

감사인 교체와 외국인지분율 간의 관련성*

정현욱** · 이현주*** · 문태형****

〈요 약〉

본 연구는 감사인의 교체와 외국인지분율 간의 관련성을 분석하기 위하여 3가지 가설을 설정하고 실증분석을 수행하였다. 본 연구의 가설은 국내의 외국인투자자들은 회계정보의 신뢰성(회계정보의 질)이 높고, 회계이익이 큰 기업을 선호한다는 기대에 근거하여 설정하였다.

분석결과, 감사인 교체는 외국인지분율과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 감사인 교체를 세부적으로 고려할 경우, 하향(Big4 → non-Big4)과 동일수준(Big4 → Big4 및 non-Big4 → non-Big4)의 감사인 교체는 외국인지분율과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 상향(non-Big4 → Big4) 감사인 교체는 외국인지분율과 관련성을 가지지 않는 것으로 나타났다.

특히, 감사인의 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에는 추가적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났지만, 감사인 교체는 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 감소시키는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 감사인을 하향, 상향 및 동일수준으로 변경한 경우에도 일관된 것으로 나타났다.

이는 국내의 외국인투자자들의 경우 감사인의 교체는 감사품질을 제고시키지 못한다고 판단하여, 회계정보의 신뢰성에 추가적인 가중치를 부여하지 않는 것으로 해석할 수 있다. 오히려 외국인투자자들은 감사인 교체로 인하여 기업이 부담해야 하는 비용이 증가한다고 판단하여 회계이익에 부여하는 가중치를 줄이는 것으로 판단되어 진다. 결과적으로, 국내의 외국인투자자들은 ‘감사인 교체’라는 사건을 부정적으로 평가하여, 감사인 교체와 외국인지분율 간에는 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 판단된다.

본 연구는 ‘주기적 감사인 지정제’가 도입된 현 시점에서, 제도의 효과를 예측할 수 있는 자료를 제공한다는 점에서 정책 결정자에게 유용한 자료가 될 것으로 기대된다. 특히, 본 연구는 ‘주기적 감사인 지정제’ 도입이 기업의 지배구조를 변경시킬 수 있다는 자료를 제시한다는 점에서 실무적인 공헌점이 있을 것으로 기대된다.

〈주제어〉 감사인 교체, 외국인지분율, 회계정보의 신뢰성, 회계이익

* 이 논문은 동아대학교 교내연구비 지원에 의하여 연구되었음.

** 동아대학교 경영대학 경영학과 부교수, biglotos@dau.ac.kr, 주저자

*** 영남대학교 강사, 경영학박사, hyunjulee0328@gmail.com, 공동저자

**** 목원대학교 경영학과 조교수, mungini@mokwon.ac.kr, 교신저자

논문접수일 2023년 1월 9일 게재확정일 2023년 1월 26일

I. 서론

본 연구는 감사인의 교체와 외국인 투자사의결정 간의 관련성을 실증 분석하는데 목적이 있다. 구체적으로 본 연구는 감사인의 교체가 외국인지분율에 미치는 영향을 분석함에 있어, 3 가지 가설을 설정하고 실증분석을 수행하였다.

감사인의 교체와 관련해서는 두 가지 상반된 논리적 구조가 존재한다(Geiger and Raghunandan 2002 ; Chen et al. 2008 ; 선우희연 · 이유진 2021). 첫 번째는 감사인의 교체는 감사인과 피감사기업 간의 경제적 유대관계로 인하여 나타날 수 있는 독립성 훼손을 낮추어 감사품질을 높일 수 있다는 것이다. 두 번째는 감사인이 교체된 초기, 감사인의 노력이 충분히 투입되지 않을 경우 감사품질이 낮아질 수 있다는 것이다.

하지만, 감사인 교체와 관련된 국내의 선행연구에서는 감사인 교체로 인하여 감사품질이 높아지지 않는 것으로 나타나고 있다(선우희연 · 이유진 2021). 특히, 정태범 외(2008)와 노준화(2009)는 감사인 교체가 제도적으로 강제될 경우, 이는 감사의 효율성을 낮추어 결과적으로 감사품질을 제고시키지 못한다고 보고하고 있다.

기업은 감사서비스에 대한 불만, 의견 구매(opinion shopping), 회계처리 및 감사보수에 대한 의견 불일치, 회계이익 증가 그리고 기업의 정책변경 등으로 감사인을 교체할 수 있다(Schwartz 1982 ; Fond and Subramanyam 1998 ; Hackenbrack and Hogan 2002 ; Schwartz and Menon 1985 ; 박종일 · 나경아 2016 ; 선우희연 · 이유진 2021). 이러한 유인에도 불구하고, 국내의 선행연구에서는 감사인 교체가 재량발생을 증가시켜 회계이익을 증가시킨다는 일관된(consistent) 결과를 제시하지 못하고 있다(박종일 · 박수근 2007 ; 박종일 · 나경아 2016). 특히, 선우희연 · 이우종(2020)은 감사인 교체로 인하여 피감사기업의 효용감소분은 증가할 것이고, 효용감소분의 증가는 모두 피감사기업이 부담해야하는 비용이라고 설명하고 있다.

한편, 회계학 연구에서는 국내 기업의 외국인투자자들은 투자대상기업 선정시 회계정보의 신뢰성(회계정보의 질)과 회계이익을 중요한 판단 기준이라고 설명하고 있다. 외국인투자자들이 투자기업의 회계정보의 신뢰성을 중요한 판단 기준이라고 보고하고 있는 연구에서는, 외국인투자자의 경우 다른 투자자들보다 정보분석 능력이 뛰어나며, 안정(장기)적인 투자를 수행하기 위하여 회계정보의 신뢰성을 중시한다고 보고하고 있다(백미경 · 문상혁 2010 ; 안윤영 외 2005 ; 이강일 2014 ; 이장희 · 김선구 2006 ; 전영순 2003).

외국인투자자들이 투자기업의 회계이익을 중요한 판단 기준이라고 설명하고 있는 연구에서는 국내 외국인투자자들의 경우 고배당을 획득하기 위하여 배당의 재원이 되는 회계이익을 중시한다고 설명하고 있다(김성민 · 장용원 2012 ; 이만우 · 노준화 2006 ; 정현욱 외 2014).

한편, 우리나라는 新외감법 재정으로, 2020년부터 ‘주기적 감사인 지정제’가 도입하고 있다. 주기적 감사인 지정제는 “6개 연속 사업연도의 감사인을 자유선임한 주권상장법인(코넥스 제외)

및 소유·경영 미분리 비상장법인의 다음 3개 사업연도 감사인을 증권선물위원회(금감원)에서 지정한다”는 것이다. 이럴 경우, 감사인의 교체와 외국인지분율 간의 관련성을 분석하는 것은 현재 시행 중인 ‘주기적 감사인 지정제’의 효과를 예측하는데 의미가 있을 것으로 판단된다.

구체적으로, 본 연구는 감사인 교체와 외국인지분율 간의 관련성 그리고 감사인 교체가 회계정보의 신뢰성(및 회계이익)과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에 어떠한 추가적인 영향을 미치는지를 실증분석하고자 한다. 실증분석의 외국인지분율은 평균보통주외국인지분율과 기말보통주외국인지분율을 사용하였다.

2011년부터 2018년까지 유가증권시장 상장법인 4,463개(기업-년)를 대상으로 분석한 결과, 감사인 교체와 외국인지분율 간에는 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이는 감사인의 교체는 외국인지분율을 감소시키는 요인으로 작용하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

감사인 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났고, 감사인 교체는 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 약화시키는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 따르면, 감사인 교체는 감사품질을 제고시키는 요인으로 작용하지 못하며, 오히려 감사인 교체로 인하여 기업이 부담하는 비용만 증가되는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

본 연구에서는 감사인의 교체 유형(하향(Big4 → non-Big4), 상향(non-Big4 → Big4) 그리고 동일수준(Big4 → Big4 및 non-Big4 → non-Big4) 감사인 교체)에 따라 외국인지분율이 어떠한 체계적인 차이가 있는지를 분석해 보았다. 분석결과, 감사인이 하향 및 동일수준으로 교체될 경우, 이는 외국인지분율과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 하지만, 감사인이 상향으로 교체된 경우는 외국인지분율과 관련성을 가지지 않는 것으로 나타났다. 이는 감사인의 교체 유형에 따라 외국인투자자의 선호가 차별적일 수 있음을 시사한다.

하향, 상향 및 동일수준의 감사인 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 하향, 상향 및 동일수준으로 감사인이 교체하더라도 감사품질이 제고되지 못하므로, 결과적으로 외국인투자자들은 투자기업의 회계정보의 신뢰성에 추가적인 가중치를 부여하지 않는 것으로 해석할 수 있다.

한편, 하향, 상향 및 동일수준의 감사인 교체는 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 감소시키는 것으로 나타났다. 즉, 이는 외국인투자자들의 경우 감사인 교체로 인하여 기업이 부담해야 하는 비용이 증가될 것으로 판단하여, 회계이익에 부여하는 가중치를 감소시키는 것으로 판단된다.

본 연구의 결과를 종합해 보면, 외국인투자자들은 감사인 교체로 인하여 감사품질이 제고되어 회계정보의 신뢰성이 높아진다고 평가하지 않는 것으로 판단된다. 오히려 외국인투자자들은 감사인 교체로 인하여 감사의 비효율성이 발생하고, 이러한 비효율성을 기업이 인식해야 할 비용으로 평가하고 있는 것으로 판단된다. 이러한 점에서, 국내의 외국인투자자들은 ‘감사인 교체’라는 사건을 부정적으로 인식하는 것으로 판단되어 진다.

본 연구는 ‘주기적 감사인 지정제’가 도입된 현 시점에서, 제도의 효과를 예측할 수 있는 실증적인 자료를 제시한다는 점에서 정책적 의미가 있을 것으로 기대된다. 특히, 본 연구는 ‘주기적 감사인 지정제’ 도입이 기업의 지배구조를 변경시킬 수 있다는 자료를 제시한다는 점에서 실무적인 공헌점이 있을 것으로 기대된다.

본 연구의 제Ⅱ장에서는 선행연구 정리와 가설설정을 제시하였다. 제Ⅲ장에서는 연구모형 그리고 표본의 선정과정을 제시하였다. 제Ⅳ장과 제Ⅴ장에서는 실증분석 결과와 결론을 제시하였다.

Ⅱ. 선행연구의 검토와 가설 설정

1. 감사인의 교체와 관련된 선행연구

감사인 교체와 관련된 연구는 기업이 감사인을 교체한 원인에 초점을 둔 연구와 감사인 교체로 인하여 나타나게 된 효과에 초점을 둔 연구로 나눌 수 있을 것이다. 먼저, 감사인을 교체한 원인을 분석한 연구에서는 감사서비스에 대한 불만, 의견 구매(opinion shopping), 회계처리 및 감사보수에 대한 의견 불일치, 경영성과 그리고 기업의 정책변경 등으로 감사인이 교체될 수 있다고 설명하고 있다(Hackenbrack and Hogan 2002 ; 박종일 · 나경아 2016 ; 선우희연 · 이유진 2021).

이러한 감사인 교체 사유를 근거로, DeFond and Subramanyam(1998)은 감사인의 교체가 보수적인 회계처리로 인하여 나타난 것으로 판단하여, 감사인 교체가 재량발생에 미치는 영향을 분석하였다. 이들은 새로운 감사인은 전임 감사인보다 상대적으로 보수적인 회계처리를 하지 않을 것으로 기대하여 실증분석을 수행하였다. 분석결과, 감사인 교체는 재량발생을 낮추는 것으로 나타났다.

Davidson III et al.(2006)은 전기 감사인에게 한정의견을 받고 감사인을 교체한 경우, 감사인 교체와 재량발생 간의 관련성을 분석하였다. 분석결과, 감사인 교체는 재량발생에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 한정의견을 받고 감사인을 교체한 경우에도 재량발생을 이용하여 보고이익을 높이지 못하고 있음을 시사한다. DeFond and Subramanyam(1998)과 Davidson III et al.(2006)의 연구결과에 따르면, 감사인 교체로 인한 회계처리의 변경효과는 크지 않은 것으로 판단된다.

하지만, 감사인 교체가 주가에 미치는 영향을 분석한 연구는 감사인 교체 이전과 이후 명확한 차이가 있는 것으로 나타나고 있다. Shu(2000)는 감사인 사임으로 교체된 경우 이는 주가에 부정적인 영향을 미친다고 보고하고 있다. Hackenbrack and Hogan(2002)은 감사인의 교체 사유가 회계처리와 감사보수에 대한 의견 불일치일 경우, 감사인 교체는 이익반응계수(Earnings Response

Coefficient, ERC)를 낮추는 유인이 된다고 보고하고 있다.

하지만, 국내의 경우에는 감사인 교체 사유에 대한 정보 접근에는 많은 제약이 있다. 따라서 국내의 감사인 교체와 관련된 연구에서는 감사인 교체 사유를 고려하지 않고 단순히 감사인 교체로 인한 효과를 분석한 연구가 다수를 이루고 있다(박종일·곽수근 2007; 박종일·나경아 2016).

박종일·곽수근(2007)은 감사인을 교체한 기업(이하 ‘감사인 교체 기업’)과 감사인을 교체하지 않은 기업(이하 ‘감사인 비교체기업’)을 비교할 경우, 감사인 교체기업이 감사인 비교체기업보다 채량발생이 높은 것으로 보고하고 있다. 이는 감사인 교체가 회계이익을 높이기 위한 유인(Davidson III et al. 2006; Schwartz 1982)으로 작용할 수 있음을 시사한다. 또한, 이는 기업의 수익성이 낮을 경우, 감사인의 교체가 나타날 수 있음을 시사한다. 즉, 수익성이 낮아 재무적으로 어려운 상황에 처한 기업일수록 이익을 증가시키거나 혹은 이익조정에 보다 관대한 감사인을 선호할 수 있다는 것이다.

하지만, 박종일·나경아(2016)는 감사인을 교체한 기업의 t기 채량발생은 감사인을 교체하지 않은 기업의 t기 채량발생보다 더 높지 않다는 결과를 제시하고 있다. 이는 박종일·곽수근(2007)의 반대인 결과로, 감사인의 교체가 반드시 보고이익의 증가로 연결되지 않고 있음을 시사한다.

한편, 감사인의 교체가 감사품질에 미치는 영향과 관련된 연구에서는 상반된 두 가지 논리구조가 존재한다(Geiger and Raghunandan 2002; Chen et al. 2008; 선우희연·이유진 2021). 첫 번째는 감사인 교체의 경우 감사인과 피감사기업 간의 유대관계로 발생할 수 있는 독립성 훼손을 낮추어 결과적으로 감사품질을 높이는 유인이 될 수 있다는 논리이다. 두 번째는 감사인이 교체된 초기에는 피감사기업을 이해하기 위한 감사인의 감사노력이 많이 필요한데, 감사인 교체 초기 이러한 감사인의 노력이 충분히 투입되지 않을 경우 감사품질이 낮아질 수 있다는 것이다.

이러한 상반된 논리구조를 근거로 선우희연·이유진(2021)은 실증분석을 수행해 보았다. 구체적으로 선우희연·이유진(2021)은 감사품질의 대용변수로 채량발생으로 측정하여, 산업별 외부감사인의 교체 빈도와 감사품질 간의 관련성을 분석하였다. 분석결과, 산업별 외부감사인의 교체 빈도는 감사품질에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 국내의 경우 감사인의 교체가 높은 감사품질로 이어지지 않고 있음을 나타낸다.

2. 국내 외국인투자자들의 의사결정과 선행연구

국내의 기업에 투자의사결정을 내린 외국인투자자들은 의사결정시 다양한 기업특성변수 중 두 가지 요인을 고려하는 것으로 나타나고 있다. 첫 번째는 외국인투자자들의 경우 회계정보의 신뢰성을 고려하여 투자의사결정을 한다는 것이다(백미경·문상혁 2010; 안윤영 외 2005; 이강일 2014; 이장희·김선구 2006; 전영순 2003). 이러한 연구들은 외국인투자자들은 안정적 및

장기적인 투자활동을 하며, 투자대상 기업의 정보분석 능력이 다른 투자자들보다 상대적으로 우수한 편으로 설명하고 있다.

전영순(2003)은 외국인투자자들의 경우 질이 높은 회계이익을 선호한다는 실증결과를 제시하고 있다. 이장희·김선구(2006)는 재량발생이 낮아질수록 외국인지분율이 높아진다는 실증결과를 보고하고 있다. 따라서 이들은 외국인투자자들의 경우 회계이익의 질적 수준을 고려하여 투자활동을 수행한다고 설명하고 있다.

권수영·기은선(2011)은 높은 감사품질은 경영자의 재량권을 억제시킨다고 보고하고 있다. 권수영 외(2006)는 적정시간 이상의 감사시간(노력)은 이익조정을 억제시키는 유인으로 작용한다고 보고하고 있다. 이러한 논리를 근거로, 백미경·문상혁(2010)은 고품질의 감사는 국내 외국인투자자의 선호도를 높인다는 결과를 제시하고 있다.

백원선(2011)에 따르면, 수익비용대응 수준이 높을 경우 이익의 질은 증가한다고 보고하고 있다. 높은 수익비용대응 수준이 높은 이익의 질로 연결될 경우, 높은 수익비용대응 수준은 외국인지분율을 높이는 유인으로 작용할 수 있다. 이러한 논리를 근거로, 이강일(2014)은 높은 수익비용대응 수준은 외국인지분율을 증가시킨다고 보고하고 있다.

안윤영 외(2005)는 외국인투자자들의 경우 정보비대칭 수준(정보위험)이 낮은 기업을 선호한다는 결과를 제시하고 있다. 높은 회계정보의 신뢰성(발생액의 질)은 낮은 정보위험으로 이어질 수 있다(Bhattacharya et al. 2012). 이럴 경우, 안윤영 외(2005)의 연구결과는 회계정보의 신뢰성이 낮은 기업일수록 외국인지분율이 감소할(낮아질) 수 있음을 의미한다.

외국인투자자들의 투자의사결정과 관련된 두 가지 요인 중 두 번째는 국내의 외국인투자자들의 경우 자본소득보다 배당소득을 선호한다는 것이다(김성민·장용원 2012 ; 박종국·홍영은 2009 ; 신효영·정안수 2007 ; 이만우·노준화 2006 ; 정현욱 외 2014). 정현욱 외(2014)는 외국과 달리 우리나라는 주식투자로 인하여 얻을 수 있는 자본소득과 배당소득은 모두 과세의 대상이 되므로, 외국인투자자들은 투자자금의 빠른 회수를 위하여 미실현손익인 자본소득보다 실현손익인 배당소득을 더 선호한다고 보고하고 있다.

설원식·강신애(2006)는 주식을 5% 이상 소유한 외국인기관투자자들의 경우 높은 배당성향 및 배당수익률을 선호한다고 보고하고 있다. 이는 이만우·노준화(2006) 및 김성민·장용원(2012)의 연구에서도 일관된 것으로 나타났다. 이만우·노준화(2006)는 외국인지분율의 경우 배당률과 양(+)의 관련성을 가진다고 보고하고 있고, 김성민·장용원(2012)은 높은 배당수준은 외국인지분율을 증가시킨다고 보고하고 있다. 따라서 이러한 결과는 국내의 외국인투자자들은 고배당주를 선호한다고 것을 제시한다.

배당의 재원이 되는 회계이익이 커질수록 배당은 증가하게 된다. 이럴 경우, 외국인투자자들의 고배당 선호는 회계이익이 높아질수록 외국인지분율이 증가할 수 있음을 의미한다. 박종국 외(2011)에서는 국내의 외국인투자자들의 경우 자신이 투자한 기업이 소득이전을 통하여 경영성과가 악화될 경우 낮은 배당을 획득할 유인이 높으므로, 외국인투자자들은 자신이 투자한 기

업의 수익성을 악화시키는 소득이전을 적극적으로 모니터링한다고 보고하고 있다. 이와 유사하게, 김성혜 외(2012)는 기업의 최대주주가 외국인투자자들일 경우, 실제활동이익조정을 수행하여 이익을 상향으로 보고한다는 결과를 제시하고 있다.

정현욱·이강일(2016)은 상품시장 혹은 산업 내 경쟁정도가 높은 기업일수록 초과이익을 획득할 유인은 낮으므로, 높은 상품시장의 경쟁은 낮은 외국인지분율로 연결된다고 보고하고 있다. 즉, 이들은 상품시장의 경쟁정도가 높은 기업일수록 높은 회계이익을 보고할 유인이 낮아지므로, 상품시장의 경쟁이 높은 기업의 경우 낮은 외국인지분율을 가진다고 설명하고 있다.

정현욱 외(2014)는 국내의 외국인투자자들은 높은 배당을 획득하기 위하여 회계이익이 높은 기업에 투자의사결정을 내리므로, 높은 외국인지분율은 높은 조세부담액으로 연결된다고 설명하고 있다. 박종국·홍영은(2009)은 조세회피의 수준이 높아질 경우 회계이익은 증가하므로, 높은 조세회피는 외국인지분율을 증가시키는 요인이 된다고 설명하고 있다. 이러한 결과에 따르면, 외국인투자자들은 높은 배당을 획득하기 위하여 배당의 재원이 되는 회계이익에 관심을 가지고 있는 것으로 판단된다.

3. 가설의 설정

최정호(2006)와 권수영·기은선(2011)은 고품질의 감사품질은 경영자의 재량권을 낮추는 유인으로 작용하므로, 높은 감사품질은 이익조정을 낮춘다고 보고하고 있다. 이익조정이 낮아질 경우 회계정보의 신뢰성은 높아질 수 있다(김영철·고종권 2011). 따라서 고재민 외(2009)는 고품질의 감사품질은 회계정보의 신뢰성을 증가시킨다고 보고하고 있다.

백미경·문상혁(2010)은 국내의 기업에 투자의사결정을 내린 외국인투자자들은 높은 감사품질을 선호한다고 보고하고 있다. 고품질의 감사는 회계정보의 신뢰성을 제고 시키므로, 전영순(2003) 및 이장희·김선구(2006)는 높은 회계정보의 신뢰성은 외국인지분율의 증가로 이어진다고 보고하고 있다.

하지만, 선우희연·이유진(2021)은 국내의 경우 산업별 외부감사인의 교체 빈도와 감사품질 간에는 관련성이 없는 것으로 보고하고 있다. 이럴 경우, 감사인의 교체는 외국인지분율과 관련성을 가지지 않을 것으로 기대된다.

한편, 국내의 기업에 투자의사결정을 내린 외국인투자자들은 고배당 기업을 선호하는 것으로 나타나고 있다(이만우·노준화 2006 ; 정현욱 외 2014 ; 김성민·장용원 2012). 배당의 규모는 배당의 재원인 회계이익이 커질수록 증가하게 된다. 따라서 박종국 외(2011), 김성혜 외(2012) 및 정현욱 외(2014)는 보고이익이 커질수록 외국인지분율은 증가한다고 보고하고 있다.

박종일·곽수근(2007)은 감사인의 교체는 회계이익을 높이는 유인으로 작용될 수 있다고 보고하고 있다. 하지만, 박종일·나경아(2016)는 감사인을 교체한 기업의 재량발생은 감사인을 교체하지 않은 기업의 재량발생보다 더 높지 않다고 보고하고 있다. 이는 감사인의 교체가 반드시

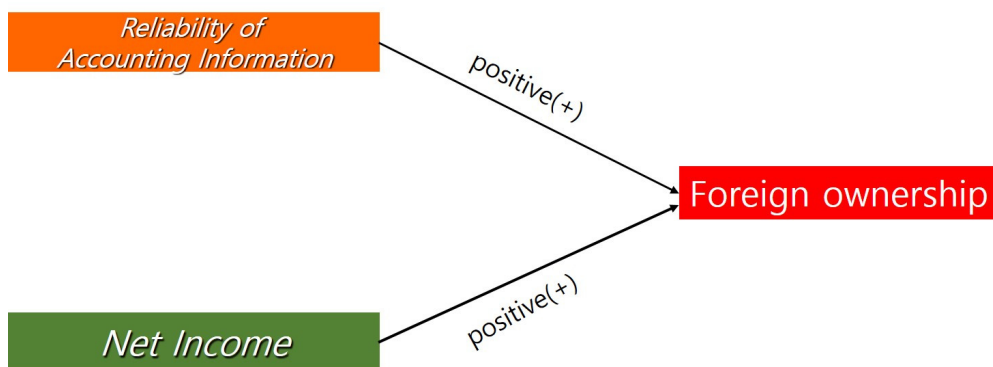
보고이익의 증가로 연결되지 않고 있음을 시사한다.

선우희연·이우중(2020)에 따르면, 6년 계속감사기간 이후 감사인이 지정(감사인 지정)될 경우, 피감사기업이 감소해야할 (시장전체)효용감소분은 최소 695억원에서 최대 756억원에 이른다고 보고하고 있다. 그리고 선우희연·이우중(2020)은 이러한 효용감소분은 피감사기업이 감내해야 하는 비용이라고 설명하고 있다. 이는 감사인의 교체가 배당의 재원이 되는 회계이익에 부정적일 수 있음을 의미한다. 이럴 경우, 감사인의 교체는 외국인지분율과 음(-)의 관련성을 가질 것으로 기대되어 아래의 가설 1을 설정하였다.

가설 1 : 감사인의 교체는 외국인지분율을 감소시킬 것이다.

아래의 <그림 1>은 외국인지분율에 영향을 미치는 주요한 요인을 나타낸 것이다. 구체적으로, <그림 1>은 회계정보의 신뢰성(reliability of accounting information)이 높거나 혹은 회계이익(net income)이 증가할 경우 외국인지분율은 증가할 수 있음을 나타낸다. 본 연구에서는 <그림 1>의 근거로, 가설 2와 가설 3을 설정하고자 한다.

<그림 1> 외국인지분율에 영향을 미치는 두가지 요인



고품질의 회계감사는 회계정보의 신뢰성을 제고시킬 수 있다(고재민 외 2009). 하지만, 선우희연·이유진(2021)은 감사인의 교체빈도와 감사품질 간에는 관련성이 없다는 실증결과를 보고하고 있다. 이럴 경우, 감사인의 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 못할 것으로 기대된다. 따라서 본 연구에서는 아래의 가설 2를 설정하였다.

가설 2 : 감사인의 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 못할 것이다.

정현욱 외(2014)는 투자자금의 조기회수를 위하여 국내의 외국인투자자들은 미실현손익인 자본이득보다 실현손익인 배당이득을 더 선호한다고 보고하고 있다. 따라서 이만우·노준화(2006)와 김성민·장용원(2012)은 배당이 커질수록 외국인지분율은 증가한다고 보고하고 있다.

회계이익은 배당의 재원이 된다. 따라서 박종국·홍영은(2009)과 정현욱 외(2014)는 회계이익이 커질수록 외국인지분율이 증가하게 된다고 설명하고 있다.

박종일·곽수근(2007)은 국내기업의 경우 감사인 교체로 인하여 재량발생이 증가하게 되므로, 감사인 교체는 회계이익을 높이는 유인으로 작용될 수 있다고 보고하고 있다. 하지만, 박종일·나경아(2016)는 감사인 교체가 더 높은 재량발생을 유발하지 않는다고 보고하고 있다.

특히, 선우희연·이우중(2020)은 외부감사인이 교체될 경우 피감사기업이 부담해야 할 효용의 감소분은 피감사기업의 비용이 된다고 설명하고 있다. 이는 감사인의 교체가 국내의 외국인투자자들에게 회계이익 개선에 대한 좋은 시그널로 작용하지 않을 수 있음을 나타낸다. 이러한 점에서 감사인의 교체는 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 감소시킬 것으로 기대된다. 이러한 기대에 근거하여, 본 연구에서는 아래의 가설 3을 설정하였다.

가설 3 : 감사인의 교체는 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 감소시킬 것이다.

Ⅲ. 연구방법론

1. 연구모형

본 연구는 가설들을 검증하기 위하여 아래의 식(1)과 식(2)를 설정하였다. 식(1)은 가설 1을 검증하기 위한 모형이고, 식(2)는 가설 2와 가설 3을 검증하기 위한 모형이다.

$$\begin{aligned} FOR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 AC_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 AQ_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} \\ & + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 BETA_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} \\ & + \beta_{10} YD_{i,t} + \beta_{11} IND_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(1)}$$

$$\begin{aligned} FOR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 AC_{i,t} + \beta_2 AC_{i,t} \times AQ_{i,t} + \beta_3 AC_{i,t} \times ROA_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} \\ & + \beta_5 AQ_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 DIV_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 BETA_{i,t} \\ & + \beta_{10} ROA_{i,t} + \beta_{11} MB_{i,t} + \beta_{12} YD_{i,t} + \beta_{13} IND_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(2)}$$

FOR : 외국인지분율
 FOR_a : 평균외국인지분율
 FOR_e : 기말외국인지분율

AC	: 감사인 교체(t 기 감사인을 교체한 기업이면 1, 아니면 0)
LEV	: 부채비율(부채총액 $_t$ /자본총액 $_{t-1}$)
AQ	: 회계정보의 신뢰성(이익유연화) ((당기순이익 표준편차(5년)/영업활동현금흐름 표준편차(5년)) $\times (-1)$)
CFO	: 영업활동현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/자산총액 $_{t-1}$)
DIV	: 배당성향
SIZE	: 기업규모($\ln$ (자산총액 $_{t-1}$))
BETA	: 시장베타
ROA	: 총자산영업이익률(영업이익/자산총액 $_{t-1}$)
MB	: MB비율(기말 순자산의 시장가치 $_{t-1}$ /순자산 $_{t-2}$)
YD	: 연도더미
IND	: 산업더미

식(1)의 β_1 은 가설 1에 대한 검증계수이다. 식(1)의 β_1 이 가설과 일관된 결과를 제시하기 위해서는 유의한 음(-)의 값을 제시하여야 한다. 이럴 경우, 감사인의 교체는 외국인지분율을 감소시키는 것으로 해석할 수 있다.

식(2)는 가설 2와 가설 3을 검증하기 위한 모형이다. 구체적으로, 식(2)의 β_2 는 가설 2에 대한 검증계수이며, 식(2)의 β_3 은 가설 3에 대한 검증계수이다. 본 연구에서는 가설 2를 귀무가설로 설정하였다. 따라서 식(2)의 β_2 기대부호는 예측하지 않는다.

하지만, 식(2)의 β_2 가 유의한 양(+)의 값을 제시할 경우, 감사인의 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율의 양(+)의 관련성을 높이는 것으로 해석할 수 있다. 반대로, 식(2)의 β_2 가 유의한 음(-)의 값을 제시할 경우, 감사인의 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율의 양(+)의 관련성을 낮추는 것으로 해석할 수 있다.

마지막으로, 식(2)의 β_3 이 가설 3과 일관된 결과를 제시하기 위해서는 유의한 음(-)의 값을 제시되어야 한다. 이럴 경우, 감사인 교체는 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 낮추는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구에서는 위의 식(1)과 식(2)에 다음의 통제변수를 포함하였다. LEV는 파산위험을 통제하기 위하여 식(1)과 식(2)에 포함하였으며, LEV의 부호는 음(-)의 값을 가질 것으로 기대된다(박종국·홍영은 2009; 정현욱 2014; Dahlquist and Robertsson 2001).

본 연구에서는 회계정보의 신뢰성을 AQ로 측정하였다. 전영순(2003)은 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간에는 양(+)의 관련성을 가진다고 보고하고 있다. 따라서 본 연구에서는 AQ를 식(1)과 식(2)에 포함하여 회계정보의 신뢰성이 외국인투자자의 의사결정에 미치는 영향을 통제하고자 하였다.

특히, 본 연구에서는 AQ를 측정함에 있어 ‘(5년(five years) 간의 당기순이익 표준편차/5년(five years) 간의 영업활동현금흐름 표준편차)’에 ‘-1’을 곱하여 측정하였다. 이럴 경우 AQ의

값이 커질수록 회계정보의 신뢰성이 높아지는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

이현주 외(2014)는 영업현금흐름이 높은 기업의 경우 외국인투자자들은 긍정적으로 평가한다고 설명하고 있다. 본 연구에서는 영업현금흐름이 외국인지분율에 미치는 영향을 통제하기 위하여 CFO를 식(1)과 식(2)에 포함하였다.

이만우·노준화(2006)는 외국인투자자들은 국내기업에 투자의사결정시 고배당주를 선호한다고 보고하고 있다. 따라서 본 연구는 식(1)과 식(2)에 DIV를 포함하여, 배당이 외국인지분율에 미치는 영향을 통제하고자 하였다.

SIZE는 기업의 규모가 외국인의 의사결정에 미치는 영향을 통제하기 위하여 식(1)과 식(2)에 포함하였으며, SIZE의 부호는 양(+)의 값을 가질 것으로 기대된다(Jung and Mun 2019). Kang and Stulz(1997)는 외국인투자자들의 경우 위험이 낮은 주식을 선호한다고 보고하고 있다. 따라서 본 연구에서는 시장위험(체계적인 위험)을 나타내는 BETA를 식(1)과 식(2)에 포함하였다.

ROA는 기업의 수익성이 외국인 투자자에 미치는 영향을 통제하기 위하여 식(1)과 식(2)에 포함하였으며, ROA는 외국인지분율과 양(+)의 관련성을 가질 것으로 판단된다(백미경·문상혁 2010 ; 고대영 외 2012).

정현옥·이미영(2017)은 MB비율이 높은 기업일수록 외국인지분율은 증가한다는 결과를 제시하고 있다. Fama and French(1995)는 기업의 성장성을 MB비율로 나타낼 수 있다고 제안하고 있다. 따라서 본 연구에서는 식(1)과 식(2)에 MB를 포함하여 기업의 성장성이 외국인투자자의 의사결정에 미치는 효과를 통제하고자 하였다. 그리고 YD와 IND는 연도와 산업의 효과를 통제하기 위하여 식(1)과 식(2)에 포함하였다.

2. 표본의 선정

본 연구는 2011년부터 2018년까지 유가증권시장 상장법인(단, 금융업 제외)을 대상으로 실증 분석을 수행하기 위하여 아래의 조건을 만족하는 기업으로 표본을 선정하였다.

(1) (주)NICE의 Kis-Value에서 2007년부터 2018년까지

평균(기말)외국인지분율, 회계법인, 재무 및 주가자료를 추출할 수 있는 기업

(2) 결산일이 12월이 아닌 기업, 감사의견이 적정이 아닌 기업,

자본이 잠식된 기업 그리고 관리종목은 제외

위의 조건을 충족하는 최종표본은 4,463개(기업-년)로 나타났다. 구체적으로 위의 조건 (1)에 해당하는 기업은 5,232개(기업-년)로 나타났다. 5,232개(기업-년) 기업 중 조건 (2)에 해당하는 기업 769개(기업-년)로 나타났다.

특히, 위의 조건 (2)에서 관리종목을 제외한 이유는 관리종목의 경우 감사인이 지정되어 감사

인이 교체될 유인이 높다. 따라서 박종일·나경아(2016)는 관리종목을 표본에서 제외시켜 감사인 지정에 따른 감사인 교체를 통제하고 있다.

선우희연·이유진(2021)은 금융감독원의 자료를 이용하여 감사인 지정으로 인하여 감사인 교체를 통제하고 있다. 하지만, 선우희연·이유진(2021)의 연구에서 이용한 금융감독원의 자료는 공시된 자료(public data)가 아니므로, 본 연구에서는 박종일·나경아(2016)의 방법론에 근거하여 관리종목을 이용하여 최종표본을 선정하고자 하였다.

<표 1>은 표본기업의 연도별 분포이다. <표 1>에서 제시하지는 않았지만, 표본기업들의 산업(중분류)을 분류할 경우, 화학물질 제조업은 469개(기업-년)로 나타났다. 전문서비스업 그리고 1차 금속 제조업은 각각 329개(기업-년)와 316개(기업-년)로 나타났고, 전자부품 및 통신장비 제조업은 280개(기업-년)로 나타났다. 이들 4개의 산업은 4,463개(기업-년)의 최종표본에서 약 31.2%를 차지하는 것으로 보이고 있다.

〈표 1〉 연도별 분포

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	총계
총계	446	544	561	578	555	592	591	596	4,463

IV. 실증분석

1. 기술통계량과 상관관계분석

<표 2>는 식(1)과 식(2)에 포함된 변수들의 기술통계량이다. 먼저, 외국인지분율을 나타내는 FOR_a와 FOR_e의 평균(중위수)은 각각 0.1052(0.0487)과 0.1048(0.0476)로 나타났고, 표준편차는 각각 0.1341과 0.1343으로 나타났다. 본 연구의 외국인지분율 변수 중위수는 평균보다 다소 낮은 것으로 나타났으나, 이는 고대영 외(2012)와 유사한 것으로 보이고 있다. 참고로, 고대영 외(2012)는 평균외국인지분율과 기말외국인지분율의 평균(중위수)을 각각 0.115(0.054)와 0.112(0.051)로 보고하고 있다.

감사인 교체를 나타내는 AC는 평균과 중위수가 각각 0.1443과 0.0000으로 나타났고, 표준편차는 0.3514로 나타났다. 본 연구의 AC는 박종일과 나경아(2016)의 방법론에 근거하여 측정하였다. 박종일·나경아(2016)는 평균(중위수)을 0.183(0.000)으로 보고하고 있고, 표준편차를 0.386으로 보고하고 있다. 본 연구의 AC 평균은 박종일·나경아(2016)와 비교해 다소 낮은 것으로 보이나, AC의 분포는 유사한 것으로 판단된다.

기타 통제변수들의 기술통계량을 살펴보면, LEV의 평균(중위수)은 1.1525(0.6906)로 나타났

고, AQ의 평균(중위수)은 $-1.3465(-0.8418)$ 로 나타났다. CFO의 평균(중위수)은 $0.0463(0.0424)$ 으로 나타났으며, DIV의 평균(중위수)은 $0.3004(0.1400)$ 로 나타났다. SIZE, BETA 및 ROA의 평균(중위수)은 각각 $26.8469(26.5958)$, $0.7760(0.7424)$ 및 $0.0376(0.0328)$ 으로 나타났다. 마지막으로 MB의 평균(중위수)은 $1.5004(0.9825)$ 로 나타났다.

〈표 2〉 기술통계량

	평균	표준편차	최솟값	25%	중위수	75%	최댓값
FOR_a	0.1052	0.1341	0.0001	0.0147	0.0487	0.1490	0.8930
FOR_e	0.1048	0.1343	0.0001	0.0145	0.0476	0.1478	0.8973
AC	0.1443	0.3514	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
LEV	1.1525	2.9834	0.0005	0.3136	0.6906	1.2649	115.0091
AQ	-1.3465	2.2880	-47.9497	-1.3837	-0.8418	-0.4890	-0.0149
CFO	0.0463	0.0810	-0.7696	0.0081	0.0424	0.0826	0.9050
DIV	0.3004	0.9623	0.0000	0.0000	0.1400	0.3200	27.5200
SIZE	26.8469	1.5227	22.7122	25.8311	26.5958	27.6221	32.9205
BETA	0.7760	0.4438	-2.7739	0.4616	0.7424	1.0593	4.5718
ROA	0.0376	0.0668	-0.5303	0.0099	0.0328	0.0629	0.6207
MB	1.5004	2.2912	-28.3196	0.6123	0.9825	1.6356	53.6512

• 변수의 정의 : FOR_a는 평균외국인지분율, FOR_e는 기말외국인지분율, AC는 감사인 교체(t 기 감사인을 교체한 기업이면 1, 아니면 0), LEV는 부채비율(부채총액/자본총액 $_{t-1}$), AQ는 회계정보의 신뢰성(이익유연화((5년(five years) 간의 당기순이익 표준편차/5년(five years) 간의 영업활동현금흐름 표준편차) $\times (-1)$)), CFO는 영업활동현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/자산총액 $_{t-1}$), DIV는 배당성향, SIZE는 기업규모($\ln$ (자산총액 $_{t-1}$)), BETA는 시장베타, ROA는 총자산영업이익률(영업이익/자산총액 $_{t-1}$) 그리고 MB는 MB비율(기말 순자산의 시장가치 $_{t-1}$ /순자산 $_{t-2}$).

<표 3>은 식(1)과 식(2)에 포함된 변수들 간의 피어슨 상관관계 분석결과이다. 본 연구에서 외국인지분율을 나타내는 변수인 FOR_a와 FOR_e는 AC 및 LEV와 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 특히, 외국인지분율과 감사인 교체 간에 음(-)의 상관관계를 가진다는 것은 감사인의 교체가 외국인지분율을 감소시킬 수 있음을 시사한다. 하지만, 이는 회귀분석의 결과가 아니므로 결과의 해석에 주의가 필요할 것으로 판단된다.

FOR_a와 FOR_e는 AQ, CFO, DIV, SIZE 및 MB와 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 하지만, BETA는 FOR_a와 유의한 상관관계를 가지는 것으로 나타났지만, FOR_e와는 유의한 상관성을 보이지 않고 있다. 따라서 BETA는 외국인지분율의 측정 방법에 따라 상관관계의 유의성이 차이가 나는 것으로 판단된다.

〈표 3〉 주요변수 간의 상관관계

	FOR_a	FOR_e	AC	LEV	AQ	CFO	DIV	SIZE	BETA	ROA
FOR_e	0.9838***									
AC	-0.0531***	-0.0547***								
LEV	-0.0489***	-0.0496***	0.0455***							
AQ	0.0594***	0.0575***	-0.0543***	-0.0270*						
CFO	0.2356***	0.2421***	-0.0372**	-0.0806***	0.0880***					
DIV	0.0309**	0.0283*	-0.0308**	-0.0338**	0.0342**	0.0144				
SIZE	0.4550***	0.4506***	-0.0271*	0.0838***	0.0115	0.1853***	-0.0014			
BETA	0.0264*	0.0203	0.0159	0.0521***	-0.0118	-0.0087	-0.0318**	0.1436***		
ROA	0.2353***	0.2428***	-0.0538***	-0.1114***	0.0958***	0.6448***	0.0164	0.1486***	-0.0418***	
MB	0.1132***	0.1114***	0.0102	-0.0267*	-0.0406***	0.0697***	-0.0095	-0.0089	0.0890***	0.1194***

1) ***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함.

2) 변수의 설명은 <표 2>에 기술함.

한편, AC는 AQ 및 ROA와 모두 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 이는 감사인의 교체는 회계정보의 신뢰성 및 회계이익(수익성)에 부정적일 수 있음을 시사하고 있다.

본 연구에서는 특정 변수들 간에 유의한 상관관계를 가짐에 따라 VIF(Variance Inflation Factor, 분산팽창계수) 값을 확인해 보았다. 일반적으로 VIF의 값이 10 이상일 경우, 다중공선성의 문제가 있다고 판단할 수 있으나, 본 연구의 VIF 값은 1.78로 나타났다.

2. 평균차이 검증

<표 4>는 감사인 교체에 따른 외국인지분율의 평균차이 검증 결과이다. 본 연구에서는 AC를 t기 감사인을 교체한 기업이면 1, 아니면 0으로 측정하였다. 최종표본 4,463개(기업-년) 중 t기 감사인을 교체하지 않은 집단은 3,819개(기업-년)로 구성된 것으로 나타났으며, t기 감사인을 교체한 집단은 644개(기업-년)로 구성된 것으로 나타났다.

<표 4>를 분석해 보면, t기에 감사인을 교체하지 않은 집단의 FOR_a와 FOR_e의 평균은 각각 0.1081과 0.1078로 나타났다. 그리고 t기에 감사인을 교체한 집단의 FOR_a와 FOR_e의 평균은 각각 0.0879와 0.0869로 나타났다. 두 집단 간의 FOR_a와 FOR_e 평균차이는 각각 0.0202와 0.0209로 나타나고 있다.

본 연구에서는 이러한 결과에 대하여 통계적 유의성을 확보하기 위하여 t-검증(two-sample t-test)과 윌콕슨 순위검증(Wilcoxon rank-sum test)을 수행해 보았다. 결과는 t-검증과 윌콕슨 순위검증 모두에서 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 이러한 점에서 t기에 감사인을 교체하지 않은 집단의 외국인지분율 평균은 t기에 감사인을 교체한 집단의 외국인지분율 평균보다 높은 것으로 해석할 수 있을 것이다.

<표 4> 평균차이분석

Variable	Group	Mean	Standard deviation	Mean difference	t-value	z-value
FOR_a	AC=0 (n=3,819)	0.1081	0.1352	0.0202	3.54***	4.82***
	AC=1 (n=644)	0.0879	0.1257			
FOR_e	AC=0 (n=3,819)	0.1078	0.1355	0.0209	3.66***	4.87***
	AC=1 (n=644)	0.0869	0.1251			

1) ***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함.

2) 변수의 설명은 <표 2>에 기술함.

3. 가설 검증결과

<표 5>는 본 연구의 가설 1을 분석한 결과이고, <표 6>은 본 연구의 가설 2와 가설 3을 분석한 결과이다. 구체적으로 <표 5>와 <표 6>의 모형 1은 외국인지분율을 FOR_a (평균외국인지분율)로 설정하여 분석한 결과이고, 모형 2는 외국인지분율을 FOR_c (기말외국인지분율)로 설정하여 분석한 결과이다.

먼저, 가설 1의 결과인 <표 5>를 살펴보면, AC의 회귀부호는 모든 모형(모형 1과 모형 2)에서 유의한 음(-)의 값을 제시하고 있다. 이는 기대와 일관된 결과로, 감사인의 교체는 외국인지분율과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 해석할 수 있다.

가설 2와 가설 3의 결과인 <표 6>을 살펴보면, <표 6>의 AQ 회귀부호는 모든 모형에서 유의한 양(+)의 값으로 나타나 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간에는 양(+)의 관련성을 가지고 있음을 나타낸다. 하지만, $AC \times AQ$ 의 회귀부호는 모든 모형에서 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이러한 점을 고려할 경우, 감사인의 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 않는 것으로 해석할 수 있다.

<표 6>의 ROA 회귀부호는 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 회계이익(수익성)과 외국인지분율 간에는 양(+)의 관련성을 가지고 있음을 나타낸다. $AC \times ROA$ 의 회귀부호는 모든 모형에서 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 이러한 결과를 고려해 보면, 감사인의 교체는 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 감소시키는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

<표 5>와 <표 6>의 통제변수의 결과를 살펴보면, LEV의 회귀부호는 <표 5>와 <표 6>의 모든 모형에서 유의한 음(-)의 값을 제시하고 있다. 이는 본 연구의 예상부호와 일관된 것으로, 부채의 비율이 증가할 경우 파산위험이 증가하여 외국인지분율은 감소하는 것으로 해석할 수 있다.

AQ의 회귀부호는 기대부호와 일관되게 <표 5>와 <표 6>의 모든 모형에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 따라서 회계정보의 신뢰성이 제고될 경우 외국인지분율은 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

CFO의 회귀부호는 <표 5>와 <표 6>의 모든 모형에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 이현주 외(2014)와 일관된 결과로, 국내의 외국인투자자들은 영업현금흐름이 높은 기업을 선호하는 것으로 해석할 수 있다.

DIV의 회귀부호는 <표 5>와 <표 6>의 모형 1에서만 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 배당과 외국인지분율 간에는 양(+)의 관련성이 있음을 시사하지만, 모형 2에서는 유의성이 없으므로 해석에 유의가 필요한 것으로 판단된다.

SIZE의 회귀부호는 <표 5>와 <표 6>의 모든 모형에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 기업의 규모가 클 경우 외국인지분율은 높아지는 것으로 해석할 수 있을 것이다. BETA는 <표 5>와 <표 6>의 모든 모형에서 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 본 연구에서는 위험의 대용변수로 BETA를 모형에 포함하였다. 이러한 점에서 위험이 커질수록 외국인지분율은 감소하

는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

ROA와 MB의 회귀부호는 <표 5>와 <표 6>의 모든 모형에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 따라서 투자대상기업의 회계이익(수익성) 및 성장성이 높을 경우, 외국인지분율은 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

<표 5>와 <표 6>의 결과를 정리해 보면, 감사인의 교체는 국내의 외국인투자자들의 선호도를 감소시키는 것으로 나타나고 있다. 이는 감사인의 교체가 피감사기업의 비용부담을 증가시키는 유인으로 작용하여, 결과적으로 국내의 외국인투자자들은 감사인의 교체를 부정적으로 평가하고 있음을 시사하고 있다. 따라서 감사인의 교체는 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 감소시키는 유인으로 작용하는 것으로 해석할 수 있다.

감사인의 교체가 감사품질을 제고시킬 경우, 회계정보의 신뢰성은 높아질 수 있을 것이다. 하지만, 감사인의 교체가 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 않는다는 본 연구의 결과는 감사인의 교체가 감사품질을 제고시키지 못하고 있음을 시사한다.

<표 5> 감사인 교체와 외국인지분율

	Model 1(FOR _a)		Model 2(FOR _e)	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.9229	-29.16***	-0.9122	-28.74***
<i>AC</i>	-0.0110	-2.22**	-0.0119	-2.39**
<i>LEV</i>	-0.0028	-4.78***	-0.0028	-4.68***
<i>AQ</i>	0.0024	3.20***	0.0023	2.97***
<i>CFO</i>	0.1279	4.52***	0.1349	4.75***
<i>DIV</i>	0.0032	1.77*	0.0028	1.54
<i>SIZE</i>	0.0382	32.08***	0.0377	31.60***
<i>BETA</i>	-0.0124	-2.90**	-0.0137	-3.20***
<i>ROA</i>	0.1834	5.31***	0.1968	5.69***
<i>MB</i>	0.0061	7.92***	0.0059	7.70***
<i>YD</i>	Included		Included	
<i>IND</i>	Included		Included	
F-value	75.33***		74.69***	
Adj.R ²	0.2592		0.2575	

1) ***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함.

2) 변수의 설명은 <표 2>에 기술함.

〈표 6〉 감사인 교체가 회계정보의 신뢰성(회계이익)과 외국인지분을 간의 관련성에 미치는 영향

	Model 1(FOR _a)		Model 2(FOR _e)	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.9249	-29.16***	-0.9139	-28.80***
<i>AC</i>	-0.0069	-1.16	-0.0089	-1.58
<i>AC</i> × <i>AQ</i>	-0.0008	-0.46	-0.0011	-0.63
<i>AC</i> × <i>ROA</i>	-0.1724	-2.61***	-0.1531	-2.34**
<i>LEV</i>	-0.0029	-4.83***	-0.0028	-4.69***
<i>AQ</i>	0.0027	2.94***	0.0026	2.84***
<i>CFO</i>	0.1256	4.45***	0.1330	4.69***
<i>DIV</i>	0.0032	1.79*	0.0000	1.56
<i>SIZE</i>	0.0382	32.12***	0.0378	31.63***
<i>BETA</i>	-0.0123	-2.90***	-0.0139	-3.19***
<i>ROA</i>	0.2177	5.89***	0.2277	6.14***
<i>MB</i>	0.0061	7.89***	0.0059	7.68***
<i>YD</i>	Included		Included	
<i>IND</i>	Included		Included	
F-value	69.18***		68.53***	
Adj.R ²	0.2600		0.2582	

1) ***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함.

2) 변수의 설명은 <표 2>에 기술함.

4. 추가분석

황문호·안성희(2016)는 감사인 강제 교체제도에 의해 감사인을 변경한 기업들 중 기업의 규모가 큰 기업일수록 대형회계법인(이하 ‘Big4’)으로 감사인을 교체하는 성향을 보이고 있다고 보고하고 있다. 반면에, 이들은 기업의 신용등급이 낮을수록 비대형회계법인(이하 ‘non-Big4’)으로 감사인을 교체하는 성향을 보이고 있다고 보고하고 있다.

황문호·안성희(2016)의 연구를 고려할 경우, 외국인투자자들은 감사인 교체의 유형에 따라 투자의사결정이 차이가 날 수 있을 것으로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 감사인의 교체 유형에 따라 외국인지분율에 미치는 영향을 추가분석하고자 한다.

이를 위하여, 본 연구에서는 3가지로 추가분석을 수행하고자 한다. 구체적으로, 본 연구는 감사인이 하향(Big4 → non-Big4)으로 교체된 경우, 상향(non-Big4 → Big4)으로 교체된 경우 그

리고 동일수준(Big4 → Big4 혹은 non-Big4 → non-Big4)으로 교체된 경우로 나누어 추가분석을 수행하고자 한다.

본 연구의 최종표본(4,463개(기업-년)) 중 t기에 감사인이 교체된 기업은 644개(기업-년)이다. 644개(기업-년) 기업 중 t기에 하향으로 감사인이 교체된 기업은 113개(기업-년)이고, t기에 상향으로 감사인이 교체된 기업은 73개(기업-년)이다. 그리고 나머지 458개(기업-년) 기업은 t기에 동일수준으로 감사인이 교체된 기업이다.

먼저, 본 연구에서는 하향 감사인 교체가 국내 외국인투자자들의 투자의사결정에 미치는 영향을 분석하기 위하여 아래의 식(3)과 식(4)를 설정하였다. 본 연구에서는 최종표본 중 t기에 감사인이 교체되지 않은 기업 3,819개(기업-년)이다. 그리고 t기에 하향으로 감사인이 교체된 기업은 113개(기업-년)이다. 따라서 식(3)과 식(4)는 3,932개(기업-년) 기업을 대상으로 추가분석을 수행하고자 한다.

$$\begin{aligned} FOR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 AC_bs_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 AQ_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} \\ & + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 BETA_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} \\ & + \beta_{10} YD_{i,t} + \beta_{11} IND_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(3)}$$

$$\begin{aligned} FOR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 AC_bs_{i,t} + \beta_2 AC_bs_{i,t} \times AQ_{i,t} + \beta_3 AC_bs_{i,t} \times ROA_{i,t} \\ & + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 AQ_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 DIV_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} \\ & + \beta_9 BETA_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + \beta_{11} MB_{i,t} + \beta_{12} YD_{i,t} \\ & + \beta_{13} IND_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(4)}$$

AC_bs : t기 하향(Big4 → non-Big4)으로 감사인을 교체한 기업이면 1, 아니면 0
이외 변수는 식(1)과 식(2) 참조.

<표 7>은 위 식(3)을 분석한 결과이고, <표 8>은 위 식(4)를 분석한 결과이다. <표 7>과 <표 8>의 모형 1은 FOR_a를 종속변수로 설정하여 분석한 결과이고, 모형 2는 FOR_e를 종속변수로 설정하여 분석한 결과이다.

<표 7>의 결과를 살펴보면, AC_bs의 회귀부호는 모든 모형에서 유의한 음(-)의 값을 제시하고 있다. 이는 하향 감사인이 교체될 경우, 외국인지분율은 감소하는 것으로 해석할 수 있다.

<표 8>의 결과에서는 AQ의 회귀부호는 모든 모형에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 하지만, AC_bs × AQ의 회귀부호는 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이는 하향 감사인 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 못하는 것으로 해석할 수 있다.

<표 8>의 ROA 회귀부호는 모든 모형에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났고, AC_bs × ROA의

회귀부호는 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 이는 하향 감사인 교체는 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 감소시키는 것으로 해석할 수 있다.

<표 7>과 <표 8>의 결과를 정리해 보면, 하향으로 감사인이 교체된 경우 외국인지분율은 감소하는 것으로 해석할 수 있다. 하향 감사인 교체가 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 못한다는 결과는 대형회계법인에서 비대형회계법인으로의 감사인 교체가 높은 감사품질을 제공하지 못하고 있음을 간접적으로 시사하고 있다. 그리고 하향 감사인 교체가 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 감소시킨다는 결과는 대형회계법인에서 비대형회계법인으로의 감사인 교체가 피감사기업에게는 높은 비용의 부담으로 연결될 수 있음을 간접적으로 나타내고 있다.

<표 7> 감사인 하향 교체(Big4 → non-Big4)와 외국인지분율

	Model 1(FOR _a), n=3,932		Model 2(FOR _e), n=3,932	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.9230	-29.16***	-0.9125	-28.75***
<i>AC_bs</i>	-0.0229	-2.07**	-0.0224	-2.02**
<i>LEV</i>	-0.0028	-4.83***	-0.0028	-4.74***
<i>AQ</i>	0.0024	3.18**	0.0023	2.96**
<i>CFO</i>	0.1274	4.50***	0.1344	4.74***
<i>DIV</i>	0.0032	1.80*	0.0029	1.58
<i>SIZE</i>	0.0382	32.05***	0.0377	31.57***
<i>BETA</i>	-0.0122	-2.87***	-0.0135	-3.16***
<i>ROA</i>	0.1863	5.38***	0.1992	5.76***
<i>MB</i>	0.0061	7.88***	0.0059	7.63***
<i>YD</i>	Included		Included	
<i>IND</i>	Included		Included	
F-value	75.28***		74.59***	
Adj.R ²	0.2590		0.2572	

1) ***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함.

2) 변수의 설명은 <표 2>에 기술함.

〈표 8〉 감사인 하향 교체(Big4 → non-Big4)가 회계정보의 신뢰성(회계이익)과
외국인지분율 간의 관련성에 미치는 영향

	Model 1(FOR _a), n=3,932		Model 2(FOR _e), n=3,932	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.9249	-29.21***	-0.9142	-28.79***
<i>AC_bs</i>	-0.0082	-0.64	-0.0082	-0.64
<i>AC_bs</i> × <i>AQ</i>	0.0029	1.14	0.0026	0.99
<i>AC_bs</i> × <i>ROA</i>	-0.3104	-2.20**	-0.3208	-2.26**
<i>LEV</i>	-0.0029	-4.86***	-0.0028	-4.76***
<i>AQ</i>	0.0021	2.61***	0.0020	2.44**
<i>CFO</i>	0.1269	4.49***	0.1339	4.72***
<i>DIV</i>	0.0033	1.82*	0.0029	1.59
<i>SIZE</i>	0.0382	32.09***	0.0378	31.61***
<i>BETA</i>	-0.0123	-2.89***	-0.0136	-3.18***
<i>ROA</i>	0.1979	5.68***	0.2117	6.05***
<i>MB</i>	0.0060	7.86***	0.0059	7.63***
<i>YD</i>	Included		Included	
<i>IND</i>	Included		Included	
F-value	69.07***		68.44***	
Adj.R ²	0.2598		0.2579	

1) ***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함.

2) 변수의 설명은 <표 2>에 기술함.

본 연구에서는 상향(non-Big4 → Big4) 감사인 교체가 국내의 외국인지분율에 미치는 영향을 분석하기 위하여 아래의 식(5)과 식(6)을 설정하였다. 식(5)과 식(6)을 분석하기 위하여, 사용된 표본은 3,892개(기업-년) 기업이다. 3,892개(기업-년) 기업은 t기에 감사인이 교체되지 않은 3,819개(기업-년) 기업과 t기에 상향으로 감사인이 교체된 73개(기업-년) 기업의 합으로 구성된 것이다.

$$\begin{aligned}
 FOR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 AC_sb_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 AQ_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} \\
 & + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 BETA_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} YD_{i,t} \\
 & + \beta_{11} IND_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

$$\begin{aligned}
FOR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 AC_sb_{i,t} + \beta_2 AC_sb_{i,t} \times AQ_{i,t} + \beta_3 AC_sb_{i,t} \times ROA_{i,t} \\
& + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 AQ_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 DIV_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} \\
& + \beta_9 BETA_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + \beta_{11} MB_{i,t} + \beta_{12} YD_{i,t} \\
& + \beta_{13} IND_{i,t} + \epsilon_{i,t}
\end{aligned}$$

식(6)

AC_sb : t기 상향(non-Big4 → Big4)으로 감사인을 교체한 기업이면 1, 아니면 0
 이외 변수는 식(1)과 식(2) 참조.

<표 9>는 식(5)를 분석한 결과이고, <표 10>은 식(6)을 분석한 결과이다. <표 9>와 <표 10>의 모형 1은 FOR_a를 종속변수로 설정하여 분석한 결과이고, 모형 2는 FOR_e를 종속변수로 설정하여 분석한 결과이다.

<표 9>의 결과를 살펴보면, AC_bs의 회귀부호는 모형 1과 모형 2 모두에서 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이는 앞선, <표 7>와 다른 결과로, 감사인의 상향 교체는 외국인지분율과 관련성이 없는 것으로 해석할 수 있다.

<표 9> 감사인 상향 교체(non-Big4 → Big4)와 외국인지분율

	Model 1(FOR_a), n=3,892		Model 2(FOR_e), n=3,892	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.9248	-29.22***	-0.9140	-28.79***
<i>AC_sb</i>	-0.0141	-1.03	-0.0175	-1.28
<i>LEV</i>	-0.0029	-4.86***	-0.0028	-4.76***
<i>AQ</i>	0.0025	3.25***	0.0023	3.01***
<i>CFO</i>	0.1285	4.54***	0.1356	4.77***
<i>DIV</i>	0.0033	1.84*	0.0029	1.62
<i>SIZE</i>	0.0382	32.10***	0.0378	31.62***
<i>BETA</i>	-0.0122	-2.86***	-0.0135	-3.15***
<i>ROA</i>	0.1851	5.36***	0.1986	5.74***
<i>MB</i>	0.0061	7.90***	0.0059	7.67***
<i>YD</i>	Included		Included	
<i>IND</i>	Included		Included	
F-value	75.08***		74.43***	
Adj.R ²	0.2585		0.2568	

1) ***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함.

2) 변수의 설명은 <표 2>에 기술함.

<표 10>의 모형 1과 모형 2의 AQ 및 ROA의 회귀부호는 모든 모형에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 하지만, AC_sb×AQ의 회귀부호는 모든 모형에서 유의성이 없는 것으로 나타났고, AC_sb×ROA 회귀부호는 모든 모형에서 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 이는 앞선 <표 8>의 결과와 유사한 것으로 감사인의 상향 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 않지만, 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에는 부정적으로 작용하고 있음을 시사한다.

<표 10> 감사인 상향 교체(non-Big4 → Big4)가 회계정보의 신뢰성(회계이익)과 외국인지분율 간의 관련성에 미치는 영향

	Model 1(FOR_a), n=3,892		Model 2(FOR_e), n=3,892	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.9252	-29.22***	-0.9142	-28.79***
<i>AC_sb</i>	-0.0040	-0.25	-0.0094	-0.59
<i>AC_sb</i> × <i>AQ</i>	0.0003	0.12	-0.0004	-0.17
<i>AC_sb</i> × <i>ROA</i>	-0.2908	-1.80*	-0.2798	-1.73*
<i>LEV</i>	-0.0029	-4.89***	-0.0028	-4.79***
<i>AQ</i>	0.0024	3.04***	0.0024	2.91***
<i>CFO</i>	0.1302	4.60***	0.1372	4.83***
<i>DIV</i>	0.0034	1.87*	0.0030	1.63
<i>SIZE</i>	0.0383	32.11***	0.0378	31.63***
<i>BETA</i>	-0.0124	-2.91***	-0.0137	-3.19***
<i>ROA</i>	0.1913	5.52***	0.2045	5.88***
<i>MB</i>	0.0061	7.89***	0.0059	7.67***
<i>YD</i>	Included		Included	
<i>IND</i>	Included		Included	
F-value	68.71***		68.11***	
Adj.R ²	0.2587		0.2570	

1) ***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함.

2) 변수의 설명은 <표 2>에 기술함.

<표 9>와 <표 10>의 결과를 정리해 보면, 감사인의 상향 교체는 감사인의 하향 교체와 달리, 외국인지분율과 관련성이 없는 것으로 나타났다. 이는 감사인이 상향 교체된 기업의 수가 작아서 나타난 결과일 수도 있고, 국내의 외국인투자자들이 감사인의 상향 교체에 대하여 차별적으

로 반영하지 않고 있음을 시사한다.

감사인의 상향 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 그리고 감사인의 상향 교체는 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 약화시키는 것으로 나타났다. 이는 감사인의 하향 교체와 일관된 결과로, 감사인의 하향 및 상향 교체는 모두 감사품질을 높이지 못하고, 오히려 기업의 비용부담을 증가시키는 요인으로 작용하고 있음을 시사한다.

본 연구에서는 동일수준(Big4 → Big4 혹은 non-Big4 → non-Big4) 감사인 교체가 외국인지분율에 미치는 영향을 분석하기 위하여 아래의 식(7)과 식(8)을 설정하였다. 이를 분석하기 위하여 사용된 표본은 4,277개(기업-년) 기업이다. 구체적으로 4,277개(기업-년) 기업은 최종표본 중 t기에 감사인이 교체되지 않은 3,819개(기업-년) 기업과 t기에 동일수준으로 감사인이 교체된 458개(기업-년) 기업으로 구성된 것이다.

$$\begin{aligned} FOR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 AC_sa_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 AQ_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} \\ & + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 BETA_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} \\ & + \beta_{10} YD_{i,t} + \beta_{11} IND_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(7)}$$

$$\begin{aligned} FOR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 AC_sa_{i,t} + \beta_2 AC_sa_{i,t} \times AQ_{i,t} + \beta_3 AC_sa_{i,t} \times ROA_{i,t} \\ & + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 AQ_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 DIV_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} \\ & + \beta_9 BETA_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + \beta_{11} MB_{i,t} + \beta_{12} YD_{i,t} \\ & + \beta_{13} IND_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(8)}$$

AC_sa : t기 동일수준(Big4 → Big4 혹은 non-Big4 → non-Big4)으로 감사인을 교체한 기업이면 1, 아니면 0
이외 변수는 식(1)과 식(2) 참조.

<표 11>은 식(7)을 분석한 결과이고, <표 12>는 식(8)을 분석한 결과이다. <표 11>과 <표 12>의 모형 1은 FOR_a를 종속변수로 설정하여 분석한 결과이고, 모형 2는 FOR_e를 종속변수로 설정하여 분석한 결과이다.

<표 11>의 결과를 살펴보면, AC_sa의 회귀부호는 모형 1과 모형 2 모두에서 유의한 음(-)의 값을 제시하고 있다. 이는 앞선 <표 7>의 결과와 유사한 것으로, 동일수준의 감사인 교체는 외국인지분율을 감소시키고 있는 것으로 해석할 수 있다.

〈표 11〉 동일수준 감사인 교체(Big4 → Big4 or non-Big4 → non-Big4)와 외국인지분율

	Model 1(FOR _a), n=4,277		Model 2(FOR _e), n=4,277	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.9237	-29.20***	-0.9130	-28.78***
<i>AC_sb</i>	-0.0112	-2.19**	-0.0118	-2.31**
<i>LEV</i>	-0.0028	-4.80***	-0.0028	-4.70***
<i>AQ</i>	0.0025	3.24***	0.0023	3.02***
<i>CFO</i>	0.1274	4.50***	0.1344	4.74***
<i>DIV</i>	0.0032	1.78*	0.0028	1.55
<i>SIZE</i>	0.0382	32.12***	0.0378	31.64***
<i>BETA</i>	-0.0124	-2.91***	-0.0137	-3.20***
<i>ROA</i>	0.1837	5.32***	0.1972	5.70***
<i>MB</i>	0.0061	7.92***	0.0059	7.69***
<i>YD</i>	Included		Included	
<i>IND</i>	Included		Included	
F-value	75.32***		74.67***	
Adj.R ²	0.2591		0.2574	

1) ***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함.

2) 변수의 설명은 <표 2>에 기술함.

<표 12>의 결과를 살펴보면, AQ 및 ROA 회귀부호는 모든 모형에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. AC_{sa}×AQ의 회귀부호는 모형 1과 모형 2 모두에서 유의성이 없는 것으로 나타났고, AC_{sb}×ROA의 회귀부호는 모든 모형에서 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 이러한 결과는 앞선 <표 8> 및 <표 10>과 유사한 결과이다.

즉, <표 12>의 결과는 동일수준의 감사인 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 않는 것으로 해석할 수 있다. 하지만, 동일수준의 감사인 교체는 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 감소시키는 것으로 해석할 수 있다.

이는 동일수준 감사인 교체 또한, 국내의 외국인투자자들이 인지하는 높은 감사품질을 제공하지 못하며 회계이익 산정에 부정적인 요인으로 작용하고 있음을 나타낸다. 따라서 동일수준의 감사인 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 못하며, 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에는 부정적인 요인이 되고 있는 것으로 판단된다.

〈표 12〉 동일수준 감사인 교체(Big4 → Big4 or non-Big4 → non-Big4)가 회계정보의 신뢰성(회계이익)과 외국인지분율 간의 관련성에 미치는 영향

	Model 1(FOR_a), n=4,277		Model 2(FOR_e), n=4,277	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.9258	-29.27***	-0.9149	-28.84***
<i>AC_sb</i>	-0.0079	-1.26	-0.0090	-1.43
<i>AC_sb</i> × <i>AQ</i>	-0.0012	-0.62	-0.0012	-0.61
<i>AC_sb</i> × <i>ROA</i>	-0.1616	-2.40**	-0.1459	-2.16**
<i>LEV</i>	-0.0029	-4.84***	-0.0028	-4.74***
<i>AQ</i>	0.0027	3.20***	0.0026	2.99***
<i>CFO</i>	0.1264	4.47***	0.1335	4.70***
<i>DIV</i>	0.0032	1.80*	0.0028	1.57
<i>SIZE</i>	0.0383	32.15***	0.0378	31.67***
<i>BETA</i>	-0.0123	-2.89***	-0.0136	-3.18***
<i>ROA</i>	0.2140	5.82***	0.2245	6.09***
<i>MB</i>	0.0061	7.90***	0.0059	7.68***
<i>YD</i>	Included		Included	
<i>IND</i>	Included		Included	
F-value	69.12***		68.46***	
Adj.R ²	0.2599		0.2580	

1) ***, ** 및 *은 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함.

2) 변수의 설명은 <표 2>에 기술함.

이상의 추가분석 결과를 정리해 보면, 감사인의 교체가 하향과 동일수준으로 이루어질 경우, 이러한 감사인 교체는 외국인지분율과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타나고 있다. 하지만, 상향 감사인 교체는 외국인지분율과 관련성을 가지지 않는 것으로 나타났다. 이는 감사인의 교체 유형에 따라 국내의 외국인투자자들의 반응은 차이가 날 수 있음을 시사한다.

하향, 상향 및 동일수준의 감사인 교체는 모두 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이는 감사인 교체가 어떠한 수준(행태)으로 이루어지더라도 감사품질이 높아져, 회계정보의 신뢰성이 제고되었다고 외국인 투자자들은 평가하지 않고 있음을 시사한다.

한편, 하향, 상향 및 동일수준의 감사인 교체는 모두 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성을 감소시키는 것으로 나타났다. 이는 외국인투자자들의 경우 감사인 교체가 감사의 비효

울성을 높이는 유인으로 작용하여 기업의 비용부담을 증가시키는 요인으로 평가하고 있음을 시사한다. 이러한 추가분석의 결과를 종합해 보면, 국내의 외국인투자자들은 감사인 교체에 대하여 부정적으로 평가하고 있는 것으로 판단되어 진다.

V. 결 론

본 연구는 2011년부터 2018년까지 유가증권에 상장된 기업(단, 금융업은 제외)을 대상으로, 감사인의 교체와 외국인지분율 간의 관련성을 실증분석하였다. 국내의 외국인투자자들은 투자 대상기업 선정시 회계정보의 신뢰성과 회계이익을 중요한 지표로 사용하고 있다.

新외감법 재정으로, 우리나라는 2020년부터 ‘주기적 감사인 지정제’가 도입하고 있다. 이러한 점에서 감사인 교체가 외국인지분율에 미치는 영향에 대한 분석은 현재 시행중인 ‘주기적 감사인 지정제’의 효과를 예측한다는 측면에서 의미가 있을 것으로 판단된다. 이러한 점에서 본 연구는 감사인 교체와 외국인지분율 간의 관련성에 있어 3가지 가설을 설정하여 실증분석을 수행해 보았다.

분석결과, 감사인 교체는 외국인지분율과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이는 외국인투자자들의 경우 감사인의 교체를 부정적으로 평가하고 있음을 시사한다. 특히, 감사인의 교체 유형에 따라 외국인지분율이 어떠한 차이를 보이는 지를 분석해 보았다.

감사인 하향(Big4 → non-Big4) 및 동일수준(Big4 → Big4 및 non-Big4 → non-Big4)으로 교체될 경우, 외국인지분율은 감소하는 것으로 나타났다. 하지만, 상향(non-Big4 → Big4) 감사인 교체는 외국인지분율과 관련성을 가지지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 따르면, 외국인투자자들은 감사인의 유형에 따라 차별적인 투자의사결정을 내리고 있는 것으로 판단된다.

감사인 교체가 회계정보의 신뢰성(회계이익)과 외국인지분율 간의 관련성에 미치는 영향에서는 감사인 교체는 회계정보의 신뢰성과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에 추가적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 하지만, 감사인 교체는 회계이익과 외국인지분율 간의 양(+)의 관련성에는 부정적인 요인으로 작용하는 것으로 나타났다. 이는 감사인 교체를 하향, 상향 및 동일수준 감사인 교체로 측정하여도 일관된 것으로 나타났다.

이는 감사인의 교체 유형에 관계없이 감사인 교체는 감사품질을 제고시키지 못하므로, 외국인투자자들은 감사인이 교체된 기업의 회계정보의 신뢰성에 대하여 추가적인 가중치를 부여하지 않는 것으로 해석할 수 있다. 반면에, 외국인투자자들은 감사인이 교체된 기업에서 나타날 수 있는 감사의 비효율성을 기업이 부담해야할 비용으로 평가하고 있는 것으로 판단된다.

본 연구는 ‘주기적 감사인 지정제’가 도입된 현 시점에서, 제도의 효과를 예측할 수 있는 자료

를 제공한다는 점에서 정책적 시사점이 있을 것으로 기대된다. 특히, 본 연구는 ‘주기적 감사인 지정제’ 도입이 기업의 지배구조를 변경시킬 수 있다는 자료를 제시한다는 점에서 실무적인 공헌점이 있을 것으로 기대된다. 하지만, 본 연구는 표본의 선정시 자료 수집의 제약으로 인하여 금융감독원의 감사인 지정으로 교체된 기업을 대신하여 관리종목을 표본에서 제거하여 사용하였다는 한계점이 있다.

참고문헌

- 고대영 · 백은영 · 안미강. 2012. “기업지배구조가 외국인지분율에 미치는 영향”. 회계정보연구 제30권 제1호 : 29-59.
- 고재민 · 김상일 · 이호영. 2009. “감사품질의 대용치와 발생액의 질의 상관관계”. 회계학연구 제34권 제2호 : 1-43.
- 권수영 · 기은선. 2011. “발생액의 질이 감사시간 및 감사보수에 미치는 영향”. 회계학연구 제36권 제4호 : 95-137.
- 권수영 · 신현걸 · 정재연. 2006. “감사시간과 감사보수가 이익조정에 미치는 영향”. 회계학연구 제31권 제4호 : 175-201.
- 김성민 · 장용원. 2012. “외국인투자자의 투자기관과 기업의 배당정책”. 한국증권학회지 제41권 제5호 : 781-812.
- 김성혜 · 이아영 · 전성빈. 2012. “외국인투자자의 특성과 실제이익조정 - 외국인대주주의 역할을 중심으로”. 회계학연구 제37권 제2호 : 129-165.
- 김영철 · 고종권. 2011. “회계이익과 세무이익의 차이와 이익의 질”. 세무학연구 제28권 제4호 : 87-119.
- 노준화. 2009. “감사인 강제교체가 감사품질에 미치는 영향”. 회계학연구 제34권 제4호 : 1-29.
- 박종국 · 최정호 · 문상혁. 2011. “대규모기업집단의 소득이전과 외국인투자자의 모니터링”. 국제회계연구 제40집 : 113-134.
- 박종국 · 홍영은. 2009. “조세회피와 외국인지분율”. 세무학연구 제26권 제4호 : 105-135.
- 박종일 · 박수근. 2007. “감사인 교체와 감사품질”. 회계와 감사연구 제46호 : 191-226.
- 박종일 · 나경아. 2016. “IFRS 도입 전후 감사인 교체와 이익조정에 관한 연구”. 회계저널 제25권 제1호 : 299-344.
- 백미경 · 문상혁. 2010. “투자자의사결정 시 외국인 투자자는 감사품질을 고려하는가?”. 국제회계연구 제29집 : 131-159.
- 백원선. 2011. “수익비용대응원칙과 이익의 질”. 회계학연구 제36권 제2호 : 101-127.
- 선우희연 · 이우종. 2020. “주기적 감사인 지정제의 이행비용 : 피감법인의 효용변화를 중심으로”. 회계학연구 제45권 제6호 : 111-147.
- 선우희연 · 이유진. 2021. “외부감사인의 교체 빈도와 감사품질”. 회계학연구 제46권 제1호 : 1-40.
- 설원식 · 강신애. 2006. “외국인기관투자자와 기업의 경영의사결정”. 무역학회지 제31권 제4호 : 99-128.
- 신호영 · 정안수. 2007. “기업특성이 배당에 미치는 영향 - 외국인 지분율 중심으로-”. 경영교육연구 제45권 제1호 : 211-232.
- 안윤영 · 신현한 · 장진호. 2005. “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계”. 회계학연구 제30권 제

- 4호 : 109-131.
- 이강일. 2014. “수익비용대응 수준이 외국인지분율에 미치는 영향”. 국제회계연구 제54집 : 152-179.
- 이만우 · 노준화. 2006. “외국인 투자자가 기업에 미친 영향-배당, 투자, 기부금 및 자기주식취득을 중심으로-”. 세무회계저널 제7권 제1호 : 7-25.
- 이장희 · 김선구. 2006. “회계이익의 질과 외국인지분율 간의 관련성 분석”. 회계정책연구 제11권 제3호 : 199-227.
- 이현주 · 정현욱 · 이강일. 2014. “지주회사 전환이 외국인지분율에 미치는 영향”. 회계학연구 제39권 제1호 : 77-116.
- 전영순. 2003. “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질(Quality)”. 경영학연구 제32권 제4호 : 1001-1032.
- 정태범 · 박재환 · 박희우. 2008. “회계법인 강제교체제도에 대한 검토”. 세무회계저널 제9권 제3호 : 313-342.
- 정현욱 · 이강일. 2016. “국내 상품시장의 경쟁정도가 외국인지분율에 미치는 영향”. 세무회계저널 제17권 제4호 : 135-160.
- 정현욱 · 이미영. 2017. “조세혜택이 외국인지분율에 미치는 영향”. 세무회계저널 제18권 제3호 : 41-61.
- 정현욱 · 이현주 · 이강일. 2014. “외국인지분율과 법인세부담액 간의 관련성에 대한 연구”. 세무학연구 제31권 제1호 : 105-133.
- 최정호. 2006. “감사품질과 신규상장기업의 이익조정”. 회계학연구 제31권 제4호 : 113-143.
- 황문호 · 안성희. 2016. “감사인 강제교체제도 하에서의 회계법인 선택요인과 감사품질”. 세무회계저널 제17권 제1호 : 61-87.
- Bhattacharya, N., F. Ecker, P. Olsson, and K. Schipper. 2012. Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *The Accounting Review*. 87 : 449-482.
- Chen, C. Y., C. J. Lin, and Y. C. Lin. 2008. Audit partner tenure, audit firm tenure, and discretionary accruals : Does long auditor tenure impair earnings quality? *Contemporary Accounting Research*. 25(2) : 415-445.
- Dahlquist, M., and G. Robertsson. 2001. Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics*. 59(3) : 413-440.
- Davidson III, W. N., P. Jirapron, and P. DaDalt. 2006. Causes and consequences of audit shopping : An analysis of auditor opinions, earnings management, and auditor changes. *Quarterly Journal of Business and Economics*. 45(1/2) : 69-87.
- DeFond, M. L. and K. R. Subramanyam. 1998. Auditor changes and discretionary accruals.

- Journal of Accounting and Economics*. 25(1) : 35–67.
- Fama, E., and K. French. 1995. Size and book-to-market factors in earnings and returns. *Journal of Finance*. 50(1) : 131–155.
- Geiger, M. A. and K. Raghunandan. 2002. Auditor tenure and audit reporting failures. *Auditing : A Journal of Practice & Theory*. 21(1) : 67–78.
- Hackenbrack, K. E. and C. E. Hogan. 2002. Market response to earnings surprises conditional on reasons for an auditor change. *Contemporary Accounting Research*. 19(2) : 195–223.
- Kang, J., and R. Stulz. 1997. Why is there a home bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan. *Journal of Financial Economics*. 46(1) : 3–28.
- Schwartz, K. 1982. Accounting changes by corporations facing possible insolvency. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*. 6(1) : 32–43.
- Schwartz, K., and K. Menon. 1985. Auditor Switches by Failing Firms. *The Accounting Review*. 60(2) : 248–261.
- Shu, S. Z. 2000. Auditor resignations : clientele effects and legal liability. *Journal of Accounting and Economics*. 29(2) : 173–205.

The Relation between Auditor Change and Foreign Equity*

Jung Hyun-Uk** · Lee Hyun-Ju*** · Mun Tae-Hyoung****

〈Abstract〉

In this study, three hypotheses are established and empirical analysis is performed to analyze the relationship between auditor change and foreign ownership. As a result of the test, it is found that auditor change has a negative relation with foreign ownership. When the auditor change is considered in detail, it is found that the downward auditor change and the same level auditor change have a negative relation with the foreign ownership.

On the other hand, it is found that the auditor change does not have an additional effect on the positive relation between the reliability of accounting information and the foreign ownership. but the auditor change decreases the positive relation between the net income and the foreign ownership. This is found to be consistent even if the auditor is changed at the same level, downward level, and upward level. According to these results, it can be interpreted that the auditor's change does not improve audit quality, so domestic-foreign investors do not give additional weight to the reliability of accounting information.

Rather, the auditor change is judged to increase the cost burden of the company by causing inefficiency of the audit, and it is judged that foreign investors in Korea reduce the weight given to net income. As a result, domestic-foreign investors negatively perceive the auditor change, and it is judged that there is a negative (-) relation between the auditor change and the foreign ownership.

This study is expected to have policy implications in that it provides data that can predict the effectiveness of the 'Auditor Design Rules' system. In particular, this study is expected to have practical contributions in that it presents data that the introduction of 'Auditor Design Rules' can change corporate governance.

〈Key words〉 Auditor Change, Foreign Ownership, Reliability of Accounting Information, Net Income

* This work was supported by the Dong-A University research fund.

** Associate Professor, School of Business, Dong-A University, biglotos@dau.ac.kr, First Author

*** Ph. D. in Business Management, Department of Accounting and Taxation, Yeungnam University, hyunjulee0328@gmail.com, Co-author

**** Assistant Professor, Department of Business Administration, Mokwon University, mungini@mokwon.ac.kr, Corresponding Author