하는 비율도 지속적으로 증가하는 양상을 보이는데, 2015년 12월 기준으로 전체 외국인 투자자의 75%를 차지하고 있다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

18) 1992년 1월 국내 상장기업에 대한 외국인의 투자한도가 10%까지 허용되기 시작함 (외국인 1인에 대한 투자한도는 3%로 제한). 이후 1997년 12월까지 투자한도는 55%까지 지속적으로 완화되었으며, 1998년 5월에 상장주식에 대한 외국인의 투자한도가 폐지되면서 국내 자본시장은 전면 개방됨

[그림 1] 외국인 투자 등록 현황¹⁹⁾



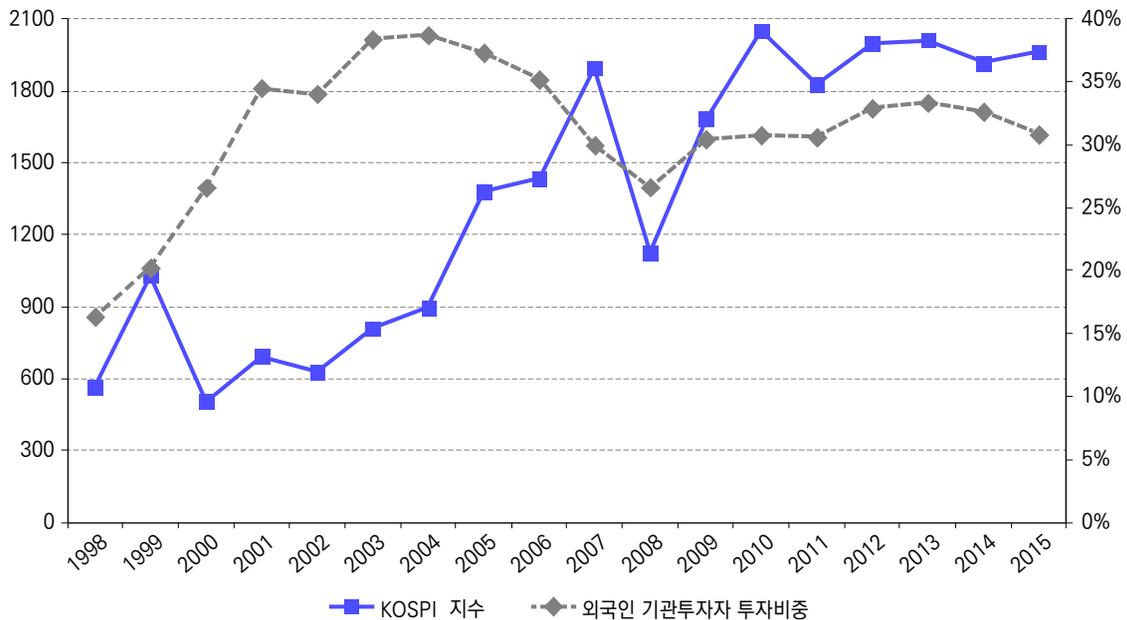
시장 자유화 (market liberalization)에 따른 외국자본의 유입과 외국인 기관투자자의 참여 확대는 국내 자본시장의 성장에 적지 않은 영향을 미쳐 온 것으로 짐작된다. 아래 [그림 2]에서 나타나듯이, KOSPI지수는 1998년부터 2007년까지 10년 동안(2000년 제외) 무려 3배 이상 증가하였다.²⁰⁾ 이와 비슷한 시기에 외국인 기관투자자의 투자 비중도 1998년 16.3%에서 2004년 38.7%로 2배 이상 증가하였다.²¹⁾ 즉, 1998년 자본시장이 전면 개방되어 선진 외국자본이 대거 유입된 이후에 외부 자본조달 비용이 급격하게 감소함에 따라 국내 상장기업의 주식가격에 대한 재평가가 활발히 일어난 것으로 볼 수 있다 (이와 관련하여 보다 자세한 내용은 Henry (2000), Kim and Singal (2000) 및 Chari and Henry (2004) 참조).²²⁾ 하지만 외국인 기관투자자의 투자 비중은 2004년 이후 2007년까지 30%로 감소하였으며, 2008년부터는 30%~33%에 머무르며 더 이상 확대되지 않고 있다. 흥미로운 사실은 KOSPI 지수 또한 2007년 1897.13을 기점으로 2015년까지 뚜렷한 성장세를 나타내지 않았다는 점이다.

19) 금융감독원, 1998.12~2015.12, 「외국인투자자 증권매매동향」

20) KOSPI 지수는 'IT 버블'이 붕괴되면서 2000년에 일시적으로 급감함

21) 투자금액 기준으로는 1998년 22.5조원에서 2004년 159.7조원으로 약 7배 가까이 증가하였음. 동일한 기간 동안 세계 시장 지수 (world market index) 내에서 한국이 차지하는 시가총액 비중이 7배 보다는 훨씬 적게 증가했을 가능성이 높다고 가정한다면, 국내 상장기업에 대한 외국인 투자금액의 증가는 단순히 소극적(passive) 포트폴리오의 재조정에 의한 결과로 단정하기 어려움

22) Henry, P.B., 2000, "Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices," 『Journal of Finance』 55, pp.529-564; Kim, E.H., Singal, V., 2000, "Stock market openings: experience of emerging economies," 『Journal of Business』 73, pp.25-66; Chari, A., Henry, P.B., 2004, "Risk sharing and asset prices: evidence from a natural experiment", 『Journal of Finance』 59, pp.1295-1324

[그림 2] KOSPI 지수와 외국인 기관투자자의 시가총액 기준 투자비중²³⁾

이러한 사실들은 1998년 이후 국내 주식시장의 성장 과정과 외국인 기관투자자의 투자 비중 변화가 일정 부분 연관되어 있음을 의미한다. 그렇다면, 2004년 이후부터 외국인 기관투자자는 왜 국내 상장기업에 대한 투자를 더 이상 확대하지 않는 것일까? 이에 대한 해답을 찾으려는 노력은 향후 국내 주식시장의 재도약을 위한 하나의 실마리를 제공해 줄 것이다. 이에 본 글에서는 현금배당 정책이 외국인 투자지분율에 미치는 영향을 분석함으로써, 국내 상장기업에 대한 외국인 기관투자자의 투자 결정 요인을 파악하고 그 의미를 해석하고자 한다.

국내 상장기업에 대한 외국인 기관투자자의 시각

최근 들어 외국인 기관투자자는 국내 기업의 지주회사 전환에 큰 관심을 나타내고 있다. 예를 들어, 2016년에 '엘리엇'은 삼성전자에 대해 지주회사 전환을 목적으로 한 분할을 제안한 바 있으며, 최근 들어 '골드만삭스'는 현대차그룹이 현대차를 중심으로 지주회사 체제로 전환될 가능성이 있다는 분석 결과를 제시하였다. 또한 올해 초 외국인의 순매수는 포스코, LG, 오리온, LS 및 두산 등 국내 상장 지주회사에 집중되는 경향을 보여 준다.²⁴⁾

이와 같이 외국인 기관투자자가 상장 지주회사에 큰 관심을 보이는 이유 중 하나는 기업지배구조 위험과 불투명성 문제를 회피하기 위한 것으로 사료된다. 사실상 국내 상장기업은 기업집단에 소속된

23) 외국인 기관투자자의 투자 금액은 「외국인투자촉진법」 제2조1항4호기목에 의한 투자분을 제외한 금액으로 산출하였음. 관련 금융감독원 보고서(금융감독원, 1998.12~2015.12, 「외국인투자자 증권매매동향」) 상에서 "포트폴리오 투자"로 구분된 금액과 동일함

24) 매일경제, 2017.2.27., 「지배구조 탄탄한 지주사 사들인 외국인」

계열회사인 경우가 대부분이다. 가령 계열회사 간 복잡한 소유구조로 얽혀 있는 피라미드형 기업 집단에 소속된 경우, 계열회사 단위에서 지배주주가 기업자원을 얼마만큼 유용할 것인지를 정확하게 파악하는 것은 매우 어렵다. 이에 반해 상대적으로 단순하고 수평적인 소유구조를 가진 기업집단 체계의 정점에 있는 지주회사의 경우, 지배주주의 직접 지분율이 높기 때문에 심각한 기업지배구조 문제가 발생할 가능성이 상대적으로 낮다. 또한 관련 공시규정에 의해 지주회사는 상장뿐만 아니라 비상장 자회사의 주요 경영사항에 대해서도 투명하게 공시해야 하며 공시정보의 범위 또한 광범위하다.²⁵⁾ 즉, 지주회사를 중심으로 기업집단 전체에 대한 정보의 접근성과 투명성이 피라미드형 기업 집단에 비해 높다. 이러한 특성은 국내 자본시장과 상장기업에 대한 구체적인 정보가 상대적으로 부족한 외국인 기관투자자에게 상당히 매력적일 수밖에 없다.²⁶⁾ 반대로 기업 경영에 대한 투명성이 부족한 상황에서 기업지배구조 문제가 심각한 상장기업에 대해서 적극적으로 투자할 유인이 없는 것은 당연한 결과일지 모른다.²⁷⁾

올해 들어 KOSPI 지수가 상승하고 있는 원인 또한 이와 유사한 맥락에서 찾아볼 수 있다. 우선 외부 소수주주 보호와 기업지배구조 개선을 골자로 한 상법 개정안이 활발하게 논의되고 있다. 또한 한국거래소는 국내 상장기업의 투명성을 강화하기 위하여 원칙준수·예외설명 방식에 기초한 기업 지배구조 공시제도를 도입하고 지난 3월부터 시행하였다. 투명성과 기업지배구조를 개선하려는 국내 기업집단들의 자구적인 노력도 주목할 만하다. 특히, 지주회사로의 조직 개편을 통해 경영의 효율성과 투명성을 제고하려는 움직임이 활발하게 일어나고 있다. 이러한 변화의 움직임이 기존의 외국인 투자 제약 요인을 완화시킬 것이라는 시장 전반의 기대가 높은 상황이다. 이러한 기대를 반영하듯 실제로 외국자본의 유입이 크게 증가하면서 KOSPI 지수가 눈에 띄게 상승하고 있는 것으로 풀이된다.²⁸⁾

이러한 관점에서 국내 상장기업의 현금배당 정책이 외국인 투자자의 투자의사결정에 미치는 영향은 중요한 의미를 가진다. 만약 현금배당을 지급하거나 현금배당을 많이 지급하는 국내 기업에 대해 외국인이 더 많이 투자한다면, 이것을 어떻게 해석할 것인가? 계열회사 간 거래 등을 통해 지배 주주가 상장 계열회사의 기업자원을 비효율적으로 유용할 가능성이 높다는 것은 이미 널리 알려진

25) 유가증권시장 공시규정 제8조 (자회사의 주요경영사항)

26) 기업규모가 크거나 또는 수출비중이 높을수록 외국인 지분율이 높다는 실증연구 결과가 다수 존재함. 이는 정보 비대칭이 "home bias (자국편향 투자)"를 설명하는 주된 원인임을 의미함. 이와 관련하여 보다 자세한 내용은 다음의 연구를 참조하길 바람. Kang, J.K., Stulz, R.M., 1997, "Why is there a home bias? an analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan", 「Journal of Financial Economics」 46, pp.3-28; Dahlquist, M., Robertsson, G., 2001, "Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics", 「Journal of Financial Economics」 59, pp.413-440

27) 이머징 마켓에서 시장 자유화의 영향이 예상보다 작은 원인을 기업지배구조 수준이 낮기 때문이라고 설명하는 연구들이 다수 존재함. 다시 말해 현지 기관투자자에 비해 상대적으로 정보가 부족한 외국인 투자자는 기업지배구조가 열악한 기업에 대해 보다 높은 감시비용을 지불해야 하므로 기업자원이 유용될 위험 (expropriation risk)을 보다 많이 부담해야 하는 국가에 대해서는 외국자본의 유입이 제한적으로 발생함. 이와 관련하여 다음의 연구를 참조하길 바람. Stulz, R.M., 2005, "The limits of financial globalization", 「Journal of Finance」 60, pp.1595-1638; Bae, K.H., Goyal, V.K., 2010, "Equity market liberalization and corporate governance" 「Journal of Corporate Finance」 16, pp.609-621

28) 머니투데이, 2017.5.4., 「6년 만에 2230 뚫은 증시, 안 좋은 게 안 보인다」

바다. 이러한 위험을 최소화하기 위해 외국인 투자자는 매우 높은 모니터링 비용을 지불해야만 한다. 왜냐하면 물리적·지리적 접근성에 제약이 있어 기업자원이 어떠한 경로로 얼마만큼 유용되는지에 대한 자세한 정보가 상대적으로 부족하기 때문이다.²⁹⁾

따라서 외국인 투자자는 정보 비대칭으로 인한 높은 모니터링 비용을 지불하는 대신에 기업 지배 구조가 보다 잘 갖추어진 기업을 선호할 유인이 더 클 것이다.³⁰⁾ 만약 대리인 모형에 따라 현금 배당이 경영자 또는 지배주주가 비효율적으로 유용할 가능성이 높은 잉여현금흐름을 제한하는 효과적인 수단이라면, 외국인 투자자의 입장에서 현금배당 정책은 기업지배구조 수준을 가늠하는 하나의 잣대가 될 수 있다.³¹⁾ 즉, 외국인 투자자의 입장에서 현금배당을 지급하지 않는 기업에 대해서는 잉여현금흐름이 유용될 위험을 완화시키기 위해 높은 모니터링 비용을 지불해야 할 것이다. 이러한 내용을 토대로 국내 상장기업의 현금배당 정책이 외국인 투자자의 투자의사결정에 미치는 영향을 기업지배구조의 관점에서 살펴보고자 한다.

국내 상장기업의 현금배당 정책이 외국인 투자지분율에 미치는 영향

실증분석은 2004년~2015년의 기간 동안 국내 유가증권 시장에 상장된 기업, 즉 KOSPI 기업을 표본으로 사용한다. 금융업과 자본잠식 기업을 제외하고 현금배당 금액, 외국인 지분율 및 기타 기업특성 자료가 가용하지 않은 표본도 제외한다.³²⁾ 현금배당 정책이 외국인 투자자의 지분율에 미치는 영향을 분석하는 것이 목적이므로 t 기의 현금배당 정책과 $(t+1)$ 기의 외국인 투자자 지분율 간의 관계를 파악한다.³³⁾ 다시 말해, t 기 현금배당 정책을 통해 해당 기업에 대한 기업지배구조 수준을 파악한 후에 투자의사결정이 이루어지는 것을 가정한다.

〈표 1〉에서 우선 전체 표본을 대상으로 현금배당의 지급 여부, 현금배당 지급 시 현금배당 수준에

- 29) 다수의 실증연구에 의하면 외국인 투자자는 현지 투자자에 비해 상대적으로 정보 비대칭 정도가 높은 것으로 나타나며, 국내 자본시장에 대해서도 이를 뒷받침하는 연구결과가 존재함. 이와 관련하여 보다 자세한 내용은 다음의 연구를 참고하길 바람. Choe, H., Kho, B.C., Stulz, R.M., 2005, "Do domestic investors have an edge? The trading experience of foreign investors in Korea", 『Review of Financial Studies』 18, pp.795-829; Dvorak, T., 2005, "Do domestic investors have an information advantage? Evidence from Indonesia", 『Journal of Finance』 60, pp.817-839; Kho, B.C., Stulz, R.M., Warnock, F.E., 2009, "Financial globalization, governance and the evolution of the home bias", 『Journal of Accounting Research』 47, pp.597-635; Leuz, C., Lins, K.V., Warnock, F.E., 2009, "Do foreigners invest less in poorly governed firms?", 『Review of Financial Studies』 22, pp.3245-3285
- 30) 많은 실증연구 결과에서 기업지배구조 수준은 기관투자자 또는 외국인 투자자의 포트폴리오를 결정하는 주요 요인인 것으로 나타남. 이와 관련하여 다음의 연구를 참고하길 바람. Bae and Goyal (2010); Giannetti, M., Simonov, A., 2006, "Which investors fear expropriation? Evidence from investors' portfolio choices", 『Journal of Finance』 61, pp.1507-1547; Kho, Stulz, and Warnock, (2009); Leuz, Lins, and Warnock (2009)
- 31) 다른 한편으로 현금배당을 지급함으로써 자본조달의 필요성이 증가하기 때문에 현금배당을 지급하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 외부 자본조달 시장의 효율적인 모니터링을 받을 가능성이 높아짐. 이러한 과정을 통해 현금배당 정책은 대리인 문제를 효율적으로 줄여줄 수 있음. 이와 관련하여 다음의 연구를 참고하길 바람. Easterbrook, F.H., 1984, "Two agency-cost explanations of dividends", 『American Economic Review』 74, pp.650-659
- 32) 현금배당 금액 자료는 Dataguide로부터 추출하여 일부 수정하였으며, 수정에 관한 자세한 사항은 필자에게 개별적으로 요청할 경우에 응하도록 함. 외국인 투자자의 지분율을 포함한 각종 기업 회계/재무 정보는 TS 2000으로부터 추출함
- 33) 여기서 외국인 투자자 지분율은 외국인 기관투자자 지분율의 대용변수로도 볼 수 있음. 2015년 12월 기준으로 전체 외국인 투자자 중 약 75%가 기관투자자이며, 전체 외국인 보유주식 금액 중 95.8%가 포트폴리오 투자, 즉 기관투자자에 의한 간접투자 금액임 (금융감독원, 2015.12, 『외국인투자자 증권매매동향』)

따라 외국인 투자자 지분율을 비교한다. <표 1>에서 알 수 있듯이, 현금배당을 지급하거나 보다 많이 지급한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 차기 외국인 투자자 지분율이 더 높은 것으로 나타난다. 이는 국내 상장기업의 현금배당 정책이 외국인 투자자의 투자의사결정에 유의한 영향을 미친다는 것을 의미한다.

<표 1> 현금배당 정책에 따른 외국인 투자지분율의 차이

현금배당 정책	표본수	(t+1)기의 외국인 투자지분율				
		평균값	t-test	중앙값	Wilcoxon rank test	
현금배당 지급여부	미지급	2,057	4.63%	-21.87***	0.88%	-28.91***
	지급	4,835	12.59%		6.38%	
현금배당 수준 ³⁴⁾	낮음	1,444	9.5%	-12.48***	4.54%	-10.90***
	높음	1,460	16.75%		10.03%	

주) ***는 유의수준 1%

그렇다면, 왜 외국인 투자자는 국내 상장기업에 대한 투자의사결정 요인 중 하나로서 현금배당 정책을 고려하는 것일까? 앞서 설명한 바와 같이 외국인 투자자는 상대적으로 정보 비대칭 정도가 크다. 특히 국내 상장기업의 경우, 기업자원이 계열회사 간 거래 등을 통해 무슨 목적으로 어떻게 분배될 것인지에 대한 불확실성이 높기 때문에 외국인 투자자의 입장에서는 상대적으로 높은 모니터링 비용을 감수해야 한다. 여기서 현금배당은 내부에 유보된 현금흐름을 적절히 줄여줌으로써 기업 자원이 유용될 위험, 즉 대리인 문제를 완화시켜줄 수 있다. 게다가 현금배당이 자기주식 매입에 비해 더 지속적이고 견고한 주주환원 수단임은 이미 널리 알려진 바다. 따라서 외국인 투자자는 현금배당 정책을 국내 상장기업의 기업지배구조 수준을 가늠하는 하나의 대용변수로 인식할 가능성이 높다. 이러한 맥락에서 현금배당의 지급여부 또는 현금배당 수준에 따른 외국인 투자지분율의 차이는 잉여 현금흐름에 의한 대리인 문제의 발생 가능성이 높을수록 더욱 두드러지게 나타날 것이다.

<표 2>에서는 경영자 또는 지배주주에 의해 잉여현금흐름이 비효율적으로 남용될 가능성을 측정하는 변수로서 '이익잉여금/총자본' 비율을 사용한다.³⁵⁾ 이익잉여금 비율이 높다는 것은 유보이익이 투자기회를 초과함에 따라 내부에 축적되어 온 자본이 많다는 것을 의미한다. 이러한 경우에 현금 배당을 통하여 주주환원을 충분히 실시하지 않는다면, 기업내부에 유보되어 온 자본이 경영자 또는

34) 현금배당 수준은 보통주 현금배당 지급금액을 총자산으로 나눈 비율로 정의함. 각 연도별로 현금배당을 지급한 기업만을 대상으로, 현금배당 수준이 상위 30% 또는 하위 30%에 속할 경우에 각각 현금배당 수준이 "높음" 또는 "낮음"으로 분류함

35) 생애주기(life-cycle) 이론에 의하면, 기업의 성장 초기 단계에서는 투자기회가 풍부하기 때문에 현금배당을 지급하기 보다는 내부 유보를 하는 것이 보다 효과적임. 이에 반해 성숙단계에 접어들수록 투자기회가 줄어들기 때문에 내부 유보 이익을 효율적으로 환원하지 않을 경우에 잉여현금흐름에 의한 대리인 문제가 심각해질 우려가 있음. 관련 실증연구에서 생애주기를 측정하기 위한 변수로서 이익잉여금을 총자본으로 나눈 비율, 즉 "earned/contributed capital mix"를 사용함. 이와 관련한 보다 자세한 내용은 다음의 연구를 참고하길 바람. DeAngelo, H., DeAngelo, L., 2006, "The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem", 「Journal of Financial Economics」 79, pp.293-316; DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R.M., 2006, "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory", 「Journal of Financial Economics」 81, pp.227-254; Denis, D.J., Osobov, I., 2008, "Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy", 「Journal of Financial Economics」 89, pp.62-82

지배주주에 의해 유용되는 대리인 문제가 심화될 우려가 있다. 따라서 정보 비대칭이 높은 상황에서 외국인 투자자가 현금배당 정책을 효율적인 기업지배구조 수단으로 인식한다면, 현금배당 정책에 따른 외국인 투자지분율의 차이는 이익잉여금 비율이 높은 기업에서 더 크게 나타날 것이다. 보다 자세한 분석을 위해 각 연도별로 이익잉여금 비율이 가장 낮은 (하위 25%) 표본과 가장 높은 (상위 25%) 표본만을 선택하고 각 하위 표본을 다시 현금배당 정책에 따라 분류한 후에 외국인 투자지분율의 평균과 중앙값을 비교하고 차이 검정의 결과를 보고하였다.

〈표 2〉의 Panel A에서 이익잉여금 비율이 낮은 경우, 현금배당을 지급한 기업에 대한 외국인 투자지분율의 평균 (중앙값)은 7.78% (2.19%)로 현금배당을 지급하지 않은 기업에 비해 3.9% (1.55%) 높은 것으로 나타난다. 이에 반해 이익잉여금 비율이 높은 경우, 현금배당을 지급한 기업의 평균 외국인 투자지분율은 17.6%로 현금배당을 지급하지 않은 기업에 비해 5.3% 높다. 특히, 중앙값의 차이는 7.84%로 이익잉여금 비율이 낮은 경우의 1.55%에 비하여 훨씬 크게 나타난다.

한편, 현금배당을 지급한 기업만을 대상으로 현금배당 수준에 따른 외국인 투자지분율의 차이를 비교한 결과, 이익잉여금 비율이 높은 하위 표본에서 그 차이가 더욱 뚜렷하게 나타난다. Panel B에서 이익잉여금 비율이 높은 경우, 현금배당 수준이 높은 기업의 외국인 투자지분율의 평균은 24.1%로 현금배당 수준이 낮은 기업에 비해 12.4%나 높으며 그 차이는 유의수준 1%에서 유의함을 알 수 있다. 그러나 이익잉여금 비율이 낮은 경우에는 현금배당 수준에 따른 평균 외국인 투자지분율의 차이는 2.63%에 불과하며 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이러한 경향은 중앙값을 비교할 경우에도 유사하게 나타난다.

〈표 2〉 현금배당 정책이 외국인 투자자 지분율에 미치는 영향: 이익잉여금 비율에 따른 차이

Panel A: 현금배당 지급 여부

이익잉여금 비율 구분	현금배당 미지급			현금배당 지급			차이 검정	
	평균	중앙값	표본수	평균	중앙값	표본수	t-test	Wilcoxon rank test
낮음	3.9%	0.64%	1,301	7.78%	2.19%	312	-6.10***	7.70***
높음	12.3%	3.16%	102	17.6%	11%	1,571	-2.90***	-4.78***

Panel B: 현금배당 수준

이익잉여금 비율 구분	낮은 현금배당 수준			높은 현금배당 수준			차이 검정	
	평균	중앙값	표본수	평균	중앙값	표본수	t-test	Wilcoxon rank test
낮음	7.01%	2.13%	132	9.64%	3.95%	56	-1.37	1.59*
높음	11.7%	7.41%	398	24.1%	19.6%	597	-10.54***	-8.91***

주) *는 유의수준 10%

〈표 2〉의 분석결과로부터 현금배당 정책이 외국인 투자자의 투자의사결정에 미치는 영향은 투자 기회가 적어 초과 현금흐름에 의한 대리인 문제가 발생할 가능성이 상대적으로 높은 기업에서 더욱

뚜렷하게 나타남을 알 수 있다. 이는 현금배당 정책이 정보 비대칭에 직면한 외국인 투자자로 하여금 기업지배구조 수준을 가늠할 수 있도록 해주는 중요한 척도임을 의미한다. 다시 말해, 잉여현금 흐름에 의한 대리인 문제가 심각한 경우에 외국인 투자자는 높은 모니터링 비용을 지불하는 대신에 현금배당을 지급하거나 또는 현금배당을 많이 지급하는 기업을 선택함으로써 기업자원이 비효율적으로 남용될 위험을 완화시키고자 한다. 결국 <표 2>는 국내 상장기업의 지배구조 수준이 외국인 투자자의 투자를 결정하는 중요한 요인 중 하나임을 암시한다.³⁶⁾ 또한 <표 2>의 결과는 외국인 투자의 결정요인과 관련한 기존의 연구를 뒷받침하는 실증연구 결과로서도 의의가 있다.

나아가 이러한 분석결과는 2007년 이후 외국인 투자자의 투자비중이 늘어나지 않는 현상에 대해 중요한 실마리를 제공한다. 사실상 국내 기업의 기업지배구조 수준을 바라보는 국제적인 시각은 매우 부정적이다. 아래 <표 3>에서와 같이 한 국제기구의 평가결과에 의하면, 한국의 기업지배구조 수준은 2005년 이후 전혀 개선된 바가 없다. 외국인 투자자의 입장에서는 정보 비대칭 상황에서 자본을 제공한 대가를 공정하게 되돌려 받을 수 있는 기업지배구조가 잘 갖추어져 있지 않다면, 국내 상장 기업에 대해 더 이상 투자하지 않거나 낮은 가격에만 자본을 제공하려 할 것이다. 결과적으로 기업 지배구조에 의한 투자유인의 감소가 외국인 투자의 확대와 국내 주식시장의 성장을 가로막은 원인 중 하나일 가능성이 높다.³⁷⁾

<표 3> 아시아 국가들 간 기업지배구조 수준 비교³⁸⁾

순위 (2014년 기준)	국가	2005	2007	2010	2012	2014
1	홍콩	69	67	65	66	65
2	싱가포르	70	65	67	69	64
3	일본	-	52	57	55	60
4	태국	50	47	55	58	58
5	말레이시아	56	49	52	55	58
6	대만	52	54	55	53	56
7	인도	61	56	48	51	54
8	대한민국	50	49	45	49	49
9	중국	44	45	49	45	45
10	필리핀	46	41	37	41	40
11	인도네시아	37	37	40	37	39

36) 2002년 McKinsey and Company가 글로벌 투자자를 대상으로 실시한 설문조사 결과에서도 라틴 아메리카와 동아시아 국가의 상장기업에 대한 투자를 결정하는 가장 중요한 요인은 기업지배구조인 것으로 나타남 (McKinsey and Company, 2002, 「Global Investor Opinion Survey」)

37) 물론 외국자본의 유입 이후 감소한 자본조달 비용과 자본의 한계생산이 새로운 균형점에 도달함에 따라 외국인 투자자의 입장에서 더 이상 투자를 확대할 유인이 없어진 것으로 해석할 여지는 있음 (이와 관련하여 Bae and Goyal (2010) 참조)

38) 경제개혁연구소, 2014, 「한국의 기업지배구조 다시 받아본 처참한 성적표, ERRI 이슈&분석 2014-8호」, 해당 보고서는 ACGA (Asia Corporate Governance Association)의 「CG Watch 2014」의 내용을 참고함. 이 글에서는 추가로 「CG Watch 2007」을 참조하여 2005년의 평가결과를 보완함

결론 및 시사점

〈표 1〉과 〈표 2〉의 분석결과를 통해 외국인 투자자는 현금배당을 지급하거나 더 많이 지급하는 기업을 선호하는 것을 알 수 있다. 현금배당 정책에 따른 외국인 지분율의 차이는 기업 내부에 유보된 초과 현금흐름이 많은 기업일수록 더욱 두드러지게 나타난다. 다시 말해, 기업자원이 비효율적으로 유용될 가능성이 높을 경우에 정보 비대칭에 직면한 외국인 투자자는 대리인 문제를 효율적으로 줄여줄 수 있는 기업지배구조가 보다 잘 갖추어진 기업을 선택할 유인이 있다. 이를 감안하면, 현금배당을 통한 주주환원의 확대, 기업정보의 공시를 강화하기 위한 제도적 개선 등 기업지배구조를 향상시키고 투명성을 제고하기 위한 노력은 외국인 투자자의 투자유인을 자극할 수 있는 변화로서 중요한 의미를 가진다.

전 세계적으로 자본시장이 통합되는 과정에서 외국자본의 유입을 통한 효율적인 외부자본 조달의 중요성이 강조되는 추세이다. 즉, 국내 상장기업은 더 이상 국내 자본만으로는 효율적으로 자본을 조달하기 어렵다. 하지만 오랜 기간 외국인 투자가 확대되지 않는다는 것은 결국 국내 자본시장이 국제적인 투자 경쟁력을 잃어가고 있음을 의미한다. 이에 향후 국내 주식시장의 효율성 제고와 성장을 위한 한 방편으로서 기업지배구조 개선을 통한 외국인 투자 확대의 중요성을 다시금 되새겨볼 필요가 있다.