

# 외국인투자기간과 회계이익-과세소득 차이 관련성 연구

곽영민<sup>1</sup>, 지상현<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>울산대학교 경영대학 부교수, <sup>2</sup>백석대학교 경상학부 조교수

## A Study on the Relevance Between Investments Horizons of Foreign Investor and Book-Tax Difference

Young-Min Kwak<sup>1</sup>, Sang-Hyun Ji<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>Associate Professor, College of Business Administration, Ulsan University

<sup>2</sup>Assistant Professor, Division of Business & Commerce, BaekSeok University

요 약 본 연구는 외국인투자자의 투자기간과 회계이익-과세소득 차이(Book-Tax Difference: BTD) 간의 관련성을 실증적으로 검증하였다. 이를 위해 외국인투자기간은 외국인투자자 투자회전율로 측정하였으며, 회계이익-과세소득 차이는 실질부담세액을 토대로 산출한 과세소득을 활용하여 산출하여 이들 간의 관련성을 회귀분석을 통해 검증하였다. 연구표본은 한국채택국제회계기준(K-IFRS)이 의무적으로 도입된 2011년부터 2016년까지 한국증권거래소 상장 12월 결산법인으로 총 3,025 기업-연도이다. 검증결과, 외국인투자기간이 장기일수록 회계이익-과세소득 차이 수준이 낮은 것으로 나타났다. 이는 외국인투자자들의 장기 투자에 따른 효율적인 모니터링 효과로 인한 결과로 해석할 수 있다. 본 연구는 기업의 회계처리정책에 미치는 외국인투자자의 영향력을 외국인투자기간 측면에서 검증함으로써 관련 선행연구를 확장하였다는 점에서 연구의 의의가 있다.

주제어 : 외국인투자자, 투자기간, 투자회전율, 모니터링, 회계이익-과세소득 차이

**Abstract** This study analyzed the relevance between investment horizons of foreign investors and Book-Tax Difference. To do this, we measured investment horizons of foreign investors as the investment-turnover of foreign investors. We use the sample of 3,025 firm-year Korea listed companies belonging to non-financial corporate sector during 2011-2016. The results of empirical analyses show that investment horizons of foreign investors has a negative relevance with Book-Tax Difference. This result indicates that the firm have a long-term foreign investors has a good Accounting Earning's Quality than the firm have a short-term foreign investors. This study is expected to provide useful information by suggesting the need for more incentive for the long-term foreign investors. And Our Study has a contribution that this study extended prior research on foreign investors by utilizing investment horizons of foreign investors.

**Key Words** : Foreign Investor, Investments Horizons, Investment-Turnover, Monitoring, Book-Tax Difference

### 1. 서론

2017년 외국인투자자의 순매수에 힘입어 코스피지수 2,474.76을 기록하며 역대 최고치를 경신한 한국증시는

2018년 6월 미·중 무역전쟁, 달러 강세 등으로 인해 외국인투자자의 순매도가 지속되면서 하락세를 보이던 급기야 2018년 10월에는 외국인투자자의 대거 이탈로 코스피 2,000선이 붕괴되었다. 이처럼 외국인투자자 비중이 약

\*This work was supported by the 2018 Research Fund of Ulsan University.

\*Corresponding Author: Sang-Hyun, Ji(shji@bu.ac.kr)

Received November 15, 2018

Accepted February 20, 2019

Revised January 16, 2019

Published February 28, 2019

30%를 차지하는 한국증시는 외국인투자자의 투자방향에 따라 코스피지수가 동조화하면서, 한국증시에서 외국인투자자의 높은 영향력을 여실히 보여주고 있다. 따라서 외국인투자자의 투자행태 및 영향력은 자본시장뿐만 아니라 학계에서도 주요 관심사항 중 하나이다.

한편, 2018년 5월 엘리엇이 현대차그룹 지배구조 개편에 제동을 걸면서 경영권 방어 수단으로 차등의결권제도(dual class stock) 도입에 대한 논쟁이 불붙기 시작하고 있다.<sup>1)</sup> 이에 대한 찬반 견해도 불구하고 기업들이 장기적 관점에서 기업의 지속가능성과 기업가치를 제고하기 위해 자발적으로 지배구조를 개선하는 과정에서 외국 투기자본 등의 공격과 같은 폐해가 계속되고 있는 현실에서, 다양한 안전장치를 마련한다는 전제 하에 차등의결권제도 도입도 고려해볼 여건이 마련되었다고 볼 수 있다. 특히 최대주주 등이 보유한 일부 주식에 더 많은 의결권을 차등 부여하는 것보다 주식 보유기간에 비례해서 의결권을 차등부여하는 것은 최대주주뿐만 아니라 외국인투자자를 포함한 일반 주주들에게도 차등의결권제도가 적용될 수 있으므로 더 나은 방안으로 고려될 수 있을 것이다. 특히 한국증시의 약 30%를 차지하며 막대한 영향력을 갖고 있는 외국인투자자의 경우에도 투자기업의 주식을 장기 보유하는 경우 더 많은 의결권을 부여함으로써 투자기업에 대한 모니터링 수준이 높아질 것이며, 이는 곧 외국인투자자의 장기투자를 이끌어 내는 하나의 유인이 될 수도 있을 것이다. 그러나 이러한 순선환 효과를 얻기 위해서는 외국인의 장기투자자로서 인한 모니터링 수준의 향상이 투자기업에 긍정적인 영향을 미치는 지를 사전에 파악하는 것이 중요하다 할 수 있다. 특히 한국기업에 투자한 외국인투자자 중 장기투자자일수록 투자기업에 긍정적인 영향을 미친다면 이와 같은 차등의결권제도 도입에서 이러한 점이 함께 고려될 수도 있을 것이다. 이에 본 연구에서는 한국증시에서 절대적인 영향력을 갖고 있는 외국인투자자의 장기투자자가 투자기업에 미치는 영향을 회계이익의 질(quality)에 초점을 맞추고 이를 실증적으로 검증하고자 한다. 구체적으로는 이들 외국인투자자의 투자기간에 따라 기업의 회계이익

의 질에 차이가 있는 지를 회계이익-과세소득 차이 정보를 활용하여 검증하고자 한다. 선행연구에서는 회계이익-과세소득 차이 정보가 재무적 발생액과 더불어 이익조정을 탐지함에 있어 유용함을 보고하였다. 따라서 이들 외국인투자자의 투자기간이 회계이익-과세소득 차이 정보에 유의미한 영향을 미치는 지 여부를 검증하는 것은 이들 외국인투자자의 투자기간에 따른 모니터링 효과에 대한 의미있는 연구가 될 수 있을 것으로 기대된다.

## 2. 선행연구 및 가설설정

### 2.1 선행연구

#### 2.1.1 외국인투자자 관련 선행연구

외국인투자자 관련 국내연구는 여러 방면에서 많은 연구가 이뤄졌으며, 한국증시에서 외국인투자자의 영향력이 지속되는 한 앞으로도 이러한 추세는 계속될 것이다. 지금까지 외국인투자자의 영향력을 검증한 대부분의 연구에서는 주로 기말시점의 외국인투자자 지분율이 외국인투자자의 대리변수(proxy)로 활용되어 왔다. 그러나 기말시점의 외국인지분율은 특정 한 시점의 측정치라는 점에서 측정치 상의 한계점이 있을 수 있다. 이에 반해 외국인투자자의 투자기간은 특정 시점의 측정치라는 한계점을 일부 보완할 수 있으며, 이들 외국인투자자의 장기투자자에 따른 모니터링 효과 수준을 가늠할 수 있다는 장점이 있다. 이에 최근에는 외국인투자기간을 활용한 국내연구도 다음과 같이 보고되었다.

김성민과 장용원(2012)은 기업의 배당정책에 미치는 영향력의 동인(driving force)을 외국인투자기간으로 파악하고, 지금까지 외국인지분율만으로 배당수준과의 관계를 분석한 국내 선행연구의 한계점을 보고하였다[1]. 이균봉(2016)은 외국인투자기간이 이익조정 수준에 미치는 영향을 차이를 분석하여, 외국인투자기간이 장기일수록 상대적으로 이익조정 수준이 낮음을 보고하였다[2]. 고윤성과 서영미(2014), 박정환과 이균봉(2014)은 외국인투자기간을 모니터링 측면에서 접근하여 외국인투자기간이 장기일수록 상대적으로 기업의 조세회피 성향이 감소함을 보고하였다[3,4]. 류예린과 지상현(2018a)은 외국인투자기간이 장기일수록 재무적 발생액 수준이 낮음을 보고하였다[5]. 류예린과 지상현(2018b)은 외국인투자기간에 따른 시장반응을 검증하여, 자본시장의 참여자들은

1) 기업이 경영권 위협으로부터 자유롭게 장기 성장하도록 지원하려면 차등의결권이 꼭 필요하다는 찬성입장과 '친제벌' 제도라는 반대입장이 팽팽하게 맞서고 있다. 차등의결권제도는 '1주-1의결권' 원칙의 예외로서, 최대주주 등이 보유한 일부 주식에 일반 주식보다 더 많은 의결권을 부여하거나 주식 보유기간에 비례해서 의결권을 차등 부여하여 대주주 지배권을 강화하는 제도다.

외국인투자자가 장기적으로 투자하는 기업을 그렇지 않은 기업에 비해 더 긍정적으로 인식하고 이를 그들의 의사결정에 반영함을 보고하였다[6]. 박정환과 류예린(2018)은 외국인투자자의 투자성향이 장기일수록 기업의 감사품질 수준이 높음을 보고하였다[7].

이처럼 최근 외국인투자자 관련 선행연구에서는 기말시점의 외국인투자자 지분율이 아닌 외국인투자기간을 활용한 연구가 보고되고 있으며, 본 연구에서도 외국인투자기간을 활용하여 이들의 투자기간에 따른 회계이익의 질을 회계이익-과세소득 차이 정보를 토대로 검증하였다는 점에서 선행연구와 차별성을 갖는다고 할 수 있다.

### 2.1.2 회계이익-과세소득 차이 관련 선행연구

기업의 경영성과는 회계에서는 회계이익으로 세법에서는 과세소득으로 측정되어 보고된다. 재무보고를 위한 회계이익(Book Income)은 기업 내외의 다양한 정보이용자들의 경제적 의사결정에 유용한 정보를 제공하는 것을 목적으로 하는 반면, 과세소득(Tax Income)은 조세법률주의에 따라 계산한 산출세액 측정에 그 목적이 있다. 세법에 의해 강제되는 과세소득에 비해 상대적으로 기업에 더 많은 재량을 부여하는 기업회계제도 하에서 경영자가 발생액을 통해 회계이익을 조정하면 그에 따라 회계이익-과세소득 차이가 증가한다[8-10]. 이에 따라 회계이익-과세소득 차이는 경영자의 재량적 의사결정을 탐지하는데 유용한 측정치로 인식되어 왔다[11-13]. 이에 따라 회계이익-과세소득 차이를 이익조정 측정치로 활용한 다수의 선행연구들[14-22]이 보고되었다.<sup>2)</sup>

## 2.1 가설설정

본 연구는 외국인투자자의 영향력을 검증함에 있어 이들의 보유지분율이 아닌 투자기간에 초점을 두고자 한다.

Gasper et al.(2002)과 Chen et al.(2007)은 기관투자자의 기업 모니터링 수준을 투자기간으로 측정하여, 장기 투자일수록 모니터링에 따른 비용은 감소하고 그 효익은 증가하므로 장기 투자자가 단기 투자자에 비해 모니터링 효과가 높음을 보고하였다[26,27]. 따라서 국내 투자하는 외국인투자자가 대부분 기관투자자임을 고려하면 이들 연구를 국내에 차용하여 외국인투자자의 투자기간을 이

들의 모니터링 수준으로 파악할 수 있을 것이다. 이를 위해 외국인투자기간은 Gasper et al.(2002)에서 제시한 방법론을 토대로 이들의 투자회전율로 측정한다.

지금까지 외국인투자자의 투자기간을 활용한 국내연구에서는 대체로 외국인투자기간이 장기일수록 회계이익의 질이 높고, 조세회피 수준이 낮으며, 그리고 자본시장에서도 더 좋은 반응을 얻는 것으로 보고되었다. 이러한 선행연구결과는 다음과 같은 사유로 인한 것으로 판단할 수 있다. 첫째, 투자목적에 따른 영향이다. 단기 투자목적의 외국인투자자의 경우 장기적 관점에서 기업가치를 제고할 수 있는 방안보다는 단기적 차익을 얻을 수 있는 방안을 더 선호하며 이러한 방안들이 기업의 회계정책에는 부정적인 영향을 미쳤을 것이다. 반면 장기 투자목적의 외국인투자자의 경우 장기적 관점에서 기업가치를 제고할 수 있는 방안을 더 선호할 것이며 이러한 방안들은 기업의 회계정책에 긍정적인 영향을 미쳤을 것이다. 둘째, 외국인투자자의 모니터링 효과에 따른 영향이다. 투자자들이 장기투자할수록 모니터링 효과가 증가하므로 그에 따라 기업의 회계정책에 긍정적인 영향을 미쳤을 것이다. 따라서 이에 따르면 외국인투자자의 장기 투자는 기업 회계이익의 질 제고에 도움될 것으로 기대할 수 있을 것이다. 이에 본 연구에서는 다음과 같이 연구가설을 설정한다.

(가설) 외국인투자기간이 회계이익-과세소득 차이에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

## 3. 연구방법과 표본

### 3.1 연구방법

#### 3.1.1 외국인투자기간 측정

본 연구에서는 김성민과 장용원(2012)에서 제시한 방법론을 토대로 본 연구의 핵심변수인 외국인투자기간을 측정하였다. 다음 식(1)과 식(2)는 김성민과 장용원(2012)에서 제시한 외국인투자자의 투자회전율을 측정하는 산출식이다. 먼저 식(1)은 외국인투자자가 보유한 k기업 주식에 대한 일일 거래회전율을 산출하는 식이다.  $P_{kt}$ 와  $N_{kt}$ 는 외국인투자자가 t일에 보유하고 있는 k기업 주식의 주가와 보유주식수를 의미한다.  $Z(Z')$ 는 외국인투자자가 t일에 k기업 주식을 총 매도(매수)한 거래 횟수이며,

2) 한편, 최근에는 회계이익-과세소득 차이 정보의 한계점을 일부 보완할 수 있을 것으로 기대되는 회계이익-과세소득 차이 변동성 정보를 활용한 연구들도 보고되었다[23-25].

$N_{k,t,x}^S$  와  $P_{k,t,x}^S$ ,  $N_{k,t,x}^B$  와  $P_{k,t,x}^B$  각 거래별 매도주식수와 매도주가, 각 거래별 매수주식수와 매수주가를 의미한다. 따라서  $\sum N_{k,t,x}^S \cdot P_{k,t,x}^S$  는 외국인투자자의 하루 동안의 총 매도금액을 의미하며  $\sum N_{k,t,x}^B \cdot P_{k,t,x}^B$  는 외국인투자자의 하루 동안의 총 매수금액을 의미한다. 그러므로 외국인투자자의 거래회전율은 외국인투자자가 하루 동안 보유주식의 평균 시가총액 대비하여 얼마나 거래하였는가를 의미한다. 다음 식(2)는 외국인투자자의 투자회전율을 정의하는데 식(1)에서 산출된 k기업 주식에 대한 외국인투자자의 일일 거래회전율을 연간 합산하였다. N은 주식시장의 연간 개장일수이다. 따라서 투자회전율의 값이 클수록 외국인투자회전율이 높은 것으로, 이는 단기투자성향을 의미한다. 반면, 투자회전율의 값이 작을수록 외국인투자회전율이 낮은 것으로, 이는 장기투자성향을 의미한다.

$$\text{일일 거래회전율} = \frac{\left( \sum_{x=1}^x N_{k,t,x}^S \cdot P_{k,t,x}^S + \sum_{y=1}^y N_{k,t,y}^B \cdot P_{k,t,y}^B \right) / 2}{(N_{k,t} \cdot P_{k,t} + N_{k,t-1} \cdot P_{k,t-1}) / 2} \text{식(1)}$$

외국인투자자 투자회전율

$$= \sum_{t=1}^N \text{Trading\_Turnover}_t \text{식(2)}$$

3.1.2 회계이익-과세소득 차이(BTD) 측정

일반적으로 회계이익-과세소득 차이(BTD)는 다음과 같이 손익계산서의 법인세비용차감전순이익에서 추정한 과세소득을 차감한 후 이를 기초총자산으로 표준화하여 산출한다.

$$BTD_t = (\text{법인세차감전순이익} - \text{과세소득}) / \text{기초총자산}_{t-1}$$

여기서, 과세소득은 실질부담세액을 가지고 산출세액의 계산구조로 역산하여 실질부담세액이 반영된 과세소득을 추정하였다.

\*과세소득 =

$$\frac{\text{법인세부담액}}{1.1} - \frac{\text{기준과세표준} \times \text{기준과세표준이하세율}}{\text{기준과세표준과세율}} + \text{기준과세표준}$$

\* 법인세부담액 = 법인세비용 + 이연법인세차 - 이연법인세대

3.1.3 연구모형

외국인투자기간에 따른 회계이익의 질을 회계이익-과세소득 차이 정보를 활용하여 검증하기 위한 기본적인 연구모형(1)과 외국인지분율을 함께 고려한 연구모형(2)는 다음과 같다.

연구모형(1)

$$BTD_t = \alpha_1 + \beta_1 \text{InvTurn}_t + \beta_2 \text{FOR} + \beta_3 \text{SIZE}_t + \beta_4 \text{LEV}_t + \beta_5 \text{CFO}_t + \beta_6 \text{OWN}_t + \beta_7 \text{BIG4}_t + \beta_8 \text{LP}_t + \beta_n \sum \text{IND} + \beta_m \sum \text{YEAR}$$

BTD : 회계이익-과세소득 차이

InvTurn : 투자회전율, FOR : 외국인지분율

SIZE : 기업규모, LEV : 부채비율, CFO : 영업현금흐름, OWN : 대주주지분율, BIG4 : 감사인규모

LP : 상장기간, IND : 산업더미, YEAR : 연도더미

위 연구모형(1)에서 독립변수인 외국인투자회전율(InvTurn)의 경우 그 값이 작을수록 장기투자를 나타내며, 종속변수인 회계이익-과세소득 차이의 경우 그 값이 작을수록 회계이익의 질이 높다고 할 수 있다. 따라서 독립변수인 외국인투자회전율(InvTurn)의 계수값  $\beta_1$ 이 통계적으로 유의한 값을 양(+)의 값을 가지면 본 연구의 가설이 지지된다.

연구모형(2)

$$BTD = \alpha_1 + \beta_1 \text{InvTurn-Low}_t + \beta_2 \text{InvTurn-Low}_t * \text{FOR}_t + \beta_3 \text{SIZE}_t + \beta_4 \text{LEV}_t + \beta_5 \text{CFO}_t + \beta_6 \text{OWN}_t + \beta_7 \text{BIG4}_t + \beta_8 \text{LP}_t + \beta_n \sum \text{IND} + \beta_m \sum \text{YEAR}$$

InvTurn-Low : 투자회전율이 중위수를 기준으로 낮으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수(Dummy Variables).

위 연구모형(2)는 투자기간이 장기이며 외국인지분율이 높은 기업일수록 상대적으로 회계이익의 질이 높은지를 검증하기 위한 연구모형이다. 여기서, 투자회전율더미-지분율 상호작용변수(InvTurn-Low\*FOR)의 계수값  $\beta_2$ 이 통계적으로 유의한 값을 음(-)의 값을 가지면 투자기간이 장기이며 외국인지분율이 높은 기업일수록 회계이익의 질이 높다고 기대할 수 있다.

3.1.4 통제변수

회계이익-과세소득 차이에 영향일 미칠 수 있는 변수로, 본 연구모형에 포함한 통제변수는 다음과 같다. 기업규모(SIZE)는 총자산을 자연로그한 취한 값으로 산출하였으며, 부채비율(LEV)은 총자산 대비 총부채로 측정하였다[28,29]. 영업현금흐름(CFO)은 총자산 대비 영업현

금흐름으로 측정하였으며, 대주주지분율(OWN)은 보통주 발행 총주식수 대비 대주주1인 및 특수관계자의 주식수로 측정하였고, 외국인지분율(FOR)은 보통주 발행 총주식수 대비 외국인투자자 주식수로 측정하였다[30,31]. 상장기간(LP)은 상장기간을 자연로그 취한 값으로 측정하였다. 감사인규모(BIG4)는 회계감사법인이 삼일회계법인, 삼정KPMG, 딜로이트안진, 그리고 EY한영 중 하나이면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수이다. 그 외 연도 및 산업별 차이를 통제하기 위해 연도더미(YEAR)와 산업더미(IND)를 통제변수에 포함하였다. 다음 Table 1.은 본 연구모형의 변수들을 정리한 표이다.

Table 1. Variable Definition

Variable	Definition
BTD	Book-Tax difference
InvTurn	trading turnover
FOR	foreign investor share
SIZE	business scale
LEV	debt-to-equity ratio
CFO	operating cash flow
OWN	majority shareholder share
BIG4	auditor size
LP	listed period
IND	industry dummy
YEAR	year dummy

### 3.2 표본선정

본 연구에서는 한국채택국제회계기준(K-IFRS)이 의무 적용된 2011년부터 2016년까지 한국증권거래소 계속기업 중 금융업을 제외한 12월 결산법인을 대상으로 연구표본을 선정하였다. 총 3,842개 표본에서 결측치 443개 제거 후 3,399개에서 평균±3(표준편차) 범위를 벗어나는 극단치 374개 표본을 제외하였다. 따라서 총 연구표본 수는 3,025 기업-연도이다.

## 4. 실증분석결과

### 4.1 기술통계 및 상관관계

다음 Table 2는 주요 변수의 기술통계량으로 다음과 같다. 연구표본의 외국인지분율(FOR)은 9.7%, 부채비율(Lev)은 43.7%, 대주주지분율(OWN)은 44.4%, 그리고 대형회계법인에 감사받은 기업은 75.9%로 나타났다. 한편, 종속변수인 회계이익-과세소득 차이 및 독립변수인

투자회전율(InvTurn), 그리고 그 외 변수들의 경우 평균-중위수 간 차이가 표준편차를 고려했을 때 그리 크지 않아 해당 변수들의 정규분포 가정에 큰 무리가 없을 것으로 판단된다.

Table 2. Descriptive Statistics

Variable	Mean	Med	Std.	Min	Max
BTD	.081	.030	.195	-.512	.713
InvTurn	9.323	4.145	16.156	.000	116.650
FOR	9.736	5.506	10.809	.002	46.444
SIZE	26.848	26.573	1.416	23.722	31.102
LEV	.437	.448	.199	.001	.979
CFO	.048	.042	.081	-.203	.297
OWN	44.437	43.505	15.842	5.920	90.040
BIG4	.759	1.000	.428	.000	1.000
LP	2.823	3.045	.790	.693	4.025

다음 Table 3은 검증모형의 변수들의 Pearson 상관관계 분석결과로 다음과 같다. 먼저 독립변수인 투자회전율(InvTurn)과 종속변수인 회계이익-과세소득 차이는 양(+)의 상관관계를 나타냈으나, 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 외국인지분율(FOR)과 회계이익-과세소득 차이는 음(-)의 상관관계를 나타냈으나, 역시 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 한편 이러한 상관관계 결과는 회계이익-과세소득 차이에 영향을 미칠 것으로 예상되는 통제변수를 포함하지 않은 상태에서의 결과이므로 그 해석이 매우 제한적이라 할 수 있다.

Table 3. Pearson Correlation

	InvTurn	FOR	SIZE	LEV	CFO	OWN	BIG4	LP
BTD	.035	-.002	.115	-.127	-.025	.076	.024	.091
	.347	.229	.000	.000	.156	.000	.174	.000
InvTurn		-.309	-.204	.139	-.054	-.038	-.080	-.079
		.000	.000	.000	.002	.032	.000	.000
FOR			.449	-.088	.186	-.232	.222	-.005
			.000	.000	.000	.000	.000	.777
SIZE				.304	.021	-.113	.379	.063
				.000	.222	.000	.000	.000
LEV					-.205	-.092	.074	.002
					.000	.000	.000	.894
CFO						-.026	.070	-.090
						.139	.000	.000
OWN							.036	-.159
							.041	.000
BIG4								-.045
								.009

### 4.2 회귀분석 결과

다음 Table 4는 연구모형(1)을 토대로 본 연구의 가설

을 회귀분석으로 검증한 결과이다. 먼저 연구모형에서 독립변수에 투자회전율(InvTurn)만을 포함하여 분석한 결과, 투자회전율(InvTurn)과 회계이익-과세소득 차이는 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 나타냈다. 또한 연구모형에서 독립변수에 투자회전율(InvTurn)과 외국인지분율(FOR)을 모두 포함하여 분석한 결과, 투자회전율(InvTurn)과 회계이익-과세소득 차이는 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 나타냈으며, 외국인지분율(FOR)은 회계이익-과세소득 차이는 10% 유의수준에서 음(-)의 관련성을 나타냈다. 이상의 결과에 의하면 투자회전율이 낮은 기업(장기투자기업)일수록 상대적으로 낮은 수준의 회계이익-과세소득 차이를 나타냈다. 따라서 본 연구의 가설이 지지되었다.

통계변수 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 기업규모(SIZE)는 회계이익-과세소득 차이와 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 둘째, 부채비율(LEV)은 회계이익-과세소득 차이와 1% 유의수준에서 음(-)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 셋째, 영업현금흐름(CFO)은 회계이익-과세소득 차이와 10% 유의수준에서 음(-)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 넷째, 대주주지분율(OWN)은 회계이익-과세소득 차이와 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 다섯째, 감사인규모(BIG4)는 회계이익-과세소득 차이와 음(-)의 관련성을 나타냈으나 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 끝으로, 상장기간(LP)은 회계이익-과세소득 차이와 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 나타냈다.

Table 4. Results of regression(1)

$$BTD_t = \alpha_1 + \beta_1 InvTurn_t + \beta_2 FOR_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 CFO_t + \beta_6 OWN_t + \beta_7 BIG4_t + \beta_8 LP_t + \beta_9 \Delta IND_t + \beta_{10} \Delta YEAR_t$$

Variables	Coef.	t-value	Coef.	t-value
Intercept	-.784	-10.879 ***	-.824	-10.945 ***
InvTurn	.001	2.896 **	.001	2.318 **
FOR			-.001	-1.829 *
SIZE	.031	11.515 ***	.033	11.342 ***
LEV	-.135	-7.143 ***	-.141	-7.359 ***
CFO	-.084	-1.937 *	-.076	-1.745 *
OWN	.001	4.085 ***	.001	3.520 ***
BIG4	-.010	-1.153	-.009	-1.093
LP	.017	3.973 ***	.017	3.891 ***
F		25.561		24.521
adjusted R <sup>2</sup>		0.131***		0.132***

1) \*\*\*,\*\* and \* is significant level at the 1%, 5% and 10% respectively (two-tailed).

2) VIF Max : 1.663

다음 Table 5는 연구모형(2)를 토대로 본 연구의 가설을 회귀분석으로 추가 검증한 결과이다. 먼저 연구모형에서 독립변수에 투자회전율낮은집단(InvTurn-Low)만을 포함하여 분석한 결과, 투자회전율낮은집단(InvTurn-Low)과 회계이익-과세소득 차이는 5% 유의수준에서 음(-)의 관련성을 나타냈다. 또한 연구모형에서 독립변수에 투자회전율낮은집단(InvTurn-Low)과 외국인지분율(FOR)의 상호작용변수를 모두 포함하여 분석한 결과, 투자회전율낮은집단(InvTurn-Low) 및 투자회전율낮은집단(InvTurn-Low)과 외국인지분율(FOR)의 상호작용변수는 모두 회계이익-과세소득 차이와 10% 유의수준에서 음(-)의 관련성을 나타냈다. 이상의 결과에 의하면 투자회전율이 낮은 기업(장기투자기업)일수록 상대적으로 낮은 수준의 회계이익-과세소득 차이를 나타내며, 특히 투자회전율이 낮고(장기투자이며) 외국인지분율이 높은 기업은 상대적으로 낮은 수준의 회계이익-과세소득 차이를 나타냈다.

Table 5. Results of regression(2)

$$BTD = \alpha_1 + \beta_1 InvTurn-D_t + \beta_2 InvTurn-D_t * FOR_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 CFO_t + \beta_6 OWN_t + \beta_7 BIG4_t + \beta_8 LP_t + \beta_9 \Delta IND + \beta_{10} \Delta YEAR$$

Variables	Coef.	t-value	Coef.	t-value
Intercept	-.718	-10.377 ***	-.730	-10.350 ***
InvTurn-Low	-.007	-2.219 **	-.005	-1.891 *
InvTurn-Low <sub>t</sub> * FOR			-.003	-1.747 *
SIZE	.029	11.087 ***	.030	11.004 ***
LEV	-.128	-6.788 ***	-.129	-6.832 ***
CFO	-.087	-2.009 **	-.085	-1.964 **
OWN	.001	4.016 ***	.001	3.784 ***
BIG4	-.009	-1.116	-.009	-1.081
LP	.017	3.903 ***	.017	3.870 ***
F		25.137		23.975
adjusted R <sup>2</sup>		0.129***		0.130***

1) \*\*\*,\*\* and \* is significant level at the 1%, 5% and 10% respectively (two-tailed).

2) VIF Max : 2.059

#### 4. 결론

본 연구는 한국증시에서 갈수록 그 영향력이 증대되고 있는 외국인투자자가 회계이익의 질에 미치는 영향을 외국인투자자의 투자기간 측면에서 검증하였다. 이를 위해 외국인투자기간은 김성민과 장용원(2012)의 투자회전율 방법론을 토대로 측정하였으며, 회계이익의 질은 회계이익-과세소득 차이 정보를 활용하였다. 연구표본은

2011년부터 2016년까지 유가증권 계속상장 기업 총 3,025 기업-연도이다.

분석결과, 외국인투자회전율이 낮을수록 회계이익-과세소득 차이 수준이 낮은 것으로 나타났다. 따라서 외국인투자자가 장기투자하는 기업일수록 상대적으로 높은 수준의 회계이익의 질을 갖추고 있는 것으로 기대할 수 있다. 이러한 결과는 외국인투자자의 장기 투자에 따른 모니터링 효과의 증대 및 장기 투자자의 투자목적에 따른 영향으로 해석할 수 있다. 또한 외국인투자자가 장기 투자하고 외국인지분율이 높은 기업일수록 상대적으로 회계이익-과세소득 차이 수준이 낮은 것으로 나타났다. 따라서 외국인투자자가 장기투자하고 이들의 지분율이 높은 기업일수록 상대적으로 높은 수준의 회계이익의 질을 갖추고 있는 것으로 기대할 수 있다.

이상의 결과에 의하면, 외국인투자자의 장기 투자는 투자기업의 회계정책에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있다. 따라서 본 연구에 의하면 최근 논란이 되고 있는 차등의결권제도의 도입과 관련하여 주식 보유기간에 비례해서 의결권을 차등 부여하는 방안도 긍정적으로 고려해 볼 필요가 있을 것이다. 또한 정부당국은 외국인투자자의 장기투자를 유도할 수 있는 정책적 유인을 고민해 볼 필요가 있을 것으로 판단된다.

한편, 외국인투자기간은 외국인투자자들이 장기투자를 선호하는 기업의 특성에 기인할 수 있다는 잠재적 우려가 존재하는데, 본 연구에서는 이와 같은 내생성 문제를 통제하지 않은 한계점이 있다. 따라서 외국인투자기간의 내생성을 통제한 후속연구가 필요할 것으로 판단된다.

## REFERENCES

- [1] S. M. Kim & Y. W. Jang. (2012). Investment Horizons of Foreign Investors and Corporate Dividend Policy, *Korean Journal of Financial St.*, 41, 781-812.
- [2] K. B. Lee. (2016). A Study on the Impact of Foreign Investors on Earnings Management. *Journal of finance and Accounting Information*, 16(4), 167-194.
- [3] Y. S. Goh & Y. M. Seo. (2014). Revisiting the Monitoring Role of Foreign Investors -Investment Horizons of Foreign Investors and Corporate Tax Avoidance-. *Taxation Journal*, 31(1), 73-104.
- [4] J. H. Park & K. B. Lee. (2014). The Effect of Investment Horizon of Foreign Investors on Tax Avoidance. *Journal of Industrial Economics and Business*, 27, 389-415.
- [5] Y. R. Ryu & S. H. Ji. (2018a). A Study on the Impact of Foreign Investors on Discretionary Accruals -Using Investment Horizons of Foreign Investors-. *Tax Accounting Research*, 56, 111-130.
- [6] Y. R. Ryu & S. H. Ji. (2018b). The Market Responses to Investments Horizons of Foreign Investor. *Tax Accounting Research*, 55, 143-160.
- [7] J. H. Park & Y. R. Ryu. (2018). The Impact of Investment Tendency of Foreign Investor on the Audit Quality. *Tax Accounting Research*, 57, 165-184.
- [8] L. Mills & K. Newberry. (2001). The influence of tax and nontax costs on book-tax reporting differences : public and private firms. *Journal of the American Taxation Association*, Spring, 1-19.  
DOI : 10.2308/jata.2001.23.1.1
- [9] Y. R. Ryu, S. H. Ji & K. R. Lee. (2018). A Study on the Relevance between Socially Responsible Investment and Book-Tax Difference. *Journal of the Korea Convergence Society*, 9(2), 183-190.
- [10] J. Phillips, L. Pincus & S. Rego. (2003). Earnings management: new evidence based on deferred tax expense. *The Accounting Review*, 78(2), 491-521.  
DOI : 10.2308/accr.2003.78.2.491
- [11] B. Lev & D. Nissim. (2004). Taxable income, future earnings, and equity values. *The Accounting Review*, 79(4), 1039-1074.  
DOI : 10.2308/accr.2004.79.4.1039
- [12] M. Hanlon. (2005). The Persistence and Pricing of Earnings, Accruals and Cash Flows when firms have Large Book-Tax Differences. *The Accounting Review*, 80, 137-166.  
DOI : 10.2308/accr.2005.80.1.137
- [13] I. K. Ju, W. W. Choi & J. I. Yum. (2005). A Study on the Usefulness of Book-Tax Differences as a Metric for detecting Earnings Management. *Korean Accounting Review*, 30(2), 237-275.
- [14] S. H. Ji. (2014). A Study on the Factors Affecting to Book-Tax Difference. *Tax Accounting Research*, 41, 47-70.
- [15] I. H. Oh & J. W. Jeong. (2016). The Value Relevance of the Difference for the Accounting Income and the Taxable Income and the Difference for the Total Comprehensive Income and the Taxable Income. *Tax Accounting Research*, 47, 1-26.
- [16] Y. R. Ryu & S. H. Ji. (2017). The Effect of an Ownership Structure and Audit Quality on the Book-Tax Difference. *Tax Accounting Research*, 53, 105-124.

- [17] S. H. Ji, K. R. Lee, Y. R. Ryu & J. H. Moon. (2017). A Study on the Relevance between Book-Tax Difference and Crediting Rating -In the Group of Large Book-Tax Difference-. *Tax Accounting Research*, 54, 123-141.
- [18] Y. R. Ryu & S. H. Ji. (2018). A Study on the Earnings Management of Win-Win Growth Corporate : Utilizing Book-Tax Difference Information. *Tax Accounting Research*, 57, 75-95.
- [19] Y. R. Ryu, S. H. Ji & G. R. Lee. (2018). A Study on the Relevance between Socially Responsible Investment and Book-Tax Difference. *Journal of the Korea Convergence Society*, 9(2), 183-190.
- [20] J. Y. Kim & S. H. Ji. (2018). The CEO Pay Slice(CPS) and Transparency of Business Administration : Utilizing Book-Tax Difference Information. *Tax Accounting Research*, 58, 229-248.
- [21] S. B. Choi. (2016). Tax Avoidance and Account Benefit -The Influence of Taxable Income Differences to Conservatism. *Tax Accounting Research*, 49, 1-36.
- [22] I. H. Oh & J. W. Jeong. (2016). The Value Relevance of the Difference for the Accounting Income and the Taxable Income and the Difference for the Total Comprehensive Income and the Taxable Income. *Tax Accounting Research*, 47, 1-36.
- [23] S. H. Ji. & Y. R. Ryu. (2015). A Study on the Relevance between In-house Accounting-Disclosure Expert and the Volatility of Book-Tax Difference. *Tax Accounting Research*, 45, 281-304.
- [24] Y. R. Ryu. (2016). A Study on the Relevance between Corporate Governance and the Volatility of Book-Tax Difference. *Journal of Industrial Economic and Business*, 29(2), 907-926.
- [25] Y. R. Ryu, S. H. Ji & G. R. Lee. (2017). A Study on the Relevance between Auditing Quality and Book-Tax Difference Variability. *Journal of the Korea Convergence Society*, 8(1), 187-193.
- [26] J. Gasper, M. Mass & P. Matos. (2002). Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 76(1), 3-43.  
DOI : 10.1016/j.jfineco.2004.10.002
- [27] X. Chen, J. Harford & K. Li. (2007). Monitoring : Which Institutions Matter?. *Journal of Financial Economics*, 86(2), 279-305.  
DOI : 10.1016/j.jfineco.2006.09.005
- [28] S. H. Ji, K. R. Lee & J. S. Lee. (2017). A Convergence Study on the Effect of Investor Relation on Financial Ratios. *Journal of the Korea Convergence Society*, 8(1), 181-186.
- [29] K. I. Kim. (2017). Impact on AIS Process and Firm Performance of Accounting Information System Based on Dynamic Capabilities Framework. *Journal of Convergence for Information Technology*, 7(5), 169-175.
- [30] J. W. Joung & S. H. Lee. (2017). The effect of information asymmetry between accounting information provider and users on information user decision. *Journal of Convergence for Information Technology*, 7(2), 125-130.
- [31] J. Y. Lee, & K. I. Kim. (2016). The Effects of Accounting Service Worker's Professionalism and Accounting Information System's Level on the Quality of Customer's Accounting Information. *Journal of Convergence for Information Technology*. 6(3), 1-6.

곽 영 민(Kwak, Young Min)

[정회원]



- 2011년 2월 : 부산대학교 경영대학 (경영학박사)
- 2011년 9월 ~ 2014년 2월 : 동국대학교 회계학과 조교수
- 2014년 3월 ~ 현재 : 울산대학교 회계학과 부교수

· 관심분야 : 재무회계

· E-Mail : ymkwakr@ulsan.ac.kr

지 상 현(Ji, Sang Hyun)

[정회원]



- 2013 2월 : 부산대학교 경영대학 (경영학박사)
- 2013년 2월 ~ 2014년 2월 : 부산대학교 경영연구원 연구원
- 2014년 3월 ~ 현재 : 백석대학교 경상학부 조교수

· 관심분야 : 재무회계, 세무회계, 원가회계

· E-Mail : shji@bu.ac.kr