

세무와회계저널
제17권 제4호 2016년 8월 pp.135~160
한국세무학회

국내 상품시장의 경쟁정도가 외국인지분율에 미치는 영향

정현욱* · 이강일**

<요 약>

본 연구는 상품시장의 경쟁정도가 외국인지분율과 관련성이 없을 것이라는 귀무가설을 설정하고 회귀분석을 이용하여 실증분석을 수행하였다. 본 연구는 상품시장의 경쟁정도가 가지는 시장규율 효과(market discipline effect)와 수익성 감소 효과 중 외국인투자자들이 어떠한 요인을 선호하는지를 실증분석하는 데 목적이 있다.

상품시장의 경쟁정도와 관련된 선행연구에서 상품시장의 경쟁정도는 외부기업지배구조의 매커니즘으로 작용하여 시장규율의 효과를 가진다고 보고하고 있다. 하지만, 상품시장의 경쟁정도가 높은 기업의 경우, 상품시장의 경쟁정도가 낮은 기업보다 수익성이 낮을 수 있다. 이러한 점에서 본 연구에서는 상품시장의 경쟁정도가 외국인지분율에 미치는 영향이 실증의 문제로 판단되어 실증분석을 수행하였다.

2002-2010년 기간 동안 금융업을 제외한 상장법인(유가증권시장)을 대상으로 분석한 결과, 상품시장 경쟁정도(허핀달-허쉬만 지수 $\times(-1)$)는 유의한 음(-)의 회귀계수를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 따르면, 외국인투자자들은 상품시장의 경쟁정도가 가지는 시장규율의 효과보다 수익성 감소에 보다 많은 가치를 부여하고 있음을 시사한다.

외국인지분율과 관련된 다수의 선행연구에서는 기업 (내부)특성요인과 외국인지분율 간의 관련성만을 분석하고 있다. 따라서 본 연구의 결과는 외국인투자자들이 의사결정시 기업의 외부특성도 고려한다는 시사점을 제시한다는 점에서 공헌점이 있다.

또한, 외국인지분율과 관련된 선행연구에서는 외국인투자자의 경우 투자의사결정시 자신의 이익을 극대화하는 방향으로 의사결정을 한다는 연구와, 우월한 분석능력을 바탕으로 장기적이고 안정적인 투자를 수행한다는 연구가 상존하고 있다. 이러한 점에서 본 연구의 결과는 외국인지분율과 관련된 상반된 연구들 중 외국인투자자들이 자신의 이익극대화를 추구하는 방향으로 의사결정을 내린다고 보고하고 있는 선행연구를 지지하는 추가적인 증거를 제공한다는 점에서 기여점이 있다고 판단된다. 그리고 본 연구의 결과는 상품시장의 경쟁과 관련된 정책기관에 참고할 수 있는 자료를 제공할 것으로 기대된다.

<주제어> 외국인지분율, 상품시장의 경쟁정도, 수익성, 시장규율효과

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

** 영남대학교 경영대학 회계세무학과 교수, kilee@ynu.ac.kr, 교신저자

논문접수일 2016년 4월 4일 1차수정일 2016년 5월 30일 2차수정일 2016년 7월 8일

게재확정일 2016년 8월 9일

I. 서 론

본 연구는 금융업을 제외한 유가증권시장 상장법인을 대상(2002년부터 2010년까지)으로 상품시장의 경쟁정도와 외국인지분율 간의 관련성을 실증분석하는데 목적이 있다. 외국인투자자와 관련된 선행연구에 따르면, 외국인투자자는 회계이익이 높은 기업을 선호하는 것으로 보고하고 있다(Kang and Stulz 1997 ; 박종국 외 2011 ; 정현욱 외 2014 ; Dahlquist and Robertsson 2001). 또한, 외국인투자자는 장기적이고 안정적인 투자를 선호하므로(김성혜 외 2012), 회계이익의 질, 감사품질(감사시간과 감사보수) 및 기업지배구조가 우수하고 정보비대칭 수준(재무분석가 수, 재무분석가의 이익예측오차 그리고 재량발생)이 낮은 기업에 투자 의사결정을 내리는 것으로 보고되고 있다(전영순 2003 ; 안윤영 외 2005 ; 이장희 · 김선구 2006 ; 고대영 외 2012). 그러나 외국인지분율과 관련된 국내의 선행연구에서는 기업의 (내부)특성변수와 외국인지분율 간의 관련성을 분석한 연구는 다수 있지만, 기업의 외부변수가 외국인지분율에 미치는 영향을 실증분석한 연구는 없는 실정이다.

Hart(1983), 유혜영 외(2013) 그리고 손성규 · 신일항(2014)은 상품시장의 경쟁정도가 외부기업지배구조의 매커니즘으로 작용하여 시장규율의 효과(market discipline effect)를 가진다고 설명하고 있다. 따라서 상품시장의 경쟁과 관련된 선행연구에서는 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 경영자의 해이(slack)함, 정보비대칭 수준 및 경영자의 기회주의적 이익조정 수준은 감소하고, 감사품질(감사보수) 및 회계정보의 질(회계정보의 비교가능성)은 높아지는 것으로 보고하고 있다(Hart 1983 ; 유혜영 외 2013 ; Ali et al. 2014 ; 손성규 · 신일항 2014 ; 손성규 외 2014 ; 이명진 · 신일항 2015).

한편, Mas-Colell et al.(1995)을 포함한 미시경제학 이론(microeconomics theory)에 따르면, 산업 독점도가 낮(높)은 기업은 시장에서 가격수용자(가격결정자)의 역할을 수행하면서 정상이윤(초과이윤)을 달성하는 것으로 보고하고 있다. 산업 독점도가 낮(높)다는 것은 상품시장의 경쟁정도가 높(낮)다는 것을 의미한다. 상품시장의 경쟁정도가 높은 기업의 경우, 상품시장의 경쟁정도가 낮은 기업보다 수익성이 낮을 수 있음을 시사할 수 있다. 이러한 점에서 기업의 외부변수인 상품시장의 경쟁정도와 외국인투자자의 의사결정 간의 관련성을 분석하는 것은 실증의 문제로 판단되어, 본 연구에서는 상품시장의 경쟁정도가 외국인지분율과 관련성이 없을 것이라는 귀무가설을 설정하고 실증분석을 수행하였다.

실증분석에 사용된 상품시장의 경쟁정도는 손성규 · 신일항(2014), 신일항 외(2014) 및 손성규 외(2014)의 연구방법론에 따라 측정된 허핀달-허쉬만 지수에 (-1)을 곱하여 측정하였다. 그리고 외국인지분율은 1년 평균 외국인지분율(보통주)을 사용하였다. 실증분석 결과, 상품시장 경쟁정도는 유의한 음(-)의 회귀계수를 가지는 것으로 나타났다. 이는 상품시장의 경쟁정도가 심화될수록 외국인지분율이 감소하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

또한, 본 연구에서는 외국인지분율을 장기적으로 측정(3년 평균 보통주 외국인지분율과 5년 평균 보통주 외국인지분율)하여 추가분석을 수행하였지만, 그 결과는 일관된 것으로 나타났다. 이러한 결과에 따르면, 외국인투자자는 상품시장의 경쟁정도가 가지는 상반된 특성 중 시장규모 효과보다 수익성을 중시하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 연구의 결과는 우리나라에서 외국인투자가 장기투자보다 단기투자에 집중하고 있을 가능성을 시사한다.

외국인지분율과 관련된 다수의 선행연구에서는 기업 (내부)특성요인과 외국인지분율 간의 관련성만을 분석하고 있다. 본 연구의 결과는 외국인투자자들이 의사결정시 기업의 외부특성도 고려한다는 시사점을 제시한다는 점에서 공헌점이 있다.

또한, 외국인지분율과 관련된 선행연구에서는 외국인투자자의 경우 투자의사결정시 자신의 이익을 극대화하는 방향으로 의사결정을 한다는 연구와, 우월한 분석능력을 바탕으로 장기적이고 안정적인 투자를 수행한다는 연구가 상존하고 있다. 이러한 점을 고려해 볼 때, 본 연구의 결과는 외국인지분율과 관련된 상반된 연구들 중 외국인투자자들이 자신의 이익극대화를 추구하는 방향으로 의사결정을 내린다고 보고하고 있는 선행연구를 지지하는 추가적인 증거를 제공한다는 점에서 기여점이 있다고 판단된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구와 연구가설을 제시하였다. 제Ⅲ장에서는 연구방법론으로 연구모형, 변수측정 및 표본의 선정을 기술하였고, 제Ⅳ장에서는 분석결과를 제시하였다. 마지막으로, 제Ⅴ장에서는 연구의 결론 및 공헌점을 제시하였다.

Ⅱ. 선행연구의 검토 및 가설 설정

1. 외국인지분율과 관련된 선행연구

정현욱 외(2014)는 외국인투자자의 경우, 투자대상기업 선정 시 회계이익이 높은 기업을 선호하는 경향이 있으며, 투자대상기업 선정 이후에도 피투자기업의 회계이익을 증가시키는 방향으로 영향력을 행사한다고 설명하고 있다. 이러한 점에서 박종국 외(2011)는 소득이전을 이용하여 외국인투자자는 자신의 이익을 증대시키고 있다는 실증결과를 제시하고 있다.

박종국·홍영은(2009)은 외국인투자자의 경우 자신의 이익극대화(고배당)를 추구하기 위하여, 조세부담 최소화 전략보다는 보고이익(회계이익)을 높이는 방향으로 경영자의 의사결정에 영향을 미치고 있다고 보고하고 있다. 이는 일본 기업과 스웨덴 기업을 대상으로 분석한 Kang and Stulz(1997) 및 Dahlquist and Robertsson(2001)의 연구에서도 일관된 것으로 나타났다. 구체적으로 Kang and Stulz(1997) 및 Dahlquist and Robertsson(2001)은 총자산수익률과 자기자본이익률이 높은 기업일수록 외국인지분율이 증가하는 것으로 보고하고 있다. 이러한 결과에 따르

면, 외국인투자자는 투자 의사결정 시 수익성이 높은 기업을 선호하는 것으로 판단된다.

전영순(2003)에 따르면, 외국인투자자는 질적으로 높은 회계이익을 선호한다고 보고하고 있다. 따라서 이장희·김선구(2006)는 회계이익의 질($t-1$ 기 재량발생)이 높아질수록 외국인지분율이 증가한다고 보고하고 있으며, 백미경·문상혁(2010)은 감사품질(감사시간과 감사보수)이 높아질수록 외국인지분율이 증가한다는 결과를 보고하고 있다. 그리고 정현욱·이현주(2014)는 회계이익의 질이 낮은 기업일수록 공적부채(사채)보다 사적부채를 통하여 자금을 조달할 유인이 높으므로, 사적부채의 수준이 높아질수록 외국인지분율은 감소한다는 실증결과를 제시하고 있다. 이강일(2014)은 수익비용대응 수준과 회계이익의 질 간에는 양(+)의 관련성을 가지므로, 수익비용대응 수준은 외국인지분율과 양(+)의 관련성을 가진다고 보고하고 있다.

조중석·조문희(2010)와 Bhattacharya et al.(2012)은 회계이익의 질이 높아질수록 정보비대칭 수준은 감소한다고 보고하고 있다. 이러한 점에서 안윤영 외(2005)는 정보비대칭 수준(재무분석가 수, 재무분석가의 이익예측오차 그리고 재량발생)이 낮은 기업일수록 외국인투자자의 선호도는 증가한다는 실증결과를 제시하고 있다. 고대영 외(2012)는 기업 지배구조가 우수할수록 정보비대칭이 감소되므로, 감사위원회 독립성과 사외이사비율이 높아질수록 외국인지분율은 증가한다는 결과를 보고하고 있다.

이상의 외국인지분율과 관련된 선행연구를 종합해 보면, 외국인투자자는 투자 의사결정 시 지배구조가 우수하며, 수익성, 회계이익의 질 그리고 감사품질이 높은 기업을 선호하는 것으로 보고되고 있다. 하지만, 외국인지분율과 관련된 선행연구에서는 기업의 특성변수와 외국인지분율 간의 관련성만을 분석한 한계점이 있다.

2. 상품시장의 경쟁정도와 관련된 선행연구 및 가설의 설정

Hart(1983), 유혜영 외(2013) 그리고 손성규·신일항(2014)은 상품시장의 경쟁정도가 외부기업 지배구조의 매커니즘으로 작용하여 경영자에게 최선의 노력을 유도하는 시장규율효과를 가진다고 설명하고 있다. 이러한 점에서 상품시장의 경쟁정도와 관련된 선행연구에서는 상품시장의 경쟁정도가 기업의 효율성, 생산성, 정보비대칭 수준, 대리인 문제, 경영자의 이익조정, 감사품질(감사보수) 및 회계정보의 질과 어떠한 체계적인 관련성을 가지고 있는 지를 분석하고 있다(Nickell 1996; Baggs and Bettignies 2007; Ali et al. 2014; Chhaochharia et al. 2016; Guadalupe and Perez-Gonzalez 2010; 유혜영 외 2013; 손성규·신일항 2014).

Baggs and Bettignies(2007)는 캐나다 기업을 대상으로 상품시장의 경쟁정도가 생산성(성장성)과 효율성에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과에 따르면, 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 기업의 생산성(성장성)과 효율성이 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Nickell(1996)의 연구에서도 나타났는데, 구체적으로 Nickell(1996)은 670개 영국 기업을 대상으로 상품시장의 경쟁정도가 높은 기업일수록 생산성이 증가한다는 결과를 보고하고 있다. 이러한 결과에 따르

면, 상품시장의 경쟁은 경영자의 해이함을 약화(Hart 1983)시켜, 결과적으로 기업의 효율성 및 생산성을 증대시키는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

손성규·신일항(2014)은 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 재무분석가의 이익예측 정확성은 높아지고, 재무분석가의 이익예측 분산은 감소한다고 보고하고 있다. 그리고 Ali et al.(2014)은 상품시장의 경쟁이 높은 기업의 경우, 경영자의 이익예측공시 빈도와 재무분석가의 공시순위(disclosure ratings)가 높아진다는 실증결과를 보고하고 있다. 이는 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 기업의 정보비대칭 수준이 낮아질 수 있음을 시사하고 있다.

이러한 맥락에서, 손성규 외(2014)는 상품시장의 경쟁이 높은 기업은 기업의 이해관계자들에게 고품질의 회계정보를 산출하고 있음을 입증하고자 높은 감사보수를 지급한다고 보고하고 있다. 그리고 이명진·신일항(2015)은 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 회계정보의 비교가능성이 증가되는 것으로 보고하고 있다. 따라서 Chhaochharia et al.(2016)과 Guadalupe and Perez-Gonzalez(2010)는 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 지배주주의 사적효용(private benefits of control)과 경영자와 주주 간의 대리인 문제가 감소된다고 보고하고 있다.

한편, Richardson(2000)과 장석오(2007)는 높은 정보비대칭 수준은 경영자의 기회주의적 이익조정 유인을 증가시킨다고 보고하고 있다. 이는 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 경영자의 기회주의적인 이익조정이 감소할 수 있음을 시사한다. 이러한 점에서 상품시장의 경쟁정도가 심화될수록 경영자의 기회주의적 이익조정(재량발생과 실제활동이익조정)이 감소(유혜영 외 2013 ; 신일항 외 2014)되는 것으로 나타나고 있다.

Mas-Colell et al.(1995)을 포함한 일반적인 미시경제학 이론에서는 산업의 독점도가 낮(높)은 기업은 시장에서 가격수용자(가격결정자)의 역할을 수행하면서 정상이윤(초과이윤)을 획득하는 것으로 보고하고 있다. 이는 상품시장의 경쟁정도가 높은 기업의 경우, 상품시장의 경쟁정도가 낮은 기업보다 기업의 수익성이 낮을 수 있음을 시사한다.

이상의 연구결과에 따르면, 상품시장의 경쟁정도는 시장규모의 효과를 가지므로, 상품시장의 경쟁이 심화될수록 기업의 효율성, 생산성 및 회계정보의 질(회계정보의 비교가능성)은 제고되고, 정보비대칭 수준, 대리인 문제 및 경영자의 이익조정은 감소하는 것으로 나타나고 있다. 하지만, 높은 상품시장의 경쟁정도는 개별기업의 수익성에 부정적인 요인으로 작용한다.

외국인투자자들이 투자의사결정시 상품시장의 경쟁정도가 가지는 상이한 특성 중 수익성보다 시장규모효과에 보다 많은 가치를 부여한다면, 상품시장의 경쟁정도는 외국인지분율과 양(+)의 관련성을 가질 것으로 기대된다. 이와 반대로, 외국인투자자들이 투자의사결정시 상품시장의 경쟁정도가 가지는 특성 중 시장규모효과보다 수익성에 보다 많은 가치를 부여한다면, 상품시장의 경쟁정도는 외국인지분율과 음(-)의 관련성을 가질 것으로 기대된다. 이러한 점에서 상품시장의 경쟁정도가 외국인지분율에 미치는 영향은 실증의 문제로 판단되어, 본 연구에서는 다음과 같은 귀무가설을 설정하였다.

가설 : 상품시장의 경쟁정도는 외국인지분율과 관련성이 없을 것이다.

Ⅲ. 연구방법론

1. 연구모형

다음의 식(1)은 상품시장의 경쟁정도가 외국인지분율에 미치는 영향을 분석하기 위하여 설정한 모형이다.

$$\begin{aligned} FOR_A_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 HI_{i,t} + \beta_2 VD_{i,t} + \beta_3 SMO_{i,t} + \beta_4 AQ_{i,t} + \beta_5 ROA + \beta_6 EXP_{i,t} \\ & + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 PBR_{i,t} + \beta_9 TURN_{i,t} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \beta_{11} BETA_{i,t} \\ & + \beta_{12} BOD_{i,t} + \beta_{13} IND_{i,t} + \beta_{14} YD_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(1)}$$

FOR_A : 외국인지분율(1년 평균 보통주 외국인지분율)

HI : 상품시장의 경쟁정도((허핀달-허쉬만 지수) × (-1))

VD : 자율공시수준(t기 자율공시건수/ln(t기 자산총액))

SMO : 이익유연화((((σ(5년 간의 경상이익))/(σ(5년 간의 영업현금흐름)))) × (-1))

AQ : 감사품질

ABAH : 마회영 외(2012)에 근거하여 측정한 비정상감사시간

ABAF : 마회영 외(2012)에 근거하여 측정한 비정상감사시간

ROA : 총자산이익률(당기순이익/t-1기 자산총액)

EXP : 수출비율(t기 수출총액/t기 매출액)

LEV : 부채비율(t기 부채총액/t기 자본총액)

PBR : 주가순자산배율(주가/주당순자산)

TURN : 총자산회전율(t기 매출액/t기 자산총액)

SIZE : 기업규모(ln(t기말 시가총액))

BETA : 베타(Fn-Guide의 DataGuide5 데이터베이스 자료)

BOD : 초과사외이사여부(법정 최저 사외이사 이상이면 1, 아니면 0)

법정 최저 사외이사 : 자산규모가 2조원 이상(미만)이면 등기임원의 50%(25%)

IND : 산업더미

YD : 연도더미

식(1)의 β_1 은 본 연구의 가설을 검증하기 위한 회귀계수이다. β_1 이 유의한 양(+)의 값으로 나타나면, 상품시장의 경쟁정도가 높을수록 시장규율의 효과로 작용하여 외국인투자자의 지분율이 증가하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 반대로, β_1 이 유의한 음(-)의 값으로 나타나면, 상품시장의 경쟁정도가 심화될수록 기업의 수익성이 낮아져, 결과적으로 외국인지분율이 감소하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

상품시장의 경쟁정도 이외에 외국인지분율에 영향을 미치는 요인을 통제하기 위하여 본 연구에서는 실증분석모형에 다음의 변수를 포함하였다. 손성규 외(2008)와 손성규 외(2010)는 자율공시제도를 통하여 기업이 자신에게 유리하고 편의(bias)된 정보만을 공시할 경우, 자율공시수준이 높은 기업일수록 정보비대칭 수준은 높아진다고 보고하고 있다. 따라서 정현욱(2015)은 자율공시수준이 높은 기업일수록 외국인지분율이 감소한다는 실증결과를 보고하고 있다. 이러한 점에서 본 연구에서는 자율공시수준(VD)을 모형에 포함하였다.

전영순(2003) 그리고 이장희·김선구(2006)는 회계이익의 질이 높아질수록 외국인지분율이 증가한다고 보고하고 있다. 본 연구에서는 회계이익의 질을 이익유연화(SMO)로 측정하여 회계이익의 질이 외국인지분율에 미치는 영향을 통제하였다. 구체적으로 이익유연화(SMO)는 Leuz et al.(2003), 양동훈 외(2007), 박종일 외(2012), 박종일·박찬웅(2012) 및 정현욱(2015)의 방법론으로 측정하였으며, 이익유연화(SMO)는 외국인지분율과 양(+)의 관련성을 가질 것으로 판단된다.

백미경·문상혁(2010)은 감사품질(감사시간 및 감사보수)과 외국인지분율 간에 양(+)의 관련성을 가진다고 보고하고 있다. 본 연구에서는 감사품질이 외국인지분율에 미치는 영향을 통제하기 위하여 비정상감사시간(ABAH)과 비정상감사보수(ABAF)를 측정하여 모형에 포함하였다. 구체적으로 실증분석 모형에 포함된 비정상감사시간(ABAH)과 비정상감사보수(ABAF)는 마희영 외(2012)에 근거하여 측정하였으며, 비정상감사시간(ABAH)과 비정상감사보수(ABAF)는 각각 양(+)의 회귀계수를 가질 것으로 기대된다.

Kang and Stulz(1997) 및 Dahlquist and Robertsson(2001)은 외국인투자자는 수익성이 높은 기업을 선호한다고 보고하고 있다. 본 연구에서는 총자산이익률(ROA)을 기업의 수익성으로 측정한 후 모형에 포함하였다. 총자산이익률(ROA)은 외국인지분율과 양(+)의 관련성을 가질 것으로 기대된다. Merton(1987)은 외국인투자자의 경우, 인지도가 높은 기업을 선호한다고 보고하고 있다. 따라서 Lin and Shiu(2003)는 수출비율이 높아질수록 외국인지분율이 증가한다는 실증결과를 보고하고 있다. 본 연구에서는 기업의 인지도를 수출비율(EXP)로 측정하여 기업의 인지도가 외국인투자자의 지분율에 미치는 영향을 통제하였다.

부채비율(LEV)은 파산위험을 나타내는 변수로, Kang and Stulz(1997)와 Lin and Shiu(2003)는 부채비율이 외국인지분율과 음(-)의 관련성을 가진다고 보고하고 있다. 따라서 본 연구에서는 부채비율을 모형에 포함하여, 부채비율이 외국인지분율에 미치는 영향을 통제하였다. 고대영 외(2012)는 주가순자산배율이 높은 기업일수록 시장은 미래이익 전망을 긍정적으로 평가하므로, 주가순자산배율이 높은 기업일수록 외국인지분율은 증가한다고 보고하고 있다. 따라서 본 연구에서는 주가순자산배율(PBR)을 모형에 포함하였다.

총자산회전율(TURN)과 기업규모(SIZE)는 각각 자산 운용의 효율성과 기업의 규모가 외국인지분율에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모형에 포함하였다. 그리고 총자산회전율(TURN)과 기업규모(SIZE)는 각각 외국인지분율과 양(+)의 관련성을 가질 것으로 기대된다. 이현주 외

(2014)는 시장포트폴리오의 주식수익율과 개별기업의 주식수익율 간의 공분산이 커질수록 외국인지분율이 감소한다고 설명하고 있다. 따라서 본 연구에서는 베타(BETA)를 모형에 포함하였으며, 베타(BETA)는 외국인지분율과 음(-)의 관련성을 가질 것으로 기대된다.

본 연구에서는 개별기업의 이사회 특성이 외국인지분율에 미치는 영향을 통제하기 위하여 초과사외이사여부(BOD)를 모형에 포함하였다. 고대영 외(2012)는 사외이사비율이 높은 기업일수록 외국인지분율은 증가한다고 보고하고 있지만, 정현욱(2015)과 이강일(2014)에서는 법정사외이사 충족여부(초과사외이사여부)가 외국인지분율과 관련성이 없는 것으로 보고하고 있다. 이러한 점에서 본 연구에서는 초과사외이사여부(BOD)와 외국인지분율 간의 관련성은 예측하지 않는다. 마지막으로, 본 연구에서는 산업효과와 연도효과를 통제하기 위해서 산업더미(IND)와 연도더미(YD)를 모형에 포함하였다.

2. 상품시장의 경쟁정도(HI) 측정

손성규·신일항(2014), 신일항 외(2014) 및 손성규 외(2014)는 한국표준산업분류 소분류(3자리)를 이용하여 아래 식(2)와 같이 상품시장의 경쟁정도(허핀달-허쉬만 지수(HHI))를 측정하고 있다.¹⁾ 구체적으로 허핀달-허쉬만 지수(HHI)는 동일산업 내 개별기업의 매출액을 산업전체의 매출액으로 나눈 후, 이를 제곱한 값을 산업별로 더하여 측정할 수 있다.

$$HHI = \sum_{i=1}^N S_{ijt}^2 \quad \text{식(2)}$$

S는 j산업에 포함된 i기업의 t기의 매출액 기준 산업내 점유율

이렇게 측정된 허핀달-허쉬만 지수(HHI, 식(2))는 값이 작아질수록 상품시장의 경쟁정도가 높아지는 것으로 해석할 수 있다. 이런 측정방식은 실증분석 결과 해석에 혼란을 초래할 수 있다. 본 연구에서는 식(3)과 같이 허핀달-허쉬만 지수(HHI)에 (-1)을 곱하여 상품시장의 경쟁정도(HI)를 측정하였다. 따라서 ‘허핀달-허쉬만 지수(HHI)×(-1)’의 값이 커질수록 상품시장의 경쟁정도가 심화되는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

$$HI = HHI(\text{식(2)}) \times (-1) \quad \text{식(3)}$$

HI는 상품시장의 경쟁정도

1) 이우재·정석우(2014)의 연구에서는 허핀달-허쉬만 지수를 한국표준산업분류 중분류를 이용하여 측정하고 있지만, 본 연구에서는 소분류를 이용하여 허핀달-허쉬만 지수를 측정하였다.

3. 비정상감사시간(ABAH) 및 비정상감사보수(ABAF) 측정

본 연구에서는 마회영 외(2012)에 근거하여 비정상감사시간(ABAH)과 비정상감사보수(ABAF)를 측정하였다. 구체적으로 마회영 외(2012)의 감사시간 그리고 감사보수 결정모형은 아래 식(4) 및 식(5)와 같다.

$$\begin{aligned} LAH_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 CONF_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 INV_{i,t} + \beta_5 LIQ_{i,t} \\ & + \beta_6 ISS_{i,t} + \beta_7 GRW_{i,t} + \beta_8 LOSS_{i,t} + \beta_9 OPI_{i,t} + \beta_{10} BIG_{i,t} \\ & + \beta_{11} FIR_{i,t} + \beta_{12} IND_{i,t} + \beta_{13} YD_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(4)}$$

$$\begin{aligned} LAF_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t-1} + \beta_2 CONF_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 INV_{i,t-1} \\ & + \beta_5 LIQ_{i,t-1} + \beta_6 ISS_{i,t-1} + \beta_7 GRW_{i,t-1} + \beta_8 LOSS_{i,t-1} \\ & + \beta_9 OPI_{i,t-1} + \beta_{10} BIG_{i,t} + \beta_{11} FIR_{i,t} + \beta_{12} IND_{i,t} + \beta_{13} YD_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(5)}$$

- LAH : 실제감사시간(ln 감사시간(단위 : 시간))
- LAF : 실제감사보수(ln 감사보수(단위 : 원))
- SIZE : 기업규모(자산총액)
- CONF : 연결자회사의 수(연결자회사 수의 자연로그)
- LEV : 부채비율(부채총액/자산총액)
- INV : 당좌비율((재고자산+매출채권)/자산총액)
- LIQ : 유동비율(유동자산/유동부채)
- ISS : 외부자금조달활동((사채총계+주식발행대금)/자산총액)
- GRW : 매출액성장률
- LOSS : 당기순손실여부(당기순이익이 음(-)이면 1, 아니면 0)
- OPI : (비적정)감사의견(감사의견이 비적정이면 1, 아니면 0)
- BIG : 감사인규모(대형회계법인이면 1, 아니면 0)
- FIR : 초도감사(초도 감사인일 경우 1, 아니면 0)
- IND : 산업더미
- YD : 연도더미

마회영 외(2012)는 식(4) 및 식(5)의 잔차($\epsilon_{i,t}$)를 비정상감사시간 및 비정상감사보수로 사용하고 있다. 식(4) 및 식(5)의 잔차($\epsilon_{i,t}$) 값이 커질수록 비정상감사시간 및 비정상감사보수가 증가하는 것으로 해석할 수 있다. 본 연구에서는 2001년부터 2010년까지 5,531개(기업-년) 표본을 대상으로 비정상감사시간(ABAH)과 비정상감사보수(ABAF)를 측정하였다. 그리고 식(4) 및 식(5)에 사용된 감사시간과 감사보수는 한국회계학회에서 제공하는 자료를 이용하였다.

4. 표본의 선정

본 연구는 2002년부터 2010년까지 금융업을 제외한 유가증권시장 상장법인 중 다음의 조건을 만족시키는 기업으로 표본을 선정하였다.

- (1) TS-2000 데이터베이스 및 NICE평가정보(주)의 Kis-Value에서 2001년부터 2010년까지 재무자료, 감사시간, 감사보수, 주가 및 1년 평균 보통주 외국인지분율을 추출할 수 있는 기업
- (2) 자본이 양(+)인 기업, 감사의견이 적정인 기업 그리고 결산일이 12월 31일인 기업
- (3) 금융감독원 전자공시시스템에서 등기임원, 사외이사 및 자율공시수준을 측정할 수 있는 기업
- (4) Fn-Guide의 DataGuide5 데이터베이스에서 베타(BETA, 60개월)를 수집할 수 있는 기업

<표 1>은 이상의 조건을 만족시키는 최종표본을 NICE평가정보(주) Kis-Value의 산업분류(대분류)에 따라 산업-연도별로 제시한 것이다. 최종표본 3,956개(기업-년) 중 제조업은 2,758개(기업-년) 그리고 전문, 과학 및 기술 서비스업은 354개(기업-년)로 나타났다. 도매 및 소매업은 258개(기업-년)로 나타났으며, 건설업은 226개(기업-년)로 나타나 4개 산업이 최종표본의 90%를 초과하는 것으로 나타났고 있다. 따라서 본 연구에서는 산업더미를 모형에 포함하였다.

〈표 1〉 표본의 산업-연도별 분포

산업(대분류)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	합계
건설업	21	22	22	27	27	26	26	28	27	226
광업	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
교육 서비스업				1	1	1	1	1	1	6
농업, 임업 및 어업	3	4	4	5	5	5	4	5	5	40
도매 및 소매업	21	20	24	29	31	33	33	34	33	258
부동산업 및 임대업		1		1	1	1	1	1	1	7
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	1	1	1	1	1	1	2	4	4	16
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	1	2	2	1	1	1	2	2	3	15
운수업	9	9	10	12	13	14	14	15	13	109
전기, 가스, 증기 및 수도사업	8	8	8	8	8	8	8	8	9	73
전문, 과학 및 기술 서비스업	34	34	35	37	41	42	42	44	45	354
제조업	245	260	278	303	318	333	327	344	350	2,758
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	3	3	7	9	10	11	12	15	15	85
합계	347	365	392	435	458	477	473	502	507	3,956

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량 및 상관관계분석

<표 2>는 본 연구의 회귀분석에 이용된 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. <표 2>를 살펴보면, 외국인지분율(FOR_A)의 평균(중위수)은 0.1133(0.0421)이고 표준편차는 0.1548로 나타나, 평균이 중위수보다 다소 높은 것으로 보이고 있다. 하지만, 본 연구의 외국인지분율(FOR_A)은 고대영 외(2012)의 평균(0.115) 그리고 중위수(0.054)와 유사한 것으로 판단된다.

상품시장의 경쟁정도(HI)의 평균 및 중위수는 -0.1404 및 -0.0893 으로 나타나 손성규 외(2014)의 평균(0.123) 및 중위수(0.086)와 유사한 것으로 판단된다. 본 연구에서는 해석상 편의를 위하여 허핀달-허쉬만 지수(HHI, 식(2))에 (-1) 을 곱하여 상품시장의 경쟁정도(HI)를 측정하였다. 따라서 본 연구의 상품시장 경쟁정도(HI)는 음(-)의 값을 제시하고 있다.

기타 통제변수들의 평균 및 중위수를 살펴보면, 자율공시수준(VD)의 평균 및 중위수는 각각 0.0471과 0.0000으로 나타나고 있으며, 이익유연화(SMO) 평균 및 중위수는 각각 -1.1388 과 -0.8103 으로 나타나고 있다. 정현욱(2015)은 자율공시수준의 평균(중위수)은 0.0474(0.0000)로 보고하고 있으며, 이익유연화의 평균(중위수)은 1.1361(0.8072)로 보고하고 있다. 한편, 본 연구에서는 해석의 편의를 위해서 이익유연화를 음수(-)로 측정하였다. 따라서 본 연구의 이익유연화(SMO) 값이 정현욱(2015)과 달리, 음(-)의 값을 제시하고 있다.

비정상감사시간(ABAH)의 평균 및 중위수는 0.0001 및 0.0376으로 나타나고 있으며, 비정상감사 보수(ABAF)의 평균 및 중위수는 -0.0032 및 0.0002로 나타나고 있다. 총자산이익률(ROA)의 평균(중위수)은 0.0423(0.0435)으로 나타났고, 수출비율(EXP)의 평균(중위수)은 0.2790(0.1426)으로 나타났다. 고대영 외(2012)는 총자산이익률의 평균(중위수)을 0.062(0.050)로 보고하고 있으며, 수출비율의 평균(중위수)은 0.260(0.100)으로 보고하고 있어 본 연구의 평균 및 중위수와 유사한 것으로 판단된다.

부채비율(LEV)의 평균(중위수)은 1.0982(0.8046)로 나타나 이현주 외(2014)의 평균(1.2366) 및 중위수(0.7166)와 유사한 것으로 보이고 있다. 주가순자산배율(PBR)의 평균(중위수)은 1.2421(0.7712)로 나타났으며, 총자산회전율(TURN)의 평균(중위수)은 0.9954(0.9047)로 나타났다. 고대영 외(2012)는 주가순자산배율 평균(중위수)을 1.073(0.970)으로 보고하고 있으며, 총자산회전율의 평균(중위수)은 1.229(0.858)로 보고하고 있다. 따라서 본 연구의 주가순자산배율(PBR)과 총자산회전율(TURN)은 고대영 외(2012)와 비슷한 것으로 보이고 있다.

기업규모(SIZE)의 평균(중위수)은 25.6097(25.2429)로 나타났다. 베타(BETA)의 평균(중위수)은 0.9298(0.9065)로 나타나 이현주 외(2014)의 평균(0.9105) 및 중위수(0.8930)와 유사한 것으로 보이고 있다. 초과사외이사여부(BOD)의 평균(중위수)은 0.5613(1.0000)으로 나타나 이강일(2014)의 평균(중위수) 0.4356(0.0000)보다 다소 높은 것으로 판단되어 진다.

〈표 2〉 주요변수의 기술통계량

	평균	표준편차	최소값	1분위수	중위수	3분위수	최대값
FOR_A	0.1133	0.1548	0.0001	0.0055	0.0421	0.1698	0.9335
HI	-0.1404	0.1541	-1.0000	-0.1655	-0.0893	-0.0435	-0.0064
VD	0.0471	0.0966	0.0000	0.0000	0.0000	0.0406	1.2609
SMO	-1.1388	1.1129	-8.4207	-1.3944	-0.8103	-0.4659	0.0000
ABAH	0.0001	0.5751	-4.1341	-0.2388	0.0376	0.3146	3.3623
ABAF	-0.0032	0.3984	-2.9703	-0.2109	0.0002	0.2249	4.6570
ROA	0.0423	0.0820	-0.8177	0.0120	0.0435	0.0811	0.6663
EXP	0.2790	0.3028	0.0000	0.0043	0.1426	0.5152	1.0000
LEV	1.0982	1.4052	0.0094	0.4182	0.8046	1.3445	36.3596
PBR	1.2421	1.7648	0.0486	0.4715	0.7712	1.3410	29.3666
TURN	0.9954	0.6026	0.0013	0.6626	0.9047	1.2096	9.8207
SIZE	25.6097	1.7249	21.8805	24.3693	25.2429	26.4779	32.4961
BETA	0.9298	0.4213	-0.5117	0.6316	0.9065	1.1984	2.7366
BOD	0.5613	0.4963	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000

* 변수의 설명

FOR_A는 외국인지분율(1년 평균 보통주 외국인지분율), HI는 상품시장의 경쟁정도((허편달-허쉬만 지수) $\times(-1)$), VD는 자율공시수준(t 기 자율공시건수/ $\ln(t$ 기 자산총액)), SMO는 이익유연화((((σ (5년 간의 경상이익))/ σ (5년 간의 영업현금흐름))) $\times(-1)$), ABAH는 마회영 외(2012)에 근거하여 측정된 비정상감사 시간, ABAF는 마회영 외(2012)에 근거하여 측정된 비정상감사보수, ROA는 총자산이익률(당기순이익/ $t-1$ 기 자산총액), EXP는 수출비율(t 기 수출총액/ t 기 매출액), LEV는 부채비율(t 기 부채총액/ t 기 자본총액), PBR은 주가순자산배율(주가/주당순자산), TURN은 총자산회전율(t 기 매출액/ t 기 자산총액), SIZE는 기업규모($\ln(t$ 기 자산총액)), BETA는 베타, BOD는 초과사외이사여부(법정 최저 사외이사 이상이면 1, 아니면 0).

<표 3>은 본 연구에서 사용된 변수들의 피어슨(Pearson) 상관관계 분석결과를 제시하고 있다. <표 3>을 살펴보면, 외국인지분율(FOR_A)은 상품시장의 경쟁정도(HI)와 유의($p < 1\%$)한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 보이고 있다. 통제변수들이 외국인지분율에 미치는 영향을 고려하지 않은 상태이지만, 상품시장의 경쟁정도가 심화될수록 외국인투자자의 선호도는 감소할 수 있음을 시사하고 있다.

외국인지분율(FOR_A)과 통제변수들 간의 상관관계 분석결과를 살펴보면, 외국인지분율(FOR_A)은 자율공시수준(VD), 이익유연화(SMO), 비정상감사시간(ABAH), 비정상감사보수(ABAF), 총자산이익률(ROA), 주가순자산배율(PBR), 총자산회전율(TURN), 기업규모(SIZE) 및 초과사외이사여부(BOD)와 유의한 양(+)의 상관관계를 제시하고 있다. 부채비율(LEV)과 베타(BETA)는 외국인지분율(FOR_A)과 유의($p < 1\%$)한 음(-)의 상관관계를 보이고 있다.

〈표 3〉 주요변수 간의 상관관계

	FOR_A	HI	VD	SMO	ABAH	ABAF	ROA	EXP	LEV	PBR	TURN	SIZE	BETA
HI	-0.1661***												
VD	0.0633***	-0.0461***											
SMO	0.0767***	0.0407***	0.0072										
ABAH	0.0776***	-0.0275*	0.0452***	-0.0230									
ABAF	0.1153***	0.0622***	0.0489***	0.0019	0.4774***								
ROA	0.2578***	-0.0528***	-0.0472***	0.0591***	0.0157	0.0058							
EXP	0.0200	-0.1125***	-0.0433***	-0.0381***	0.0445***	0.0031	-0.0559***						
LEV	-0.0873***	-0.0152	0.1234***	-0.1256***	0.0027	0.0002	-0.2750***	0.1077***					
PBR	0.1264***	-0.0257	0.0746***	-0.0897***	0.0441***	0.0822***	0.0505***	-0.0343***	0.1800***				
TURN	0.0338***	0.0113	-0.0056	0.0695***	0.0712***	0.0771***	0.1129***	0.1642***	0.1191***	0.0433***			
SIZE	0.5562***	-0.2958***	0.1867***	0.0274**	0.0638***	0.0855***	0.3133***	0.0815***	-0.0484***	0.2505***	-0.0457***		
BETA	-0.0538***	-0.0992***	0.1420***	-0.0492***	0.0350**	0.0435***	-0.0610***	0.1636***	0.1489***	0.0223	0.0338**	0.1595***	
BOD	0.1198***	-0.1077***	0.0746***	-0.0060	0.0682***	0.0651***	-0.0062***	0.0319**	0.0710***	0.0694***	-0.0066	0.2517***	0.0786***

1) *** 및 **는 각각 1% 및 5% 수준에서 유의함을 의미함.

2) 변수 설명은 <표 2>참조.

특히, 상품시장의 경쟁정도(HI)는 총자산이익률(ROA)과 유의($p < 1\%$)한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 Mas-Colell et al.(1995)의 미시경제학 이론에서 설명하고 있는 것과 일관된 것으로, 상품시장의 경쟁정도가 높은 기업일수록 수익성이 낮음을 시사하고 있다.

2. 가설 검증결과

<표 4>는 본 연구의 가설을 분석한 결과이다. 모형 1과 모형 2의 종속변수는 1년 평균외국인지분율(보통주, FOR_A)이다. 그리고 모형 1은 감사품질의 대용변수로 비정상감사시간(ABAH)을 사용한 결과이고, 모형 2는 감사품질의 대용변수로 비정상감사보수(ABAF)를 사용한 결과이다.

<표 4>의 실증분석 결과를 살펴보면, 상품시장 경쟁정도(HI)는 모형 1과 모형 2에서 모두 유의($p < 5\%$)한 음(-)의 회귀계수를 제시하고 있다. 이러한 결과에 따르면, 상품시장의 경쟁정도가 심화될수록 외국인지분율은 감소하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

통제변수인 이익유연화(SMO)는 각각의 모형(모형 1과 모형 2)에서 모두 유의($p < 1\%$)한 양(+)의 회귀계수로 나타났다. 이는 전영순(2003) 그리고 이장희·김선구(2006)의 연구결과와 일관된 것으로, 높은 회계이익의 질은 외국인지분율을 증가시키는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 감사품질의 대용변수인 비정상감사시간(ABAH)과 비정상감사보수(ABAF)는 각각의 모형에서 모두 유의($p < 1\%$)한 양(+)의 회귀계수를 가지는 것으로 나타났다. 이는 백미경·문상혁(2010)의 결과와 일관된 것으로, 외국인투자자들은 감사품질이 높은 기업을 선호하고 있음을 시사한다.

총자산이익률(ROA)은 각각의 모형에서 모두 유의($p < 1\%$)한 양(+)의 회귀계수로 나타나 기대부호와 일관된 결과를 제시하고 있다. 따라서 수익성과 외국인지분율 간에는 양(+)의 관련성이 있는 것으로 판단된다. 총자산회전율(TURN)과 기업규모(SIZE)는 각각의 모형에서 모두 유의($p < 1\%$)한 양(+)의 회귀계수를 제시하고 있다. 따라서 자산 운용의 효율성이 높고, 기업의 규모가 커질수록 외국인지분율이 증가하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

베타(BETA)는 각각의 모형에서 모두 유의($p < 1\%$)한 음(-)의 회귀계수를 제시하고 있어, 외국인투자자는 시장포트폴리오와 개별기업 간의 주식수익률 공분산이 큰 기업을 선호하지 않는 것으로 판단되어 진다. 하지만, 수출비율(EXP), 부채비율(LEV), 주가순자산배율(PBR) 그리고 초과사외이사여부(BOD)의 회귀계수는 외국인지분율과 유의한 관련성이 없는 것으로 나타났다.

<표 4>의 결과를 정리해 보면, 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 외국인지분율은 감소하는 것으로 나타나고 있다. 이는 외국인투자자의 경우 투자의사결정시 상품시장의 경쟁정도가 가지는 상이한 특성 중 시장규율의 효과보다 수익성에 보다 많은 가치를 부여하고 있음을 시사한다. 또한, 본 연구의 결과는 우리나라에서 외국인투자가 장기투자(시장규율효과 선호)보다 단기투자(수익성 선호)에 집중하고 있을 가능성을 시사한다.

〈표 4〉 가설 검증결과

$$\begin{aligned}
FOR_A_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 HI_{i,t} + \beta_2 VD_{i,t} + \beta_3 SMO_{i,t} + \beta_4 AQ_{i,t} + \beta_5 ROA + \beta_6 EXP_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} \\
& + \beta_8 PBR_{i,t} + \beta_9 TURN_{i,t} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \beta_{11} BETA_{i,t} + \beta_{12} BOD_{i,t} + \beta_{13} IND_{i,t} \\
& + \beta_{14} YD_{i,t} + \epsilon_{i,t}
\end{aligned}$$

변 수 \ 모 형		모형 1		모형 2	
		Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept		-1.1016	-17.61 ^{***}	-1.0863	-17.37 ^{***}
HI		-0.0284	-1.98 ^{**}	-0.0350	-2.43 ^{**}
VD		-0.0471	-2.11 ^{**}	-0.0484	-2.17 ^{**}
SMO		0.0067	3.70 ^{***}	0.0066	3.65 ^{***}
AQ	ABAH	0.0106	3.09 ^{***}		
	ABAF			0.0257	5.14 ^{***}
ROA		0.0955	3.55 ^{***}	0.1004	3.74 ^{***}
EXP		-0.0028	-0.39	-0.0015	-0.21
LEV		-0.0024	-1.55	-0.0023	-1.47
PBR		-0.0012	-0.99	-0.0014	-1.17
TURN		0.0178	4.98 ^{***}	0.0168	4.71 ^{***}
SIZE		0.0505	35.26 ^{***}	0.0500	34.88 ^{***}
BETA		-0.0504	-9.59 ^{***}	-0.0509	-9.70 ^{***}
BOD		-0.0020	-0.49	-0.0023	-0.56
IND		포함			
YD		포함			
F-value		72.68 ^{***}		73.52 ^{***}	
Adj.R ²		0.3671		0.3698	

1) *** 및 **는 각각 1% 및 5% 수준에서 유의함을 의미함.

2) 변수 설명은 <표 2>참조.

3. 추가분석

위 <표 4>의 결과는 한국표준산업분류 소분류를 기준으로 상품시장의 경쟁정도(HI)를 측정 한 결과이다. 본 연구에서는 추가적으로 한국표준산업분류 세세분류를 이용하여 상품시장의 경쟁 정도(SHI)를 측정한 후, 본 연구의 가설을 재검증하였다.

상품시장의 경쟁정도를 세세분류로 측정할 경우, SHI의 평균은 -0.2565 로 나타났으며, 중위수는 -0.1769 로 나타났다. 아래 <표 5>는 SHI와 외국인지분율 간의 관련성을 분석한 결과이다.

<표 5>의 분석결과를 살펴보면, SHI의 회귀계수는 모형 1과 모형 2에서 모두 유의한 음(-)의 값을 제시하고 있다. 이는 <표 4>의 결과와 일관된 것으로, 상품시장의 경쟁정도를 세세분류로 측정하여도, 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 외국인지분율이 감소하고 있음을 나타내고 있다.

<표 5> 추가분석 1 : 상품시장의 경쟁정도를 세세분류로 측정한 결과

$$\begin{aligned} FOR_A_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 SHI_{i,t} + \beta_2 VD_{i,t} + \beta_3 SMO_{i,t} + \beta_4 AQ_{i,t} + \beta_5 ROA + \beta_6 EXP_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} \\ & + \beta_8 PBR_{i,t} + \beta_9 TURN_{i,t} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \beta_{11} BETA_{i,t} + \beta_{12} BOD_{i,t} + \beta_{13} IND_{i,t} \\ & + \beta_{14} YD_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

변 수 \ 모 형		모형 1		모형 2	
		Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept		-0.9945	-14.58***	-0.9797	-14.39***
SHI		-0.0210	-2.22**	-0.0253	-2.67***
VD		-0.0234	-1.00	-0.0259	-1.11
SMO		0.0047	2.48**	0.0046	2.41**
AQ	ABAH	0.0136	3.75***		
	ABAF			0.0333	6.35***
ROA		0.2080	7.50***	0.2130	7.70***
EXP		-0.0014	-0.19	0.0006	0.07
LEV		-0.0102	-6.22***	-0.0099	-6.07**
PBR		0.0074	6.01***	0.0070	5.69**
TURN		-0.0191	-5.01***	-0.0199	-5.25***
SIZE		0.0452	26.92***	0.0447	26.69***
BETA		-0.0430	-7.78***	-0.0437	-7.94***
BOD		0.0047	1.09	0.0042	0.98
IND		포함			
YD		포함			
F-value		54.13***		55.30***	
Adj.R ²		0.3006		0.3053	

1) *** 및 **는 각각 1% 및 5% 수준에서 유의함을 의미함.

2) 변수 설명 : SHI는 상품시장의 경쟁정도(허핀달-허쉬만 지수(세세분류로 측정) $\times(-1)$) 그리고 그 외 변수는 <표 2>참조.

기말 보통주 외국인지분율은 기말 시점에 나타날 수 있는 특정 이벤트(event)에 영향을 받을 가능성이 있으므로, 본 연구에서는 <표 4>의 종속변수로 1년 평균 외국인지분율(FOR_A)을 사용하였다. 이러한 측면에서 본 연구에서는 외국인지분율을 장기(long term)적으로 측정하여 상품시장의 경쟁정도와 외국인지분율 간의 관련성을 추가분석하였다.

<표 6>은 외국인지분율을 장기적으로 측정하여 상품시장의 경쟁정도와 외국인지분율 간의 관련성을 분석한 결과이다. 구체적으로 모형 1과 모형 2는 3년 평균 보통주 외국인지분율(FOR_3)을 종속변수로 설정한 결과이고, 모형 3과 모형 4는 5년 평균 보통주 외국인지분율(FOR_5)을 종속변수로 설정한 결과이다.

3년 평균 보통주 외국인지분율(FOR_3)을 종속변수로 설정할 경우, 표본의 수는 3,301개(기업-년) 기업으로 나타났으며, 평균은 0.1224이고, 중위수는 0.0502로 나타났다. 그리고 5년 평균 보통주 외국인지분율(FOR_5)을 종속변수로 설정할 경우, 표본의 수는 2,316개(기업-년) 기업으로 나타났으며, 평균은 0.1292이고, 중위수는 0.0601로 나타났다.

<표 6>의 결과를 살펴보면, 상품시장의 경쟁정도(HI)는 모형 1, 모형 2, 모형 3 및 모형 4에서 모두 유의한 음(-)의 회귀계수를 제시하고 있다. 이는 <표 4>의 결과와 일관된 것으로, 외국인지분율을 3년 평균과 5년 평균으로 측정하여도 상품시장의 경쟁정도와 외국인지분율 간에는 음(-)의 관련성이 있음을 시사하고 있다.

〈표 6〉 추가분석 2 : 상품시장의 경쟁정도와 3년 및 5년 평균 보통주 외국인지분을

$$FOR_3(5)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HI_{i,t} + \beta_2 VD_{i,t} + \beta_3 SMO_{i,t} + \beta_4 AQ_{i,t} + \beta_5 ROA + \beta_6 EXP_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 PBR_{i,t} + \beta_9 TURN_{i,t} \\ + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \beta_{11} BETA_{i,t} + \beta_{12} BOD_{i,t} + \beta_{13} IND_{i,t} + \beta_{14} YD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	모형 1(FOR_3) N=3,301		모형 2(FOR_3) N=3,301		모형 3(FOR_5) N=2,316		모형 4(FOR_5) N=2,316	
	Estimates	t-value	Estimates	t-value	Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept	-1.0413	-14.81***	-1.0291	-14.64***	-0.9787	-11.00***	-0.9711	-10.92***
HI	-0.0360	-2.25**	-0.0443	-2.76***	-0.0452	-2.37**	-0.0538	-2.81**
VD	-0.0424	-1.79*	-0.0429	-1.81*	-0.0222	-0.82	-0.0230	-0.86
SMO	0.0075	3.53***	0.0074	3.50***	0.0070	2.63***	0.0068	2.54**
AQ	ABAH	0.0139	3.38***		0.0158	3.02***		
	ABAF			0.0273	4.85***		0.0275	4.08***
ROA	0.0796	2.46**	0.0855	2.64***	0.0993	2.61***	0.1025	2.70***
EXP	-0.0027	-0.34	-0.0015	-0.18	-0.0033	-0.34	-0.0026	-0.27
LEV	-0.0031	-1.65	-0.0030	-1.56	-0.0021	-0.89	-0.0021	-0.89
PBR	-0.0014	-0.95	-0.0017	-1.18	-0.0034	-2.07**	-0.0037	-2.27**
TURN	0.0125	3.06***	0.0117	2.86***	0.0035	0.68	0.0027	0.53
SIZE	0.0485	30.08***	0.0480	29.65***	0.0469	24.48***	0.0463	24.06***
BETA	-0.0558	-9.69***	-0.0562	-9.76***	-0.0643	-9.53***	-0.0642	-9.53***
BOD	-0.0024	-0.52	-0.0026	-0.56	-0.0002	-0.04	-0.0007	-0.13
IND								
YD								
포함								
포함								
F-value	58.27***		58.87***		43.03***		43.42***	
Adj.R ²	0.3498		0.3522		0.3449		0.3470	

1) *** 및 **는 각각 1% 및 5% 수준에서 유의함을 의미함.

2) 변수의 설명 : FOR_3은 3년 평균 보통주 외국인지분율, FOR_5는 5년 평균 보통주 외국인지분율 그리고 그 외 변수의 설명은 <표 2>참조.

아래 <표 7>은 외국인투자자 투자성향에 따라 집단(장기 투자성향과 단기 투자성향)을 나눈 후, 상품시장의 경쟁정도와 외국인지분율 간의 관련성을 분석한 결과이다. <표 7>에 사용된 외국인투자자의 투자성향은 고윤성·서영미(2014)의 방법론에 따라 측정하였다.

구체적으로 고윤성·서영미(2014)은 아래 식(6) 및 식(7)과 같이 외국인투자자의 주식회전율을 측정한 후, 중위수를 기준으로 단기 외국인투자자와 장기 외국인투자자를 구분하고 있다. 이러한 점에서 본 연구에서는 FOR_G 값의 중위수를 기준으로 장기 투자성향이 높은 집단과 단기 투자성향이 높은 집단으로 구분하여, 상품시장의 경쟁정도가 외국인지분율에 미치는 영향을 분석하였다.

$$\text{Trading Turnover}_t = \frac{(\text{외국인투자자의 일간 총 매도금액} + \text{총 매수금액})/2}{((N_{k,t} \times P_{k,t}) + (N_{k,t-1} \times P_{k,t-1}))/2} \quad \text{식(6)}$$

$$\text{FOR_G} = \sum_{t=1}^n \text{Trading Turnover}_t \quad \text{식(7)}$$

$N_{k,t}$: 외국인투자자가 t일에 보유하고 있는 기업 k주식 수

$P_{k,t}$: 외국인투자자가 t일에 보유하고 있는 기업 k주식의 주가

FOR_G 값이 중위수보다 높다는 것은 외국인투자자 주식회전율이 높다는 것을 의미하므로 단기 투자성향이 높은 집단으로 구분할 수 있을 것이다. 그리고 FOR_G 값이 중위수보다 낮다는 것은 외국인투자자 주식회전율이 낮다는 것을 의미하므로 장기 투자성향이 높은 집단으로 구분할 수 있을 것이다.

아래 <표 7>의 패널 A는 장기 투자성향이 높은 집단을 대상으로 상품시장의 경쟁정도가 외국인지분율에 미치는 영향을 분석한 결과이고, 패널 B는 단기 투자성향이 높은 집단을 대상으로 상품시장의 경쟁정도가 외국인지분율에 미치는 영향을 분석한 결과이다. <표 7>의 결과를 살펴보면, 패널 A의 상품시장의 경쟁정도(HI) 회귀계수는 유의한 음(-)의 값을 제시하는 것으로 나타났고, 패널 B의 상품시장의 경쟁정도(HI) 회귀계수는 유의한 양(+)의 값을 제시하는 것으로 나타났다.

이러한 결과에 따르면, 장기 투자성향을 가지는 외국인투자자는 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 투자의사결정을 내리지 않는 것으로 판단된다. 하지만, 단기 투자성향을 가지는 외국인투자자는 상품시장의 경쟁정도가 높아질수록 투자의사결정을 내리는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 이는 장기 투자성향을 가지는 외국인투자자는 수익성에 근거한 의사결정을 내리고 있음을 시사한다.

〈표 7〉 추가분석 3 : 투자성향에 따른 상품시장의 경쟁도와 외국인지분을 간의 관련성

패널 A : 외국인투자자의 주식회전율이 낮은 집단(장기 투자성향이 높은 집단, N=1085)					
변 수 \ 모 형		모형 1(FOR_A)		모형 2(FOR_A)	
		Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept		-0.8534	-9.15***	-0.8361	-8.92***
HI		-0.0853	-2.50**	-0.0932	-2.72***
VD		-0.0984	-1.88*	-0.0893	-1.71*
SMO		0.00941	1.96**	0.00855	1.78*
AQ	ABAH	0.02019	2.33**		
	ABAF			0.03428	2.91***
ROA		0.21041	2.69***	0.21321	2.73***
EXP		0.00129	0.07	0.00414	0.23
LEV		-0.0060	-1.71*	-0.0063	-1.79*
PBR		0.00423	1.02	0.00388	0.94
TURN		0.03053	3.82***	0.02982	3.74***
SIZE		0.00250	0.24	0.00204	0.20
BETA		0.04054	11.43***	0.03981	11.17***
BOD		-0.0557	-4.18***	-0.0577	-4.32***
IND		포함			
YD		포함			
F-value		17.95***		18.11***	
Adj.R ²		0.3046		0.3065	
패널 B : 외국인투자자의 주식회전율이 높은 집단(단기 투자성향이 높은 집단, N=1084)					
변 수 \ 모 형		모형 1(FOR_A)		모형 2(FOR_A)	
		Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept		-0.8419	-18.61***	-0.8375	-18.39**
HI		0.0499	3.05***	0.0476	2.89***
VD		-0.0714	-2.45**	-0.0703	-2.41**
SMO		0.0020	1.03	0.0019	0.99
AQ	ABAH	0.0061	1.38		
	ABAF			0.0080	1.35
ROA		0.0391	1.24	0.0402	1.28
EXP		0.0043	0.55	0.0049	0.64
LEV		0.0037	1.79*	0.0038	1.82*
PBR		0.0012	1.22	0.0012	1.17
TURN		-0.0108	-2.65***	-0.0106	-2.61***
SIZE		-0.0024	-0.52	-0.0025	-0.54
BETA		0.0368	19.66***	0.0366	19.46***
BOD		-0.0130	-2.30**	-0.0132	-2.34**
IND		포함			
YD		포함			
F-value		28.96***		28.95***	
Adj.R ²		0.4195		0.4195	

1) *** 및 **는 각각 1% 및 5% 수준에서 유의함을 의미함.

2) 변수 설명은 <표 2>참조.

V. 결 론

본 연구는 상품시장의 경쟁정도와 외국인지분율 간에 관련성이 없을 것이라는 귀무가설을 설정하고 실증분석을 수행하였다. 실증분석에 사용된 상품시장의 경쟁정도는 손성규·신일항(2014), 신일항 외(2014) 및 손성규 외(2014)의 연구방법론에 따라 측정된 허핀달-허쉬만 지수에 (-1)을 곱하여 사용하였다. 그리고 외국인지분율은 1년 평균 외국인지분율(보통주)을 이용하였다.

외국인투자자와 관련된 선행연구에서는 외국인투자자의 경우, 투자대상기업 결정시 회계이익이 높은 기업을 선호하는 것으로 보고하고 있다. 또한, 외국인투자자는 회계이익의 질, 감사품질(감사시간과 감사보수)이 우수하고 정보비대칭 수준(재무분석가 수, 재무분석가의 이익예측오차 그리고 재량발생)이 낮은 기업에 투자의사결정을 내리는 것으로 보고되고 있다.

Hart(1983), 유혜영 외(2013) 그리고 손성규·신일항(2014)은 상품시장의 경쟁정도가 외부기업 지배구조의 매커니즘으로 작용하여 시장규율의 효과를 가진다고 보고하고 있다. 따라서 상품시장의 경쟁정도가 높은 기업일수록 경영자의 해이함, 정보비대칭 수준 및 경영자의 기회주의적 이익조정 수준은 감소하고, 감사품질(감사보수)과 회계정보의 질(회계정보의 비교가능성)은 증가하는 것으로 상품시장의 경쟁정도와 관련된 선행연구에서는 보고하고 있다. 하지만, 상품시장의 경쟁정도가 높다는 것은 기업의 수익성이 악화될 수 있음을 시사한다.

상품시장의 경쟁정도가 가지는 이러한 상이한 특성 중 외국인투자자들이 투자의사결정시 어떠한 특성을 중시하는지는 실증의 문제로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 상품시장의 경쟁정도와 외국인지분율 간에 관련성이 없을 것이라는 귀무가설을 설정하고 실증분석을 수행하였다.

실증분석결과, 상품시장 경쟁정도의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 상품시장의 경쟁정도가 심화될수록 외국인지분율이 감소하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 또한, 본 연구에서는 외국인지분율을 장기적으로 측정(3년 평균 보통주 외국인지분율과 5년 평균 보통주 외국인지분율)하여 추가분석을 수행하였지만, 그 결과는 일관된 것으로 나타났다. 따라서 외국인투자자는 상품시장의 경쟁정도가 가지는 시장규율효과보다 수익성 감소를 보다 중시하는 것으로 판단되어 진다. 그리고 본 연구의 결과는 우리나라에서 외국인투자가 장기투자(시장규율효과 선호)보다 단기투자(수익성 선호)에 집중하고 있을 가능성을 시사한다.

외국인지분율과 관련된 다수의 선행연구에서는 기업 (내부)특성요인과 외국인지분율 간의 관련성만을 분석하고 있다. 따라서 본 연구의 결과는 외국인투자자들이 의사결정시 기업의 외부특성도 고려한다는 시사점을 제시한다는 점에서 공헌점이 있다.

또한, 외국인지분율과 관련된 선행연구에서는 외국인투자자의 경우 투자의사결정시 자신의 이익을 극대화하는 방향으로 의사결정을 한다는 연구와, 우월한 분석능력을 바탕으로 장기적이고 안정적인 투자를 수행한다는 연구가 상존하고 있다. 이러한 점에서 본 연구의 결과는 외국인

지분율과 관련된 상반된 연구들 중 외국인투자자들이 자신의 이익극대화를 추구하는 방향으로 의사결정을 내린다고 보고하고 있는 선행연구를 지지하는 추가적인 증거를 제공한다는 점에서 기여점이 있다고 판단된다. 하지만, 본 연구에서는 국내 기업만을 중심으로 상품시장의 경쟁정도를 측정하였다는 한계점이 있다.

참고문헌

- 고대영 · 백은영 · 안미강. 2012. “기업지배구조가 외국인지분율에 미치는 영향”. 회계정보연구 제30권 제1호 : 29-59.
- 고윤성 · 서영미. 2014. “외국인투자자의 모니터링 기능에 대한 재고 -외국인투자자 투자회전율과 조세회피성향의 관련성”. 세무학연구 제31권 제1호 : 73-104.
- 김성혜 · 이아영 · 전성빈. 2012. “외국인투자자의 특성과 실제이익조정 -외국인대주주의 역할을 중심으로”. 회계학연구 제37권 제2호 : 129-165.
- 마희영 · 박성종 · 허광복 · 이만우. 2012. “비정상 감사보수 및 비정상 감사시간이 감리지적 가능성에 미치는 영향”. 회계정보연구 제30권 제2호 : 91-113.
- 박종국 · 최정호 · 문상혁. 2011. “대규모기업집단의 소득이전과 외국인투자자의 모니터링”. 국제회계연구 제40집 : 113-134.
- 박종국 · 홍영은. 2009. “조세회피와 외국인지분율”. 세무학연구 제26권 제1호 : 105-135.
- 박종일 · 박찬웅. 2012. “이익유연화가 회사채 신용등급을 개선하는가?—유가증권상장과 코스닥 상장기업의 실증적 증거—”. 세무와회계저널 제13권 제2호 : 9-47.
- 박종일 · 박찬웅 · 최성호. 2012. “이익유연화가 자본비용을 감소시키는가?—유가증권상장기업과 코스닥상장기업을 중심으로—”. 세무와회계저널 제13권 제1호 : 33-63.
- 백미경 · 문상혁. 2010. “투자의사결정 시 외국인 투자자는 감사품질을 고려하는가”. 국제회계연구 제29집 : 131-159.
- 손성규 · 광병진 · 김연화. 2008. “자율공시가 재무분석가 이익예측에 미치는 영향”. 회계정보연구 제26권 제2호 : 1-26.
- 손성규 · 김연화 · 광지영. 2010. “공시수준의 측정치에 관한 비교연구”. 세무와회계저널 제11권 제3호 : 9-35.
- 손성규 · 신일항. 2014. “상품시장 경쟁이 재무분석가의 이익예측에 미치는 영향”. 경영학연구 제43권 제4호 : 1029-1058.
- 손성규 · 신일항 · 이명건. 2014. “상품시장 경쟁과 감사보수”. 회계학연구 제39권 제6호 : 229-265.
- 신일항 · 이명건 · 이은철. 2014. “산업 내 경쟁정도와 실제이익조정—기업지배구조와의 상호작용을 중심으로—”. 회계학연구 제39권 제3호 : 57-90.
- 안윤영 · 신현한 · 장진호. 2005. “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계”. 회계학연구 제30권 제4호 : 109-131.
- 양동훈 · 박연희 · 최신재 · 권수천. 2007. “이익유연화가 기업의 부채조달비용에 미치는 영향에 관한 연구”. 회계저널 제16권 제4호 : 55-77.
- 유혜영 · 이호영 · 채수준. 2013. “산업경쟁도가 이익조정에 미치는 영향”. 회계정보연구 제31권

제3호 : 317-342.

이강일. 2014. “수익비용대응 수준이 외국인지분율에 미치는 영향”. 국제회계연구 제54집 : 152-179.

이명건 · 신일항. 2015. “산업 내 경쟁정도와 회계정보의 비교가능성”. 경영연구 제30권 제1호 : 125-154.

이우재 · 정석우. 2014. “산업 내 경쟁 및 외부감사인 특성이 내부회계관리제도 검토의견과 이익의 질의 관계에 미치는 영향 -코스닥 시장을 중심으로-”. 세무와회계저널 제15권 제6호 : 207-236.

이장희 · 김선구. 2006. “회계이익의 질과 외국인지분율 간의 관련성 분석”. 회계연구 제11권 제3호 : 199-227.

이현주 · 정현욱 · 이강일. 2014. “지주회사 전환이 외국인지분율에 미치는 영향”. 회계학연구 제39권 제1호 : 77-116.

장석오. 2007. “정보비대칭과 이익조정”. 회계정보연구 제25권 제1호 : 221-245

전영순. 2003. “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질(Quality)”. 경영학연구 제32권 제4호 : 1001-1032.

정현욱. 2015. “자율공시수준이 외국인지분율에 미치는 영향”. 국제회계연구 제59집 : 167-192.

정현욱 · 이현주. 2014. “부채특성과 외국인지분율 간의 관련성”. 회계 · 세무와 감사 연구 제56권 제3호 : 33-60.

정현욱 · 이현주 · 이강일. 2014. “외국인지분율과 법인세부담액 간의 관련성에 대한 연구”. 세무학연구 제31권 제1호 : 105-133.

조중석 · 조문희. 2010. “발생액 변동이 정보비대칭, 이익예측과 자본비용에 미치는 영향”. 회계저널 제19권 제3호 : 175-199.

Ali, A., S. Klasa, and E. Yeung. 2014. Industry Concentration and Corporate Disclosure Policy. *Journal of Accounting and Economics* 58(2-3) : 240-264.

Baggs, J., and J. Bettignies. 2007. Product Market Competition and Agency Costs. *Journal of Industrial Economics* 55(2) : 289-323.

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(2) : 449-482.

Chhaochharia, V., Y. Grinstein, G. Grullon, and R. Michaely. 2016. Product Market Competition and Agency Conflicts : Evidence from the Sarbanes Oxley Law. *Management Science*. Forthcoming.

Dahlquist, M., and G. Robertsson. 2001. Direct foreign ownership, institutional investors, and firm

- characteristics. *Journal of Financial Economics* 59(3) : 413–440.
- Guadalupe, M., and F. Pérez–González. 2010. Competition and Private Benefits of Control. *Working paper*.
- Hart, O. D. 1983. The Market Mechanism as an Incentive Scheme. *The Bell Journal of Economics* 14(2) : 366–382
- 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.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki. 2003. Earnings Management and Investor Protection : an International Comparison. *Journal of Financial Economics* 69(3) : 505–527.
- Lin, C., and C. Shiu. 2003. Foreign Ownership in the Taiwan Stock Market—an Empirical Analysis. *Journal of Multinational Financial Management* 13(1) : 19–41.
- Mas–Collé, A., M. D. Whinston, and J. R. Green. 1995. *Microeconomic Theory*. New York. Oxford University Press.
- Merton, R. C. 1987. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance* 42(3) : 483–510.
- Nickell, S. 1996. Competition and Corporate Performance. *Journal of Political Economy* 104(4) : 724–746.
- Richardson, V. 2000. Information Asymmetry and Earnings Management : Some Evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15(4) : 325–347.

The Effect of Domestic Product Market Competition on Foreign Equity Ownership

Jung Hyun-Uk* · Lee Kang-il**

— <Abstract> —

We study the effect of product market competition(hereafter competition) on foreign equity ownership. Competition plays the role of corporate governance mechanism through the market discipline effect.

If foreign investors prefer market discipline effect to profitability, the competition would be positively related with foreign equity ownership. If foreign investors consider firms' profitability as more important aspect, then the competition would be negatively related with foreign equity ownership. In this respect, we examine a null hypothesis that competition is not related with foreign equity ownership.

The competition is measured by Herfindahl-Herschman Index(multiplied by -1). The empirical test employs multiple regression. The dependant variable is foreign equity ownership. The independent variable is competition index. The regression includes control variables reported in previous researches.

Sample firm-years from 2002 through 2010 were used in the analysis. The regression coefficient for the competition shows statistically significant negative sign. The results suggest that high competition decreases foreign equity ownership. Thus foreign investors appear to prefer profitability to market discipline effect.

The results of this study contribute to the relevant literature by introducing a variable outside of firms in addition to firm characteristic variables. The results of this study may help policy makers better understand how the competition affects foreign equity ownership.

<Key words> Foreign Equity Ownership, Product Market Competition, Profitability, Market Discipline Effect

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

** Professor, School of Business, Yeungnam University, kilee@ynu.ac.kr, Corresponding Author