

## 주식시장개방과 주가행태 : 회계정보의 역할\*

송인만

성균관대학교 경영학부 교수  
(imsong@yurim.skku.ac.kr)

박철우

순천대학교 회계학과 부교수  
(pool@sunchon.sunqon.ac.kr)

본 연구는 주식시장개방 이후 우리 나라 주식시장에서 투자자들의 회계정보에 대한 인식변화로 주가행태에 변화가 발생했는지 여부를 검증하는 것을 목적으로 하였다.

검증결과에 따르면 주식시장개방 이후에 업종별 주가변동의 동조화현상이 감소하고 주가수준의 차별화정도가 증대한 것으로 밝혀졌다. 주가수준의 차별화정도를 설명하는 요인으로서 기업의 순이익과 순자산장부가치 등 회계수치의 영향력이 전반적으로 증대했는데, 특히 개방 전에 비해 순자산장부가치의 영향력이 커진 것으로 나타났다. 또한 주식시장 개방이후에 주가변동을 설명하는 변수로서 회계이익수준 및 회계이익변동의 설명력이 크게 향상된 것으로 나타났다.

이러한 검증결과는 주식시장개방 이후에 투자자들의 회계정보에 대한 인식이 향상되었다는 본 연구의 기본 가설을 뒷받침해주고 있다. 이러한 인식변화가 발생하게된 원인은 주식시장개방 초기에 기본적 투자분석기법을 구사한 외국인 투자자들의 역할이 컸기 때문인 것으로 보인다. 본 연구는 주식시장에서 투자자들의 회계정보에 대한 인식변화를 실증적으로 제시함으로써 여러 가지 정책적·학술적 의미를 가진다.

### I. 연구목적 및 필요성

회계수치가 투자자들의 의사결정에 어떤 형태로든지 이용되고 있으리라는 것이 회계에 관심 있는 사람들의 견해다. 이에 근거하여 많은 주식시장에 근거한 회계학연구에서는 이를 다각적으로 검증하려는 시도를 해왔다. 불과 몇 년 전까지만 해도 한국의 주식시장에서 투자자들의 회계정보에 대한 무관심은 회계연구가들을 실망시켜온 것으로 이해되고 있다. 업종별 주가동조화 현상, 그리고 풍문에 의한 투자와 투기가 지배적인 것으로 비쳐져 왔으며, 심지어 투자자 및 증권실무가들은 회계정보와 주가는 별개라는 생각을 갖기도 했다. 또한 우리나라

의 재무제표는 유용성이 적다는 이유로 실무계나 학계에서는 회계정보에 근거한 투자모형의 개발에 소홀하였다.

그러나 최근의 국내외 몇몇 연구에서는 재무제표에 근거한 기본적 분석(fundamental analysis)에 의해 투자전략을 수립하면, 초과수익율을 얻을 수 있다는 보고를 하고 있다. 또한 1992년 주식시장의 개방과 1993년의 금융실명제 실시 이후 주식의 내재가치를 토대로 한 주가의 차별화 혹은 양극화로 표현되는 국내 주식시장의 구조개편이 있었다는 것이 실무계의 보편적인 인식이다. 이러한 사실은 기업가치결정에서 회계수치의 역할이 중요시되고 있으며, 투자자들의 회계정보에 대한 인식이 크게 변화고 있음을 시사한다.

최근 우리 나라 주식시장에서 기관투자자의 시장 참여 확대와 외국인투자자의 시장참여에 따른 영향은 학계와 실무계의 주요 연구대상으로 부각되고 있고, 몇몇의 연구결과가 이미 발표된 바 있다. 이들 연구는 대부분 외국인 및 기관투자자의 투자행태에 초점을 두고 있으며, 대체로 기관투자자의 역할, 증시기관화의 필요성과 문제점, 기관투자자의 증시영향력, 기관투자자의 병행거래 유무 및 주가 변동성, 기관투자자 및 외국인투자자가 특정주식을 선호하는 이유 등에 관한 연구로 요약될 수 있다. 한편 실무계의 설명대로 기본적 분석에 근거한 주가차별화 현상이 발생하고 있다면, 구체적으로 회계정보는 주가차별화에 어느 정도 기여했으며, 회계정보의 역할이 주식시장 개방 전에 비해 어느 정도 중요하게 되었을 지에 대한 확인과정이 필요할 것이다. 또한 일반투자자들이 투자 의사결정에 적용할 수 있도록 회계수치를 기업가치에 직접 연결시키는 평가모형을 개발하는 것도 중요하다.

기업가치결정에 있어서 회계수치의 역할에 대해서는 Ohlson(1991)에서 심도 있게 논의되고 있다. Ohlson은 Edwards와 Bell(1961)을 발전시켜 기업가치를 회계이익, 순자산장부가치 등과 같은 회계수치의 함수로 설명하려는 시도를 하였다. 본 연구는 Ohlson(1991)에서 제시된 기업가치결정모형을 이용하여 주식시장 개방시점을 전후로 한 회계정보에 대한 인식변화를 검증하고자 한다.

본 연구에서는 구체적으로 주식시장개방 이후로 다음과 같은 주가행태와 여기에서의 회계정보의 역할을 검증하고자 한다.

- 1) 주가변동의 동조화현상이 감소하고 주가수준의 차별화정도가 심화되었는가?
- 2) 주가차별화 및 주가변동이 회계수치에 관련되어 있는가?

본 연구의 실증분석결과에 따르면 주식시장개방 이후 업종별로 주가변동의 동조화 현상은 감소되고 주가수준의 차별화 정도가 증대했으며, 개별기업 고유요인의 영향력이 상대적으로 증가한 것으로 밝혀졌다. 한편, 주식시장개방 이후의 업종별 주가수준 차별정도를 설명하는 요인으로서 기업의 순이익과 순자산장부가치 등 회계수치의 영향력이 전반적으로 증대했으며, 특히 개방 전에 비해 순자산장부가치의 영향력이 커진 것으로 나타났다. 또한 주식시장개방 이후에 주가변동을 설명하는 변수로서 회계이익수준 및 회계이익변동의 설명력이 크게 향상된 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 주식시장개방이후에 투자자들의 회계정보에 대한 인식이 향상되었다는 본 연구의 기본 가설을 뒷받침해 주고 있다. 이러한 인식변화가 발생하게된 주요 원인은 주식시장개방 초기에 기본적 분석에 근거한 투자행태를 견지한 외국인 투자자들의 역할이 컸기 때문일 것이다.

## II. 연구의 배경

### 2.1 선행연구의 검토

- (1) 자본시장의 상대적 정보효율성에 관한 국가별 비교 연구

회계정보에 대한 주식시장의 반응을 국가별로 비교함으로써 정보효율성의 상대적인 차이를 규명하려는 시도가 있었다. 비교적 최근에 이루어진 연구들을 중심으로 이들의 관심과 검증결과들을 살펴보고자 한다.

Alford 등(1993)에서는 국가별 자본시장의 차이

- 회계원칙, 공시정책, 기업의 소유구조 -가 회계정보의 유용성에 중요한 차이를 유발하는 지를 검증하고자 했다. 이 연구에서는 17개 국가들의 회계기준 및 정보환경의 다양성을 확인하고자 광범위한 증거들을 수집하였으며, 1983-1990년 동안의 자료를 이용하여 검증한 결과 각 나라마다 회계이익의 정보내용 및 적시성에 중요한 차이를 발견할 수 있었다.

Booth 등(1994)에서는 미국과 핀란드의 주식시장을 중심으로 회계이익과 주가간의 함수관계가 성립하는 지를 파악하고자 했다. 1976-1986년의 자료를 이용하여 검증한 결과 양국가에서 모두 회계이익과 주가간에 비례적인 관계가 성립하지 않으며, 그 때문에 소위 E/P 효과가 양국가에서 관찰되는 것으로 보고 있다. 또한 미국과 핀란드의 자본시장이 회계이익의 결정방법과 주식거래규모 측면 등에서 차이가 있음에도 불구하고 검증결과는 유사하게 나타났다.

Frost와 Pownall(1994)에서는 미국과 영국의 연차이익 및 분기별이익의 발표에 대한 주가반응을 비교하고자 했다. 검증결과 미국의 시장에서 이익 발표에 대한 주가반응이 더 크게 나타났으며, 미국의 시장이 유동성이 크고 정보의 공시가 더 빈번히 이루어지고 있음을 보고하고 있다.

이 밖에 Dawson(1984)은 각국의 주식시장간의 효율성을 비교하였는데, 개발도상국의 주식시장이 비효율적인 이유는 엄격하지 않은 정보공시요건, 기업의 정보공시 태만, 엄격하지 않은 회계처리규정에 있다고 하였다. Hawawini(1984)는 14개 유럽국가들의 자본시장의 효율성을 설문조사를 통해 연구하였으며, Lessard(1990)는 각국의 회계정보의 공시에 대한 정보효과와 시장효율성에 관한 연구들을 요약하여 정리하고 있다.

## (2) 한국의 주식시장 개방이후의 투자패턴의 변화에 관한 연구

연강흠(1994)에서는 투자주체를 개인투자자, 기관투자자, 외국인투자자집단 등으로 나누고, 1992.1 - 1993.6 동안의 투자주체별 거래량과 매수매도비율을 분석하여 외국인투자자의 투자행태가 국내투자자의 투자행태에 어느 정도 영향을 주는가를 검토하였다. 분석결과 외국인투자자의 거래량은 개인투자자와 기관투자자 모두에게 영향을 주며, 개인투자자의 거래량도 기관투자자와 외국인투자자의 거래량에 영향을 주고 있으나, 기관투자자의 거래량은 개인투자자의 거래량에 약하게 영향을 미치고, 외국인투자자에는 영향을 미치지 못하는 것으로 밝히고 있다.

김철중(1995)에서는 기관투자자와 외국인투자자들이 어떤 주식을 선호하는가를 파악하기 위해서 기업의 재무적특성변수를 이용한 판별분석을 시도하였다. 분석결과에 따르면 기관투자자와 외국인투자자들이 선호하는 주식을 식별하는 변수로서 기업규모, 노동집약도, 매출수익성, 보통주이익지급정도 등이 공통적으로 이용될 수 있고, 기관투자자들에게는 추가로 자본배분의 안정성지표가, 외국인투자자에게는 PER이 의미가 있음을 보고하고 있다.

이밖에 이돈혁(1995), 전철홍(1994)들에서는 주식시장 개방 이후 외국인 투자자들의 투자행태 및 우리 나라 자본시장 구조변화 등에 관해서 실무적인 접근을 하고 있다.

## 2.2 우리 나라 주식시장개방과 투자행태의 변화

### (1) 주식시장개방과정

일반적으로 자본시장의 개방은 금융 및 자본시장

자체의 발전과 국민경제가 내외적인 균형성장을 위해서는 반드시 요청되는 발전과정으로 보고 있다. 우리 나라에서도 자본시장개방에 대비하여 1981년에 '자본시장 국제화 장기계획'을 발표하였으며, 80년대 중반 이후 국제수익투자 등 우리 경제 여건이 크게 향상됨에 따라 88년 12월에는 자본시장 국제화 장기계획을 구체화하여 '연차별 자본시장 국제화계획('89-'92년)'을 발표하고 이를 단계적으로 추진하였다. 이에 따라 '90년까지는 81년부터 추진해오던 외국인 전용수익증권, 코리아펀드 등과 해외증권발행을 통한 외국인 간접주식투자를 확대하였으며, 91년 9월에는 주식시장개방 추진방안을 최종적으로 확정·발표하였다.

증권관리위원회는 정부의 주식시장개방 추진방안을 수용한 '외국인의 주식매매거래 등에 관한 규정'을 제정하고 우선 해외증권전환주식 매각대금을 국내 재투자 외국인에게 적용토록 한 바 있으며, 92년 1월 3일부터는 일반외국인에게 주식시장을 개방하게 되었다.

그 동안 우리 나라의 주식시장개방과정은 1981년말부터 발행한 외국인 전용수익증권에서 시작한다. 그러나 외국인 전용수익증권은 신탁재산의 관리 및 운용을 국내투자신탁회사가 전담하기 때문에 간접투자이면서도 외국인이 특정주식을 선택하거나 주주권을 행사할 수 없는 형태를 띠었다. 1984년에 Korea Fund의 설정을 시작으로 외국인 전용펀드를 통한 외국인의 국내주식에 대한 간접투자가 본격적으로 허용되었다. 그러나 외국인전용투자펀드는 국내투자신탁회사가 아닌 외국인의 전문기관이 운용을 담당하지만 개별적으로 주식을 선택하지는 못했다.

1985년부터는 해외전환사채의 전환, 해외신주인수권부사채의 행사, 해외주식에탁증서의 원주전환

권행사 등 해외증권발행과 관련한 외국인의 주식취득이 허용됨으로써 제한적으로 외국투자자가 특정주식에 한해 투자할 수 있게 되었다. 이 경우 취득한 주식으로부터 발생하는 유·무상증자, 주식배당 등에 의한 추가적인 주식취득은 가능하지만 주식매각대금으로 다른 주식에 투자할 수는 없었다.

1991년 9월 30일부터 1인당 2%, 종목당 5% 한도 이내에서 해외증권전환주식을 매각한 대금으로 다른 상장회사주식에 투자할 수 있게 되었다.

이상의 단계적 개방을 거쳐 1992년 1월 3일부터 국민주를 제외한 전 상장종목에 외국인 주식투자를 허용, 외국인 1인 3%, 종목당 10% 한도범위내에서 투자가 허용되었다. 그 후 [표1]에서 보는 바와 같이 1994년 12월, 1995년 7월, 1996년 4월, 1996년 10월, 1997년 5월 및 11월 등 6차례에 걸쳐 투자한도를 확대하여 1997년 11월 현재 외국인 1인당 7%, 종목당 26% 범위 내에서 투자가 허용되고 있다. 또한 1994년 7월 1일부터 채권시장이 제한적으로 투자가 허용되어 중소기업 발행 전환사채 및 저금리공채에 대한 직접투자가 허용되었으며, 종래 기관투자자로 한정하였던 해외증권투자를 개인에게도 허용하였다.

## (2) 외국인 투자자의 투자전략

외국인투자자는 국제자본시장에서 분산이 잘된 포트폴리오를 보유함으로써 효율적 투자선을 확장하여 보다 우월한 투자기회를 가질 수 있다. 외국인이 국내자본시장에 투자하여 얻을 수 있는 총수익은 자본이득(시세차익), 배당금수익, 그리고 통화가치의 변동에 의한 통화수익으로 구성된다. 외국투자는 자국시장에서의 투자보다 통화위험이 추가되어 위험이 커질 수 있겠으나 통화수익율과 시

[표1] 주식시장개방 및 외국인 주식투자한도의 변화과정

연 도	개방정책	종목별 취득한도	공공법인 취득한도
1991. 9.30	'외국인의 주식매매거래 등에 관한 규정' 발표 -해외증권전환주식 매각대금의 국내 재투자율 외국인에 적용	5%(1인 2%)	
1992. 1. 3	일반외국인에 주식시장 개방	10%(1인 3%)	취득불가
1992. 5.20	공공법인의 주식에 대한 외국인의 투자허용 계획	- 상동 -	8%(1인 1%) (한전:92.10, 포철:92.11)
1994.12. 1	외국인 주식투자한도 확대	12%(1인 3%)	- 상동 -
1995. 7. 1	외국인 주식투자한도 확대	15%(1인 3%)	10%(1인 1%)
1996. 4. 1	외국인 주식투자한도 확대	18%(1인 4%)	12%(1인 정관결정사항)
1996.10. 1	외국인 주식투자한도 확대	20%(1인 5%)	15%(1인 정관결정사항)
1997. 5. 2	외국인 주식투자한도 확대	23%(1인 6%)	18%(1인 정관결정사항)
1997.11. 3	외국인 주식투자한도 확대	26%(1인 7%)	21%(1인 정관결정사항)

장수익률과의 상관관계가 크지 않을 때는 총위험은 감소할 수도 있으므로 통화위험의 영향은 전체포트폴리오에 대상으로 고려되어야 할 것이다. 즉, 투자기간이 단기인 경우 통화손익이 자본이득을 초과하는 상황도 있으나, 장기적으로는 한 통화의 가치하락이 다른 통화가치 상승에 의해 상쇄될 수 있고, 투자에 따른 환위험을 주요 통화에 대한 선도, 선물 및 옵션계약 등을 통해 헷지함으로써 통화수익이 총수익에 미치는 영향을 감소시킬 수 있다. 따라서 해외시장과 국내시장과의 상관관계가 높지 않을 경우에는 해외분산투자에 의해 보다 효율적인 포트폴리오를 구성할 수 있게 된다.

외국인 투자자들은 국내 투자자들에 비해 국내기업 및 경제상황에 대한 정보를 신속히 입수하고 처리하는데 불리한 입장에 놓이게 된다. 따라서 외국인 투자자들은 개별종목에 대한 단기적 정보 보다는 경제의 전반적인 상황예측을 근거로 하여 투자시점을 포착하고, 주식시장의 장기적인 추세와 기

업의 내재가치를 중시하는 안정적인 투자성향을 보이게 된다.

실무계의 관측에 따르면 증권시장 개방초기에 외국인 투자자들은 일반적으로 중장기투자, 대형우량주 위주의 투자, 기본적 투자분석 기법 등을 활용하는 투자성향을 보인 것으로 알려져 있다.

투자패턴의 장·단기를 판단하는 지표인 매매회전율을 비교할 때 1993년의 경우 시장전체의 매매회전율이 186%인데 비해 외국인투자자들은 62.0%의 회전율을 보임으로써 중장기적인 성향임을 나타냈다. 일반적으로 외국인 투자자들은 국내투자자들보다 정보면에서 경쟁열위에 있기 때문에 특정정보에 의존하는 단기투자보다는 장기적 전망에 따른 중장기 투자패턴을 보이는 것으로 해석되고 있다.

또한, 외국인 투자자들은 국내기업 및 증시여건에 상대적으로 익숙하지 않기 때문에 재무정보공시의 신뢰성이 높고 기업전망에 관한 불확실성이 적은 우량기업의 주식을 선호하며, 기업분석비용, 정

보비용 및 거래비용을 줄이기 위해 대형주 위주의 투자를 보인 것으로 알려져 있다. 이러한 관측은 1993년도에 외국인투자종목의 평균자본금 규모가 510억원인데 비해 비투자종목의 평균자본금이 172억원이었던 점을 근거로 하고 있다.

증시개방초기에 외국인투자자들은 이익의 내부유보율과 자기자본이익율은 높고, 주가수익비율(PEER)이 낮은 종목을 선호하였다. 그 중 유동성이 결여된 것으로 판단된 종목들을 제외하고는 한도소진된 후에는 대형우량주를 매입하려는 경향을 보였다. 그러나 외국인 투자자들의 기본적인 원칙으로 투자대상 종목을 선택할 때 주당순이익과 성장성을 중요시하고, 내재가치에 근거한 투자기법을 활용하는 태도를 계속적으로 유지하였던 것으로 알려져 있다.

### (3) 외국인투자자로 인한 주식시장의 변화

주식시장의 개방 이후 우리 나라 주식시장에서 몇 가지 변화가 있었다. 변화의 직접적인 요인으로 외국인투자자를 연관시킬 수 있는 지는 의문의 여지가 있지만 대체로 실무계에서 지적하는 변화들로 증시규모의 확대, 외국인 투자자 동향에 대한 내국인 투자자들의 관심 증대, 투자지표의 활용 증대, 주가의 양극화 현상 등을 들 수 있다.

첫째, 증권시장규모가 확대되었다. 증시개방 직전연도인 1991년말에는 주식의 시가총액이 73조원(상장주식수 51억주)이었으나 개방직후인 '92년말에는 84조원(54억주), '93년말 112조원(57억주), '94년말 151조원(69억주), '95년말 141조(76억주), '96년말 117조원(86억주)등으로 증가

하였다. 그 중에서 외국인 투자자들이 소유하고 있는 주식의 시가는 '92년말에 2.2조원(1.1억주), '93년말 8.6조원(3.9억주), '94년말 12조원(5억주), '95년말 14조원(6.2억주), '96년말 12조원(8.3억주) 등으로 매년 증가하였다.

둘째, 외국인투자자의 동향이 주가변동의 주요한 변수로 등장하였다. 투자자별(외국인, 기관투자자, 개인투자자) 거래량변동과 주가변동과의 관계를 실증분석한 결과에 따르면, 외국인 투자자의 거래량 변동이 주가에 영향을 미치는 중요한 요인임을 보고하고 있다<sup>1)</sup>.

셋째, 증시개방 이후 투자척도에 대한 관심이 증가되었다. 개방 이전에는 국내투자자들이 투자척도에 대해서 관심을 크게 가지지 않았으나, 개방 이후에는 외국인투자자들이 내재가치에 근거한 투자행태를 보이게 되자, 국내 투자자들도 PER, PBR 등의 투자척도를 활용하게 되었다. 이에 따라 개방 이전에는 시장전체 혹은 업종별로 유사한 주가움직임을 보였으나, 개방 이후에는 회사별 실적에 따라 개별주식의 주가움직임이 결정되는 양상을 보이게 되었다. 특히 PER은 '低 PER株 革命'이라는 별명이 붙을 정도로 주식시장개방 이후 대표적인 투자척도로 부각되었다.

넷째, 주가가 양극화되는 현상이 있었다. 증시개방 이후에는 과거의 시장전체 혹은 그룹별로 주가가 동반상승 동반하락하는 현상이 많이 감소되었다. 개별기업의 경영성과에 따라 수익력이 낮은 기업들은 시장전체의 주가흐름에 편승하지 못하고 깊은 정체상태에 빠지게 되었으며, 우량기업들과 부실기업들간의 주가의 격차가 큰 폭으로 확대되어 주가가 양극화되는 현상이 있었다. 또한 투자자들은

1) 연강홍(1994)에서는 외국인투자자의 순매수와 주가지수는 正의 상관관계가 있음을 보고하고 있다.

투자대상기업의 미래 성장잠재력에 관심을 가지게 되어 내재가치가 우수하고 미래 성장성이 크다고 판단되는 기업의 주가는 지속적으로 상승하였다.

자의 순매수와 주가지수는 正의 상관관계가 있음을 보고하고 있다.

### III. 이론적 배경 및 연구가설

#### 3.1 정보해석의 변화가능성에 대한 이론적 고찰

앞서 논의된 주식시장 개방의 영향에 대한 실무계의 의견을 학술적인 측면에서 검토해 볼 필요가 있다. 즉 PER, PBR 등과 같은 투자척도의 활용도가 높았다든지, 개별기업의 성과에 따라 주가의 양극화 현상이 발생했다든지 하는 의견들은 우리나라 주식시장에서 회계정보에 대한 투자자들의 인식에 변화가 있음을 암시한다. 개방 이전에는 투자자들이 회계정보를 중요한 정보원천으로 생각하지 않았으나 개방이후 중요한 요소로 생각하게 되었다는 의미로 해석될 수 있다.

회계정보에 대한 인식의 변화요인들은 여러 측면에서 고려될 수 있다. 우선 재무제표에 포함된 정보내용 및 그 신뢰성이 개방 이후에 향상됨으로써 투자자들이 회계정보를 과거에 비해 더 많이 활용하는 경우를 들 수 있다. 또 다른 요인으로 회계정보의 내용 및 신뢰성은 변화가 없으나 투자자들이 의사결정과정에서 선택가능한 정보 항목 중 회계정보의 의존도를 과거에 비해 상대적으로 높이는 경우를 들 수 있다. 연강흠(1994)에서는 외국인투자

1) 재무제표의 정보내용 및 신뢰성 향상  
회계처리방법 혹은 공시내용이 다르다면 이익수치 등과 같은 특정 회계정보항목에 대한 주식시장의 반응이 국가별로 차이가 날 수 있다. Alford 등(1993)에서는 미국과 기타 16개국의 주식시장에서 이익발표시점의 주가반응을 비교한 결과 미국의 시장 보다 회계이익의 정보내용이 강하게 나타난 국가들도 있고, 약하게 나타난 국가들도 있음을 보이고 있다. 이러한 현상은 국가별로 재무정보의 공시요건, 공시실무, 정부규제, 기업소유구조 등의 차이에 기인한 것으로 보고 있다<sup>2)</sup>.

우리나라에서는 증권시장 개방에 대비하여 몇 년 전부터 회계정보의 내용을 개선하고 신뢰성을 확보하려는 노력을 기울여 왔다. 회계처리기준을 정비하고, 회계감사 및 회계감사에 대한 감독 강화 등 일련의 조치가 이러한 노력을 반영하는 것으로 볼 수 있다.

자본시장 및 회계시장에 능동적으로 대처할 필요성에 따라 정부는 1989년 12월에 주식회사의 외부감사에 관한 법률과 공인회계사법을 개정하였고, 1990년 3월에는 기업회계기준을 개정하였다.

1990년 3월에 개정된 기업회계기준은 주당순이익의 공시와 장기연불구입 자산 및 부채에 대해 현재 가치 개념이 최초로 적용되었고, 유가증권 및 채고 자산에 대한 저가법 적용이 강제되었다<sup>3)</sup>. 기본적인 개정 방향은 기업회계기준이 국제회계기준에 접근하

2) Alford 등(1993)에 따르면 이익수치에 대한 주가반응이 미국에 비해 강하게 나타난 국가들은 호주, 프랑스, 네덜란드, 영국 등이며, 반면에 약하게 나타난 국가들은 덴마크, 독일, 이탈리아, 싱가포르, 스웨덴 등이 포함된다. 벨기에, 캐나다, 홍콩, 아일랜드, 일본, 노르웨이, 남아프리카, 스위스 등에서는 미국의 시장과 유의한 차이가 발견되지 않았다.

3) 이밖에 이연부채항목의 삭제, 기타 유동자산 항목이었던 자기사채와 자기주식을 유동자산에서 제외, 환율조정차를 이연자산에서 제외, 전환사채와 신주인수권부사채, 선물환 거래의 회계처리기준 신설, 자산재평가정보 및 우발항목의 공시 강화 등의 회계기준변경이 있었다.

고, 이 기준에 의해 산출되는 회계정보가 경제적인 실질을 충실히 반영할 수 있도록 하는 것이었다.

1989년 12월에 개정된 '주식회사의 외부감사에 관한 법률'과 '공인회계사법'은 기본적으로 회계감사의 질을 높여려는 의도가 반영되었다. 주요 개정내용은 분식회계 등 위법 및 부당 사항에 대해 처벌 조항을 구체적으로 명시하고, 회계정보이용자 혹은 감사의뢰회사로부터 제기될 수 있는 손해배상청구에 대비하여 감사인의 보험가입 의무규정이 신설되었다. 소속 공인회계사 수, 조직화 정도, 심리실 운영 및 교육훈련제도 등 '감사인평가기준'에 따라 감사인별 수임한도를 제한하여 회계법인의 대형화 및 전문화를 유도하여 감사인의 질적개선을 도모하고 회계시장의 개방에 대비하여 경쟁력을 제고할 수 있도록 하였다. 한편, 이전까지 감사인 선임권한을 원칙적으로 감사대상회사에 두었던 것을 부실감사가 우려되는 특정한 경우에는 증권관리위원회에서 감사인을 지명할 수 있도록 하였다<sup>4)</sup>. 회계감사기준 및 준칙의 제정 및 개정 권한을 '한국공인회계사회'에서 '증권관리위원회'로 이관하였으며, 증권감독원의 회사 장부 및 서류에 대한 조사권한이 명문화되었다. 감사인의 변경 요구와 감사보고서의 감리업무와 관련된 사항들을 심의하기 위하여 증권감독원에 외부감사심의위원회를 설치하는 규정을 포함하였다.

외감법의 개정에 따라 증권관리위원회는 그 동안 한국공인회계사회에서 관장해오던 회계감사기준 및 각종 회계감사관련 준칙들을 통합 조정하여 1991년 12월에 '회계감사기준' 및 '회계감사준칙'을 제정 발표하였고, 1992년 2월에는 '연결재무제표의 작

성, 공시, 외부감사의무화방안'을 마련하여 회계감사가 좀더 체계적이고 합리적으로 수행될 수 있도록 하였다.

회계정보의 신뢰성에 대한 사회적 관심이 많아졌다. 1991년 12월에는 우리나라에서는 최초로 소액투자자들이 공인회계사의 부실감사를 이유로 손해배상을 청구한 사례가 있고, 증권감독원의 감리결과 부실감사로 적발되었을 경우 1990년까지는 주의 및 경고 수준의 벌칙들이 대부분이었으나 1991년 이후에는 직무정지조치를 받게된 공인회계사의 수가 많아지게 되었고, 1992년에는 고의성이 입증된 공인회계사들에게 형사처벌이 가해진 사례들도 있었다.

회계정보의 내용 및 신뢰성을 제고하기 위한 이러한 일련의 노력들은 회계정보이용자를 위해 필요한 당연한 조치로 볼 수 있으나, 정부에서 보다 적극적으로 추진하게 된 배경은 주식시장개방에 대비하기 위한 목적에 있다. 증권시장 개방 직전에 취해진 기업회계기준의 정비와 외부감사제도의 강화 조치로 인해 회계정보의 내용 및 그 신뢰성이 개방 전에 비해 향상되었을 가능성이 있고, 그에 따라 주식투자자들의 회계정보에 대한 인식이 변화되었을 수 있다.

## 2) 주식시장의 회계정보 효율성 변화

재무제표에 포함된 정보내용 및 신뢰성에 변화가 없는 경우에도 투자자들의 회계정보에 대한 인식이 변화될 가능성이 있다. Frost와 Pownall(1994)은 미국과 영국의 주식시장에서 회계이익 발표시점의 추가반응을 비교하였는데, 미국의 경우가 높게

4) 증권관리위원회에서 감사인을 지명할 수 있는 경우는 전기결산일로부터 4월이내에 감사인을 선임하지 않은 회사, 부당한 사유로 감사인을 교체한 회사, 기업회계기준을 위반하여 재무제표를 작성하여 공시한 사실이 지적된 회사, 지분의 50%이상을 소유한 대주주가 대표이사로 있는 회사, 기업공개신고 대상회사, 산업합리화대상기업으로 지정된 회사 등이다.

나타났다. 그 이유로 미국시장이 영국시장에 비해 개인투자자들의 주식소유비율이 상대적으로 높고 주식시장의 유동성이 높다는 점을 들고 있다. 또한, 미·영 두나라의 투자자들에 의해 상호 소유되고 있는 다국적기업의 동일한 재무제표 이익수치에 대한 시장의 반응을 조사한 결과 미국에서는 유의한 주가반응이 있었으나, 영국에서는 유의한 반응이 없었다. 이는 동일한 이익수치에 대해 양국가의 투자자들의 해석이 다르게 나타날 수 있음을 시사하고 있다.

주식시장의 정보효율성에 관한 논의를 할 때 일반적으로 3가지 전제 조건을 설정한다.

- ① 공시된 정보는 시장의 모든 투자자들에게 균등하게 그리고 즉각적으로 전달된다.
- ② 정보분석에 대한 비용은 없다.
- ③ 공시된 정보가 現株價 및 未來株價分布에 어떠한 영향이 있을 것인가에 대하여 투자자들은 모두 똑같은 기대를 갖는다(同一期待 假說)

위와 같은 조건이 성립된 경우 특정 정보집합(Φ)이 자본시장에 공시될 때 즉각적으로 그리고 편의 없이 가격에 반영될 수 있다. 그러나 현실적으로는 투자자들 사이에 정보소유의 불균형 상황이 존재할 수 있으며, 증권분석가들은 정보수집 및 분석에 높은 정보비용을 소비하고 있고, 자본시장참가자들은 상이한 배경과 상이한 정보분석능력을 가지고 있어서 특정 정보에 대한 해석을 달리할 수 있다. 따라서 현실적으로는 완전한 시장효율성을 달성하기 어렵다. 또한 이러한 조건들의 달성정도는 국가별 또는 시간적으로 유동적일 수 있기 때문에 시장효율성의 정도는 주식시장과 기간별로 안정되어 있다고 보기 어렵다.

‘同一한 投資者 期待’가 달성되기 어렵다는 점은 우리 나라 주식시장에서 시장개방이후의 회계정보

에 대한 인식변화를 설명하는 적절한 근거가 될 수 있다. 즉 외국인 투자자들은 투자경험 및 정보해석 능력, 투자전략 등에서 내국인 투자자들과 차이가 있을 수 있기 때문에 동일한 회계정보에 대해서도 내국인 투자자들의 보편적인 해석과 다른 해석을 할 수 있다.

내국인 투자자들로만 구성된 시장을 가정해 보자. 각 투자자들은 어떤 기업에 대해 동일한 정보를 얻었다고 하더라도 그 정보가 갖는 함축적인 의미를 서로 다르게 해석할 수 있다. 그러나 증권가격은 모든 시장참가자들의 개별적 평가의 총합 또는 전반적인 의견일치에 의한 균형이 형성되게 된다. 이때 외국인 투자자들이 신규참여하고 초과수익을 얻고자 몇 가지 투자전략을 선택할 것이다. 그들은 특정 주식에 대해 내국인들이 합의한 가격과는 상이한 기대치를 형성할 수 있다. 만일 외국인 투자자들의 영향력이 중요한 것이며 내국인 투자자들 중에서도 그 기대치에 동조하는 일부의 세력이 있다면, 새로운 정보가 제공되지 않는 상황에서도 기존에 합의된 증권가격의 균형은 무너지고 새로운 가격이 형성될 수 있다. 시장에 참여한 다른 투자자들이 외국인 투자자의 투자전략 및 투자분석기법들을 알아내거나 추측하여 이를 이용할 수 있으며, 이러한 학습과정이 확산되면 시장 전체적으로는 회계정보에 대한 의미의 해석이 주식시장개방 이전과 달라질 수 있다. 우리 나라 주식시장 개방후 외국인 투자자들은 회계정보에 근거한 기본적 투자분석기법을 선호한 것으로 알려져 있다. 이는 외국인 투자자들이 내국인 투자자들과는 상이한 방법으로 회계정보의 함축적 의미를 해석함과 동시에 이에 대한 의존도가 컸음을 짐작할 수 있다. 내국인 투자자들이 외국인 투자자들의 투자행태를 일부 반영하였다면, 개방이후 자본시장의 정보효율성은

과거에 비해 증대되었을 것으로 기대된다.

위에서 살펴본 바와 같이 증권시장개방 이후에 우리나라 주식시장에서 회계정보에 대한 인식이 변화되었다면 그 이유는 회계정보의 내용 및 신뢰성이 향상 되었거나, 외국인 투자자의 회계정보 활용 수준이 내국인 투자자에 대해서 전이되어 정보의 효율성이 높아졌던 것으로 요약될 수 있다. 아니면, 두가지 요인들이 결합되어 나타난 결과일 수 있다. 회계정보의 내용을 개선하고 신뢰성을 제고하기 위한 노력들이 주식시장개방에 앞서 1-2년 전에 이루어졌다고 하더라도 그 실질적인 효과가 발휘되는 것은 개방이후에 나타날 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 회계정보에 대한 인식변화는 회계제도개선 효과와 외국인투자자효과가 결합된 결과일 가능성이 크다고 본다. 그러나 이들의 효과를 별도로 분리하여 분석하는 것은 사실상 어려운 일이기 때문에 회계제도개선효과를 외국인투자자효과에 흡수된 것으로 가정하고 분석하기로 한다<sup>5)</sup>.

### 3.2 주식가치와 회계정보의 관계에 대한 인식변화

전통적인 기업가치결정이론에 의하면 특정 시점  $t$ 에서의 기업가치  $P_t$ 는  $t$ 시점 이후의 미래현금흐름의 현재로 표시할 수 있다.

$$(식1) P_t = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{E(CF_{t+k} | \Phi_t)}{(1+r)^k}$$

여기에서,  $CF_{t+k}$  ; 미래시점  $t+k$ 에서의 현금흐름  
 $\Phi_t$  ;  $t$  시점에서 이용 가능한 정보  
 $r$  : 할인율

(식1)의  $CF_{t+k}$ 를  $t$ 시점에서 기업이 보유하고 있는 순자산가치( $N_t$ )를 도입하여 다시 구성하면 다음 (식2)와 같다.

$$(식2) CF_{t+k} = \frac{CF_{t+k} - rN_{t+k-1}}{\text{①}} + \frac{rN_{t+k-1}}{\text{②}}$$

(식2)에서  $N_{t+k-1}$ 는  $t+k-1$ 시점에서 기업의 순자산가치를 나타내며,  $rN_{t+k-1}$ 는 기업이 순자산( $N_{t+k-1}$ )를 운용하여 얻을 수 있는 정상현금흐름을 나타낸다. 그리고 (식2)의 ①은 비정상현금흐름을 나타낸다. (식2)를 (식1)에 대입하여 정리하면 다음 (식3)과 같다.

$$(식3) P_t = \frac{\sum_{k=1}^{\infty} \frac{E(rN_{t+k-1} | \Phi_t)}{(1+r)^k}}{\text{①}} +$$

$$\frac{\sum_{k=1}^{\infty} \frac{E((CF_{t+k} - rN_{t+k-1}) | \Phi_t)}{(1+r)^k}}{\text{②}}$$

(식3)의 ①은 자산으로부터 기대되는 정상현금흐름의 현재가치를 나타내며, 이는 시장이 완전할 경

5) 주식시장 개방직전에 취해진 회계제도의 정비로 인해 회계수치의 질이 향상되었을 가능성이 있다는 주장과, 정상적인 상황에서도 주식시장이 점차 성숙해짐에 따라 정보의 효율성이 높아졌을 가능성이 있다는 주장이 본 논문을 검토한 여러 연구자에게서 제기되었다. 그러한 주장이 어느 정도 타당성이 있다고 생각되며, 그 효과를 분리하기가 어렵다는 점이 본 연구의 한계라고 볼 수 있다. 또 다른 가능성으로 회계정보의 질은 변화가 없었고, 내국인 투자자들은 한국 주식시장에서의 회계수치의 유용성을 충분히 이해하고 있었으나, 외국인 투자자들이 기능적고착(functional fixation)행동을 취했고, 내국인 투자자들이 이를 추종했을 가능성이 있다. 개방직 후 일시적으로 그러한 현상이 존재할 가능성이 있으나, 외국인 투자자들은 고도의 정보수집 및 분석능력을 가진 것으로 생각되기 때문에 그러한 현상이 오래 지속되지는 않을 것이다. 본 연구의 추가분석에서도 나타난 바와 같이 회계정보의 인식변화 효과가 개방 후 몇 년이 경과한 시점에서도 지속된다는 점이 이를 뒷받침한다.

우 t시점에서 처분하여 얻을 수 있는 기업의 순자산가치( $N_t$ )와 일치한다. 한편 (식3)의 ⑥는 비정상현금흐름의 현재가치를 나타낸다. (식3)을 기업의 순자산가치( $N_t$ )를 이용하여 다시 표시하면 아래의 (식4)와 같이 정리할 수 있다.

$$(식4) P_t = E(N_t | \Phi_t) + \sum_{k=1}^{\infty} \frac{E(CF_{t+k} - rN_{t+k-1} | \Phi_t)}{(1+r)^k}$$

(식4)의 의미는 t시점에서 기업가치는 주어진 정보집합( $\Phi_t$ )하에서 기업 순자산가치( $N_t$ )의 합리적인 기대치와 비정상현금흐름에 대한 합리적 기대치의 합으로 결정됨을 의미한다. 주식시장의 투자자들이 동질적이어서 주어진 정보에 대하여 동일한 해석과 반응한다면, t시점에서는 (식4)에 의거한 하나의 주가만이 기대될 것이다. 그러나 투자자들이 동질적이지 않고 소유하고 있는 정보집합이 다르거나, 정보집합내에 대체적인 정보들이 존재할 경우 각각의 정보에 대한 가중치가 투자자별로 차이가 있다면, t시점에서 (식4)에 의하여 기대되는 주가는 다양하게 존재할 수 있다.

현실적으로 특정시점 t에서 주어진 전체 정보집합은 분류방식에 따라 다양한 부분집합으로 분류가 가능하다. 예컨대, 회계정보집합과 비회계정보집합으로 분류하는 방법을 들 수 있다. 투자자들이 미래의 현금흐름을 추정하는 과정은 불확실성이 내포되어 있고, 그들이 어떤 정보집합에 더 큰 비중을 두느냐는 알려져 있지 않다. 따라서 개별투자자들

은 대부분 학습과정을 거쳐 특정시점에서 시장참여 자들에 의해 형성된 보편적인 가중치를 활용하게 될 가능성이 있다. 이때 외국인 투자자와 같이 기존의 시장참여자와 이질적인 투자자집단이 새로 참여하게 되면, 거래의 성립을 위해 양측이 상호 상대방의 정보집합과 의사결정모형을 확인할 필요가 있으며, 이 과정에서 학습이 이루어지고 각 정보집합에 대한 기존의 가중치에 변동이 발생할 수 있다<sup>6)</sup>.

### 3.3 연구가설의 설정

주식시장 개방이전에 우리 나라의 주식시장은 주가수준이 개별기업의 재무적 특성을 반영하지 않고 업종별로 유사한 수준에서 결정되고, 주가변동은 시장 상황에 따라 동반상승 동반 하락하는 것처럼 보였다. 주가는 주로 거시적 지표나, 업종별 경기 변동, 정치적 환경 등과 같은 요인들에 의해 결정되고 주식시장에서 회계수치의 역할이 상대적으로 위축되었다는 것이 지배적인 관점이다. 증시개방의 성과를 논하는 실무계의 관점은 외국인 투자자의 시장참여로 인해 내재가치를 위주로의 과학적인 투자기법이 정착되었다는 것이다.

본 연구에서는 주식시장 전후의 주가변동 및 주가수준에 관해 다음과 같은 가설을 설정하여 검증하고자 한다.

[가설1] 주식시장개방 이후 산업내 기업간 주가 동조화 현상이 감소하여 주가차별화의 정도가 커진다.

6) 주식시장개방이전 내국인 투자자들의 homogeneous expectation, 개방당시 외국인투자자가 신규참여하면서 일시적으로 외국인과 내국인 투자자간에 heterogeneous expectation 상태, 개방이후 일정한 시간 경과후 외국인과 내국인 투자자간 homogeneous expectation 상태로의 이행이 가장한 것이다. 그러나 이러한 상태에 대한 어떠한 사전적인 실증근거가 없으며, 이를 확인할 적절한 연구방법이 없음이 본 연구의 한계점이다.

회계정보는 주가변동에 대한 설명력을 가질 뿐만 아니라 특정시점에서 기업간 상대적인 주가수준의 차이를 설명하는 데에도 유용한 것으로 기대되고 있다. 이 가설은 주가차별화와 회계정보의 관련성을 검증하기에 앞서 우리 나라 주식시장에서 주가차별이 있었던 것인지, 또한 주가차별정도가 주식시장개방 이후에 심화되었을 지를 검증하기 위해서 설정되었다.

위에서 설정된 [가설1]이 입증되어 주식시장 개방 이후 주가차별화 정도가 심화된 것으로 확인된다면, 그러한 효과의 원인을 회계정보에 대한 인식 변화로 볼 수 있는 지를 결정하기 위해 다음의 가설을 설정하고 이를 검증하고자 한다.

[가설2] 주식시장개방 이후 산업내 주가수준차이에 대한 회계정보의 설명력이 높아진다.

회계정보에 기업가치를 평가할 수 있는 모든 요소가 포함되어 있고 투자자들이 이를 합리적으로 해석하여 주가에 반영한다면, 특정시점의 주가수준은 회계수치에 따라 차별화될 것으로 기대된다. 만일 주식시장이 개방된 이후 상대적인 주가수준과 회계수치의 관련성이 개방 전보다 커졌다면, 회계정보에 대한 투자자들의 인식이 변화된 것으로 해석될 수 있다.

추가적으로 주식시장개방 이후 주가변동에 있어서 업종 내에서 주가동조화 현상이 감소되고 투자자들이 더 합리적인 투자행태를 보이는 지를 확인하기 위하여 다음과 같은 보조가설을 설정하고 이를 검증하고자 한다.

[보조가설1] 주식시장개방 이후 개별기업의 주식수익률에 대한 업종별 주가지수의

영향력이 작아진다.

이 가설은 주식시장 개방이후 주가변동의 업종별 동조화 현상이 감소하였다는 실무계의 견해를 실증적으로 확인하기 위해 설정되었다. 이 가설을 뒷받침하는 증거를 얻는다면, 이는 주식시장 개방 이후에는 개별기업의 주가변동에 대해 기업외적인 주가변동요인의 영향력은 상대적으로 작아지고 기업고유요인의 영향력은 상대적으로 커지게 됨을 의미한다. 따라서 기업고유특성을 나타내는 회계정보가 주가변동에서 설명될 수 있는 여지가 커질 것으로 기대된다.

[보조가설2] 주가수익률에 대한 회계정보의 설명력이 주식시장개방 이후에 높아진다.

이 가설은 회계정보를 이용하여 주가변동을 설명할 수 있는 지를 검증하기 위해 설정하였다. 주식시장 개방 이후 주식수익률에 대한 회계정보의 설명력이 높아진 것으로 확인된다면, 이는 회계정보에 대한 투자자들의 인식이 향상된 것으로 해석될 수 있다.

## IV. 연구설계 및 표본선정

### 4.1 연구모형과 관련 변수의 정의

본 연구에서는 우리 나라 주식시장에서 주식시장 참여자의 구성에 변화가 있었던 시점인 주식시장 개방(1992년 1월)을 기준으로 업종 내에서 주가차별화가 어느 정도나 확대되고, 주가차별화가 회

계정보에 근거하여 이루어졌을 지를 확인하고자 한다. 추가로 동일 업종 내에서 주가변동이 동조화 되는 현상이 감소하고, 개별기업의 고유특성에 따라 주가변동이 이루어지는 성향이 강해졌을 지를 확인하게 된다.

먼저 주식시장개방시점을 기준으로 각 단계의 검증 수행하기 위하여 검증기간을 다음과 같이 두 기간으로 구분하고자 한다.

- 기간 ① : 1989년 1월 1일 - 1990년 12월 31일 (주식시장개방 이전기간)
- 기간 ② : 1992년 1월 1일 - 1993년 12월 31일 (주식시장개방 이후기간)

총 5년 (1989년-1993년)의 검증기간 중 증시개방 직전연도인 1991년도는 제외되었다. 왜냐하면 1991년도 9월 이후에는 외국인 투자자들이 부분적으로 주식을 취득할 수 있었으며, 증시개방에 대한 기대효과가 어느 정도 반영되어 있을 수 있기 때문에 증시개방의 순수한 효과를 도출할 수 없기 때문이다.

(1) 주가수준 차별화

증시개방 전후로 업종별 주가차별화 정도는 얼마나 차이가 있는 지를 검증하기 위하여 다음의 식을 이용하여 주가차별화지수(DIFF<sub>t</sub>)를 산출하고 기간별 비교를 하게 된다.

$$DIFF_t = STD(P_t) / AVG(P_t)$$

여기에서, STD(P<sub>t</sub>) : 업종내 t시점의 주가표준편차  
 AVG(P<sub>t</sub>): 업종내 t시점의 주가평균

주가차별화지수(DIFF<sub>t</sub>)가 0에 가까울수록 업종내의 주가는 차별화가 이루어지지 않은 것으로 평가되며, 지수가 클 수록 업종내의 차별화가 강하게 형성되어 있음을 의미한다. 주식시장개방이후가 이전보다 주가차별화 정도가 클 것으로 기대되므로 주가차별화지수를 이용하여 다음의 [가설1]을 검증하게 된다.

[가설1] 기간② DIFF 평균 > 기간① DIFF 평균

(2) 주가수준과 회계수치의 관계

앞에서 식별된 주가차별화가 회계수치에 근거한 것인지를 확인하기 위하여, 다음과 같은 연구모형을 적용하고 각 시점별로 모형의 설명력을 비교하고자 한다.

$$[연구모형I] \quad DPRC_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot DERN_{i,t} + \beta_2 \cdot DBOK_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

여기에서, DPRC: 주가편차율  
 DERN: 주당순이익 편차율  
 DBOK: 주당순자산 편차율

주가편차율(DPRC)의 산출시점(t)은 주식시장개방 전후 1년 시점으로 1990년 12월말과 1992년 12월말의 두 시점이다.

[연구모형I]에서 주가편차율(DPRC)은 개별기업의 주가가 업종평균과 어느 정도 차이가 있는 지를 나타내는 변수이며, 이는 다음과 같이 측정된다.

$$DPRC = (\text{개별기업의 주가} - \text{업종별 평균주가}) / \text{업종별 평균주가}$$

주당순이익편차율(DERN)은 개별기업의 주당순이익이 업종평균과 어느 정도 차이가 있는 지를 나타내는 변수이며, 이는 다음과 같이 측정된다.

$$DERN = (\text{개별기업의 주당순이익} - \text{업종별 평균 주당순이익}) / \text{업종별 평균주당순이익}$$

주당순자산편차율(DBOK)은 개별기업의 주당순자산이 업종평균과 어느 정도 차이가 있는 지를 나타내는 변수이며, 이는 다음과 같이 측정된다.

$$DBOK = (\text{개별기업의 주당순자산} - \text{업종별 평균 주당순자산}) / \text{업종별 평균주당순자산}$$

따라서 [연구모형I]은 개별기업의 주당순이익 및 주당순자산이 각각의 업종내의 평균치보다 클 수록 주가는 업종평균치보다 크게 된다는 의미를 갖고 있다. 만일 주식시장의 투자자들이 주가수준결정에 회계수치에 근거한 내재가치를 고려한다면,  $\beta_1$ 과  $\beta_2$  중 최소한 어느 한 쪽은 영(0)과 같지 않을 것이다. 주식시장 개방과 금융실명제 이후로 주가수준 결정에 회계수치의 반영정도가 커지는 방향으로 투자자들의 인식변화가 있을 것으로 기대되므로 [가설2]은 다음과 같이 검증된다.

[가설2] 1990년 12월말  $R_2$  < 1992년 12월말  $R_2$

(3) 주가수익률과 회계이익의 관계

추가적인 분석으로서 주식시장개방 이후 주가변동이 업종 내에서 주가가 동반상승, 동반 하락하는 현상이 감소하고 개별기업의 영업성과가 반영되어 변동하는 지를 검토하게 된다. 먼저 주식시장개방

전후의 주가동조화현상의 변화를 확인하기 위하여 다음의 식이 이용되었다.

$$r_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot MKRT_{i,t} + \beta_2 \cdot INRT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

여기에서,  $r_{i,t}$  : 주별 수익률  
 $MKRT_{i,t}$  : 종합주가지수수익률  
 $INRT_{i,t}$  : 산업별지수수익률

위의 모형을 이용하여 [보조가설1]은 다음과 같이 검증된다.

[보조가설1] 기간②  $R^2$  평균 < 기간①  $R^2$  평균,  
 또는  
 기간②  $\beta_2$  평균 < 기간①  $\beta_2$  평균

주가수익률과 회계이익의 관련성을 검증하기 위해 Easton, Harris와 Ohlson(1992)의 모형을 이용하되 수익률 측정기간을 1년으로 한다.

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot AE_{i,t} + \beta_2 \cdot \Delta AE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

여기에서,  $R_{i,t}$  : 연간 주가수익률(현금배당금이 조정됨)

$AE_{i,t}$  : 1주당순이익 /  $P_{it-1}$

$\Delta AE_{i,t}$  : 주당순이익변동( $AE_{i,t} - AE_{i,t-1}$ )

$\varepsilon_{i,t}$  : 잔차

위의 검증모형은 회계이익과 그 변동이 주가수익률과 관련됨을 나타내고 있다. 만일 회계이익 관련 변수들이 정보내용이 있다면  $\beta_1$ 과  $\beta_2$ 는 영(0)과 같지 않을 것이다. 또한 특정 사건을 중심으로 회계정보에 대한 인식변화가 있었다면 회계계수( $\beta_1$ 과  $\beta_2$ )는 검증기간별로 안정되지 않고 변화될 것으로 기대된다. 주식시장 개방이후로 주가수준 결

정에 회계수치의 반영정도가 커지는 방향으로 투자자들의 인식변화가 있을 것으로 기대되므로 다음과 같이 [보조가설2]를 검증하게 된다.

[보조가설2] 기간 ②  $\beta_1$ 과  $\beta_2$  > 기간①  $\beta_1$ 과  $\beta_2$

#### 4.2 표본선정

주식시장 개방이후의 회계정보에 대한 인식변화를 검증하기 위하여 다음의 조건을 만족하는 기업들을 표본에 포함하였다.

- 1) 1989년 1월 1일부터 1994년 12월 31일 동안에 한국증권거래소에 상장 되어 있고<sup>7)</sup>,
- 2) 10기업 이상의 소속업체를 갖고 있는 업종에 속했으며,
- 3) 1989년 1월 1일부터 1994년 12월 31일 기간 중 법정관리대상업체로 지정되거나 상장 폐지되지 않은 기업이어야 하며,
- 4) 검증기간동안 회계정보를 공시하지 않거나 3년 이상 당기순손실을 보고한 기업, 자본이 잠식된 기업들은 표본에서 제외하였다.

조건1)은 주식시장개방 전후의 적절한 비교기간의 주가자료를 확보할 수 있게 하기 위함이다. 조건2)는 동일 업종에 소속된 기업들의 주가차별화 정도를 식별하고 상대적인 주가수준의 결정요인을 검증하는 단계에서 어느 정도 의미 있는 수치들을 산출하기 위해서 필요하다. 여기에서 동일 업종은 증권거래소의 기업코드 중 첫 두 자리수가 일치되

는 기업으로 정의하였다. 조건3)과 조건4)는 주가자료의 합리성을 확보하기 위하여 설정되었다. 또한 이 조건은 여기에 해당하는 기업표본이 검증결과를 왜곡시킬 우려가 있기 때문에 설정하였다.

이상의 조건을 만족하는 184개 업체가 표본으로 선정되었으며, 표본기업의 업종별 분포는 [표2]와 같다.

### V. 실증분석결과

[표2] 표본기업의 업종별 분포

업 종	업체수
섬유·의복	11
종이 및 종이제품	13
화학	13
의약품	32
전기·전자	32
종합건설	32
도소매업	27
투자금융	24
총 계	184

#### 5.1 주가차별화와 회계정보의 관련성

주식시장 개방 후 외국인 투자자들이 증시에 참여하게 되면서 개별기업의 특성에 따른 주가차별화가 점차 심화되었다는 것이 실무계의 견해이다. 본 연구에서는 증시개방으로 인해 과거 보다 주가수준의 주가차별화 정도가 심화되었는지를 확인하고,

7) 우리나라의 경우에는 1987-1990년 기간 중에 기업공개가 활발하였다. 따라서 본 연구의 표본 중에는 1987-1988년 기간 중 신규상장된 기업이 다수 포함되어 있다. 이러한 young firm들은 회계정보를 포함한 기업관련 정보가 충분히 주가에 반영되지 않았을 가능성이 있다. 그러나 이들을 제외할 경우 표본 수가 급격히 감소한다는 이유로 이들 기업이 포함되었고, 또한 young firm의 영향을 적절히 통제하지 못한 것이 본 연구의 한계점으로 지적될 수 있다.

주가차별화 정도를 회계수치에 의해 설명가능한 지를 검증하게 된다.

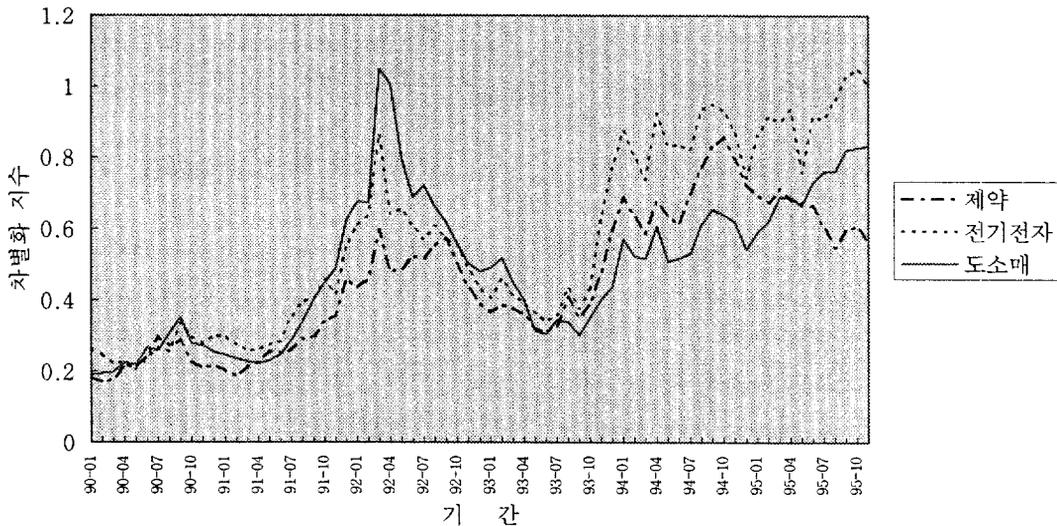
(1) 주가수준의 차별화

주식시장개방 이전에는 주가수준이 개별기업의 특성에 관계없이 동일업종 내에서는 비슷하게 결정되는 현상이 있었다. 그러나 주식시장 개방 이후에는 주가변동과 주가수준이 개별기업의 고유한 요인의 영향을 받게 된다. 이러한 현상은 주가수준 차별화지수의 변동을 통해서 설명될 수 있다. [그림 1]에서는 제약업, 전기전자업, 도소매업종의 1990년 1월부터 1995년 12월까지의 기간동안 주가수준차별화정도의 변화과정을 보여주고 있다. [그림 1]에서 보는 바와 같이 개방시점(1992년 1월) 이전에는 주가수준차별화 정도가 낮은 상태로 유지되

어 오다가 개방이후에는 차별화 정도가 높게 되었다. 그러나 1993년 중에는 차별화정도가 낮아졌으나 개방이전의 기간에 비하면 여전히 높은 편이다. 1993년도의 차별화정도의 감소현상은 일시적인 것이었으며, 그 이후로는 차별화 정도가 더욱 심화된 상태를 보여주고 있다. 이러한 차별화경향은 본 연구에 포함된 모든 업종에서 유사하게 관찰되고 있다.

[표3]에는 개방전후의 월별 주가차별화지수(DIFF)를 산출한 후 개방전의 평균과 개방후의 평균을 비교한 결과를 보이고 있다. 주가차별화지수를 업종별로 산출하게 된 것은 개방이전에는 업종별로 주가가 비슷한 수준에서 결정되었다는 실무계의 견해를 참고하고 뒤에 나타나는 [표5]에서 업종별 주가동조화 현상이 관찰되었기 때문이다. 따라서 주가차별화지수(DIFF)는 동일업종내에서

업종별 주가수준 차별화



(그림 1) 업종별 주가수준 차별화

[표3] 증시개방 전후의 주가차별화 정도 비교

업종	주가차별화지수의 평균		t-값
	1989-1990년	1992-1993년	
섬유·의복	0.30	0.97	14.51
종이 및 종이제품	0.26	0.57	11.15
화학	0.22	0.64	9.76
의약품	0.20	0.44	11.56
전기·전자	0.28	0.52	8.38
종합건설	0.20	0.27	3.66
도소매업	0.21	0.54	7.61
투자금융	0.17	0.24	4.82

주 1) 주가차별화 지수의 산출에는 검증기간의 각 월별 증가가 이용되었음.

2) 주가차별화지수(DIFF)의 산출 식은 다음과 같다.

$$DIFF_t = STD(P_t) / AVG(P_t)$$

여기에서, STD(P<sub>t</sub>): 업종 내 t 시점의 주가표준편차

AVG(P<sub>t</sub>): 업종 내 t 시점의 주가평균

개별기업의 주가수준이 평균치로부터 어느 정도 이탈되어 있는가를 측정하기 때문에 주가차별화 정도를 나타내는 적절한 지표로 보이며, 이 수치가 클수록 업종 내에서의 개별기업들의 주가수준이 편차가 심함을 나타낸다.

본 연구에서 표본으로 선정된 모든 업종에서 일관되게 개방전(1989-1990)보다 개방후(1992-1993)에 차별화지수가 크게 나타나고 있다. 그러나 업종별로 차별화지수의 변화정도는 상당한 차이를 보이고 있음을 유의할 필요가 있다. [표3]에서 보는 바와 같이 종합건설업과 투자금융업종의 경우는 차별화지수가 각각 0.20→0.27과 0.17→0.24로 증가함으로써 주식시장의 개방에 따른 영향을 덜 받고 있는 것으로 나타나고 있다. 즉 증시개방 전에는 여타 업종들과 차별화지수가 유사한 수준이었으나 증시개방 이후에도 개방전과 유사한 수준을 유지함으로써 여타 업종들에 비해 차별화지수가 상대적으로 낮게 되었으며, 그 증가율도 낮게 나타나

고 있다. 주가차별화지수의 평균을 비교한 t-값을 토대로 할 때 주식시장개방 이후가 그 이전보다 주가수준의 차별화정도가 상대적으로 심화되었다는 [가설1]은 입증되었다.

#### 5.1.2 주가수준차별화와 회계정보의 관련성

주식시장개방 이후 동일업종내에서의 주가수준에 차별화 정도가 심화된 현상이 있음은 앞서 검증된 바 있다. 그렇다면 왜 이러한 주가차별화 현상이 발생하게 되었는가에 대한 이해는 미래에도 그러한 주가차별화 현상이 지속될 수 있는지를 예측하는데 도움이 될 수 있고, 투자자들의 투자의사결정 및 주가수준 결정에 지침을 제공할 수 있다.

본 연구에서는 이러한 주가차별화 현상이 존재하게 된 이유를 기본적으로 주식시장개방시점을 기준으로 주식시장에서 투자자들의 회계정보에 대한 인식이 변화되었기 때문으로 본다. 즉 개방후 외국인

투자자들은 회계정보에 근거한 기본적 분석기법을 활용하여 투자에 임했으며, 국내 투자자들의 이에 대한 관심이 증대되면서 회계정보에 대한 기존의 인식에 변화가 있었다는 것이다.

[표4]에서는 1990년 12월말과 1992년 12월말 2시점을 기준으로 주가와 회계수치의 관련성을 상호비교하고 있다<sup>8)</sup>. [연구모형 I]에서 종속변수인 주가편차율(DPRC)은 개별기업의 주가가 업종평균주가로부터 어느 정도 이탈되었는지를 측정하는 비율이며, 각 연도의 12월말 증가를 기준으로 하였다. 독립변수인 주당순이익편차율(DERN)은 개별기업의 주당순이익이 업종내 평균치로부터 어느 정도

이탈되었는지를 측정하는 비율이며, 해당 연도를 포함한 3개연도의 주당순이익평균치를 기준으로 측정되었다. 즉 1990년말 주가에 대응되는 주당순이익 편차율은 1988년부터 1990년의 3개년도 개별기업의 주당순이익 평균과 업종평균을 적용하여 산출된다. 주당순자산편차율(DBOK)은 각 연도초의 개별기업의 주당순자산과 업종평균치를 기준으로 편차율이 산출되었다.<sup>9)</sup>

[표4]에서 보는 바와 같이 표본전체의 경우에 회귀식의 결정계수(R<sup>2</sup>)가 1990년의 0.39에서 1992년도에는 0.65로 높아지고 통계적으로 유의한 수준임을 보이고 있다. 업종내의 표본기업체 수가

[표4] 주가수준과 회계수치의 관계

		상 수	DERN(+)	DBOK(+)	adj. R <sup>2</sup>	
전체표본		1990년말	0.01 (0.71)	0.11 (4.49)**	0.22 (5.32)**	0.39
		1992년말	0.01 (0.53)	0.15 (6.93)**	0.36 (8.97)**	0.65
업종별 표본	의약품	1990년말	0.00 (0.14)	0.14 (1.99)*	0.23 (2.47)**	0.50
		1992년말	0.02 (0.47)	0.12 (1.89)*	0.38 (3.82)**	0.62
	전기·전자	1990년말	0.02 (0.74)	0.25 (3.95)**	-0.07 (-.60)	0.37
		1992년말	0.07 (1.63)	0.20 (3.54)**	0.29 (2.35)**	0.56
	도소매	1990년말	0.03 (0.65)	0.24 (2.76)**	-0.02 (-.12)	0.32
		1992년말	-0.00 (-.01)	0.23 (4.68)**	0.15 (1.56)	0.67

주1) \*와 \*\*은 10% 및 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

2) 주식배당효과가 조정된 주가가 사용되었으며, 각 변수들은 2 표준편차의 범위 내로 outlier가 조정되었다.

3) [표4]은 다음의 연구모형이 사용되었다.

$$[연구모형 I] DPRC_{i,t} = \alpha + \beta_1 DERN_{i,t-1} + \beta_2 DBOK_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

여기에서, DPRC : 주가편차율

DERN : 주당순이익 편차율

DBOK : 주당순자산 편차율

8) 1991년말의 경우는 외국인의 주식취득이 부분적으로 허용되었고, 개방에 대한 투자자의 기대가 어느 정도 반영되어 있는 회색지대(gray area)로 추정되기 때문에 1990년 12월말과 1992년 12월말의 주가를 비교하게 되었다.

9) 주당순이익 편차율(DERN)을 산정할 때 특정연도의 주당순이익 대신 3개년 평균치를 사용한 이유는 특정 연도의 주당순이익에는 임시적인 요소가 포함되어 있을 가능성이 있고, 따라서 Ohlson(1991) 모형에서 나타내는 미래순이익흐름의 예측에는 순이익의 평균치가 더 적절할 것으로 판단되었기 때문이다. 한편, 주당순자산 편차율(DBOK)의 산출에 적용된 주당순자산은 Ohlson(1991) 모형에 따르면 주가의 선정시점인 연말의 주당순자산이 적용되어야 할 것이며, 이것이 이론적으로 타당하다. 그러나 현실적으로 회계연도 말에 그 시점의 순자산 장부가액이 알려져 있다고 가정하기가 어렵고, 순자산장부가액은 비교적 안정된 것으로 볼 수 있으므로 회계연도초를 기준으로 측정되었다.

30내외의 대표적인 업종에서도 모두 결정계수 값이 높아졌다. 의약품업종의 경우는 0.50에서 0.62로 높아졌고, 전기·전자업종은 0.37에서 0.56으로, 그리고 도소매업종의 경우는 0.32에서 0.67로 높아졌다. 전반적으로 회귀계수들의 t-값은 커졌고, 주당순이익편차율 보다 주당순자산 t-값의 증가율이 크다. 표본전체의 경우에는 주당순이익편차율의 t값이 4.49에서 6.93으로 증가한 반면, 주당순자산편차율의 t-값은 5.32에서 8.97로 상대적으로 높게 상승하였고, 업종에 따라 주당순이익 편차율의 t-값은 하락한 경우(의약품은 1.99에서 1.89로, 전기·전자업종은 3.95에서 3.54로)가 있는 반면 주당순자산의 편차율은 상대적으로 높게 상승하였다.

이로써 주식시장 개방 이후의 주가수준과 회계수치의 관련성이 그 이전 보다 클 것이라는 [가설2]는 지지되는 것으로 볼 수 있다.

이와 같은 검증결과가 주는 의미는 주식시장 개방 이전에도 투자자들이 상대적인 주가수준을 결정하면서 부분적으로는 주당순이익과 주당순자산 등 내재가치를 고려하고 있었으나, 주식시장의 개방을 계기로 그 반영 비율이 커졌다는 것이다. 또한 회귀계수 t-값의 변화를 통해서 볼 때 주당순이익은 주식시장 개방이전과 이후에 모든 업종에 걸쳐 주가수준을 결정하는 요소로써 고려되었으나, 주당순자산의 경우에는 업종에 따라 개방이전에는 주목을 받지 못하다가 개방이후에는 주가수준을 결정하는 중요한 요소로 부각되는 등 전반적으로 그 영향력이 커졌다고 할 수 있다<sup>10)</sup>.

## 5.2 주가변동과 회계정보의 관련성

### 5.2.1 산업별 주가지수의 영향 변화

주가동조화 현상은 개별기업의 주식가격변동(혹은 주식수익률의 변화)이 시장전체 혹은 업종별 주가변화에 중대한 영향을 받게 되는 것을 말한다. 주식시장 개방 이후 우리 나라 주식시장에서 이러한 주가동조화 현상이 상당히 완화되었다는 것이 증권분석가들의 견해이며, 이를 실증적으로 검증한 결과는 [표5]에 제시되고 있다.

[표5]에서는 종합주가지수 수익율과 산업별지수 수익율을 동시에 고려한 개별기업의 주식수익율 추정모형을 검증함으로써 개방전(1989년-1990년)과 개방후(1992년-1993년)의 산업별 주가지수(혹은 종합주가지수)의 영향력을 비교하고 있다. 총 184개 기업에 대해서 개별기업단위로 개방전기(1989-1990)과 개방후기간(1992-1993)의 주식수익율 추정식을 도출하였고, 개별기업 주가수익율 추정식 결정계수( $R^2$ )들의 평균값과 표준편차, 종합주가지수 수익율(MKRT) 회귀계수인  $\beta_1$ 의 t-값들의 평균과 표준편차, 산업별지수수익율(INRT) 회귀계수인  $\beta_2$ 의 t-값들의 평균과 표준편차를 나타내고 있다.

대부분의 개별기업 주가수익율 추정식에서는 산업별지수수익률(INRT)와 종합주가지수수익률(MKRT) 간의 높은 상관관계 때문에 MKRT의 설명력은 INRT에 흡수되어 설명력이 없는 것처럼 나타났다.

[표5]에는 제시되어 있지 않으나 주가수익율추정식의 회귀계수( $\beta_1$ 과  $\beta_2$ )는 평균적으로 각각 0.1과

10) Barth, Beaver와 Landsman(1996)에서는 기업의 파산가능성이 높을수록 순자산장부가치가 순이익에 비해 주가와 관련성이 높았다. 업종별로 세분하여 분석한 결과 제약업종의 경우에는 순이익수치가, 금융업종에서는 순자산장부가치가 주가와 관련성이 높았으며, 일반제조업종에서는 차이를 구분할 수 없었다. 이는 1990년대 이후의 산업계에 일고 있는 구조조정의 원인과 관련하여 볼 때 성장잠재력이 큰 업종은 순이익수치의 상대적인 중요도가 크고, 한계업종일수록 순자산장부가치의 상대적인 중요도가 클 가능성이 있는 것으로 해석될 수 있다.

[표5] 산업별지수의 영향변화

추정기간	개방전 (1989 - 1990)	개방후 (1992 - 1993)	개방전후의 변화에 대한 t-값
R <sup>2</sup>	0.61 (0.22)	0.37 (0.19)	17.03
β <sub>1</sub> 의 t-값	0.96 (2.23)	0.18 (1.67)	4.17
β <sub>2</sub> 의 t-값	7.02 (4.70)	5.64 (3.56)	5.12

주 1) ( )의 수치는 표준편차를 나타낸다.

2) 개별기업단위로 적용된 주가수익률 추정식은 다음과 같다.

$$r_{it} = a + \beta_1 \cdot MKRT_{i,t} + \beta_2 \cdot INRT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

여기에서,  $r_{i,t}$  : 주별 수익률

MKRT<sub>i,t</sub> : 종합주가지수수익률

INRT<sub>i,t</sub> : 산업별지수 수익률

0.9수준이고 기간별로 차이가 없었다. [표5]에서 MKRT의 회귀계수인 β<sub>1</sub>의 t-값 평균은 개방전의 경우가 0.96, 개방 후는 0.18로써 모두 통계적으로 유의하지 않다. 한편 INRT의 회귀계수인 β<sub>2</sub>의 t-값은 개방전의 경우가 7.02이고, 개방후의 경우가 평균적으로 5.64로써 개별기업의 주식수익률( $r_{i,t}$ )을 결정하는 중요한 변수임을 보이고 있다.

주가수익률추정식의 결정계수(R<sup>2</sup>)는 개방 전에 평균적으로 0.61, 개방 후에 0.37을 보이고 있다. 따라서 개별기업의 주가수익률은 개방전과 개방 후에 모두 시장수익률과 산업별수익률의 영향을 많이 받고 있으나 개방이후에는 그 영향이 낮아졌다고 할 수 있다.

주식시장개방시점을 기준으로 주가수익률추정식의 결정계수(R<sup>2</sup>)와 산업별지수수익률 회귀계수(β<sub>2</sub>)의 t-값을 비교하면, 개별기업의 주가는 업종별 주가변동의 영향을 받고 있다. 그러나 개방이후 R<sup>2</sup>이 0.61에서 0.37로 낮아지고, β<sub>2</sub>의 t-값은 7.02에서 5.64로 낮아짐으로써, 주가변동의 동조화 현상이 어느 정도 완화되고 있음을 볼 수 있다. 이로써 개방 이후 주가변동의 동조화 현상이 완화되었다는 [보조가설1]은 지지되는 것으로 볼 수 있다<sup>11)</sup>.

### 5.2.2 주식수익률과 회귀수치의 관련성 검증

증권시장개방 이후 회귀수치에 대한 인식변화가

11) 이 검증결과를 보완하기 위하여 다음의 검증모형을 적용하여 추가적인 검증을 실시하였다.

$$r_{i,t} = a + \beta_1 \cdot MKRT_{it} + \beta_2 \cdot INRT_{it} + \beta_3 \cdot D \cdot MKRT_{it} + \beta_4 \cdot D \cdot INRT_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

여기에서,  $r$  : 주별 수익률

MKRT : 종합주가지수 수익률

INRT : 산업별주가지수 수익률

D : dummy변수 (주식시장개방 이전연도 1, 개방이후연도 0)

이 검증모형은 주식시장개방시점을 기준으로 개별기업의 수익률에 대한 종합주가지수와 산업별지수의 영향이 어떻게 변화되었는지를 보여주는 모형이다. 종합주가지수(MKRT)의 경우 개방이전의 회귀계수는 (β<sub>1</sub> + β<sub>3</sub>)이 되며, 개방이후에는 β<sub>1</sub>이 된다. 산업별지수(INRT)의 경우 개방이전의 회귀계수는 (β<sub>2</sub> + β<sub>4</sub>)이 되며, 개방이후에는 β<sub>2</sub>이 된다. 주식시장개방이후에 종합주가지수와 산업별지수의 영향력이 감소되는 것으로 기대되므로 (β<sub>1</sub> + β<sub>3</sub>) > β<sub>1</sub> 혹은 (β<sub>2</sub> + β<sub>4</sub>) > β<sub>2</sub>이 기대된다.

검증결과 (β<sub>1</sub> + β<sub>3</sub>) > β<sub>1</sub>의 관계가 유의적인 업체수는 40개이었으며, 그 반대방향으로 유의적인 업체의 수는 46개이었다.

검증결과 (β<sub>2</sub> + β<sub>4</sub>) > β<sub>2</sub>의 관계가 유의적으로 성립되는 업체는 55개이었으며, 그 반대방향으로 유의적인 업체의 수는 25개이었다.

있다는 또 다른 근거를 접근방법을 달리하여 얻고자 한다. 여기서는 주식시장 개방전(1989-1990)과 개방 후(1992-1993) 기간에 대해 주가수익률과 회계수치의 관련성을 비교하게 된다.

증권시장개방 전후의 주가수익률과 회계이익의 관련성에 대한 검증결과가 [표6]에 제시되어 있다. [표6]는 종속변수가 주가수익률( $R_{i,t}$ )이고, 독립변수가 주당순이익(AE), 주당순이익의 변동( $\Delta AE$ ), 그리고 연도별 더미변수(DM) 등으로 구성된 회귀식의 결과를 나타내고 있다. 또한 주당순이익(AE)과 주당순이익의 변동( $\Delta AE$ )의 추가적인 설명력을 기간별로 비교될 수 있도록 이들 변수들에 대한 F통계량을 제시하였다.

[표6]에서 보듯이 AE와  $\Delta AE$ 에 대한 F통계량은 개방후의 경우가 42.53으로서 1%수준에서 유의적이며, 개방전의 25.35 보다는 높게 나타나고 있다. 이 결과는 주당순이익과 주당순이익의 변동 등과 같은 회계수치가 주가수익률의 기업간차이와 관련성이 있으며, 주식시장개방 이후에 그 관련성이

더 높아졌음을 의미한다. 이로써 주가수익률에 대한 회계수치의 관련성이 높아졌을 것이라는 (보조가설2)는 지지되는 것으로 볼 수 있다.

AE와  $\Delta AE$ 의 회귀계수는 예상부호(+)와 일치되고 있으나 그 크기는 검증대상기간별로 차이가 있다. 개방 전에는 AE만이 1%수준에서 유의적이었으나, 개방 후에는 AE와  $\Delta AE$ 가 동시에 유의적인 것으로 나타나고 있다. 이는 개방전에는 개별기업의 주가수익률의 차이를 유발시키는 정보로써 주당순이익이 중요하였으나, 개방 후에는 주당순이익뿐만 아니라 주당순이익의 변동방향과 크기도 중요하게 고려되고 있음을 의미한다.

연도별 더미변수(DM)의 경우 개방 전에는 1%수준에서 유의적으로 나타나고 있으나, 개방 후에는 유의적이지 않다. 개방 전에는 회계이익이외에 1989년과 1990년의 주식수익률의 차이를 발생시키는 다른 요인이 있어서 주식수익률의 동질성이 확보되지 않았으나, 개방 후에는 1992년과 1993년의 주식수익률을 구분하는 시장전체의 요인은 없

[표6] 주식수익률과 회계이익의 관련성

변수 (예상부호)	상수	AE (+)	$\Delta AE$ (+)	DM	AE와 $\Delta AE$ F-통계량
개방전 (1989-1990)	-0.33(-24.30)*	0.85(6.44)*	0.15(0.86)	0.34(22.51)*	25.35
개방 후 (1992-1993)	0.13( 5.35)*	0.67(3.36)*	1.44(5.72)*	0.02( 0.80)	42.53

주1) 검증결과는 다음의 연구모형에 의해 산출되었다.

$$[검증모형] R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot AE_{i,t} + \beta_2 \cdot \Delta AE_{i,t} + \beta_3 \cdot DM_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

여기에서,  $R_{i,t}$  : 연간 주식수익률

$AE_{i,t}$  : 주당순이익

$\Delta AE_{i,t}$  : 주당순이익 변동액

$DM_{i,t}$  : 더미변수 (1989,1992연도는 1, 그 이외의 연도는 0)

2) ( )안의 수치는 t-값을 나타내고, \*는 1%수준에서 유의함을 나타낸다.

3) 각 변수들은 2 표준편차의 범위 내로 outlier가 조정되었다.

는 것으로 보이며, 연도별 주식수익율의 동질성이 확보된 것으로 보인다.

이상의 결과를 종합할 때, 주가수익률에 대한 주당순이익과 주당순이익 변동의 설명력이 개방전보다 개방 후가 높아졌으며, 개방 후에는 주당순이익의 크기뿐만 아니라 주당순이익의 변동도 중요한 정보로 인식되었다고 할 수 있다.

## VI. 추가분석

### 6.1 개방이후기간 동안의 회계정보에 대한 인식

앞서 증권시장개방 시점을 중심으로 우리 나라 증권시장에서 회계정보에 대한 인식변화가 있었음을 확인할 수 있었다. 여기서는 추가적인 분석의 일환으로 개방이후의 기간(1993년-1995년) 동안에 대해서도 동일한 검증을 수행해 보기로 한다. 이러한 추가적인 분석은 개방직후의 회계정보에 대한 인식변화가 일시적인 현상이었는지 아니면 장기적인 구조적 인식변화이었는지를 확인하기 위함이다.

#### (1) 주가수준과 회계수치의 관계

증권시장개방 이후의 기간(1993-1995) 동안의 주가수준과 회계수치의 관련성에 대한 검증결과는 [표7]에 제시되어 있다. [표7]의 결과는 [표4]의 결과를 산출할 때 적용된 연구모형 및 검증방법을 이용하였으며, 다만 검증대상 연도가 다를 뿐이다. 즉 개별기업의 주당순이익 및 주당순자산장부가치의 편차(업종평균으로부터 이탈정도)가 주가수준의 편차정도를 어느 정도 설명해 줄 것인가를 검증한

것이다.

개방전후의 기간(1990년과 1992년)을 검증대상 기간으로 했던 [표4]에서는 전체표본의 경우 회귀식 결정계수( $R^2$ )가 개방직전(1990년)에는 0.39 이었으나 개방직후(1992년)에는 0.65로 높아졌다. 개방이후의 기간동안에는 회귀식 결정계수( $R^2$ )가 1993년이 0.63, 1994년이 0.48, 1995년에는 0.56으로서 연도별로 변동이 있으나, 개방전 기간에 비하면 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 독립변수의 회귀계수는 1990년과 1992년에는 주당순이익편차(DERN)와 주당순자산편차(DBOK)이 모두 1%수준에서 유의적이었다. 개방이후(1993-1995)에는 주당순자산편차(DBOK)의 경우 모든 연도에서 유의적인 반면, 주당순이익편차(DERN)는 예상부호는 일치하고 1994년의 경우만 1%수준에서 유의적임을 보이고 있다.

업종별 분석결과에서는 의약품제조업의 경우 1993년과 1995년도는 개방직후(1992년)보다 회귀식의 결정계수가 높아졌으며, 주당순자산편차(DBOK)의 회귀계수는 유의적임으로 보이고, 주당순이익편차(DERN)의 회귀계수는 유의적이지 않다. 특히 1994년도의 경우에는 회귀계수의 결정계수가 개방직전(1990년)의 0.5보다 낮아졌다.

전기전자업종의 경우 개방이후의 모든 기간(1993-1995)이 개방직후(1992년)보다 회귀식의 결정계수가 높아졌으며, 주당순자산편차(DBOK)와 주당순이익편차(DERN)의 회귀계수가 대부분 유의적임을 보이고 있다.

도소매업종의 경우 1995년에는 개방직후(1992년)보다 회귀식의 결정계수가 높아졌으나, 1993년과 1994년에는 1992년보다 낮아졌음을 보이고 있다. 그러나 개방직전(1990)보다는 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 주당순자산편차(DBOK)의

[표7] 주가수준과 회계수치의 관계

변수(기대부호)		상 수	DERN(+)	DBOK(+)	adj. R <sup>2</sup>	
전체표본	1993	-0.01 (-.43)	0.01 (1.72)	0.75 (15.64)**	0.63	
	1994	-0.01 (-.74)	0.10 (3.74)**	0.48 (7.84)**	0.48	
	1995	-0.02 (-1.15)	0.001 (0.13)	0.72 (15.18)**	0.56	
업종별	의약품	1993	0.01 (0.36)	-0.02 (-1.11)	0.81 (9.44)**	0.78
		1994	-0.06 (-.76)	0.28 (1.85)	0.06 (0.24)	0.29
		1995	-0.01 (-.23)	0.10 (1.36)	0.47 (4.27)**	0.63
	전기·전자	1993	-0.02 (-.57)	0.08 (2.35)*	0.68 (4.98)**	0.72
		1994	0.01 (0.25)	0.25 (3.08)**	0.38 (2.25)*	0.73
		1995	-0.07 (-1.59)	0.05 (1.51)	0.71 (5.72)**	0.74
	도소매	1993	0.01 (0.18)	0.09 (1.11)	0.57 (3.25)**	0.36
		1994	-0.04 (-.84)	0.08 (2.48)*	0.63 (4.17)**	0.57
		1995	-0.09 (-1.77)	0.07 (2.87)**	0.58 (3.01)**	0.72

주1) \*와 \*\*은 10% 및 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

2) 주식배당효과가 조정된 주가를 사용했으며, 각 변수들은 2 표준편차의 범위 내로 outlier를 조정하였다.

3) [표7]에서는 다음 연구모형이 사용되었다.

$$[연구모형] DPRC_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot DERN_{i,t-1} + \beta_2 \cdot DBOK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

여기에서, DPRC : 주가편차율

DERN : 주당순이익 편차율

DBOK : 주당순자산 편차율

회귀계수는 1990년과 1992년도에 유의적이지 않았으나 개방이후의 기간에는 유의적임을 보이고 있으며, 주당순이익편차(DERN)의 회귀계수는 대부분 유의적임을 보이고 있다.

이상의 결과를 종합하면 주가수준과 회계수치의 관련성이 연도별로 변동하고 있으나, 개방이후의 기간(1993-1995)이 개방 전보다는 높은 상태로 유지하고 있다고 할 수 있겠다.

(2) 주가수익률과 회계이익의 관계

주가수익률과 회계수치의 관련성이 주식시장 개

방시점을 전후로 하여 변화가 있었다는 검증결과를 얻은 바 있다. 즉 개방직후의 기간(1992-1993) 동안에 주가수익률과 회계수치의 관련성이 개방전보다 높아졌다. 또한 개방이후의 기간(1993-1995)에는 주가수준과 회계수치의 관련성이 여전히 개방 전 보다 높게 유지되고 있었다. 여기서는 개방이후의 기간 중에 주가수익률과 회계수치의 관련성에 대해서도 이와 유사한 결론을 도출할 수 있는 지를 검증하게 된다.

증권시장개방 이후의 기간(1994-1995) 동안의 주가수익률과 회계이익의 관련성에 대한 검증결과는 [표8]에 제시되어 있다. [표8]의 결과는 [표5]

(표8) 주식수익률과 회계이익의 관련성

변수 (예상부호)	상수	AE (+)	ΔAE (+)	DM	AE와 ΔAE F-통계량
개방 전 (1989-1990)	-0.33(-24.3)**	0.85(6.44)**	0.15(0.86)	0.34(22.51)**	25.35
개방 후 (1992-1993)	0.13( 5.35)**	0.67(3.36)**	1.44(5.72)**	0.02(0.80)	42.53
개방 후 (1994-1995)	-0.06(-1.93)*	-0.55(-1.55)	3.20(9.31)**	0.51(13.9)**	36.38

주1) 검증결과는 다음의 연구모형에 의해 산출되었다.

$$[검증모형] R_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot AE_{i,t} + \beta_2 \cdot \Delta AE_{i,t} + \beta_3 \cdot DM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

여기에서,  $R_{i,t}$  : 연간 주식수익률

$AE_{i,t}$  : 주당순이익

$\Delta AE_{i,t}$  : 주당순이익 변동액

$DM_{i,t}$  : 더미변수 (1989, 1992, 1994연도는 1, 그 이외의 연도는 0)

의 연구모형 및 검증방법을 같게 하고, 검증대상기간을 1994년-1995년으로 하였다. 또한 [표5]의 결과를 포함함으로써 비교 가능하도록 하였다.

주가수익률(R)에 대한 주당순이익(AE)과 주당순이익의 변동(ΔAE)의 추가적인 설명력을 기간별로 비교하기 위하여 축소모형(독립변수에 DM만을 포함)과 확장모형(독립변수에 DM 및 AE와 ΔAE를 포함)간의 F-통계량을 계산하였다. 개방이후(1994-1995)의 AE와 ΔAE에 대한 F-통계량은 36.38로서 1% 수준에서 유의적이다. 이 수치는 개방직후(1992-1993)의 42.53보다는 낮고, 개방직전(1989-1990)의 25.35보다는 높다.

주당순이익(AE)과 주당순이익의 변동(ΔAE)의 회귀계수는 검증대상기간별로 차이가 있다. 개방직전(1989-1990)에는 주당순이익(AE)만이 1%수준에서 유의적이었다. 개방직후(1992-1993)에는 AE와 ΔAE가 동시에 유의적이었으며, 개방이후(1994-1995)에는 ΔAE만이 유의적임을 보이고

있다. 특히 주당순이익(AE)는 유의적이지는 않으나 예상부호(+)와는 반대의 결과를 보이고 있다.

이상의 결과를 종합할 때 개방이후(1994-1995)의 기간의 경우 주가수익률에 대한 주당순이익과 주당순이익 변동의 설명력이 개방직후(1992-1993)보다는 낮아졌으나 개방 전 보다는 높은 수준을 유지하고 있으며, 주당순이익 변동의 중요성이 강조되고 있다고 할 수 있다.

## 6.2 외국인투자자의 선호여부를 고려한 추가분석

우리나라 주식시장이 개방된 이후로 외국인투자자들은 모든 상장주식을 투자대상으로 하지 않고 그들이 선호하는 종목에 집중적으로 투자한 것으로 알려져 있다. 만일 외국인 투자자들이 회계정보를 참고로 주식매매가격을 결정하였다면, 개방이후 특히 외국인들이 선호한 종목의 주가를 결정하는데 있어서 회계정보의 역할이 증대할 것으로 기대된다.

반면에 선호하지 않는 종목의 경우는 주로 국내 투자자들에 의해 주식이가격이 결정되며, 개방이후 회계정보의 역할에 대해서는 두 가지의 기대가 가능하다. 첫째로 비선호종목의 거래에 참여하는 국내 투자자들의 회계정보에 대한 인식이 변화되지 않은 경우로서 주가와 회계수치의 관련성이 개방이후에도 변화가 없을 수 있다. 다른 가능성은 선호종목에 참여하는 국내투자자들이 외국인투자자의 투자기법에 영향을 받고, 이것이 비선호종목의 투자자에게도 직간접으로 영향을 미치는 상황이다. 이 때에는 비선호종목의 경우라도 개방이후의 주가와 회계수치의 관련성이 개방전보다 커질 것으로 기대된다.

본 연구의 표본을 외국인투자자 선호하는 종목과 선호하지 않는 종목으로 구분하고 회계수치와 주가의 관련성이 개방전후로 각각 어떻게 변화되었는지를 검토하고자 한다.

선호종목과 비선호종목의 구분기준은 명확하지 않다. 여기에서는 본 연구의 표본기업들을 1992년도 말 시점의 외국인지분율을 기준으로 서열을 부여하고 상위 33%를 선호종목집단, 하위 33%를 비선호집단으로 선정하였다. 본 연구의 표본대상기업 중 1992년 말 현재 외국인합자회사는 9개 회사이며, 이들은 개방시점에 이미 외국인 투자한도에 도달하여 외국인의 추가주식취득이 곤란한 상태에 있었기 때문에 제외하였다. 표본으로 선정된 기업들의 외국인지분율의 분포를 살펴보면 선호종목의 경우에는 외국인 투자비율이 5%-10%는 19개, 3%-4.9%는 19개, 1.5%-2.9%는 22개로 구성되어 있으며, 비선호종목은 0% - 0.009%는 32개, 0.01%-0.1%는 28개로 구성되어 있다<sup>12)</sup>.

추가분석의 검증모형은 앞서 [표4]에서 적용하였던 주가편차율(DPRC)에 대한 주당순이익의 편차율(DERN) 및 주당순자산 편차율(DBOK)의 회귀모

[표9] 주가수준과 회계수치( 외국인투자자 선호종목과 비선호종목을 구분 )

선호구분	연 도	상 수	DERN(+)	DBOK(+)	adj. R <sup>2</sup>
선호종목 (60개)	1990년말	0.06 (2.37)*	0.12 (2.58)**	0.16 (1.85)*	0.38
	1992년말	0.07 (2.32)*	0.22 (4.34)**	0.26 (3.33)**	0.62
비선호종목 (60개)	1990년말	-0.02 (-0.9)	0.06 (1.26)	0.26 (3.47)**	0.29
	1992년말	-0.03 (-2.2)*	0.12 (4.17)**	0.36 (7.14)**	0.72

주1) \*와 \*\*은 10% 및 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

2) 주식배당효과가 조정된 주가가 사용되었으며, 각 변수들은 2 표준편차의 범위 내로 outlier가 조정되었다.

3) [표11]은 다음의 연구모형이 사용되었다.

$$[\text{연구모형}] \text{DPRC}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot \text{DERN}_{i,t-1} + \beta_2 \cdot \text{DBOK}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

여기에서, DPRC : 주가편차율

DERN : 주당순이익 편차율

DBOK : 주당순자산 편차율

12) 선호종목을 외국인의 지분율 3%이상(38개 기업)으로 선정하고 비선호종목을 외국인의 지분율 0.01%미만(32개)으로 선정하여 검증해 보았으나, 그 결과는 [표9]의 경우와 유사하였다.

형을 적용하기로 한다.

[표11]의 결과는 앞서 [표7]에서 제시된 결과와 일관되게 개방후가 개방전보다 주가수준과 회계수치의 관련성이 높아졌음을 보여주고 있다. 주당순자산편차율(DBOK)의 경우는 선호여부에 관계없이 개방전과 개방후에 모두 주가수준과 유의적인 관련성이 있으며, 회귀계수 및 t-값이 증가하고 있음을 보여주고 있다(회귀계수가 선호종목의 경우에는 0.16→0.26, 비선호종목인 경우에는 0.26→0.36). 그러나, 주당순이익(DERN)의 경우는 선호, 비선호 여부에 따라 다르게 나타나고 있다. 선호종목의 경우에는 개방전후에 모두 유의적인 것으로 나타나고 있고, 주당순이익의 회귀계수 및 t-값이 증가하고 있다(회귀계수가 0.12→0.22). 반면에 비선호종목의 경우에는 개방전에는 유의적이지 않다가 개방후에는 유의적으로 나타나고, 주당순이익의 회귀계수가 증가하고 있다(회귀계수가 0.06→0.12).

선호종목과 비선호종목간에는 주가수준과 회계수치의 관련성에 큰 차이를 보이지 않고 있다. 개방전에는 결정계수( $R^2$ )의 값이 선호종목은 0.38이고 비선호종목은 0.29로 선호종목이 약간 높게 나타났다. 반면에 개방후에는 결정계수( $R^2$ )의 값이 선호종목은 0.62이고 비선호종목은 0.72로써 비선호종목의 경우가 약간 높게 나타나고 있다.

분석결과를 요약하면, 외국인투자자들이 선호하는 종목에 참여하는 국내투자자들 뿐만 아니라 비선호종목에 참여하는 국내투자자들의 경우에도 주가결정에 있어서 회계수치에 대한 인식이 변화되었음을 볼 수 있다.

## Ⅷ. 요약 및 결론

본 연구는 주식시장 개방 이후 우리 나라 주식시장에서 투자자들의 회계정보에 대한 인식이 변화되었는지를 실증적으로 확인해 보고자하였다.

이를 위해 주식시장 개방 이후 외국인 투자자 및 국내 투자자의 행동을 관찰한 학계 및 실무계의 문헌들을 검토하였다. 또한 주식시장 개방 전후의 주가수준 차별화 정도와 주가변동 행태를 비교하고, 주가수준 차별화 정도 및 주가변동과 회계정보의 상관관계를 기간별로 비교하였다.

검증결과에 따르면, 주식시장 개방 이후에 주가수준의 차별화 정도가 증대했으며, 업종별로 주가변동의 동조화 현상은 감소되고 개별기업의 고유요인의 영향력이 상대적으로 증가한 것으로 밝혀졌다. 한편, 주식시장 개방 이후 주가수준의 차별 정도를 설명하는 요인으로서 기업의 순이익과 순자산장부가치 등 회계수치의 영향력이 전반적으로 증대했으며, 특히 개방 전에 비해 순자산 장부가치의 영향력이 커진 것으로 나타났다. 또한 주식시장 개방 이후에 주가변동을 설명하는 변수로서 회계이익수준 및 회계이익변동의 설명력이 크게 향상된 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 주식시장개방 이후에 투자자들의 회계정보에 대한 인식이 향상되었다는 본 연구의 기본 가설을 뒷받침해주고 있다. 이러한 인식변화가 발생하게된 원인은 주식시장개방 초기에 기본적 투자분석기법을 구사한 외국인 투자자들의 역할이 컸기 때문인 것으로 보인다.

본 연구는 주식시장에서 투자자들의 회계정보에 대한 인식변화 가능성을 검증함으로써 다음과 같은 정책적·학술적 의미를 기대할 수 있다.

첫째, 회계정보에 대한 보다 엄격한 공시정책의

근거를 제시할 수 있다. 규제기관이 기업들에 대해 회계정보의 공시를 요구할 수 있는 근거는 주식시장에서의 회계정보의 유용성이다. 그러나 과거 우리 나라 주식시장에서 투자자들의 보편적인 견해나 회계정보의 유용성에 대한 학술적인 연구결과들은 규제기관의 공시정책을 지지할 만큼 설득력을 갖고 있지 않았다. 즉 회계정보의 생산에 따른 사회적 비용을 정당화시키기 어려웠다. 그러나 본 연구의 검증결과 주식시장개방 이후 투자자들의 회계정보에 대한 의존도가 강화되는 방향으로 인식변화가 있음을 확인하였고, 또 이것이 장기적인 정착단계에 접어드는 것으로 확인된다면, 규제기관은 보다 강력한 공시규제의 근거를 확보할 수 있을 것이고, 그에 따라 신중한 공시정책의 선택을 기할 수 있을 것이다.

둘째, 우리 나라 주식시장에서의 합리적 투자관행의 정착 가능성을 가늠해 볼 수 있다. 과거에 우리 나라 주식시장은 뚜렷한 지표가 없으며, 지나치게 루머와 기업외적인 정보에 의존하는 것으로 특징 지워졌었다. 그러나 주식시장개방 이후 내재가치 등에 근거한 합리적 투자기법이 보편화되었다는 것이 실무계의 견해이다. 이러한 견해를 본 연구의 결과가 뒷받침하는 것으로 해석될 수 있다면, 우리 나라 주식시장의 경우에도 투자자집단의 구성체계의 변화와 회계정보의 질적 향상에 의해 합리적인 방향으로 유도될 수 있음을 시사하게 된다. 자원의 효율적인 배분은 주식시장의 예측가능성을 높이고 투기적 요소를 보다 감소시킴으로써 달성될 수 있다. 또한 내국인 투자자의富力 외국인 투자자에게 과도하게 이전되는 것을 억제할 필요가 있다. 이러한 문제들을 해결하기 위해서는 보다 정교한 투자기법의 개발이 필요하고, 이를 내국인 투자자들에게 보급시키는 노력이 배가되어야 할 것이다.

셋째, 본 연구의 결과가 우리 나라 주식시장이 회계정보에 대한 상대적 효율성이 강화되었음을 뒷받침하는 것으로 해석될 수 있다면, 본 연구의 상대적 주가수준 결정모형은 특정시점에서의 상대적 주가수준의 적정성 여부를 평가하고자 하는 실무적인 목적에 충분히 이용될 수 있을 것이다. 또한 신규공모주 발행가액의 결정과 비상장주식의 평가와 같이 주식의 시장가격이 알려져 있지 않은 상황에서는 객관적인 주가수준의 측정치를 제공할 수 있다. 모형의 구성요소인 순자산의 장부가치와 비정상이익의 현재가치가 진실치에 접근할 수 있도록 측정방법들이 개선되어 간다면, 주가의 진실가치는 점차 구체화될 수 있을 것이다.

넷째, 회계이익수치 및 기타의 회계정보들이 자본시장에서 그 유용성이 입증될 수 있는 지에 대해서는 이미 많은 연구들이 수행된 바 있다. 본 연구의 결과는 이러한 주제들에 관한 과거의 연구들에 대한 재해석의 기회를 제공할 수 있을 것이다. 즉 과거의 연구결과들이 주가와 회계수치간의 낮은 상관관계를 보였다면, 그 원인이 연구방법의 부적절한 선택에 있는 것인지 아니면, 과거의 연구들에서 검증기간으로 선택되었던 기간에 실제로 회계정보의 효율성이 낮았던 것인지에 대한 해답이 제시될 수 있을 것이다.

다섯째, 주식시장의 효율성에 관한 연구들에서는 일반적으로 '동일한 투자자 가정'을 하고 있다. 동일한 투자자 가정은 특정시점에서 주어진 동일한 정보집합에 대해서는 투자자들의 동일한 기대가 형성될 것으로 본다. 주식시장 개방시점은 소유하고 있는 정보집합과 정보해석 능력면에서 내국인 투자자들과 상이할 것으로 기대되는 외국인 투자자들이 시장에 신규 참여하게 된다. 따라서 주식시장 개방은 동일한 투자자 가정이 완화되는 중요한 사건으

로서 가정이 완화될 때의 시장변화는 그 자체로써 좋은 연구대상이 될 것으로 기대된다.

본 연구는 우리 나라 주식시장이 외국인에 대한 개방과는 관계없이 시간경과에 따라 성숙해지고 있는 요인을 통제하지 못하고 있다는 한계가 있다. 또한 주식시장 개방 직전에 취해진 회계정보의 내용 및 신뢰성을 제고하기 위한 노력들이 개방 이후에 효과가 발휘되었을 가능성이 있으나 이러한 효과를 적절히 분리해 내지 못하였으며, 주식시장의 개방에 따른 주가행태의 변화를 단순히 주가수익률에 근거하여 검토하고 있다는 한계도 있다. 앞으로 주식시장의 개방에 따른 주식시장의 행태를 다방면으로 검토할 수 있다면 회계정보의 역할에 대한 보다 의미 있는 결과를 도출할 수 있을 것이다.

## 참 고 문 헌

- 김철중, 1995, "주식대량거래자의 투자행태에 관한 실증적 연구," **증권학회지**, 18, 125-158.
- 대우경제연구소, 1994, **한국주식시장 개방이후 국내외 투자자별 투자성과 및 투자성향**, 조사자료, 7.
- 연강흠, 1994, "중시개방후의 투자주체별 투자행태에 관한 연구," **증권학회지** 16, 151-189.
- 이돈혁, 1994, "증권시장개방이후 외국인 투자행태 및 성과분석," **증권금융**, 3-25
- 이인섭·교광수, 1994, **한국증시에서 개인, 기관, 외국인 투자자의 투자행태연구**, 한국증권경제연구원 연구보고서
- 전철홍, 1994, "중시개방후 증시구조변화," **주식**, 6, 31-60.
- 정혜영, 1995, "회계수치에 의한 가격결정모형," **회계학 연구**, 20, 1, 1-27.
- Alford, A., J. Jones, R. Leftwich and M. Zmijewski, 1993, "The Relative Informativeness of Accounting Disclosures in Different Countries," *Journal of Accounting Research*, 183-223.
- Barth, M. E., W. H. Beaver and W. R. Landsman, 1996, "Valuation Characteristics of Equity Book Value and Net Income: Test of Abandonment Option Hypothesis" *Unpublished Research Paper*.
- Booth, G. G., T. Martikainen, J. Perttunen and P. Yli-Olli, 1994, "On the Functional Form of Earnings and Stock Prices: International Evidence and Implication for E/P Anomaly," *Journal of Business, Finance and Accounting*, 395-408.
- Dawson, S.M., 1984, "The Trend Toward Efficiency for Less-Developed Stock Exchanges: Hong Kong," *Journal of Business, Finance and Accounting*, 151-161.
- Easton, P. D. and T. S. Harris, 1991, "Earnings as an Explanatory Variable for Returns," *Journal of Accounting Research*, 19-36.
- Easton, P. D. and T. S. Harris, and J.A. Ohlson, 1992, "Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns: The Case of Long Return Intervals," *Journal of Accounting and Economics*, 119-142.
- Frost, C. A. and G. Pownall, 1994, "A Comparison of the Stock Price Response to Earnings Disclosures in the United States and the United Kingdom," *Contemporary Accounting Research*, 59-83.
- Hawawini, G., 1990, *European Equity Market: Price Behavior and Efficiency*, Solomon Brothers Center Monograph Series, New York, New York University.

- Leessard, D., 1990, "The Implications of Market Efficiency for U.S. Disclosure by Non-U.S. World-Class Issues, Working Paper, Massachusetts Institute of Technology.
- Ohlson, J., 1991, "Earnings, Book Value, and Dividends in Security Valuation," Unpublished Working Paper, Columbia University.
- Ou, J. and S. Penman, 1993, "Financial Statement Analysis and the Evaluation of Market-to-Book Ratios," Unpublished Working Paper, University of California, Berkeley.
- Penman, S., 1992, "Return to Fundamentals," *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*(Fall), 465-484.

## The Korean Stock Market Open to Foreign Investors: Its Behaviors and the Role of Accounting Information

Inman Song\*, Cheol-Woo Park\*\*

### Abstract

The purpose of this study is to test changes in the role of accounting numbers in the Korean stock market. In this study, we hypothesize that investors rely more heavily on accounting numbers from the beginning of 1992, when the Korean stock market is first open to foreign Investors.

The results show that stock price differentials increase and stock price levels are more significantly related to fundamental values derived from accounting numbers such as net income and net book value in the post-opening period. Ad also stock returns are less affected by the macro economic factors, and were more significantly related to the level and change of accounting earnings in the post-opening period. These results generally confirm our hypotheses.

Such a change in stock price behaviors seems to be caused by foreigners' investment strategy, which is based primarily on fundamental analysis, in the Korean stock market. The results provide the rule-making body with a ground for the accounting disclosure regulations, and provide investors with proper investment indicators.

---

\* Professor, Department of Business Administration, Sung Kyun Kwan University.

\*\* Associate Professor, Department of Accounting, Sunchon National University.