

외국인투자성향과 회계보수주의

지상현¹, 류예린^{2*}

¹백석대학교 경상학부 조교수, ²부산대학교 경영연구원 연구원

Investment Tendency of Foreign Investor and Accounting Conservatism

Sang-Hyun Ji¹, Ye-Rin, Ryu^{2*}

¹Assistant Professor, Division of Business & Commerce, Baekseok University

²Researcher, Management Research Institute, Pusan National University

요 약 본 연구는 외국인투자자의 투자성향에 따른 기업의 회계보수주의 수준을 실증적으로 검증하였다. 연구표본은 2014년부터 2016년까지 한국거래소 계속기업 중 금융업을 제외한 12월 결산법인 1,527 기업-연도이다. 분석 결과, 외국인투자자의 투자기간이 장기일수록(투자회전율이 낮을수록) 투자기업의 회계보수주의 수준이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상법상 회계장부열람등사 청구권을 행사할 수 있는 외국인지분율이 3%이상인 기업만을 대상으로 한 추가분석에도 지지되었다. 이상의 연구결과에 따르면, 외국인투자자가 장기적으로 투자하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 높은 회계보수주의 수준을 나타내, 상대적으로 높은 수준의 회계이익의 질을 갖추고 있는 것으로 판단된다. 본 연구는 외국인투자자의 투자성향에 따른 투자기업의 회계보수주의 수준을 검증함으로써 외국인 장기 투자를 위한 인센티브의 필요성을 제시하며, 외국인투자자의 투자성향이 회계정책에 미치는 차별적인 영향에 대한 후속연구가 필요할 것으로 기대된다.

주제어 : 외국인투자자, 투자성향, 투자기간, 투자회전율, 회계보수주의

Abstract This paper analyzes the impact of investment tendency of foreign investor on accounting conservatism. We use the sample of 1,527 firm-year Korea listed companies belonging to non-financial corporate sector during 2014-2016. The results of empirical analyses show that investment horizons of foreign investors has a positive relevance with accounting conservatism. This result indicates that the firm have a long-term foreign investors has a good quality of accounting earning than the firm have a short-term foreign investors. This study that verified the relevance between investment tendency of foreign investor and accounting conservatism is expected to provide useful information by suggesting the need for more incentive for the long-term foreign investors. And we expect a follow-up study focused on the discriminative effect of investment tendency of foreign investor on accounting policy.

Key Words : Foreign investor, Investment tendency, Investment horizons, Investment-turnover, Accounting conservatism.

1. 서론

2018년 한국 증시는 지수가 급격히 반등했다가 큰 폭으로 하락하는 등 극심한 변동성을 보였다. 2018년 1월 2일 2,479.65(812.45)로 시작했던 코스피(코스닥)는 12월

28일 종가기준 2,041.04(675.65)로 하락 마감했다. 이러한 큰 폭의 하락은 미국-중국의 무역분쟁, 미국 연방준비제도(FED)의 금리인상 기조, 세계경제의 둔화 가능성 등에 따라 불확실성이 확대되면서 금융시장에서 위험 회피심리가 두드러졌고, 특히 이러한 대외요인 등으로 인해 한

*Corresponding Author : Ye-Rin, Ryu(noxnix@pusan.ac.kr)

Received January 17, 2019

Accepted March 20, 2019

Revised February 28, 2019

Published March 28, 2019

국증시에 투자한 외국인투자자들이 순매도로 돌아선 것이 가장 큰 요인으로 꼽힌다.¹⁾

실제 한국증시에서 외국인투자자의 영향력은 기관투자자와 함께 매우 큰 비중을 차지한다고 볼 수 있다. 또한 이들은 방대한 정보의 수집과 분석력, 오랜 투자 노하우 등으로 투자에서도 대체로 수익을 거두고 있다. 이에 한국증시에서는 외국인투자자의 투자패턴을 읽고 그에 맞춰 투자를 하는 것이 하나의 주식투자 기법으로 인식되고 있다. 실제 2018년 큰 폭으로 하락한 코스피에 7조 450억원의 주식을 순매수한 개인투자자들은 대체로 손실을 기록한 반면, 5조 7,226억원을 매도한 외국인투자자는 큰 수익을 기록한 것으로 파악되고 있다.

이처럼 한국증시의 글로벌화와 함께 외국인투자자가 한국증권시장에서 미치는 영향력이 증대되면서, 이들의 영향력에 대한 찬반의 의견이 대두되고 있다. 이들의 투자를 긍정적으로 보는 측면에서는 이들의 투자가 한국기업의 투명성 강화 및 신뢰성 향상에 기여하고 있다고 주장한다. 반면, 이들의 투자를 부정적으로 보는 측면에서는 이들이 지나치게 기업경영에 간섭하는 경우가 있으며, 또한 주로 단기투기 목적으로 한국증권시장에 투자함에 따라 단기간 시세차익을 목적으로 한국증권시장을 교란하고 있다고 주장한다. 이처럼 외국인투자자의 영향력에 대한 시각차가 존재하는데 이는 대체로 외국인투자자의 투자패턴에 대한 인식차이에서 기인한 것으로 볼 수 있다.

이에 본 연구에서는 외국인투자자의 투자성향이 기업의 회계정책에 미치는 영향에 연구의 초점을 두었다. 구체적으로는 이들 외국인투자자의 투자성향을 투자기간에 따라 장기투자자와 단기투자자로 구분하고 이에 따라 기업의 회계처리의 보수주의 수준에 차이가 있는지를 실증적으로 검증하고자 한다. 국내 자본시장에서 차지하는 외국인투자자의 영향력과 위상을 고려할 때 이들의 투자패턴은 기업에 직간접으로 큰 영향을 미칠 수 있으며, 기업을 판단하는 데 있어 가장 기초적이고 중요한 정보라 할 수 있는 회계정보의 신뢰성에 일정 부분 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있다. 구체적으로는 회계이익의 질 측면에서 회계의 보수적인 처리 수준에도 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상할 수 있다.

지금까지 외국인투자자의 영향력을 검증한 대부분의 연구에서는 주로 기말시점의 외국인투자자 지분율이 외

국인투자자의 대리변수(proxy)로 활용되어 왔다. 그러나 기말시점의 외국인지분율은 특정 한 시점의 측정치라는 점에서 측정치 상의 한계점이 있다.²⁾ 이에 본 연구에서는 위와 같은 한계점을 어느 정도 보완할 수 있을 것으로 기대되는 외국인투자자의 투자기간을 (외국인지분율과 함께) 외국인투자자의 대리변수로 활용한다. 이를 위해 외국인투자자의 투자기간은 김성민과 장용원(2012)에서 제시한 방법론을 토대로 이들의 투자회전율로 측정한다[1].

또한 본 연구에서는 외국인투자자가 기업에 미치는 영향을 검증함에 있어 이들이 기업의 회계정책의 보수주의 수준에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 이를 위해 기업 회계처리의 보수주의 수준은 Givoly and Hayn(2000)에서 제시한 음(-)의 비영업발생액 측정치로 측정한다 [2]. 따라서 이들 외국인투자자의 투자기간이 회계처리의 보수주의 수준에 유의미한 영향을 미치는지 여부를 검증하는 것은 이들 외국인투자자의 영향에 대한 의미 있는 연구가 될 수 있을 것으로 기대된다.

2. 선행연구

2.1 외국인투자기간

지금까지 외국인투자자와 회계정보 관련 국내연구는 여러 분야에서 많은 연구가 이뤄졌으며, 앞으로도 이러한 추세는 계속될 것이다. 특히 최근 외국인투자자의 투자기간을 외국인투자자의 대리변수로 활용한 연구를 살펴보면 다음과 같다. 많은 국외연구에서는 기관투자자의 기업 모니터링 수준을 투자기간으로 측정하였다[3-10]. 이를 통해, 장기 투자일수록 모니터링에 따른 비용은 감소하고 그 효익은 증가하므로 장기 투자자가 단기 투자자에 비해 모니터링 효과가 높음을 보고하였다[10, 11]. 한편, 한국증권시장에 투자하는 외국인인 대부분 기관투자자로 간주할 수 있으므로 Gasper et al.(2002)과 Chen

2) 예컨대, A기업의 경우 기초(1월1일)부터 외국인지분율 10%를 유지하다가 기말직전일(12월30일)에 외국인투자자가 지분율 모두 매각하여 기말시점(12월31일)에 외국인지분율이 0%가 된다면 이 기업의 경우 기말시점 외국인지분율로 대리변수로 한다면 외국인투자자의 영향력이 전혀 없는 기업으로 측정된다. 반면, B기업의 경우 회계기간 내내 외국인지분율이 0%였으나 기말직전일(12월30일)에 외국인지분율이 10%가 된다면 기말시점(12월31일)에 외국인지분율이 10%가 되어 이 기업의 경우 (거의 1년 내내 외국인지분율이 0%였으나) 기말시점 외국인지분율로 대리변수로 한다면 외국인투자자의 지분율이 10% 기업으로 측정된다.

1) 2018년 외국인투자자들은 약 6조 6,780억원의 상장주식을 매도하여 2015년 3조 4,590억원 순매도 이후 3년만의 순매도를 기록하였다.

et al.(2007)의 연구방법론을 한국증권시장의 외국인투자자에게도 적용할 수 있다. 김성민과 장용원(2012)은 기업의 배당정책에 미치는 영향력의 동인(driving force)은 외국인투자기간으로, 지금까지 외국인지분율만으로 배당수준과의 관계를 분석한 국내 선행연구의 한계점을 보고하였다. 또한 외국인지분율이 높은 기업도 외국인투자기간이 단기일 경우에는 이익조정 수준이 높음을 보고하였다. 고윤성과 서영미(2013)는 외국인투자기간을 모니터링 측면에서 접근하여 외국인투자기간이 장기일수록 상대적으로 기업의 조세회피 성향이 감소함을 보고하였다[12]. 류예린과 지상현(2018)은 자본시장의 참여자들은 외국인투자자가 장기적으로 투자하는 기업일수록 상대적으로 더 긍정적으로 인식하고 이를 의사결정에 반영함을 보고하였다[13]. 박정환과 류예린(2018)은 외국인투자자의 투자성향이 장기일수록 투자 기업의 감사품질 수준이 높음을 보고하였다[14].

2.2 회계보수주의

회계보수주의(accounting conservatism)는 회계상 손익계산에 대한 원칙의 하나로 이 방식에 따르면 비용은 즉시 빠짐없이 기록되나 그에 반해 수익은 확정된 사항만 기록하게 되어 회계이익의 질(quality)을 높이고 재무적 건전성을 도모하는 회계처리방법이라 할 수 있다. 특히 회계보수주의가 회계이익의 질의 한 척도로 제시되면서 회계 보수주의에 관한 많은 연구가 진행되었으며, 주요 연구는 다음과 같다. 김정옥과 배길수(2006)는 외국인투자지분율은 기업의 회계 보수성을 높이는 데 도움이 됨을 보고하였다[15]. 이균봉등(2012)은 다양한 기업지배구조에 회계보수주의가 영향을 받으며, 감사인규모가 클수록 이러한 관련성이 증대됨을 보고하였다[16]. 양준선 등(2014)은 사회적 책임 활동이 우수한 것으로 평가된 기업의 경우 보수적 회계처리에 대한 유인이 낮아 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 보수적 회계처리 정도가 낮음을 보고하였다[17]. 김진섭(2015)은 기업의 지배구조가 우수할수록 회계보수주의 수준은 높으며, 이는 지배구조의 세부요인에 따라 차이가 있음을 보고하였다[18]. 박현재와 배기수(2015)는 경영자-외부 주주 간의 정보 불균형이 높을수록 회계보수주의가 강화됨을 보고하였다[19]. 정상민(2016)은 감사인규모에 초점을 두고 회계보수주의가 가치관련성에 양(+)의 영향을 미침을 보고하였다[20].

3. 연구모형 및 가설설정

3.1 가설설정

지금까지 외국인투자자와 회계보수주의 관련성을 검증한 국내 선행연구([15,18,21] 등)에서는 대체로 외국인지분율과 회계보수주의 간의 양(+)의 관련성을 나타내며, 외국인투자자가 투자의사결정과정에 내국인투자자들에 비해 기업의 보수주의 정보를 보다 효과적으로 이용하고 있음을 제시하였다. 즉, 외국인지분율이 높은 외국인투자자 영향력이 큰 기업일수록 상대적으로 회계보수주의 수준이 높아 회계이익의 질이 높은 것으로 기대된다.

한편, 이와 같은 외국인투자자와 회계보수주의 간의 선행연구는 대부분 외국인투자자의 대리변수(proxy)로 외국인투자자의 기말시점 지분율을 활용하였다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 기말시점의 외국인지분율은 특정한 시점의 측정치라는 점에서 측정치 상의 한계점이 있을 수 있다.

또한 외국인투자자의 투자성향에 따라 이들이 추구하는 가치에 차이가 있을 수 있다. 만약 외국인투자자가 국내 기업에 장기투자 목적으로 투자를 한다면, 투자기업을 장기적 관점에서 내재가치를 높일 수 있는 방향으로 영향력을 행사하려 할 유인이 높을 것이다. 이 경우 외국인투자자들은 투자기업의 회계정보의 투명성 및 신뢰성을 중시하므로 투자기업의 회계보수주의 수준이 높을 것으로 기대할 수 있다. 또한 기업 입장에서도 장기 투자성향의 외국인의 투자를 기대하기 위해서 회계정보의 투명성 및 신뢰성을 높이고자 회계정보를 보수적으로 처리할 유인이 존재한다. 반면, 외국인투자자가 국내 기업에 단기투자 목적으로 투자를 한다면, 이들은 단기차익 실현에 중점을 두고 영향력을 행사하려 할 유인이 높을 것이다. 이 경우 외국인투자자들은 투자기업의 회계정보의 투명성 및 신뢰성보다는 단기이익의 증대를 추구하므로, 투자기업이 회계처리를 보수적으로 하도록 영향력을 행사할 유인이 사라진다. 또한 기업 입장에서도 단기 투자성향의 외국인의 투자를 기대하기 위해서 회계정보의 투명성 및 신뢰성을 높이는 회계처리보다는 단기 이익을 높일 수 있는 방향으로 회계처리할 유인이 존재한다. 따라서 외국인투자자의 투자성향에 따라 투자기업의 회계보수주의 수준에 차이가 있을 것으로 기대된다. 이에 본 연구에서는 외국인투자자의 투자성향의 대리변수로 외국인투자기간을 활용하여 다음과 같이 연구가설을 설정

한다.

(가설) 외국인투자기간에 따라 회계보수주의 수준에 차이가 있을 것이다.

3.2 표본선정

본 연구에서는 2014년부터 2016년까지 한국증권거래소 계속기업 중 금융업을 제외한 12월 결산법인을 대상으로 연구표본을 선정하였다. 총 1,947개 표본에서 결측치 202개 제거 후 1,745개에서 평균±3(표준편차) 범위를 벗어나는 극단치 218개 표본을 제외하였다. 따라서 총 연구표본 수는 1,527 기업-연도이다.

3.3 연구방법

3.3.1 외국인투자기간 측정

본 연구에서는 김성민과 장용원(2012)에서 제시한 방법론을 토대로 외국인투자기간을 측정하였다. 다음 식(1)과 식(2)는 외국인투자자의 투자회전율을 측정하는 산출식이다. 먼저 식(1)은 외국인투자자가 보유한 k기업 주식에 대한 일일 거래회전율을 산출하는 식이다. $P_{k,t}$ 와 $N_{k,t}$ 는 외국인투자자가 t일에 보유하고 있는 k기업 주식의 주가와 보유주식수를 의미한다. $Z(Z')$ 는 외국인투자자가 t일에 k기업 주식을 총 매도(매수)한 거래 횟수이며, $N_{k,t,x}^S$ 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.

일일거래회전율

$$\frac{\left(\sum_{x=1}^z N_{k,t,x}^S \cdot P_{k,t,x}^S + \sum_{y=1}^{z'} N_{k,t,y}^B \cdot P_{k,t,y}^B \right) / 2}{\left(N_{k,t} \cdot P_{k,t} + N_{k,t-1} \cdot P_{k,t-1} \right) / 2} \quad \text{식(1)}$$

외국인투자자 투자회전율

$$\sum_{t=1}^N Trading_Turnover_t \quad \text{식(2)}$$

3.3.2 회계보수주의 측정

본 연구에서는 Givoly and Hayn(2000)에서 제시한 음(-)의 비영업발생액을 회계보수주의 측정치로 활용한다.

$$\text{비영업발생액}_t = (-1) * (TAt - OAt) / At^3$$

TAt = t년도 감가상각비 차감전 총발생액

= 당기순이익+감가상각비-영업현금흐름

OAt = t년도 영업발생액

= (매출채권증가분+재고자산증가분+선급비용증가분)

-(매입채무증가분+미지급법인세증가분)

At = t년도 총자산

비영업발생액은 대손상각비, 평가차손익, 자산처분손익, 감액손실, 기타비용의 발생액과 자본화 및 수익의 이연 등의 항목들을 포함한다. 이들 항목들은 경영자의 재량에 의해 그 크기 및 인식시기가 조정될 수 있으며, 비영업발생액이 음(-)의 값을 가질수록 회계이익은 보수적으로 산출된다.

3.3.3 연구모형

외국인투자성향에 따른 회계보수주의 수준을 검증하기 위한 본 연구의 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{Const}_t &= \alpha_1 + \beta_1 \text{Inv-Turn}_t + \beta_2 \text{SIZE} \\ &+ \beta_3 \text{LEV}_t + \beta_4 \text{CFO}_t + \beta_5 \text{OWN}_t + \beta_6 \text{FOR}_t + \beta_7 \text{BIG4}_t \\ &+ \beta_8 \text{AF}_t + \beta_9 \text{LP}_t + \beta_{10} \sum \text{IND} + \beta_{11} \sum \text{YEAR} \end{aligned}$$

3) 본 연구에서는 결과해석의 편의를 위해 비영업발생액에 (-1)을 곱하여 비영업발생액 $\{(-1) * (TAt - OAt)\}$ 과 회계보수주의가 양(+의 관계를 갖도록 조작하였다.

Cons : 회계보수주의 측정치[Givoly and Hayn(2000)]
 Inv-Turn : 투자회전율, SIZE : 기업규모, LEV : 부채비율,
 CFO : 영업현금흐름, OWN : 대주주지분율, FOR : 외국인지분율, BIG4 : 감사인규모, AF : 감사보수, LP : 상장기간, IND : 산업더미, YEAR : 연도더미

위 연구모형에서 투자회전율은 그 값이 클수록 단기 투자를 의미하며 그 값이 작을수록 장기 투자를 의미한다. 따라서 독립변수인 투자회전율(InvTurn)의 계수값 β_1 이 통계적으로 유의한 값을 가지면, 외국인투자성향에 따라 회계보수주의 수준에 차이가 있을 것이라는 본 연구의 가설이 지지된다.

3.3.4 통제변수

본 연구모형의 종속변수인 회계보수주의(Cons)에 영향일 미칠 수 있을 것으로 예측되어 포함된 통제변수는 다음과 같다. 기업규모의 효과를 통제하기 위한 기업규모(SIZE) 변수는 총자산을 자연로그한 취한 값으로 산출하였다[22]. 부채비율의 영향을 통제하기 위한 부채비율(LEV)은 총자산 대비 총부채로 측정하였다[23]. 영업현금흐름의 영향을 통제하기 위한 영업현금흐름(CFO)은 총자산 대비 영업현금흐름으로 측정하였다[24]. 대주주의 지배력을 통제하기 위한 대주주지분율(OWN)은 보통주 발행 총주식수 대비 대주주1인 및 특수관계자의 주식수로 측정하였다[25]. 외국인투자자의 영향력을 통제하기 위한 외국인지분율(FOR)은 보통주 발행 총주식수 대비 외국인투자자 주식수로 측정하였다[26]. 감사법인의 감사효과를 통제하기 위한 감사인규모(BIG4)는 회계감사법인이 삼일회계법인, 삼정KPMG, 딜로이트안진, EY 한영 중 하나이면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수(dummy variables)이다[27]. 감사효과를 통제하기 위한 감사보수(AF)는 총감사보수를 자연로그 취한 값으로 측정하였다. 상장기간의 효과를 통제하기 위한 상장기간(LP)은 상장기간을 자연로그 취한 값으로 측정하였다. 끝으로 연도별, 산업별 차이를 통제하기 위해 연도더미(YEAR)와 산업더미(IND)를 통제변수에 포함하였다.

4. 실증분석결과

4.1 기술통계량

다음 Table 1은 연구모형 변수들의 기술통계량이다. 연구표본의 부채비율(Lev)은 42.3%, 대주주지분율(OWN)은 44.5%, 외국인지분율(FOR)은 9.83% 그리고 BIG4회계법인에 감사받은 기업은 77.0%로 나타났다. 한편, 종속변수인 회계보수주의(Cons) 및 독립변수인 투자회전율(Inv-Turn), 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 1. Descriptive Statistics

Variable	Mean	Med	Std.	Min	Max
Cons	-.541	-.357	.912	-3.501	.899
Inv-Turn	9.556	4.162	16.724	0.000	119.804
SIZE	26.842	26.563	1.407	23.722	31.102
LEV	.423	.429	.192	.012	.956
CFO	.050	.044	.079	-.203	.297
OWN	44.499	43.570	15.798	6.560	90.040
FOR	9.839	5.457	10.946	.002	46.618
BIG4	.770	1.000	.421	.000	1.000
AF	11.536	11.350	.748	9.616	13.942
LP	2.834	3.045	.783	.693	4.025

4.2 상관관계

다음 Table 2는 검증모형의 변수들의 Pearson 상관계수 분석결과로 다음과 같다. 먼저 독립변수인 투자회전율(Inv-Turn)과 종속변수인 회계보수주의(Cons)는 1% 유의수준에서 부(-)의 상관관계를 나타냈다. 이는 투자회전율이 높을수록(투자기간이 단기일수록) 회계보수주의(Cons) 수준이 낮음을 나타낸다. 그 외 통제변수로 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 영업현금흐름(CFO), 외국인지분율(FOR), 감사인규모(BIG4), 감사보수(AF)는 회계보수주의(Cons)와 1% 유의수준에서 정(+)의 상관관계를 나타냈으며, 대주주지분율(OWN)과 상장기간(LP)은 회계보수주의(Cons)와 1% 유의수준에서 부(-)의 상관관계를 나타냈다. 한편 이러한 상관관계 분석결과는 회계보수주의(Cons)에 영향을 미칠 것으로 예상되는 통제변수들을 제외한 상태에서의 이변량 상관관계 결과이므로 그 해석이 매우 제한적이라 할 수 있다.

Table 2. Pearson Correlation

	Cons	Inv-Turn	SIZE	LEV	CFO	OWN	FOR	BIG4	AF
Inv-Turn	-.103** .000								
SIZE	.213** .000	-.207** .000							
LEV	.075** .003	.135** .000	.292** .000						
CFO	.241** .000	-.068** .008	.012 .629	-.205** .000					
OWN	-.146** .000	-.035 .169	-.114** .000	-.104** .000	-.032 .205				
FOR	.290** .000	-.311** .000	.450** .000	-.074** .004	.178** .000	-.232** .000			
BIG4	.166** .000	-.079** .002	.392** .000	.076** .003	.058** .023	.031 .231	.212** .000		
AF	.282** .000	-.145** .000	.863** 0.000	.350** .000	.036 .165	-.216** .000	.427** .000	.345** .000	
LP	-.164** .000	-.080** .002	.080** .002	-.015 .562	-.087** .001	-.152** .000	.027 .285	-.039 .124	.062** .015

4.3 가설검증 결과

다음 Table 3은 연구모형을 토대로 연구가설을 회귀 분석으로 검증한 결과이다. 투자회전율(InvTurn)과 회계 보수주의(Cons)는 1% 유의수준에서 부(-)의 관련성을 나타냈다. 이는 투자회전율이 낮을수록(투자기간이 장기일수록) 회계보수주의(Cons) 수준이 높음을 나타낸다. 따라서 본 연구결과에 의하면 외국인투자자들이 장기투자하는 기업일수록 상대적으로 회계보수주의 수준이 높은 것으로 판단된다. 따라서 외국인투자성향에 따라 회계보수주의 수준에 차이가 있을 것이라는 본 연구의 가설이 지지되었다.

통계변수 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 기업규모(SIZE)는 회계보수주의(Cons)와 1% 유의수준에서 부(-)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 둘째, 부채비율(LEV)은 회계보수주의(Cons)와 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 셋째, 영업현금흐름(CFO)은 회계보수주의(Cons)와 1% 유의수준에서 정(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 넷째, 대주주지분율(OWN)은 회계보수주의(Cons)와 1% 유의수준에서 부(-)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 다섯째, 외국인지분율(FOR)은 회계보수주의(Cons)와 1% 유의수준에서

정(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 감사인규모(BIG4)는 회계보수주의(Cons)와 1% 유의수준에서 정(+)의 관련성을 나타냈다. 감사보수(AF)는 회계보수주의(Cons)와 1% 유의수준에서 정(+)의 관련성을 나타냈다. 끝으로, 상장기간(LP)은 회계보수주의(Cons)와 1% 유의수준에서 부(-)의 관련성을 나타냈다.

Table 3. Results of regression

$$\text{Cons}_i = \alpha_1 + \beta_1 \text{Inv-Turn}_i + \beta_2 \text{SIZE}_i + \beta_3 \text{LEV}_i + \beta_4 \text{CFO}_i + \beta_5 \text{OWN}_i + \beta_6 \text{FOR}_i + \beta_7 \text{BIG4}_i + \beta_8 \text{AF}_i + \beta_9 \text{LP}_i + \beta_{10} \text{IND}_i + \beta_{11} \text{YEAR}_i$$

	Dependent Variable : Cons			
	Coef.	t	p	VIF
상수	-2.364	-5.046	.000	
Inv-Turn	-.009	-7.243	.000	1.189
SIZE	-.090	-3.004	.003	4.626
LEV	.431	3.524	.000	1.456
CFO	2.059	7.631	.000	1.187
OWN	-.004	-2.789	.005	1.206
FOR	.019	8.388	.000	1.570
BIG4	.134	2.610	.009	1.239
AF	.366	6.591	.000	4.548
LP	-.164	-6.139	.000	1.148
YEAR,IND	Included			
F	32.528**			
adjustedR ²	.303			

4.4 추가분석 결과

상법상 회계장부열람등사 청구권은 기업을 효과적으로 통제하기 위한 소수주주의 대표적 권리 중 하나로, 현재 상법은 발행주식 총수의 100분의 3 이상을 보유하고 있는 주주에게 회계의 장부와 서류의 열람, 등사를 청구할 수 있는 권리를 인정하고 있다(상법 제460조 제1항). 따라서 이에 따르면 외국인투자자의 경우 3% 이상 지분율을 보유한 기업의 회계장부와 서류를 열람, 등사를 청구할 수 있기 때문에 외국인지분율이 3% 이상인 경우 그렇지 않은 경우에 비해 조금 더 효과적으로 투자 기업을 감시하고 기업 역시 외국인투자자의 요구에 민감하게 반응할 것으로 기대된다. 이에 본 연구에서는 전체표본 중 외국인지분율 3% 이상인 연구표본(총 957 기업연도)만을 대상으로 외국인투자자의 투자성향에 따른 회계보수주의 수준을 추가적으로 분석하였으며, 다음 Table 4는 추가분석 결과이다.

Table 4. Additional Results

$$\text{Cons}_i = \alpha_1 + \beta_1 \text{Inv-Turn}_i + \beta_2 \text{SIZE}_i + \beta_3 \text{LEV}_i + \beta_4 \text{CFO}_i + \beta_5 \text{OWN}_i + \beta_6 \text{FOR}_i + \beta_7 \text{BIG4}_i + \beta_8 \text{AF}_i + \beta_9 \text{LP}_i + \beta_n \Sigma \text{IND}_i + \beta_m \Sigma \text{YEAR}_i$$

	Dependent Variable : Cons			
	Coef.	t	p	VIF
상수	-2.213	-4.407	.000	
Inv-Turn	-.030	-6.252	.000	1.288
SIZE	-.085	-2.490	.013	4.935
LEV	.230	1.642	.101	1.557
CFO	2.750	8.885	.000	1.205
OWN	-.005	-3.111	.002	1.321
FOR	.016	6.493	.000	1.399
BIG4	.169	2.446	.015	1.206
AF	.362	5.596	.000	5.191
LP	-.159	-4.984	.000	1.207
YEAR,IND	Included			
F	28.108**			
adjustedR ²	.373			

외국인지분율 3% 이상인 연구표본을 대상으로 회귀 분석한 결과, 투자회전율(InvTurn)과 회계보수주의(Cons)는 1% 유의수준에서 부(-)의 관련성을 나타냈다. 이는 투자회전율이 높을수록(투자기간이 단기일수록) 회계보수주의(Cons) 수준이 낮음을 나타낸다. 따라서 추가 분석 결과에 의하면 외국인투자자들이 단기투자하는 기업일수록 상대적으로 회계보수주의 수준이 낮은 것으로 판단된다. 따라서 외국인투자성향에 따라 회계보수주의 수준에 차이가 있을 것이라는 본 연구의 가설 지지되었다.

5. 결론

본 연구는 외국인투자자의 투자성향에 따른 투자기업의 회계보수주의 수준을 실증적으로 검증하였다. 연구표본은 2014년부터 2016년까지 한국거래소 계속기업 중 금융업을 제외한 12월 결산법인 1,527 기업-연도이다.

가설검증 결과, 외국인투자자의 투자기간이 장기일수록(투자회전율이 낮을수록) 투자기업의 회계보수주의 수준이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상법상 회계장부열람등사 청구권을 행사할 수 있는 외국인지분율이 3%이상인 기업만을 대상으로 한 추가분석에도 지지되었다. 따라서 외국인투자자가 장기적으로 투자하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 높은 회계보수주의 수준을 나

타내, 상대적으로 높은 수준의 회계이익의 질을 갖추고 있는 것으로 판단된다.

본 연구는 실무적으로는 외국인투자자의 투자패턴을 벤치마킹하여 투자하는 경향이 있는 개인투자자들의 투자사결정에 유용한 정보를 제공할 것으로 기대할 수 있다. 정책적으로는 정부당국이 외국인투자자의 장기투자를 유도할 수 있는 정책적 유인을 고려할 필요성을 있음을 제시한다. 그리고 학문적으로는 외국인투자자의 영향력을 검증함에 있어 이들의 지분율이 아닌 투자성향(투자기간)을 고려할 필요가 있음을 실증적으로 제시한다. 한편, 본 연구에서 외국인투자기간은 기업규모, 부채비율, 경영성과, 배당률 등의 내생적 요인에 영향을 받을 수 있는데 이러한 점을 충분히 통제하지 못하였다는 한계점이 있다. 따라서 이러한 한계점을 보완하고 회계보수주의 이외 회계이익의 질과의 관련성을 검증하는 후속 연구가 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 Stu*, 41, 781-812.
- [2] D. Givoly & C. Hayn. (2000). The Changing Time-series Properties of Earnings, cash Flows and Accruals: Has financial Reporting become more Conservative?, *Journal of Accounting and Economics*, 29, 287-320.
- [3] A. Shleifer & R. W. Vishny. (1986). Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- [4] C. Kahn & A. Winton. (1998). Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention. *Journal of Finance*, 53(1), 99-129.
- [5] E. Elyasiani & J. Jia & C. X. Mao. (2010). Institutional ownership stability and the cost of debt, *Journal of Financial Markets*, 13, 475-500.
- [6] N. Attig, S. Cleary, S. E. Ghoul & O. Guedhami. (2012). Institutional investment horizon and investment cash flow sensitivity, *Journal of Banking and Finance*, 36, 1164-1180.
- [7] J. K. Kang & R. M. Stulz. (1997). Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan, *Journal of Finance Economics*, 46(1), 3-28.
- [8] J. Brickley, R. Lease & C. Smith. (1988). Ownership

- structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 20, 267-292.
- [9] M. Goergen & L. Renneboog. (2001). Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK, *Journal of Corporate Finance*, 7, 257-284.
- [10] S. Agca & A. Mozumdar. (2008). The impact of capital market imperfections on investment cash flow sensitivity, *Journal of Banking and Finance*, 32, 207-216.
- [10] J. Gasper, M. Mass & P. Matos. (2002). Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 76(1), 3-43.
- [11] X. Chen, J. Harford, & K. Li. (2007). Monitoring : Which Institutions Matter?. *Journal of Financial Economics*, 86(2), 279-305.
- [12] 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.
- [13] Y. R. Ryu & S. H. Ji. (2018). The Market Responses to Investments Horizons of Foreign Investor, *Tax Accounting Research*, 55, 143-160.
- [14] 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.
- [15] J. O. Kim & K. S. Bae. (2006). The Role of Corporate Characteristics to Conservatism. *Korean Accounting Review*, 31(1), 177-202.
- [16] K. B. Lee, S. H. Ji & Y. R. Ryu. (2012). The Relevance between Firm's Governance and Conservatism in Accounting : According to Audit Quality, *Accounting Information Review*, 30(3), 153-182.
- [17] J. S. Yang, Y. J. Yeo & O. J. Kwon. (2014). The Effect of Excellence in Corporate Social Responsibility Activities on Accounting Conservatism, *Korea Business Review*, 43(6), 1931-1961.
- [18] J. S. Kim. (2015). A Study on the Relevance between Firm's Governance and Conservatism in Accounting, *Tax Accounting Research*, 45, 257-279.
- [19] H. J. Park & K. S. Bae. (2015). Effects of Asymmetric Information between Companies and Extern Information Users on Conservative Accounting, *Tax Accounting Research*, 45, 129-145.
- [20] S. M. Jung. (2016). Conservatism Accounting Impact on the Firm Value : Evidence from Big4 Auditor, *Tax Accounting Research*, 47, 187-206.
- [21] H. J. Moon. (2016). The Analysis of Foreigner's Investment and Accounting Quality after K-IFRS Adoption, *Tax Accounting Research*, 49, 37-58.
- [22] S. M. Kim & C. S. Kim. (2011). Foreign Equity and Earnings Quality, *Tax Accounting Research*, 30(3), 191-214.
- [23] 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.
- [24] 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.
- [25] 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.
- [26] 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.
- [27] 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.

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

류 예 린(Ryu, Ye Rin)

[정회원]



- 2014 2월 : 부산대학교 경영대학 (경영학박사)
- 2013년 3월 ~ 2016년 2월 : 부산경상대 세무회계과 조교수
- 2019년 3월 ~ 현재 : 부산대학교 경영연구원 연구원

· 관심분야 : 재무회계, 세무회계, 전산세무회계

· E-Mail : noxnix@pusan.ac.kr