

# 조세피난처로부터의 자본흐름이 한국 주식시장에 미치는 영향

양철원\*

단국대학교 경영학부 부교수

요약

조세피난처는 적은 금융규제와 철저한 익명성 보장을 특징으로 한다. 따라서 이곳으로부터의 자본흐름은 불순한 의도를 가지고 있고 시장에 부정적인 영향을 미칠 것으로 의심받지만, 이들의 영향에 대한 실증적인 증거는 부족하다. 본 연구는 조세피난처로부터의 자본흐름이 한국 주식시장에 미치는 영향에 대해 가격충격과 변동성 측면에서 실증분석하였다. 검증에 앞서 먼저 외국 자본흐름을 국가별로 살펴본 후, OECD가 지정한 조세피난처 중 가장 규모가 큰 5개국(케이만제도, 버뮤다, 바하마, 미국령 버진 아일랜드, 영국령 버진아일랜드)을 조세피난처로 정의하였다. 이들은 전체 외국인 거래 금액의 약 10%를 차지하였다. 조세피난처 외국인들은 시장수익률이 상승(하락)한 후 매수(매도)하고, 수익률이 상승(하락)한 종목을 매수(매도)하는 추세추종매매(positive feedback trading) 행태를 보였다. 본격적인 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 가격충격을 살펴보기 위해 사건연구 방법을 통하여 조세피난처 외국인의 대규모 거래일을 선택하여 그 거래일 5일 전후의 수익률을 살펴보았다. 조세피난처 외국인의 대규모 순매수와 순매도거래는 사건일 당일 주가에 유의적 가격충격을 주었으며, 특히 순매수거래의 경우 그 가격충격이 사건일 이후에도 지속되는 현상을 보였다. 둘째, 패널 회귀분석을 통해 조세피난처 외국인의 거래가 증가할수록 주식의 변동성이 증가하는 현상을 발견하였다. 위의 결과들은 조세피난처의 자본흐름이 한국 주식시장에 유의한 영향을 줄 수 있음을 시사한다. 조세피난처가 아직도 비밀의 영역으로 남아있음을 생각할 때, 본 연구 결과는 조세피난처로부터의 자본흐름이 더욱 투명하게 개선되어야 함을 시사하며 OECD와 G20이 추진하는 조세피난처 개선 조치들을 지지하고 있다.

주요단어

조세피난처, 외국인 거래, 추세추종매매, 가격충격, 변동성

투고일

2014년 06월 20일

수정일

2014년 12월 15일

게재확정일

2015년 02월 27일

\* 교신저자: 주소: 448-701, 경기도 용인시 수지구 죽전동 126번지 단국대학교; E-mail: yang@dankook.ac.kr; 전화: 031-8005-3437.

본문에 대하여 유익한 논평을 해 주신 편주현, 김석진 교수님과 2013년 10월 한국재무학회 추계정기학술대회 참가자들, 그리고 익명의 심사자들, 편집위원장인 박광우 교수님께 감사드립니다. 본 논문은 2014년 단국대학교 교내연구비에 의해 지원되었습니다.

# The Impact of Capital Flows from Tax Havens on the Korean Stock Market

**Cheol-Won Yang\*** Associate Professor, School of Business Administration, Dankook University

**Received** 20 Jun. 2014

**Revised** 15 Dec. 2014

**Accepted** 27 Feb. 2015

## Abstract

The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (1998) defines a tax haven as having the following characteristics: (a) no or only nominal taxes, (b) a lack of effective exchange of information, (c) a lack of transparency, and (d) no requirement that the activity be substantial. As these guarantee anonymity and little regulation in financial transactions, capital flows from tax havens are suspected to derive from dishonest motives and to have a negative impact on the local financial market. In Korea, there also has been a debate about local investors' round-tripping through accounts in tax havens. Specifically, local investors set up paper companies in tax havens and camouflage themselves as foreign investors by trading local securities through these companies. The Korean media often refer to these investors as 'black-haired foreigners'. There is, however, little empirical evidence of the effect of capital flows from tax havens because relevant data are not available.

This paper empirically investigates the impact of capital flows from tax havens on the Korean stock market using the 246 country codes provided by the Korea Exchange (KRX). The primary data source is the TAQ (trade and quote) dataset, which includes the full history of all trades made in the Korea Composite Stock Price Index (KOSPI) market between January 2006 and

---

\* **Corresponding Author. Address:** Dankook University, 126 Jukjeon-dong, Suji-gu, Yongin-si, Gyeonggi-do, 448-701; **E-mail:** yang@dankook.ac.kr; **Tel:** 82-31-8005-3437.

I am grateful to Joo-Hyun Pyun, Seok-Jin Kim, two anonymous referees, Kwangwoo Park(editor) and participants at conference of the Korean Finance Association for their helpful comments. This work was conducted by the research fund of Dankook University in 2014.

June 2008. Each trade record contains the price, quantity, time-stamp, investor class, and, most importantly, the country of origin of both buyers and sellers.

First, I compute the dollar trading volume of both purchases and sales across nations and list all the foreign countries investing in the KOSPI market. The summary statistics indicate that investors from the U.K. constitute a quarter of the total trading activity of all foreign investors in Korea. U.S. investors account for roughly 14% of all trades from foreign countries. The Cayman Islands, which is a tax haven, is the third largest foreign country investing in Korean stocks, accounting for 9% of all foreign trading. I consider a country a tax haven if it was listed in the 1998 OECD report on tax havens. Finally, I define the following 5 jurisdictions as tax havens: the Cayman Islands, the Bermuda, the Bahamas, the British Virgin Islands, and the U.S. Virgin Islands.

Trades from these tax havens amount to about 10% of the total trading volume of foreign investors in the KOSPI market. This suggests that trades from tax havens make up a substantial proportion of all foreign trading and that their impact on the KOSPI is likely to be significant.

Next, I investigate whether foreign investors from tax havens pursue positive feedback trading strategies. These strategies are considered to have a destabilizing effect because their sales lead to falls in the stock prices and their purchases increasing in price. This may contribute to an increase in the volatility of stock returns. Such trading can also destabilize capital flows as investors rush into booming stocks and flee from falling ones. Empirical results show that tax haven investors buy more Korean stocks on days after a market rises and sell more on days after it falls. They also buy more of the stocks that outperformed the market the previous day. These results mean that foreign investors from tax havens are positive feedback traders.

Finally, I examine whether foreign trades from tax havens have a significant impact on stock prices and increase the volatility of stock returns. In the first study, I select event days with large net purchases (sales) from tax haven investors, and compute abnormal returns for 11 days surrounding these events. The null hypothesis that tax haven investors do not have an effect on the Korean stock market can be rejected if significant abnormal returns follow large trades from tax havens in the same direction. The results show that both large purchases and sales from tax havens have a significant price movement within the event days and that the impacts are larger for purchases. In particular, the price impact of large purchase trades from tax havens persists one day after the event, and their cumulative abnormal returns are significantly positive for five days. These results mean that large trades by tax haven investors have a significant price impact on Korean stocks. In the second study, I use panel regression to examine the relation between stock volatility and trades from tax havens. The results show that stock volatility increases significantly as both net purchases and net sales from tax havens increase.

Overall, the results in this paper allow the conclusion that capital flows from tax havens have significant effects on the Korean stock market. It is thus necessary for us to know who the tax haven investors are and what they do. However, tax havens remain domains of secrecy. This paper supports the recent efforts of the OECD and G20 to increase the transparency of capital flows from tax havens.

**Keywords** Tax Haven, Foreign Investor, Positive Feedback Trading, Price Impact, Volatility

## I. 서론

특정 집단의 거래행태가 주식시장에 미치는 영향은 재무분야의 중요한 관심사 중의 하나이다. 1990년대 미국에서는 기관투자자들의 거래행태와 이들이 미국 주식시장에 미치는 영향에 대한 연구가 활발하였으며(Lakonishok, Shleifer, and Vishny, 1992; Chan and Lakonishok, 1993, 1995; Keim and Madhavan, 1995, 1997), 이후에는 국제적인 연구로 까지 발전하였다(Chiyachantana, Jain, Jiang, and Wood, 2004). 자본시장을 개방한 신흥국들에게는 외국인들이 자국시장에서 어떤 거래행태를 보이며 어느 정도의 시장영향력을 가지는지가 중요한 관심사였다(Choe, Kho, and Stulz, 1999; Richards, 2005). 특히 1997년 아시아 금융위기를 통해 이런 관심은 증폭되었다. 또한 대량매매(block trading)나 공매도(short selling)와 같은 특정 형태의 거래가 주식시장에 어떤 영향을 주는지도 오랜 논쟁의 대상이었다(Kraus and Stoll, 1972; Keim and Madhavan, 1996; Aitken, Frino, McCorry, and Swan, 1998). 2008년 글로벌 금융위기 기간에는 전세계적으로 공매도가 금지되거나 제한되는 조치가 내려지면서 공매도가 실제로 시장에 부정적인 영향을 주는지에 대한 논쟁이 심화되었다(Battalio and Schultz, 2011; Beber and Pagano, 2013). 최근에는 고빈도거래(high frequency trading)의 급격한 증가로 인해 이들 거래가 시장의 유동성이나 변동성에 미치는 영향에 대해 연구가 활발하다(Hendershott, Jones, and Menkveld, 2011; 정재만, 전용호, 최혁, 2014).

본 연구에서 관심을 갖는 집단은 조세피난처로부터 한국 주식시장에 들어오는 외국인들이다. 최근 한국에서는 이들의 상당 부분이 실제로는 한국인이지만 외국인을 가장하고 있다는 사실이 밝혀지면서 이들의 정체나 영향력에 대한 관심이 높아지고 있다. 이들을 지칭하여 일명 ‘검은 머리 외국인’이라는 신조어가 생길 정도이다. 2013년 전반기, 검찰이 CJ 그룹을 조사한 결과, 기업관계자들이 조세피난처에 페이퍼컴퍼니를 설립한 후에 외국인인 것처럼 국내시장에 참여하여 CJ 주식을 거래한 사실이 밝혀졌다.<sup>1)</sup> 또한 미디어 보도를 통하여 조세피난처에 페이퍼컴퍼니를 설립한 한국인들이 다수 있는 것으로 알려졌다. 그 중에는

---

1) 조선일보 2013. 5. 27, CJ 비지금 수사, 해외에서 매수주문 내 시세조종 ... 국내 개미들 외국인 따라 매매, 국민일보 2013. 5. 26, 뻔히 알면서도 수사 한계 '검은 머리 외국인' 딜레마.

재벌 총수와 총수 일가 등 사회지도층 인사들이 상당수 포함돼 있어서 더욱 국가적 관심을 끌었다.<sup>2)</sup>

물론 이런 몇몇 사건을 근거로 조세피난처로부터 한국 주식시장에 들어오는 모든 외국인들이 실제로는 한국인일거라 단정지을 수는 없지만, 조세피난처 계좌 개설자들이 그 곳의 적은 금융규제와 익명성을 이용하려는 동기를 가지고 있다는 데는 의심의 여지가 없어 보인다. 이런 이유들로 인해 조세피난처로부터의 자금흐름은 불순한 의도를 지닌 것으로 의심받으며 일반적으로 시장에 부정적인 영향을 미칠 것으로 인식된다. 하지만 이에 대한 실증적인 증거들은 거의 없다.

본 연구는 이러한 조세피난처로부터의 자본흐름이 실제로 주식시장에 어떤 영향을 미치는가에 대하여 가격충격과 변동성의 관점에서 실증분석하고자 한다. 본격적인 연구에 앞서 먼저 한국 주식시장의 전체 주식을 대상으로하여 조세피난처로부터의 외국인 거래의 전반적인 현황을 살펴보고자 한다. 저자가 아는 한, 현재까지 한국 주식시장에서 활동하는 조세피난처 외국인들 전체에 대한 통계나 연구 자체가 거의 없다.<sup>3)</sup> 따라서 그들의 시장에 대한 영향력을 분석하기에 앞서 그들의 한국 주식시장에서의 거래 전반에 대한 현황을 먼저 파악하는 것도 큰 의미가 있다고 생각된다. 이후에 연구 가능한 표본을 통해 조세피난처 외국인들의 거래가 주식시장에 미치는 영향을 검증하고자 한다.

본 연구는 다음과 같은 점에서 기존 문헌에 공헌할 수 있으리라 사료된다. 첫째, 조세피난처로부터 한국 주식시장에 들어오는 외국인 거래의 전체적 현황에 대해 제시하고 있다. 특정 사건이나 미디어 보도를 통하여 조세피난처 외국인들에 대한 부분적인 사실들은 확인할 수 있었지만, 한국 주식시장 전체에서 이들의 거래규모나 추이, 기업 간의 차이 등 전체적인 윤곽은 알 수 없었다. 본 논문은 유가증권시장의 모든 기업들을 사용하여 조세피난처 외국인 거래를 더 명확히 이해할 수 있도록 돕고 있다. 이런 면에서 본 연구는 한국 주식시장에서의 조세피난처 외국인들의 거래활동에 대한 첫 번째 연구라고 할 수 있다.

2) 비영리 독립언론 뉴스타파(<http://www.newstapa.com>)는 국제탐사보도언론인협회(ICJ)가 진행하는 ‘조세피난처 프로젝트’의 한국 파트너로 참여하였으며, 조세피난처에 페이퍼컴퍼니를 설립한 한국인들 245명을 확인하였다. 이들은 2013년 5월 22일 1차 명단 발표를 시작으로 2013년 7월 5일 10차 명단까지 발표하였다. 이들의 보도에 의하면 245명의 한국인들이 조세피난처에 법인을 설립한 시기는 지난 1995년부터 2009년에 걸쳐 있었으며, 2000년대 중반 이후 급격하게 증가하는 추세이고 2007년 금융위기를 전후해 집중되어 있다.

3) Kim and Wei(2002)는 1996년 말부터 1999년 말까지의 기간 중에 한국 주식을 보유하고 있던 바하마, 바레인, 버뮤다, 케이만 제도 등의 조세피난처 펀드 133개를 대상으로, 이들의 거래행태와 한국 주식시장에 대한 영향력을 연구하였다. 하지만, 이 펀드들의 거래는 조세피난처로부터 한국 주식시장에 들어오는 자금흐름의 일부이지 전체 자금흐름은 아니다.

둘째, 조세피난처 외국인 거래가 한국 주식시장에 미치는 영향에 대한 실제적 검증을 통해 정책적인 부분에서 기여할 수 있다. 여론 등은 조세피난처로부터의 외국인 거래에 대해서 규제해야한다고 주장하지만, 그들이 과연 규제해야 할 만큼 한국 주식시장에 영향을 미치는지에 대하여 학문적인 검증 결과가 뒷받침된 것은 아니다. 본 논문은 조세피난처로부터의 외국인 거래의 가격충격이나 변동성에 미치는 영향에 대한 결과들을 도출함으로써 금융당국이나 정책입안자들에게 의미있는 방향을 제시해 줄 수 있을 것으로 기대된다.

지금까지 한국의 조세피난처에 관한 실증연구들은 주로 조세피난처를 이용하는 기업들의 특성이나 행태에 관해 초점을 맞추고 있다. 기업의 연결재무제표를 통하여 조세피난처에 자회사의 설치여부를 확인하고, 이들 기업들이 어떤 조세회피 행태를 보이는지에 대한 연구들이다. 안숙찬(2012)은 2008년부터 2010년까지 유가증권시장 상장기업의 연결회사 자료를 이용하여 한국기업의 조세피난처 이용 행태 및 이에 따른 기업의 조세부담을 분석하였다. 분석 결과, 기업규모와 해외영업활동이 클수록 기업이 조세피난처를 이용할 확률은 커지는 것으로 나타났다. 서영준, 권순창(2009)은 2000년부터 2007년까지 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 법인세를 납부한 기업을 대상으로 조세피난처에 설립된 명목회사를 이용한 조세회피행태를 분석하였다. 분석결과, 조세피난처에 명목회사가 있는 기업의 조세회피행위는 이자수의 변화와 유의한 관계를 보였지만, 외환차손의 변화와는 유의한 관계를 보이지 않았다. 이들 연구는 조세피난처에 자회사를 설립한 ‘자국 기업들’에 대한 연구이며, 실제 조세피난처 외국인들의 거래 활동에 대한 연구는 아니다. 본 논문은 ‘한국 자본시장에서 조세피난처 외국인들의 거래활동과 영향’에 대한 연구라는 점에서 위의 연구들과 차별성을 지닌다.

본 논문과 가장 근접한 연구는 Kim and Wei(2002)이다. 그들은 1996~1999년 기간 중 한국 주식을 보유하고 있던 역외펀드(offshore fund) 133개를 대상으로, 이들의 거래행태와 한국 주식시장에 대한 영향력을 연구하였다. 분석결과, 역외펀드는 다른 역내펀드(onshore fund)보다 더 자주 거래하지만, 추세추종매매 거래행태를 보이지는 않았으며, 금융위기 기간 무리행동(herding)의 정도도 더 작았다. 이를 근거로 Kim and Wei(2002)는 역외펀드가 한국 주식시장을 붕괴시키는 역할을 하지는 않았음을 결론내리고 있다. 하지만, 한국은 금융 위기를 경험한 직후인 1998년 5월부터 주식시장을 외국인들에게 완전히 개방하였으며, 이후 외국인 지분율은 급증하였다. 이런 개방 금융시장 하에서 조세피난처 외국인들이 어떤 영향을

미칠 것인지에 대해서는 새로운 연구가 필요하다. 또한 Kim and Wei(2002)가 연구한 역외펀드들의 거래는 조세피난처로부터 한국 주식시장에 들어오는 자본흐름의 일부분만을 대상으로 하고있다. 본 논문은 조세피난처로부터 한국 주식시장에 들어오는 외국인의 자금흐름이 전체적으로 어떻게 영향력을 미치는지 다룬다는 점에서 그들의 연구와 차별성을 지닌다.

본 연구의 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 조세피난처 외국인 투자자들의 한국 주식 거래 규모는 조세피난처 국가들의 경제규모에 비해 특이할 정도로 컸다. 2006년 1월부터 2008년 6월까지 유가증권시장에 상장된 보통주들의 외국인 거래 내역을 국가별로 집계한 후, OECD가 지정한 조세피난처 국가에 해당하는 케이만제도, 버뮤다, 바하마, 미국령 버진아일랜드, 영국령 버진아일랜드 5개국을 조세피난처로 정의하였다. 이들 조세피난처의 거래는 전체 외국인 거래의 10% 정도를 차지하였으며, 이 수치는 미국의 13%와도 큰 차이가 나지 않았다. 특히 케이만제도는 조세피난처 중에서 가장 큰 9%의 비중을 차지하고 있었다.

둘째, 조세피난처 외국인들의 거래행태를 살펴본 결과, 이들은 추세추종매매(positive feedback trading) 행태를 보였다. 조세피난처 외국인들은 시장수익률이 상승할 때 매수하고 하락할 때 매도하는 경향이 있었다. 또한 이들은 수익률이 상승한 주식을 매수하고 하락한 종목일수록 매도하는 경향이 뚜렷하였다.

셋째, 조세피난처로부터의 외국인 거래가 한국 주식시장에 미치는 영향을 살펴보았을 때, 이들 거래는 유의적인 가격충격을 지니며 주식의 변동성을 증가시켰다. 먼저 사건연구(event study)를 통하여 조세피난처 외국인 거래의 규모가 큰 사건일을 택하여 주변 5일 전후의 초과수익률을 살펴보았다. 조세피난처 외국인의 대규모 순매수 사건일은 유의적인 양(+)의 수익률을 가졌으며, 사건일 이후에도 유의적으로 가격이 상승하였다. 이는 조세피난처로부터의 외국인의 대규모 순매수가 주가에 유의적인 가격충격을 줌을 의미한다. 조세피난처 외국인의 대규모 순매도 사건일도 유의적인 음(-)의 수익률을 가졌지만, 그 크기에 있어서는 순매수 사건일보다 작았다. 다음은 패널 회귀분석을 통하여 조세피난처 외국인 거래와 주식 변동성 간의 관계를 살펴보았다. 분석결과, 매수와 매도 측면 모두에서 조세피난처 외국인 거래가 많아질수록 주식의 변동성이 증가하는 결과를 보여주었다. 이는 조세피난처 외국인 거래가 유의적으로 한국 주식시장의 변동성을 증가시키는 영향을 줌을 의미한다.

요컨대 본 연구는 조세피난처 외국인 거래의 가격충격과 변동성과의 관계를 통하여 이들

거래가 한국 주식시장에 유의한 영향을 주고 있음을 확인하였다. 이는 결국 우리가 조세 피난처 외국인들이 누구이며 무슨 일을 하고 있는지 알아야 할 필요성이 있음을 시사해준다. 하지만, 아직도 조세피난처는 우리에게 비밀의 영역으로 남아있다. 조세피난처로부터의 거래에 대한 투명성이 더욱 개선되어야 할 필요가 있다. 이런 점에서 본 논문의 결과는 OECD나 G20이 추진하고 있는 조세피난처의 투명성 개선을 위한 조치들의 취지와 일치하며, 이들의 노력을 지지하고 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 제 II장에서는 한국 주식시장의 거래자료를 통하여 조세피난처로부터의 외국인 거래의 현황을 살펴본다. 제 III장은 가설설정을 통해 연구를 설계하며, 제 IV장은 표본의 선정 과정과 실증분석 결과를 제시한다. 제 V장에서는 논문을 마무리 한다.

## II. 조세피난처로부터 자본흐름의 현황

### 1. 조세피난처

조세피난처(tax haven)란 기업의 소득에 대하여 조세를 부과하지 않거나, 저율의 세금을 부과하는 국가나 지역을 말한다. 우리나라는 ‘국제조세조정에 관한 법률’에서 법인의 실지 소득의 전부 또는 상당부분에 대하여 과세하지 아니하거나 또는 법인의 최근 3년간 평균 부담액이 실제 발생소득의 100분의 15 이하인 국가 또는 지역을 조세피난처로 정의하고 있다 (서영준, 권순창, 2009).

조세피난처는 세제상의 우대뿐 아니라 기업 경영상의 장애요인이 거의 없고 금융거래에 대한 규제가 적으며 익명성이 철저히 보장되기 때문에 탈세와 불법적 자금거래의 주요 근원지가 되고있다. 이러한 조세피난처의 존재는 외국인 투자를 유치하기 위한 국가 간의 과도한 조세 경쟁을 유발하게 되며, 결과적으로 국제적 자본이동을 왜곡하고 각국의 재정기반을 잠식할 우려가 있다. 경제협력개발기구(OECD) 재정위원회는 이를 유해한 조세경쟁(harmful tax competition)으로 규정하고 조세피난처에 대한 규제를 강화하려는 움직임을 보여왔다. 그



노력의 결과로 OECD는 2000년 6월 처음으로 35개 조세피난처 국가의 명단을 공표하였다.<sup>4)</sup> OECD는 해당 국가에 유해조세관행을 철폐할 것을 권고한 후, 이 약속을 지키지 않는 국가는 비협조적 조세피난처(uncooperative tax haven)로 재차 목록을 작성하고 실질적 대응조치를 발동하기로 하였다(OECD, 2000). OECD는 35개 조세피난처와 꾸준한 대화를 하였고, 그 결과 12개 국가가 OECD와 유해한 조세조치 폐지를 위한 공동계획을 실행하기로 하였으며 OECD는 해당 국가들에 대한 적절한 원조를 약속하였다.

OECD의 조세피난처 판정 기준은 다음과 같다(OECD, 1998). 항목 ①을 해당하면서 ②~④ 항목들 중 하나를 만족시키면 조세피난처로 규정한다. 항목 ①은 ‘세금이 없거나 명목적인 세금만을 유지하는 지역’이다. 항목 ②는 ‘다른 나라와 실질적인 정보 교환을 방해하는 법적인 또는 행정적인 활동이 있는 곳’이다. 항목 ③은 ‘세금 및 세금 집행에 대해 투명성이 결여되어 있는 곳’이다. 항목 ④는 ‘유치하는 금융 서비스 등의 활동에 대해 자국 지역에서 실질적인 활동이 이루어질 것을 요구하고 있지 않은 곳’이다.

2009년 5월 19일자 기준의 OECD 보고서는, 국제적으로 인정받고 있는 세금 기준을 약속했지만 이행이 충분하지 않은 조세피난처 30개 국가들을 다음과 같이 다시 한 번 언급하였다. 본 연구에서는 2000년과 2009년에 OECD가 지정한 국가들을 조세피난처로 규정하여 그들의 거래를 분석하고자 한다.

“안도라(Andorra), 앵귤라(Anguilla), 안티가 바부다(Antigua and Barbuda), 아루바(Aruba), 바하마(Bahamas), 바레인(Bahrain), 벨리즈(Belize), 버뮤다(Bermuda), 영국령 버진아일랜드(British Virgin Islands), 케이맨 제도(Cayman Islands), 쿡 제도(Cook Islands), 도미니카(Dominica), 지브롤터(Gibraltar), 그레나다(Grenada), 라이베리아(Liberia), 리히텐슈타인(Liechtenstein), 마셜 제도(Marshall Islands), 모나코(Monaco), 몬세라트(Montserrat), 나우루(Nauru), 네덜란드령 안틸레스(Netherlands Antilles), 니우에

4) 35개 지역은 다음과 같다 : 안도라(Andorra), 앵귤라(Anguilla), 안티가 바부다(Antigua and Barbuda), 아루바(Aruba), 바하마(Bahamas), 바레인(Bahrain), 바베이도스(Barbados), 벨리즈(Belize), 영국령 버진아일랜드(British Virgin Islands), 쿡 제도(Cook Islands), 도미니카(Dominica), 지브롤터(Gibraltar), 그레나다(Grenada), 겐지(Guernsey/Sark/Alderney), 맨섬(Isle of Man), 저지(Jersey), 라이베리아(Liberia), 리히텐슈타인(Liechtenstein), 몰디브(Maldives), 마셜 제도(Marshall Islands), 모나코(Monaco), 몬세라트(Montserrat), 나우루(Nauru), 네덜란드령 안틸레스(Netherlands Antilles), 니우에(Niue), 파나마(Panama), 사모아(Samoa), 세이셸(Seychelles), 세인트 루시아(St. Lucia), 세인트 킷츠 네비스(St. Christopher and Nevis), 세인트 빈센트 그레나딘(St. Vincent and Grenadines), 톤가(Tonga), 터크스 케이커스 제도(Turks and Caicos Islands), 미국령 버진아일랜드(US Virgin Islands), 바누아투(Vanuatu).

(Niue), 파나마(Panama), 세인트 키츠 네비스(St. Kitts and Nevis), 세인트 루시아(St. Lucia), 세인트 빈센트 그레나딘(St. Vincent and Grenadines), 사모아(Samoa), 산마리노(San Marino), 터크스 케이커스 제도(Turks and Caicos Islands), 바누아투(Vanuatu)”

2013년 19~20일 러시아 모스크바에서 열린 G20 재무장관·중앙은행 총재회의에서 회원국들은 OECD가 내놓은 다국적 기업들의 탈세 및 조세회피 방지를 위한 15개 항목의 실행계획을 마련하였다. 여기서 G20 회원국들은 다국적 기업들의 국가간 조세정보를 자동 교환하는데 합의하는 등 조세회피를 막기 위한 국제적인 공조는 계속되고 있다.<sup>5)</sup>

우리나라의 경우는 아직 조세피난처 국가와의 협조 체제가 미비한 실정이다. 2013년 7월 시점에서 OECD가 2000년 조세피난처로 발표한 35개 국가 중 조세정보 교환협정이 발효된 국가는 룩 아일랜드와 마셜제도 2개 국가에 불과하다. 서명 후 미발효된 조세협정 국가는 바누아투, 바하마 2개국이다. 영국령 버진아일랜드, 코스타리카, 케이만제도 등 10개국은 가서명 이후 진행되지 않고 있다. 모나코, 몰디브, 맨섬 등 18개국과는 아직도 문안교섭 중이다.<sup>6)</sup>

## 2. 자료

조세피난처로부터의 외국인 거래 내역 자료는 한국거래소(KRX)에서 제공하는 2006년 1월부터 2008년 6월까지의 주식 일중자료(intra-day data)를 사용하였다. 한국거래소에서 제공하는 거래자료에는 체결된 모든 거래들의 거래시간과, 가격과 거래량, 매도자와 매수자의 정보들이 기록되어 있다. 특히 매도자와 매수자의 국가에 대한 정보가 제공된다. 한국거래소는 국가정보로서 246개국의 분류항목을 제공하고 있으며, 이를 사용하여 조세피난처로부터의 외국인 거래량과 거래금액 등의 거래 내역을 확인하였다. 그 외의 KOSPI와 개별주식들의 일별수익률 자료는 자본시장연구원(KCMI)에서 제공하는 자료를 사용하였다.

본 연구에서는 위의 한국거래소 자료를 이용하여 거래자의 국가 정보를 확인하였다. 그 결과 위의 조세피난처에 해당하는 국가들로부터의 한국 주식 거래 내역을 파악할 수 있었다. 한국 주식시장에서 활동하는 조세피난처 외국인들의 구체적인 거래 현황은 다음 부분에서

5) 조세일보, 2013년 7월 21일, G20, “조세정보 교환 의무화 … 역외탈세 방지”

6) 뉴스스, 2013년 7월 5일, 박주선 “OECD 발표 조세피난처 35곳 중 조세협정 2곳뿐”

제시하고자 한다.

### 3. 조세피난처 외국인들의 주식 거래 현황

〈표 1〉은 표본기간인 2006년 1월부터 2008년 6월까지 2년 6개월 동안의 한국거래소에 상장된 보통주 종목들의 외국인 거래 내역을 국가별로 집계한 결과를 보여주고 있다. 거래 금액 순위별로 30위까지 정렬하여 보고하였다. 1위는 영국, 2위는 미국, 3위는 케이만 제도 순이었다. 케이만제도는 OECD가 지정한 조세피난처 국가들 중의 하나이며, 한국 주식시장의 외국인 거래의 9% 정도를 차지하고 있다. 놀라운 것은 케이만제도로부터의 거래금액이 프랑스, 독일, 스위스 등 선진국의 거래금액보다도 크다는 것이다. 그 외에도 OECD가 지정한 조세피난처 국가들인 버뮤다, 바하마, 미국령 버진아일랜드, 영국령 버진아일랜드 등이 30위 안에 포함되었다. 위의 결과들을 통하여 상식수준 이상으로 조세피난처로부터의 외국인 거래 규모가 큼을 확인할 수 있었다.

본 연구에서는 OECD가 지정한 조세피난처 국가 중 30위안에 포함되는 5개국(케이만 제도, 버뮤다, 바하마, 미국령 버진아일랜드, 영국령 버진아일랜드)을 조세피난처로 정의하였다. OECD 명단에는 제외되어 있지만, 조세피난처에 대한 대표적인 연구인 Hines and Rice (1994), Dharmapala and Hines(2009)에서는 스위스, 홍콩, 룩셈부르크, 싱가포르, 아일랜드가 조세피난처로 분류되어 있다. 이 나라들까지 포함시킨다면 외국인 거래의 약 30%에 달하는 거래가 조세피난처 국가들에 해당된다. 본 연구에서 위 스위스, 홍콩 등 국가를 제외하여 분석하였는데, 조세피난처를 더 넓게 정의한다면 실제의 영향력은 본 논문에서 보여주는 것보다 더 클 수 있음을 고려해야 할 것이다. 또한 이들 국가는 자체의 경제규모가 크기 때문에 불순한 목적을 가지지 않은 정상적인 거래들도 많이 포함되어 있어 이들 국가를 포함시킬 경우 정상적인 거래들의 비중이 많아져 본 연구 목적을 이루는데 방해가 될 수 있다고 판단하였기에 제외하였다.

Choe et al.(1999)도 1996년 12월부터 1997년 12월까지 13개월 동안의 외국인 거래량을 국가별로 보고하고 있다(〈표 2〉, p. 238). 본 연구기간이 2년 6개월이므로 1년 평균 외국인 거래금액이 약 568조 원이라고 생각할 수 있으며, Choe et al.(1999)의 경우 약 15조 원이다.<sup>7)</sup>

7) 1년 평균 외국인 거래금액은 (684조+737조)/2.5년 = 568조이며, Choe, Kho, and Stulz(1999)는 거래금액을 달러화로 표시하고 있는데, 간단히 1달러를 1,000원으로 환산하여 계산하였다.

〈표 1〉 외국인 거래의 국가별 요약통계량

2006년 1월부터 2008년 6월까지 한국거래소 KOSPI 시장에 상장된 보통주 중에서 외국인에 의한 거래가 존재하는 주식은 710개이다. 이 주식들에 대해 표본기간 동안 외국인들의 모든 거래의 총합을 국가별로 구분하여서 계산하였다.

국가	거래량					거래금액				
	매수량		매도량		순매수량	매수금액		매도금액		순매수금액
	(백만주)	(%)	(백만주)	(%)	(백만주)	(10억 원)	(%)	(10억 원)	(%)	(10억 원)
영국	4,398	28.3	4,774	28.2	-376	171,355	25.1	188,065	25.5	-16,710
미국	2,006	12.9	2,200	13.0	-194	97,582	14.3	108,923	14.8	-11,340
<b>케이만제도</b>	<b>1,367</b>	<b>8.8</b>	<b>1,526</b>	<b>9.0</b>	<b>-159</b>	<b>58,802</b>	<b>8.6</b>	<b>60,162</b>	<b>8.2</b>	<b>-1,360</b>
프랑스	783	5.0	676	4.0	108	37,839	5.5	33,470	4.5	4,369
독일	656	4.2	715	4.2	-59	32,591	4.8	34,236	4.6	-1,644
스위스	741	4.8	725	4.3	16	32,150	4.7	33,105	4.5	-955
홍콩	519	3.3	634	3.7	-115	25,013	3.7	28,362	3.8	-3,349
룩셈부르크	504	3.2	557	3.3	-53	24,608	3.6	26,297	3.6	-1,688
싱가포르	461	3.0	497	2.9	-36	18,795	2.7	25,368	3.4	-6,574
아이랜드	623	4.0	633	3.7	-11	15,621	2.3	14,468	2.0	1,152
네덜란드	277	1.8	331	2.0	-53	12,779	1.9	15,316	2.1	-2,537
오스트레일리아	176	1.1	169	1.0	7	7,709	1.1	7,949	1.1	-241
캐나다	118	0.8	105	0.6	13	6,498	1.0	5,517	0.7	981
사우디아라비아	114	0.7	84	0.5	30	6,805	1.0	4,035	0.5	2,770
일본	118	0.8	81	0.5	36	5,538	0.8	4,799	0.7	739
노르웨이	146	0.9	126	0.7	21	5,438	0.8	4,674	0.6	764
<b>버뮤다</b>	<b>106</b>	<b>0.7</b>	<b>255</b>	<b>1.5</b>	<b>-149</b>	<b>4,578</b>	<b>0.7</b>	<b>5,253</b>	<b>0.7</b>	<b>-675</b>
쿠웨이트	70	0.4	69	0.4	1	4,042	0.6	3,516	0.5	526
스웨덴	64	0.4	65	0.4	-1	3,405	0.5	4,012	0.5	-607
<b>바하마</b>	<b>74</b>	<b>0.5</b>	<b>76</b>	<b>0.4</b>	<b>-2</b>	<b>3,274</b>	<b>0.5</b>	<b>3,521</b>	<b>0.5</b>	<b>-247</b>
<b>미국령 버진아일랜드</b>	<b>81</b>	<b>0.5</b>	<b>112</b>	<b>0.7</b>	<b>-31</b>	<b>3,000</b>	<b>0.4</b>	<b>3,692</b>	<b>0.5</b>	<b>-692</b>
아랍에미리트	75	0.5	56	0.3	19	3,614	0.5	2,870	0.4	744
말레이시아	70	0.5	123	0.7	-53	2,325	0.3	4,088	0.6	-1,763
뉴질랜드	91	0.6	80	0.5	11	3,041	0.4	2,638	0.4	403
이탈리아	40	0.3	50	0.3	-10	1,950	0.3	2,590	0.4	-639
중화민국	47	0.3	43	0.3	4	1,983	0.3	1,872	0.3	111
덴마크	33	0.2	41	0.2	-7	1,469	0.2	2,241	0.3	-772
벨기에	7	0.0	96	0.6	-89	486	0.1	1,679	0.2	-1,193
<b>영국령 버진아일랜드</b>	<b>24</b>	<b>0.2</b>	<b>18</b>	<b>0.1</b>	<b>5</b>	<b>699</b>	<b>0.1</b>	<b>519</b>	<b>0.1</b>	<b>180</b>
기타39개국 및 국외영주권자	1,775	11	2,000	12	-225	90,630	13	103,645	14	-13,015
총계	15,562	100	16,914	100	-1,352	683,620	100	736,880	100	-53,260

Choe et al.(1999)이 보고한 국가별 거래내역에 케이만제도나 버뮤다 같은 조세피난처는 포함되어 있지 않지만, 이들도 한국인들의 역외거래 가능성을 언급하고 있다. 그들은 영국, 미국과 비슷할 정도의 많은 거래가 말레이시아(Malaysia)에서 왔음을 보고하며, 이 거래가

말레이시아인 보다는 한국인들의 거래일 가능성이 많음을 지적하고 있다. 그 이유로 한국 금융기관들이 말레이시아 라부안(Labuan)의 국제 역외금융센터를 통해 한국 주식을 거래 하였던 관행을 들고 있다.

Kim and Wei(2002)는 조세피난처 펀드들의 한국 주식보유량 자료를 사용하였기 때문에 본 연구의 거래량 통계와 직접적인 비교는 불가하다. 그들은 케이만, 버뮤다 등의 조세피난처 역외펀드 133개가 1999년 12월 말에 한국 주식 1조 5천억 원 정도의 보유포지션을 가지고 있음을 보고하고 있다(〈표 1〉, p. 209). 위의 두 논문과의 비교를 통해, 외국인들의 거래 활동이 1990년대 후반에 비해 10여년을 지나는 동안 크게 증가하였음을 볼 수 있다. 1998년 5월 한국 주식에 대한 외국인 보유현도가 대부분의 종목에서 폐지된 이후에 외국인들의 거래활동이 자유로워진 것도 하나의 이유가 될 수 있을 것이다. 금융감독원은 2014년 4월 말 현재 주식보유액 기준으로 외국인이 보유한 전체 424조 3천억 원의 주식 중에서 11%인 46조 7천억 원을 조세피난처에 설립된 법인이 보유하고 있음을 보고하고 있다.<sup>8)</sup>

〈그림 1〉은 조세피난처 5개국에서부터의 외국인 거래 내역 추이를 보여주고 있다. (a)는 모든 종목으로부터의 순매수금액 합계의 일별 추이를 막대 그래프로 표시하고 있으며, 해당 일의 KOSPI를 동시에 보여주고 있다. 막대 그래프가 양(+)의 값으로 크게 돌출되는 2006년 3월, 11월, 2007년 6월 등의 기간을 보면, 조세피난처로부터의 순매수가 상승하며 KOSPI도 상승하고 있다. 반대로 큰 음(-)의 순매수 값을 가지는 2006년 5월, 2007년 8월 등의 기간은 KOSPI가 하락하는 기간과 일치함을 확인할 수 있다. (b)는 전체 외국인 거래금액 대비 조세 피난처 거래금액이 차지하는 비율의 변화 추이를 보여주고 있다. 조세피난처 거래금액이 외국인 거래금액에서 평균 10% 정도의 비중을 차지하는 것을 볼 수 있다. 특히하게 2006년 11월과 2007년 8월의 조세피난처의 거래금액의 비율은 20%를 넘어가는 것을 확인할 수 있다.

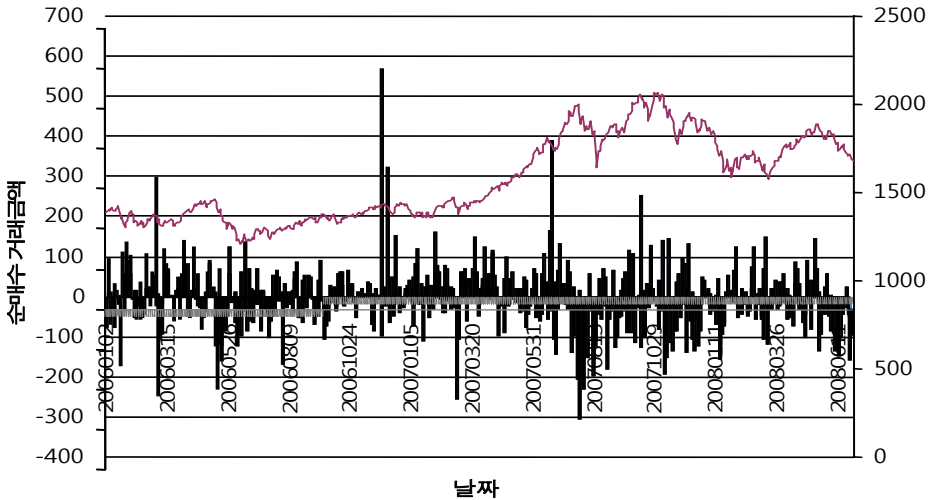
〈표 2〉는 이러한 조세피난처 외국인의 자본흐름 시계열이 다른 유형의 투자자들과 어느 정도의 상관관계를 가지고 있는지를 보여준다. 다른 투자자 그룹으로 조세피난처를 제외한 외국인, 영국 투자자, 미국 투자자, 한국의 개인투자자, 한국의 기관투자자를 정하고, 이들 5그룹의 일별 순매수금액을 계산하였다. 패널 A에서 전체 표본기간을 보았을 때, 조세피난처 외국인의 순매수금액은 조세피난처를 제외한 외국인이나 영국, 미국의 투자자들과 유의적인 양(+)의 상관관계가 있는 반면, 한국의 투자자들과는 음(-)의 상관관계가 있었다. 조세피난처

8) 금융감독원 보도자료, 2014년 6월 17일, “위장 외국인”의 불법 증권거래 감시 강화한다.”

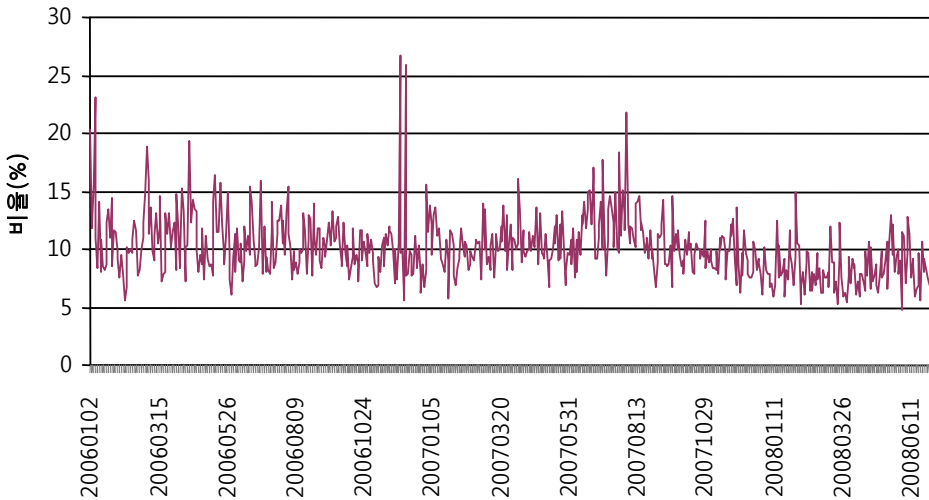
### 〈그림 1〉 조세피난처의 거래금액 추이

표본기간 2006년 1월부터 2008년 6월까지 총 614일 동안 조세피난처로부터의 외국인 거래금액의 추이를 보여주고 있다. 조세피난처로 5개국(케이만제도, 버뮤다, 바하마, 미국령 버진아일랜드, 영국령 버진아일랜드)을 정의하였다. (a)는 KOSPI시장 모든 주식의 조세피난처 외국인 순매수 거래금액의 총합과 KOSPI를 일별로 보여주고 있다. (b)는 모든 주식의 조세피난처 외국인 거래금액의 총합을 외국인 전체 거래금액으로 나눈 비율을 보여주고 있다.

(a) 조세피난처의 순매수 거래금액



(b) 외국인 거래금액 대비 조세피난처 거래금액의 비율



자본흐름이 다른 외국 국가들과 유의적인 양(+)의 상관관계를 지니는 점은 미국, 영국 등 선진국들의 많은 역외펀드가 조세피난처를 통해 활동한다는 점을 상기하면 이해될 수 있다.

〈표 2〉 투자자별 순매수금액의 시계열 상관계수

본 표는 조세피난처 외국인들의 일별 순매수금액과 다른 투자집단들의 일별 순매수금액과의 시계열 상관계수를 보고하고 있다. 조세피난처로 5개국(케이만제도, 버뮤다, 바하마, 미국령 버진아일랜드, 영국령 버진아일랜드)을 정의하였다. 표본기간 2006년 1월부터 2008년 6월(2년 6개월, 총 614일)동안 조세피난처로부터의 일별 순매수금액을 구하였으며, 그 외에 조세피난처를 제외한 다른 외국인들, 영국 투자자, 미국 투자자, 그리고 한국 개인투자자들과 기관투자자들의 일별 순매수금액을 구하여 상관계수를 계산하였다. \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준 하에서 유의함을 의미한다.

	조세피난처 제외 외국인	영국 투자자	미국 투자자	한국 개인투자자	한국 기관투자자
<b>패널 A : 전체표본의 상관계수</b>					
조세피난처	0.228***	0.145***	0.280***	-0.128***	-0.152***
조세피난처 제외 외국인		0.522***	0.569***	-0.202***	-0.380***
영국 투자자			0.164***	-0.131***	-0.209***
미국 투자자				-0.083**	-0.286***
한국 개인투자자					-0.806***
<b>패널 B : 하위 표본기간별 상관계수</b>					
2006. 1.~2007. 3.	0.037	0.079	0.245***	-0.320***	0.009
2007. 4.~2008. 6.	0.319***	0.169***	0.281***	-0.227***	-0.136
<b>패널 C : 기업 규모별 상관계수</b>					
소규모	-0.321***	0.063	-0.109**	-0.397***	0.023
중규모	-0.298***	-0.051	0.027	-0.283***	0.046
대규모	0.204***	0.137***	0.273***	-0.148***	-0.148***

하지만, 상관계수가 각각 0.228, 0.145, 0.280로서 상관관계가 아주 크지는 않다. 이런 차이는 조세피난처 자본흐름 중에 외국인으로 위장한 한국인들이 조세피난처를 통하여 활동한 부분이 포함되어 있기 때문일 수 있다. 한편 한국의 개인과 기관 투자자 사이는 강한 음(-)의 상관관계를 지니는데, 이는 개인과 기관이 서로 정반대의 거래행태를 보인다는 기존의 연구들과 일치하는 현상이다(Choe et al., 1999; 길재욱, 김나영, 손용세, 2006).

패널 B에서 표본기간을 하위 2기간으로 구분하였을 때, 조세피난처 외의 외국인들과의 유의성은 전반기에는 발견되지 않았다. 미국이나 한국 개인투자자와의 상관계수의 유의성은 지속되었다. 패널 C에서 기업규모별로 순매수금액을 살펴보았을 때, 조세피난처를 제외한 외국인들과의 양(+)의 상관관계는 주로 대규모 주식들에서 발견되었다. 하지만, 소규모나 중규모 주식에서는 오히려 음(-)의 값으로 유의적이었다. 이는 소규모나 중규모 주식을 거래하는 조세피난처 외국인들의 성향이 대규모 주식을 거래하는 조세피난처 외국인들이나 영국, 미국 투자자들과 다를 수 있음을 의미한다.

일반적으로 외국인들은 대규모 주식을 선호하는 것으로 알려져 있다(Kang and Stulz,

1997; 길재욱 외, 2006). 조세피난처 외국인들의 대규모 주식에 대한 자금흐름이 다른 외국인들과 같은 방향으로 움직이는 것은 이런 이유 때문인 것 같다. 하지만, 외국인들의 관심이 많지 않은 중·소규모의 주식에 대한 자금흐름의 움직임은 다른 외국인들과 전혀 다르고 오히려 한국 기관투자자들과 비슷한 경향을 보여주고 있다. 이는 일명 검은 머리 외국인의 거래가 많은 부분을 차지하기 때문일 가능성을 생각할 수 있다. 문헌에서도 유동성이 많은 대규모 주식보다는 유동성이 적은 주식들이 작은 금액으로도 더 큰 가격충격을 줄 수 있기 때문에 불공정거래 행위를 통해 더 많은 이익을 취득할 수 있음을 보고하고 있다(Ben-David, Franzoni, Landier, and Moussawi, 2013).

다음은 한국 주식시장에서 조세피난처 외국인들에 의해 가장 활발하게 거래되는 종목들이 무엇인지 구체적으로 살펴보고자 한다. 표본기간 중에 하루라도 조세피난처로부터의 외국인 거래가 있는 종목은 527개이다. 조세피난처로부터의 외국인 거래활동을 측정하기 위해, 각 종목의 2년 6개월 표본기간 동안의 모든 거래금액의 합계를 구한 후에 2006년 말의 시가총액으로 나누어서 표준화하였다. 위의 시가총액 대비 거래금액 비율 순서로 기업들을 정렬하였다. <표 3>은 시가총액 대비 조세피난처 외국인 거래가 가장 활발한 상위 20개 종목을 보고하고 있다. 주로 영업특성상 외국과의 무역이나 교류가 많은 기업임을 알 수 있다. 대한해운, 영원무역홀딩스 등의 기업이 대표적이다. 휴니드테크놀러지스는 무선통신 회사이며, 미국회사 보잉이 2대 주주이다.<sup>9)</sup> 특히 OCI, 에스케이 등은 2013년 전반기에 뉴스타파라는 미디어가 공개한 조세피난처 페이퍼컴퍼니 설립자와 연관된 기업이어서 관심을 끈다.

### III. 가설설정

지금까지 결과를 통하여 조세피난처 외국인들의 한국 주식 거래규모가 조세피난처 국가

9) 1위인 세신(주)는 주로 한식기, 냄비, 압력솥, 보온물병, 산소발생기, 이온수기 등을 제조하는 업체였지만, 2004년에는 임대업 등 다른 사업에도 진출하였다. 2009년 4월 30일에 2008 사업연도 감사인의 감사보고서상 감사의견거절의 이유로 주권 상장폐지되었다. 세신(주)는 2007년 4월 24일 코스피 200에 편입되며 상한가를 기록하기도 하였지만, 모기업인 제이유 그룹이 2008년 검찰에 의하여 다단계 판매 불법성 여부를 수사를 받으며 영향을 받았다. 베스텍컴홀딩스는 콘크리트관 및 기타 구조용 콘크리트 제품 제조업체이며, 테마파크 '아인스월드'를 운영하고 있다.



**〈표 3〉 조세피난처 외국인의 거래금액 상위 기업**

조세피난처로 5개국(케이만제도, 버뮤다, 바하마, 미국령 버진아일랜드, 영국령 버진아일랜드)을 정의하였다. 표본기간 2006년 1월부터 2008년 6월(2년 6개월, 총 614일)동안 조세피난처로부터의 외국인 거래가 존재하는 주식은 총 527종목이다. 각 주식의 표본기간 동안의 조세피난처 외국인의 거래금액의 합계를 2006년 말의 주식의 시가총액으로 나눈 비율을 구한 후에, 이 비율의 상위 20개 기업을 보고하였다. 해당 기업의 표본기간 동안의 조세피난처 외국인 거래의 순매수량과 순매수금액도 제시하였다.

순위	기업	거래금액/ 시가총액 [%]	거래금액 (백만원)	시가총액 (십억)	순매량 (천주)	순매수금액 (백만원)
1	세신(주)	342	21,022	6,155	-29,913	-19,981
2	(주)베스텍컴홀딩스	306	9,174	2,995	-9,176	-8,459
3	대한해운(주)	128	730,513	570,445	-1,948	-170,245
4	(주)휴니드테크놀러지스	120	11,991	9,975	-3,230	-2,837
5	(주)영원무역홀딩스	116	77,498	66,957	264	5,964
6	OCI(주)	115	1,173,699	1,022,480	-403	-48,017
7	(주)한신디앤피	92	12,487	13,580	-5,298	-11,757
8	에스케이(주)	86	2,936,131	3,428,212	-1,173	-73,755
9	(주)풍산홀딩스	83	150,244	181,776	-416	4,206
10	에스티엑스엔진(주)	76	516,648	679,641	1,337	59,468
11	(주)엘지	72	3,703,886	5,150,830	2,883	-24,356
12	(주)한진중공업홀딩스	68	604,099	894,753	-1,581	-53,449
13	(주)LG데이콤	57	930,475	1,632,428	3,387	52,218
14	대우자동차판매(주)	57	716,904	1,264,265	2,277	65,401
15	동양기전(주)	53	64,649	121,661	415	3,265
16	STX조선해양(주)	53	591,540	1,123,273	-1,328	-66,174
17	(주)솔로몬상호저축은행	52	157,023	302,437	636	21,553
18	(주)다우기술	50	151,232	300,158	537	7,057
19	금호전기(주)	47	125,185	264,193	-271	-10,021
20	삼성중공업(주)	46	2,387,163	5,148,521	39	-77,189

들의 경제규모에 비해 특이할 정도로 큼을 알 수 있었다. 외국인 거래의 10% 정도가 조세 피난처를 통하여 행하여지며 이 비중은 미국의 13%와도 큰 차이를 보이지 않을 정도이다.

이런 엄청난 거래규모를 볼 때, 이는 조세피난처 자국민들의 거래라기보다는 타국민의 거래일 가능성이 큰데, 다음의 두 가지의 경우를 생각할 수 있다. 첫째, 조세피난처 밖의 선진국들이 투자 상의 이점을 위해서 조세피난처를 통하여 한국에 투자할 가능성이다. 예를 들면, 헤지펀드들은 조세상의 이점을 위해 또는 펀드 운영 등의 비밀 정보를 숨기기 위해서 조세피난처를 이용하는 것이 일반적이다<sup>10)</sup>(Kim and Wei, 2002). 둘째는 한국인들이

10) Ryan J. Donmoyer, January 24, 2007, "Hedge Funds Flee Tax Haven in Virgin Islands, Hounded by IRS," Bloomberg.

조세피난처를 이용하여 외국인으로 가장하여 자국의 주식을 거래하는 것이다. 이는 앞에서 언급했듯이 2013년 초 CJ 비지급 사건이나 미디어 보도 등을 통하여 사실로 확인되었다.

본 연구의 자료를 통하여 위의 투자자들을 정확히 구분할 수는 없지만 조세피난처로부터의 한국 주식시장에 대한 거래가 조세피난처 자국민보다는 타국민들에 의한 것이라는 것은 부인할 수 없는 사실인 것 같다. 특히 이들 조세피난처로부터의 거래가 투자자 자신들의 불법성을 숨기기 위해 조세피난처의 익명성을 이용하기 위한 것이라면 한국의 주식시장에 유의한 영향을 줄 가능성이 있다. 따라서 본 장에서는 조세피난처 외국인 거래의 한국 주식시장에 대한 영향력에 초점을 맞추어서 가설을 설정하고 연구를 설계하고자 한다.

이런 관점에서 본다면, 연구 목적에 가장 근접한 논문은 Choe et al.(1999)과 Kim and Wei(2002)일 것이다. 두 논문 모두 한국 주식시장에서 외국인 투자자들이 한국 주식시장을 교란시키려는지를 검증하기 위해, 외국인들이 과거수익률에 따라 거래하는 추세추종매매(positive feedback trading) 행태를 보이는지 조사하였다. 추세추종매매는 특정 투자자가 수익률이 증가했을 때 매수하고 수익률이 감소했을 때 매도하는 매매행태를 의미한다. 이런 거래행태는 수익률이 증가하는 경우는 주가가 적정가격 이상으로 증가하게 만들어 거품을 형성하고, 반대의 경우는 적정가격 아래로 주가를 하락시켜 시장을 붕괴시킬 수 있다. 결국 이는 주가를 적정가격에서 벗어나게 만들어 시장효율성을 저해하며 주가의 변동성을 증가시키게 된다(DeLong, Shleifer, Summers, and Waldmann, 1990; Cutler, Poterba, and Summers, 1990; Balduzzi, Bertola and Foresi, 1995). 위의 논리에 근거하여 본 연구에서는 조세피난처 외국인 거래가 이러한 추세추종매매 행태를 보이는 지를 먼저 검증하고자 한다.

조세피난처 외국인들이 추세추종매매의 행태를 보일 수 있는 가장 큰 이유 중 하나는 조세피난처에 설정된 선진국 역외펀드들의 존재 때문이다. Bandopadhyaya and Grant (2007)에 의하면, 전세계 역외펀드의 38%가 케이만제도에 위치하고 있으며 그 다음으로 영국령 버진아일랜드에 8%, 버뮤다에 6%가 있음을 보고하고 있다. 이들 모두 본 연구에서 조세피난처로 지정한 국가들에 해당하며, <표 1>의 요약통계량에서도 이들 국가를 통해 한국 주식시장에서 많은 거래가 이루어지고 있음을 확인할 수 있었다. 역외펀드의 운영 주체는 본국의 기관투자자이기 때문에 투자행태와 본국과 크게 다르지 않을 수 있다. 일반적으로 미국 등의 기관투자자들은 추세추종매매 행태를 보이는 것으로 알려져 있다(Nofsinger and

Sias, 1999). 또한 Froot, O'connell, and Seasholes(2001)은 국제 주식시장의 자본흐름이 과거 수익률과 양(+)으로 유의하게 관계되어 있음을 보고하며, 국제투자자들이 추세추종 매매자임을 보여주고 있다. Brennan and Cao(1997)은 내국인과 외국인 간의 정보비대칭 모형 하에서 외국인들이 내국인들보다 주가가격을 통해 더 많은 정보를 습득함을 주장하였다. 이런 이유들에 근거하여 조세피난처의 외국인들도 추세추종매매 형태를 보일 것이라는 가설을 설정하였다.

**가설 1 : 조세피난처 외국인 투자자는 한국의 시장수익률을 추종하는 거래행태를 보일 것이다.**

이런 추세추종매매 행태는 개별주식과 연관하여서도 나타날 수 있다. 따라서 다음 가설을 설정하였다.

**가설 2 : 조세피난처 외국인 투자자는 한국의 개별주식 수익률을 추종하는 거래행태를 보일 것이다.**

한편 조세피난처 외국인의 거래행태가 다른 외국인 투자자들과 다른지에 대해서도 확인할 필요가 있다. 특히 조세피난처를 한국인들이 이용한다면 나머지 다른 외국인들과 그 거래행태가 다를 가능성이 있다. 또한 외국인이 운영하는 헤지펀드라 하더라도 일반적으로 헤지펀드는 더 위험한 투자를 하며 자주 거래하는 것으로 인식되기 때문에 다른 외국인 투자자들과 비슷한 거래행태를 보이더라도 그 정도에 있어서는 차이가 있을 수 있다. 이런 이유로 추세추종매매 행태를 검증할 때 둘 간의 차이에 대해서도 살펴보고자 한다.

다음은 조세피난처 외국인 거래가 한국 주식시장에 미치는 영향에 대한 가설을 설정하고자 한다. 다음과 같은 경로를 생각해 볼 수 있다. 첫째, 헤지펀드 같은 외국인들이 조세피난처를 이용할 경우 다른 외국인들보다 더 투기적인 거래를 할 가능성이 있다. 조세피난처에 있는 헤지펀드들은 자국보다 펀드의 조직, 자본구조, 비용, 투자 등에서 규제를 덜 받으며 레버리지를 사용하는 데에도 제약이 거의 없다. 그 결과 조세피난처 외국인들은 한국 주식을 거래하는 데 있어서 더 많은 거래량과 더 공격적인 거래행태를 보일 수 있다. 둘째, 실제

한국인들이 조세피난처의 페이퍼컴퍼니를 이용하여 한국 주식시장에 참여한다면, 이들이 조세피난처의 익명성을 이용하여 내부자거래나 주가조작 거래를 행할 가능성이 있다. 기존 문헌들은 이런 불공정 거래는 주가를 왜곡시키며 변동성을 증가시키는 등 시장의 질 (quality)을 저하시킴을 언급하고 있다(Hillion and Suominen, 2004; Aggarwal and Wu, 2006; Comerton-Forde and Putnins, 2011).

위의 내용들이 맞다면 조세피난처 외국인 거래는 한국 주식시장에서 유의한 가격충격을 지닐 것이다. 이는 조세피난처 외국인들의 집중적인 거래로 인한 가격 압박으로 인해 발생할 수 있고, 또는 그들이 내부 정보를 이용하기 때문에 주가에 사적정보가 반영되면서 가격 지속성이 발생할 수도 있다. 또는 그들이 주가를 조작한다면 그들이 조작하는 방향으로 주가가 계속해서 움직일 수도 있다.

**가설 3 : 조세피난처 외국인 투자자의 거래는 유의적인 가격충격을 줄 것이다. 또한 이런 영향은 단기에 끝나지 않고 지속될 것이다.**

본 연구의 실증분석에서는 사건연구 방법론을 사용하여 조세피난처 외국인 거래가 유의한 가격충격을 주는지를 검증하고자 한다. 평상시와 다른 대량의 거래가 조세피난처로부터 발생한 시점을 사건일로 정하고, 그 사건일의 가격충격이 어느 정도이고 이후 가격지속성이 얼마나 유의적으로 유지되는지를 살펴보고자 한다. 이를 통하여 조세피난처 외국인 거래의 영향력을 검증하고자 한다.

또한 조세피난처 외국인 거래는 주식의 변동성을 증폭시킬 수 있다. 조세피난처 외국인들이 추세추종매매 행태를 보인다면 주식의 변동성을 증가시키는 원인 중 하나가 될 것이다. 만약 그들이 주가조작 행위를 한다면 이는 주가를 왜곡시키며 변동성을 증가시키는 다른 이유가 될 수 있을 것이다.

**가설 4 : 조세피난처 외국인 투자자의 거래는 주식의 변동성을 증가시킬 것이다.**

실증분석에서는 전체 표본을 사용한 패널 회귀분석을 시행하여 조세피난처 외국인 거래가

변동성을 증가시키는지 검증하고자 한다. 조세피난처 외국인의 거래가 커질수록 주식의 변동성이 증가하는지를 살펴보는 것이다.

## IV. 실증분석 결과

### 1. 표본과 변수 선정

조세피난처로부터의 외국인 자본흐름이 한국 주식에 미치는 영향을 살펴보기 위해서는 일정 수준 이상의 거래 활동성이 확보될 필요가 있다. 따라서, 본 연구에서는 한국거래소 코스피시장에 상장된 보통주를 대상으로 2006년 1월~2008년 6월 총 614일의 거래일 중에서 조세피난처로부터의 거래가 존재하는 거래일이 50일 이상인 주식만을 최종 표본으로 선정하였다. 위의 필터링을 거쳤을 때 289개의 주식이 최종 표본으로 남았다. 이들 289개 기업의 시가총액은 2006년 KOSPI 시장에 상장된 679개 기업들의 시가총액의 92.52%를 차지하고 있으며, 따라서 시장전체를 대표하기에 부족함이 없을 것이라 판단된다.

〈표 4〉는 위의 표본 기업들의 요약통계량을 제시하고 있다. 평균 기업규모는 약 2조 4천억이며 상장주식수는 약 6천 4백만주, 종가는 66,715원이다. 조세피난처 외국인들의 거래활동에 대해서 살펴보면, 평균 거래일수는 총 641일 중 251일이며 중간값은 192일이다. 조세피난처 외국인들의 거래변수로는 다음 4개를 각 기업  $i$ 의  $t$ 거래일에 대하여 계산하였다.

$$\text{순매수량}_{i,t} = \text{조세피난처 외국인 매수 주식수}_{i,t} - \text{매도 주식수}_{i,t} \quad (1)$$

$$\text{순매수량비율}_{i,t} = \frac{\text{조세피난처 외국인 매수 주식수}_{i,t} - \text{매도 주식수}_{i,t}}{2006\text{년말 상장주식수}_i} \times 100 \quad (2)$$

$$\text{순매수금액}_{i,t} = \text{조세피난처 외국인 매수금액}_{i,t} - \text{매도금액}_{i,t} \quad (3)$$

$$\text{순매수금액비율}_{i,t} = \frac{\text{조세피난처 외국인 매수금액}_{i,t} - \text{매도금액}_{i,t}}{2006\text{년말 시가총액}_i} \times 100 \quad (4)$$

일별 순매수량과 순매수금액의 평균은 각각 -1,397주와 약 -2천만 원이다. 중간값들도 음(-)의 값을 가지고 있어서 표본 기간동안 조세피난처 외국인들이 매수보다는 매도하는 경향이 강하였음을 알 수 있다. 표준화를 위해서, 해당일의 순매수량을 2006년 말 상장

#### 〈표 4〉 표본 기업의 요약통계량

표본기간 2006년 1월부터 2008년 6월(2년 6개월, 총 614일)동안 조세피난처로부터 외국인 거래가 존재하는 거래일이 50일 이상인 289개 주식을 표본으로 선정하였으며, 본 표는 이들 주식들의 횡단면 분포를 보여주고 있다. 조세피난처로 5개국(케이만제도, 버뮤다, 바하마, 미국령 버진아일랜드, 영국령 버진아일랜드)을 정의하였다. 기업규모는 2006년 말의 종가에 상장주식수를 곱한 값이다. 상장주식수는 2006년 말의 자료이다. 순매수량은 각 주식에 대해서 일별 매수주식수에서 매도주식수를 차감하여, 순매수금액은 일별 매수금액에서 매도금액을 차감하여 구하였다. 순매수량비율은 각 주식에 대하여 일별 순매수량을 해당 주식의 2006년 말 상장주식수로 나눈 비율이며, 순매수금액비율은 일별 순매수금액을 해당 주식의 2006년 말 기업규모로 나눈 비율이다. 본 표에서는 각 주식의 표본기간 동안의 시계열 평균값을 구한 후에 이들의 횡단면 분포를 보고하였다.

	평균	표준편차	최소값	Q1	중간값	Q3	최대값
기업규모(백만 원)	2,371,329	6,602,270	16,669	213,000	574,562	1,928,847	90,294,494
상장주식수(천주)	64,456	109,975	720	9,637	24,800	72,005	806,015
종가(원)	66,715	141,761	869	14,270	30,164	58,116	1,279,902
조세피난처 거래일수	251	168	50	107	192	388	614
일별 순매수량(주)	-1,397	13,123	-127,085	-1,021	-86	1,210	41,747
일별 순매수금액(천 원)	-20,034	182,887	-1,492,714	-46,696	-4,918	32,612	1,174,226
순매수량비율(%)	-0.0002	0.0054	-0.0411	-0.0015	-0.0001	0.0017	0.0255
순매수금액비율(%)	-0.0006	0.0066	-0.0534	-0.0021	-0.0002	0.0015	0.0152

주식수로 나눈 값에 100을 곱하여 일별 순매수량비율을 구하였으며, 일별 순매수금액을 2006년 말 기업규모로 나눈 후 100을 곱하여 순매수금액비율을 구하였다. 위의 표준화된 측정치들을 앞으로는 조세피난처 외국인 거래활동의 측정치로 사용하고자 한다. 일별 순매수량비율의 평균은  $-0.0002\%$ 이며, 순매수금액비율은  $-0.0006\%$ 이다.

## 2. 조세피난처 외국인들의 거래행태

이 부분에서는 조세피난처 외국인들의 추세추종매매 전략에 대한 가설들(가설 1, 가설 2)을 검증하고자 한다. 먼저 조세피난처 외국인들이 한국의 시장수익률을 추종하는 거래행태를 보일 것이라는 첫 번째 가설에 대한 실증분석을 행하고자 한다. 이를 위해 〈표 5〉에서는 시장수익률 방향에 따른 조세피난처 외국인 순매수량비율과 순거래금액비율 두 측정치의 반응을 보여주고 있다. 조세피난처 외국인들이 추세추종매매를 행한다면, 양(+)의 시장수익률 후에는 매수하는 거래를 할 것이며 음(-)의 시장수익률 후에는 매도하는 거래를 할 것이다.

(1)열을 통해 조세피난처 외국인들이 전날 시장수익률이 상승하였을 때는 매수하고(0.001) 하락하였을 때는 매도하는(-0.001) 경향이 있음을 볼 수 있다. 이는 조세피난처의 외국인들이

### 〈표 5〉 시장수익률에 따른 조세피난처 외국인의 순매수

본 표는 시장상황에 따른 조세피난처 외국인들의 거래행태를 보기 위해서, 시장수익률에 따른 조세피난처 외국인들의 순매수를 보고하고 있다. 조세피난처로 5개국(케이만제도, 버뮤다, 바하마, 미국령 버진아일랜드, 영국령 버진아일랜드)을 정의하였다. 표본기간 2006년 1월부터 2008년 6월(2년 6개월, 총 614일)동안 조세피난처로부터 외국인 거래가 존재하는 거래일이 50일 이상인 289개 주식을 표본으로 선정하였다. 조세피난처 순매수량비율은 조세피난처로부터의 외국인 일별 순매수량(매수주식수-매도주식수)을 해당 주식의 2006년 말 상장주식수로 나눈 비율로 표준화한 값이며, 조세피난처 순매수금액비율은 조세피난처로부터의 외국인 일별 순매수금액(매수금액-매도금액)을 해당 주식의 2006년 말 기업규모로 나눈 비율로 표준화한 수치이다. 조세피난처를 제외한 다른 외국인 순매수도 앞과 동일한 방법으로 그 결과를 제시하였다. 괄호 안은 t-값을 보여주고 있다.

시장수익률	순매수량비율			순매수금액비율		
	(1) 조세피난처	(2) 나머지 외국인	(1)-(2)	(3) 조세피난처	(4) 나머지 외국인	(3)-(4)
$R_m(t-1) > 0$	0.001 (1.87)	-0.001 (-2.30)	0.002 (2.75)	0.0005 (1.30)	-0.001 (-1.83)	0.002 (2.12)
$< 0$	-0.001 (-3.50)	-0.009 (-11.62)	0.008 (8.73)	-0.002 (-5.05)	-0.011 (-11.20)	0.009 (8.21)
$R_m(t) > 0$	0.0004 (1.34)	-0.004 (-6.30)	0.005 (6.00)	0.0002 (0.47)	-0.004 (-5.18)	0.005 (4.76)
$< 0$	-0.001 (-3.15)	-0.005 (-8.63)	0.004 (5.63)	-0.002 (-4.16)	-0.007 (-8.29)	0.005 (5.58)

추세추종매매 전략을 구사하는 것으로 이해할 수 있다. 당일의 시장수익률에 대해서도 비슷한 결과를 확인할 수 있다(각각 0.0004, -0.001). (3)열의 거래금액을 이용한 측정치에서도 조세피난처 외국인들의 추세추종매매 행태를 볼 수 있다. 크기를 비교하면, 시장수익률이 하락할 때 매도하는 경향이 상승할 때 매수하는 경향보다 더 강함을 확인할 수 있다.

Choe et al.(1999)에서 외국인들은 1997년 금융위기 전 기간에 추세추종매매 행태를 보이다가, 금융위기 기간 중에는 시장상황에 관계없이 매도하는 행태를 보인다. 본 연구의 표본기간이 2008년 글로벌 금융위기 이전임을 고려하면, 추세추종매매 행태를 보이는 위의 결과는 Choe et al.(1999)과 동일하다고 할 수 있다.

(2)열과 (4)열에서는 조세피난처를 제외한 나머지 외국인들의 순매수량비율을 보여주고 있다. 전날 시장수익률이 상승하거나 하락하는 경우 모두 매도하는 경향을 보이고 있다. 즉, 외국인들이 추세추종매매 행태를 보이지는 않는다. 하지만, 시장수익률이 하락할 때 매도하는 경향이 더 강하다는 면에서는 조세피난처 외국인과 비슷하다.

추가적으로 조세피난처와 조세피난처를 제외한 나머지 외국인들의 순매수량의 차이를 살펴보았다((1)-(2) 또는 (3)-(4)). 그 차이가 시장상황에 관계없이 양(+)의 값이며 유의적

임을 확인할 수 있다. 이는 조세피난처 외국인이 나머지 외국인과 차이가 있음을 의미한다. 하지만, 이는 서로 거래의 방향이 다르다기 보다는 정도의 차이로 해석하는 것이 적절할 것으로 사료된다. 전체적으로 볼 때, 시장수익률이 하락할 때 더 강하게 매도한다는 측면에서 조세피난처 외국인이나 나머지 외국인들의 시장수익률에 대한 반응의 방향은 비슷하다. 하지만, 조세피난처 외국인들은 나머지 외국인에 비해서 상대적으로 매도 규모가 더 작고 매수 규모가 더 크다. 앞의 상관계수 분석(표 2)에서도 둘은 유의적인 양(+)의 상관관계를 지니고 있어 비슷한 움직임을 지니고 있기 때문에 이러한 해석이 더 적절하다고 판단된다.

다음은 조세피난처 외국인들이 개별주식 수익률을 추종하는 거래행태를 보일 것이라는 두 번째 가설을 검증한다. 이를 위해 <표 6>에서는 개별주식 수익률에 따른 조세피난처 순매수량비율과 순거래금액비율의 반응을 보여주고 있다. 만약 조세피난처 외국인들이 추세추종매매 전략을 사용한다면, 이전 수익률이 좋은 주식을 매입하고 수익률이 좋지 않은

**<표 6> 개별주식 수익률에 따른 조세피난처 외국인의 순매수**

본 표는 조세피난처 외국인들의 개별주식 선택 행동을 보기 위해, 전날의 개별주식 초과수익률에 따른 조세피난처 외국인들의 순매수를 보고하고 있다. 조세피난처로 5개국(케이만제도, 버뮤다, 바하마, 미국령 버진아일랜드, 영국령 버진아일랜드)을 정의하였다. 표본기간 2006년 1월부터 2008년 6월(2년 6개월, 총 614일)동안 조세피난처로부터 외국인 거래가 존재하는 거래일이 50일 이상인 289개 주식을 표본으로 선정하였다. 조세피난처 순매수량비율은 조세피난처로부터의 외국인 일별 순매수량(매수주식수-매도주식수)을 해당 주식의 2006년 말 상장주식수로 나눈 비율로 표준화한 값이며, 조세피난처 순매수금액비율은 조세피난처로부터의 외국인 일별 순매수금액(매수금액-매도금액)을 해당 주식의 2006년 말 기업규모로 나눈 비율로 표준화한 수치이다. 조세피난처를 제외한 다른 외국인 순매수도 이와 동일한 방법으로 그 결과를 제시하였다. 괄호 안은 t-값을 보고하고 있다.

주식수익률 ( $R_{i,t-1}$ )	순매수량비율			순매수금액비율		
	(1) 조세피난처	(2) 나머지 외국인	(1)-(2)	(3) 조세피난처	(4) 나머지 외국인	(3)-(4)
Low	-0.003 [-6.67]	-0.013 [-11.68]	0.010 [8.00]	-0.004 [-6.91]	-0.014 [-9.22]	0.009 [5.90]
2	-0.001 [-2.07]	-0.008 [-6.60]	0.007 [5.46]	-0.001 [-2.55]	-0.009 [-6.40]	0.008 [5.24]
3	-0.0005 [-0.68]	-0.003 [-2.34]	0.002 [1.46]	-0.001 [-0.70]	-0.003 [-2.14]	0.002 [1.43]
4	0.00003 [0.06]	0.0003 [0.33]	-0.0003 [-0.27]	-0.0002 [-0.32]	0.0004 [0.33]	-0.0006 [-0.43]
High	0.004 [5.22]	-0.0004 [-0.22]	0.004 [2.15]	0.003 [3.97]	-0.003 [-1.02]	0.006 [2.38]
High-Low	0.00683 [8.10]	0.0125 [6.01]		0.00795 [7.29]	0.0112 [3.87]	



주식은 매도하는 거래 형태를 보일 것이다. 이를 검증하기 위해 개별주식들의 전날 초과 수익률을 사용하여 5개의 포트폴리오로 구분한 다음 각 포트폴리오에 대한 조세피난처 외국인들의 순매수량비율을 계산하였다.

(1)열을 통하여서 조세피난처 외국인은 수익률이 상승한 주식을 매수하고 하락한 종목일수록 매도하는 경향이 뚜렷함을 확인할 수 있다. 전날 개별주식의 초과수익률이 높은 주식 포트폴리오에 대해서 순매수량비율이 단조적으로 증가하며(-0.003, -0.001, -0.0005, 0.00003, 0.004), 전날 가장 높은 초과수익률을 가진 포트폴리오(High)와 가장 낮은 포트폴리오(Low)의 순매수량비율의 차이도 유의적이다. 이는 조세피난처 외국인들이 주식선택에 있어서 추세추종매매 전략을 구사하는 것이라 해석할 수 있다. (3)열의 거래금액을 이용한 측정치에서도 동일하게 순매수량비율이 단조 증가하는 경향을 확인할 수 있다.

Choe et al.(1999)에서도 외국인들은 금융위기 전 기간에 수익률이 높은 주식을 더 매수하는 추세추종매매 행태를 보이고 있다. 따라서 본 연구 결과도 Choe et al.(1999)과 동일하다고 할 수 있다. 반면 Kim and Wei(2002)에서는 금융위기 전 기간과 금융위기 기간 중에 조세피난처 펀드들이 추세추종매매 전략을 구사한다는 증거를 발견하지 못하였다. 이런 차이가 나는 이유로 다음을 생각할 수 있다. 첫째, 1997년 이후 10여년의 기간이 지났으므로 조세피난처 외국인들의 행태가 변하였을 수 있다. 또한 Kim and Wei(2002)의 연구는 역외 펀드만을 대상으로 하고 있기 때문에 조세피난처 전체 투자자를 대상으로 하는 본 연구와 차이가 있을 수 있다.

(2)열과 (4)열에서는 조세피난처를 제외한 다른 외국인들의 결과를 보여주고 있다. 전날 초과수익률이 큰 주식에 대해 순매수량비율이 증가하는 경향이 있지만 단조적이지 않다. 특히 전날 가장 높은 초과수익률을 보이는 포트폴리오(High)를 매도하고 있다.

조세피난처와 나머지 외국인들의 순매수량비율의 차이를 살펴보면((1)-(2) 또는 (3)-(4)), 조세피난처 외국인들은 나머지 외국인들에 비해서 매수하는 경향이 더 강하다. 그 차이에 있어서도 5개 중 3개의 포트폴리오에서 유의적임을 확인할 수 있다.

지금까지의 결과를 요약하면, 조세피난처 외국인들은 시장수익률이 상승할 때 매수하고 하락할 때 매도하는 경향이 있다. 또한 수익률이 상승한 주식을 매수하고 하락한 종목일수록 매도하는 경향이 뚜렷하다. 이는 조세피난처의 외국인들이 추세추종매매행태를 보임을 의미한다. 이는 가설 1과 가설 2를 지지하는 결과들이다.

### 3. 조세피난처 외국인 거래가 한국 주식에 미치는 영향

#### 3.1 가격충격

이 부분에서는 조세피난처 외국인 거래가 한국 주식시장에 미치는 영향에 초점을 둔다. 먼저 조세피난처 외국인의 거래가 유의적인 가격충격을 주는지, 또 이런 영향이 단기에 끝나지 않고 지속되는지에 대한 가설 3을 검증하고자 한다. 이를 위하여 Choe et al.(1999)에서 사용한 사건연구(event study) 방법을 사용하였다. 다음과 같은 절차로 사건연구를 진행하였다. 첫째, 조세피난처 외국인 거래의 영향력이 큰 거래일들을 사건일로 선택한다. 각 종목의 표본기간 중에서 순매수량이 가장 큰 5일과 가장 작은 5일을 선택하였다. 이 중에서 순매수량의 절대값이 10,000주 이하인 거래일은 제거하였다. 둘째, 사건일 주변 5일 전후의 수익률을 계산하여 가격충격을 측정하였다. 수익률은 다음의 세 가지를 사용하였다. 첫째, 개별주식의 수익률(Raw ret.), 둘째, 개별주식의 표본 기간 동안의 해당 요일의 평균 수익률을 차감한 수익률(Mean-adj. ret.), 그리고 수익률에서 시장수익률을 차감한 수익률(Market-adj. ret.)이다.

〈표 7〉의 패널 A는 조세피난처 외국인 순매수량 상위 5일의 분포를 보여주고 있다. 상위 5일은 조세피난처 외국인들이 대규모의 매수 영향력을 행사한 거래일로 이해할 수 있으며, 해당 거래일의 관측수는 1,237일이다. 평균 순매수량은 약 23만주이며, 최대값은 약 2천 4백만주이다. 반대로 하위 5일은 조세피난처 외국인들이 대규모의 매도 영향력을 행사한 거래일로, 해당 거래일 관측수는 1,230일이다. 평균 순매수량은 약 -19만주이며, 최소값은 약 -5백 50만주이다. 두 분포를 비교하면 상위 5일의 분포가 더 큰 극단치를 가지고 있다. 즉, 조세피난처 외국인들의 대규모 매수의 크기가 대규모 매도보다 더 크다. 이는 극단적인 매수의 영향력이 한국 주식시장에 더 큰 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

〈표 7〉의 패널 B와 C는 조세피난처 외국인들이 대규모 매수를 하는 최상위 사건일과 대규모 매도를 하는 최하위 사건일의 주변 수익률을 각각 보여주고 있다. 패널 B의 조세피난처 외국인들의 대규모 매수 사건일을 보면, 세 개의 수익률 모두에서 유의적인 양(+)의 수익률을 보여주고 있다(각각 1.944%, 1.822%, 1.796%). 이는 조세피난처 외국인의 대규모 매수가 당일 동안에 유의적인 가격충격을 지니고 있음을 의미한다. 사건일 3일 전부터 유의적인 양의 수익률을 보여주고 있는데, 이는 조세피난처 외국인들이 추세추종매매 전략을 사용한다는

**〈표 7〉 조세피난처 외국인의 대규모 순매수량 사건일 주변의 일별 수익률**

본 표는 조세피난처 외국인의 대규모 순매수량 사건일 주변의 일별 주식수익률을 보고하고 있다. 조세피난처는 5개국(케이만제도, 버뮤다, 바하마, 영국령 버진아일랜드, 미국령 버진아일랜드)으로 정의한다. 표본기간 2006년 1월부터 2008년 6월(2년 6개월, 614일) 기간 중 조세피난처 거래일 50일 이상인 289개 주식들을 대상으로 하여, 각 주식에 대하여 순매수량(주식수) 최상위 5일과 최하위 5일을 사건일로 선택하였다. 단, 일별 순매수량의 절대값이 10,000보다 작으면 사건일에서 제외한다. 패널 A는 사건일의 순매수량의 분포를 보여주고 있다. 패널 B와 C는 각각 순매수량 최상위 사건일과 최하위 사건일 주변 5일의 주식 수익률을 보여주고 있다. 'Raw ret.'은 개별주식의 수익률을 의미하며, 'Mean-adj. ret.'은 개별주식 수익률에서 표본기간 중에서 해당일과 같은 요일의 평균 수익률을 차감한 수익률이다. 'Market-adj. ret.'은 개별주식 수익률에서 해당일의 KOSPI 수익률을 차감한 수익률이다. CAR(0, 5)는 사건일 포함 이후 5일까지의 누적 초과수익률(cumulative abnormal return)을 의미한다. 괄호 안은 t-값을 보고하고 있다.

**패널 A : 조세피난처 외국인 순매수량(주식수) 상하위 5일의 분포**

구 분	관측치	평균	최대값	Q3	중간값	Q1	최소값
상위 5일	1,237	231,397	24,163,887	201,960	84,300	34,500	10,000
하위 5일	1,230	-194,453	-10,000	-33,000	-86,006	-224,000	-5,517,510

**패널 B : 조세피난처 외국인의 대규모 순매수 사건일 주변의 일별 수익률(%)**

	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	CAR(0, 5)
Raw ret.	0.071 (0.751)	0.256 (2.716)	0.472 (5.033)	0.325 (3.424)	0.970 (8.861)	1.944 (15.207)	0.649 (4.044)	-0.048 (-0.450)	-0.029 (-0.294)	0.038 (0.440)	-0.103 (-1.109)	2.372 (9.425)
Mean-adj ret.	-0.024 (-0.257)	0.159 (1.696)	0.394 (4.239)	0.263 (2.791)	0.885 (8.141)	1.822 (14.409)	0.553 (3.484)	-0.116 (-1.102)	-0.090 (-0.928)	-0.059 (-0.686)	-0.218 (-2.346)	2.183 (9.742)
Market-adj ret.	0.022 (0.256)	0.161 (1.899)	0.311 (3.584)	0.303 (3.426)	0.843 (8.300)	1.796 (14.929)	0.584 (3.775)	-0.102 (-1.033)	-0.017 (-0.197)	0.072 (0.921)	-0.054 (-0.651)	1.809 (7.267)

**패널 C : 조세피난처 외국인 대규모 순매도 사건일 주변의 일별 수익률(%)**

	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	CAR(0, 5)
Raw ret.	0.197 (2.071)	0.181 (1.839)	0.169 (1.552)	0.407 (2.468)	-0.202 (-1.552)	-0.665 (-5.211)	0.183 (1.744)	0.086 (0.848)	0.039 (0.397)	0.268 (2.662)	0.306 (3.205)	0.184 (0.730)
Mean-adj ret.	0.117 (1.237)	0.080 (0.817)	0.083 (0.773)	0.325 (1.991)	-0.278 (-2.151)	-0.749 (-5.898)	0.095 (0.914)	0.006 (0.061)	-0.038 (-0.390)	0.186 (1.849)	0.219 (2.311)	0.335 (1.490)
Market-adj ret.	0.176 (2.016)	0.184 (2.051)	0.130 (1.294)	0.350 (2.206)	-0.072 (-0.606)	-0.560 (-4.800)	0.135 (1.413)	0.153 (1.735)	0.089 (1.020)	0.286 (3.208)	0.264 (3.183)	-0.312 (-1.255)

결과와도 일치한다. 사건일 이후 수익률이 1거래일 동안 상승하며(각각 0.649%, 0.553%, 0.584%) 모두 유의적이다. 이후 2일 후부터는 수익률이 음(-)으로 반전된다. 하지만, 사건일을 포함한 5거래일까지의 누적초과수익률(CAR(0, 5))이 양(+)의 값으로 유의적이어서, 수익률 반전현상이 사건일의 가격충격을 회복시키지는 못함을 보여준다. 이는 조세피난처로부터의 외국인 대규모 매수거래의 가격충격이 단기에 끝나지 않고 상당 기간 지속됨을 의미하는 것이며, 가설 3을 지지하는 결과이다.

패널 C는 조세피난처 외국인의 대규모 매도의 영향력을 보여주고 있다. 사건일의 수익률을 보면, 세 가지 수익률에서 모두 유의적인 음(-)의 수익률을 보여주고 있다(각각  $-0.665\%$ ,  $-0.749\%$ ,  $-0.560\%$ ). 위의 가격충격의 크기는 매수 거래 경우의 3분의 1정도이다. 그리고 사건일 1일 전부터 음(-)의 수익률을 보여주고 있다. 이는 조세피난처 외국인들이 추세 추종매매 전략을 사용한다는 사실과 일치하지만, 그 정도에 있어서는 대규모 매수 사건일보다 작음을 뜻한다. 사건일 이후 다음 날 수익률은 곧바로 양(+)으로 반전된다. 사건일을 포함한 5거래일까지의 누적초과수익률(CAR(0, 5))도 양(+)의 값으로, 반전효과가 사건일의 음(-)의 가격충격을 상쇄하고 있음을 보여준다. 이는 조세피난처 외국인 대규모 매도의 가격충격이 매수의 경우처럼 강하지 않음을 의미한다.

위의 결과들은 Choe et al.(1999)과 비교하면(〈표 11〉, pp. 259-261), 외국인의 대규모 매수거래가 사건일 당일에 유의한 양(+)의 가격충격을 지니는 점이나 수익률 변화의 크기 면에서 비슷하다. 하지만 1997년의 경우 수익률이 1일 후에 곧바로 음(-)으로 반전되며 가격충격의 장기 지속현상도 발견되지 않는다. 외국인의 대규모 매도 사건일의 경우도 양(+)의 수익률 보이고 있어서 본 연구의 경우와 반대의 결과를 보여주고 있다. 이런 점을 고려하면 본 연구에서 제시하고 있는 조세피난처 외국인 거래의 가격충격이 상당히 큼을 알 수 있다. 특히 매도거래보다 매수거래의 가격충격이 더 강한 비대칭적 현상도 발견할 수 있었다.

다음은 위의 결과에 대한 강건성 검증(robustness check)을 실시하였다. 〈표 8〉은 사건일 주변의 일별 주식수익률을, 사건일 순매수량 규모에 따라 3개의 그룹으로 구분하여 보고하고 있다. 조세피난처 일별 순매수량을 해당 주식의 2006년 말 상장주식수로 나눈 수치의 절대값에 따라 정렬하여 3개의 그룹으로 나누었다. 일별수익률로는 개별주식 수익률에서 해당일의 KOSPI 수익률을 차감한 수익률(Market-adj. return)만을 보고하였다. 패널 A의 매수거래의 경우를 보면, 3개 그룹 모두에서 사건일의 수익률이 양(+)으로 유의적이며, 가격반전 현상이 2일 후에야 발견된다. CAR(0, 5) 또한 양(+)으로 유의적이다. 그리고 조세피난처 외국인 순매수량이 큰 사건일 그룹의 가격충격이 더 크다.

패널 B의 매도거래의 경우도, 3개 그룹 모두에서 사건일에 유의한 음(-)의 수익률을 보여주고 그 다음 거래일에 수익률 반전현상이 발견되어 앞과 동일한 결과를 보여준다. 특이한 점은 매도거래 규모가 작은 사건일 그룹의 가격충격이 더 크다는 것이다.

〈표 9〉는 시장수익률에 따라 구분하여 조세피난처 외국인의 대규모 거래일 주변의 수익

**<표 8> 조세피난처 외국인의 대규모 순매수량 사건일 주변의 일별 수익률 :  
사건일 순매수량 규모에 따른 구분**

본 표는 조세피난처 외국인의 대규모 순매수량 사건일 주변의 일별 주식수익률을, 사건일 순매수량 규모에 따라 3개의 그룹으로 나누어 보고하고 있다. 사건일들을 조세피난처 일별 순매수량비율의 절대값에 따라 정렬하여 3개의 그룹으로 나누었다. 조세피난처는 5개국(케이만제도, 버뮤다, 바하마, 영국령 버진아일랜드, 미국령 버진아일랜드)으로 정의한다. 표본기간 2006년 1월부터 2008년 6월(2년 6개월, 614일) 기간 중 조세피난처 거래일 50일 이상인 289개 주식들을 대상으로 하여, 각 주식에 대하여 순매수량(주식수) 최상위 5일과 최하위 5일을 사건일로 선택하였다. 단, 일별 순매수량의 절대값이 10,000보다 작으면 사건일에서 제외한다. 일별수익률로는 개별주식 수익률에서 해당일의 KOSPI 수익률을 차감한 수익률('Market-adj. return')만을 보고하였다. 괄호 안은 t-값을 보고하고 있다.

**패널 A : 조세피난처 외국인 대규모 순매수 사건일 주변의 일별 수익률(Market-adj. ret.)**

	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	CAR(0, 5)
Small	-0.117	0.137	0.367	0.154	0.521	1.276	0.724	-0.347	0.050	0.128	-0.043	1.110
(412사건일)	(-0.814)	(0.913)	(2.570)	(0.994)	(3.307)	(6.400)	(1.796)	(-1.643)	(0.307)	(0.972)	(-0.288)	(2.659)
Medium	0.042	0.195	0.401	0.388	0.716	2.108	0.470	-0.072	-0.040	0.106	-0.147	2.226
(413사건일)	(0.272)	(1.275)	(2.607)	(2.704)	(4.153)	(10.236)	(3.039)	(-0.491)	(-0.266)	(0.828)	(-0.997)	(5.109)
Large	0.143	0.152	0.166	0.369	1.291	2.006	0.558	0.112	-0.062	-0.019	0.030	2.088
(412사건일)	(0.922)	(1.098)	(1.075)	(2.287)	(6.659)	(9.215)	(3.264)	(0.745)	(-0.418)	(-0.128)	(0.227)	(4.762)

**패널 B : 조세피난처 외국인 대규모 순매도 사건일 주변의 일별 수익률(Market-adj. ret.)**

	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	CAR(0, 5)
Small	0.391	0.349	-0.050	0.539	0.051	-0.787	0.118	0.193	-0.081	0.164	0.537	-0.832
(410사건일)	(2.759)	(2.397)	(-0.273)	(1.327)	(0.224)	(-4.317)	(0.769)	(1.343)	(-0.545)	(1.101)	(3.915)	(-2.030)
Medium	0.223	0.110	0.113	0.245	-0.208	-0.578	0.329	0.244	0.168	0.224	0.272	-0.013
(410사건일)	(1.494)	(0.727)	(0.729)	(1.427)	(-1.160)	(-2.902)	(1.916)	(1.648)	(1.144)	(1.434)	(1.922)	(-0.030)
Large	-0.092	0.091	0.329	0.264	-0.062	-0.315	-0.043	0.023	0.180	0.470	-0.013	-0.091
(410사건일)	(-0.570)	(0.537)	(1.813)	(1.510)	(-0.296)	(-1.415)	(-0.256)	(0.136)	(1.131)	(2.971)	(-0.087)	(-0.203)

를 보고하고 있다. 이런 구분을 하는 목적은 조세피난처 거래의 가격충격의 지속성을 시장 전반적인 변화 추세를 통제한 상태에서 살펴보기 위해서이다.<sup>11)</sup> 패널 A의 매수거래의 경우를 보면, 시장수익률에 관계없이 사건일 당일에는 유의적인 가격충격을 주고 있다. 가격 충격의 지속성 측면에서는 시장수익률이 양(+)인 경우가 사건일이 음(-)인 경우보다 더 강한 영향을 주었다. 시장수익률이 양(+)인 경우 사건일 이후 2거래일 동안 수익률이 상승하며, CAR(0, 5)의 크기도 2.868%로 훨씬 크다. 반면 시장수익률이 음(-)인 경우의 CAR(0, 5)는 0.126%로 유의적이지 않았다.

패널 B의 매도거래의 경우, 시장수익률이 음(-)인 사건들의 CAR(0, 5)가 -1.919%로, 사건일 이후의 시장에 지속적으로 강한 영향을 준다. 반면 시장수익률이 양(+)인 경우는 CAR(0, 5)가

11) 이에 대하여 조언하여 주신 심사자께 감사드립니다.

**〈표 9〉 조세피난처 외국인의 대규모 순매수량 사건일 주변의 일별 수익률 :  
시장수익률에 따른 구분**

본 표는 조세피난처 외국인의 대규모 순매수량 사건일 주변의 일별 주식수익률을, 사건일 시장수익률의 부호에 따라 2개의 그룹으로 나누어 보고하고 있다. 사건일들을 당일 시장수익률이 양(+)인 경우와 음(-)인 경우 2개의 그룹으로 나누었다. 조세피난처는 5개국(케이만제도, 버뮤다, 바하마, 영국령 버진아일랜드, 미국령 버진아일랜드)으로 정의한다. 표본기간 2006년 1월부터 2008년 6월(2년 6개월, 614일) 기간 중 조세피난처 거래일 50일 이상인 289개 주식들을 대상으로 하여, 각 주식에 대하여 순매수량(주식수) 최상위 5일과 최하위 5일을 사건일로 선택하였다. 단, 일별 순매수량의 절대값이 10,000보다 작으면 사건일에서 제외한다. 일별 수익률로는 개별주식 수익률에서 해당일의 KOSPI 수익률을 차감한 수익률('Market-adj. return')만을 보고하였다. 괄호 안은 t-값을 보고하고 있다.

**패널 A : 조세피난처 외국인의 대규모 순매수 사건일 주변의 일별 수익률(Market-adj ret.)**

	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	CAR(0, 5)
시장수익률 양(+)	0.003	0.185	0.258	0.393	0.868	1.912	0.439	0.100	-0.026	0.043	0.056	2.868
(759사건)	(0.029)	(1.813)	(2.347)	(3.269)	(6.976)	(13.425)	(3.932)	(0.884)	(-0.234)	(0.429)	(0.535)	(9.117)
시장수익률 음(-)	0.053	0.123	0.395	0.162	0.802	1.614	0.814	-0.425	-0.004	0.119	-0.228	0.126
(478사건)	(0.393)	(0.829)	(2.790)	(1.279)	(4.630)	(7.545)	(2.269)	(-2.335)	(-0.030)	(0.946)	(-1.691)	(0.319)

**패널 B : 조세피난처 외국인의 대규모 순매도 사건일 주변의 일별 수익률(Market-adj ret.)**

	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	CAR(0, 5)
시장수익률 양(+)	0.155	0.333	0.199	0.341	0.075	-0.322	0.213	0.087	0.078	0.445	0.191	0.950
(689사건)	(1.290)	(2.713)	(1.406)	(1.329)	(0.431)	(-2.057)	(1.589)	(0.730)	(0.712)	(3.749)	(1.699)	(2.943)
시장수익률 음(-)	0.202	-0.001	0.044	0.361	-0.257	-0.861	0.035	0.237	0.103	0.083	0.359	-1.919
(541사건)	(1.589)	(-0.005)	(0.311)	(2.300)	(-1.635)	(-4.951)	(0.263)	(1.822)	(0.730)	(0.617)	(2.912)	(-5.092)

0.950%로 사건일 이후 음(-)의 가격충격이 반전되었음을 보여준다. 흥미로운 점은 앞의 전체 표본에서 발견할 수 없었던 장기적인 가격충격이 시장수익률이 음(-)인 경우에는 발생하고 있다는 점이다.

위의 결과들을 종합하면, 시장이 상승하고 있는 경우는 조세피난처 외국인의 순매수가 가격을 더 끌어올리고, 시장이 하락하고 있을 때는 조세피난처 외국인의 순매도가 가격을 더 하락시킨다. 이는 조세피난처 외국인들의 추세추종매매가 시장 가격의 거품 형성이나 연쇄적 폭락에 관여할 수 있음을 의미한다.

본 논문에 보고하지는 않았지만, 전체 표본기간을 하위기간별로 나누어 조세피난처 외국인의 대규모 거래일 주변의 수익률을 계산하였다. 2006년 1월부터 2007년 3월까지의 15개월을 전반기로, 이후의 15개월을 후반기로 하여 두 개의 하위 표본기간을 나누었다. 이렇게 하위 표본기간을 설정한 것은 2007년 3월이 전체 표본기간의 절반에 해당하기 때문이기도 하지만, 다른 이유도 있다. 2007년 4월은 미국의 모기지업체인 뉴센츄리파이내셜이 파산하며 미국

시장에서 모기지 부실로 인한 우려들이 현실화되며 위기감이 고조된 시기이다. 이 사건이 한국 주식시장에는 직접적인 영향을 주지는 않았지만, 미국과 같은 선진국에서는 금융위기의 징후가 나타나기 시작하였으며 외국인들의 거래에 그 영향이 반영되었을 가능성이 있다. 이에 근거하면 전반기는 일반 시기로, 후반기는 외국인들이 글로벌 금융위기의 영향을 받은 시기로 생각할 수 있을 것이다.

분석결과, 대규모 매수거래의 경우, 후반기의 사건일 수익률(2.116%)이 전반기(1.534%)보다 컸다. CAR(0, 5)로 측정되는 장기 가격충격에서도 후반기가 더 큰 영향력을 가지고 있다. 반면 대규모 매도거래의 경우, 후반기의 사건일 수익률(-0.396%)이 전반기(-0.740%)보다 가격충격의 크기가 더 작았다. 오히려 후반기의 장기 가격충격(CAR(0, 5))은 0.214%로 양(+)의 값으로 역전되었다. 위의 결과들은 글로벌 금융위기에 해당되는 후반기에 조세피난처 외국인들의 매수 영향력은 더 커지고 매도 영향력은 더 작아졌음을 보여준다.

이는 다음 두 가지로 해석될 수 있을 것이다. 첫째, 조세피난처 외국인들이 2007년 글로벌 금융위기의 영향을 크게 받지 않았을 수 있다. 또는 이들이 유동성 부족 현상을 겪었더라도 한국 주식에 관한 의사결정에는 큰 영향을 받지 않았을 수 있다. 위의 결과를 보면 이들이 한국 주식의 가치를 높이 평가하여 매수를 더 강화했다고 해석할 수 있다. 둘째는 조세피난처 외국인들이 우리가 생각하고 있는 보통의 외국인들과 다를 가능성이 있다. 예를 들어, 한국인 이면서 조세피난처의 계좌를 가지고 한국 주식을 거래하고 있다면 2007년에 서브프라임 위기의 영향을 받지 않았을 것이며, 따라서 미국, 영국 등의 외국인들과 다른 거래행태를 보일 수 있다.

〈표 10〉은 패널 회귀분석을 통해 조세피난처 외국인 거래의 가격충격에 대해서 살펴보았다. 앞의 특정 사건일만을 사용한 사건분석의 경우, 이를 전체적으로 적용할 수 있을지 의문이 생길 수 있다. 따라서 전체 자료를 사용한 회귀분석을 사용하여 조세피난처 외국인의 영향력을 다시 한 번 살펴보고자 한다.<sup>12)</sup> 회귀분석에서 종속변수인 가격충격의 변수로는 t일의 개별주식 수익률을 사용하였다. 독립변수로는 조세피난처 외국인의 순매수 측정치를 사용하였다. 순매수 측정치로는 두 변수를 사용하였다. 순매수량비율은 조세피난처로부터의 외국인 일별 순매수량을 해당 주식의 2006년 말 상장주식수로 나눈 비율로 표준화한 값이며, 조세피난처 순매수금액비율은 조세피난처로부터의 외국인 일별 순매수금액을 해당 주식의

12) 이에 대하여 조언하여 주신 심사자에게 감사드립니다.

2006년 말 기업규모로 나눈 비율로 표준화한 수치이다. 통제변수로는 개별주식의 수익률, 시장수익률, 시장 전체의 순매수량을 사용하였다.

〈표 10〉 조세피난처 외국인의 순매수의 가격충격: 패널 회귀분석

본 표는 조세피난처 외국인의 일별 순매수의 가격충격에 대한 패널 회귀분석 결과를 보여주고 있다. 종속변수로는 t일의 개별주식의 가격충격의 변수로 일별수익률을 사용하였다. 독립변수로는 조세피난처 외국인의 순매수 측정치를 사용하였다. NtBuy(t-1)는 t-1일의 순매수량(금액)비율 변수이다. 조세피난처 순매수량비율은 조세피난처로부터의 외국인 일별 순매수량(매수주식수-매도주식수)을 해당 주식의 2006년 말 상장주식수로 나눈 비율로 표준화한 값이며, 조세피난처 순매수금액비율은 조세피난처로부터의 외국인 일별 순매수금액(매수금액-매도금액)을 해당 주식의 2006년 말 기업규모로 나눈 비율로 표준화한 수치이다. 조세피난처로 5개국(케이만제도, 버뮤다, 바하마, 미국령 버진아일랜드, 영국령 버진아일랜드)을 정의하였다. Return(t-1)은 t-1일의 개별주식의 수익률, MNtBuy(t-1)은 t-1일의 시장전체의 순매수량, MReturn(t-1)은 t-1일의 시장수익률(KOSPI 수익률)이다. 표본기간 2006년 1월부터 2008년 6월(2년 6개월, 총 614일)동안 조세피난처로부터 외국인 거래가 존재하는 거래일이 50일 이상인 289개 주식을 표본으로 선정하였다. 회귀계수는 100을 곱한 값을 제시하였으며, 괄호 안은 t-값을 보고하였다.

	순매수량비율				순매수금액비율			
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
NtBuy(t-1)	0.355(4.61)		0.277(3.60)		0.313(4.87)		0.242(3.77)	
NtBuy(t-2)	0.053(0.68)		0.107(1.37)		0.050(0.78)		0.090(1.39)	
NtBuy(t-3)	-0.074(-0.94)		-0.038(-0.49)		-0.095(-1.47)		-0.065(-1.00)	
NtBuy(t-4)	-0.132(-1.70)		-0.076(-0.98)		-0.130(-2.01)		-0.081(-1.25)	
NtBuy(t-5)	-0.022(-0.29)		0.037(0.48)		0.012(0.18)		0.056(0.87)	
Return(t-1)			5.409(20.31)				5.409(20.31)	
Return(t-2)			-3.611(-14.97)				-3.609(-14.96)	
Return(t-3)			-1.237(-5.07)				-1.227(-5.03)	
Return(t-4)			-2.127(-8.72)				-2.119(-8.69)	
Return(t-5)			-3.202(-13.17)				-3.206(-13.18)	
MNtBuy(t-1)			-0.012(-4.25)				-0.012(-4.25)	
MReturn(t-1)			-1.262(-2.14)				-1.263(-2.14)	
Stock-fixed effect	Yes		Yes		Yes		Yes	

〈표 10〉은 고정효과(fixed effect)를 고려한 패널 회귀분석의 결과를 보여주고 있다. 조세피난처 외국인 거래변수 중에서 NtBuy(t-1) 변수가 다음 거래일의 주가수익률과 유의하게 연관되어 있다. 모형 (1)에서 NtBuy(t-1)의 회귀계수는 0.355이며, t-값은 4.61로 유의하다. t-2시차의 회귀계수도 양(+)의 값을 가진다. 이는 조세피난처로부터의 순매수량이 유의적 가격충격이 있음을 의미한다. 통제변수로 주식수익률의 시차변수와 시장 전체의 변수를 포함한 모형 (2)도 동일한 결과를 보여준다. 거래금액을 설명변수로 사용한 모형 (3)~모형



(4)에서도 비슷한 결과를 확인할 수 있다.

### 3.2 변동성

이 부분에서는 변동성의 측면에서 조세피난처 외국인 거래가 미치는 영향에 대하여 살펴보고자 한다. 즉, 조세피난처 외국인 거래가 주식들의 변동성을 증가시키는지에 대한 가설 4를 검증한다. 실증분석에서는 전체 기간을 사용하여 조세피난처 외국인 거래가 주가 변동성에 미치는 영향을 확인하기 위해 다음과 같은 패널 회귀분석을 실시하였다.

$$|Return_{i,t}| = \alpha_i + \sum_{k=1}^5 \beta_k NtBuy_{i,t-k} \oplus + \sum_{k=1}^5 \gamma_k NtBuy_{i,t-k} \ominus + \sum_{k=1}^5 \delta_k Return_{i,t-k} \quad (5) \\ + \zeta MNtBuy_{t-1} + \theta MReturn_{t-1} + \rho MVol_{t-1} + \epsilon_{i,t}$$

여기서,  $|Return_{i,t}|$ 은 주식  $i$ 의  $t$ 거래일의 수익률의 절대값이며 변동성 측정치로 사용되었다. 위의 식은 조세피난처 외국인 순매수( $NtBuy$ )의 크기가 주식의 변동성에 어떤 영향을 주는가에 초점을 두고 있다. 즉, 순매수의 크기가 양(+)이나 음(-)의 값으로 극단적이 될수록 변동성을 증가시키는지 검증하고자 한다. 따라서 다음의 두 경우를 나누어서 변수를 설정하였다.  $NtBuy_{i,t-1} \oplus$ 는 주식  $i$ 의  $t-1$ 거래일의 순매수가 0보다 큰 경우에 그 값을 가지며, 0보다 작은 경우에는 0의 값을 가지는 변수이다. 반대로  $NtBuy_{i,t-1} \ominus$ 는 주식  $i$ 의  $t-1$ 거래일의 순매수가 0보다 큰 경우에 0을 가지며, 0보다 작은 경우에는 그 값을 가지는 변수이다. 만약 매수 측면에서 조세피난처의 매수거래가 많아질수록 주식의 변동성이 증가한다면 회귀계수는 유의적인 양(+)의 값을 가질 것이다. 반대로 매도 측면에서 조세피난처의 매도거래가 많아질수록 주식의 변동성이 증가한다면 회귀계수는 유의적인 음(-)의 값을 가질 것이다. 통제변수로는 수익률의 1~5시차 변수를 사용하였으며, 시장전체의 순매수량( $MNtBuy$ )과 시장수익률( $MReturn$ ), 시장변동성( $MVol$ )도 포함하였다.

〈표 11〉은 고정효과(fixed effect)를 고려한 패널 회귀분석의 결과를 보여주고 있다. 조세피난처의 외국인 거래변수 중에서  $NtBuy_{i,t-1} \oplus$  변수는  $t-1$ 시점의 순매수량이,  $NtBuy_{i,t-1} \ominus$  변수는  $t-1$ 과  $t-2$ 시점의 순매수량이 추가변동성과 유의하게 연관되어 있다. 모형 (1)에서  $NtBuy_{i,t-1} \oplus$ 의 회귀계수는 0.503이며,  $t$ -값은 6.3으로 유의하다.  $NtBuy_{i,t-1} \ominus$ 의 회귀계수는 -0.564( $t$ -값 = -7.24),  $NtBuy_{i,t-2} \ominus$ 의 회귀계수는 -0.277( $t$ -값 = -3.53)로

**<표 11> 조세피난처 외국인의 순매수가 변동성에 미치는 영향**

본 표는 조세피난처 외국인의 일별 순매수와 변동성과의 관계에 대한 패널 회귀분석 결과를 보여주고 있다. 종속 변수로는 t일의 개별주식의 변동성으로 일별수익률의 절대값을 사용하여 측정하였다. 독립변수로는 조세피난처 외국인의 순매수 측정치를 사용하였다.  $NtBuy\oplus(t-1)$ 은 t-1일의 순매수가 0보다 큰 경우에 그 값을 가지며, 0보다 작은 경우에는 0의 값을 가지는 변수이다. 반대로  $NtBuy\ominus(t-1)$ 은 t-1일의 순매수가 0보다 큰 경우에 0을 가지며, 0보다 작은 경우에는 그 값을 가지는 변수이다. 조세피난처 순매수량비율은 조세피난처로부터의 외국인 일별 순매수량(매주주식수-매도주식수)을 해당 주식의 2006년 말 상장주식수로 나눈 비율로 표준화한 값이며, 조세피난처 순매수금액비율은 조세피난처로부터의 외국인 일별 순매수금액(매수금액-매도금액)을 해당 주식의 2006년 말 기업규모로 나눈 비율로 표준화한 수치이다. 조세피난처로 5개국(케이만제도, 버뮤다, 바하마, 미국령 버진아일랜드, 영국령 버진아일랜드)을 정의하였다.  $Return(t-1)$ 은 t-1일의 개별주식의 수익률,  $MNtBuy(t-1)$ 은 t-1일의 시장전체의 순매수량,  $MReturn(t-1)$ 은 t-1일의 시장수익률(KOSPI 수익률),  $MVol(t-1)$ 은 t-1일의 KOSPI 수익률의 절대값으로 구한 시장변동성이다. 표본기간 2006년 1월부터 2008년 6월(2년 6개월, 총 614일)동안 조세피난처로부터 외국인 거래가 존재하는 거래일이 50일 이상인 289개 주식을 표본으로 선정하였다. 회귀계수는 100을 곱한 값을 제시하였으며, 괄호 안은 t-값을 보고하였다.

	순매수량비율				순매수금액비율			
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
$NtBuy\oplus(t-1)$	0.503(6.30)		0.412(5.17)		0.599(8.80)		0.517(7.60)	
$NtBuy\oplus(t-2)$	0.068(0.85)		0.084(1.06)		0.178(2.60)		0.183(2.68)	
$NtBuy\oplus(t-3)$	-0.355(-2.69)		-0.331(-2.51)		-0.279(-2.60)		-0.253(-2.37)	
$NtBuy\oplus(t-4)$	0.129(1.61)		0.120(1.50)		0.236(3.44)		0.227(3.32)	
$NtBuy\oplus(t-5)$	0.133(1.39)		0.118(1.24)		0.286(3.65)		0.264(3.37)	
$NtBuy\ominus(t-1)$	-0.564(-7.24)		-0.537(-6.93)		-0.708(-11.11)		-0.677(-10.66)	
$NtBuy\ominus(t-2)$	-0.277(-3.53)		-0.276(-3.54)		-0.435(-6.76)		-0.436(-6.80)	
$NtBuy\ominus(t-3)$	-0.065(-0.84)		-0.012(-0.15)		-0.127(-1.98)		-0.075(-1.18)	
$NtBuy\ominus(t-4)$	-0.314(-4.03)		-0.321(-4.13)		-0.404(-6.31)		-0.404(-6.33)	
$NtBuy\ominus(t-5)$	-0.206(-2.62)		-0.196(-2.51)		-0.308(-4.73)		-0.287(-4.43)	
$Return(t-1)$			3.485(18.49)				3.448(18.31)	
$Return(t-2)$			0.194(1.13)				0.149(0.87)	
$Return(t-3)$			-1.649(-9.56)				-1.681(-9.75)	
$Return(t-4)$			0.269(1.55)				0.211(1.22)	
$Return(t-5)$			0.721(4.18)				0.637(3.70)	
$MNtBuy(t-1)$			0.006(2.73)				0.005(2.63)	
$MReturn(t-1)$			-11.113(-26.41)				-11.106(-26.41)	
$MVol(t-1)$			14.475(24.85)				14.222(24.43)	
Stock-fixed effect	Yes		Yes		Yes		Yes	

유의적이다. 이는 조세피난처로부터의 순매수량이 극단적으로 커질수록 주가의 변동성이 높아지는 경향이 있으며, 순매도일 경우의 영향력이 더 큰 비대칭성이 존재함을 의미한다. 통제변수로 주식수익률의 시차변수와 시장 전체의 변수를 포함한 모형 (2)도 동일한 결과를 보여준다. 거래금액을 설명변수로 사용한 모형 (3)~모형 (4)에서도 비슷한 결과를 확인할

수 있다.

패널 회귀분석 결과, 매수와 매도 측면 모두에서 조세피난처의 외국인 거래가 많아질수록 주식의 변동성이 증가함을 보여준다. 이는 조세피난처 외국인 거래가 유의적으로 한국 주식 시장의 변동성을 증가시킴을 의미한다.

본 논문에 보고하지는 않았지만, 하위 표본기간으로 구분한 패널 회귀분석을 시행하였다. 두 기간 모두에서  $t-1$ 시점의  $NtBuy_{\oplus}$ 와  $NtBuy_{\ominus}$  변수가 추가변동성과 유의하게 연관되어 있다. 모형 (2)의 전반기  $NtBuy_{\oplus}(t-1)$ 의 회귀계수는 0.341이며, 후반기의 회귀계수는 0.262이다. 전반기  $NtBuy_{\ominus}(t-1)$ 의 회귀계수가 -0.248이며, 후반기의 회귀계수가 -0.388이다. 거래금액을 설명변수로 사용한 모형에서도 비슷한 결과를 보여준다.

## V. 결 론

본 연구는 조세피난처 외국인의 거래가 한국 주식시장에 유의적인 영향을 주는지를 가격 충격과 변동성 측면에서 실증분석하였다. 그에 앞서 먼저 조세피난처 외국인들의 거래 현황을 살펴보았다. 표본기간인 2006년 1월부터 2008년 6월까지 2년 6개월 동안 한국거래소에 상장된 보통주 종목들의 외국인 거래 내역을 국가별로 합계하였다. 조세피난처 외국인 투자자들의 한국 주식시장에서의 거래규모는 조세피난처 국가들의 경제규모를 고려하여 보면 특이할 정도로 컸다. 외국인 거래의 10% 정도가 조세피난처를 통하여 이루어졌으며 이는 미국의 13%와도 큰 차이를 보이지 않았다. 특히 케이만제도의 9%의 비중은 그들의 국가 경제규모에 비하면 엄청난 것이다.

다음은 조세피난처 외국인들이 과거 수익률에 따라 추세추종매매하는 행태를 보이는지 조사하였다. 조세피난처 외국인들은 시장수익률이 상승할 때 매수하고 하락할 때 매도하는 경향이 있었다. 또한 수익률이 상승한 주식일수록 매수하고 하락한 종목일수록 매도하는 경향이 뚜렷하였다. 이는 조세피난처의 외국인들이 추세추종매매 전략을 구사함을 의미한다.

마지막으로 조세피난처로부터의 거래가 한국 주식시장에 유의적인 영향을 주는지를 분석하였다. 이를 위해 ‘조세피난처의 외국인 거래가 유의한 가격충격 효과를 지니는가?’, ‘주식의

변동성을 증가시키는가?’를 검증하였다. 먼저 사건연구의 방법론을 통하여, 조세피난처 외국인들의 대규모의 거래가 당일의 수익률에 유의적인 가격충격을 줌을 확인하였다. 특히 매수 거래의 가격충격은 이후 거래일에도 그 충격이 계속되는 지속성을 보였다. 또한 패널 회귀 분석을 통하여 조세피난처 외국인 거래의 규모가 증가할수록 주식의 변동성이 증가함을 발견하였다.

본 연구는 조세피난처 외국인들의 거래가 가격충격과 변동성 측면에서 한국 주식시장에 미치는 영향에 초점을 맞추었다. 하지만 조세피난처 외국인들의 거래행태나 영향에 대해서 여전히 의문인 점들이 많다. 예를 들면, 조세피난처 외국인들의 상당수가 실제로는 내국인이라면, 이들을 통한 시세조종이나 내부자 거래 등 불공정거래의 가능성은 얼마나 될 것인가? 또한 조세피난처 외국인들의 거래는 주가를 예측하는 사적 정보를 포함하고 있는가? 등이다. 이런 다양한 주제들이 향후에 더 연구되길 기대해 본다.

## 참고문헌

- 길재욱, 김나영, 손용세, “한국 주식시장의 투자주체별 거래행태에 관한 분석,” 한국증권학회지, 제35권 (2006), pp. 77-106.
- (Translated into English) Khil, J., N. Y. Kim, and Y. S. Sohn, “The Impact of the Investors’ Trading Behavior on the Return and the Volatility in the Recent Korean Stock Market,” *Asian-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 35 (2006), pp. 77-106.
- 서영준, 권순창, “조세피난처를 이용한 조세회피행위,” 세무학연구, 제26권 (2009), pp. 9-34.
- (Translated into English) Seo, Y. J. and S. C. Kweon, “Tax Avoidance by the Use of Tax Haven,” *Korean Journal of Taxation Research*, Vol. 26 (2009), pp. 9-34.
- 안숙찬, “조세피난처의 이용과 기업특성,” 세무학연구, 제29권 (2012), pp. 257-283.
- (Translated into English) Ahn, S. C., “Tax Haven Operations and Firm Characteristics,” *Korean Journal of Taxation Research*, Vol. 29 (2012), pp. 257-283.
- 정재만, 전용호, 최 혁, “전략적 반복주문을 통한 고빈도 거래가 한국 주식시장에 미치는 영향,” 재무연구, 제27권 (2014), pp. 177-211.
- (Translated into English) Chung, J. M., Y.-H. Cheon, and H. Choe, “High Frequency Trading and Its Effect on the Korean Stock Markets: A Case of Strategic Runs,” *Asian Review of Financial Research*, Vol. 27 (2014), pp. 177-211.
- Aitken, M. J., A. Frino, M. S. McCorry, and P. L. Swan, “Short Sales are Almost Instantaneously Bad News: Evidence from the Australian Stock Exchange,” *Journal of Finance*, Vol. 53 (1998), pp. 2205-2223.
- Aggarwal, R. K. and G. Wu, “Stock Market Manipulations,” *Journal of Business*, Vol. 79 (2006), pp. 1915-1954.
- Balduzzi, P., G. Bertola, and S. Foresi, “Asset Price Dynamics and Infrequent Feedback Trades,” *Journal of Finance*, Vol. 50 (1995), pp. 1747-1766.

- Bandopadhyaya, A. and J. L. Grant, "A Survey of Demographics and Performance in the Hedge Fund Industry," *Journal of Investing*, Vol. 16 (2007), pp. 7–17.
- Battalio, R. and P. Schultz, "Regulatory Uncertainty and Market Liquidity: The 2008 Short Sale Ban's Impact on Equity Option Markets," *Journal of Finance*, Vol. 66 (2011), pp. 2013–2053.
- Beber, A. and M. Pagano, "Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007–09 Crisis," *Journal of Finance*, Vol. 68 (2013), pp. 343–381.
- Ben-David, I., K., Franzoni, F., Landier, A., and R. Moussawi, "Do Hedge Funds Manipulate Stock Prices?," *Journal of Finance*, Vol. 68 (2013), pp. 2383–2434.
- Brennan, M. J. and H. H. Cao, "International Portfolio Investment Flows," *Journal of Finance*, Vol. 52 (1997), pp. 1851–1880.
- Chan, L. K. C. and J. Lakonishok, "Institutional Trades and Intraday Stock Price Behavior," *Journal of financial Economics*, Vol. 33 (1993), pp. 173–199.
- Chan, L. K. C. and J. Lakonishok, "The Behavior of Stock Prices around Institutional Trades," *Journal of Finance*, Vol. 50 (1995), pp. 1147–1174.
- Chiyachantana, C. N., P. K. Jain, C. Jiang, and R. A. Wood, "International Evidence on Institutional Trading Behavior and Price Impact," *Journal of Finance*, Vol. 59 (2004), pp. 869–898.
- Choe, H., B.-C. Kho, and R. M. Stulz, "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997," *Journal of Financial Economics*, Vol. 54 (1999), pp. 227–264.
- Comerton-Forde, C. and T. J. Putnins, "Measuring Closing Price Manipulation," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 20 (2011), pp. 135–158.
- Cutler, D. M., J. M. Poterba, and L. H. Summers, "Speculative Dynamics and the Role of Feedback Traders," *American Economic Review*, Vol. 80 (1990), pp. 63–68.
- DeLong, J. B., A. Shleifer, L. H. Summers, and R. J. Waldmann, "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation," *Journal of*

- Finance*, Vol. 45 (1990), pp. 379–395.
- Dharmapala, D. and J. R. Hines Jr., “Which Countries Become Tax Havens?,” *Journal of Public Economics*, Vol. 93 (2009), pp. 1058–1068.
- Froot, K. A., P. G. J. O’connell, and M. S. Seasholes, “The Portfolio Flows of International Investors,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 59 (2001), pp. 151–193.
- Hendershott, T., C. M. Jones, and A. J. Menkveld, “Does Algorithmic Trading Improve Liquidity?,” *Journal of Finance*, Vol. 66 (2011), pp. 1–33.
- Hillion, P. and M. Suominen, “The Manipulation of Closing Prices,” *Journal of Financial Markets*, Vol. 7 (2004), pp. 351–375.
- Hines Jr, J. R. and E. M. Rice, “Fiscal Paradise: Foreign Tax Havens and American Business,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109 (1994), pp. 149–182.
- Kang, J.-K. and R. M. Stulz, “Why is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 46 (1997), pp. 3–28.
- Keim, D. B. and A. Madhavan, “Anatomy of the Trading Process: Empirical Evidence on the Behavior of Institutional Traders,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 37 (1995), pp. 371–398.
- Keim, D. B. and A. Madhavan, “The Upstairs Market for Large-block Transactions: Analysis and Measurement of Price Effects,” *Review of Financial Studies*, Vol. 9 (1996), pp. 1–36.
- Keim, D. B. and A. Madhavan, “Transaction Costs and Investment Style: An Interexchange Analysis of Institutional Equity Trades,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 46 (1997), pp. 265–292.
- Kim, W. and S.-J. Wei, “Offshore Investment Funds: Monsters in Emerging Markets?,” *Journal of Development Economics*, Vol. 68 (2002), pp. 205–224.
- Kraus, A. and H. R. Stoll, “Price Impacts of Block Trading on the New York Stock Exchange,” *Journal of Finance*, Vol. 27 (1972), pp. 569–588.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny, “The Impact of Institutional Trading

on Stock Prices,” *Journal of financial Economics*, Vol. 32 (1992), pp. 23–43.

Nofsinger, J. R. and R. W. Sias, “Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors,” *Journal of Finance*, Vol. 54 (1999), pp. 2263–2295.

OECD, “Harmful Tax Competition: An Emerging Global Issue,” 1998.

OECD, “Towards Global Tax Co-operation: Progress in Identifying and Eliminating Harmful Tax Practices,” 2000.

Richards, A., “Big Fish in Small Ponds: The Trading Behavior and Price Impact of Foreign Investors in Asian Emerging Equity Markets,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40 (2005), 1–27.