

세무회계저널
제6권 제4호 2005년 12월 pp.77~97
한국세무학회

투자주체별 회계정보와 주가와의 관련성에 관한 연구

박종성* · 윤태화** · 김정인***

〈요 약〉

본 연구는 외국인투자자와 국내 기관 및 개인투자자 등 투자주체별로 회계정보와 주가와의 관련성이 차이를 보이는지를 실증적으로 분석하였다. 투자주체별 투자실적이 차이를 보인다는 점에 근거하여 이러한 투자실적 차이의 원인을 회계정보 활용능력의 차이로 보았기 때문에 투자주체의 성격에 따라 회계정보와 주가와의 관련성이 차이를 보일 것으로 예상하였다. 자본시장 개방 첫해인 1992년에는 외국인의 국내 투자가 거의 없었으므로 본 연구는 1993년부터 2002년까지 제조업을 영위하는 거래소상장기업을 대상으로 연구를 수행하였다. 회계이익의 질을 통제하기 위해 통제변수로 재량적 발생과 회계변수의 상호관계를 포함하여 분석하였다.

연구 결과에 의하면, 외국인지분율이 높을수록 회계정보와 주가는 유의적으로 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 회계이익의 질을 통제한 후에도 이러한 가설은 지지되었다. 또한 개인지분율이 높을수록 회계정보와 주가는 유의적으로 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이러한 연구결과는 외국인투자자가 개인투자자에 비해 투자의사결정 요인으로 회계이익 등의 실적지표를 더 많이 활용한다는 것을 보여 줌으로써, 투자주체별 수익률의 차이가 회계정보의 분석과 활용의 차이에 기인한다는 간접적인 증거를 제공한다. 외국인 투자자는 투자의사결정시 국내의 기관투자자나 개인투자자에 비해 회계정보 활용과 분석능력이 더 뛰어나기 때문에 높은 수익률을 실현한다는 것이다. 국내의 기관투자자나 개인투자자들도 외국인투자자와의 수익률 차이를 좁히기 위해서는 투자의사결정 과정에서 회계정보의 분석능력 및 활용도를 높여야 할 것이다.

<주제어> 외국인투자자, 국내기관투자자, 국내개인투자자, 회계정보와 주가와의 관련성, 이익의 질

* 숙명여자대학교 경영학부 교수, jongsung@sookmyung.ac.kr, 016-9710-8654, 주저자

** 경원대학교 경영회계학부 교수, thyoona@kyungwon.ac.kr, 011-9721-5417, 교신저자

*** 숙명여자대학교 대학원

I. 서론

주식시장의 3대 매매주체는 개인, 기관투자자 및 외국인 투자자로 대별된다. 그런데 이러한 투자주체별로 투자성차가 다르다는 결과들이 보고되고 있다. 즉, 개인투자자들보다는 기관투자자들이 그리고 기관투자자보다는 외국인투자자들이 더 높은 투자수익률을 올리고 있다는 증거들이 제시되고 있다. 일례로 2003년 한 해 동안 외국인 순매수 상위 20개 종목의 평균 주가상승률 46.9%인 반면 개인 순매수 상위 20개 종목의 평균수익률은 -13.7%로 나타났다(동아일보 2003.12.29). 이러한 현상은 2004년에도 계속 이어지고 있다. 증권거래소가 2004년 1/4분기 동안 투자자별 순매수 상위 20개 종목의 등락률을 조사한 결과 개인 순매수 종목의 평균 주가상승률은 -12.2%로 같은 기간 종합주가지수가 10.3% 오른 것과 대조를 보였다. 반면에 외국인 순매수 종목의 평균 주가상승률은 24.6% 올라 시장수익률의 2배가 넘는 평가차익을 기록했다(문화일보 2004.04.07). 한편 한국은행이 1995년 1월부터 2003년 5월까지 매매에 의한 누적수익을 조사한 결과에 따르면 3대 투자주체 중에서 외국인이 가장 높은 실적을 보이고 있다. 분석대상기간 동안 외국인의 경우에는 주가의 등락에 관계없이 양의 수익을 올리고 있는 반면 은행, 증권, 저축은행, 기금, 공제회 등은 최근까지 시장수익률 만큼의 수익도 내지 못한 것으로 나타났다. 특히 개인의 경우에는 주가등락에 관계없이 지속적으로 손실을 기록하는 것으로 파악되었다.

그렇다면 왜 이처럼 투자주체별로 투자성차가 다르게 나타나는 것일까? 전영순(2003)은 이러한 의문에 대한 답변이 될 수 있는 연구결과를 제시하고 있다. 연구결과에 따르면 외국인이나 기관투자자들은 이익의 내재가치 전환율이 높은 기업을 식별할 수 있는 능력 면에서 개인투자자보다 우월한 것으로 나타났다. 또한 외국인 투자자들이 투자의사결정에 있어서 회계이익의 질을 중시하고 있음을 보였으며, 국내의 기관투자자는 외국인에 비해 그 투자의사결정에 있어서 회계이익의 질적 수준을 고려하지 않는다는 연구결과를 제시하고 있다.

이러한 전영순의 연구결과는 외국인투자자나 기관투자자들이 회계정보에 대한 심도 있는 분석을 통해 투자의사결정을 하고 있음을 보여주며, 또한 국내의 기관투자자보다는 외국인이 그 분석능력에 있어서 더 뛰어남을 입증하는 것이다. 증권시장전문가들은 외국인이 개인보다 높은 수익률을 올리는 이유에 대하여 외국인은 실적을 보고 사는 반면 개인은 가격을 보고 사기 때문이라고 말한다. 즉, 외국인들은 기본적 분석에 의한 내재가치 중심의 투자를 하는 반면, 개인들은 낙폭 과대주나 단순 저평가주 등 가격논리를 중시한다는 것이다(해럴드경제 2004.04.16). 한국은행도 외국인의 투자성차가 국내의 기관투자자에 비해 월등한 이유 중의 하나로 외국인의 분석력이 우월하다는 점을 들고 있다.

이처럼 외국인이나 기관투자자들은 회계정보에 기초하여 투자의사결정을 수행하는 반면, 개인들은 회계정보 이외의 다른 정보, 예를 들면 가격정보 등을 중시하여 투자의사결정을 수행한다면 투자자의 특성에 따라 회계정보와 주가와 관련성이 다를 것으로 예상할 수 있다. 내재가치 분석을 중

요시하는 외국인이나 기관투자자의 지분율이 높은 기업일수록 해당기업의 회계정보에 대한 더 체계적인 분석이 수행될 가능성이 높으므로 회계정보와 주가와의 관련성도 높을 것으로 기대된다. 반면에 개인 지분율이 높은 기업일수록 회계정보가 투자자의사결정에 이용되는 정도가 낮을 것이므로 회계정보와 주가와의 관련성도 낮을 것으로 예상된다. 본 연구는 이처럼 투자자의 구성 상태에 따라 회계정보와 주가와의 관련성이 차이를 보이는 지를 검증한다. 연구표본은 자본시장이 개방된 1993년부터 2002년까지 상장기업을 대상으로 한다.

이러한 연구는 투자주체별 수익률의 차이가 회계정보의 분석과 활용의 차이에 기인하는지에 대한 간접적인 증거를 제공해 줄 수 있을 것이다. 회계정보와 주가와의 관련성이 높다는 것은 그만큼 회계정보가 주가에 반영되는 정도가 크다는 것을 의미한다. 즉, 투자자들이 회계정보에 대한 심도 있는 분석과 활용을 통해 투자자의사결정을 함으로써 주가가 회계정보를 충분히 반영하게 되는 것이다. 본 연구는 주식시장의 3대 매매주체로 간주되는 외국인, 기관투자자 및 개인의 지분율 구성 상태에 따라 회계정보와 주가와의 관련성이 차이를 보이는 지에 대한 실증적 증거를 제공함으로써 투자주체별로 투자자의사결정에 있어서 회계정보의 분석능력 및 활용도가 다른 지를 추론할 수 있도록 해 줄 것이다. 만약 국내투자자들에 비해 높은 수익을 실현하고 있는 외국인의 지분율이 큰 기업일수록 회계정보와 주가와의 관련성이 높게 나타난다면 국내의 기관투자자나 개인투자자들도 투자의사결정 과정에서 회계정보의 분석능력 및 활용도를 높여야 함을 시사한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 자본시장의 개방과정과 외국인투자자의 영향과 투자행태, 외국인 투자 기업에 대한 선행연구를 검토한다. III장에서는 연구가설을 설정하고 IV장에서는 연구모형과 수집된 표본을 분석하였다. V장에서는 실증분석 결과를 보고하고 마지막 VI장에서는 결론 및 시사점을 서술한다.

II. 연구배경 및 선행연구

1. 자본시장의 개방과 외국인 투자자의 영향

1992년 1월부터 주식시장이 개방됨으로써 외국인들은 일정한 범위 내에서 우리나라 상장주식을 취득할 수 있게 되었다. 개방 당시 외국인들이 취득할 수 있는 한도는 일반법인의 경우 1인 한도 3%, 전체한도 10%였다. 그 후 정부는 수차례에 걸쳐 외국인 투자한도를 확대하였으며 1998년 5월에는 IMF의 권고에 따라 외국인 자본을 국내에 유치하기 위한 방안의 하나로 일반법인의 한도를 완전히 폐지하였다(박영규와 최영목, 2003). 이에 따라 외국인 투자자는 종목별 투자한도가 각각 40%와 3%로 제한되고 있는 공공법인을 제외하고는 국내 상장법인 발행주식총수의 100%까지 취득할 수 있게 되었다.

〈표 1〉 자본시장 개방현황

확대일자	92.1.3 개방	94.12.1 (1차)	95.7.1 (2차)	96.4.1 (3차)	96.10.1 (4차)	97.5.2 (5차)	97.11.3 (6차)	97.12.11 (7차)	97.12.30 (8차)	98.5.25 (9차)	00.11.15
전체 한도											
· 일반법인	10%	12%	15%	18%	20%	23%	26%	50%	55%	폐지	—
· 공공법인	8%	8%	10%	12%	15%	18%	21%	25%	25%	30%	40%
1인 한도											
· 일반법인	3%	3%	3%	4%	5%	6%	7%	50%	50%	폐지	—
· 공공법인	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	3%	3%

자료 : 2002년도 외국인 투자동향분석(금융감독원 2003.02)

외국인 투자한도의 확대와 더불어 외국인이 국내 주식시장에서 차지하는 비중도 점차 증가하였다. 상장주식 시가총액 중에서 외국인 소유 주식의 비중은 1993년 말 당시 9.8%이었으나 점차적으로 증가하여 2004년 말에는 42%인 173조 3천억원에 달하게 되었다. 협회등록법인의 경우에도 외국인 지분율이 증가하기는 마찬가지이다.¹⁾ 2004년 한해 동안 외국인 순매매 비율은 시가총액 기준으로 전체 22.8%인 10조 4,857억원에 달하며, 이들의 매수와 매도는 주가의 급등락에 큰 영향을 미치고 있다. 이처럼 외국인의 주식 보유비율이 증가함에 따라 외국인이 우리나라 주식시장에 미치는 영향력도 점점 더 증가하고 있다. 실제로 외국인이 매수하는 종목은 주가가 오르고 외국인이 매도하는 주식은 주가가 내리는 현상이 종종 나타나기도 한다. 월별 외국인 순매수와 주가지수 등락률을 비교한 결과 2002년에 상관계수가 0.2이었으나 2003년에는 0.42, 2004년에는 0.43으로 나타났다(edaily 2004.9.8). 일반 투자자들에게 있어서 이러한 외국인 투자자의 매매동향은 투자판단의 제 1순위가 될 만큼 중요하게 여겨지고 있으며, 개인투자자들 사이에서 외국인을 따라 사고파는 매매가 가장 간편히 수익을 낼 수 있는 방법으로 여겨지고 있다.

2. 자본시장에 나타난 외국인투자자의 투자행태

외국인투자자에게 우리나라 자본시장이 개방된 1992년 이래 외국인투자자의 주식소유비율은 괄목할 만한 증가세를 보이고 있으며, 국내기관투자자와 개인투자자들과는 현저히 다른 투자패턴과 성과를 보이고 있다. 증권거래소(증권거래소 보도자료, 2002.2.20)의 2001년 말을 기준으로 외국인지분율 상위 50개의 외국인 선호종목에 대한 조사결과를 보면 외국인 선호종목은 베타계수가 1보다 작아 위험이 낮은 종목, 기업규모가 큰 종목 및 시가총액에 대한 장부가치의 비율이 낮아 기업전망이 좋은 종목을 선택하는 것으로 나타나고 있다. 또한 외국인 투자자는 투자액이 크기 때문에 중소형주나 유

1) 협회등록주식 역시 외국인투자자의 보유비중이 증가하고 있는 추세이다. 시가총액기준으로 2000년말 전체의 7.01%인 2조 34억원에서 2005년 2월 현재 13.23%인 5조 666억원으로 증가하였다.

통주식이 작은 종목보다는 우량주를 선호한다고 보고하고 있다(증권거래소 보도자료, 2004.2.).

한편, 우리나라 기관투자자는 선진국과는 달리 그 비중이 낮고 특히 1997년 외환위기 이후 그 투자비중이 감소하는 반면 외국인 투자자의 투자비중은 빠르게 증가하고 있다.²⁾ 기관투자자의 비중이 감소함으로써 기관투자자의 기업감시 기능이 소홀해지고, 외국인 지분율이 증가하는 추세에 비추어 볼 때 국내기업의 경영권 보호역할도 미흡하며, 기관투자자가 단기매매에 치중함으로써 주식시장의 안전판역할을 수행하지 못하고 있는 실정이다. 기관투자자가 이렇게 감소하는 이유로는 개인들의 직·간접적인 주식투자 회피, 연기금 등 장기주식투자자가 가능한 기관투자자의 미성숙 및 주식시장 및 기업에 대한 분석력과 위험관리 면에서 기관투자자가 외국인에 비하여 역량이 떨어짐(한국은행 보도자료, 2003.12.23)에 따라 주식투자 비중을 낮추고 단기매매에 치중하기 때문이다.

1995년 1월—2003년 5월의 증권거래소 분석자료에 따르면 외국인은 주가가 상승할 때 주식을 매입하고 주가가 하락할 때 매도하는 매매형태를 보이나, 개인과 국내 기관투자자는 이와 반대의 매매 형태를 보였고, 외국인의 경우 과거의 주가수익률과 현재의 순매수 간에 정의 상관관계(추세추종매매)를 보이나 개인은 이와 반대(역추세추종매매)의 행태를 시현하였다. 기관투자자 중 증권, 투신도 추세추종매매형태를 보이나 외국인에 비하여는 미약하고, 은행 등 기타 기관투자자는 미약한 역추세추종매매 성향을 보여 외국인과 국내 기관투자자 및 개인투자자 간에 투자성향이 다르게 나타나고 있다.

외국인 지분율과 기업의 실적을 보면(증권거래소 분석자료, 2004.5.25) 2004년 1분기 현재 외국인 지분율이 40% 이상인 기업 수는 전체의 9.3%에 불과하나 이들 기업들의 1분기순이익은 전체순이익의 56.4%에 이르고 있다. 외국인지분율 40% 이상인 기업의 매출액영업이익률도 전체의 11.59%보다 높은 16.78%로 나타나고, 부채비율은 전체의 101.79%보다 낮은 85.04%를 보임으로써 외국인투자자는 수익성이 우량하고 부채비율이 낮은 기업들에 투자하고 있음을 알 수 있다. 반면 외국인지분율이 10%에도 못 미치는 기업은 349개사로 69%를 차지하고 있으나 순이익은 전체의 12.64%에 불과하고 매출액영업이익률도 6.5%에 그치고 있으며, 부채비율은 전체보다 높은 122.75%를 보이고 있다.

3. 선행연구

외국인투자자와 관련된 여러 선행연구에서 외국인 투자자는 위험이 낮고 기업규모가 크며 시가총액에 대한 장부가치 비율이 낮은 종목을 지속적으로 선호하고 투자액이 크기 때문에 중소형주나 유통주식이 작은 종목보다는 우량주를 선호한다고 보고하고 있다. 지칭·옥진호(2003)는 외국인투자자의 선호종목의 특성과 외국인투자자의 거래행태를 국내 기관투자자 및 개인투자자와 비교하여 분석하였는데 분석결과 외국인투자자들은 기업규모가 크고, 위험 및 부채비율이 낮고 기업전망 및 회계적 이익이 높은 기업, 그리고 과거에 초과수익률을 기록한 기업에 투자하는 것으로 나타났다. 또

2) 기관투자자의 비중은 1997년말 26.3%에서 2002년말 15.9%로 하락하였으나, 동 기간 중 외국인의 비중은 13.7%에서 36.0%로 2003년 10월에는 40%로 급등하여 세계최고 수준의 증가율을 보였다. 기관투자자의 비중은 영국이 50%, 일본도 약 40% 상회하며, 외국인 비중은 영국 37%, 대만 23%, 일본 18%, 미국 9% 등임.

한 소규모기업은 부채비율이 낮고, 중대형 규모의 기업은 기업의 전망이 높은 기업을 선호하며, 수출을 많이 하는 기업에 관심을 가지지만 회전율은 선호종목의 결정요인이 아닌 것으로 나타났다. 김용현·정문경(2003)의 연구에서도 마찬가지로 외국인투자자는 체계적 위험이 낮은 기업에 투자하였지만 유동성비율, 배당성향, 활동성비율과는 무관하게 투자하였다. 이와 달리 국내 기관투자자는 체계적위험이 높고 유동성비율이 낮으며 배당성향이 높고 활동성비율이 높은 종목에 투자했음을 보여주었다. Kang and Stulz(1997)은 외국인 투자자는 제조업종, 높은 회계적인 수치, 낮은 비체계적 위험, 낮은 부채비율을 가진 주식을 선호한다는 것을 발견하였다. 또한 외국인들은 같은 규모의 대기업인 경우에도 유동성이 높은 주식을 선호하는데 기업규모가 클수록 외국 기관투자자들의 정보획득 능력이 내국인들과 비슷하기 때문에 이 결과는 정보의 비대칭성과 관계가 있다고 분석하였다. Dahlquist and Robertsson(2001)은 스웨덴에서의 외국인투자자들의 특성을 연구하였는데 그 결과 외국인들은 대규모 기업, 배당성향이 낮은 기업, 현금비중이 큰 기업을 선호하는 것으로 나타났다. 또한 대기업 중에서도 수출비중이 높거나 다른 증권시장에도 상장하고 있는 기업에 대한 선호도가 높았고, 지배력을 갖는 1인 대주주가 있는 기업은 회피하는 것으로 나타났다. 이처럼 외국인 투자자들은 기업규모가 크고 건실한 우량기업에 주로 투자하고 있다.

이처럼 외국인투자자는 대부분 우량기업에 투자함으로써 높은 수익률을 올린다. 박영규·최영목(2003)과 김동순·전영순(2003)의 연구는 외국인 투자자가 정보우위와 투자전문성을 가지고 있기 때문에 높은 수익률을 올린다는 점을 시사하고 있다. 박영규·최영목(2003)은 주식시장에서 외국인 투자자의 소유지분에 따라 외국인 지분이 높은 기업의 주가가 외국인 지분이 낮은 기업의 주가를 선도하는 효과가 있는지를 실증 분석하였는데 그 결과, 외국인 투자자의 소유지분이 높은 주식의 주가 선도 효과는 전체 연구기간에 걸쳐 유의적으로 발견되었으며, 특히 외환위기 이후 더욱 뚜렷이 나타나는 것으로 확인되었다. 이것은 외국인 투자자들은 투자의 전문성과 세계경제의 흐름에 대한 정보에 있어서 우위를 지니고 있기 때문에 이들의 투자비중이 높은 기업의 주가에 이러한 정보의 전달 효과가 먼저 나타나고, 이에 따라 외국인 투자자의 소유지분 차이에 따른 주가의 선도 및 지연 효과가 발생하는 것으로 볼 수 있다. 김동순·전영순(2004)은 정기주총일의 이익공시에 따른 비기대이익을 하나의 정보변수로 채택하여 사후적인 거래수익률 성과를 토대로 외국인투자자와 국내기관 및 개인투자자간의 정보우위를 실증분석하였다. 그 결과, 외국인 및 국내기관은 순매수를 통해 초과수익률을 얻는 반면, 국내 개인투자자들이 순매수하는 종목의 초과수익률은 하락하는 것으로 나타났다. 즉, 외국인 및 국내기관은 이익공시 시점에 주가가 상승할 종목을 분별할 수 있는 능력이 있어서 이익공시전에 이들 종목을 순매수함으로써 이익공시기간에 초과수익률을 올린다는 것이다. 그러나 외국인의 순매수가 향후 공시될 비기대이익에 대한 정보우위에 기초한다는 증거는 발견되지 않았다. 이는 외국인과 국내기관은 국내개인에 비해 비기대이익 외에 다른 정보우위가 있거나 향후 주가가 오를 기업을 판별할 수 있는 투자전략이 국내개인에 비해 우월하다는 것을 의미한다고 할 수 있다. 이러한 선행연구에서는 외국인투자자는 투자의 전문성과 정보우위에 있기 때문에 외국인 주주가 많은 기업일수록 주가를 선도하고 외국인투자자는 초과이익을 얻는다는 것을 알 수 있다.

그 밖의 많은 선행연구에서는 외국인투자자의 지분율이 높을수록 회계정보의 공시수준이 높기

때문에 재량적 발생과 그에 따른 정보불균형이 줄어들어 회계이익의 질이 높아진다는 점을 기술하였다. 전영순(2003)의 연구에 의하면 일반적으로 외국인 지분이 높은 기업의 회계이익은 외국인 지분이 낮은 기업의 회계이익보다 질적으로 우수한 것으로 나타났다. 외국인이 선호하는 기업의 특성을 통제한 후에도 외국인 지분은 재량적 발생액 및 비정상적 항목이 차지하는 비율과는 부의 관계를 보이며 이익지속성과는 정의 관계를 보였다. 이러한 결과는 외국인투자자의 경우 그 투자의사결정에 회계이익의 질을 중요시하며 재량적 발생액이 작고, 이익지속성이 높으며 비정상적 항목이 차지하는 비율이 작은 기업을 선호함을 의미한다. 또한 외국인 지분은 이익반응계수와 유의한 정의 관계를 보였다. 이는 외국인투자자들이 비기대이익 단위당 주가전환율이 높은 기업을 판별할 수 있는 능력면에서 일반 투자자보다 뛰어난 것을 시사한다. 또한 외국인 지분이 증가함에 따라 투자기업의 익년도 이익변동성은 감소하고 회계이익의 현금전환계수가 증가함으로써 외국인 투자자는 일단 투자한 기업에 대해 기업경영의 감시자로서의 역할을 담당하여 회계이익의 질적 향상을 유도하는 것으로 나타났다. 그러나 국내 기관에 대해서는 이러한 긍정적인 효과가 훨씬 미약한 것으로 나타났다. 이는 외국인투자자의 증가가 회계정보에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. 회계이익의 질이 기업의 내재가치 평가에 중요하다면 외국인 투자자 및 국내 기관투자가 등 전문 투자자들은 투자기업의 경영에 대한 감시자로서의 역할을 강화하여 기업이 신뢰성 있는 회계정보를 생산하고 공시하도록 유도하여야 함을 제시하고 있다. 전영순(2003)은 위 연구에서 나아가 IR을 통해 공시된 경영자 이익예측치의 예측오차 및 예측정확성이 외국인 및 국내기관투자가의 투자지분과 관계가 있는지를 검토하였다. 그 결과, 경영자 예측치의 예측오차 및 부정확성은 일반적으로 내국인지분율과 국내기관지분율이 높은 기업에서 크게 나타났다. 즉, 외국인지분율이 높을수록 경영자 예측치의 예측오차는 작아지고 보다 정확해진다. 이러한 결과는 외국인투자자 및 국내기관투자가 등 전문투자자들이 실제로 경영자의 공시활동에 견제기능을 담당하고 있음을 보여준다. 허영빈·심상규(2000)의 연구는 외국인 및 기관투자자의 소유지분이 회계정보 공시수준에 미치는 효과를 실증적으로 분석하였다. 분석결과 보통주 소유비율과 공시수준은 양의 상관관계를 갖는 것으로 검증되어 외국인과 기관의 보통주 소유비율이 높은 기업일수록 많은 회계정보를 공시한다는 사실이 검증되었다. 외국인투자자와 기관투자자는 다량의 주식을 보유하여 대리비용을 부담하려는 유인이 강하며 선진국에서 경험이 풍부한 회계지식과 회계전문가를 보유하기 때문에 그들이 행사하는 회계정보의 공시 압력은 개인투자자에 비해 상대적으로 강하기 때문에 외국인 투자자와 기관투자자의 소유지분이 높은 기업은 많은 회계정보를 공시하는 것으로 나타난다. 이세용, 강성익(2004)은 정보불균형이 이익조정에 미치는 영향을 분석하면서 정보불균형에 대한 측정치로 외국인 투자자 지분을 사용하였다. 외국인 투자자들은 상대적으로 신뢰성 있는 회계정보를 요구하므로 외국인 지분율이 높을수록 정보불균형의 수준이 감소하고 이에 따라 경영자의 이익조정행위는 감소할 것이라는 것이다. 실증분석 결과 외국인 투자자의 지분율이 클수록 이익조정액의 이익조정 수준은 감소하는 것으로 나타났다. 그러나, 보고이익이 감소하는 경우에는 외국인 투자자 지분이 클수록 이익조정 수준이 증가하는 것으로 나타났다. 이것은 외국인 투자자의 본질적인 속성은 단기적인 투자수익을 얻는 것이므로 보고이익이 작아서 기업가치가 감소할 것으로 예상되는 경우 외국인 투자자는 투자원금과 투자수익의 확보를 위

하여 경영자의 이익조정을 묵인하는 경향이 있다는 것으로 해석되었다. 심한택·허익구(2000)도 외국인 투자자가 경영자의 회계적 재량권의 행사에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과에 의하면 외국인 투자자 지분비율과 경영자의 회계선택은 음(-)의 관계를 보여주었지만 유의성은 낮으므로 투자자 지분비율이 경영자의 재량적인 회계선택 행위를 제한하는 것으로 판단하기는 힘들다. 그러나 상법상 주주의 회계장부열람권 행사가 가능한 지분율을 근거로 표본집단을 구분하여 분석한 결과에서 외국인 투자자의 지분비율이 낮은 기업집단에서 외국인 투자자 지분비율과 재량적 발생의 크기는 유의적인 양(+)의 관계가 나타났다. 이것은 외국인 투자자가 경영자의 회계선택을 제한하거나 감시할 정도의 지분율이 되지 않을 경우, 외국인 투자자의 지분율이 증가함에 따라 경영자는 단기적 시각에 의해 보고이익을 증가시키는 방향으로 재량적 회계선택을 하고 있음을 의미한다. 이러한 연구결과는 이들의 투자기법이나 투자행태를 참고하는 내국인 투자자나 회계정책 담당자의 의사결정에 참고자료로 사용될 수 있을 것으로 보인다. 이강일·김태균(2001)은 회계정보의 질을 나타내는 이익지속계수와 외국인 지분율 사이에 관련성이 있는지를 검토하였다. 실증분석 결과 단변량 분석에서는 외국인 지분이 있는 기업의 이익지속성이 외국인지분이 없는 기업의 이익지속성보다 통계적으로 유의하게 높은 것으로 나타났다. 그러나 외국인지분율을 종속변수로 하고 이익지속계수를 독립변수로 하고, 매출액순이익률, 매출총액으로 측정된 기업규모, 주가수익률을 통제변수로 한 다중회귀분석에서는 이익지속계수의 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 우리나라 증시에 참여하고 있는 외국인투자자들이 투자 대상 기업의 수익성과 기업규모를 주요 투자지표로 활용하고 있기는 하지만 이익의 지속성은 중요하게 고려하지 않고 있음을 시사한다.

이처럼 선행연구를 살펴보면, 외국인 투자자들은 개인투자자에 비하여 투자결정에 있어서 회계정보를 많이 활용하고, 이러한 외국인 투자자의 투자 성향은 회계이익의 질이나 공시 수준, 주가 선도 등에 영향을 주는 것을 알 수 있다. 그렇다면, 외국인의 지분율이 높은 기업일수록 해당기업의 회계정보에 대한 더 체계적인 분석이 수행될 가능성이 높을 것이다. 따라서 외국인 지분율이 높은 기업일수록 회계정보와 주가와와의 관련성도 더 높을 것으로 기대할 수 있을 것이다.

III. 연구가설

여러 선행연구에 의하면 외국인지분율이 높은 기업일수록 더 높은 사업성과를 보이며 투자수익률 또한 개인투자자에 비해 월등히 높은 것으로 나타났다. 본 연구에서는 이처럼 외국인 투자자가 더 좋은 기업을 선별해서 더 높은 성과를 보이는 것에 대한 원인을 외국인 투자자의 회계정보의 활용과 분석능력에 두었다.

외국인 투자자들은 회계정보에 대한 분석능력과 활용도가 개인투자자에 비해 뛰어나기 때문에 외국인 투자자의 지분율이 높은 기업일수록 해당기업의 회계정보에 대한 체계적인 분석이 수행될 가능성이 더 높을 것이고 이에 따라 회계정보와 주가와와의 관련성도 더 높아질 것으로 예상하였다.

같은 맥락으로, 개인투자자들은 회계정보의 분석능력과 활용도가 낮기 때문에 외국인 지분율이 낮고 개인 지분율이 높은 기업일수록 회계정보가 투자의사결정에 이용되는 정도가 낮을 것이므로 회계정보와 주가와의 관련성도 낮아질 것으로 예상된다.

본 연구는 투자주체의 구성상태에 따라 회계정보와 주가와의 관련성이 차이를 보이는지를 분석함으로써 투자주체별 수익률의 차이가 회계정보의 분석과 활용의 차이에 기인하는지에 대한 간접적인 증거를 제공해 줄 수 있을 것이다. 만약 국내투자자들에 비해 높은 수익을 실현하고 있는 외국인의 지분율이 클수록 회계정보와 주가와의 관련성이 높게 나타난다면 외국인 투자자들이 회계정보를 더 많이 활용한다는 증거이므로 국내의 기관투자자나 개인투자자들도 투자의사결정 과정에서 회계정보의 분석능력 및 활용도를 높여야 함을 의미할 것이다. 이러한 연구목적을 달성하기 위하여 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

가설 1 : 외국인 지분율이 높을수록 회계정보와 주가와의 관련성은 높아진다.

가설 2 : 개인 지분율이 높을수록 회계정보와 주가와의 관련성은 낮아진다.

IV. 연구방법 및 표본

1. 연구방법 및 변수에 대한 설명

가. 투자주체의 구성상태에 따른 회계정보와 주가와의 관련성

가설1은 외국인 지분율에 따라 회계정보와 주가와의 관련성이 차이를 보이는 지 분석한다. 이러한 가설을 검증하기 위해 다음과 같은 연구모형을 설정한다.

$$P_t = \alpha_0 + \sum_{k=T_1}^{T_2} \alpha_k YR_{kt} + \beta_1 BPS_t + \beta_2 OPS_t + \beta_3 NGOPS_t + \beta_4 FOR_t \\ \times BPS_t + \beta_5 FOR_t \times OPS_t + \varepsilon_t$$

P_t : t 기말 종가

YR_{kt} : 관측치가 연도 k 에 속하면 1, 그렇지 않으면 0
(단, $k=1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002$)

BPS_t : t 기말 현재 주당순자산 장부가액

OPS_t : t 기말 주당경상이익

$NGOPS_t$: t 기 주당경상이익이 음(-)이면 OPS, 아니면 0

FOR_t : t 기말 외국인 투자자 지분율

위 모델은 주가(P)를 종속변수로 하고 연도별더미변수(YR), 주당순자산장부가치(BPS), 당기순이익(EPS), 비대칭적으로 정의된 주당경상이익(NGOPS), 외국인지분율(FOR)×주당순자산장부가액(BPS), 외국인지분율(FOR)×주당경상이익(OPS)을 독립변수로 사용하였다.

이 중 가설과 관련이 있는 변수는 FOR×BPS 와 FOR×OPS이다. 변수 FOR은 외국인 투자자 지분율로서 순자산장부가액과 주당경상이익과의 상호작용을 살펴봄으로써 외국인 투자자 지분율에 따른 주가와 회계이익과의 관계를 포착한다. 외국인 지분율이 높을수록 회계정보의 가치관련성(value relevance)이 높다면 β_4 와 β_5 가 양의 값을 갖게 될 것이다.

BPS, OPS, NGOPS은 주가에 영향을 미칠 수 있는 다른 효과를 통제하기 위하여 회귀식에 포함하였다. BPS와 OPS은 주된 회계정보의 대용치로 쓰였다. BPS와 OPS이 높을수록 주가가 클 것이므로 β_1 , β_2 는 양의 값을 가질 것으로 추정된다.

YR은 시장전체의 움직임(예를 들면 종합주가지수)에 따른 주가수준의 변화를 통제하기 위하여 회귀식에 포함되었다.

NGOPS변수는 회계이익이 음(-)의 범위에서만 정의되는 변수로서 회계이익이 음(-)인 경우 회계수치와 주가와와의 관계가 회계이익이 양(+)인 경우와는 질적으로 다른 패턴을 보인다는 선행연구 결과(Hayn 1995 ; Collins et al. 1999)에 따라 모형에 추가되었다.

가설2는 개인투자자의 지분율에 따라 회계정보와 주가와와의 관련성이 차이를 보이는지 분석한다. 이러한 가설을 검증하기 위해 다음과 같은 연구모형을 설정한다.

$$P_t = \alpha_0 + \sum_{k=T_1}^{T_2} \alpha_k YR_{kt} + \beta_1 BPS_t + \beta_2 OPS_t + \beta_3 NGOPS_t + \beta_4 IND \times BPS_t + \beta_5 IND \times OPS_t + \varepsilon_t$$

P_t : t기말 종가

YR_{kt} : 관측치가 연도 k에 속하면 1, 그렇지 않으면 0
(단, k=1994,1995,1996,1997,1998,1999,2000, 2001,2002)

BPS_t : t기말 현재 주당순자산 장부가액

OPS_t : t기말 주당경상이익

$NGOPS_t$: t기 주당경상이익이 음(-)이면 OPS, 아니면 0

IND_t : t기말 개인 투자자 지분율

여기에서 주요한 변수는 IND×BPS와 IND×OPS이다. 만일 개인투자자는 투자의사결정시 회계정보를 활용하지 않는다면 개인투자자의 지분율이 높을수록 회계정보의 가치관련성(value relevance)이 낮기 때문에 β_4 와 β_5 는 음의 값을 갖게 될 것이다.

나. 회계이익의 질 통제

회계정보와 주가와의 관련성이 높은 기업은 회계이익의 질적 수준이 높다고 할 수 있을 것이다. 선행연구에 의하면 외국인투자자는 기업규모가 크고 재무구조가 건실하며 수익성이 양호한 우량기업을 선호한다. 외국인투자자가 선호하는 기업의 이러한 특성들이 회계이익의 질과 밀접하게 관련되어 있어서 원래 회계정보와 주가와의 관련성이 높은 기업이라면 외국인투자자의 회계정보 분석과 활용도와는 관련 없이 외국인 지분율이 높을수록 회계정보와 주가와의 관계가 양으로 나타날 수 있다. 또한 여러 선행연구에서는 외국인 투자자들은 기업의 감시자 역할을 담당하기 때문에 회계정보 공시에 있어서 경영자의 이익조정을 감소시킨다고 보고한 바 있다. 따라서 외국인투자자의 증가가 회계이익의 질적 수준을 향상시킬 수 있다. 즉, 외국인 투자자들은 회계이익의 질이 높은 기업을 선호하는 경향이 있고, 또한 외국인투자자는 경영 감시자의 역할을 수행하기 때문에 외국인투자자의 회계정보 분석능력과는 관계없이도 외국인 투자자의 지분율이 높을수록 회계정보와 주가와의 관련성이 양(+)의 관계를 보일 수 있을 것이다.

따라서 이러한 점을 통제하기 위해 연구모형에 회계이익의 질적 수준과 관련된 변수를 추가하였다. 회계이익의 질을 통제한 후에도 외국인투자자의 지분율이 높을수록 회계정보와 주가가 양(+)의 관계를 보인다면 외국인투자자들은 이익의 내재가치 전환율이 높은 기업을 식별할 수 있는 능력 면에서 일반투자자보다 우월하다고 해석할 수 있을 것이다.

회계이익의 질적 수준을 통제한 변수로는 재량적발생(DA)을 이용하였다. DA가 작을수록 회계이익에 포함된 노이즈(noise)가 작아 회계이익의 질이 높아질 것이므로 회계이익과 주가와의 관계가 커져서 β_6 과 β_7 는 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

$$P_t = \alpha_0 + \sum_{k=T_1}^{T_2} \alpha_k YR_{kt} + \beta_1 BPS_t + \beta_2 OPS_t + \beta_3 NGOPS_t + \beta_4 FOR \times BPS_t + \beta_5 FOR \times OPS_t + \beta_6 DA \times BPS_t + \beta_7 DA \times OPS_t + \varepsilon_t$$

P_t : t 기말 증가

YR_{kt} : 관측치가 연도 k 에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

(단, $k=1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002$)

BPS_t : t 기말 현재 주당순자산 장부가액

OPS_t : t 기말 주당경상이익

$NGOPS_t$: t 기 주당경상이익이 음(-)이면 OPS, 아니면 0

FOR_t : t 기말 외국인 투자자 지분율

DA_t : t 기 재량적 발생액

재량적 발생은 Jones 모형을 이용하여 측정하였다. Jones 모형은 기업의 경제상황의 변화가 발생액에 미치는 영향을 통제하기 위한 모형으로서 비재량적 발생액을 매출액의 변화 및 유형자산의 함수로 추정한다. 매출액의 변화를 회귀식에 포함시킨 이유는 총발생액의 일부를 구성하는 운전자본 계정의 변화가 매출액의 변화와 관련되기 때문이다. 유형자산은 비재량적 감가상각비와 관련된 총발생액을 통제하기 위해 도입되었다. 유형자산의 변동액이 아닌 유형자산 수준을 사용한 이유는 감가상각비의 변동액이 아닌 총 감가상각비가 발생액에 포함되어 있기 때문이다. 구체적으로 Jones 모형에 의한 재량적 발생액은 다음과 같이 추정된다. 재량적 발생액은 잔여오차 ε_t 로 정의된다. 존스 모델을 연도별-산업별 기준으로 적용하여 각 기업의 이익조정액을 추정하였다(박종성 · 이은철 2003).

$$TA_t / A_{t-1} = \alpha_0 + \beta_1(\Delta REV_t / A_{t-1}) + \beta_2(PPE_t / A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

TA_t : t 기 총발생액

A_{t-1} : $t-1$ 기 총자산

ΔREV_t : t 기 매출액의 변화 (= t 기 매출액 - $t-1$ 기 매출액)

PPE_t : t 기말의 상각대상자산(= 유형자산 + 무형자산 + 이연자산 - 토지 - 건설중인자산)

ε_t : t 기 재량적 발생

2. 표 본

국내자본시장이 외국투자자들에게 처음으로 개방된 것은 1992년 1월부터이다. 그러나 자본시장 개방 첫해인 1992년에는 외국인의 국내 투자가 거의 없었으므로 본 연구는 1993년부터 2002년까지의 기간 동안 제조업을 영위하는 증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 연구를 수행하였다. 금융업의 경우 적용되는 회계원칙이나 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 다른 업종과 상이하여 재무비율 등을 동일한 기준에 의해 비교·분석하기 어려우므로 표본에서 제외하였다.

재무자료 및 기말 종가 자료를 입수할 수 없는 기업-년 관측치는 표본에서 제외하였으며 극단치의 영향을 줄이기 위하여 실증분석에 사용되는 주당장부가액 및 주당경상이익이 (평균 $\pm 3 \times$ 표준편차)를 초과하는 극단치도 연구표본에서 제외되었다. 또한 재량적발생이 -1이하이거나 1을 초과하는 기업도 연구표본에서 제외하였다. 소유주 지분비율에 관한 자료는 한국신용평가(주)의 KIS-FAS 데이터베이스로부터 추출하여 사용하였으며, 그 밖의 재무자료 및 주가, 주식수에 관한 자료는 와이즈에프엔(Wisefn) 데이터베이스로부터 입수하여 사용하였다. 이러한 결과로 연구에 사용된 최종 표본은 총 4,620개이며 그 구성은 다음과 같다.

〈표 2〉 표본의 추출

연 도	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	합 계
전체 상장기업	693	699	721	760	777	748	718	703	690	680	7,189
금융업	(87)	(92)	(96)	(107)	(109)	(93)	(81)	(75)	(66)	(63)	(869)
자료가 없는 기업	(212)	(186)	(186)	(185)	(183)	(170)	(134)	(112)	(97)	(86)	(1,551)
극단치 제거	(2)	(2)	(4)	(5)	(5)	(48)	(18)	(13)	(18)	(34)	(149)
연구에 사용된 표본	392	419	435	463	480	437	485	503	509	497	4,620

V. 실증분석 결과

1. 기술통계량

〈표 3〉은 주요 재무변수의 기술통계량을 보여준다. 분석대상 기간 동안 외국인 투자자들은 국내 상장기업 주식의 5.6%를 보유한 것으로 나타났으며, 표본기업 중 외국인 투자자 지분율이 가장 높은 기업은 한라공조로서 2002년 말 현재 86.1%를 보이고 있다. 동일한 기간 동안 국내 상장기업에 대한 기관투자자들의 평균 지분보유비율은 12.5%를 보이고 있으며, 최대 91.1%까지 보유한 경우도 있었다. 상장기업에 대한 개인투자자 지분보유비율은 평균 62.2%로 나타났으며, 외국인 및 기관투자자가 전혀 지분을 보유하고 있지 않은 표본도 145개 존재하였다. 분석대상 기간 동안 상장기업의 평균 주당장부가액은 21,567원이며, 평균 주당경상이익은 1,201원으로 나타났다.

〈표 3〉 주요 재무변수의 기술통계량

변 수	평 균	표준편차	최소값	중위수	최대값
FOR	0.056	0.101	0.000	0.012	0.861
INST	0.125	0.128	0.000	0.089	0.911
IND	0.622	0.235	0.000	0.655	1.000
PRICE	17,985	23,143	195	11,800	585,000
BPS	21,567	24,358	-139,425	15,850	191,476
OPS	1,201	5,213	-37,079	929	39,869
MtoB	1.335	20.743	-117.459	0.682	1,315.127
PER	15.596	55.558	-1,336.145	8.145	1,496.230
FINL	0.639	0.466	0.043	0.620	21.793
ROA	0.008	0.141	-2.589	0.022	0.449
CF	0.042	0.099	-1.512	0.044	0.613
SIZE	11.268	0.598	9.711	11.176	13.810
DA	-0.0001	0.0918	-0.7692	-0.0008	0.8189

〈변수설명〉

FOR : 외국인 투자자 지분율

INST : 기관투자자 지분율(금융회사, 증권회사 및 보험회사가 보유한 지분의 합)

IND : 개인투자자 지분율

PRICE : 종가

BPS : 주당 순자산가액

OPS : 주당 경상이익

MtoB : 시가총액/장부가액

PER : 주가/주당순이익

FINL : 부채총액/자산총액

ROA : 경상이익/자산총액

CF : 영업활동으로 인한 현금흐름/자산총액

SIZE : LN 총자산

DA : Jones모형에 의해 추정된 재량적 발생

2. 상관관계 분석

<표 4>는 지분율을 포함한 주요 재무변수간의 상관관계를 분석한 결과이다. 외국인 투자자 지분율(FOR)은 주가(PRICE), 주당장부가액(BPS), 주당경상이익(OPS), 총자산경상이익률(ROA), 현금흐름비율(CF) 및 기업규모(SIZE)와는 유의한 양의 상관관계를 보이고 있으며, 부채비율(FINL), 재량적 발생(DA)과는 유의한 음의 상관관계를 보이고 있다. 이러한 결과는 외국인 투자자들이 주가가 높고 경영성과가 양호하며, 부채비율이 낮고 경영자 이익조정이 낮은 기업에 투자하고 있음을 보여준다. 그러나 시장가치 대 장부가치 비율(MtoB), 주가이익비율(PER) 등은 외국인 지분율과 유의한 관련성이 없는 것으로 나타났다.³⁾

〈표 4〉 주요 재무변수간 상관관계 분석 결과

	FOR	INST	IND	PRICE	BPS	OPS	MtoB	PER	FINL	ROA	CF	SIZE
INST	0.101**											
IND	-0.478**	-0.496**										
PRICE	0.274**	0.130**	-0.175**									
BPS	0.210**	0.048**	-0.151**	0.483**								
OPS	0.262**	0.060**	-0.168**	0.444**	0.519**							
MtoB	-0.007	0.000	0.014	0.011	-0.022	-0.016						
PER	-0.003	0.057**	-0.030*	0.206**	0.010	0.018	0.003					
FINL	-0.087**	0.029*	0.037*	-0.108**	-0.268**	-0.250**	0.013	-0.021				
ROA	0.163**	0.053**	-0.124**	0.206**	0.251**	0.543**	-0.115**	0.041**	-0.524**			
CF	0.202**	0.044**	-0.160**	0.173**	0.176**	0.368**	-0.061**	-0.009	-0.191**	0.488**		
SIZE	0.331**	0.292**	-0.496**	0.088**	0.222**	0.069**	-0.041**	-0.020	0.013	0.080**	0.111**	
DA	-0.034*	0.006	0.002	-0.022	0.001	0.031**	0.001	0.030*	-0.167**	0.169**	-0.362**	0.017

양측검정 결과임, ** P<0.01, * P<0.05

3) 본 연구의 분석결과는 전영순(2003)의 연구결과와 거의 일치하고 있다.

기관투자자 지분율(INST)은 PRICE, BV, OPS, PER, ROA, CF 등과 양의 상관관계를 보여, 기관투자자들이 외국인 투자자와 유사한 기업을 선호하고 있음을 알 수 있다. 다만 외국인 지분율의 경우와는 달리 기관투자자 지분율이 부채비율과 양의관계를 보이고 있는데, 이러한 결과는 전영순(2003)의 연구결과와 일치하는 것이다. 개인투자자 지분율(IND)은 PRICE, BV, OPS, ROA, CF 등과 유의한 음의 상관관계를 보이고 있다. 이는 개인투자자들이 주가가 낮고 경영성과나 현금흐름 비율이 좋지 않은 기업에 투자하고 있음을 보여준다.

3. 투자주체의 구성상태에 따른 회계정보와 주가와의 관련성 분석

<표 5>는 본 연구의 가설을 검정하기 위하여 주가를 종속변수로 하고 회계변수 및 지분율과 회계변수간의 상호작용변수를 독립변수로 하여 회귀분석을 수행한 결과이다. 본 연구의 첫 번째 관심은 외국인 지분율이 높을수록 회계정보와 주가와의 관련성이 높아지느냐 하는 점이었다. 분석결과는 FOR×BPS 및 FOR×OPS의 회귀계수 모두 유의수준 1% 하에서 유의한 양의 값을 보인다. 이는 외국인지분율이 높을수록 회계정보와 주가와의 관련성이 높아진다는 본 연구의 첫 번째 가설을 지지하는 결과이다.

본 연구에서 독립된 가설로 설정하지는 않았지만 기관투자자 지분율에 대해서도 동일한 분석을 수행하고 그 결과를 함께 제시하였다. 외국인 투자자의 경우와 마찬가지로 기관투자자들도 단순한 주가수준이나 품문보다는 회계정보를 이용한 내재가치 분석에 기초하여 투자의사결정을 할 것으로 예상되므로 INST×BPS와 INST×OPS의 회귀계수가 양의 값을 가질 것으로 예측되었다. 분석결과 회귀계수는 예측대로 양의 값을 보이긴 하였으나 유의성은 없는 것으로 나타나고 있다.

<표 5> 전체 표본의 분석결과

변 수	예상 부호	외국인	기관	개인
		회귀계수(t값)	회귀계수(t값)	회귀계수(t값)
BPS	+	0.236(17.00)**	0.252(15.47)**	0.336(11.26)**
OPS	+	1.768(17.67)**	2.327(23.00)**	3.473(20.91)**
NGOPS	-	-1.976(-14.93)**	-2.601(-20.57)**	-2.060(-15.58)**
FOR×BV	+	0.412(4.77)**		
FOR×OPS	+	3.055(6.62)**		
INST×BPS	+		0.091(1.05)	
INST×OPS	+		0.790(1.75)	
IND×BPS	-			-0.122(-2.73)**
IND×OPS	-			-2.163(-8.59)**
표본수		4,620	4,620	4,620
Adj.R ²		0.453	0.428	0.446

** P<0.01, * P<0.05

본 연구의 두 번째 가설은 개인투자자 지분율이 높을수록 회계정보와 주가와의 관련성이 낮아지느냐 하는 것이다. <표 5>의 분석결과는 이러한 두 번째 가설 역시 지지되고 있음을 보여준다. $IND \times BPS$ 와 $IND \times OPS$ 의 회귀계수 모두 음의 값을 보이고 있으며, 유의수준 1% 하에서 유의한 것으로 나타나고 있다.

자본시장이 외국투자자들에게 개방된 것은 1992년이지만 한도 없이 완전히 개방된 것은 1998년 5월이다. 따라서 1998년까지는 외국인 투자자들이 국내 시장에 미치는 역할이 제한적이었을 수도 있다. 본 연구는 이러한 점을 인식하여 1998년부터 2002년까지 만의 자료를 가지고 추가적인 분석을 수행하였다. 분석결과는 <표 6>의 전체표본을 대상으로 한 결과와 큰 차이를 보이지 않고 있다. 또한 외국인지분율만 있는 기업만을 대상으로 한 <표 7>의 분석결과도 전체표본을 대상으로 한 결과와 일치한다.

<표 6> 1998년 이후 표본만을 대상으로 분석한 결과

변 수	예상 부호	외국인	기관	개인
		회귀계수(t값)	회귀계수(t값)	회귀계수(t값)
BPS	+	0.149(8.74)**	0.197(9.75)**	0.358(8.96)**
OPS	+	1.233(9.77)**	2.221(17.80)**	3.185(15.44)**
NGOPS	-	-1.303(-8.13)**	-2.357(-15.01)**	-1.541(-9.44)**
FOR×BPS	+	0.708(6.87)**		
FOR×OPS	+	3.360(6.60)**		
INST×BPS	+		-0.070(-0.563)	
INST×OPS	+		0.219(0.414)	
IND×BPS	-			-0.260(-4.53)**
IND×OPS	-			-2.254(-7.57)**
표본수		2,431	2,431	2,431
Adj.R ²		0.396	0.316	0.364

<표 7> 외국인 지분율이 있는 기업만을 대상으로 한 분석결과

변 수	예상부호	전체표본	1998년 이후 표본
		회귀계수(t값)	회귀계수(t값)
BPS	+	0.216(13.29)**	0.124(7.35)**
OPS	+	1.794(17.49)**	1.321(11.05)**
NGOPS	-	-1.994(-14.21)**	-1.410(-8.93)**
FOR×BPS	+	0.477(6.39)**	0.793(8.56)**
FOR×OPS	+	2.927(5.97)**	3.067(6.81)**
표본수		3,397	1,719
Adj.R ²		0.532	0.541

4. 회계이익의 질 통제

<표 8>은 재량적발생을 모형에 포함하여 회귀분석을 수행한 결과이다. 회계이익의 질이 높은 기업일수록 경영자의 재량적 발생이 감소하므로 P와 DA×BPS, DA×OPS의 회귀계수는 음(-)의 값을 가질 것으로 추정되었다. 회계이익의 질을 포함하여 분석한 결과에서도 FOR×BPS와 FOR×OPS의 회귀계수는 양(+)의 값으로 나타났다. 이것은 회계이익의 질을 통제한 후에도 외국인 지분율이 증가할수록 회계정보와 주가와의 관련성이 증가한다는 것을 의미한다.

〈표 8〉 회계이익의 질 통제 후 분석결과

변 수	예상부호	전체표본	1998년 이후 표본
		회귀계수(t값)	회귀계수(t값)
BPS	+	0.218(15.20)**	149(8.74)**
OPS	+	1.852(17.89)**	1.240(9.80)**
NGOPS	-	-1.809(-13.22)**	-1.300(-8.07)**
FOR×BPS	+	0.437(4.89)**	0.706(6.85)**
FOR×OPS	+	2.885(6.05)**	3.369(6.63)**
DA×BPS	-	-0.173(-1.43)	0.042(0.28)
DA×OPS	-	0.890(2.00)*	0.225(0.48)
표본수		4,620	2,431
Adj.R ²		0.415	0.395

전영순(2003)은 회계이익의 질을 통제한 후에도 외국인지분율과 국내 기관지분율이 높을수록 이익반응계수가 커짐을 보여주었다. 그는 이러한 결과에 대하여 전문투자자들이 비기대이익 단위당 주가전환율이 높을 기업을 판별할 수 있는 능력 면에서 일반투자자보다 뛰어나기 때문에 나타나는 현상으로 해석하고 있다. 그러나 이러한 결과는 외국인이나 기관투자자들이 투자의사결정에서 회계정보를 많이 활용하기 때문에 나타나는 결과일 수 있다. 시장에서 주가는 다양한 투자자들의 의사결정의 결과에 따라 결정된다. 만약 회계정보를 전혀 이용하지 않는 투자자들만이 시장에 존재한다면 회계정보와 주가와의 관련성은 존재하지 않을 것이다. 하지만 투자의사결정과정에서 회계정보를 활용하는 투자자들이 늘어나면 늘어날수록 회계정보와 주가와의 관련성도 높을 것이다. 따라서 위의 분석결과는 외국인 투자자는 투자의사결정에 있어 회계정보를 많이 활용하지만 개인투자자는 회계정보를 활용하지 않는 것으로 해석될 수 있다.

VI. 결론 및 시사점

자본시장 개방이후 자본시장에서 외국인 투자자가 차지하는 비중이 점점 증가함에 따라 외국인 투자자의 투자행태나 성과에 많은 관심이 집중되고 있다. 이에 본 연구에서는 투자자의 구성상태에 따라 회계정보와 주가와의 관련성이 차이를 보이는 지를 검증하였다. 외국인 지분율의 구성 상태에 따라 회계정보와 주가와의 관련성이 차이를 보이는 지에 대한 실증적 증거를 제공함으로써 투자주체 별로 투자의사결정에 있어서 회계정보의 분석능력 및 활용도가 다른 지를 추론할 수 있도록 해 줄 것이다. 이를 위해 1993년부터 2002년까지 10년간의 표본기간에 대해 총 4652개의 관찰기업을 대상으로 외국인지분율에 따른 주가와 회계정보와 관련성을 횡단면 회귀분석을 통해 알아보았다. 회계이익의 질을 통제하기 위하여 설명변수로 재량적 발생과 회계변수의 상호관계를 포함하여 분석하였다.

연구 결과에 의하면 외국인지분율이 높을수록 회계정보와 주가는 유의적으로 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 외국인 지분율이 높을수록 회계정보와 주가와의 관련성이 높다는 가설을 지지하는 결과이다. 회계이익의 질을 통제한 후에도 이러한 가설은 지지되었다. 또한 개인 지분율이 높을수록 회계정보와 주가는 유의적으로 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이 또한 개인지분율이 높을수록 회계정보와 주가와의 관련성이 낮다는 두 번째 가설을 지지하는 결과이다.

이러한 연구결과는 외국인 투자자가 개인투자자에 비해 투자의사결정 요인으로 회계이익등의 실적지표를 더 많이 활용한다는 것을 시사한다. 외국인 투자자는 투자의사결정에 있어서 회계정보를 많이 활용하므로 그러한 투자행태가 주가에 반영되어 외국인 지분율이 높을수록 주가와 회계이익과의 관련성이 높아지는 것이다. 즉, 외국인 투자 비율이 높을수록 회계정보가 좀 더 심도 있게 분석하고 활용되므로, 상대적으로 회계정보를 덜 이용하는 개인투자자의 비율이 높은 기업에 비해 회계정보와 주가와의 관련성이 더 높다는 것이다. 이러한 점은 외국인 투자자의 높은 투자실적과 연결지어 생각할 수 있다. 외국인 투자는 회계정보의 높은 분석능력을 활용하여 실적이 높고 안정성이 큰 우량주를 위주로 구매하여 높은 수익률을 얻지만 상대적으로 개인투자자들은 투자결정시 주식의 가격에 의존하지 재무제표를 통해 얻을 수 있는 회계정보에 크게 의존하지 않고 낙폭 과대주나 단순 저평가주를 선호하기 때문에 투자수익률에 있어 차이가 발생한다는 것이다.

본 연구는 증시전문가들이 분석했던 것처럼 외국인투자자와 개인투자자간의 수익률의 차이가 회계정보의 분석과 활용의 차이에 기인한다는 간접적인 증거를 제공한다. 외국인 투자자는 회계정보에 대한 심도 있는 분석을 통해 투자의사결정을 하고, 국내의 기관이나 개인투자자보다는 외국인이 그 분석능력에 있어서 더 뛰어나기 때문에 높은 수익률을 거둔다는 것이다. 국내의 기관투자자나 개인투자자들도 외국인투자자와의 수익률 차이를 좁히기 위해서는 투자의사결정 과정에서 회계정보의 분석능력 및 활용도를 높여야 할 것이다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재 신청되지 않았음을 확인함”

참고문헌

- 김동순·전영순. 2004. “외국인투자자 대 국내투자자의 정보우위”. 증권학회지. 제33집2호 : 1-44.
- 김용현·정문경. 2003. “한국주식시장에서 외국인투자자의 투자양식 및 국내 기관투자자와의 비교”. 대한경영학회지 제40호 : 1937-1965.
- 박영규·최영목. 2003. “외국인 투자자의 소유 지분 수준에 따른 주가 선도효과 연구”. 국제경영연구. 제14권 제1호 : 27-44.
- 박종성·이은철. 2003. “회계제도의 개선과 회계정보의 유용성”. 회계학연구. 제28권 제2호 : 105-134.
- 심한택·허익구. 2000. “외국인 투자자와 경영자의 회계적 재량”. 경영연구. 제15권 제3호 : 89-112.
- 이강일·김태균. 2001. “이익지속성과 외국인지분율의 관계에 대한 연구”. 한국증권학회 발표논문집 : 81-109.
- 이세용·강성익. 2004. “외국인 투자자 지분율이 이익조정에 미치는 영향”. 세무와 회계저널. 제5권 제2호 : 229-255.
- 전영순. 2003. “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질”. 경영학연구. 제32권 제4호 : 1001-1032.
- _____. 2003. “경영자 예측정보의 신뢰성에 대한 외국인투자자 및 국내투자자의 견제기능”. 대한경영학회지. 제28호 : 891-913.
- 지 청·옥진호. 2003. “외국인투자자의 선호종목과 거래행태 분석”. 한국증권학회 발표논문. 한국증권학회 : 515-559.
- 허영빈·심상규. 2000. “외국인 및 기관투자자의 소유지분이 회계정보 공시수준에 미치는 영향”. 2000년도 동계학술연구 발표회 발표논문집. 제12권 제1호 : 91-119. 내일신문. 2004.4.8. “시가400조원, 외국인만의 잔치”
- 동아일보. 2003.12.29. “아듀, 2003증시 / <상>거래소 시장 명함”
- 조선일보. 2005.4. “올 주식투자 수익 21%, 19% 대 1%”
- 해럴드 경제. 2004.4.16. “외국인 ‘실적’ 개인 ‘가격’ 선호”
- 금융감독원 보도자료. 2003.2. 2002년도 외국인 투자동향 분석
- _____. 한국증권업협회 통계자료. “증권시장에서의 외국인 투자현황”
- 금융감독원. “외국인 주식 투자한도 확대추이”
- 증권거래소 보도자료. 2004.2. “외국인 선호종목의 특징분석”
- _____. 2004.5. “상장법인 외국인 지분율과 실적 현황”
- 증권선물거래소 보도자료. 2005.2.3. “10대그룹 외국인 보유비중 현황”
- edaily. 2004.9.8. “개미들의 생존전략”
- edaily. 2005.4.4. “개미도 돈 벌 수 있다”
- 한국은행 보도참고자료. 2003.12.23. 주식시장에서 기관투자자의 역할 제고를 위한 과제-기관투자자의 주식매매행태 및 성과분석에 따른 시사점을 중심으로-

한국은행. 2005.1.19. "2004년 중 외국인 증권투자자금 유출입 동향"

한국증권업협회 통계자료. "외국인 상장주식 거래대금"

Dahlquist. M. and G. Robertsson. 2001. "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics". *Journal of Financial Economics* 59 : 413-440.

Kang. J. K. and R. M. Stulz. 1997. "Why Is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan". *Journal of Financial Economics* 46 : 3-28.

Riffe. S. and R. Thompson. 1998. "The Relation between Stock Prices and Accounting Informaion". *Review of Accounting Studies* 2 : 325-351.

A Study on the Differential Association between Accounting Information and Stock Price in Investor Groups

Jongsung Park* · Taehwa Yoon** · Jeongin Kim***

This study empirically analyzed whether the association between accounting information and stock price was different in investor groups such as foreign investors, domestic institutional investors and domestic individual investors. We predicted that the association between accounting information and stock price was different according to the characteristics based on the different investment results in investment groups. Manufacturing companies listed on Korea Stock Exchange was selected as sample in the period of 1993 through 2002. We additionally analyzed the association including discretionary accruals in the empirical models as a control variable.

Research results show that the association between accounting information and stock price is significantly positive as foreign investors' equity ratio is high. This association is still significant after controlling the quality of earnings. As domestic individual investor's equity ratio is high, the relationship between accounting information and stock price is significantly negative. This results imply that foreign investors use accounting information more than domestic individual investors in their investment decisions, and supply an indirect evidence that difference in profitability of investors results from the degree of utilization and analysis of accounting information. That means since foreign investors is superior in the ability of use and analysis of accounting information to domestic investors, they realize higher return in investment in stock. Domestic institutional and individual investors are required to improve their abilities of use and analysis of accounting information in their investment decision to narrow the profitability difference.

<Key words> foreign investors, domestic institutional investors, domestic individual investors,
the association between accounting information and stock price, quality of earnings

* Professor, Sookmyung Women's University

** Professor, Kyungwon University

*** Graduate Student, Sookmyung Women's University