

외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질(Quality)

전영순
중앙대학교 경영학부 부교수
(yscheon@chungang.edu)

1992년 자본시장 개방 이후 외국인투자자 및 국내 기관투자자는 우리 나라 증권시장에서 중요한 비중을 차지하고 있다. 국내·외 선행연구는 설문조사를 통해 회계이익의 질(quality)이 재무분석가, 신용분석가, 기관투자자 등 전문투자자들의 투자의사결정에 유용하게 이용되고 있음을 보고한다. 또한, 자본시장 개방 이후 시장 전체적으로 이익변동액에 대한 주가 수익률의 민감도가 증가한 것으로 나타난다. 외국인 및 국내 기관이 그 투자의사결정에 있어 회계이익의 질적 분석을 한다면 이들 전문투자자들이 투자하는 기업의 회계이익의 질은 그렇지 않은 기업의 회계이익의 질과 체계적으로 다를 수 있다. 본 연구에서는 외국인 및 국내 기관의 투자와 이익의 질과의 관계에 대하여 검토한다. 실증분석 결과, 외국인투자자는 투자대상 기업분석에서 회계이익의 질적 분석을 하며 질적으로 우수한 회계이익을 선호하는 것으로 나타난다. 하지만 국내 기관투자자는 일반적으로 투자대상 기업선정에 있어 회계이익의 질적 수준을 중요하게 고려하지 않는 것으로 보여진다. 이익반응계수의 결정요인을 통제한 후 회계이익의 질을 측정하는 일부 변수들과 이익반응계수 사이에는 유의한 관계가 있다. 외국인지분 및 국내 기관지분 또한 이익반응계수와 정의 관계를 보인다. 이는 자본시장개방 이후 시장 전체적으로 증가한 이익반응계수가 부분적으로만 회계이익의 질과 관련이 있으며, 전문투자자는 이익의 주가전환율이 높은 기업을 식별할 수 있는 능력이 있음을 의미한다. 외국인지분이 증가함에 따라 투자기업의 이익변동성은 감소하고 회계이익의 현금전환가능성은 증가한다. 즉, 외국인의 경우 투자기업에 대해 기업경영의 감시자로서의 역할을 담당하여 회계이익의 질적 향상을 유도한다. 그러나 국내 기관에 대해서는 이러한 긍정적인 효과가 훨씬 미비하다.

1. 서론

자본시장이 국제화되고 자본자유화에 대한 필요성이 국내·외적으로 대두됨에 따라 우리 나라는 1992년 1월 최초로 거래소 상장주식에 대한 외국인투자를 일정 한도 내에서 허용하였다. 그 후 점진적으로 개방의 폭을 확대해 오다가 1998년 5월에는 투자한도를 철폐하여 완전 개방을 하기에 이르렀다. 또한 코스닥 등록주식에 대해서도 1996년 9월 최초로 외국인투자를 허용한 후 1998년 5월에는 그 한도를 완전히 철폐하였다. 외국인의 투자

규모는 자본시장 개방 이후 점진적으로 증가하여 1993년말 거래소 시가총액의 9.8%로부터 2000년 말에는 거래소 시가총액의 30%인 56조 5천억 원에 달하게 되었다. 이처럼 외국인투자가 활성화됨에 따라 국내 주식시장에 미치는 영향은 크게 나타나고 있다. 특히 해외시장의 등락과 연동하여 움직이는 외국인의 투자향방에 따라 주가의 등락이 결정되는 사례가 빈번하게 나타나고 있으며 외국인투자자들의 움직임이 국내기관이나 개인투자자들의 투자의사결정에 있어 중요한 요인으로 작용하고 있다. 또한 세계적으로 기관투자자가 증권시장을 주도하는 기관화 현상이 심화되고 있으며 우리 나라의

경우도 예외는 아니다. 선진국 시장에서의 기관화 현상과 더불어 우리 나라에서도 기관투자자의 주식 보유 비중이 크게 증가하고 있으며 외국인투자자와 더불어 국내 증시를 좌우하는 중요한 요인으로 등장하였다. 이처럼 국내 기관투자자 및 외국인투자자가 국내 증권시장에서 중요한 역할을 하게 됨에 따라 국내 자본시장에 미치는 순기능과 역기능이 나타난다. 외국인투자가 허용되면서 내재가치 중심의 주가가 형성되고 기업의 내용에 따라 주가가 차별화되며 장기적 투자패턴의 정착화로 시장의 안정성이 향상된 것은 자본시장 개방의 중요한 성과라 할 수 있다(한국경제신문, 1994. 8. 26; 송인만과 박철우, 1998). 또한 증권시장의 기관화 현상은 주식시장의 효율성을 증대시킨다는 실증분석 결과도 제시되고 있다(Jones et al., 1990; Samuel, 1996).

외국인투자자 및 국내 기관은 기본적 분석(fundamental analysis)에 의한 내재가치 중심의 투자를 하며 회계이익은 기업의 내재가치 평가에 중요한 정보이다(이돈혁, 1995; 연강흠, 1994). 설문조사를 수행한 국내·외 선행연구는 회계이익의 질이 재무분석가, 신용분석가, 투자분석가 등 전문투자자들의 투자사결정에 유용하게 이용되고 있음을 보고한다(Seigel, 1982; 김문철과 최관, 1999). 최근 들어 기업을 분석하는 경제신문의 칼럼에서도 '이익의 질'을 언급하고 있으며 투자사결정에 있어 이익의 질적 분석의 중요성을 역설하고 있다(매일경제신문, 1998. 10. 31; 2000. 8. 16). 전문투자자들이 투자대상 결정에서 회계이익을 고려함에 따라 자본시장 개방 이후 시장 전체적으로 이익 변동액에 대한 주가수익률의 민감도가 증가되었다는 실증분석 결과도 제시되고 있다(송인만과 박철우, 1998). 이처럼 외국인 및 국내 기관의 투자의사결정에서 회계이익의 질적 분석이 중요함에도 불

구하고 이들 전문투자자와 기업이 제공하는 회계정보와의 관계에 관한 체계적인 연구는 거의 부재하다. 본 연구는 이들 전문투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질과의 관계에 대해 체계적으로 검토한다.

외국인 및 국내 기관투자자가 내재가치 분석에 있어 이익의 질적 분석을 수행한다면 이들 전문투자자들이 투자하는 기업의 회계이익은 그렇지 않은 기업의 회계이익과 체계적으로 다를 수 있다. 대부분 기관투자자인 외국인투자자는 내재가치 분석에 있어서의 국제적 경험과 전문성을 바탕으로 질적으로 우수한 이익을 제공하는 기업을 식별할 수 있을 것이다. 국내 기관투자가 또한 일반투자자에 비해 정보의 수집·분석능력이 뛰어난 것으로 인식되고 있다. 만일 투자대상 기업선정에 있어 이익의 질이 중요하다면 이들 기관투자자는 질적으로 우수한 이익을 제공하는 기업을 식별할 수 있을 것으로 예상된다. 따라서, 본 연구는 외국인 및 국내 기관투자가 실제로 회계이익의 질적 분석을 하며 질적으로 우수한 회계이익을 공시하는 기업에 투자하는지를 검토한다.

둘째, 앞에서 언급된 바와 같이 자본시장 개방 이후 시장 전체적으로 이익변동액에 대한 주가수익률의 민감도 즉, 이익반응계수가 증가한 것으로 보고되고 있다. 선행연구에 따르면, 이익이 질적으로 우수할수록 이익반응계수는 증가한다(Holthousen and Verrecchia, 1988; Imhoff, 1992). 이는 자본시장 개방 이후 회계이익이 질적으로 향상되었다면 이로 인해 이익반응계수는 증가하였을 수 있음을 시사한다. 따라서, 본 연구는 자본시장 개방 이후 증가한 이익반응계수가 회계이익의 질과 관련이 있는지를 실증 분석한다.

셋째, 본 연구는 외국인투자자 및 국내 기관투자가 일단 투자를 개시한 후 투자기업이 공시하는

회계이익의 질적 향상을 유도하는지를 검토한다. 외국인투자자나 국내 기관투자자의 보유지분이 증가함에 따라 이들 전문투자자들은 경영자의 수탁책임(accountability)을 강조하고 기업경영의 감시자로서의 역할을 담당할 것이다(매일경제신문, 1997. 2. 27). 이들 전문투자자들의 투자의사결정에 이익의 질이 중요하다면 경영감시를 통해 투자기업의 회계이익의 질적 향상을 도모하고자 할 것이다.¹⁾ 따라서, 본 논문은 외국인 및 국내 기관의 투자지분이 증가함에 따라 투자기업의 회계이익이 질적으로 향상되는지를 검토한다.

본 연구의 표본은 외국인투자가 허용된 이후인 1993년-2000년 사이의 제조업을 영위하는 상장회사이다. 외국인투자자와 국내 기관투자자가 선호하는 기업의 회계이익이 비선호기업의 회계이익보다 질적으로 양호한지를 검토하기 위해 이들 전문투자자들의 투자의사결정과 회계이익의 질적 수준과의 관계를 two-stage least squares(2SLS) 방법에 의해 추정한다. 또한 외국인과 국내 기관지분이 증가함에 따라 투자기업의 회계이익이 질적으로 향상되는지를 분석하기 위해 이들 전문투자자의 지분의 증가와 다음 연도의 회계이익의 질적 변동과의 시차모형을 추정한다.

실증분석 결과, 일반적으로 외국인지분이 높은 기업의 회계이익은 외국인지분이 낮은 기업의 회계이익보다 질적으로 우수한 것으로 나타난다. 외국인이 선호하는 기업의 특성을 통제한 후에도 외국인지분은 재량적 발생액 및 비경상적 항목이 차지하는 비율과는 부의 관계를 보이며 이익지속성과는 정의 관계를 보인다. 이러한 결과는 외국인투자자

의 경우 그 투자의사결정에 회계이익의 질을 중요시하며 재량적 발생액이 작고, 이익지속성이 높으며, 비경상적 항목이 차지하는 비율이 작은 기업을 선호함을 의미한다. 반면, 국내 기관투자자가 선호하는 기업의 특성을 통제한 후에는 이익변동성을 제외하고는 국내 기관지분과 회계이익의 질적 수준 사이에 유의한 관계가 없다. 즉, 국내 기관투자자는 외국인투자자에 비해 그 투자의사결정에 회계이익의 질적 수준을 고려하지 않음을 의미한다.

본 연구의 둘째 가설에 대한 실증분석 결과, 회계이익의 질을 측정하는 일부 변수와 이익반응계수 사이에는 유의한 관계가 나타난다. 이는 자본시장 개방 이후 증가한 이익반응계수가 부분적으로는 회계이익의 질과 관련이 있음을 의미한다. 또한, 이익반응계수의 결정요소 및 회계이익의 질을 통제한 후에도 외국인지분과 국내 기관지분은 이익반응계수와 유의한 정의 관계가 있다. 즉, 이들 전문투자자들은 이익의 내재가치 전환율이 높은 기업을 식별할 수 있는 능력면에서 일반투자자보다 우월함을 시사한다.

셋째 가설에 대한 실증분석 결과, 외국인지분이 증가함에 따라 투자기업의 이익변동성은 감소하고 회계이익의 현금전환계수는 증가한다. 이러한 결과는 투자의사결정에서 회계이익의 질을 고려하는 외국인투자자는 일단 투자가 이루어진 후에도 투자기업에 대한 경영감시기능을 수행하여 회계이익의 질적 향상을 도모한다는 주장을 부분적으로 지지한다고 할 수 있다. 반면, 국내 기관지분의 증가는 투자기업의 이익변동성에만 긍정적인 영향을 미친다. 따라서, 국내 기관투자자에 대해서는 경영감시기능

1) 예를 들어, 동일한 당기순이익이라 하더라도 그 원천이 영업이익이나 특별이익이냐에 따라 이익의 질이 달라질 수 있다(한국경제신문, 2000. 7. 19).

의 효과가 미약하다고 할 수 있다.

본 연구는 외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자와 이익의 질과의 관계를 체계적으로 연구한 논문이라는 데 그 의의가 있다. 외국인투자자가 질적으로 높은 회계이익을 보고하는 기업을 선호하고 투자한 기업에 대해서도 경영감시자로서의 역할을 수행하여 회계이익의 질적 향상을 유도한다는 결과는 외국인투자자가 회계이익정보에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. 외국인투자자가 질적으로 높은 회계이익을 선호한다면 기업은 이러한 전문투자자를 유치하기 위하여 질적으로 보다 우수한 회계이익을 제공할 유인을 갖는다. 이는 자본시장개방이 우리 나라 기업의 회계이익의 질적 향상에 기여할 수 있음을 시사한다.

국내·외 기관투자자를 대상으로 한 설문조사에서 이들 투자자들은 회계이익의 질이 중요하며 투자대상 기업결정에 있어 회계이익의 질적 분석을 하는 것으로 보고되고 있다. 외국인투자자에 대한 이러한 설문조사 결과는 본 연구의 실증분석 결과를 통해 확인되었다. 반면, 국내 기관투자자에 대해서는 이를 지지하는 결과가 나타나지 않는다. 또한, 외국인지분의 증가가 회계이익의 질적 향상을 가져오지만 그 결과가 회계이익의 질적 변동을 측정하는 모든 변수들에 대해 강진(robust)하지는 않다. 최근 들어 기업의 회계분석은 국내·외적으로 문제가 되고 있으며 기업의 지배구조에 대한 재조명이 이루어지고 있다. 사외이사의 독립성 확보, 감사위원회의 역할 강화 등 정보의 공급자인 기업의 지배구조 개혁이 요구됨과 동시에 정보의 수요

자인 투자자들의 감시기능 강화도 절실히 필요하다. 외국인 및 국내 기관은 전문투자자로서 일반투자자에 비해 이러한 감시기능을 수행할 수 있는 역량이 있다. 회계이익의 질이 기업의 내재가치 평가에 중요하다면 이들 전문투자자들은 투자기업의 경영에 대한 감시자로서의 역할을 강화하여 기업이 질적으로 보다 우수한 회계이익을 공시하도록 유도하여야 할 것이다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. II장에서는 연구의 배경 및 선행연구를 살펴보고 III장에서는 실증분석의 대상이 되는 연구가설을 설정된다. IV장에서는 연구방법론을 기술하고 V장에서는 실증분석 결과를 보고한다. 끝으로 VI장에서는 본 연구의 결론과 시사점을 제시한다.

II. 연구의 배경 및 선행연구

2.1 연구의 배경

자본의 국제화와 더불어 우리 나라 증권거래소 상장주식을 외국인투자자에게 최초로 개방한 것은 1992년 1월이었다. 그러나 자본시장이 완전 개방된 것은 아니었으며 외국인 1인당 취득한도와 외국인 전체한도는 일반법인의 경우는 각각 발행주식 총수의 3%와 10%였다. 1992년 이후 외국인 투자한도는 점점 확대되다가 1998년 5월 완전히 폐지되었는데 그 변화추이는 다음과 같다.

일 자	92.1.3	94.12.1	95.7.1	96.4.1	96.10.1	97.5.2	97.11.3	97.12.11	97.12.30	98.5.25
전체한도	10%	12%	15%	18%	20%	23%	26%	50%	55%	폐지
1인당 한도	3%	3%	3%	4%	5%	6%	7%	50%	50%	폐지

외국인투자한도의 확대와 더불어 외국인투자규모는 매년 증가하여 2000년 말에는 상장주식전체 시가총액의 30%를 보유하고 있으며 주식의 유동상황을 나타내는 매매회전율은 외국인의 경우 시장전체회전율보다 낮게 나타난다. 외국인투자자의 구성비율을 보면 기관투자자가 주류(약 61%)를 이루며 이들 기관투자자가 전체 외국인보유 주식총액의 99% 이상을 차지하고 있다.²⁾ 이들 외국 기관투자자들은 국제적인 정보망과 뛰어난 정보의 수집·분석능력을 가지고 있으며 일반투자자에 비해 옥석을 가릴 수 있는 능력이 월등한 것으로 인식되고 있다(한국경제신문, 1997. 1. 17; 1999. 11. 22). 우리 나라뿐만 아니라 전 세계적으로도 개발도상국의 주식시장에 투자하는 외국인투자자들이 자국투자자에 비해 유의한 초과수익률을 올린다는 실증결과가 보고되고 있다(Froot et al., 1998).

이처럼 외국인투자가 활성화됨에 따라 국내 증시가 외국인 기관투자자에 의해 주도된다는 비판이 제기되고 있으며 외국인투자자가 국내 기업경영의 효율성 및 추가행태에 미치는 영향에 대한 연구도 시도되고 있다(김동순과 김병선, 2000). 그러나 외국인투자자 및 국내 기관투자자와 투자대상 기업의 회계정보에 대한 연구는 미비하다. 따라서 본 연구에서는 회계이익의 질적 분석을 하는 외국인 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질과의 관계를 검토한다.

2.2 선행연구의 고찰

선행연구는 크게 외국인투자자 및 국내 기관투자자가 선호하는 기업의 특성에 관한 연구와 회계이

이익의 질에 대한 선행연구로 구분하여 논한다.

미국의 기관투자자들이 외국기업의 주식보다는 자국기업의 주식을 선호하며 전체 포트폴리오 중에서 외국자산이 차지하는 비율이 상대적으로 미미하다는 일명 "home bias"는 널리 보고되어 왔다(Lewis, 1999). 투자자들은 일반적으로 그들에게 익숙한 주식을 선호한다(Huberman, 1999). 국제적으로 투자포트폴리오를 형성함에 있어 "home bias" 투자행태가 나타나는 이유는 정보의 비대칭성의 정도가 외국기업의 경우 자국기업보다 커서 외국기업보다는 자국기업을 선호하기 때문이다(Dahlquist and Robertsson, 2001). Kang and Stulz(1997)는 특정 외국시장에서 투자대상을 선정함에 있어서도 유사한 "home bias"가 나타나는지를 검정하였다. 일본 자본시장에 투자하는 외국인투자자의 경우 부채비율이 높거나 규모가 작은 기업을 피하는 경향이 있으며 수출비중이 높은 기업을 선호하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 이는 외국의 자본시장에서 투자 대상을 선정함에 있어서도 투자자들에게 보다 익숙한 큰 기업, 즉 정보의 비대칭성이 작은 기업에 투자함을 의미한다.

Dahlquist and Robertsson(2001)은 스웨덴 기업을 중심으로 외국인투자자들이 선호하는 기업의 특성을 분석하였다. 실증분석 결과, 스웨덴 시장에서 외국인투자자가 선호하는 기업은 규모가 크고, 현금이 큰 기업을 선호하는 것으로 나타났다. 또한 외국인투자자는 매출액 중 수출이 차지하는 비율이 높은 기업을 선호하며 기업경영을 통제할 수 있는 대주주가 있는 기업은 회피하는 것으로 나타났다. 이는 외국인투자자의 "home bias" 투자행태와 일관성이 있는데 저자는 이러한 bias는 외국

2) 금융감독원, '2000년도 외국인투자 동향 분석(2001년 2월)'.

인투자자의 bias가 아니라 기관투자자의 bias인 것을 보고하고 있다.

O'Brien and Bhushan(1990)은 미국 기업을 대상으로 기관투자자와 재무분석가가 선호하는 기업의 특성을 simultaneous equation 접근법으로 분석하였다. Two-stage least squares(2SLS) 추정방법에 의한 실증분석 결과, 특정 기업에 투자하는 기관투자자의 수는 그 기업의 초과주가수익률이 높고 유동성이 커지며 체계적 위험이 증가함에 따라 늘어난다. 한편, 특정 기업을 분석하는 재무분석가의 수는 그 기업이 규제산업에 속하고 주가 변동성이 작을수록 증가한다.

자본시장 개방 이후 우리 나라에서도 외국인투자자와 국내 기관투자자가 선호하는 기업의 특성에 대한 연구가 진행되어 왔다. 일반적으로 외국인투자자 및 국내 기관투자자는 우량기업을 선호하는 것으로 나타난다. 김철중(1995)은 판별분석과 회귀분석을 통해 국내 기관투자자 및 외국인투자자가 선호하는 기업의 특성을 검토하였다. 실증분석 결과, 국내 기관투자자는 기업규모가 크고 노동집약도가 낮으며 수익성이 높고 보통주이익지급정도가 높은 기업을 선호하는 것으로 나타났다. 외국인투자자의 경우 기업규모가 크고 수익성이 높으며 PER가 낮은 기업을 선호한다. 이돈혁(1995) 또한 외국인투자자는 주당순이익과 성장성을 중시한다고 보고한다. 김동순과 김병선(2000)은 외국인투자자 및 국내 기관투자자가 모두 기업의 수익성을 중요한 투자지표로 사용하고 있으며 재무건전성이 높고 주가변동성이 낮은 기업을 선호함을 제시한다. 또한 이들 전문투자자들은 장기투자 성향을 나타내며 수출비중이 높고 성장잠재력이 높은 기업을 선호하는 것으로 나타났다.

지금까지는 전문투자자가 선호하는 기업의 특성

에 대하여 살펴보았다. 아래에서는 회계이익의 질과 전문투자자의 투자의사결정과 관계에 대한 선행연구 및 회계이익의 질에 대한 선행연구에 대해 살펴본다. Siegel(1982)은 회계전문가, 재무분석가, 기관투자자를 대상으로 회계이익의 질(quality)에 대한 설문조사를 하였다. 이 설문조사에서 응답자 중 90% 이상이 이익의 질에 대하여 익숙하다고 답변하였으며 응답자 중 80% 이상이 회계이익의 질이 의미 있고 유용한 개념이라고 답변하였다.

유사하게, 김문철과 최관(1999)은 우리 나라의 재무분석가, 신용분석가, 공인회계사를 대상으로 이익의 질에 대한 설문조사를 실시하였다. 이 설문조사에서 응답자 중 60% 이상이 이익의 질에 대하여 생각해 본적이 있으며 90% 이상이 이익의 질이 의사결정에 유용하였다고 응답하였다. 최근 들어 기업을 분석하는 경제신문의 칼럼에서도 투자 의사결정에 있어 이익의 질적 분석의 중요성을 역설하고 있다. 선행연구가 의미하는 바는, 이익의 질에 대한 개념은 명확하게 정의되어 있지 않다 하더라도 전문투자자의 투자의사결정에 있어 이익의 질은 유용한 투자척도가 될 수 있다는 것이다. 이처럼 외국인투자자나 국내 기관투자자가 투자대상 기업분석에 있어 회계이익의 질을 고려한다면 외국인 및 국내 기관이 선호하는 기업의 이익이 그렇지 않은 기업의 이익보다 질적으로 우수할 수 있음을 시사한다.

회계이익의 질이 중요한 개념임에도 불구하고 실무적으로 모호하게 사용되어 왔으며 그 구체적인 의미에 대해서는 다양한 견해가 제시되어 왔다. 선행연구에서 제시된 회계이익의 질을 측정할 수 있는 개념으로는 보수적인 회계처리, 이익의 현금 전환가능성, 이익의 지속성, 이익의 변동성, 비경상적 항목, 회계정보에 포함된 오류(noise)의 정도

등을 들 수 있다.

모든 조건이 동일하다면 보수주의 회계처리는 이익의 과대예측오류가 발생할 확률을 줄여줄 수 있으므로 양질의 이익을 제공한다(Bernstein and Seigel, 1979; Imhoff and Thomas, 1989; 김문철과 최관, 1999). Comiskey(1982)는 이익의 현금전환가능성 및 이익지속성을 이익의 질을 설명하는 중요한 개념으로 제시하고 있다. 회계이익이 장래에 현금으로 실현될 가능성이 높을수록 이익에 대한 불확실성은 감소하므로 질적으로 우수한 이익이라 할 수 있다. 당기 이익이 미래에도 지속될 가능성이 높을수록 즉, 이익의 지속성이 클수록 미래 이익의 예측가능성이 커지므로 질적으로 우수한 이익이다. 이는 이익의 변동성이 낮을수록, 이익에서 비경상적 항목이 차지하는 부분이 작을수록, 그 이익이 미래에 지속될 가능성이 높아지며 미래 이익의 예측가능성이 높아지므로 질적으로 우수한 이익이라는 주장과도 일관성이 있다(Bernstein and Seigel, 1979; White, Sondhi, and Fried, 1998; 김문철과 최관, 1999). Lev(1989)는 이익의 질을 미래 현금흐름의 예측능력으로 정의하고 질적으로 우수한 이익이란 미래 현금흐름을 보다 잘 예측할 수 있게 해 주는 이익이라고 제시하고 있다. Lev의 이익의 질에 대한 개념은 현금전환가능성이 높은 이익이 질적으로 우수한 이익이라는 주장과 일관성이 있다.

Holthousen and Verrecchia(1988)는 회계이익의 질을 그 정보에 포함된 오류의 분산으로 정의하였다. 즉, 회계이익이 질적으로 우수할수록 그 이익에 포함된 오류의 분산은 작을 것이다. 이는 재량적 발생액이 작을수록 이익에 포함된 노이즈(noise)가 작아 회계이익의 질이 높아진다는 주장과 일치한다고 할 수 있다(White, Sondhi,

and Fried, 1998). 또한, Holthousen and Verrecchia(1988)는 회계이익에 포함된 오류의 분산이 클수록 비기대이익 단위당 추가반응(이익반응계수)이 작아진다고 주장한다. 즉, 이익에 포함된 노이즈가 작을수록 비기대이익 단위당 추가전환율은 높아지며 따라서 이익반응계수는 커진다. 이는 이익반응계수를 회계이익의 질을 측정하는 척도로 사용하는 근거가 된다.

Holthousen and Verrecchia는 회계이익의 질과 추가반응에 대한 이론적 모형을 제시한 반면, Imhoff(1992)는 이에 대한 실증분석을 수행하였다. Imhoff는 재무분석가를 대상으로 설문조사를 통하여 이익의 질에 대한 평가를 한 후 질적으로 높은 회계이익을 가진 집단의 이익반응계수가 그렇지 않은 집단의 이익반응계수와 다른지를 검토하였다. 실증분석 결과에 의하면 회계이익의 질에 대해 높은 점수를 받은 집단의 이익반응계수가 낮은 점수를 받은 집단보다 높은 것으로 나타난다. Klein and Todd(1993)는 현금전환가능성에 기초하여 이익의 질을 측정하고 이와 이익반응계수 사이에 정의 관계가 있는지를 검토하였다. 실증분석 결과, 현금전환계수로 측정된 이익의 질이 높을수록 이익반응계수가 증가하는 것으로 나타난다. Wild(1996)는 감사위원회의 설치를 전후하여 회계이익이 질적으로 향상되는지 여부를 이익반응계수를 통하여 검토하였다. 감사위원회 설치 후에 회계이익에 대한 추가반응이 증가하는 것으로 나타나는데 이는 감사위원회가 설치되고 기업경영에 대한 감시기능을 수행하면서 회계이익의 질이 향상되었음을 의미한다.

III. 가설 설정

외국인투자자의 경우 기업의 재무제표 및 회계이익을 분석함에 있어 국제적 경험과 전문성을 갖추고 있으므로 질적으로 우수한 회계이익을 분별할 능력이 일반투자자보다는 뛰어난 것이다. 선행연구에서 살펴본 바와 같이, 외국인투자자들이 투자대상 기업선정에 있어 이익의 질적 분석을 한다면 투자자의 구성과 이익의 질과는 상관관계가 있을 것으로 기대된다. 또한 국내 기관투자자는 일반투자자보다는 전문적인 투자자로 인식되고 있으며 질적으로 우수한 회계이익을 제공하는 기업을 식별할 수 있을 것으로 예상된다. 만일 국내 기관투자자가 투자의사결정에 회계이익의 질을 고려한다면 국내 기관이 선호하는 기업의 이익은 그렇지 않은 기업의 이익에 비해 질적으로 우수할 것이다. 따라서, 본 연구의 첫째 가설은 외국인 및 국내 기관이 선호하는 기업의 이익이 그렇지 않은 기업의 이익보다 질적으로 우수한지를 검증하는 것이며 이를 위해 다음의 대립가설을 설정한다.

연구가설 1: 외국인투자자 및 국내 기관투자자 등 전문투자자가 선호하는 기업의 회계이익은 비(非)선호기업의 회계이익에 비해 질적으로 우수하다.

선행연구에 의하면, 자본시장 개방 이후 시장 전체적으로 이익변동액에 대한 주가수익률의 민감도(즉, 이익반응계수)가 증가하였다(송인만과 박철우, 1998). 외국의 선행연구(Holthousen and Verrecchia, 1988; Imhoff, 1992; Wild, 1996)는 이론적 모형과 실증분석을 통해 회계이익의 질이 높을수록

이익반응계수가 증가하는 것을 보여준다. 이러한 선행연구는 자본시장 개방 이후 우리 나라 기업의 회계이익이 질적으로 향상되었다면 이로 인해 이익반응계수가 증가하였을 수 있음을 제시한다. 따라서, 본 연구의 둘째 가설은 자본시장 개방 이후 증가된 이익반응계수가 회계이익의 질과 관련이 있는지를 검토한다. 이를 위해 다음의 대립가설을 설정한다.

연구가설 2: 자본시장 개방 이후 시장 전체적으로 증가된 이익변동액에 대한 주가수익률의 민감도는 회계이익의 질과 관련이 있다.

본 연구의 셋째 가설은 일단 외국인투자자 및 국내 기관의 투자가 이루어진 후, 이들 전문투자자들의 지분이 증가함에 따라 회계이익이 질적으로 향상되는지를 검증한다. 외국인지분이나 국내 기관지분이 증가하면서 기업경영의 감시자로서의 역할이 강화되면 이들 전문투자자 주주들에 대한 경영자의 수탁책임(accountability)은 커지게 된다. 회계이익의 질이 투자의사결정에 중요하다면 이들 전문투자자들은 경영감시기능을 통해 투자기업의 회계이익의 질적 향상을 도모할 것이다. 이를 검증하기 위한 대립가설은 다음과 같다.

연구가설 3: 외국인 및 국내 기관의 투자가 이루어진 후, 투자기업에서의 이들 전문투자자들의 지분증가는 회계이익의 질적 향상을 가져온다.

연구가설 1은 외국인투자자 및 국내 기관투자자 등 전문투자자가 그 투자의사결정에서 회계이익의

질을 고려하는지를 검증하는 가설이다. 반면, 연구 가설 3은 일단 외국인 및 국내 기관의 투자가 이루어진 후 이들 전문투자자들이 경영감시기능을 통해 투자기업의 회계이익의 질적 향상을 유도하는지를 검증하는 것이다.

IV. 연구방법론

4.1 회계이익의 질적 수준의 측정

본 연구에서는 회계이익의 질에 대한 개념을 정립하는 것이 목적이 아니므로 선행연구에서 제시된 변수들 즉, 재량적 발생액의 절대값, 보수주의 회계처리, 현금전환가능성, 이익의 지속성, 이익의 변동성 및 비경상적 항목을 사용하여 회계이익의 질을 측정한다.

재량적 발생액이 작을수록 이익에 포함된 노이즈(noise)가 작아 회계이익의 질이 높아진다(Holt-housen and Verrecchia, 1988; White, Sondhi, and Fried, 1998). 따라서, 재량적 발생액의 크기가 클수록 이익의 질적 수준은 낮아질 것이다. 재량적 발생액의 크기(|DACC_{it}|)는 백원선과 최관

(1999)과 유사하게 수정된 횡단면 Jones 모형을 이용하여 추정한다.³⁾

보수주의 회계처리는 이익의 과대예측오류가 발생할 확률을 줄여줄 수 있으므로 양질의 이익을 제공한다(Bernstein and Seigel, 1979; Imhoff and Thomas, 1989; 김문철과 최관, 1999). 따라서, 보수적인 회계처리 방법을 채택하는 기업의 회계이익은 그렇지 않은 경우에 비해 질적으로 우수할 것이다. 본 연구에서는 (주)한국신용평가의 KIS-FAS 데이터베이스에서 이용 가능한 재고자산 단가산정방법과 감가상각방법에 대한 주식자료를 이용하여 보수주의 회계처리(CONSERV)를 측정한다. 즉, 재고자산 단가산정방법으로 후입선출법과 감가상각방법으로 정률법을 사용하는 경우는 기업이 보수적인 회계처리방법을 선택하는 것이므로 CONSERV는 1의 값을, 기타의 경우는 0의 값을 갖는다.

Comiskey(1982)는 회계이익이 장래에 현금으로 실현될 가능성이 높을수록 이익에 대한 불확실성은 감소하므로 질적으로 우수한 이익이라고 주장한다. 또한, Lev(1989)는 미래 현금흐름을 보다 잘 예측할 수 있게 해 주는 이익이 질적으로 우수한 이익이라고 주장한다. 따라서, 이익의 현금전환가능성이 높을수록 이익의 질은 높아질 것이

3) 재량적 발생액의 크기(|DACC_{it}|)는 다음과 같은 순서로 추정한다. 1단계로 현금을 제외한 유동자산의 t년도 변동액에서 유동성 고정부채를 제외한 유동부채의 t년도 변동액을 차감하고 t년도의 감가상각비를 차감하여 총발생액을 구한 다음 기초 총자산으로 표준화한 TACC_{it}를 구한다. 2단계에서는 1단계에서 계산된 TACC_{it}를 이용하여 각 연도마다 업종별로 다음의 총발생액 회귀식의 회귀계수를 추정한다.

$$TACC_{it} = \alpha_0 / \text{총자산}_{i,t-1} + \alpha_1 (\text{매출액변동액}_{it} - \text{매출채권변동액}_{it}) / \text{총자산}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{유형자산}_{it} / \text{총자산}_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

2단계에서 추정된 회귀계수를 이용하여 비재량적 발생액(NACC_{it})을 구하고 TACC_{it}와 NACC_{it}의 차이인 재량적 발생액(DACC_{it})을 구한 후 절대값을 취한다.

$$NACC_{it} = \hat{\alpha}_0 / \text{총자산}_{i,t-1} + \hat{\alpha}_1 (\text{매출액변동액}_{it} - \text{매출채권변동액}_{it}) / \text{총자산}_{i,t-1} + \hat{\alpha}_2 \text{유형자산}_{it} / \text{총자산}_{i,t-1}$$

다. 현금전환가능성은 당기순이익이 차기의 영업활동으로부터의 현금흐름으로 전환되는 현금전환계수(CC_COEF)를 이용하여 측정한다. 현금전환계수는 기업별로 과거 12년간의 시계열 자료를 이용하여 추정한 다음 회귀식의 회귀계수 β_i 이다.

$$OPCF_{i,t+1} / TA_{i,t-1} = \alpha_i + \beta_i NI_{it} / TA_{i,t-1} + \epsilon_{it}$$

여기서 $OPCF$ =영업활동으로부터의 현금흐름.

TA =총자산, NI =당기순이익

선행연구에 의하면 당기 이익이 미래에도 지속될 가능성이 높을수록 즉, 이익의 지속성이 클수록 미래 이익의 예측가능성이 커지므로 질적으로 우수한 이익이다(Comiskey, 1982). 이익의 지속성은 백원선과 최관(1999)과 유사하게 기업별 초과이익의 시계열 자료로부터 추정된 이익지속계수(PERSIST)를 사용한다. 이익지속계수(PERSIST)는 기업별로 과거 12년간 시계열 자료를 이용하여 추정한 다음 회귀식의 회귀계수 ω_i 이다.

$$[EPS_{it} - (\rho - 1)BV_{i,t-1}] = \alpha_i + \omega_i [EPS_{i,t-1} - (\rho - 1)BV_{i,t-2}] + \epsilon_{it}$$

여기서, EPS_{it} = 기업 i 의 t 년도의 주당순이익,

$BV_{i,t-1}$ = 기업 i 의 $t-1$ 년도의 주당순자산,

$(\rho - 1)$ = 3년 만기 국채의 평균유통수익률

선행연구는 이익의 변동성이 낮을수록, 이익에서 비경상적 항목이 차지하는 부분이 작을수록 미래

이익의 예측가능성이 높아지므로 질적으로 우수한 이익이라고 주장한다(Bernstein and Seigel, 1979; White, Sondhi, and Fried, 1998; 김문철과 최관, 1999). 본 연구에서는 이익의 변동성(EVAR)을 기업별로 과거 12년간 주당순이익의 표준편차로 측정한다. 비경상적 항목(NONRECUR)은 당기순이익 중 특별손익이 차지하는 비율로 측정한다.

4.2 회귀모형 및 변수

본 연구의 첫째 가설은 외국인 및 국내 기관이 투자기업 선정에 있어 회계이익의 질을 고려하는지 여부이다. 선행연구에 의하면 외국인 및 국내 기관은 일반적으로 기업규모가 크고 재무구조가 건실하며 수익성이 양호한 우량기업을 선호한다. 또한, 자국기업이 아닌 외국기업에 투자하는 외국인투자자는 매출액 중 수출이 차지하는 비율이 높고 기업 경영을 통제할 수 있는 대주주가 없는 기업을 선호한다. 이는 외국인투자자의 경우 투자자에게 익숙하고 정보의 비대칭성이 작은 기업을 선호함을 의미한다. 국내 기관투자자는 노동집약도가 낮고 보통주배당지급정도가 높은 기업을 선호하는 것으로 나타난다. 외국인 및 국내 기관투자자들이 선호하는 기업의 이러한 특성들이 회계이익의 질과 밀접하게 관련되어 있다면, 이들 전문가들의 투자 의사결정이 회계이익의 질과는 무관하다 하더라도 이들 전문가들의 지분과 회계이익의 질적 수준 사이에는 유의한 정의 관계가 나타날 수 있다. 이를 통제하기 위해 외국인 및 국내 기관의 투자 의사결정모형에 이들 전문투자자들이 선호하는 기업의 특성을 포함한다. 외국인투자자와 국내 기관투자자는 서로의 투자 의사결정에 영향을 미칠 수 있으므로 외국

인의 투자의사결정과 국내 기관의 투자의사결정간의 simultaneous equation을 two-stage least squares(2SLS) 방법을 사용하여 추정한다.⁴⁾ 앞에서 언급한 대로, 1998년 이전에는 외국인이 개별기업에 투자할 수 있는 지분의 상한선이 적용되었다. 상한선이 10%일 때의 10%와 상한선이 100%일 때의 10%의 의미는 다를 수 있으므로 외국인투자지분은 외국인 한도 대비 상대적인 지분을(즉 외국인투자지분/연도별 외국인투자한도)을 사용한다. 외국인지분의 절대수준 자체를 사용하더라도 결론에 미치는 영향은 없다. 국내 기관투자자에 대해서는 이러한 한도가 적용되지 않았으므로 국내 기관투자지분을 그대로 사용한다.

$$RELFORE_{it} = a_0 + a_1 SIZE_{it} + a_2 DE_{it} + a_3 ROS_{it} + a_4 MARET_{it} + a_5 EXPORT_{it} + a_6 LARGEST_{it} + a_7 PER_{it} + a_8 DINST_{it} + \sum_{r=9}^{14} a_r$$

Earnings Quality 변수 + ϵ_{it}

$$DINST_{it} = b_0 + b_1 SIZE_{it} + b_2 DE_{it} + b_3 ROS_{it} + b_4 MARET_{it} + b_5 LARGEST_{it} + b_6 LABOR_{it} + b_7 DIVPAY_{it}$$

$$+ b_8 RELFORE_{it} + \sum_{r=9}^{14} b_r$$

Earnings Quality 변수 + μ_{it}

여기서 $RELFORE_{it}$ = 기업 i 에 대한 t 년도의 외국인 지분/ t 년도의 외국인 한도
 $DINST_{it}$ = 기업 i 에 대한 t 년도의 국내 기관투자지분
 $SIZE_{it} = \text{Log}(\text{발행주식수}_{it} \times \text{주가}_{it})$
 $DE_{it} = \text{총부채}_{it} / \text{총자본}_{it}$
 $ROS_{it} = \text{당기순이익}_{it} / \text{매출액}_{it}$
 $MARET_{it} = \text{회계연도 개시후 4월초부터 회계연도 종료후 3월말까지의 주가수익률-동 기간의 시장수익률}$
 $EXPORT_{it} = \text{수출}_{it} / \text{총매출액}_{it}$
 $LARGEST_{it} = \text{경영을 통제할 수 있는 1인 대주주가 있으면 1, 기타의 경우는 0}$
 $PER_{it} = \text{기업 } i \text{의 } t \text{년도말 주가} / \text{기업 } i \text{의 } t \text{년도의 EPS}$
 $LABOR_{it} = \text{인건비}_{it} / \text{총매출액}_{it}$
 $DIVPAY_{it} = \text{주당현금배당액}_{it} / \text{주당현금흐름}_{it}$
 Earnings Quality 변수 = 이익의 질을 측정하는 $|DACC_{it}|$, $PERSIST_{it}$, $EVAR_{it}$, $CONSERV_{it}$, CC_COEF_{it} 및 $NONRECUR_{it}$

4) 외국인의 투자의사결정과 국내 기관의 투자의사결정이 simultaneous하게 이루어질 때 독립변수로 포함되는 DINST와 RELFORE는 각 회귀식의 오차항과 correlated된다. 이는 선형회귀모형의 기본가정을 충족시키지 못하게 되며 두 simultaneous equations를 ordinary least squares(OLS) 방법으로 추정할 경우 추정되는 회귀계수는 일치성(consistency)을 상실한다. 이를 해결하기 위해 일반적으로 2SLS 추정방법이 사용된다(Heckman, 1978; Maddala, 1983; O'Brien and Bhushan, 1990; Copley et al., 1994; Copley et al., 1995).

위의 simultaneous equation에서 $SIZE_{it}$, DE_{it} , ROS_{it} 는 우량기업의 척도인 기업규모, 부채비율, 수익성을 나타낸다. 따라서 회귀계수 a_1 , a_3 , b_1 , b_3 은 양(+)의 값을, a_2 와 b_2 는 음의 값을 보일 것이다. 외국인투자자는 국내 투자자에 비해 높은 주가수익률을 얻는 것으로 보고되고 있다(한국경제신문, 1997. 1. 17; 1999. 11. 22). 이는 기업의 주가수익률이 외국인 및 국내기관의 투자의사결정에 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. 따라서, 개별기업과 시장수익률과의 차이인 초과수익률 $MARET_{it}$ 를 회귀식에 포함한다. 외국인 및 국내기관이 초과수익률이 높은 기업을 식별할 수 있다면 회귀계수 a_4 와 b_4 는 유의한 양의 값을 보일 것이다. $EXPORT_{it}$, $LARGEST_{it}$, PER_{it} 는 외국인 선호기업의 특성인 수출이 매출에서 차지하는 비율, 대주주의 존재여부, 주가이익비율을 각각 나타낸다. 1인 대주주의 지분율의 20% 이상이면 기업경영에 영향력을 행사할 수 있는 대주주가 존재하는 것으로 가정하여 $LARGEST_{it}$ 는 1을, 기타의 경우는 0의 값을 갖는다. 선행연구에 따라 회귀계수 a_5 는 양의 값을, a_6 과 a_7 은 음의 값을 가질 것으로 기대된다. 기업경영에 중대한 영향력을 미칠 수 있는 1인 대주주가 존재하는 경우 그 대주주가 기업경영을 전횡할 가능성이 높다. 선행연구에서는 검토되지 않았지만 국내 기관 또한 1인 대주주가 존재하는 기업은 회피할 것으로 예상된다. 따라서, 국내 기관의 투자대상 기업결정 회귀식에 $LARGEST_{it}$ 를 포함하며 그 회귀계수 b_5 는 음의 값을 보일 것이다. $LABOR_{it}$, $DIVPAY_{it}$ 는 국내 기관투자자가 선호하는 기업의 특성인 노동집약도와 보통주배당지급도를 반영한다. 선행연구에 따라 회귀계수 b_6 은 음의 값을, b_7 은 양의 값을 보일 것으로 기대된다. 외국인과 국내 기관이 서로의 투자의사결정에 미치

는 영향(simultaneity)을 통제하기 위해 외국인지분($RELFORE_{it}$)을 종속변수로 하는 회귀식에는 국내 기관지분($DINST_{it}$)을, $DINST_{it}$ 를 종속변수로 하는 회귀식에는 $RELFORE_{it}$ 를 설명변수로 포함한다.

Earnings Quality 변수는 회계이익의 질을 측정하는 $|DACC_{it}|$, $PERSIST_{it}$, $EVAR_{it}$, $CONSERV_{it}$, CC_COEF_{it} , $NONRECUR_{it}$ 이다. 재량적 발생액이 커질수록 이익의 질은 떨어진다. 따라서, 외국인 및 국내 기관투자자가 회계이익이 질적으로 우수한 기업을 선호한다면 $|DACC_{it}|$ 는 유의한 음의 회귀계수를 보일 것이다. 이익지속성이 높을수록, 이익의 현금전환가능성이 높을수록 이익의 질은 높아지므로 $PERSIST_{it}$ 및 CC_COEF_{it} 는 유의한 양의 회귀계수를 보일 것이다. 이익변동성이 낮을수록, 비경상적 항목이 작을수록 이익의 질은 높아지므로 $EVAR_{it}$ 와 $NONRECUR_{it}$ 는 유의한 음의 회귀계수를 보일 것이다. 또한, 보수적인 회계처리방법을 채택할수록 이익의 질은 높아지므로 $CONSERV_{it}$ 는 유의한 양의 회귀계수를 보일 것이다.

본 연구의 두 번째 가설은 자본시장 개방 이후 시장 전체적으로 증가한 이익반응계수가 회계이익의 질과 관련이 있는지를 검토하는 것이다. 이를 위해 다음의 회귀식을 추정한다.

$$\begin{aligned}
 RET_{it} = & a_0 + a_1 UE_{it} \times BETA_{it} \\
 & + a_2 UE_{it} \times GROWTH_{it} \\
 & + a_3 UE_{it} \times SIZE_{it} \\
 & + \sum_{r=4}^8 a_r UE_{it} \\
 & \quad \times Earnings\ Quality\ 변수 \\
 & + a_{10} UE_{it} \times RELFORE_{it}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 &+ a_{11}UE_{it} \times DINST_{it} \\
 &+ a_{12}MKTRET_{it} \\
 &+ \sum_{\omega=1994}^{2000} YEAR_{\omega} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

여기서 RET_{it} = 회계연도 개시후 4월초부터 회계연도 종료후 3월말까지의 주가수익률

$$UE_{it} = (EPS_{it} - EPS_{i,t-1}) / P_{i,t-1}, P_{i,t-1} = \text{기초주가}$$

$BETA_{it}$ = 과거 4년간의 월별 주가수익률을 이용하여 추정한 시장모형의 베타

$GROWTH_{it}$ = 총자산의 시가와 장부가 비율

$$SIZE_{it} = \text{Log}(\text{발행주식수}_{it} \times \text{주가})_{it}$$

Earnings Quality 변수 = 이익의 질을 측정하는 $|DACC_{it}|$, $PERSIST_{it}$, $EVAR_{it}$, $CONSERV_{it}$, CC_COEF_{it} 및 $NONRECUR_{it}$

$MKTRET_{it}$ = RET_{it} 산정기간의 시장수익률

$YEAR_{\omega}$ = 해당 회계연도가 ω 이면 1, 기타의 경우는 0

선행연구는 이익반응계수의 결정요인으로 체계적 위험(BETA) 및 성장성(GROWTH)을 제시한다(Collins and Kothari, 1989; Easton and Zmijewski, 1989). 따라서 본 연구에서는 이익반응계수에 대한 회귀식의 추정시 이들 결정요인들을 통제변수로 포함한다. 이익반응계수의 결정요인으로 제시되어 온 이익의 지속성은 이익의 질을 측정하는 변수중 하나로 포함한다. 이익반응계수는 기

대수익률이 높을수록 낮아진다. 기대수익률은 체계적 위험의 함수이므로 이익반응계수는 체계적 위험과 음의 관계를 보이며 따라서 UE와 체계적 위험인 BETA의 interaction은 유의한 음의 회귀계수를 보일 것이다. 기업의 성장가능성이 높을수록 미래 이익 및 배당가능성은 증가한다. 따라서 당해연도의 이익이 기업의 성장가능성에 대한 정보를 제공한다면 성장가능성이 클수록 비기대이익 단위당 추가전환을 즉, 이익반응계수는 커질 것이다. 따라서, 비기대이익(UE)과 성장가능성(GROWTH)의 interaction의 회귀계수는 유의한 양의 값을 가질 것이다.⁵⁾ 이익반응계수의 결정요인에 의해 통제되지 않는 기업의 경제적 특성을 통제하기 위하여 기업규모(앞에서 정의된 SIZE)와 UE의 interaction을 회귀식의 추정에 포함한다. 자본시장 개방 후에 시장 전체적으로 증가한 이익반응계수가 회계이익의 질과 관련이 있다면 회계이익의 질적 수준이 높을수록 이익반응계수는 커질 것이다. 따라서, Earnings Quality변수 중 재량적 발생액의 크기가 커질수록 이익의 질은 낮아지므로 $|DACC|$ 와 UE의 interaction은 유의한 음의 회귀계수를 보인 것이다. 이익지속성 및 현금전환가능성이 커질수록 이익의 질은 높아지므로 PERSIST 및 CC_COEF 와 UE의 interaction은 유의한 양의 회귀계수를 보일 것이다. 반면, 이익변동성이 커지고 비경상적 항목이 커질수록 이익의 질은 저하되므로 EVAR 및 NONRECUR와 UE의 interaction은 유의한 음의 회귀계수를 보일 것이다. 보수적인 회계처리방법을 채택할수록 이익의 질은 높아지므로 CONSERV와 UE의 interaction은 유의한 양의 회귀계수를 보일 것이다. 주식시장 개방 이후 증가

5) Tobin's q를 사용하여 성장가능성을 측정하더라도 실증분석결과는 유사하다.

한 이익반응계수가 회계이익의 질적 향상에 기인한 것이라면 $UE \times \text{Earnings Quality}$ 변수를 통제한 후에는 $UE \times \text{RELFORE}$ 와 $UE \times \text{DINST}$ 는 유의하지 않은 회귀계수를 보일 것이다. 시장수익률(MKTRET)의 회귀계수는 유의한 양의 값을 보일 것으로 기대된다. 본 연구의 표본기간동안 우리나라 증시는 1997년 금융위기를 겪는 등 연도별 경제 전반적인 환경에 따라 주가 등락이 심하였다. 연도별 거시 경제적 특성이 주가에 미친 영향을 통제하기 위해 회귀식에 연도별 터미변수를 포함한다.

본 연구의 세 번째 가설은 일단 외국인 및 국내 기관의 투자가 이루어진 후, 이들 전문투자자들의 지분이 증가함에 따라 투자기업의 회계이익의 질이 향상되는지를 검증한다. 이를 위해 외국인 및 국내 기관지분의 증가와 회계이익의 질적 변동에 대한 시차모형을 추정한다. Imhoff and Thomas (1989)는 기업의 성장가능성, 부채비율, 수익성 및 기업규모는 경영자의 회계선택에 영향을 미치고 나아가 회계이익의 질에 영향을 미친다고 주장한다. 즉, 기업의 성장가능성이 클수록 기업은 보수주의 회계처리방법을 선택하며 공시를 확대하여 이익의 질을 높인다. 기업의 부채비율이 높을수록 경영자는 이익을 과대 계상하는 방법으로 회계처리하므로 이익의 질은 낮아진다(Watts and Zimmerman, 1986). 기업의 수익성이 낮을수록 경영자는 덜 보수적인 회계처리방법을 선택하고 이익을 과대 계상하는 방법으로 회계처리할 유인이 있다. 따라서, 수익성이 낮은 기업의 회계선택은 이익의 질적 저하를 초래할 것이다. 기업규모가 클수록 투자자 및

정부로부터 보다 많은 주목을 받게 되므로 이익을 조정할 유인이 적어지며 따라서 이익의 질은 높아진다(Watts and Zimmerman, 1986). 또한, 기업의 영업환경을 둘러싼 불확실성이 클수록 회계추정 등이 부정확하여 회계이익의 질은 낮아진다(Dechow and Dichev, 2001). 이러한 변수들의 변화가 회계이익의 질적 변동에 영향을 미칠 수 있다. 이를 통제하기 위해 이들 변수들의 변동을 회귀식에 포함한다. 선행연구와 유사하게 영업활동을 둘러싼 불확실성(SALESTD)은 각 산업에 속한 기업들의 매출액의 횡단면적 표준편차를 사용한다(Dechow and Dichev, 2001).⁶⁾ Big 5 감사인은 non-Big 5 감사인에 비해 질적으로 우수한 감사서비스를 제공하며 Big 5 감사인에 의해 감사받은 기업의 회계이익은 non-Big 5 감사인에 의해 감사받은 기업의 회계이익보다 질적으로 양호하다(DeAngelo, 1981; DeFond and Jiambalvo, 1993; Teoh and Wong, 1993; Becker et al., 1998).⁷⁾ 따라서, 외부감사인이 non-Big 5 감사인에서 Big 5 감사인으로 변경된다면 회계이익의 질은 향상될 것이다. 감사인의 변경이 회계이익의 질적 변동에 미치는 영향을 통제하기 위해 감사인 변경을 측정하는 이산변수 $\Delta \text{AUDITOR}$ 를 회귀식에 포함한다. $\Delta \text{AUDITOR}$ 는 감사인이 non-Big 5 감사인에서 Big 5 감사인으로 변경된 경우에는 1의 값을, 기타의 경우에는 0의 값을 갖는다. 가설 3을 검증하기 위한 회귀식은 다음과 같다.

6) 산업별 분류는 2-digit 산업코드를 사용하며 각 산업에 속한 기업수가 9 미만인 산업을 제외한다.

7) Big 5 감사인에 의해 감사받은 기업의 이익반응계수는 non-Big 5 감사인에 의해 감사받은 기업의 이익반응계수보다 높게 나타난다(Teoh and Wong, 1993). 또한, 재량적 발생액도 non-Big 5 감사인에 의해 감사받은 기업에서 크게 나타난다(Becker et al., 1998).

Δ Earnings Quality 변수

$$\begin{aligned}
 &= a_0 + a_1 \Delta GROWTH_{it} + a_2 \Delta DE_{it} \\
 &\quad + a_3 \Delta ROA_{it} + a_4 \Delta SIZE_{it} \\
 &\quad + a_5 \Delta SALESTD_{it} + a_6 \Delta AUDITOR_{it} \\
 &\quad + a_7 \Delta FOREIGN_{i,t-1} \\
 &\quad + a_8 \Delta DINST_{i,t-1} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

여기서 $\Delta GROWTH_{it} = GROWTH_{it} - GROWTH_{i,t-1}$
 $\Delta DE_{it} = DE_{it} - DE_{i,t-1}$
 $\Delta ROA_{it} = ROA_{it} - ROA_{i,t-1}$
 $\Delta SIZE_{it} = SIZE_{it} - SIZE_{i,t-1}$
 $\Delta SALESTD_{it} = SALESTD_{it} - SALESTD_{i,t-1}$
 $\Delta AUDITOR_{it}$ = non-Big 5 감사인으로부터 Big 5 감사인으로 변경된 경우는 1, 기타의 경우는 0
 $\Delta FOREIGN_{i,t-1}$ = (t-1)년도의 외국인지분이 (t-2)년도의 외국인지분보다 크면 1, 기타의 경우는 0
 $\Delta DINST_{i,t-1}$ = (t-1)년도의 국내 기관지분이 (t-2)년도의 국내 기관 지분보다 크면 1, 기타의 경우는 0

Δ Earnings Quality 변수는 회계이익의 질적 변동을 측정하는 변수들, 즉 $\Delta|DACC_{it}|$, $\Delta PERSIST_{it}$, $\Delta EVAR_{it}$, $\Delta CONSERV_{it}$, ΔCC_COEF_{it} , $\Delta NONRECUR_{it}$ 이며 이들 변수들을 각각의 종속변수로 하는 6개의 회귀식이 추정된다. $\Delta|DACC_{it}|$ 는 재량적 발생액의 변동(즉, $|DACC_{it} - DACC_{i,t-1}|$), $\Delta PERSIST_{it}$ 는 이익지속성

의 변동(즉, $PERSIST_{it} - PERSIST_{i,t-1}$), $\Delta EVAR_{it}$ 는 이익변동성의 변동(즉, $EVAR_{it} - EVAR_{i,t-1}$), $\Delta CONSERV_{it}$ 는 보수주의 회계처리의 변동(즉, $CONSERV_{it} - CONSERV_{i,t-1}$), ΔCC_COEF_{it} 는 현금 전환계수의 변동(즉, $CC_COEF_{it} - CC_COEF_{i,t-1}$), $\Delta NONRECUR_{it}$ 는 비정상적 항목이 순이익에서 차지하는 비율의 변동(즉, $NONRECUR_{it} - NONRECUR_{i,t-1}$)이다. 전년도에 비해 회계이익의 질이 향상할수록 $\Delta|DACC_{it}|$, $\Delta EVAR_{it}$, $\Delta NONRECUR_{it}$ 은 작은 값을 가지며, $\Delta PERSIST_{it}$, $\Delta CONSERV_{it}$, ΔCC_COEF_{it} 는 큰 값을 가질 것이다. 따라서, 외국인지분 및 국내 기관지분의 증가가 다음연도의 회계이익의 질적 향상을 가져온다면 회귀계수 a_7 과 a_8 은 $\Delta|DACC_{it}|$, $\Delta EVAR_{it}$ 및 $\Delta NONRECUR_{it}$ 를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 음의 값을 보이며, $\Delta PERSIST_{it}$, $\Delta CONSERV_{it}$, ΔCC_COEF_{it} 를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 양의 값을 보일 것이다.⁸⁾

$\Delta GROWTH$, ΔROA , $\Delta SIZE$ 는 당기 중 성장 가능성, 수익성, 기업규모의 변동을 나타낸다. 이들 변수들이 증가할수록 회계이익이 질적으로 향상된다면 이들 변수들은 $\Delta|DACC_{it}|$, $\Delta EVAR_{it}$ 및 $\Delta NONRECUR_{it}$ 를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 음의 회귀계수를 보이며, $\Delta PERSIST_{it}$, $\Delta CONSERV_{it}$, ΔCC_COEF_{it} 를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 양의 회귀계수를 보일 것이다. ΔDE 와 $\Delta SALESTD$ 는 당기 중 부채비율 및 영업환경을 둘러싼 불확실성의 변동을 측정한다. 이들 변수들이 증가할수록 이익의 질이 저하된다면 이들 변수들은 $\Delta|DACC_{it}|$, $\Delta EVAR_{it}$ 및 Δ

8) 가설 3은 외국인 투자지분이 증가함에 따라 회계이익의 질에 미치는 영향을 검토하는 것으로 외국인 투자지분이 투자한도의 확대에 따라 증가되었든, 투자한도의 확대와 상관없이 증가되었든 그 효과는 차이가 없을 것이다. 따라서, 위의 시차모형에서는 외국인지분에 대한 별도의 조정을 하지 않는다.

NONRECUR_{it}를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 양의 회귀계수를 보이며, ΔPERSIST_{it}, ΔCONSERV_{it}, ΔCC_COEF_{it}를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 음의 회귀계수를 보일 것이다. Big 5 감사인으로서의 변경이 회계이익의 질적 향상을 가져온다면 ΔAUDITOR의 회귀계수는 Δ|DACC_{it}|, ΔEVAR_{it}, ΔNONRECUR_{it}을 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 음의 값을 보이며, ΔPERSIST_{it}, ΔCONSERV_{it} 및 ΔCC_COEF_{it}를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 양의 값을 보일 것이다.

권거래소에 상장된 제조업 기업 중 실증분석을 위한 데이터가 이용 가능한 기업이다. 실증분석을 위한 주가수익률, 외국인지분 및 국내 기관지분과 재무제표 자료는 한국신용평가(주)가 제공하는 KIS-SMAT과 KIS-FAS 데이터베이스로부터 추출하였다. 국내 기관투자자의 투자비율은 상장회사총람에서 금융회사, 증권회사, 보험회사로 분류된 기관투자자가 보유하는 지분의 합이다.

V. 실증분석 결과

4.3 표본

〈표 1〉은 외국인 및 국내 기관 투자지분의 기술적 통계치와 이들 전문투자자 지분의 자본시장 개

〈표 1〉 외국인투자지분 및 국내 기관투자지분에 대한 기술적 통계치¹⁾

A. 외국인 및 국내 기관투자지분의 기술적 통계치(%)							
지분 유형	평균	표준편차	최대값	75%	중위수	25%	최소값
외국인지분	4.41	9.07	99.30	5.00	0.05	0.00	0.00
증권사	4.16	6.29	78.70	6.10	1.20	0.00	0.00
보험사	1.50	2.86	3.17	1.80	0.00	0.00	0.00
기타 금융기관	6.03	9.05	89.70	9.30	1.90	0.00	0.00
국내기관 전체	11.69	12.75	89.70	18.50	7.90	0.80	0.00
B. 외국인 및 국내 기관투자지분 평균의 연도별 추이(%)							
연도	외국인 투자지분	국내 기관별 투자지분				전체	
		증권사	보험사	기타 금융기관			
1993	4.09	5.37	1.51	9.17	16.07		
1994	4.71	6.32	1.43	6.95	14.71		
1995	4.17	4.62	1.71	8.02	14.35		
1996	4.49	4.35	1.81	7.58	13.75		
1997	3.99	4.35	2.08	5.61	12.05		
1998	4.54	2.63	1.57	2.93	7.15		
1999	4.67	2.85	1.11	4.13	8.11		
2000	4.64	2.81	0.73	3.82	7.36		

1) 표본은 비금융업에 종사하는 기업만을 포함한다.

방 이후 연도별 추이를 보여준다.

외국인은 1993년 이후 2000년까지 평균 4.4%의 지분을 보유하고 있다. 기업별 보유지분의 분포를 보면, 기업에 따라서는 직접투자를 통해 99% 이상 보유하는 경우도 있으며 외국인의 관심을 전혀 받지 못하는 기업도 상당수 있다. 동일한 기간 동안 국내 기관투자자는 평균 11.7%의 지분을 보유하고 있었으며 최대 90%까지 보유하는 경우도 있다. 국내 기관투자자별 보유지분을 보면, 은행을 비롯한 기타 금융기관의 지분율이 평균 6%로 가장 높다. 증권회사의 경우 평균 4%의 지분을 보유하고 있으며 보험회사가 보유하고 있는 지분은 평균 1.5%에 그친다.

외국인과 국내 기관이 보유하고 있는 지분의 연도별 추이를 살펴보면, 외국인 보유지분의 평균에는 큰 변화가 없다. 이는 외국인의 투자한도가 철폐되었다 하더라도 외국인의 보유지분이 크게 증가하지는 않았음을 의미한다. 국내 기관투자자의 보유지분의 경우에는 1993년의 16%에서 2000년의 7%까지 꾸준히 감소하는 추세를 보인다. 이러한 감소추세는 모든 국내 기관투자자에서 나타난다.

〈표 2〉의 패널 A는 회계이익의 질을 측정하는 변수들의 기술적 통계치를 보고한다. 패널 B는 회계이익의 질을 측정하는 변수들이 외국인 및 국내 기관투자자가 선호하는 기업과 선호하지 않는 기업간에 유의한 차이가 있는지를 보여준다. 변수들의 극단값이 실증분석에 미칠 수 있는 영향을 제거하기 위해 〈표 2〉 이하의 분석에서는 이산변수를 제외한 변수들의 분포를 1%와 99%에서 절단한다.

패널 A에서 재량적 발생액의 절대값인 |DACC|의 평균과 중위수는 0.0897과 0.0614이며 최대값은 0.6795이고 최소값은 0.0012이다. 이익의 지속성을 측정하는 이익지속계수인 PERSIST는

이론상으로는 0과 1사이의 값을 가져야 한다. 실증적 추정치는 이 제약조건의 범위를 벗어나는 경우가 있는데 이러한 결과는 선행연구에서도 보고되고 있다(백원선과 최관, 1999). PERSIST의 평균과 중위수는 0.2952와 0.3041이며 이는 백원선과 최관(1999)에서 보고된 결과(평균과 중위수는 각각 0.342와 0.367)와 유사하다. 이익의 변동성을 나타내는 EVAR의 평균과 중위수는 각각 0.0042와 0.0014이다. 보수주의 회계를 나타내는 CONSERV의 평균과 중위수는 각각 0.0028과 0.0000이다. 이는 표본기업중 재고자산 단가산정 방법과 감가상각방법으로 후입선출법과 정률법을 모두 사용하는 표본기업이 19개 기업에 불과한 것에 기인한다. 현금전환계수 CC_COEF의 평균과 중위수는 0.0842와 0.1028이다. 비경상적 항목을 측정하는 NONRECUR의 평균과 중위수는 -0.5023과 -0.3564로 표본기간중 비경상적 항목은 평균적으로 음(-)의 값을 갖는다.

패널 B는 회계이익의 질을 측정하는 변수들이 외국인 및 국내 기관이 선호하는 기업과 선호하지 않는 기업간에 유의하게 다른지를 보고한다. 표본기업을 각 연도별로 외국인 보유지분에 따라 3그룹으로 나눈 후 보유지분이 가장 높은 상위그룹(HIGH)과 보유지분이 가장 낮은 하위그룹(LOW)간의 차이를 비교한다. 국내 기관보유지분에 대해서도 유사한 방법으로 HIGH그룹과 LOW그룹으로 구분한다. 회계이익의 질이 우수하다면 재량적 발생액의 절대값인 |DACC|는 작게, 이익지속계수인 PERSIST는 높게, 이익변동성을 측정하는 EVAR는 작게, 보수주의 회계처리인 CONSERV는 크게, 현금전환계수 CC_COEF는 높게, 비경상적 항목 NONRECUR은 작게 나타날 것으로 기대된다. 비교 목적으로 재량적 발생액이 양수인 경우

(표 2) 외국인 및 국내 기관 선호기업과 비선호기업간 회계정보의 질적 비교¹⁾

패널 A: 회계이익의 질(quality)을 측정하는 변수들의 기술적 통계치							
변수	평균	표준편차	최대값	75%	중위수	25%	최소값
DACC	0.0897	0.0932	0.6795	0.1162	0.0614	0.0288	0.0012
PERSIST	0.2952	0.4541	3.0792	0.5278	0.3041	0.0094	-1.4437
EVAR	0.0042	0.0085	0.0886	0.0041	0.0014	0.0005	0.0000
CONSERV	0.0028	0.0534	1.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
CC COEF	0.0842	1.8878	6.5626	0.7596	0.1028	-0.2782	-17.0759
NONRECUR	-0.5023	0.9847	3.7932	-0.1099	-0.3564	-0.6219	-9.1426

패널 B: 외국인 및 국내 기관투자가 선호기업과 비선호기업간 회계이익의 질적 비교							
변수	RELFORE			DINST		차이에 대한 유의수준	
	HIGH	LOW	차이에 대한 유의수준	HIGH	LOW		
DACC	0.0785 ² (0.0543)	0.1020 (0.0694)	0.0001 ³ (0.0001)	0.0786 (0.0551)	0.1047 (0.0686)	0.0001 (0.0001)	
Positive DACC	0.0760 (0.0542)	0.0988 (0.0674)	0.0001 (0.0001)	0.0783 (0.0590)	0.0966 (0.0651)	0.0001 (0.0001)	
Negative DACC	-0.0811 (-0.0543)	-0.1050 (-0.0719)	0.0001 (0.0001)	-0.0791 (-0.0529)	-0.1118 (-0.0729)	0.001 (0.0001)	
PERSIST	0.2962 (0.3168)	0.2938 (0.2699)	0.87 (0.06)	0.2938 (0.3186)	0.2784 (0.2682)	0.33 (0.001)	
EVAR	0.0035 (0.0009)	0.0055 (0.0020)	0.0001 (0.0001)	0.0032 (0.0008)	0.0060 (0.0021)	0.0001 (0.0001)	
CONSERV	0.0021 (0.0000)	0.0038 (0.0000)	0.32 (0.32)	0.0032 (0.0000)	0.0032 (0.0000)	0.98 (0.98)	
CC_COEF	0.1840 (0.1664)	-0.0118 (0.0376)	0.001 (0.0001)	0.2374 (0.2127)	-0.0631 (0.0055)	0.0001 (0.0001)	
NONRECUR	-0.5772 (-0.4116)	-0.4038 (-0.2741)	0.0001 (0.0001)	-0.5860 (-0.4063)	-0.4099 (-0.3016)	0.0001 (0.0001)	

*, **: 유의수준 0.1%, 0.01%에서 각각 유의함(양측검정)

1) 변수의 정의는 다음과 같다.

|DACC| = 재량적 발생액의 절대값

PERSIST = 기업별 과거 12년간 초과이익의 시계열 자료로부터 추정된 이익지속계수

EVAR = 과거 12년간 주당순이익의 표준편차

CONSERV = 후입선출법과 정률법을 사용하는 경우는 1, 기타의 경우는 0

CC_COEF = 당기순이익이 차기의 영업활동으로부터의 현금흐름으로 전환되는 현금전환계수

NONRECUR = 당기순이익 중 특별손익이 차지하는 비율

RELFORE = 특정 기업에 대한 t년도의 외국인지분/t년도의 외국인 한도

DINST = 특정 기업에 대한 t년도의 국내 기관지분

2) 첫째 숫치는 평균을, 괄호 안의 숫치는 중위수를 표시한다.

3) 첫째 숫치는 F-통계치의 p-값을, 괄호 안의 숫치는 Kruskal-Wallis 통계치의 p-값을 표시한다.

(Positive DACC)와 음수(Negative DACC)인 경우를 구분하여 재량적 발생액의 절대값과 함께 보고한다.

패널 B의 결과를 살펴보면, |DACC|는 외국인 지분과 국내 기관지분이 높은 HIGH 그룹에서 상대적으로 작게 나타나며 그 차이는 모두 유의하다. Positive DACC와 Negative DACC 또한 유사한 결과를 제공한다. 외국인지분과 국내 기관지분이 높은 HIGH 그룹에서 Positive DACC는 작은 값을 보이며 Negative DACC는 보다 작은 음수의 값을 보인다. 이는 그 방향성에 관계없이 외국인 및 국내 기관이 선호하는 기업에서 재량적 발생액이 작게 나타나며 따라서 재량적 발생액으로 측정되는 회계이익의 질이 높다는 것을 의미한다. PERSIST는 외국인지분과 국내 기관지분이 높은 HIGH 그룹에서 상대적으로 높게 나타나지만 비모수적 분석인 Kruskal-Wallis test에서만 통계적으로 유의하다. EVAR은 외국인지분과 국내 기관지분이 높은 그룹에서 상대적으로 낮게 나타나며 통계적으로 유의하다. CONSERV는 외국인 및 국내 기관지분이 높은 그룹과 낮은 그룹간에 유의한 차이가 없다. 즉, 기업의 보수주의 회계처리 면에서는 외국인 및 국내기관이 선호하는 기업과 선호하지 않는 기업간에 차이가 없음을 의미한다. CC_COEF는 외국인 및 국내 보유지분이 높은 그룹에서는 양의 값을, 낮은 그룹에서는 음의 값을 보이며 그 차이는 통계적으로 유의하다. 비경상적 항목인 NONRECUR는 외국인 및 국내 기관지분이 높은 그룹에서 상대적으로 작게 나타나며 두 그룹간 차이는 통계적으로 유의하다. 이러한 결과는 두 가지로 해석될 수 있다. 당기순이익 중 비경상적 항목이 차지하는 부분이 작을수록 회계이익이 질적으로 우수하다. 따라서, 비경상적 항목으로 측

정된 회계이익의 질은 외국인 및 국내기관지분이 높은 기업에서 높게 나타난다고 할 수 있다. 반면, 외국인 및 국내 기관이 선호하는 기업에서 낮게 나타난 비경상적 항목은 이익조정이 심하게 이루어진 것을 의미할 수도 있으며 이는 오히려 회계이익의 질을 저하시킬 수 있다. 회계이익의 질을 측정하는 변수들에 대한 결과를 요약하면, 일반적으로 외국인 및 국내 기관이 선호하는 기업의 회계이익은 비선호기업의 회계이익보다 질적으로 우수한 것으로 나타난다.

〈표 3〉은 가설 1을 검증하기 위한 회귀분석에 앞서 외국인 및 국내 기관지분과 이들 전문투자자들이 선호하는 기업의 특성 및 회계이익의 질을 측정하는 변수들 사이의 Pearson 상관계수를 보고한다.

외국인 보유지분(RELFORE)과 국내 기관지분(DINST) 사이의 상관관계는 매우 높게 나타난다(상관계수=0.4135). 이는 외국인과 국내 기관투자가 유사한 기업을 선호함을 의미한다. RELFORE는 기업규모(SIZE), 수익성(ROS) 및 시장조정주가수익률(MARET)과 유의한 양(+)의 상관관계를 보이며 부채비율(DE) 및 기업에 중대한 영향력을 미칠 수 있는 대주주(LARGEST)와는 유의한 음(-)의 상관관계를 갖는다(p-값<0.01). 즉, 외국인 투자자는 기업규모가 크고 수익성이 양호하며 시장 수익률 대비 추가수익률이 높은 기업을 선호하며 부채비율이 높고 기업경영에 중대한 영향력을 미치는 대주주가 있는 기업을 회피한다. 반면, 추가이익비율(PER) 및 매출액 증 수출이 차지하는 비율(EXPORT)과는 유의한 상관관계를 보이지 않는다. 외국인지분과 회계이익의 질을 측정하는 변수들과의 관계를 보면, 재량적 발생액의 절대값(|DACC|) 및 비경상적 항목(NONRECUR)과 유의한 음의 상관관계를 보인다(p-값<0.01). 이는

〈표 3〉 변수들간의 상관계수¹⁾

변수	RELFORE	DINST	SIZE	DE	ROS	EXPORT	LARGEST	PER
RELFORE	1.000							
DINST	0.4135 ^a	1.000						
SIZE	0.3691 ^a	0.4220 ^a	1.000					
DE	-0.0566 ^a	0.0233	-0.1167 ^a	1.000				
ROS	0.1322 ^a	0.1088 ^a	0.1986 ^a	-0.2475 ^a	1.000			
EXPORT	0.0196	0.0097	0.1042 ^a	-0.1122 ^a	0.0060	1.000		
LARGEST	-0.1502 ^a	-0.1708 ^a	-0.1581 ^a	-0.0370 ^b	0.0168	-0.0640 ^a	1.000	
PER	0.0191	-0.0188	0.0057	-0.0210	0.0154	0.0043	-0.0038	1.000
MARET	0.1036 ^a	0.0382 ^b	0.0935 ^a	-0.0209	0.1260 ^a	-0.0111	0.0081	0.0229
DIVPAY	0.0001	0.0029	-0.0202	-0.0080	0.0041	-0.0108	0.0079	-0.0009
LABOR	-0.0110	-0.0976 ^a	-0.1502 ^a	0.0451 ^a	-0.0213	-0.2839 ^a	0.0339 ^b	0.0039
DACC	-0.0896 ^a	-0.0873 ^a	-0.0885 ^a	0.0441 ^a	-0.1632 ^a	0.0326 ^b	-0.0049	-0.0296
PERSIST	0.0219	0.0124	-0.0171	-0.0335 ^b	-0.0766 ^a	0.0361 ^b	-0.0303 ^c	-0.0015
EVAR	-0.0046	-0.1100 ^a	-0.0536 ^a	-0.0033	-0.0404 ^b	0.0836 ^a	-0.0090	-0.0090
CONSERV	0.0171	0.0318 ^b	0.0305 ^b	-0.0052	0.0152	0.0060	0.0001	-0.0005
CC_COEF	-0.0065	0.0070	0.0573 ^a	0.0025	0.0380 ^b	0.0066	-0.0250	-0.0083
NONRECUR	-0.0547 ^a	-0.1055 ^a	-0.0613 ^a	0.0038	-0.0389 ^a	0.0777 ^a	0.0323 ^b	-0.1943 ^a

변수	MARET	DIVPAY	LABOR	DACC	PERSIST	EVAR	CONSERV	CC_COEF
MARET	1.000							
DIVPAY	0.0153	1.000						
LABOR	0.0486 ^a	0.0141	1.000					
DACC	-0.0214	0.0037	-0.0478 ^a	1.000				
PERSIST	-0.0014	-0.0206	-0.0246	-0.0039	1.000			
EVAR	0.0105	-0.0148	-0.0513 ^a	0.0846 ^a	-0.0362 ^b	1.000		
CONSERV	0.0041	0.0069	-0.0448 ^a	0.0625 ^a	-0.0435 ^a	0.0008	1.000	
CC_COEF	-0.0118	0.0061	0.0673 ^a	-0.0419 ^b	0.0690 ^a	-0.0313 ^b	-0.0450 ^a	1.000
NONRECUR	-0.0340 ^b	-0.0078	-0.0526 ^a	0.0395 ^b	0.0521 ^a	0.0227	0.0188	0.0007

a, b, c: 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 각각 유의함(양측검증)

1) 변수들의 정의는 다음과 같다.

RELFORE = 특정 기업에 대한 t년도의 외국인지분 / t년도의 외국인 한도

DINST = 특정 기업에 대한 t년도의 국내 기관지분

SIZE = Log(기말발행주식수 × 기말주가)

DE = 총부채 / 총자본

ROS = 당기순이익 / 매출액

EXPORT = 수출 / 총매출액

LARGEST = 기업경영을 통제할 수 있는 1인 대주주가 있으면 1, 기타의 경우는 0

PER = 기말주가 / EPS

MARET = 회계연도 개시후 4월초부터 회계연도 종료후 3월말까지의 주가수익률 - 동 기간의 시장수익률

DIVPAY = 주당현금배당액 / 주당현금흐름

LABOR = 인건비 / 총매출액

|DACC| = 재무적 발생액의 절대값

PERSIST = 기업별 과거 12년간 초과이익의 시계열자료로부터 추정된 이익지속계수

EVAR = 과거 12년간 주당순이익의 표준편차

CONSERV = 후입선출법과 정물법을 사용하는 경우는 1, 기타의 경우는 0

CC_COEF = 당기순이익이 차기의 영업활동으로부터의 현금흐름으로 전환되는 현금전환계수

NONRECUR = 당기순이익 중 특별순이익 차지하는 비율

외국인지분이 높은 기업의 재량적 발생액과 비경상적 항목이 상대적으로 작음을 의미한다. 회계이익을 측정하는 다른 변수들과의 상관계수는 유의하지 않다.

DINST는 SIZE, ROS, MARET와는 유의한 양의 상관관계를 보이며(p -값 <0.05) LARGEST 및 노동집약도인 LABOR와는 유의한 음의 상관관계를 보인다(p -값 <0.01). 즉, 국내 기관투자자는 규모가 크고 수익성이 양호하며 초과주가수익률이 높은 기업을 선호한다. 또한, 기업경영에 중대한 영향력을 미칠 수 있는 대주주가 있거나 노동집약도가 높은 기업은 회피한다. DINST와 DE, PER 및 보통주배당지급정도(DIVPAY)와의 상관계수는 유의하지 않다. DINST와 회계이익의 질을 측정하는 변수들간의 상관관계를 살펴보면, |DACC|, 이익변동성(EVAR), NONRECUR와는 유의한 부의 상관관계를 보이며(p -값 <0.01) 보수주의 회계처리(CONSERV)와는 유의한 정의 상관관계를 보인다(p -값 <0.05).

〈표 3〉은 단일변수분석을 통해 외국인 및 국내 기관의 투자 의사결정과 회계이익의 질과의 관계를 검토한 반면, 〈표 4〉는 two-stage least squares (2SLS) 방법에 의해 두 회귀식을 simultaneous 하게 추정한 결과를 보고한다. 비교목적으로, 두 회귀식을 개별적으로 추정한 ordinary least squares (OLS) 결과를 함께 보고한다. 2SLS 추정은 SAS/ETS의 'PROC SYSLIN' 절차의 2SLS option을 사용한다.

RELFORE를 종속변수로 하는 회귀식의 2SLS 추정결과를 보면, SIZE, ROS, MARET 및 PER는 유의한 양의 회귀계수를 보이며(p -값 <0.05), LARGEST는 유의한 음의 회귀계수를 보인다(p -값 <0.01). 즉, 기업규모, 수익성, PER, 초과주가수익률은 외국인지분과 정의 관계가 있으며 기업경

영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 대주주가 존재는 외국인지분과 부의 관계가 있음을 의미한다. PER가 양의 회귀계수를 보이는 것은 예상과는 다른 결과이다. DINST의 회귀계수가 약하지만 음의 값을 보이는 것은 흥미 있는 결과이다(p -값 <0.10). RELFORE와 DINST 사이의 simultaneity를 통제한 후 외국인인 국내 기관과는 반대의 매매 position을 취하는 것을 의미한다. 가설 1의 초점이 되는 회계이익의 질을 측정하는 변수들의 회귀계수를 보면, |DACC|와 NONRECUR는 유의한 음의 회귀계수를 보인다. 이익의 지속성인 PERSIST는 약하지만 양의 회귀계수를 보인다. 즉, 외국인은 재량적 발생액과 비경상적 항목이 상대적으로 작고 이익지속성이 높은 기업을 선호함을 의미한다. 회계이익의 질을 측정하는 다른 변수들의 회귀계수는 유의하지 않다. 조정결정계수(adjusted R^2)는 9.11%로 유의수준 0.01%에서 유의하다.

비교목적으로 제시된 OLS 추정결과를 보면 일반적으로 2SLS 추정방법에 의한 결과와 유사하다. 두 추정방법의 가장 큰 차이는 DINST의 회귀계수가 매우 유의한 양의 값을 갖는 것이다. 이러한 결과는 OLS 추정방법이 일치성이 없는(즉, consistent 하지 못한) 결과를 초래할 수 있음을 의미한다. 또한, PER의 회귀계수는 더 이상 유의하지 않으며, EVAR는 오히려 유의한 양의 회귀계수를 보이고, NONRECUR와 PERSIST의 회귀계수는 더 이상 유의하지 않다.

DINST를 종속변수로 하는 회귀식의 2SLS 추정결과를 보면, DE는 유의한 양의 회귀계수를 보인다(p -값 <0.05). 부채비율이 국내 기관지분과 정의 관계를 갖는 것은 국내 기관이 재무건전성이 높은 기업을 선호한다는 선행연구와 일치하지 않는다. LABOR는 유의한 음의 회귀계수를 보이는데

〈표 4〉 외국인 및 국내 기관의 투자사결정과 회계이익의 질적 분석¹⁾

	종속변수				
	RELFORE _{it}		DINST _{it}		
	2SLS ²⁾	OLS	2SLS	OLS	
Intercept	-1.0971 ³⁾ (-4.43)***	-0.4769 (-9.66)***	0.2947 (1.01)	-0.1404 (-8.31)***	
SIZE _{it}	0.1555 (4.06)***	0.0571 (12.30)***	0.0142 (0.55)	0.0261 (17.36)***	
DE _{it}	0.0035 (1.27)	-0.0018 (-1.38)	0.0021 (2.21)**	0.0020 (4.49)***	
ROS _{it}	0.2141 (2.92)***	0.1293 (2.72)***	-0.0821 (-1.10)	0.0176 (1.12)	
MARET _{it}	0.0385 (3.04)***	0.0395 (4.33)***	-0.0264 (-1.54)	-0.0025 (-0.82)	
EXPORT _{it}	-0.0298 (-1.23)	-0.0211 (-1.22)			
LARGEST _{it}	-0.1150 (-3.98)***	-0.0495 (-4.82)***	0.0257 (0.88)	-0.0167 (-4.95)***	
PER _{it}	0.0007 (2.11)**	0.0001 (0.82)			
LABOR _{it}			-0.3997 (-2.30)**	-0.1765 (-4.28)***	
DIVPAY _{it}			-0.0005 (-0.16)	0.0008 (0.54)	
DINST _{it}	-1.8783 (-1.76)*	0.8890 (18.24)***			
RELFORE _{it}			0.7052 (1.74)*	0.0988 (18.54)***	
DACC	-0.3272 (-2.89)***	-0.1479 (-2.27)**	0.0711 (0.76)	-0.0497 (-2.32)**	
PERSIST	0.0282 (1.61)*	0.0132 (1.11)	-0.0083 (-0.74)	0.0027 (0.70)	
Earnings Quality 변수	EVAR	-1.3592 (-0.66)	2.9033 (3.24)***	-2.7000 (-3.11)***	-1.8120 (-6.18)***
	CONSERV	0.0970 (0.71)	-0.0416 (-0.46)	0.0367 (0.56)	0.0441 (1.47)
	CC_COEF	-0.0001 (-0.10)	0.0001 (0.32)	-0.0001 (-0.39)	-0.0001 (-0.57)
	NONRECUR	-0.0162 (-1.68)*	-0.0002 (-0.04)	-0.0024 (-0.50)	-0.0070 (-4.05)***
Adjusted R ²	9.11% (3,528)	22.72% (3,528)	5.28% (3,528)	26.97% (3,528)	

*, **, ***: 유의수준 10%, 5%, 1% 수준에서 각각 유의함(양측검증)

<표 4> 외국인 및 국내 기관의 투자의사결정과 회계이익의 질적 분석(계속)

1) 회귀모형 및 변수들의 정의는 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 RELFORE_{it} &= a_0 + a_1 SIZE_{it} + a_2 DE_{it} + a_3 ROS_{it} + a_4 MARET_{it} + a_5 EXPORT_{it} \\
 &+ a_6 LARGEST_{it} + a_7 PER_{it} + a_8 DINST_{it} \\
 &+ \sum_{i=9}^{14} a_i \text{Earnings Quality 변수} + \varepsilon_{it} \\
 DINST_{it} &= b_0 + b_1 SIZE_{it} + b_2 DE_{it} + b_3 ROS_{it} + b_4 MARET_{it} + b_5 LARGEST_{it} \\
 &+ b_6 LABOR_{it} + b_7 DIVPAY_{it} + b_8 RELFORE_{it} \\
 &+ \sum_{i=9}^{14} b_i \text{Earnings Quality 변수} + \mu_{it}
 \end{aligned}$$

여기서 $RELFOR_{it}$ = 기업 i 에 대한 t 년도의 외국인지분 / t 년도의 외국인 한도

$DINST_{it}$ = 기업 i 에 대한 t 년도의 국내 기관투자지분

$SIZE_{it}$ = $\text{Log}(\text{발행주식수}_{it} \times \text{주가}_{it})$

DE_{it} = 총부채 $_{it}$ / 총자본 $_{it}$

ROS_{it} = 당기순이익 $_{it}$ / 매출액 $_{it}$

$MARET_{it}$ = 회계연도 개시후 4월초부터 회계연도 종료후 3월말까지의 주가수익률 - 동 기간의 시장수익률

$EXPORT_{it}$ = 수출 $_{it}$ / 총매출액 $_{it}$

$LARGEST_{it}$ = 경영을 통제할 수 있는 1인 대주주가 있으면 1, 기타의 경우는 0

PER_{it} = 기업 i 의 t 년도말 주가 / 기업 i 의 t 년도의 EPS

$LABOR_{it}$ = 인건비 $_{it}$ / 총매출액 $_{it}$

$DIVPAY_{it}$ = 주당현금배당액 $_{it}$ / 주당현금흐름 $_{it}$

Earnings Quality 변수 = 이익의 질을 측정하는 $|DACC_{it}|$, $PERSIST_{it}$, $EVAR_{it}$, $CONSERV_{it}$, CC_COEF_{it} 및 $NONRECUR_{it}$

2) 2SLS 추정은 SAS/ETS의 'PROC SYSLIN' 절차의 2SLS option을 사용한다.

3) 첫째 숫치는 회귀계수를, 괄호 안의 숫치는 t -값을 표시한다.

(p -값 <0.05), 이는 기업의 노동집약도는 국내 기관지분과 부의 관계가 있음을 나타낸다. 국내 기관이 선호하는 기업의 특성을 통제한 후 외국인지분율인 RELFORE는 약하지만 양의 회귀계수를 보인다(P -값 <0.10). RELFORE와 DINST 사이의 simultaneity를 통제한 후 국내 기관은 외국인의 매매패턴을 따라가는 것을 의미한다. 회계이익의

질을 측정하는 변수들의 회귀계수를 보면, EVAR만 유의한 음의 회귀계수를 보인다(p -값 <0.01). <표 3>의 단일변수분석에서 유의하게 나타난 $|DACC|$ 및 NONRECUR는 국내 기관이 선호하는 기업 특성을 통제한 후에는 더 이상 유의하지 않다. 즉, 국내 기관은 이익변동성이 낮은 기업을 선호하며, 다른 회계이익의 질적 속성은 고려하지 않음을 의

미한다. 조정결정계수(adjusted R^2)는 5.28%로 유의수준 0.01%에서 유의하다.

비교목적으로 제시된 OLS 추정결과는 2SLS 결과보다는 <표 3>의 결과와 유사하게 나타난다. SIZE, DE는 유의한 양의 회귀계수를, LARGEST와 LABOR는 유의한 음의 회귀계수를 보인다. RELFORE 또한 유의한 양의 회귀계수를 보인다. 회계이익의 질을 측정하는 변수중에서는 |DACC|, EVAR, NONRECUR가 유의한 음의 회귀계수를 보인다. 이처럼 2SLS 추정결과와 OLS 추정결과가 다르게 나타난다는 사실은 두 회귀식간에 simultaneity가 존재하는 경우 이를 통제함이 중요하다라는 것을 시사한다.

<표 3>과 <표 4>의 결과를 요약하면, 회계이익의 질을 측정하는 모든 변수들이 유의하지는 않다 하더라도 일반적으로 외국인은 회계이익의 질이 높은 기업을 선호하는 것으로 나타난다. 반면, 국내 기관은 이익의 변동성 외에는 회계이익의 질을 크게 고려하지는 않는 것으로 보인다. 따라서, 회계이익의 질적 분석을 하는 전문투자자는 질적으로 우수한 회계이익을 공시하는 기업을 선호한다는 가설 1은 외국인투자자에 한해 성립한다.⁹⁾

본 연구의 둘째 가설에서는 자본시장 개방 이후 시장 전체적으로 증가한 이익변동액에 대한 주가수익률의 민감도(주가의 이익반응계수)가 회계이익의 질과 관련이 있는지를 검토한다. 이에 대한 실증분석 결과는 <표 5>에 보고된다.

기존의 선행연구에서 이익반응계수를 결정하는 요인으로 제시된 체계적 위험(BETA)과 UE의 interaction은 음의 회귀계수를 보이지만 유의한

수준은 아니다. 반면, 선행연구와 유사하게 기업규모(SIZE)와 UE의 interaction은 유의한 양의 회귀계수를 보인다. 그러나, 기대와는 다르게 성장가능성(GROWTH)과 UE의 interaction은 유의한 음의 회귀계수를 보인다. 이처럼 선행연구와 다른 결과는 UE×GROWTH과 UE×SIZE 사이의 다중공선성에 기인한 것으로 나타난다.¹⁰⁾ 다중공선성의 영향을 줄이기 위해 모형2에서는 UE×GROWTH만을, 모형3에서는 UE×SIZE만을 포함한다. 모형2에서 UE×GROWTH는 음의 회귀계수를 보이지만 유의하지 않다. 모형3에서 UE×SIZE는 여전히 유의한 양의 회귀계수를 보이며 UE×BETA도 유의한 음의 회귀계수를 보인다. 이러한 결과는 일반적으로 기업규모가 클수록, 체계적 위험이 작을수록 이익반응계수가 커진다는 선행연구와 일치한다.

회계이익의 질을 측정하는 변수중 이익지속계수(PERSIST)와 UE의 interaction은 모든 회귀식에서 유의한 양의 회귀계수를 보인다. 이는 이익의 지속성이 클수록 이익반응계수가 높아진다는 선행연구와 일치한다. 또한, UE×EVAR와 UE×NONRECUR의 interaction은 모든 회귀식에서 유의한 음의 회귀계수를 보인다. 이는 이익변동성이 작을수록, 비경상항목이 순이익중 차지하는 비율이 작을수록 이익반응계수가 높아짐을 의미한다. 이러한 결과는 주식시장 개방 이후 시장 전체적으로 증가된 이익반응계수가 일부는 회계이익의 질과 관련이 있음을 의미한다. 회계이익의 질을 측정하는 다른 변수들과 UE의 interaction은 유의하지 않다. 재량적 발생액이 작을수록, 현금전환가능성

9) Three-stage least squares(3SLS)와 iterative 3SLS에 의해 회귀식을 추정하더라도 2SLS 추정방법과 유사한 결과를 얻는다.

10) UE×GROWTH와 UE×SIZE의 다중공선성 지표인 variance inflation index는 11과 12로 이는 일반적으로 용인되는 범위를 벗어난다(Belsley et al., 1980).

(표 5) 이익반응계수와 회계이익의 질¹⁾

$$RET_{it} = a_0 + a_1 UE_{it} \times BETA_{it} + a_2 UE_{it} \times GROWTH_{it} + a_3 UE_{it} \times SIZE_{it} + \sum_{\tau=4}^9 a_{\tau} UE_{it} \times Earnings\ Quality\ 변수 + a_{10} UE_{it} \times RELFORE_{it} + a_{11} UE_{it} \times DINST_{it} + a_{12} MKTRET_{it} + \sum_{\omega=1994}^{2000} YEAR_{\omega} + \varepsilon_{it}$$

	모형1	모형2	모형3
Intercept	0.1146 ²⁾ (3.06)***	0.1121 (2.99)***	0.1129 (3.01)***
UE×BETA	-0.0416 (-1.36)	0.0080 (0.53)	-0.0333 (-1.96)**
UE×GROWTH	-0.0416 (-2.65)***	-0.0068 (-0.55)	
UE×SIZE	0.0091 (3.63)***		0.0051 (2.55)**
UE× DACC	0.0220 (0.64)	0.0075 (0.22)	-0.0148 (-0.47)
UE×PERSIST	0.0359 (3.84)***	0.0332 (3.55)***	0.0318 (3.45)***
UE×EVAR	-0.0845 (-1.96)**	-0.1149 (-2.72)***	-0.1069 (-2.53)**
UE×CONSERV	-1.6238 (-0.65)	-1.6081 (-0.64)	-1.6142 (-0.65)
UE×CC_COEF	0.0001 (0.28)	0.0001 (0.24)	0.0001 (0.28)
UE×NONRECUR	-0.0036 (-2.34)**	-0.0036 (-2.37)**	-0.0037 (-2.43)**
UE×RELFOR	0.8112 (5.11)***	0.8690 (5.49)***	0.8233 (5.18)***
UE×DINST	0.2189 (1.74)*	0.3447 (2.84)***	0.2804 (2.26)**
MKTRET	0.6066 (8.89)***	0.6374 (8.08)***	0.6339 (8.04)***
연도 더미변수	포함	포함	포함
Adjusted R ² (표본수)	15.80% (3,595)	15.51% (3,595)	15.66% (3,595)

* **, ***: 유의수준 10%, 5%, 1% 수준에서 각각 유의함(양측검증)

1) 변수의 정의는 다음과 같다.

RET_{it} = 회계연도 개시후 4월초부터 회계연도 종료후 3월말까지의 추가수익률

$UE_{it} = (EPS_{it} - EPS_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$, $P_{i,t-1}$ = 기초주가

$BETA_{it}$ = 과거 4년간의 월별 추가수익률을 이용하여 추정한 시장모형의 베타

$GROWTH_{it}$ = 총자산의 시가와 장부가 비율

$SIZE_{it} = \text{Log}(\text{발행주식수}_{it} \times \text{주가}_{it})$

$MKTRET_{it} = RET_{it}$ 산정기간의 시장수익률

$YEAR_{\tau}$ = 해당 회계연도가 τ 이면 1, 기타의 경우는 0

$RELFOR_{it}$, $DINST_{it}$, $Earnings\ Quality$ 변수는 <표 4>의 주석 1 참조

2) 첫째 숫자는 회귀계수를, 괄호 안의 숫자는 t-값을 표시한다.

이 높을수록 이익반응계수가 크게 나타나는 선행연구의 결과가 본 연구에서는 부재하다. 비기대이익과 외국인지분 및 국내 기관지분과의 interaction인 $UE \times RELFORE$ 와 $UE \times DINST$ 는 모든 회귀식에서 유의한 양의 회귀계수를 보인다. 이는 외국인과 국내 기관이 선호하는 기업의 이익반응계수가 비선호기업의 이익반응계수보다 높게 나타남을 의미한다. <표 5>의 결과를 요약하면, 회계이익의 질을 측정하는 모든 변수와 UE의 interaction이 유의한 것은 아니지만 일부 변수들은 이익반응계수와 유의한 관계를 보인다. 이는 증시 개방 이후 시장 전체적으로 증가한 이익반응계수는 부분적으로 회계이익의 질과 관련이 있음을 시사한다. 회계이익의 질을 통제 한 후에도 외국인지분 및 국내 기관지분이 높을수록 이익반응계수가 높게 나타난다. 이는 이들 전문투자자들이 비기대이익 단위당 추가전환율이 높을 기업을 판별할 수 있는 능력 면에서 일반투자자보다 뛰어난 의미를 가진다.

본 연구의 셋째 가설에서는 일단 외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자가 이루어진 후 이들 전문가들의 지분이 증가함에 따라 회계이익이 질적으로 향상되는지를 검증한다. 연구가설 3의 회귀분석 결과는 <표 6>에 보고된다. 외국인 및 국내 기관의 투자가 이루어진 후 경영감시기능을 통해 투자기업의 회계이익의 질적 향상을 유도하는지를 검증하기 위해 <표 6>의 분석은 외국인 및 국내 기관이 투자한 기업만을 대상으로 한다.

모든 회귀식에서 성장가능성의 변동을 측정하는 $\Delta GROWTH$ 는 유의하지 않은 회귀계수를 보인다. 부채비율의 변동을 측정하는 ΔDE 는 $\Delta |DACC|$ 를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 양의 회귀계수를, $\Delta PERSIST$ 를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 음의 회귀계수를 보인다. 즉, 부채

비율이 높아질수록 재량적 발생액은 증가하며 이익 지속성은 감소함을 의미한다. ΔROA 는 $\Delta |DACC|$ 와 $\Delta NONRECUR$ 를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 음의 회귀계수를 보이며 $\Delta EVAR$ 를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 양의 회귀계수를 보인다. 즉, ROA가 증가할수록 재량적 발생액과 비경상적 항목이 차지하는 비율은 감소하며 이익변동성은 증가한다. 기업규모의 변동인 $\Delta SIZE$ 는 $\Delta |DACC|$ 를 종속변수로 하는 회귀식에서만 유의한 양의 회귀계수를 보인다. 이는 기업규모가 증가할수록 재량적 발생액이 증가하는 것으로 기대와는 반대되는 결과이다. 영업환경 위험의 변동을 측정하는 $\Delta SALESTD$ 는 $\Delta |DACC|$ 를 종속변수로 하는 회귀식에서만 유의한 양의 회귀계수를 보인다. 즉, 영업환경을 둘러싼 불확실성이 증가할수록 재량적 발생액은 커진다. Big 5 감사인으로서의 변동을 측정하는 $\Delta AUDITOR$ 는 $\Delta EVAR$ 를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 양의 회귀계수를, $\Delta CONSERV$ 를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 음의 회귀계수를 보인다. 감사인이 non-Big 5 감사인에서 Big 5 감사인으로 바뀌는 경우 오히려 이익변동성은 증가하며 기업은 보다 덜 보수주의 회계처리방법을 선택한다. 이러한 결과는 선행연구와 일관성이 있다. 즉, 일반적으로는 Big 5 감사인이 감사하는 기업의 회계이익이 non-Big 5 감사인이 감사하는 기업에 비해 질적으로 우수하지만 초도감사의 경우에는 감사인의 독립성이 저하되기 때문이다(Bae and Rho, 2001).

가설 3의 초점이 되는 변수인 $\Delta FOREIGN_{t-1}$ 은 $\Delta EVAR$ 를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 음의 회귀계수를, ΔCC_COEF 를 종속변수로 하는 회귀식에서는 유의한 양의 회귀계수를 보인다. 외국인지분의 증가는 투자기업에서의 이익변동성의

〈표 6〉 외국인 및 국내 기관의 지분변동이 익년도의 회계이익의 질에 미치는 영향^{1),2)}

$$\Delta \text{Earnings Quality 변수} = a_0 + a_1 \Delta \text{GROWTH}_{it} + a_2 \Delta \text{DE}_{it} + a_3 \Delta \text{ROA}_{it} + a_4 \Delta \text{SIZE}_{it} + a_5 \Delta \text{SALESTD}_{it} + a_6 \Delta \text{AUDITOR}_{it} + a_7 \Delta \text{FOREIGN}_{i,t-1} + a_8 \Delta \text{DINST}_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

	△Earnings Quality 변수					
	△ DACC _{it}	△PERSIST _{it}	△EVAR _{it}	△CONSERV _{it}	△CC COEF _{it}	△NONRECUR _{it}
Intercept	-0.0053 ³⁾ (-1.64)	-0.0011 (-0.08)	0.0001 (2.81) ^{***}	0.0014 (0.85)	-0.1290 (-1.41)	0.1033 (1.58)
△GROWTH _{it}	-0.0117 (-0.93)	0.0617 (1.09)	0.0001 (0.44)	0.0025 (0.37)	-0.0565 (-0.16)	0.0896 (0.35)
△DE _{it}	0.0035 (2.78) ^{***}	-0.0159 (-2.78) ^{***}	0.00001 (0.93)	0.0002 (0.32)	-0.0055 (-0.16)	-0.0030 (-0.12)
△ROA _{it}	-0.0920 (-1.81) [*]	-0.3434 (-1.51)	0.0031 (4.97) ^{***}	0.0193 (0.72)	1.1812 (0.83)	-3.8126 (-3.73) ^{***}
△SIZE _{it}	0.0068 (1.80) [*]	-0.0145 (-0.85)	-0.00003 (-0.72)	-0.0015 (-0.75)	-0.0133 (-0.12)	-0.0441 (-0.57)
△SALESTD _{it}	0.0169 (2.43) ^{**}	-0.0112 (-0.36)	-0.0001 (-0.52)	-0.0003 (-0.09)	0.1330 (0.68)	-0.0350 (-0.25)
△AUDITOR _{it}	-0.0135 (-1.24)	-0.0152 (-0.31)	0.0002 (1.73) [*]	-0.0150 (-2.62) ^{***}	-0.0627 (-0.21)	-0.0721 (-0.34)
△FOREIGN _{i,t-1}	0.0010 (0.23)	0.0130 (0.69)	-0.0001 (-2.44) ^{**}	0.0001 (0.05)	0.2594 (2.20) ^{**}	-0.0515 (-0.61)
△DINST _{i,t-1}	0.0057 (1.34)	-0.0039 (-0.20)	-0.0001 (-2.59) ^{**}	-0.0023 (-1.04)	0.0939 (0.78)	0.1103 (1.28)
Adjusted R ² (표본수)	0.81% (1,829)	0.13% (1,830)	1.95% (1,823)	0.07% (1,837)	-0.05% (1,837)	0.54% (1,797)
F-값	2.87 ^{***}	1.30	5.54 ^{***}	1.15	0.89	2.22 ^{**}

*, **, ***: 유의수준 10%, 5%, 1% 수준에서 각각 유의함(양측검증)

1) △Earnings Quality 변수의 정의는 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \Delta |DACC_{it}| &= |DACC_{it}| - |DACC_{i,t-1}| \\ \Delta PERSIST_{it} &= PERSIST_{it} - PERSIST_{i,t-1} \\ \Delta EVAR_{it} &= EVAR_{it} - EVAR_{i,t-1} \\ \Delta CONSERV_{it} &= CONSERV_{it} - CONSERV_{i,t-1} \\ \Delta CC_COEF_{it} &= CC_COEF_{it} - CC_COEF_{i,t-1} \\ \Delta NONRECUR_{it} &= NONRECUR_{it} - NONRECUR_{i,t-1} \end{aligned}$$

2) 독립변수들의 정의는 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \Delta GROWTH_{it} &= GROWTH_{it} - GROWTH_{i,t-1} \\ \Delta DE_{it} &= DE_{it} - DE_{i,t-1} \\ \Delta ROA_{it} &= ROA_{it} - ROA_{i,t-1} \\ \Delta SALESTD_{it} &= SALESTD_{it} - SALESTD_{i,t-1} \\ \Delta SIZE_{it} &= SIZE_{it} - SIZE_{i,t-1} \\ \Delta AUDITOR_{it} &= \text{non-Big 5 감사인으로부터 Big 5 감사인으로 변경된 경우는 1, 기타의 경우는 0} \\ \Delta FOREIGN_{i,t-1} &= (t-1)\text{년도의 외국인지분이 } (t-2)\text{년도의 외국인 지분보다 크면 1의 값을, 기타의 경우는 0} \\ \Delta DINST_{i,t-1} &= (t-1)\text{년도의 국내 기관지분이 } (t-2)\text{년도의 국내 기관 지분보다 크면 1의 값을, 기타의 경우는 0} \end{aligned}$$

3) 첫째 숫치는 회귀계수를, 괄호 안의 숫치는 t-값을 표시한다.

감소를, 현금전환계수의 증가를 가져오는 것을 의미한다. 이는 외국인투자자가 경영감시기능을 통해 투자기업의 회계이익의 질적 향상을 도모한다는 주장을 부분적으로 지지한다고 할 수 있다. 직전연도의 국내 기관지분변동을 측정하는 $\Delta DINST_{t-1}$ 의 회귀계수는 $\Delta EVAR$ 를 종속변수로 하는 회귀식에 서만 유의한 음의 회귀계수를 보인다. 즉, 국내 기관지분이 증가함에 따라 투자기업의 이익변동성은 감소한다. 이는 국내 기관이 투자기업의 회계이익의 질적 향상을 도모한다는 주장과 일관성이 있지만 그 증거는 미약함을 의미한다. <표 6>의 결과를 요약하면, 외국인과 국내 기관이 투자기업에 대해 회계이익의 질적 향상을 유도하는 증거가 나타나지만 회계이익의 질적 변동을 측정하는 모든 변수들에 대해 강건(robust)하지는 않다. 아울러 <표 6>에서 $\Delta EVAR$ 를 종속변수로 하는 회귀식을 제외한 모든 회귀식의 조정결정계수(adjusted R^2)가 1% 미만으로 그 설명력이 매우 낮다. 따라서 <표 6>의 회귀식 추정결과를 해석함에 있어 주의가 요구된다.

VI. 연구의 결론 및 시사점

자본시장이 개방되고 외국인투자한도가 철폐됨에 따라 외국인투자규모가 2000년 말에는 증권거래소 시가총액의 30%에 달하게 되었다. 이처럼 외국인 투자가 활성화되면서 내재가치 중심의 투자기법의 정착, 주식시장의 질적인 개선 등은 증시개방의 중요한 성과로 언급되고 있다(한국경제신문, 1994. 8. 24). 또한 세계적으로 기관투자가가 증권시장을 주도하는 기관화 현상이 심화되고 있는데 우리나라에서도 기관투자자의 주식보유 비중이 크게 증

가하고 있다. 국내·외 선행연구는 설문조사를 통해 회계이익의 질이 재무분석가, 신용분석가, 투자분석가 등 전문투자자들의 투자사결정에 중요하며 유용하게 이용하고 있다고 보고한다(Seigel, 1982; 김문철과 최관, 1999). 최근 들어 기업을 분석하는 경제신문의 칼럼에서도 '이익의 질'을 언급하고 있으며 투자사결정에 있어 이익의 질적 분석의 중요성을 역설하고 있다(매일경제신문, 1998. 10. 31, 2000. 8. 16).

이처럼 전문투자자들이 회계이익의 질을 투자의사결정에 반영한다면 이들 전문투자자들이 주식시장에서 차지하는 비중이 커짐에 따라 회계정보의 질적 수준에도 변화가 있을 수 있다. 하지만 지금까지 이들 전문투자자와 투자대상 기업이 제공하는 회계정보와의 관계에 관한 체계적인 연구는 거의 부재하다. 예외적으로 송인만과 박철우(1998)는 외국인투자자가 투자의사결정에서 회계이익을 고려함에 따라 자본시장 개방 이후 회계이익에 대한 인식이 제고되었으며 시장 전체적으로 이익변동액과 주가수익률 사이의 민감도가 증가하였음을 보고한다. 따라서, 본 논문은 외국인투자 및 국내기관투자자와 회계이익의 질적 수준과의 관계에 대해 체계적으로 검증한다.

실증분석 결과, 일반적으로 외국인과 국내 기관이 선호하는 기업의 회계이익이 비선호기업의 회계이익에 비해 질적으로 우수하게 나타난다. 외국인이 선호하는 기업의 특성을 통제한 후에도 외국인 지분과 회계이익의 질적 수준 사이에 유의한 관계가 나타난다. 외국인은 재량적 발생액이 작고, 이익지속성이 높으며, 비경상적 항목이 차지하는 비율이 작은 기업을 선호하는 것으로 나타난다. 반면, 국내 기관투자자가 선호하는 기업의 특성을 통제한 후에는 이익변동성을 제외하고는 국내 기관지

분과 회계이익의 질적 수준 사이에 유의한 관계가 없다. 즉, 국내 기관투자자는 외국인투자자에 비해 그 투자의사결정에 회계이익의 질적 수준을 고려하지 않음을 의미한다.

본 연구의 둘째 가설에 대한 실증분석 결과, 이익의 지속성이 클수록, 이익변동성이 작을수록, 비경상적 항목이 차지하는 비율이 낮을수록 이익반응계수가 높아진다. 이러한 결과는 주식시장 개방 이후 시장 전체적으로 증가된 이익반응계수가 부분적으로는 회계이익의 질과 관련이 있음을 의미한다. 이익반응계수를 결정하는 다른 변수와 회계이익의 질을 통제한 후에도 외국인지분과 국내 기관지분은 이익반응계수와 유의한 정의 관계가 있다. 이는 이들 전문투자자들이 비기대이익 단위당 추가전환율이 높을 기업을 판별할 수 있는 능력 면에서 일반 투자자보다 뛰어난을 시사한다.

본 연구의 셋째 가설에 대한 실증분석 결과를 살펴보면, 외국인지분이 증가함에 따라 투자기업의 익년도 이익변동성은 감소하고 회계이익의 현금전환계수는 증가한다. 이러한 결과는 투자의사결정에서 회계이익의 질을 고려하는 외국인투자자는 일단 투자한 기업에 대해서도 경영감시자로서의 역할을 담당하여 회계이익의 질적 향상을 유도함을 의미한다. 국내 기관지분이 증가함에 따라 투자기업의 익년도 이익변동성은 감소하나 다른 변수들에 미치는 영향은 없다. 일단 투자가 이루어진 후에도 국내 기관투자자는 외국인투자자에 비해 회계이익의 질에 대한 경영감시기능이 미비함을 의미한다.

회계이익은 기업이 투자자들에게 제공하는 가장 중요한 정보 중 하나라고 할 수 있다. 그러나, 회계이익이 투자자들의 의사결정에 사용되지 않는다면 정보제공의 실익이 없어진다. 외국인투자자의 경우에는 그 투자의사결정에 회계이익의 질을 중요

시하며 질적으로 우수한 회계이익을 보고하는 기업을 선호한다. 즉, 국제적인 정보망과 뛰어난 정보의 수집·분석능력을 가지고 내재가치 중심의 투자를 하는 외국인투자자는 회계이익의 질을 내재가치 평가에 활용한다. 그러나, 국내 기관투자자의 경우 설문조사에서는 투자의사결정에 회계이익의 질을 유용하게 이용하고 있다고 응답하였지만 실증적 증거는 나타나지 않는다. 따라서 국내 기관은 그 투자의사결정에 회계이익의 질을 활용함으로써 기업에게 보다 질 높은 이익을 공시할 유인을 제공해야 할 것이다.

일단 투자가 이루어진 후에도 외국인투자자의 지분증가는 투자기업의 회계이익의 질적 향상을 유도하지만 국내 기관에서는 이러한 관계가 나타나지 않는다. 최근 들어 분식회계는 국내·외적으로 심각한 이슈로 제기되고 있으며 회계정보에 대한 신뢰성 상실로까지 이어지고 있다. 회계분식이나 부정의 일차적인 책임은 기업에 있지만 경영감시기능을 수행해야 할 투자자에게도 그 책임이 있다고 하겠다. 회계이익의 질이 기업의 내재가치 평가에 중요하다면 외국인투자자 및 국내 기관투자자 등 전문투자자들은 투자기업의 경영에 대한 감시자로서의 역할을 강화하여 기업이 신뢰성 있는 회계정보를 생산하고 공시하도록 유도하여야 할 것이다.

참고문헌

- 매일경제신문(1997. 2. 27), "기관 기업경영감시 나섰다."
 매일경제신문(1998. 10. 31), "태마진단」-기업의 이익에도 질이 있다."
 매일경제신문(2000. 8. 16), "실적발표 투자요령-실질 연속

- 성을 중시하라.”
- 한국경제신문(1994. 8. 26), “시장개방 평가/주가재편에 큰 영향.”
- 한국경제신문(1996. 2. 13), “부분별한 증시부양/안정책 국내투자자들에게 손해 줄 수도.”
- 한국경제신문(1997. 1. 17), “외국인투자자, 수익률 높아 .. 최근 주가 급등따라.”
- 한국경제신문(1999. 11. 22), “외국인수익률 국내기관보다 높다.”
- 한국경제신문(2000. 1. 13), “외국인지분 높은 29개사 주총 비상.”
- 한국경제신문(2000. 7. 19), “「환경 애널리스트 코너-‘석유 화학’..내수증가 상반기 실적호전.」”
- 김동순, 김병선(2000), “기관투자자의 역할에 관한 연구-기업경영의 효율성 및 주가행태에 대한 효과,” 2000년 제4차 증권정책 심포지엄-건전한 증권시장, 401-438.
- 김문철, 최관(1999), “이익의 질의 개념에 관한 연구,” 회계저널, 제8권, 221-249.
- 김철중(1995), “주식대량거래자의 투자행태에 대한 실증적 연구,” 증권학회지, 제18집, 125-158.
- 백원선, 최관(1999), “이익조정과 법인세최소화 동기,” 회계학연구, 제24권, 115-139.
- 송인만, 박철우(1998), “주식시장개방과 주가행태: 회계정보의 역할,” 경영학연구, 제27권, 63-92.
- 연강흠(1994), “증시개방후의 투자주체별 투자행태에 관한 연구,” 증권학회지, 제16집, 151-189.
- 이돈혁(1995), “증권시장 개방이후 외국인 투자행태 및 성과분석,” 증권금융, 5월, 3-25.
- Bae, G. S. and J. Rho(2001), “The Effect of Retention Requirement on Auditor Independence: An Empirical Investigation of the Korean Audit Market,” Working Paper, Korea University.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam(1998), “The Effect of Audit Quality on Earnings Management,” *Contemporary Accounting Research*, 15, 1-24.
- Belsley, D., E. Kuh, and R. Welsch(1980), *Regression Diagnostics: Identifying Influential Data and Sources of Collinearity*, New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Bernstein, L. and J. Seigel(1979), “The Concept of Earnings Quality,” *Financial Analyst Journal*, 72-75.
- Collins, D. and S.P. Kothari(1989), “An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients,” *Journal of Accounting and Economics*, 11, 143-181.
- Comiskey, E.(1982), “Assessing Financial Quality: An Organizing Theme for Credit Analysts,” *Journal of Commercial Bank Lending*, 32-47.
- Copley, P. A., M. S. Doucet, and K. M. Gaver(1994), “A Simultaneous Equations Analysis of Quality Control Review Outcomes and Engagement Fees for Audits of Recipients of Federal Financial Assistance,” *The Accounting Review*, 69, 244-256.
- _____, J. J. Gaver, and K. M. Gaver(1995), “Simultaneous Estimation of the Supply and Demand of Differentiated Audits: Evidence from the Municipal Audit Market,” *Journal of Accounting Research*, 33, 137-155.
- Dahlquist, M. and G. Robertsson(2001), “Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics,” *Journal of Financial Economics*, 59, 413-440.
- DeAngelo, L. E.(1981), “Auditor Independence, Low Balling, and Disclosure Regulation,” *Journal of Accounting and Economics*, 113-127.
- Dechow, P. M. and I. D. Dichev(2001), “The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors,” Working Paper, University of Michigan.
- DeFond, M. and J. Jiambalvo(1993), “Factors Related to Auditor-Client Disagreements Over Income-Increasing Accounting Methods,” *Contemporary*

- Accounting Research*, 9, 14-31.
- Easton, P. and M. Zmijewski(1989), "Cross-Sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements," *Journal of Accounting and Economics*, 11, 117-141.
- Froot, K., P. O'Connell, and M. Seasholes(1998), "The Portfolio Flows of International Investors," Working Paper, Harvard Business School.
- Heckman, J. J.(1978), "Dummy endogenous variables in a Simultaneous Equation System," *Econometrica*, 46, 931-960.
- Holthausen, R. and R. Verrecchia(1988), "The Effect of Sequential Information Releases on the Variance of Price Changes in an Intertemporal Multi-Asset Market," *Journal of Accounting Research*, 82-106.
- Huberman, G.(1999), "Familiarity Breeds Investment," Working Paper, Columbia University, New York.
- Imhoff, E.(1992), "The Relation Between Perceived Accounting Quality and Economic Characteristics of the Firm," *Journal of Accounting and Public Policy*, 97-118.
- _____ and J. Thomas(1989), "Accounting Quality," Working Paper, Michigan University.
- Jones, J., K. Lehn, and J. Mulherin(1990), "Institutional Ownership of Equity, In Institutional Investing," ed. Arnold W. Sametz, *Journal of Financial Economics*, 32, 23-43.
- Kang, J. and R. Stulz(1997), "Why is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan," *Journal of Financial Economics*, 46, 3-28.
- Klein, A. and R. Todd(1993), "The Market Valuation of Earnings and Cash Flows," *In Earnings Quality*, edited by S. Buttler, University of Oklahoma.
- Lev, B.(1989), "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research," *Journal of Accounting Research*, 27, 153-192.
- Lewis, K.(1999), "Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption," *Journal of Economic Literature*, 37, 571-608.
- Maddala, G. S.(1983), *Limited-Dependent and Qualitative Variables in Econometrics*, Econometric Society Monographs No. 3, Cambridge: Cambridge University Press.
- O'brien, P. and R. Bhushan(1990), "Analyst Following and Institutional Ownership," *Journal of Accounting Research*, 28, 55-76.
- Samuel, Cherian(1996), "Stock Market and Investment: The Governance Role of the Market," <ftp://monarch.worldbank.org/pub/decweb/worki.../wps>, 1578.
- Siegel, J.(1982), "The Quality of Earnings Concept-A Survey," *Financial Analysts Journal*, 60-68.
- Teoh, S. H. and T. J. Wong(1993), "Perceived Auditor Quality and The Earnings Response Coefficient," *The Accounting Review*, 68, 346-367.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman(1986), *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- White, G., A. Sondhi, and D. Fried(1998), *The Analysis and Use of Financial Statements*. John Wiley & Sons, Inc.
- Wild, J.(1996), "The Audit Committee and Earnings Quality," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 247-275.

The Association Between Foreign and Domestic Institutional Ownership and Earnings Quality

Youngsoon S. Cheon*

Abstract

In 1992, the Korean government allowed foreign investors to indirectly invest in firms listed on the Korea Stock Exchange. Since then, foreign institutions and domestic institutions have been two dominating players in the Korean stock market. Prior research documents that institutional investors consider earnings quality useful in an analysis of firm value. If institutions indeed take into account earnings quality in their investment decisions, there will be a systematic association between institutional ownership and earnings quality. This study empirically addresses this issue.

The study finds a significant positive association between foreign ownership and earnings quality. Contrary to the expectation, there is no significant association between domestic institutional ownership and earnings quality. This result suggests that domestic institutions do not consider earnings quality in their investment decisions. Prior research documents that the earnings response coefficient has increased since 1992. The study's results suggest that such increase is partially related to earnings quality. Finally, there is some evidence that the increase in foreign ownership tends to induce high quality earnings of their investees. However, such positive effect is minimal for domestic institutional investors.

Key words: foreign ownership, institutional ownership, earnings quality, earnings response coefficient.

* Associate Professor, College of Business Administration, Chung-Ang University.