

외국인지분율과 투자자들 간의 상이한 믿음

Foreign Equity Ownership and Investors' Heterogeneous Beliefs

변 선 영* Sun-Young Byun
정 현 옥** Hyun-Uk Jung

목 차

I. 서론	IV. 실증분석결과
II. 선행연구의 검토 및 가설설정	V. 결론
III. 연구방법론	참고문헌
	Abstract

국문초록

본 연구는 외국인지분율이 투자자들 간의 상이한 믿음에 어떠한 영향을 주는지에 관한 실증분석을 실시하였다. 한국은 외국인 직접투자도 활발하지만 외국인 간접투자 또한 활발하다. 따라서 외국인지분율과 관련된 투자 의사결정에 관한 논의는 한국경제를 위해 간과할 수 없는 분야라 할 수 있다. 이에 본 연구는 2001-2011년 기간 동안 유가증권시장 상장법인(금융업 제외)을 대상으로 실증분석을 실시하였다. 그 결과 외국인지분율의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났으며, 최소자승법(ordinary least squares)과 토빗(tobit)분석을 사용하여도 일관된 것으로 나타났다. 또한, 본 연구에서는 외국인투자자의 투자성향(장기 투자성향과 단기 투자성향)을 고려한 후, 각각의 집단에서 외국인지분율이 투자자들 간의 상이한 믿음에 미치는 영향을 추가 분석을 실시했다. 본 연구는 외국인지분율이 일반 투자자의 투자의사결정에 어떠한 영향을 미치는지를 분석함으로써 외국인 간접투자에 대한 분석을 했다는 점에서 의미를 갖으며, 일반 투

* 동아대학교 국제무역학과 조교수, 제1저자

** 동아대학교 경영학과 조교수, 교신저자

자들이 투자 의사결정시 외국인투자자를 고려하고 있다는 실증결과를 제시한다는 점에서 함의점이 있다.

〈주제어〉 외국인지분율, 투자자들 간의 상이한 믿음, 거래량

I. 서론

1998년 외국인의 국내주식소유가 전면 허용된 이후 외국인 투자자가 보유한 국내상장사 지분율은 2004년 말까지 급속히 증가해왔다(강신애 외, 2009). 현재는 외국인 투자자가 국내 자본시장 및 기업경영에 미치는 영향은 상당한 수준임을 반박할 수 없을 것이다. 이렇듯 외국인투자자의 영향력이 커지면서 외국인지분율과 기업가치에 대한 연구가 활발히 진행 중이다.

본 연구는 2002년부터 2011년까지 금융업을 제외한 유가증권시장 상장법인을 대상으로, 외국인지분율은 기업의 내재가치에 대한 투자자들 간의 믿음과 관련성이 없을 것이라는 가설을 설정하고 실증분석을 수행하였다. Karpoff(1986)는 기업에 대한 투자자들 간에 사전적인 기대가 다를 경우, 투자자들은 기업이 제공하는 정보에 대하여 다양하게 해석한다고 설명하고 있다.

이러한 맥락에서, Ajinkya et al.(1991), 최종서과 신성목(1997) 및 정혜영(1990)은 정보위험 및 정보비대칭 수준이 높아질수록 기업의 내재가치에 대한 투자자들 간의 의견불일치 정도는 증가되어, 결과적으로 거래량이 증가된다고 보고하고 있다.

금융감독원 보도자료(2017.3.30.)¹⁾에 따르면, 2017년 2월 말 현재 우리나라의 외국인투자자는 43,468명이며, 금융감독원에 등록된 외국인투자자들의 상장주식 보유규모(코스피 시장 종가기준)는 481.1조원으로 주식보유비율이 35.6%를 차지하는 것으로 나타나고 있다. 이렇듯 외국인투자자들이 어떠한 종목에 투자의사결정을 내리는 지는 학문적 또는 실무적인 관심의 대상이 되고 있다.

그럼에도 불구하고, 외국인지분율과 관련된 국내의 선행연구에서는 외국인투자자의 투자의사결정에 대하여 상반된 연구결과를 제시하고 있다. 첫 번째는 투자의사결정시 외국인투자자는 우수한 정보분석 능력을 활용하여 안정적이고 장기적인 투자의사결정을 내린다는 것이다(전영순, 2003; 안윤영 외, 2005; 이장희, 김선구, 2006; 백미경, 문상혁,

1) '17.02월 중 외국인투자자 증권매매동향'

2010; 고대영 외, 2012; 김성혜 외, 2012; 이현주 외, 2014). 이러한 선행연구들은 감사품질과 회계이익의 질이 높고, 우수한 소유구조를 갖춘 기업일수록 외국인지분율은 증가한다고 설명하고 있다. 반면에, 두 번째는 투자의사결정시 외국인투자자는 자신의 이익을 높이는 방향으로 즉, 수익성이 높은 기업에 투자의사결정을 내린다는 것이다(박종국, 홍영은, 2009; 박종국 외, 2011; 정현욱 외, 2014). 즉, 이는 회계이익이 높아질수록 외국인지분율이 증가한다는 것을 의미한다.

이렇듯, 두 흐름의 외국인지분율에 관한 연구는 외국인지분율의 결정요인(determinants)과 관련된 것으로, 외국인투자자들이 투자의사결정 시 어떠한 요인을 고려하는 지 분석하는데 있어서는 도움을 줄 수 있다. 그러나 외국인투자자들의 의사결정이 다른 투자자들의 의사결정에 어떠한 영향을 미치는 지에 초점을 둔 선행연구는 미비한 실정이다. 이러한 점에서 본 연구는 외국인지분율과 투자자들 간의 상이한 믿음 간의 관련성을 실증분석을 실시함으로써 선행연구와의 차별성을 시도하였다.

또한, 본 연구는 외국인투자자의 투자성향(장기 투자성향 집단과 단기 투자성향 집단)을 고려한 후, 각각의 집단에서 외국인지분율이 투자자들 간의 상이한 믿음에 어떠한 영향을 미치는 지에 대해 추가분석을 실시하였다는 점에서 연구의 함의성을 갖는다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. II장에서는 선행연구를 검토하고, 연구가설을 제시하였다. III장은 연구방법론으로 연구모형과 변수측정 그리고 표본의 선정을 기술하였고, IV장에는 실증분석 결과를 제시하였다. 마지막으로 V장은 연구의 결과 및 시사점을 제시하였다.

II. 선행연구의 검토 및 가설 설정

1. 거래량과 관련된 선행연구

기업에 대한 투자자들 간에 사전적인 기대가 다를 경우, 투자자들은 기업이 제공하는 정보에 대하여 다양하게 해석하게 된다(Karpoff, 1986). 다양한 해석은 결과적으로 거래량을 증가시키는 유인이 되는 것으로 거래량과 관련된 선행연구에서는 보고하고 있다(Bamber, 1987; Chen et al., 2001; 최기홍과 윤성민, 2012; 정현욱, 2015). 또한, Bamber(1987)와 Chen et al.(2001), 최기홍과 윤성민(2012), 정현욱(2015)의 경우, 거래량은 기업의 내재가치에 있어서 투자자들 간의 상이한 믿음(의견불일치 정도)을(를) 나타

내는 대용치(proxy)로 사용될 수 있다고 설명하고 있다.

이러한 맥락에서 볼 때, 투자자들 간의 상이한 믿음(의견불일치 정도)이(가) 높은 기업의 경우 즉, 거래량이 높은 기업은 정보환경이 우수하지 못할 수 있음을 시사한다. 따라서 투자자들 간의 상이한 믿음과 관련된 일련의 선행연구에서는 정보환경과 관련된 기업특성변수가 거래량에 어떠한 영향을 미치고 있는 지를 실증분석 하는데 초점을 둔다(정혜영, 1990; Ziebart, 1990; Ajinkya et al., 1991; 최종서, 신성목, 1997; 손성규 외, 2009).

Ajinkya et al.(1991), 최종서와 신성목(1997) 및 정혜영(1990)의 연구에서는, 각각 재무분석가의 이익예측치 분산 및 재무분석가의 회계이익 예측오차가 거래량에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과, 회계이익의 예측오차가 크고, 재무분석가의 이익예측치 분산이 커질수록 거래량은 증가하는 것으로 나타났다. 그리고 Ziebart(1990)는 재무분석가의 이익예측치 수정이 초과거래량에 어떠한 영향을 주는지 살펴보았으며, 재무분석가의 이익예측치의 수정과 초과거래량의 변화 간에는 양(+)의 관련성을 가진다는 실증결과를 밝혔다. 또한 안윤영 외(2005)는 재무분석가의 이익예측오차와 표준편차가 높아질수록 정보비대칭 수준이 높다고 설명하고 있으며, 정보환경이 우수하지 못할 경우, 정보비대칭은 거래량을 증가시키는 요인으로 작용할 수 있음을 시사한다.

Bhushan(1989)은 기업의 규모가 커질수록 재무분석가의 수가 증가한다고 보고하고 있다. 이는 기업의 규모가 커질수록 정보위험 및 정보비대칭 수준이 감소할 수 있음을 시사하며, Bamber(1987), 정혜영(1990), 최종서와 신성목(1997) 그리고 정현욱(2015) 역시 기업규모가 커질수록 거래량이 감소한다는 실증결과를 제시하고 있다.

Kim과 Verrecchia(1994)의 연구에서는 개별기업의 정보비대칭 수준이 비이익공시시점보다 이익공시시점에 보다 높을 수 있다고 설명하고 있다. 이러한 맥락에서 Bamber와 Cheon(1995) 또한 이익공시가 거래량을 증가시키는 요인으로 작용한다고 보고하고 있다. 마찬가지로 최종서와 신성목(1997)의 연구에서도 이익공시시점으로 표본기간을 한정할 경우, 비기대이익은 거래량과 양(+)을 관련성을 가지는 것으로 보고하고 있다. 하지만, 정현욱(2015, 2016a, 2016b)의 연구에 따르면, 비기대이익은 표본기간을 이익공시시점으로 한정하지 않아도 비기대이익은 거래량과 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 밝히고 있다.

한편, Bhattacharya et al.(2012)는 회계이익의 질(발생액의 질)이 높아지게 되면 정보위험(정보비대칭 수준) 역시 감소한다고 보고하고 있으며, 회계이익의 질이 높아질수록 정보환경을 개선시키는 유인으로 작용하고 있음을 시사한다. 이러한 점에서 손성규 외(2009)의 연구 결과에서도 회계이익의 질이 높아질수록 비기대이익과 거래량 간의 양(+)

의 관련성은 감소한다고 보고하고 있다.

Bharath et al.(2008)은 기업의 회계이익의 질이 낮을수록 공적부채(사채)를 통하여 자금을 조달하기보다 사적부채(금융기관 차입금)를 통하여 자금을 조달할 유인이 높다고 설명하고 있으며, 정현욱(2016b)의 연구결과 역시, 사적부채의 비중이 높아질수록 거래량은 증가한다고 보고하고 있다. 또한, 나종길과 최기호(2005)는 산업전문감사인은 피감사기업에 고품질의 감사품질을 제공하여 피감사기업의 회계이익의 질을 향상시킨다고 주장하였다. 이는 정현욱(2016a)의 연구도 마찬가지로, 산업전문감사인이 감사를 수행한 피감사기업의 거래량은 비산업전문감사인이 감사를 수행한 피감사기업의 거래량보다 낮은 것으로 보고하고 있다.

이와 같이 거래량과 관련된 연구결과를 종합해 보면, 정보비대칭 수준 및 정보위험이 높아질수록 거래량은 감소하는 반면, 정보비대칭 수준 및 정보위험이 낮아질수록 거래량은 감소하는 것으로 나타나고 있다. 즉, 이는 기업의 정보환경이 우수할 경우(우수하지 못할 경우) 기업의 내재가치에 대한 투자자들 간의 상이한 믿음(의견분열치 정도)는 감소(증가)하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

2. 외국인지분율과 관련된 선행연구 및 가설의 설정

외국인지분율과 관련된 국내의 선행연구에서는 외국인투자자의 투자의사결정에 대하여 상반된 연구결과를 제시하고 있다. 첫 번째는 투자의사결정시 외국인투자자는 우수한 정보분석 능력을 활용하여 안정적이고 장기적인 투자의사결정을 내린다는 것이다(전영순, 2003; 안운영 외, 2005; 이장희, 김선구, 2006; 백미경, 문상혁, 2010; 고대영 외, 2012; 김성혜 외, 2012; 이현주 외, 2014). 두 번째는 투자의사결정시 외국인투자자는 자신의 이익을 높이는 방향으로 즉, 수익성이 높은 기업에 투자의사결정을 내린다는 것이다(박종국, 홍영은, 2009; 박종국 외, 2011; 정현욱 외, 2014).

먼저, 외국인투자자들은 안정적이고 장기적인 투자의사결정을 내린다고 보고하고 있는 연구에서는 감사품질과 회계이익의 질이 높고, 우수한 소유구조를 갖춘 기업일수록 외국인지분율은 증가한다고 보고하고 있다. 이장희와 김선구(2006)는 회계이익의 질을 재량발생으로 측정하여 회계이익의 질이 외국인지분율에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과, 재량발생과 외국인지분율 간에는 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이와 유사한 결과로, 전영순(2003)의 연구에서도 외국인투자자의 경우 투자기업에 감사자의 역할을 수행하면서 회계이익의 질 제고에 기여하고 있다고 밝히고 있다.

백미경과 문상혁(2010)의 경우, 외국인투자자들이 의사결정시 감사품을 고려하는 지

를 분석하였다. 특히 그들의 연구에서는, 감사품질을 감사시간 및 감사보수로 측정하여 감사품질과 외국인지분율 간의 관련성을 분석하였으며, 감사시간 및 감사보수가 증가할수록 외국인지분율이 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 따르면, 외국인투자자들은 투자의사결정시 감사품질이 높은 기업을 선호하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

고대영 외(2012)는 이사회외의 특성이 외국인지분율에 미치는 영향을 살펴본 결과, 이사회외의 특성(감사위원회의 설치유무, 감사위원회의 독립성 및 이사회외의 독립성)이 우수할수록 외국인지분율은 증가하는 것으로 나타났다. 또한 이현주 외(2014)의 연구 역시 지주회사 전환이 외국인지분율에 미치는 영향을 분석하였다. 이현주 외(2014)는 지주회사로 전환할 경우 공정거래법의 행위제한 규정(공정거래법 제8조의2)²⁾에 의해 지주회사 전환이전보다 전환이후 소유구조가 개선된다고 설명하고 있으며, 지주회사로 전환한 기업은 전환 이전보다 전환 이후 외국인지분율이 증가한다는 실증결과를 제시하고 있다.

우수한 소유구조, 회계이익의 질 개선, 그리고 높은 감사품질은 정보비대칭 수준을 감소시키는 유인으로 작용할 수 있다. 즉, 정보비대칭 수준이 낮아질수록 외국인지분율이 증가할 수 있음을 시사한다. 이러한 점에서 안윤영 외(2005)는 정보비대칭 수준을 재량발생, 재무분석가의 이익예측오차 그리고 재무분석가의 수로 측정하여 각각의 정보비대칭 수준 대용변수와 외국인지분율 간의 관련성을 분석하였다. 분석결과, 재량발생과 재무분석가의 이익예측오차는 외국인지분율과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났으며, 재무분석가의 수는 외국인지분율과 양(+)의 관련성을 가진다는 연구 결과를 토대로 정보비대칭 수준이 낮아질수록 외국인지분율은 증가한다고 해석하고 있다.

한편, 우리나라의 경우 소득세법(소득세법 제94조 제1항과 소득세법 시행령 제157조 제4항)상 자본이득(소득) 또한 과세의 대상이 된다. 이러한 점에서 정현욱 외(2014)는 국내기업 투자한 외국인투자자는 투자자금의 조기회수를 위해 미실현소득인 자본이득(소득)보다 실현소득인 배당이득(소득)을 더 선호할 경제적 유인을 가진다고 설명하고 있다.

이는 실증분석의 결과에서도 나타나고 있는데, 이만우와 노준화(2006)는 배당률과 외국인지분율 간에는 양(+)의 관련성이 있는 것으로 보고하고 있으며, 김성민과 장용원(2012)의 연구에서도 배당수준과 외국인지분율 간에는 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타나고 있다.

배당은 배당가능액의 크기와 관련성을 가진다. 그리고 배당가능액은 기업의 회계이익(수익성)과 관련성을 가진다(박상수, 2003; 신호영, 정안수, 2007). 이는 외국인투자자의 경우 투자의사결정시 수익성이 높은 기업을 선호함을 시사한다. 이러한 점에서 Kang과

2) 지주회사는 상장자회사의 경우는 20% 그리고 비상장자회사는 40%의 지분을 의무적으로 보유해야 한다. 그리고 지주회사는 자회사 이외((국내)계열회사)의 주식을 소유할 수 없고, 자회사는 손자회사((국내)계열회사)가 아닌 주식을 소유할 수 없게 된다.

Stulz(1997)는 수익성이 높아질수록 외국인지분율이 증가한다는 결과를 보고하고 있다.

특히, 박종국 외(2011)은 외국인투자자의 경우 다른 계열회사로 소득이 이전될 유인이 있는 기업에 대해서는 적극적으로 모니터링 하지만, 다른 계열회사로부터 소득을 이전받을 유인이 있는 기업에 대해서는 적극적으로 모니터링 하지 않는다고 보고하고 있다. 그리고 박종국 외(2011)은 이러한 결과에 대하여 국내의 외국인투자자들은 자신의 이익을 극대화하기 위하여 투자의사결정시 회계이익이 높은 기업을 선호한다고 설명하고 있다.

이와 유사한 결과로, 박종국과 홍영은(2009)는 조세회피 수준이 높아질수록 회계이익이 증가되므로, 조세회피와 외국인지분율 간에는 양(+의) 관련성을 가진다고 보고하고 있다. 그리고 정현욱 외(2014)는 회계이익이 증가할수록 법인세부담액은 증가하게 되므로, 법인세부담액은 외국인지분율과 양(+의) 관련성을 가진다고 보고하고 있다.

수익성 증가는 비기대이익을 유발시키고, 이러한 비기대이익은 투자자들 간의 상이한 믿음은 증가시키는 것으로 보고되고 있다(Kim and Verrecchia, 1994; Bamber and Cheon, 1995; 최종서, 신성목, 1997; 정현욱, 2015; 정현욱, 2016a). 이러한 점에서 외국인투자자들이 투자의사결정시 기업의 수익성을 우선할 경우, 외국인지분율과 투자자들 간의 상이한 믿음 간에는 양(+의) 관련성이 있을 것으로 기대된다.

한편, 안윤영 외(2005)는 정보비대칭 수준이 낮아질수록 외국인지분율은 증가하는 것으로 보고하고 있다. 이는 외국인투자자들이 투자의사결정시 정보환경을 고려하고 있음을 시사한다. 이럴 경우, 외국인지분율과 투자자들 간의 상이한 믿음 간에는 음(-)의 관련성이 있을 것으로 기대된다. 이러한 점에서 외국인지분율이 투자자들 간의 상이한 믿음(의견불일치 정도)에 미치는 영향은 실증의 문제로 판단되어, 아래와 같은 귀무가설을 설정하였다.

가설: 외국인지분율과 거래량 간에는 관련성이 없을 것이다.

Ⅲ. 연구방법론

1 연구모형

본 연구에서는 외국인지분율과 거래량 간에는 관련성이 없을 것이라는 가설을 검증하기 위하여 아래의 식(1)과 같은 모형을 설정하였다.

$$TV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FOR_A_{i,t} + \beta_2 VD_{i,t} + \beta_3 BOD_{i,t} + \beta_4 CFS_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} \quad \text{식(1)}$$

$$+ \beta_6 BIG_{i,t} + \beta_7 HI_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 SIZE_{i,t} + \beta_{10} UE_{i,t} + \beta_{11} |DA|_{i,t}$$

$$+ \beta_{12} YD_{i,t} + \beta_{13} IN D_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

TV	: 거래량
TV1	: 거래량1(일별 평균 거래량)
TV2	: 거래량2(일별 평균 초과거래량)
TV3	: 거래량3(기대거래량 대비 실제거래량)
FOR_A	: 외국인지분율(1년 평균 보통주 외국인지분율)
VD	: 자율공시수준(t기 자율공시건수/ln(t기 자산총액))
BOD	: 초과사외이사비용((사외이사-(등기임원×법정 최저 사외이사비용*))/등기임원 *법정 최저 사외이사: 자산규모가 2조원 이상(미만)이면, 등기임원의 50%(25%)
CFS	: 연결재무제표 공시여부(t기 연결재무제표를 공시하는 기업이면 1, 아니면 0)
AGE	: 기업연령(ln(상장 개월 수))
BIG	: 감사인 규모(대형회계법인이면 1, 아니면 0)
HI	: 산업 내 경쟁정도((허핀달-허쉬만 지수)×(-1)) ³⁾
LEV	: 부채비율(t기 부채총액/t기 자산총액)
SIZE	: 기업규모(ln(t기 자본총액))
UE	: 비기대이익((t기 EPS - t-1기 EPS)/t-1기 증가)
DA	: 재량발생의 절대값
YD	: 연도더미
ICODE	: 산업더미

식(1)의 β_1 은 가설을 위한 검증계수이다. β_1 이 유의한 음(-)의 값을 제시할 경우, 외국인지분율이 증가할수록 투자자의 상이한 믿음은 감소하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 반대로 β_1 이 유의한 양(+의 값을 제시할 경우, 외국인지분율이 증가할수록 투자자의 상이한 믿음은 증가하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

본 연구에서는 외국인투자자의 의사결정과 관련된 선행연구 이외에 거래량에 영향을 줄 수 있는 요인을 통제하기 위하여 다음의 변수를 모형에 포함하였다. 자율공시수준

3) 산업 내 경쟁정도(HI)는 손성규와 신일항(2014)의 방법론에 근거하여 측정하였다. 구체적으로 손성규와 신일항(2014)은 비상장 외부감사법인, 코스피 그리고 코스닥 상장기업을 대상으로 허핀달-허쉬만 지수(HHI(아래 식), 산업 내 개별기업의 매출액을 산업의 매출액 총합으로 나눈 값을 제곱하여 산업 별로 더한 값)로 산업 내 경쟁정도를 측정하고 있다. 이럴 경우, 허핀달-허쉬만 지수(HHI) 값이 커질수록 개별기업의 산업 내 경쟁정도는 낮아지는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 허핀달-허쉬만 지수(HHI)에 '-1'을 곱하여 산업 내 경쟁정도(HI)를 측정하였다.

$$HHI = \sum_{i=1}^N S_{ij,t}^2 \quad , S_{ij,t} \text{는 } j \text{ 산업에 포함된 } i \text{ 기업의 } t \text{ 기의 매출액 기준 산업 내 점유율}$$

(VD)은 정보의 양이 거래량에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모형에 포함하였다. Karpoff(1986)에 따르면, 개별 투자자들은 동일한 정보에 대하여 다양한 시각으로 해석할 수 있다고 설명하고 있다. 이러한 맥락에서 정현욱(2015)는 자율공시수준과 거래량 간에는 양(+의) 관련성을 가진다고 보고하고 있다.

김문태와 김영환(2007)은 사외이사비율이 높아질수록 대리인 문제는 감소한다고 설명하고 있다. 한편, 이호영 외(2010)는 우리나라의 사외이사는 지배주주의 ‘거수기’ 역할을 수행할 유인이 있다고 설명하고 있다. 따라서 본 연구에서는 이사회회의 특성이 거래량에 미치는 영향을 통제하기 위하여 초과사외이사비율(BOD)을 모형에 포함하였지만, 기대부호는 예상하지 않는다.

황인태(1995)는 개별재무제표가 설명하지 못하는 추가적인 정보를 연결재무제표가 제공하므로, 연결재무제표 공시여부와 거래량 간에는 양(+의) 관련성을 가진다고 보고하고 있다. 하지만, 정현욱(2016b)은 정보환경의 관점에서 연결재무제표를 공시하는 기업은 개별재무제표를 공시하는 기업보다 정보환경이 우수할 수 있다고 설명하고 있다. 이러한 점에서 본 연구에서는 연결재무제표 공시여부를 더미(dummy)변수로 측정하여 모형에 포함하였지만, 기대부호는 예상하지 않는다.

감사인 규모(BIG)는 감사품질이 거래량에 미치는 영향을 통제하기 위하여 포함하였다. 박종일과 남혜정(2013)은 대형회계법인의 경우 높은 평판을 유지하기 위하여 높은 감사 품질을 제공한다고 설명하고 있다. 이러한 점에서 본 연구에서는 감사 품질을 감사인 규모(BIG)로 측정하여 모형에 포함하였다. 감사인 규모(BIG)와 거래량 간에는 음(-)의 관련성을 가질 것으로 기대된다.

손성규와 신일항(2014)은 산업 내 경쟁정도의 경우 기업 외부지배구조의 역할을 수행한다고 설명하고 있다. 따라서 본 연구에서는 기업의 외부지배구조가 거래량에 미치는 영향을 통제하기 위하여 산업 내 경쟁정도(HI)를 모형에 포함하였으며, 산업 내 경쟁정도(HI)는 거래량과 음(-)의 관련성을 가질 것으로 기대된다.

부채비율(LEV)은 파산위험이 거래량에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모형에 포함하였다. 부채비율(LEV)은 거래량과 양(+의) 관련성을 가질 것으로 기대된다. 기업규모(SIZE)는 기업의 규모가 거래량에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모형에 포함하였다. Bhushan(1989)은 기업의 규모가 커질수록 재무분석가의 수가 증가한다고 보고하고 있다. 이는 기업의 규모가 커질수록 정보환경이 개선될 수 있음을 시사한다. 이러한 관점에서 정현욱(2015)는 기업의 규모와 거래량 간에는 음(-)의 관련성이 있다고 보고하고 있다. 하지만, 기업의 규모가 커질수록 정보의 양은 증가할 수 있다. 황인태(1995)에 따르면, 정보의 양이 증가할수록 거래량은 증가한다고 보고하고 있다. 이럴 경우, 기업의 규모와

거래량 간에는 양(+)의 관련성이 있을 수 있다. 따라서 본 연구에서는 기업의 규모가 거래량에 미치는 영향을 통제하기 위하여 기업규모(SIZE)를 모형에 포함하였지만, 기대부호는 예상하지 않는다.

정혜영(1990)은 기업의 연령이 높아질수록 정보환경이 제고되므로, 기업연령과 거래량 간에는 음(-)의 관련성을 가진다고 설명하고 있다. 따라서 본 연구에서는 기업의 연령이 거래량에 미치는 영향을 통제하기 위하여 기업연령(AGE)을 모형에 포함하였다. Beaver(1968)는 투자자의 미래 수익률에 대한 확률분포는 보고이익에 영향을 받는다고 설명하고 있다. 이러한 점에서 Beaver(1968)는 보고이익의 경우 정보효과를 가진다고 설명하고 있다. 본 연구에서는 보고이익의 정보효과를 통제하기 위하여 비기대이익(UE)을 모형에 포함하였으며, 거래량과는 양(+)의 관련성을 가질 것으로 기대된다.

Ajinkya et al.(1991)과 정현욱(2016a)은 정보비대칭 수준이 높아질수록 거래량은 증가한다고 보고하고 있다. 본 연구에서는 정보비대칭 수준을 재량발생의 절대값(IDA1)으로 측정하여 모형에 포함하였다. 그리고 재량발생은 Dechow et al.(1995)의 수정된 Jones모형으로 측정하였다. 마지막으로 연도터미(YD)와 산업터미(IND)는 연도효과와 산업효과가 거래량에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모형에 포함하였다.

2. 거래량의 측정(TV)의 측정

본 연구에서는 투자자들 간의 상이한 믿음을 거래량으로 측정하였다. 그리고 거래량은 정현욱(2016b)의 연구방법론에 근거하여 거래량1(TV1), 거래량2(TV2) 그리고 거래량3(TV3)으로 측정하였다. 먼저, 거래량1(TV1)은 아래 식(2)와 같다.

$$TV1_{i,NF} = \left[\sum_{t=1}^n V_{it} \right] \times \frac{1}{T_{NF}} \quad \text{식(2)}$$

- TV1 : 거래량1(일별 평균 거래량)
- V : i 기업의 거래일 t일 거래량/i 기업의 거래일 t일 상장주식수
- TNF : 거래량이 존재하는 일수

위 식(2)의 거래량1(TV1)은 일별 평균 거래량을 나타내고 있지만, 개별기업의 특정일 거래량이 양(+)의 초과거래량인지 아니면, 음(-)의 초과거래량인지를 나타내지 못하는 한계점이 있다. 이러한 한계점을 해결하기 위하여, 본 연구에서는 아래 식(3) 그리고 식(4)

와 같이 추가적인 거래량을 측정하였다.

$$TV2 = \left[\sum_{t=1}^n (V_{it} - V_{mt}) \right] \times \frac{1}{TNF} \quad \text{식(3)}$$

$$TV3 = \left[\sum_{t=1}^n \frac{V_{it}/V_{mt}}{V_{it}/V_{mt}} \right] \quad \text{식(4)}$$

TV2	: 거래량2
TV3	: 거래량3
V _{mt}	: 거래일 t일의 시장전체 거래량/거래일 t일의 시장전체 상장주식수
TNF	: 거래량이 존재하는 일수
$\frac{V_{it}}{V_{mt}}$: 개별기업의 거래일 t일의 기대거래량비율(직전년도 1년 간의 V_{it}/V_{mt} 평균)

위 식(3)의 거래량2(TV2)는 개별기업이 주식거래량과 시장 전체거래량 간의 차이를 거래량이 존재하는 일수로 나누어 측정한 것이다. 이럴 경우 거래량2(TV2)가 '0(zero)'보다 큰 값을 가질 경우, 양(+)'의 초과거래량이 발생한 것으로 해석할 수 있을 것이다. 하지만, 거래량2(TV2)가 '0(zero)'보다 작은 값을 가질 경우 음(-)의 초과거래량이 발생한 것으로 해석할 수 있을 것이다.

위 식(4)의 거래량3(TV3)은 개별기업의 거래량을 개별기업의 직전년도 1년 동안의 평균 거래량으로 나누어 측정한 것이다. 이럴 경우, 거래량3(TV3)이 '1(one)'을 초과하는 값을 가질 경우 양(+)'의 초과거래량이 발생한 것으로 해석할 수 있을 것이다. 하지만, 거래량3(TV3)이 '1(one)' 미만의 값을 가질 경우 음(-)의 초과거래량이 발생한 것으로 해석할 수 있을 것이다.

3. 표본의 선정

본 연구의 표본은 2001년부터 2011년까지이다. 아래의 조건을 만족시키는 기업으로 표본을 선정하였다.

- (1) 2001년부터 2011년까지 금융업을 제외한 유가증권시장 상장법인
- (2) 자본이 양(+)'인 기업 그리고 결산일이 12월인 기업

- (3) NICE(주)의 Kis-Value와 TS-2000 데이터베이스에서 거래량과 재무제표자료를 수집할 수 있는 기업
- (4) 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr/>)에서 자율공시건수, 등기임원 및 사외이사를 수집할 수 있는 기업

위 조건으로 표본을 선정할 경우, 최종표본은 5,101개(기업-년도)로 나타났습니다. 최종표본 5,101개(기업-년도) 중 전문, 과학 및 기술 서비스업은 3,539개(기업-년도), 도매 및 소매업은 340개(기업-년도), 건설업은 284개(기업-년도) 그리고 운수업은 154개(기업-년도)로 나타났다. 그리고 이들 산업은 전체 표본의 93%를 초과하는 것으로 보이고 있다.

IV. 실증분석결과

1 주요변수의 기술통계량 및 상관관계 분석

〈표 1〉은 본 연구의 연구모형에 사용된 각 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 기술통계량은 각 변수들의 평균, 표준편차 및 4분위수이다. 〈표 1〉을 살펴보면, 거래량1(TV1)의 평균(중위수)은 0.0126(0.0062)이고, 표준편차는 0.0206으로 나타나 평균이 중위수보다 높은 것으로 나타나고 있다. 그리고 거래량2(TV2)와 거래량3(TV3)의 평균(중위수)은 각각 -0.0030(-0.0071)과 0.9361(0.4674)으로 나타났으며, 표준편차는 각각 0.0208과 1.5130으로 나타나고 있다.

정현욱(2016b)의 연구에서는 거래량1(TV1), 거래량2(TV2) 그리고 거래량3(TV3)의 평균(중위수)을 각각 0.0133(0.0064), -0.0030(-0.0074) 그리고 0.9545(0.4792)로 보고하고 있다. 이러한 점에서 본 연구의 거래량(TV) 측정치의 값은 정현욱(2016b)에서 보고하고 있는 결과와 유사한 것으로 보이고 있다. 특히, 본 연구의 거래량2(TV2)와 거래량3(TV3)의 평균 및 중위수의 값이 0(zero)과 1(one)보다 작은 값을 가지고 있다. 이는 표본기업의 절반이상이 음(-)의 초과거래량이 발생하는 것을 시사하고 있다.

1년 평균 보통주 외국인지분율(FOR_A)의 평균은 10.9287로 나타났으며, 중위수는 3.8600으로 나타났다. 이강일(2014)의 연구에서는 외국인지분율의 평균(중위수)은 0.1209(0.0572)로 보고하고 있어, 본 연구의 외국인지분율(FOR_A)의 분포는 이강일(2014)과 유사한 분포를 가지는 것으로 보이고 있다.

자율공시수준(VD)의 평균(중위수)은 0.0452(0.0000)로 나타나, 정현욱(2016b)의 평균(0.0444) 및 중위수(0.0000)와 유사한 것으로 판단된다. 초과사외이사비용(BOD)의 평균과 중위수는 각각 -0.0079과 0.0000으로 나타나, 본 연구의 표본기업은 음(-)의 초과사외이사비용을 가지는 것으로 판단된다. 연결재무제표 공시(CFS)과 기업연령(AGE)의 평균(중위수)은 각각 0.5758(1.0000)과 5.1444(5.3706)로 나타나 정현욱(2016b)에서 보고하고 있는 평균 및 중위수와 유사한 것으로 보이고 있다. 구체적으로 정현욱(2016b)에서는 연결재무제표 공시의 평균(중위수)은 0.5891(1.0000)로 보고하고 있고, 기업연령의 평균(중위수)은 5.2018(5.3891)로 보고하고 있다.

감사인 규모(BIG)의 평균 및 중위수는 각각 0.6373 및 1.0000으로 나타나, 표본기업의 절반이상이 대형 감사법인에게 감사를 받는 것으로 나타났다. 산업 내 경쟁정도(HI)의 평균은 0.1383로 나타났고, 중위수는 0.0894로 나타나, 평균이 중위수보다 다소 높은 것으로 나타났다. 하지만, 본 연구의 산업 내 경쟁정도(HI)의 평균 및 중위수는 손성규 외(2014)의 연구에서 보고하고 있는 평균(0.123) 및 중위수(0.086)와 유사한 것으로 보이고 있다.

〈표 1〉 주요변수의 기술통계량

변수	평균	표준편차	최솟값	1분위수	중위수	3분위수	최대값
TV1	0.0126	0.0206	0.0000	0.0026	0.0062	0.0136	0.3051
TV2	-0.0030	0.0208	-0.0376	-0.0113	-0.0071	-0.0005	0.2832
TV5	0.9361	1.5130	0.0000	0.2068	0.4674	1.0236	27.0812
FOR_A	10.9287	15.2434	0.0100	0.5200	3.8600	15.8200	93.3500
VD	0.0452	0.0951	0.0000	0.0000	0.0000	0.0401	1.6822
BOD	-0.0079	0.1232	-0.5000	-0.0500	0.0000	0.0556	0.5500
CFS	0.5758	0.4943	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
AGE	5.1444	0.9217	0.0000	4.7958	5.3706	5.8348	6.5058
BIG	0.6373	0.4808	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
HI	-0.1383	0.1519	-1.0000	-0.1628	-0.0894	-0.0433	-0.0064
LEV	0.4723	0.2087	0.0007	0.3153	0.4724	0.6233	0.9979
SIZE	17.6006	1.5237	12.2068	16.8139	16.8164	19.1171	21.4220
UE	0.0736	1.0329	-11.8526	-0.0542	0.0043	0.0761	23.5827
IDA1	0.0652	0.1049	0.0000	0.0192	0.0429	0.0805	4.0875

변수의 정의: TV1은 거래량1(일별 평균 거래량), TV2는 거래량2(일별 평균 초과거래량), TV3는 거래량3(기대거래량 대비 실제거래량), FOR_A는 1년 평균 보통주 외국인지분율, VD는 자율공시수준(t 기 자율공시건수/ $\ln(t$ 기 자산총액(원))), BOD는 초과사외이사비용($(\text{사외이사} \cdot (\text{등기임원} \times \text{법정 최저 사외이사비용})) / \text{등기임원}$), CFS는 연결재무제표 공시(연결재무제표를 공시하는 기업이면 1, 아니면 0), AGE는 기업연령($\ln(\text{상장 개월 수})$), BIG는 감사인 규모(대형회계법인 이면 1, 아니면 0), HI는 산업 내 경쟁정도(허핀달-허쉬만 지수 $(\text{HHI}) \times (-1)$), LEV는 부채비율(t 기 부채총액/ t 기 자산총액), UE는 비기대이익($(t$ 기 EPS - $t-1$ 기 EPS)/ $t-1$ 기 주가 그리고 IDA1은 재량발생의 절대값.

부채비율(LEV)과 기업규모(SIZE)의 평균(중위수)은 각각 0.4723(0.4724), 17.6006(16.8164)으로 나타났다. 그리고 비기대이익(UE)의 평균(중위수)은 0.0736(0.0043)으로 나타났다, 재량발생의 절대값(IDA1)의 평균(중위수)은 0.0652(0.0429)로 나타났다. 정현욱(2016b)의 연구에서는 비기대이익의 평균과 중위수는 각각 0.0581과 0.0000로 보고하고 있고, 재량발생의 절대값은 0.0843(0.0563)으로 보고하고 있다. 이들 변수의 평균 및 중위수는 정현욱(2016b)의 연구에서 보고하고 있는 값들과 다소 차이가 있는 것으로 나타났다지만, 그 분포는 유사한 것으로 판단된다.

〈표 2〉는 실증분석에 사용된 변수들 간의 피어슨(Pearson) 상관계수를 나타낸 것이다. 〈표 2〉를 살펴보면, 각각의 거래량 측정치(TV1, TV2 및 TV3)들은 외국인지분율(FOR_A)와 모두 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 보이고 있다. 이는 외국인지분율이 증가할수록 거래량이 감소하고 있음을 시사하고 있다. 하지만, 이러한 결과는 다른 변수들의 영향을 고려하지 않은 결과이므로, 다른 변수들의 영향을 고려하여 보다 심도 있는 검증이 필요할 것으로 판단된다.

각각의 거래량 측정치(TV1, TV2 및 TV3)와 통제변수들 간의 상관관계 분석결과를 살펴보면, 각각의 거래량 측정치(TV1, TV2 및 TV3)는 자율공시수준(VD), 부채비율(LEV), 재량발생의 절대값(IDA1)과는 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 보이고 있다. 특히, 비기대이익(UE)은 거래량2(TV2)를 제외한 거래량1(TV1) 그리고 거래량3(TV3)과 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다.

또한, 각각의 거래량 측정치(TV1, TV2 및 TV3)는 연결재무제표 공시(CFS) 및 감사인 규모(BIG)와 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 초과사외이사비용(BOD)은 거래량 측정치 중 거래량1(TV1) 그리고 거래량2(TV2)에서만 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났고, 기업연령(AGE)는 거래량1(TV1)에서만 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타나고 있다.

〈표 2〉 주요변수 간의 상관관계

	TV1	TV2	TV3	FOR_A	VD	BOD	CFS	AGE	BIG	HI	LEV	SIZE	UE
TV1	0.9313 ^{***}												
TV2	0.9030 ^{***}	0.9135 ^{***}											
FOR_A	-0.1927 [*]	-0.1711 ^{**}	-0.1809 ^{**}										
VD	0.0489 ^{**}	0.0979 ^{**}	0.0863 ^{**}	0.0668 ^{**}									
BOD	-0.0637 [*]	-0.0023	-0.0347 [*]	0.0710 ^{**}	0.0526 ^{**}								
CFS	-0.0488 [*]	-0.0620 ^{**}	-0.0500 ^{**}	0.1617 ^{**}	0.0426 ^{**}	0.0098							
AGE	-0.0233 [*]	-0.0079	-0.0201	0.0049	0.0050	0.0009	0.1005 ^{**}						
BIG	-0.1316 [*]	-0.0772 ^{**}	-0.1235 ^{**}	0.2314 ^{**}	0.0524 ^{**}	0.1023 ^{**}	0.0826 ^{**}	-0.0402 ^{**}					
HI	0.0050	0.0089	0.0156	-0.1718 ^{**}	-0.0424 ^{**}	-0.0931 ^{**}	-0.1436 ^{**}	0.0209	-0.1521 ^{**}				
LEV	0.1387 ^{**}	0.1377 ^{**}	0.1482 ^{**}	-0.0783 ^{**}	0.1517 ^{**}	0.0113	0.0590 ^{**}	0.0003	0.0687 ^{**}	-0.0107			
SIZE	0.0235 [*]	0.0502 ^{**}	0.0524 ^{**}	0.0277 ^{**}	0.0217	0.0409 ^{**}	-0.0957 ^{**}	-0.5934 ^{**}	0.0239 ^{**}	0.0003	0.0383 ^{**}		
UE	0.0617 ^{**}	0.0202	0.0250 [*]	-0.0350 ^{**}	0.0263 ^{**}	-0.0351 ^{**}	-0.0012	0.0121	-0.0137	-0.0208	0.0319 ^{**}	-0.0390 ^{**}	
IDA	0.1170 ^{**}	0.1156 ^{**}	0.1164 ^{**}	-0.0652 ^{**}	0.0457 ^{**}	-0.0240 ^{**}	-0.0506 ^{**}	-0.0365 ^{**}	-0.0385 ^{**}	0.0291 ^{**}	0.0913 ^{**}	0.0771 ^{**}	0.1006 ^{**}

- 1) ***, ** 및 * 는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함 의미함.
 2) 변수의 정의는 〈표 1〉참조.

2. 가설 검증결과

〈표 3〉은 본 연구의 가설을 분석한 결과이다. 〈표 3〉의 모형 1, 모형 2 그리고 모형 3은 외국인지분율을 1년 평균 보통주 외국인지분율(FOR_A)로 측정한 것이다. 그리고 모형 1과 모형 2의 종속변수는 각각 거래량1(TV1)과 거래량2(TV2)이며, 모형 3의 종속변수는 거래량3(TV3)이다.

〈표 3〉의 분석결과를 살펴보면, 외국인지분율(FOR_A)의 회귀계수는 각각의 모형에서 모두(모형 1⁴⁾, 모형 2 및 모형 3) 유의(p<1%)한 음(-)의 값을 제시하고 있다. 이는 외국

4) 거래량1(TV1)은 '0(zero)' 이상의 값을 가지는 절단변수이다(거래량1(TV1)이 '0'의 값을 가지는 표본기업은 2개로 나타났다). 계량경제학에서는 종속변수가 절단변수일 경우 토빗(tobit)분석을 이용할 수 있다고 설명

인지분율이 증가할수록 거래량이 감소하는 것으로, 외국인인지분율이 증가할수록 투자자들 간의 상이한 믿음이 감소하고 있음을 시사한다.⁵⁾

자율공시수준(VD)의 회귀계수는 각각의 모형에서 모두 유의(p<1%)한 양(+)의 값을 제시하고 있다. 이는 기대부호와 일관된 것으로, 정보의 양이 증가할수록 거래량은 증가하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 초과사외이사비용(BOD)는 각각의 모형에서 모두 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있다. 본 연구에서는 사외이사에 대한 상반된 연구결과로 인하여 기대부호를 예상하지 않았다. 하지만 본 연구의 분석에서는 초과사외이사비용과 거래량 간에는 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타나고 있다. 따라서 이사회들의 특성이 우수할수록 투자자들 간의 상이한 믿음은 감소하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

연결재무제표 공시여부(CFS)의 회귀계수는 각각의 모형에서 모두 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있다. 이는 정현욱(2016b)과 일관된 결과로, 정보환경의 관점에서 연결재무제표를 공시하는 기업은 개별재무제표를 공시하는 기업보다 정보환경이 우수하므로, 연결재무제표 공시여부는 거래량과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 판단된다.

감사인 규모(BIG)의 회귀계수는 각각의 모형에서 모두 유의(p<1%)한 음(-)의 값을 제시하고 있어, 감사품질이 높아질수록 거래량은 감소하는 것으로 판단된다. 산업 내 경쟁정도(HI)의 회귀계수는 각각의 모형에서 모두 유의(p<1%)한 음(-)의 값으로 나타났다. 이러한 결과에 따르면,

부채비율(LEV)은 각각의 모형에서 모두 유의(p<1%)한 양(+)의 값을 제시하고 있다. 이러한 결과에 따르면, 파산위험이 높아질수록 거래량은 증가하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 그리고 기업규모(SIZE)는 각각의 모형에서 모두 유의(p<1%)한 양(+)의 값을 제시하고 있다. 이는 기업의 규모가 커질수록 정보의 양이 증가할 유인이 높으므로, 기업 규모와 거래량 간에는 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 판단된다. 재량발생의 절대값(IDAI)의 회귀계수는 각각의 모형에서 모두 유의(p<1%)한 양(+)의 값을 제시하고 있다. 이는 경영자의 기회주의적 이익조정 수준이 높아질수록 거래량이 증가하고 있음을 시사하고 있다.

〈표 3〉의 결과를 요약해 보면, 외국인인지분율이 증가할수록 거래량이 감소하는 것으로 나타나고 있다. 이는 외국인투자자의 경우 투자 의사결정시 정보환경이 우수한 기업을 선

하고 있다. 이러한 점에서 본 연구에서는 토빗(tobit)분석으로 실증분석을 수행하였지만, 그 결과는 〈표 3〉의 모형 1과 일관된 것으로 나타났다.

5) 본 연구에서는 도구변수로 Dechow and Dichev(2002)의 발생액의 질을 사용하여 외국인인지분율과 거래량 간의 관련성을 2단계최소제곱법(2SLS, two-Stage Least Squares)을 이용하여 분석하였지만, 그 결과는 〈표 3〉와 일관된 것으로 나타났다. 특히, 거래량1(TV1)은 '0(zero)' 이상의 값을 가지는 절단변수이다. 계량경제학에서는 종속변수가 절단변수일 경우 토빗(tobit)분석을 이용할 수 있다고 설명하고 있다. 이러한 점에서 패널 B는 외국인인지분율과 거래량 간의 관련성을 토빗(tobit)분석으로 실증분석을 실시하였다.

호하여 나타난 것으로 판단된다. 이러한 맥락에서 본 연구의 결과는 기업의 지배구조가 우수할수록 기업의 내재가치에 대한 투자자들 간의 상이한 믿음이 감소할 수 있음을 시사한다.

〈표 3〉 가설 검증결과

가설: 외국인지분율과 거래량 간에는 관련성이 없을 것이다.						
$TV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FOR_A_{i,t} + \beta_2 VD_{i,t} + \beta_3 BOD_{i,t} + \beta_4 CFS_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \beta_6 BIG_{i,t} + \beta_7 HI_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 SIZE_{i,t} + \beta_{10} UE_{i,t} + \beta_{11} DA _{i,t} + \beta_{12} YD_{i,t} + \beta_{13} IND_{i,t} + \epsilon_{i,t}$						
	모형 1(TV1)		모형 2(TV2)		모형 3(TV3)	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
(상수)	0.0052	0.97	-0.0327	-6.02 ***	-0.6440	-1.60
FOR_A	-0.0002	-11.20 ***	-0.0002	-11.18 ***	-0.0149	-10.50 ***
VD	0.0166	5.40 ***	0.0166	5.39 ***	1.3550	5.93 ***
BOD	-0.0041	-1.77 *	-0.0041	-1.77 *	-0.4332	-2.54 **
CFS	-0.0017	-2.70 ***	-0.0017	-2.71 ***	-0.0861	-1.83 *
AGE	0.0003	0.86	0.0003	0.79	0.0191	0.68
BIG	-0.0031	-5.15 ***	-0.0031	-5.16 ***	-0.2801	-6.18 ***
HI	-0.0089	-4.55 ***	-0.0088	-4.53 ***	-0.5516	-3.81 ***
LEV	0.0116	8.36 ***	0.0117	8.37 ***	0.9396	9.09 ***
SIZE	0.0006	2.53 **	0.0006	2.48 **	0.0519	3.06 ***
UE	0.0004	1.45	0.0004	1.46	0.0087	0.44
DA	0.0241	7.32 ***	0.0240	7.29 ***	1.7275	7.08 ***
YD	Included		Included		Included	
IND	Included		Included		Included	
F-값	22.22***		25.40***		18.04***	
Adj. R ²	0.1208		0.1364		0.0993	

- 1) *, **, 및 *** 는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함을 의미함.
- 2) 변수의 정의는 〈표 1〉참조.

V. 결론

본 연구는 한국경제와 경영활동을 영위하는데 있어서 외국인 투자자가 핵심적 역할을 한다는 점에서 외국인지분율과 기업의 내재가치에 대한 투자자들 간의 상이한 믿음 간의 관련성에 관한 실증분석을 수행하였으며, 투자자들 간의 상이한 믿음은 거래량 및 초

과거래량으로 측정하였다.

앞서 살펴보았듯이 외국인투자자의 의사결정과 관련된 연구 흐름은 우수한 정보분석 능력을 바탕으로 안정적이고 장기적인 투자의사결정을 중시한다는 것과 그와 반대로 자신의 이익을 우선시 하여 오히려 수익성이 높은 기업에 투자의사결정을 내린다는 것이다.

본 연구는 외국인투자자의 의사결정요인과 관련된 상반된 논거를 근거로 가설을 설정하였으며, 외국인투자자들의 의사결정이 다른 투자자들의 의사결정에 미치는 영향에 관한 연구가 미비하다는 점에 착안하여, 외국인지분율과 투자자들 간의 상이한 믿음 간의 관련성을 분석했다는 점에서 차별성을 갖는다.

이에 외국인지분율과 투자자들 간의 상이한 믿음(의견불일치) 간에는 관련성이 없을 것이라는 귀무가설을 설정하고 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 외국인지분율과 투자자들 간의 상이한 믿음간의 분석결과, 회귀계수는 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이 결과는 최소자승법과 토빗(tobit)분석을 수행하여도 일관된 것으로 나타났다. 이는 외국인지분율이 증가할수록 거래량은 감소하는 것으로, 외국인지분율이 높은 기업일수록 기업의 내재가치에 대한 투자자들 간의 상이한 믿음은 감소하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

둘째, 외국인투자자의 투자성향(장기 투자성향 집단과 단기 투자성향 집단)이 외국인지분율이 투자자들 간의 상이한 믿음에 어떠한 영향을 미치는 지를 추가 분석한 결과에서는 외국인투자자의 투자성향이 장기 투자성향인 집단에서는 외국인지분율의 회귀계수가 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 반면에 외국인투자자의 투자성향이 단기 투자성향인 집단에서는 외국인지분율의 회귀계수는 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 따르면, 외국인지분율이 투자자들 간의 상이한 믿음에 미치는 영향은 장기 투자성향이 높은 집단에서만 발생하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 또한, 이는 일반 투자자의 경우 투자의사결정시 외국인투자자의 투자성향을 차별적으로 인식하고 있음을 시사하고 있다.

본 연구는 외국인지분율이 일반 투자자의 투자의사결정에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석하였다는 점에서 의의를 갖는다. 이는 기업의 지배구조가 투자자들 간의 상이한 믿음에 미치는 영향을 분석한 연구가 전무한 상태에서, 기업지배구조가 기업의 내재가치에 대한 투자자들 간의 상이한 믿음에 유의한 영향을 미친다는 실증적인 자료를 제공한다는 점에서 시사점이 있다. 그럼에도 불구하고, 본 연구의 경우 거래량을 측정함에 있어서 주식의 가격효과를 고려하지 않았다는 한계점을 갖고 있다.

참고문헌

- 강신애·민상기·설원식(2009), “외국인투자자의 대량지분 취득과 처분 공시에 따른 시장반응과 기업가치”, 「무역학회지」, 제34권 제3호, pp.147-172.
- 고대영·백은영·안미강(2012), “기업지배구조가 외국인지분율에 미치는 영향”, 「회계정보연구」, 제30권 제1호, pp.29-59.
- 고윤성·서영미(2014), “외국인투자자의 모니터링 기능에 대한 재고-외국인투자자 투자회전율과 조세회피성향의 관련성-”, 「세무학연구」, 제31권 제1호, pp.73-104.
- 김문태·김영환(2007), “외국인투자자의 소유와 사외이사의 특성이 신용평가에 미치는 영향”, 「회계학연구」, 제32권 제4호, pp.29-58.
- 김성민·장용원(2012), “외국인투자자의 투자기간과 기업의 배당정책”, 「한국증권학회지」, 제41권 제 5호, pp.781-812.
- 김성혜·이아영·전성빈(2012), “외국인투자자의 특성과 실제이익조정, 회계학연구», 제37권 제 2호, pp.129-165.
- 나종길·최기호(2005), “회계감사인의 산업별 전문성이 회계이익의 질에 미치는 영향”, 「회계·세무와 감사연구」, 제41권, pp.261-297.
- 박상수(2003), “어떤 기업이 배당을 많이 하나”, 「LG주간경제」, pp.18-24.
- 박종국·최정호·문상혁(2011), “대규모기업집단의 소득이전과 외국인투자자의 모니터링”, 「국제회계연구」, 제40권, pp.113-134.
- 박종국·홍영은(2009), “조세회피와 외국인지분율”, 「세무학연구」, 제 26권 제 1호, pp.105-135.
- 박종일·남혜정(2013), “Big4 감사인의 감사품질이 부채조달비용에 미치는 효과: 유가증권상장과 코스닥상장기업에 대한 실증적 증거”, 「회계·세무와 감사연구」, 제 55권 제 2호, pp.323-368.
- 백미경·문상혁(2010), “투자의사결정 시 외국인 투자자는 감사품질을 고려하는가”, 「국제회계연구」, 제 29권, pp.131-159.
- 손성규·고재민·백혜원(2009), “발생액의 질의 회계정보 유용성”, 「회계정보연구」, 제 27권 제 2호, pp.273-304.
- 손성규·신일항(2014), “상품시장 경쟁이 재무분석가의 이익예측에 미치는 영향”, 「경영학연구」, 제 43권 제 4호, pp.1029-1058.
- 신호영·정안수(2007), “기업의 특성이 배당에 미치는 영향”, 「경영교육연구」, 제 45

- 권, pp.211-232.
- 안윤영·신현한·장진호(2005), “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계”, 「회계학연구」, 제 30권 제 4호, pp.109-131.
- 이강일(2014), “수익비용대응 수준이 외국인지분율에 미치는 영향”, 「국제회계연구」, 제 54권, pp.152-179.
- 이만우·노준화(2006), “외국인 투자자가 기업에 미친 영향-배당, 투자, 기부금 및 자기주식취득을 중심으로-”, 「세무와 회계저널」, 제 7권 제 1호, pp.7-25.
- 이장희·김선구(2006), “회계이익의 질과 외국인지분율 간의 관련성 분석”, 「회계연구」, 제 11권 제 3호, pp.199-227.
- 이현주·정현욱·이강일(2014), “지주회사 전환이 외국인지분율에 미치는 영향”, 「회계학연구」, 제 39권 제 1호, pp.77-116.
- 이호영·김수연·고재민·채수준(2010), “사외이사의 보상과 이익조정의 상관관계 연구: 이사회 특성을 중심으로”, 「회계저널」, 제 19권 제 4호, pp.37-59.
- 전영순(2003), “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질 (Quality)”, 「경영학연구」, 제 32권 제 4호, pp.1001-1032.
- 정현욱, 이현주, 이강일(2014), “외국인지분율과 법인세부담액 간의 관련성에 대한 연구”, 「세무학연구」, 제 31권 제 1호, pp.105-133.
- 정현욱(2015), “비정상감사시간이 미래이익의 주가 정보성에 미치는 영향”, 「세무와 회계저널」, 제 16권 제 4호, pp.9-34.
- 정현욱(2016a), “산업전문감사인의 정보효과”, 「회계·세무와 감사연구」, 제 58권 제 2호, pp.167-191.
- 정현욱(2016b), “부채특성과 거래량 간의 관련성에 대한 연구”, 「회계정보연구」, 제 34권, 제 2호, pp.245-265.
- 정혜영(1990), “회계이익 공시시점에서의 주가수익률분산과 거래량변동의 공통성에 관한 연구”, 「회계학연구」, 제 10권 제 1호, pp.133-150.
- 최기홍·윤성민(2012), “한국주식시장에서 거래량이 수익률 변동성의 지속성과 비대칭성에 미치는 영향”, 「산업경제연구」, 제 25권 제 2호, pp.1729-1750.
- 최종서·신성목(1997), “연차이익공시에 대한 거래량반응: 한국증권시장에서의 실증적 증거”, 「회계학연구」, 제 22권 제 1호, pp.1-35.
- 황인태(1995), “연결재무제표의 유용성에 관한 실증적 연구: 거래량정보를 이용하여”, 「회계학연구」, 제 20권 제 2호, pp.59-75.
- Ajinkya, B. B., Atiase, R. K. and Gift, M. J.(1991), “Volume of Trading and the

- Dispersion in Financial Analysts' Earnings Forecasts", *The Accounting Review*, Vol.66 No.2, pp.389-401.
- Bamber, L. S.(1987), "Unexpected Earnings, Firm Size, and Trading Volume around Quarterly Earnings Announcements", *The Accounting Review*, Vol.62 No.3, pp.510-532.
- Bamber, L. S., and Cheon, Y. S.(1995), "Differential Price and Volume Reactions to Accounting Earnings Announcements", *The Accounting Review*, Vol.70 No.3, pp.417-441.
- Beaver, W.(1968), "The Information Content of Annual Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, Vol.6, pp.67-92.
- Bharath, S. T., Sunder, J. and Sunder, S. V.(2008), "Accounting Quality and Debt Contracting", *The Accounting Review*, Vol.83 No.1, pp. 1-28.
- Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. and Schipper, K.(2012), "Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity", *The Accounting Review*, Vol.87, pp.449-482.
- Bhushan, R.(1989), "Firm Characteristics and Analyst Following", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.11 No.2-3, pp.255-274.
- Chen, J., Hong, H. and Stein, J. C.(2001), "Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, Vol.61 No.3, pp.345-381.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. and Sweeney, A. P.(1995), "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review*, Vol.70 No.2, pp.193-225.
- Dechow, P. M., and Dichev, I.(2002) "The Quality of Accruals and Earnings : The Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review*, Vol.77 Supplement, pp.35-59.
- Kang, J., and Stulz, R.(1997), "Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan", *Journal of Financial Economics*, 46(1), 3-28.
- Karpoff, J. M.(1986), "A Theory of Trading Volume", *The Journal of Finance*, Vol.41 No.5, pp.1069-1087.
- Kim, O., and Verrecchia, R.(1994), "Market liquidity and volume around earnings announcements", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.17 No.1-2,

pp.41-67

Morse, D.(1981), "Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination", *Journal of Accounting Research*, Vol.19 No.2, pp.374-383.

Ziebart, D. A.(1990), "The Association Between Consensus of Beliefs and Trading Activity Surrounding Earnings Announcements", *The Accounting Review*, Vol.65 No.2, pp.477-488.

Foreign Equity Ownership and Investors' Heterogeneous Beliefs

Sun-Young Byun

Hyun-Uk Jung

• Abstract •

This study investigates whether foreign equity ownership is associated with trading volume. This study establishes null hypothesis indicating that foreign equity ownership is not related to trading volume based on prior studies regarding foreign equity ownership. We measured trading volume as proxy of investors' heterogeneous beliefs. To exam The the hypothesis, we collected sample firms listed on the Korean Stock Exchange from the year of 2001 to the year of 2011 inclusively. Controlling for variables related with trading volume as reported in the previous studies, the regression coefficient for the foreign equity ownership showed statistically significant negative sign. These results indicate that the foreign equity ownership is negatively associated with investors' heterogeneous beliefs. This study contributes to extant literature on foreign equity ownership by providing evidence that foreign equity ownership affects investors' trading decisions. The results also help policy makers in their policy development.

〈Key Words〉 Foreign Equity Ownership, Investors' Heterogeneous Beliefs, Trading Volume