



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

박 사 학 위 논 문

K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와
기업규모가 외국인 투자에 미치는 영향



2015년

HANSUNG
UNIVERSITY

한성대학교 대학원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

김 형 수

박 사 학 위 논 문
지도교수 김용식

K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 기업규모가 외국인 투자에 미치는 영향

The Impact of Corporate Governance and Firm Size on
Foreign Direct Investments after K-IFRS Adoption



2014년 12월 일

HANSUNG
UNIVERSITY

한성대학교 대학원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

김 형 수

박 사 학 위 논 문
지도교수 김용식

K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 기업규모가 외국인 투자에 미치는 영향

The Impact of Corporate Governance and Firm Size on
Foreign Direct Investments after K-IFRS Adoption

위 논문을 경영학 박사학위 논문으로 제출함

2014년 12월 일

한성대학교 대학원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

김 형 수

김형수의 경영학 박사학위논문을 인준함

2014년 12월 일



심사위원장 _____인

심사위원 _____인

심사위원 _____인

심사위원 _____인

심사위원 _____인

국 문 초 록

K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 기업규모가 외국인 투자에 미치는 영향

한성대학교 대학원

경영학과

회계학 전공

김 형 수

본 연구는 2009년부터 2013년 사이에 국내 유가증권 상장기업 1,832개 기업/년수를 대상으로 IFRS 도입 이후 도입 이전에 비해 외국인 투자가 증가했는지 여부와 기업규모가 외국인 투자에 다르게 영향을 미치는지 여부를 살펴보았다. 또한, 최근 지속가능경영의 일환으로 기업지배구조가 매우 중요한 요소로 부각되고 있는 만큼, 기업지배구조가 외국인 투자에 영향을 미치는지 여부도 함께 살펴보았다.

이들을 검증하기 위해 주요 설명변수로 IFRS 도입, 기업지배구조의 질 및 기업규모를 사용했고, 종속변수로 외국인 투자금액 및 투자지분율을 사용하였으며, 외국인 투자에 잠재적 영향을 줄 수 있는 기존 통제변수들을 사용해 회귀분석을 수행하였다.

분석결과, 첫째, K-IFRS 도입 이후 도입 이전에 비해 외국인 투자가 증가한 것으로 나타났다. 이는 IFRS의 특징들이 재무보고에 일관되게 반영됨으로써 정보적 변화를 가져와 외국인 투자자들의 정보처리비용 및 기업과 외국인 투자자들 간에 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자가 높게 나타난 것으로 볼 수 있다.

둘째, IFRS 도입과는 별도로, 지배구조 질이 높은 기업일수록 외국인 투자

가 높게 나타났다. 이는 기업지배구조가 경영자를 효율적으로 통제함으로써 경영자와 투자자들 간에 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자를 유인한 것으로 볼 수 있다.

셋째, IFRS 도입 이후 기업지배구조 개별 항목과 외국인 투자는 개별 항목 중 이사회 기능이 높은 기업일수록 외국인 투자가 높게 나타났다. 이는 경영자의 재량권을 최종적으로 통제할 수 있는 기업지배구조 메커니즘은 이사회이고, IFRS 도입 이후 외국인 투자자들은 기업지배구조 메커니즘들 중에서 이사회를 질을 더 비중있게 평가함으로써 IFRS 도입 이후 기업지배구조 요소 중 이사회 역할의 중요성이 더욱 커졌음을 의미한다.

반면에, K-IFRS 도입 이후 기업지배구조 총점수와 외국인 투자는 통계적으로 유의성이 낮게 나타났다. 이는 일부 지배구조 메커니즘의 강제적용 특성 및 지배구조 점수 변수의 잠재적 내생성 문제를 통제하지 못한 점 등 때문에 유의미한 결과가 나타나지 않은 것으로 볼 수 있다.

추가분석에서 K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 외국인 투자 관련하여, 비교적 자발적으로 지배구조를 개선할 것으로 예상되는 자산 2조원미만 기업을 대상으로 살펴 본 결과, 유가증권 상장기업 중 자산 2조원미만 기업들의 지배구조 질이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타났다.

넷째, K-IFRS 도입 이후 도입 이전에 비해 외국인 투자자들에게 규모의 효과가 낮은 것으로 나타났다. 이는 IFRS의 특징들이 회계처리 등에 일관성 있게 적용됨으로써 정보적 변화가 대기업보다 중소·중견기업에서 더욱 크게 작용하여 중소·중견기업에서 정보비대칭이 더 크게 감소한다는 것을 의미한다. 즉, IFRS 도입 이후 규모가 작은 기업도 질적 수준이 높은 재무제표를 제공함으로써 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다.

마지막으로 이와 같이 IFRS의 효과를 극대화하여 외국인 투자를 유치하기 위해서는 우선적으로 기업들이 우수한 지배구조를 갖추어야 한다는 것과, 특히 IFRS 도입 이후 이사회 기능이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타나 기업지배구조 요소 중 이사회 역할의 중요성이 더욱 커졌으며, 기업규모 측면에서 중소·중견기업의 지배구조 질이 우수할수록 외국인 투자가 높게 나타났고, 대기업과는 달리 중소·중견기업에서 더욱 더 재무보고의 질을 높이는데 참여

한다는 것을 실증을 통해 제시하였다는 점에서 본 연구의 공헌성이 있다고 볼 수 있다.



【주요어】 K-IFRS, 외국인 투자, 기업지배구조, 정보비대칭, 기업규모

목 차

I. 서 론	1
1.1 연구의 목적	1
1.2 연구의 범위와 방법	5
1.3 논문의 구성	7
II. 이론적 배경	8
2.1 IFRS의 개요	8
2.2 IFRS와 회계(재무보고)의 질	10
2.3 IFRS와 비교가능성	14
2.4 IFRS와 정보비대칭	18
2.5 IFRS와 기업지배구조	24
2.6 원칙중심의 회계원칙	33
2.7 IFRS와 외국인 투자	35
III. 연구설계	53
3.1 연구가설의 설정	53
3.2 연구모형	60
3.3 자료수집 및 분석방법	68
IV. 연구결과	72

4.1 기술통계량 분석 및 상관관계 분석	72
4.2 단변량 분석	78
4.3 선형회귀 분석	82
4.4 추가분석	94
4.5 실증분석 결과 요약	109
 V. 결 론	 114
5.1 연구 결과	114
5.2 연구의 시사점과 한계점	116
 참고문헌	 119
 ABSTRACT	 139

표 목 차

<표 2-1> 지역별 주요 IFRS 도입 국가 현황	9
<표 2-2> K-GAAP과 K-IFRS의 차이점	10
<표 2-3> 기업지배구조평가 영역별 구성 및 주요 평가문항	32
<표 2-4> 원칙중심 회계기준과 규칙중심 회계기준 비교	35
<표 2-5> 유가증권 상장기업(KOSPI)에 대한 외국인 주식투자 현황	51
<표 2-6> KOSDAQ기업에 대한 외국인 주식투자 현황	52
<표 3-1> 중소기업의 업종별 상시 근로자 수, 자본금 또는 매출액의 규모기준	68
<표 3-2> 표본선정현황	69
<표 3-3> 표준산업분류표의 대분류 기준에 의해 구분	70
<표 4-1> 주요 변수의 기술통계량	72
<표 4-2> 상관관계분석	76
<표 4-3> 단변량 분석	79
<표 4-4> 외국인 투자 선형회귀분석	84
<표 4-5> 기업지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석	85
<표 4-6> K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석	90
<표 4-7> K-IFRS 도입 이후 기업규모와 외국인 투자 선형회귀분석	94
<표 4-8> K-IFRS 도입과 외국인 투자 선형회귀분석 (12월말 추가자료 사용)	95
<표 4-9> KOSDAQ기업과 외국인 투자 선형회귀분석	96
<표 4-10> 기업지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석(<i>SIZE</i> 포함)	99
<표 4-11> K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석(<i>SIZE</i> 포함)	101
<표 4-12> 업태별 기업지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석	102
<표 4-13> K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석(자산 2조원미만 기업)	105

<표 4-14> K-IFRS 도입 이후 대기업과 외국인 투자 선형회귀분석	107
<표 4-15> K-IFRS 도입 이후 중소·중견기업과 외국인 투자 선형회귀분석	109
<표 4-16> 실증분석 결과표	113



그림 목 차

<그림 1> IFRS 도입 효과	2
<그림 2> K-IFRS의 도입에 따른 자본시장의 Feed-back	6
<그림 3> 외국인 투자 효과의 Feed-back	46
<그림 4> 실증분석의 구성도	53



I. 서 론

1.1 연구의 목적

2011년도 IFRS¹⁾의 도입은 일대의 회계혁명(One Revolution of Accounting)이다. 왜냐하면 그 동안 우리의 고유한 법적·제도적 환경에 따라 운영되어왔던 K-GAAP이 국제회계기준으로 통합됨에 따라 K-IFRS의 도입은 단순한 회계적 문제를 넘어서 재무정보시스템, 지배구조 및 사업전략 등 기업경영에는 물론 자본시장 및 정부의 재정정책 등 사회 전반에 걸쳐 엄청난 변화를 가져오게 될 것이기 때문이다.²⁾ 새마을운동(1970)이 1960년대 미국(잉여 농산물 등)과 일본의 원조를 기반으로 대한민국 산업근대화의 초석을 마련해 주었듯이, K-IFRS의 도입은 회계선진화의 초석이 될 것이다.

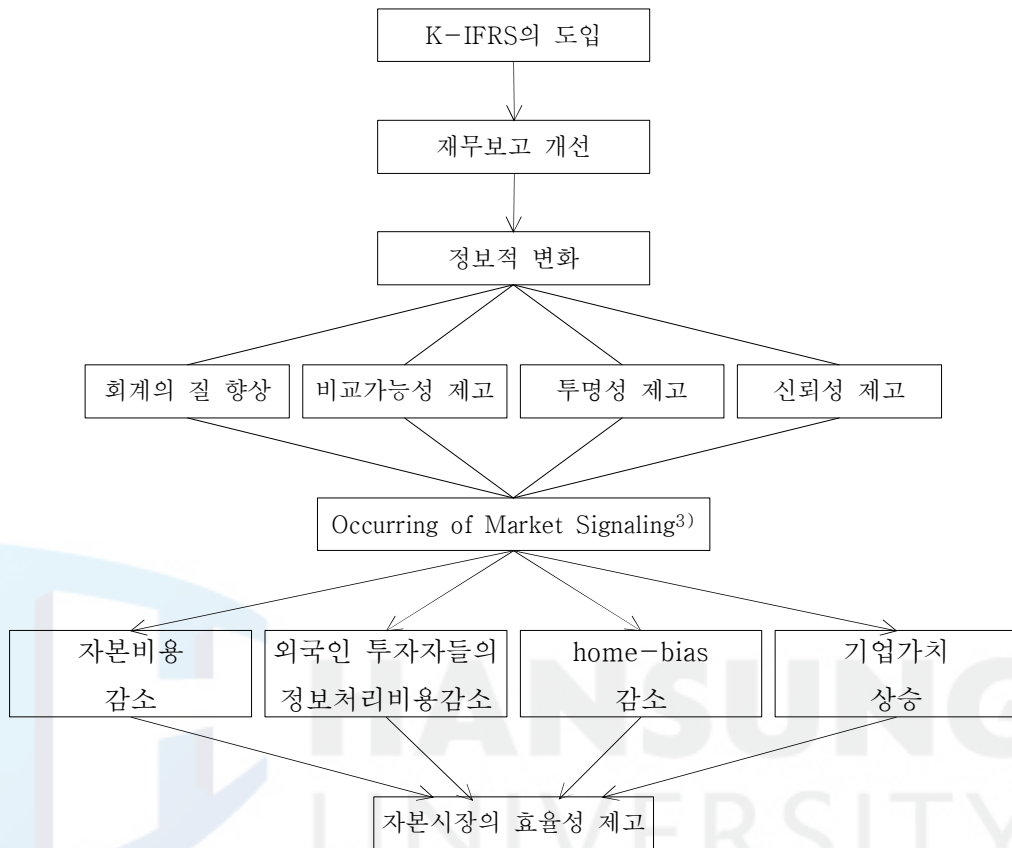
IFRS의 목적은 고품질의 회계기준으로 글로벌화된 자본시장의 수요를 충족시키는데 있다. IFRS의 특징은 ①회계처리의 다양성 존중(원칙중심의 회계기준) ②연결재무제표의 작성 ③공시수준의 적극성 ④자산·부채의 공정가치 중심의 평가 등으로 구성되어 있어, 이러한 특징들이 회계처리에 반영된다면 당연히 재무보고가 개선될 것이다. 이러한 재무보고 개선은 정보적 변화를 가져와 회계의 질 향상, 비교가능성 제고, 투명성 향상 및 신뢰성 제고 등을 이끌어내 시장신호 발생기능(정보비대칭 해소)의 역할을 해줌으로써 기업 측면에서 자본비용이 감소하고, 투자자 측면에서 정보처리 비용 및 home-bias 감소 등으로 이어져, 궁극적으로 기업가치가 높아짐에 따라 자본시장의 유동성이 높아져 IFRS의 본래의 목적이 달성 될 것으로 기대된다(<그림 1> 참고).

1) 이장규 등, 2010, 『IFRS 회계국경이 사라진다』, 교보문고, pp.57.

현재 우리나라는 IFRS를 전면도입한다는 취지를 충분히 반영해 IASB가 영문으로 발표한 IFRS를 직역수준으로 번역한 한국채택국제회계기준(K-IFRS)을 2007년 말 제정·공포했다. 따라서 K-IFRS와 IFRS를 특별한 언급이 없는 한 같은 용어로 사용한다.

2) 상계서, pp.4.

<그림 1> IFRS 도입 효과



그 동안 IFRS의 도입과 관련된 많은 연구들은 IFRS의 도입이 회계의 질에 영향을 주었는지, 그리고 도입국에 경제적으로 영향을 주었는지를 연구했다. IFRS의 특징인 원칙중심의 회계원칙과 회계처리방법의 대체안 축소, 그리고 공정가치 중심의 회계측정치 사용은 당연히 회계의 질을 향상시켜 줄 것이다 (최 관 등 2013). IFRS의 도입 이후에 최근 국내연구에서 재량적 발생액을 통한 이익조정은 감소하는 것으로 나타났으며(이장희·권정훈 2013, 유용근·차승민 2014), 외국의 연구에서도 IFRS의 채택으로 회계의 질이 향상된 것으로 나타났다(Barth et al. 2008, Armstrong et al. 2010, Christensen et al. 2008). 반면에, 이익의 질에 유의한 차이를 발견하지 못하거나(김용식 2011,

3) Market Signaling : 정보비대칭을 해소시키려는 노력들로 정의함. 즉, 회계의 질 향상, 비교가능성 제고 등을 말함.

김병태 등 2012, 이유식·홍정화 2013) 오히려 IFRS의 도입이 회계의 질을 떨어뜨리고, 회계의 질을 더 낮출 수 있다는 연구결과를 보여 주고 있다(Ahmed et al. 2012, Capkun et al. 2008).

이와 같이 IFRS의 도입에 따른 회계의 질에 대한 연구결과가 일관성이 없는 것은 개별 기업의 경제적 특성, 경영자의 의사결정, 경제적인 환경변화(장기시계열 자료사용) 등의 통제가 이루어지지 않았고, 또한 단기적 관점의 분석, 측정치의 불안정성, 표본의 자기선택 편의(self selection bias) 등의 한계점 때문으로 보고 있다. 그러나 대체적으로 IFRS의 도입이 회계의 질에 긍정적인 반응을 보여 주고 있다.

동일한 회계원칙을 사용하는 기업이 많을수록 통일성(uniformity)이 증가되어 비교가능성이 높아지며(DeFond et al. 2011), 비교가능성이 높아질수록 재무분석의 예측정확성이 높아진다(De Franco et al. 2011).

IFRS 도입 이전보다 이후에 회계정보의 질이 향상되어 회계정보의 비교가능성이 높아졌다는 주장이(Yip and Young 2012, Horton et al. 2013)있는가 하면, 도입 이후 회계정보의 비교가능성이 크게 증가하지 않았다는 주장(Cascino and Gassen 2012)도 있다. 이와 같이 회계정보의 비교가능성에 대한 연구결과가 일관성이 없는 것은 개별 기업의 IFRS의 수용정도, 즉 시행의 신뢰성(implementation credibility) 및 개별 기업의 특성에 따라 비교가능성이 달라질 수 있다는 것을 암시해 주고 있다.

이는 IFRS의 도입 이후에도 여전히 Local-GAAP에서 적용해 왔던 관행이 재무보고에 반영되고 있다면 회계정보의 비교가능성의 한계점에 이를 수 있다는 것을 또한 암시해 주고 있다(Haller and Wehrfritz 2013).

IFRS의 특징으로 회계정보의 질이 향상되고, 비교가능성 등이 높아질수록 정보비대칭이 감소하여 기업가치를 높여 줄 것이다(Armstrong et al. 2010). 앞에서 언급한 바와 같이 IFRS는 높은 품질의 회계기준으로 이러한 기준이 반영된 재무보고는 시장신호의 발생 기능(정보비대칭의 해소)의 역할을 충분히 해 낼 것으로 확신하고 있다. 이를 뒷받침하는 연구들의 대부분은 IFRS 도입 이후에 도입전보다 정보비대칭이 감소한다는 것을 확인시켜 주고 있다(김용식·조상민 2014, Daske et al. 2008, Leuz and Verrecchia 2000). 또한,

IFRS의 특징인 연결재무제표 및 높은 공시수준 등이 정보비대칭을 감소시키는 역할을 한다고 확인해주고 있다(Diamond and Verrecchia 1991, 김현아·서석홍 2013).

IFRS의 도입은 이해관계자들 간에 기업에 대한 정보비대칭을 감소시켜, 이에 자본비용이 감소될 것이며(유용근·차승민 2014, 김용식·조상민 2014) 투자자들에게는 정보처리비용이 절감되어 궁극적으로 자본시장의 유동성을 증가시킬 것이다(최 판 등 2013). 따라서 IFRS를 도입한 기업들은 주식거래의 유동성이 증가하였고(Daske et al. 2008), 특히 IFRS의 강제적 시행능력 수준이 큰 국가일수록 기업가치가 높아졌고(Landsman et al. 2012), 회계원칙을 강제적으로 시행할 법적·제도적 시스템이 잘 갖추어진 국가에서만 자본시장에 영향을 주는 것으로 나타났다(Christensen et al. 2012). 또한, IFRS의 도입은 그렇지 않은 기업보다 외국인 투자가 증가한 것으로 나타났다(Covrig et al. 2007, DeFond et al. 2011, Yu 2009, Gordon et al. 2012, 문현주 2013). 더욱 특이한 것은 IFRS도입으로 외국인 투자에 있어서 주식투자보다 채권투자가 더욱 증가한 것으로 나타났다(Beneish et al. 2012, Florou and Kosi 2009). 한편, 기업의 비재무적 요소인 지배구조는 재무적보고의 수치와 함께 투자자들에게 매우 중요한 투자평가 요인으로 인식되어지고 있다. 지배구조가 부실한 경우 외국인 투자가 제한되고, 이로 인해 기업의 유동성이 낮아진다(Brockman and Chung 2013, Leuz et al. 2009). 반면에, 지배구조가 우수한 기업은 유동성이 높기 때문에(Chung et al. 2010) 외국인 투자가 증가하는 것으로 나타났다(이관영 2011, 고대영 등 2012, 광영민·장지경 2010). Korea Discount의 원인 중 제일 크게 작용하는 것이 지배구조인 만큼 최근 지배구조의 중요성이 크게 부각되고 있다.

이상과 같이 IFRS의 도입과 관련하여 그 효과에 대한 반응(회계의 질 향상, 비교가능성 제고, 경제적 효과 등)이 대체적으로 긍정적으로 평가되고 있음을 알 수 있다. 즉, IFRS의 도입이 회계정보의 질 등에 긍정적인 영향을 미친다면 경제적 효과도 당연히 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 그 동안 외국의 많은 연구들은 분석대상이 주로 유럽국가들에게 치우쳐 있고, 국내의 연구들은 대부분이 단기적 또는 단편적인 관점에서 분석하였다는 점에서 한계점을

보여주고 있다.

K-IFRS가 도입된지도 벌써 5년이(조기도입 허용기간 포함)란 세월이 흘러갔다. 지금쯤(2013)이면 어느 정도 새로운 회계기준에 의한 회계처리가 정착되었을 것으로 판단되며, 따라서 그 효과분석에 있어서 적절한 시점에 와 있다고 볼 수 있다. 여하튼, K-IFRS를 도입함으로써 발생하는 경제적 효과는 실증을 통해서만 보여 줄 수 있다. 따라서 법적·제도적 환경 및 개별기업의 특성이 유럽국가와는 서로 다른 우리나라에서도 과연 IFRS의 경제적 효과에 대한 반응이 긍정적으로 나타나는지 여부를 살펴보고자 한다.

특히, IFRS는 많은 나라가 인정한 우수한 회계기준으로 초저금리 시대와 맞물려 도입된 K-IFRS는 자본시장에서 투자자들에게 더 많은 정보의 유용성을 제공함으로써 자본시장의 효율성을 극대화시킬 것으로 보고 있다. 따라서 우선 IFRS 도입 이후 도입 이전에 비해 외국인 투자가 증가했는지 여부를 살펴보고, 최근 기업지배구조가 기업은 물론 투자자들에게 매우 중요한 요인으로 작용하기 때문에 과연 K-IFRS의 도입에 따른 기업지배구조의 질이 외국인 투자에 영향을 미치는지 여부에 초점을 맞추어 분석하고자 하며, 또한 기업규모에 따라 외국인 투자가 다르게 영향을 미치는지를 분석하고자 함이 본 연구의 목적이다.

1.2 연구의 범위와 방법

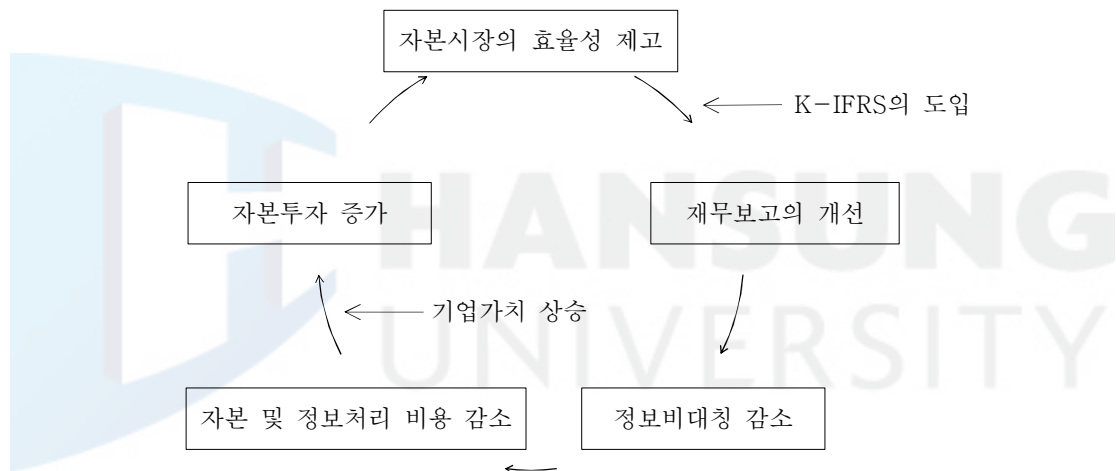
K-IFRS의 도입은 자본시장에서 국내 투자자와 비교했을 때 외국인 투자자가 직면하게 되는 정보비대칭을 줄일 것이며, 이에 외국인 투자 상승을 이끌어 낼 것이다(<그림 2> 참고). 우선 유가증권 상장기업 중심으로 K-IFRS 도입 이전과 이후 외국인의 자기자본시장 투자에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 자기자본시장 투자는 외국인의 주식투자 금액과 지분율을 측정치로 사용한다. 이와 같이 내국인 투자자를 배제하고 외국인 투자자로 제한하는 것은, K-IFRS가 도입되더라도 내국인 투자자에게는 여전히 home-bias 또는 주가동조화 현상이 존재한다고 보이므로, 이로 인한 잠재적인 혼돈 효과를 완화시키기 위해 외국인 투자자로 제한하고자 한다. 또한, 외국인 투자자는 정보열

위자이면서 기업의 정보수집·처리 및 지배구조 등에 관심을 갖는 대표적인 투자자이기 때문이다.

그리고 기업지배구조가 투자자들에게 매우 중요한 투자 평가 요인으로 인식되어 지고 있는 만큼, 기업지배구조가 외국인 투자에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 기업지배구조 질의 대용치로 CGS(한국기업지배구조원)가 평가하여 산정한 개별 기업의 지배구조 점수를 사용한다.

마지막으로 K-IFRS 도입 이후 기업규모(대기업과 중소·중견기업)가 외국인 투자에 다르게 영향을 미치는지를 분석하고자 한다.

<그림 2> K-IFRS의 도입에 따른 자본시장의 Feed-back



1.3 논문의 구성

본 연구는 I. 서론에서 연구의 목적 및 연구의 범위와 방법에 이어 II.에서 IFRS와 관련된 회계의 질 등의 연구에 관한 이론적 배경을 살펴보고, 이와 연관된 국내 및 해외 선행연구들을 살펴본다. III.에서 연구가설을 설정하고, 표본을 선정하며, 구체적인 연구모형을 제시한다. IV.에서 기술통계분석과 상관관계분석 및 단변량분석을 수행하고, 선형회귀분석을 통해 가설 검증을 한다. 또한, 가설 검증과 관련하여 추가분석을 실시하고, 실증결과 분석내용을 요약한다. V.에서 연구결과를 요약하고, 연구의 시사점과 한계점을 기술하는 순서로 구성한다.



II. 이론적 배경

2.1 IFRS의 개요

IFRS는 높은 품질의 회계기준임을 천명하고 있다(Leuz 2003, Bartov et al. 2005, Armstrong et al. 2010). IASB는 원래 국제회계기준위원회(IASC: International Accounting Standards Committee)의 명칭으로 1973년 6월에 영국, 프랑스, 독일, 네덜란드, 아일랜드, 미국, 캐나다, 멕시코, 일본의 회계전문가들이 이사로 구성되어 런던에서 창립된 기구이다.

IASB 구성원의 대부분이 유럽국가 소속이며, 유럽은 주식회사의 발상지는 물론 자본시장의 기원이 되는 곳으로 1602년에 설립된 네덜란드 동인도회사가 주식회사의 기원을 두고 있고, 1494년 이탈리아 수학자이며 승려인 Luca Pacioli가 처음으로 부기(book keeping)를 소개하였고, 14~15세기 유럽의 봉건사회를 모태로 짚아 튼 자본주의, 그리고 자본시장의 기원을 마련해 준 프랑스혁명(1789년: 시민혁명에 의해 경제적 시스템이 존재하기 시작)과 영국의 산업혁명(1760년: 자본주의를 궤도에 정착)이 발생한 곳이 모두 유럽국가이다. 근대 자본주의의 발상지가 영국이라면, 자본주의의 꽃을 피운 나라는 미국이다. 이와 같이 무려 250여년 동안 자본시장을 경험한 유럽국가가 제정한 IFRS는 우수한 회계기준일 것이라는 것은 자명하다 할 것이다.

만약, 막강한 달러화로 세계경제를 주름잡는 미국이 주도하여 국제회계기준을 제정하였다면, 이는 IFRS보다 더 우수한 회계기준일 수도 있을 것이다. 왜냐하면 자본주의의 꽃은 주식이며, 이 꽃을 피운 나라는 미국이기 때문이다. 2012년도 말 기준 전세계 240여개 국가 중 130여개 국가가 IFRS를 도입하고 있으며, 특히 OECD가입국 34개 국가 중 미국, 일본, 멕시코를 제외한 31개 국가가 IFRS를 전면 도입하고 있다. 그러나 전세계 자본시장을 주도하는 미국과 일본이 아직도 IFRS 도입을 미루고 있다는 것은 아이러니(irony)하다 할 것이다(<표 2-1>참고).

<표 2-1> 지역별 주요 IFRS 도입 국가 현황

(2013. 4월말 현재)

지역별	IFRS 도입 국가
북미	Bahamas, Barbados, Bermuda, <u>Canada</u> , Cayman Islands, Costa Rica, Dominican Republic, Dutch Caribbean, El Salvador, Honduras, Jamaica, Panama, St. Kitts and Nevis, Trinidad and Tobago
남미	Argentina, Brazil, <u>Chile</u> , Peru, Uruguay, Venezuela
유럽	Albania, <u>Austria</u> , <u>Belgium</u> , Bulgaria, Cyprus, <u>Czech Republic</u> , <u>Denmark</u> , <u>Estonia</u> , <u>Finland</u> , <u>France</u> , Georgia, <u>Germany</u> , <u>Greece</u> , Greenland, <u>Hungary</u> , <u>Iceland</u> , <u>Ireland</u> , <u>Italy</u> , Latvia, Lithuania, <u>Luxembourg</u> , Macedonia, Malta, Moldova, Montenegro, <u>Netherlands</u> , <u>Norway</u> , <u>Poland</u> , <u>Portugal</u> , Romania, Russian Federation, Serbia, <u>Slovak Republic</u> , Slovenia, <u>Spain</u> , <u>Sweden</u> , <u>Switzerland</u> , <u>United Kingdom</u>
아시아	Armenia, Azerbaijan, Bahrain, Cambodia, <u>Israel</u> , Jordan, Kazakhstan, <u>Korea(Republic of Korea)</u> , Kuwait, Kyrgyz Republic, Lebanon, Mongolia, Oman, Pakistan, Philippines, Qatar, Saudi Arabia, Singapore, Sri Lanka, <u>Turkey</u> , United Arab Emirates, Uzbekistan, Vietnam
아프리카	Algeria, Botswana, Kenya, Malawi, Mauritius, Morocco, Namibia, Rwanda, South Africa, Swaziland, Tanzania, Uganda, Zambia, Zimbabwe
오세아니아	<u>Australia</u> , New Caledonia, <u>New Zealand</u> , Papua New Guinea

자료: www.pwc.com

주1) 밑줄친 국가는 OECD 가입국

주2) 중국은 단순히 IFRS를 번역하는 것이 아니라 IFRS를 준거하여 중국회계기준(CAS)을 제정

주3) 미국, 일본, 인도, 말레이시아, 콜롬비아 등은 IFRS 도입 고려 중

K-GAAP과 K-IFRS의 주요 차이점을 살펴보면, 재무보고 측면에서 기존의 개별재무제표 작성에서 연결재무제표 작성으로, 자산·부채 평가는 종전의 역사적 원가 중심에서 공정가치 중심으로, 회계처리 기준은 규칙 중심에서 원칙 중심으로, 공시 수준은 소극적 공시에서 적극적 공시로, 재무보고의 개념 체계는 손익 접근법에서 자산·부채 접근법으로 바뀌었는데, 이는 K-GAAP이 기업 및 감독당국 중심의 기준이었다면 K-IFRS는 투자자 중심의 기준으로 바뀐 것을 알 수 있다(<표 2-2>참조).

<표 2-2> K-GAAP과 K-IFRS의 차이점

항목	K-GAAP	K-IFRS	기대효과
재무보고	개별 재무제표	연결 재무제표	비교가능성, 투명성, 신뢰성 제고
자산·부채 평가	역사적 원가	공정가치①	경제적 실질 반영
회계처리 기준	규칙(규정) 중심 회계 원칙	원칙중심 회계원칙②	회계의 질 향상
공시수준	소극적 공시	적극적 공시③	비교가능성 및 투명성 제고
재무보고의 개념체계	손익 접근법	자산·부채 접근법④	비교가능성 향상

주1): ① 가능한 한 모든 자산과 부채는 공정가치 중심으로 평가→경제적 실질반영(투자자 중심)

② 회계처리의 다양성 존중. 단, 실무적 적용과 해석에서 높은 수준의 판단을 요구
→거래의 경제적 실질에 맞는 회계처리 방법만 규정

③ 공시의 양이 대폭 증가(감독당국 중심→투자자 중심)

④ 수익·비용 등의 관점 보다는 자산·부채 등에 초점을 맞춤(투자자 중심)

2.2 IFRS와 회계(재무보고)의 질

IFRS는 많은 나라가 인정하고 있는 높은 질의 회계기준으로 이를 반영한 회계정보의 질은 당연히 높을 것이다. 회계의 질에 대한 의미나 정의가 학술적으로 정해지지는 않았지만 IFRS는 높은 품질의 회계기준(Leuz 2003, Bartov et al. 2005, Armstrong et al. 2010)으로 IFRS의 특징인 원칙중심의 회계원칙에 따른 회계처리방법의 대체안 축소, 회계처리의 다양성 존중, 그리고 공정가치 중심의 회계측정치 사용은 당연히 회계의 질을 향상시켜 줄 것이다(최 관 등 2013).

IFRS의 도입 이전보다 이후에 회계정보의 질이 향상되어 회계정보의 비교가능성이 높아졌고(Yip and Young 2012), IFRS의 도입으로 인한 비교가능성의 증가와 회계정보 품질의 향상이 재무분석가의 정보환경을 향상시킨다(Horton et al. 2013). 또한, Armstrong et al.(2010)은 IFRS 도입으로 기업

이 보고하는 회계정보의 질이 향상되고, 이해관계자간의 정보비대칭이 감소하여, 재무제표의 비교가능성이 제고되어 정보의 해석이 용이해짐에 따라 궁극적으로 기업가치를 높일 것이라고 보고했다.

Barth et al.(2008)은 1994년부터 2003년까지 IAS⁴⁾를 자발적으로 도입한 21개국의 1,896개 기업을 표본으로 IAS의 도입이 회계의 질에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과, IAS 도입 기업이 IAS 미도입 기업보다 IAS 도입 후에 회계의 질이 더욱 향상된 것으로 나타났다. 그들은 회계의 질의 대용치로 이익조정 정도, 손실인식의 적시성(timeliness), 순이익과 자본의 가치관련성으로 측정하였는데, IAS도입은 이익조정을 감소시키고, 손실의 조기인식 정도를 높일 뿐만 아니라, 주가와 회계수치와의 관련성을 증가시킨다고 증명하였다.

반면에, Ahmed et al.(2012)은 2002년부터 2007년 사이에 IFRS를 의무적으로 도입한 20개국의 1,631개 기업을 표본으로 IFRS의 도입이 회계의 질에 영향을 주는지를 분석하였는데, 연구결과 IFRS 도입전보다 IFRS를 도입한 기업들의 이익유연화 측정치들이 더욱 크게 나타났으며, IFRS 미도입 기업보다도 측정치 값이 더 크고, 해당 국가의 시행 강제력이 클수록 이익유연화 정도가 더 크게 나타났다. 그리고 IFRS 도입후에 발생액으로 측정한 이익조정 정도도 더 높았으며, 손실의 조기인식은 오히려 더욱 감소하였다. 이들은 앞서 Barth et al.(2008)의 연구방법을 그대로 사용하였음에도 불구하고, Barth et al.(2008)의 연구와는 매우 대조적으로 IFRS를 의무적으로 도입한 기업들의 회계의 질은 악화되었다고 증명하였다. 또한, Capkun et al.(2008)은 Local-GAAP으로 보고된 순이익이 낮은 경우에 IFRS를 도입하여 보고이익을 증가시키는 이익조정 행위가 수행된다는 결과를 발견했다.

한편, Christensen et al.(2008)은 IFRS의 자발적 도입기업과 의무적 도입기업을 포함하여 비교 분석한 바 IFRS 도입이 회계의 질을 향상시켰는지 여부는 회계기준의 품질의 문제라기보다는 IFRS를 도입하려는 기업의 유인(incentives)이 더 중요하게 작용한다고 보았다(Soderstrom and Sun 2007,

4) 국제회계기준의 영어명칭은 두 종류가 있는데, 하나는 2003년 이전에 제정된 기준서로서 IAS이고, 다른 하나는 2003년 6월부터 제정되기 시작한 IFRS이다. IAS에 대한 비교적 소규모의 개정은 명칭을 그대로 사용하고 있으며, 대규모 개정 또는 새로운 기준은 IFRS를 사용하고 있다. 명칭은 달라도 회계기준으로서의 효력에는 차이가 없다(최관 등 2013).

Daske et al. 2008). 따라서 자발적 도입 기업은 도입 후 회계의 질이 높아질 것이고, 의무적 도입 기업은 도입 후 회계의 질이 높아지지 않을 수 있다고 보았다.

Tendeloo and Vanstraelen(2005)는 독일의 IFRS 도입 기업과 G-GAAP (독일회계기준)을 적용하는 기업간의 이익조정에 유의적인 차이가 없다는 것을 증명하였다. 또한, Paananen and Lin(2007)은 독일기업을 대상으로 IAS 기간과 IFRS 기간 동안의 회계의 질의 변화를 비교 분석한바, IAS 기간보다 IFRS 기간의 이익조정이 오히려 증가했고 손실의 조기인식도 감소했다.

이는 IFRS를 도입한 독일 상장기업들의 이익조정과 이익유연화가 새로운 회계기준 도입 이후에 더욱 증가했다고 증명한 Tandeloo and Vanstraelen (2005)의 연구결과와 일치한다. 그리고 Jeanjean and Stolowy(2008)는 IFRS 도입 이후에 이익조정이 감소하지 않았음을 또한 증명하였다. 반면에, Bellas et al.(2007), Morais and Curto(2009) 등은 국제회계기준을 도입함으로써 이익조정이 감소한다고 증명하였다. IFRS의 도입 이전보다 이후에 회계정보의 질이 향상되어 회계정보의 비교가능성이 높아졌고(Yip and Young 2012), Horton et al.(2013)은 IFRS 채택은 자본시장에서 정보의 질 조정을 개선하고, 기업의 정보환경에서 정보의 질과 비교가능성 모두가 증가한다고 주장하였다.

국내 연구를 살펴보면, 김용식(2011)은 K-IFRS의 조기 도입 기업과 미도입 기업간의 정보비대칭과 이익의 질에 유의한 차이를 발견치 못하였다. 김병태 등(2012)은 2009년부터 K-IFRS을 조기도입한 47개 상장기업을 대상으로 K-IFRS 조기도입이 이익조정에 미친 영향을 분석하였다. 분석결과, K-IFRS 조기도입 기업의 재량적 발생액과 실제 활동 이익조정은 K-IFRS 도입 전·후에 유의적인 차이를 발견하지 못하였다.

이는 K-IFRS을 조기도입한 기업일수록 의무도입 이전 기간에 재량적 절대값은 유의하지 않은 것으로 나타났다는 이유식·홍정화(2013)의 분석결과와 IFRS 도입 이후 기간에 K-IFRS로 전환한 기업과 계속 K-GAAP 적용 기업 간 재량적 발생액으로 측정한 이익의 질에 유의한 차이가 없음을 확인한 김세로나 등(2012)의 연구결과와 일치한다.

또한, 배동수·최수미(2013)의 분석결과에서는 국제회계기준 도입후에 오히려 이익조정이 증가하는 것으로 나타났고, 문현주(2011)는 이익의 질의 대용치로 현재이익과 미래이익을 연관하여 분석한 바, 현재 보고이익이 양인 경우에 미래 보고이익과의 지속성은 K-GAAP보다는 K-IFRS적용시가 이익의 지속성이 더 높았지만, 미래 현금이익과의 지속성은 오히려 K-IFRS보다는 K-GAAP적용시가 더 높음을 주장하였다. 반면에, 이장희·권정훈(2013)은 K-IFRS 전면 도입 이후 재량적 발생액을 통한 이익조정은 감소하였으나, 실제 활동을 이용한 이익조정은 증가하는 것으로 나타났다. 이는 김종일·손호철(2013)이 K-IFRS 적용 이후에 재량적 발생액을 이용한 이익조정은 증가하였고, 실물활동을 이용한 이익조정은 발생하지 않았다는 주장과 상반되는 연구 결과를 보여주고 있다.

반면에, 유용근·차승민(2014)은 K-IFRS의 전면 도입 이후 재량적 발생액을 통한 이익조정은 감소하는 것으로 나타났고, 실물활동 이익조정 규모도 역시 감소한다는 것을 확인하였다. 한편, 최 관 등(2013)은 IFRS 채택과 회계의 질에 대한 Barth et al.(2008)의 연구를 분석하면서, 연구자들이 IAS기업과 NIAS(미도입)기업간에 도입 전 기간의 회계의 질을 비교한 것은 도입 후 기간의 회계의 질은 도입 전 기간의 회계의 질에 따라 차이가 날수도 있는데, 이는 도입 전 기간에 회계의 질이 높은 기업은 도입 후 기간에도 회계의 질이 높고, 낮은 기업은 역시 도입 후에도 회계의 질이 낮을 수 있기 때문이라고 주장하였다. 최성호 등(2013)은 K-IFRS가 과거의 K-GAAP으로 산출된 회계정보에 비하여 회계의 질을 향상시키는지를 살펴보았다. 저자들은 분석대상을 유가증권 상장기업(코스닥 포함)중 초기 도입 기업을 제외한, 2010년 말 감사보고서 및 사업보고서에 사전공시 정보를 공시한 565개 기업을 대상으로 분석하였고, 회계의 질의 대용치로 주가에 대한 회계정보의 가치관련성과 회계정보 공시시점에서의 투자자의 반응으로 측정하였다. 분석결과, K-GAAP에서 K-IFRS로의 전환시에 순이익의 조정금액은 K-GAAP 공시정보에 비하여 추가적 가치관련성이 있었으나, 순자산의 조정금액은 오히려 가치관련성을 감소시킨다는 것을 확인하였다. 저자들은 순자산에 대한 부정적인 결과는 자산과 부채의 조정금액이 정보가치가 없거나, 투자자들이 이를 신뢰하지 않기 때

문이라고 주장하였다.

IFRS의 도입과는 별도로 회계의 질에 관한 연구를 살펴보면, 박순홍·박경진(2010)은 1990년부터 2007년까지 우리나라 유가증권시장에 상장된 기업을 중심으로 이익의 질에 따라 주가동조화가 어떻게 변화하는지를 살펴보았다. 전체 기간을 대상으로 회귀분석을 수행한 결과 회계이익의 질이 높을수록 주가동조화가 낮아지는 것으로 나타났다. 저자들은 회계이익의 질이 높아질수록 기업이 투명해지고 이럴 경우 해당 기업에 대한 정보가 주가에 반영될 가능성이 상대적으로 높아지기 때문에 주가동조화는 낮아지는 것으로 해석하였다(신세나·최 관 2013). 이와 같이 IFRS의 도입에 따른 회계의 질에 대한 연구 결과가 일관성이 없는 것은 개별 기업의 경제적 특성, 경영자의 의사결정, 경제적 환경변화(장기시계열 자료사용) 등의 통제가 이루어지지 않았고, 단기적 관점의 분석, 측정치의 불안정성, 그리고 표본의 자기선택 편의(self selection bias) 등의 한계점 때문으로 볼 수 있다. 상기와 같이 IFRS를 도입한 기업들은 대체적으로 회계의 질이 향상되었음을 보여 주고 있다.

2.3 IFRS와 비교가능성

IFRS의 특징인 연결재무제표, 공시수준의 적극성, 공정가치 중심의 평가 등은 회계정보의 질적 특성 중 하나인 비교가능성을 제고시켜 줄 것이다. 즉, 많은 나라가 하나의 회계기준을 적용하면 자연스럽게 비교가능성이 높아질 것이다. 이는 동일한 회계원칙을 사용하는 기업이 많을수록 통일성(uniformity)이 증가되어 비교가능성이 높아진다는 DeFond et al.(2011)의 주장과 일치하고 있다.

IFRS의 도입으로 비교가능성이 증가했는지 여부를 실증분석하는데 가장 큰 어려움은 비교가능성 측정방법인데, 이는 객관적인 측정치를 개발하기가 매우 어렵기 때문이다. 그러나 최근 De Franco et al.(2011)의 연구에서 비교가능성에 대한 측정치가 개발됨으로써 이를 이용한 연구들이 활발히 수행되고 있다(최 관 등 2013).

비교가능성이란 두가지 경제현상(economic phenomena)의 유사점과 차이

점을 정보 이용자가 식별할 수 있게 하는 정보의 속성이다. 다시 말해 회계정보의 기준으로서의 비교가능성은 의사결정 과정에서 비교되는 실재현상(realworld phenomena)에 대하여 의미 있는 판단을 내릴 수 있도록 하는 정보의 속성을 의미한다. 둘 또는 그 이상의 기업의 상대적인 경제상태의 평가는 한 기업의 다양한 경제적 실상을 다른 기업의 유사한 경제적 실상과 직접 비교함으로써 평가 할 수 있을 것이다. 상대적인 경제상태를 결정함에 있어서 이러한 비교가 의미있게 되려면, 경제적 실상이 비교가 되는 기업간에 동등한 기준으로 반영되어야만 한다.

비교가능성 개념의 본질은 경제적 실상을 동등하게 반영하는 것이다. 동등한 반영이란 비교되고 있는 대체안에 있어서의 유사점과 차이점의 정도가 동일한 정도로 구별될 수 있도록 나타내 주는 것을 의미한다. 예를 들어 실제의 현상을 A, B라 하고 이에 대한 측정치를 a, b라 할 때, 어떤 실제의 현상 C가 A와 동일하다면, C도 역시 a로 측정되어야 하며, 또한 실제의 현상 B와 C의 차이의 정도가 A와 B의 차이의 정도와 같을 경우 측정치 a와b, 그리고 b와c가 동일하도록 되어야 한다는 것이다(이원창 1983). 재무제표의 비교가능성이 높아질수록 재무분석가의 예측정확성이 높아지며, 정보비대칭 및 정보유용성에 대한 긍정적인 영향을 준다(강민정 등 2013, 윤선주·고재민 2014).

De Franco et al.(2011)은 FASB(1980)가 표명한 비교가능성⁵⁾의 정의에 저자들은 경제적 사건으로부터 재무제표를 산출하는 회계시스템을 정의하는 이러한 구조적 개념을 추가하여, 재무제표의 비교가능성의 이점에 대해 분석하였다. 71,295 firm-years의 표본으로 분석한 결과, 재무제표의 비교가능성은 정보취득비용을 줄여주며, 전체적으로 기업에 대하여 재무분석가들에게 유용한 정보의 질과 양을 증가시켜 준다는 것을 제시하였다. 한편, 저자들은 높은 재무제표의 비교가능성은 기업의 정보환경을 풍부하게 하고, 이로 인해 기업들에게 확실한 이점을 제공한다고 주장하였다. 저자들은 경제적 사건의 요약치를 주식수익률로, 산출되는 재무제표의 요약치는 순이익으로 보고, 두 기업이 동일한 주식수익률을 가질 때 산출되는 순이익이 유사할수록 회계시스템의 비교가능성이 높다고 보았다. 연구결과에 따르면, 재무제표의 비교가능성

5) 비교가능성이란 정보이용자들로 하여금 두 가지 경제적 현상간의 차이점과 유사성을 구별할 수 있게 해주는 정보의 질이다.

이 높아질수록 재무분석가의 수(analysts following)가 증가하고, 재무분석가의 예측정확성이 높아지며, 예측치의 분산(dispersion)이 감소했다(최 판 등 2013).

Yip and Young(2012)은 2005년부터 IFRS를 의무적용하는 EU의 17개국 2,562개 기업을 표본으로 IFRS 의무도입이 기업간 회계정보의 비교가능성을 증가시켰는지를 연구했다. 비교가능성에 대한 측정치로는 앞의 De Franco et al.(2011)의 측정치뿐만 아니라 회계정보 이전 정도(degree of information transfer)와 회계변수의 가치관련성도 사용했다.

연구결과, IFRS 도입 이전보다 이후에 세가지 측정치로 측정한 비교가능성이 모두 증가하였다. 또한, Barth et al.(2012)은 자발적으로 IFRS를 도입한 기업들의 비교가능성을 연구한 바, IFRS를 자발적으로 도입하는 기업은 도입 후에 이미 도입한 기업들과 회계수치의 비교가능성이 더 증가된 반면, 도입하지 않은 기업(자국회계기준)과의 비교가능성은 더 감소된 것으로 나타났다. 그리고 Kim et al.(2013)은 재무보고의 비교가능성은 정보처리비용을 줄여주며, 기업의 신용위험 상태에 대한 불확실성을 감소시켜 준다는 것을 발견하였다.

반면에, Cascino and Gassen(2012)은 이태리와 독일을 대상으로 IFRS 도입이 회계정보의 비교가능성에 영향을 미쳤는지를 연구한 바, IFRS 도입 이후 두 나라간의 회계정보의 비교가능성이 크게 증가하지 않았다. 저자들은 비교가능성이 증가하지 않은 가장 큰 이유로 IFRS 수용정도(compliance level)에 두고 있다. 회계원칙이나 경제적 환경 및 제도가 다른 두 나라라도 IFRS를 전면 수용한다면 회계정보의 비교가능성이 증가하겠지만, 수용정도가 다른 비교가능성이 향상되지 않을 것으로 본 것이다. 이는 IFRS의 강제 시행력 수준(enforcement level)이 높을수록 비교가능성이 증가한다는 Barth et al.(2012)의 주장과 일관성이 있다. Lang et al.(2010)은 IFRS의 의무도입이 국가별 재무보고 비교가능성의 변화와 이러한 변화가 기업의 정보환경에 미치는 영향을 살펴보았다. 저자들은 이들에 대한 측정치로 재무분석가의 특성 및 bid-ask spreads를 사용하였다. 분석결과, 국가별 이익변동성은 유리한 특성을 지닌 기업 수준의 정보환경과는 부정적인 관계가 있으며, 반면에 국가별

회계 비교가능성은 유리한 특성을 지닌 정보환경과는 긍정적인 관계가 있음을 보여주었다. 또한, IFRS 비채택국가의 기업들과 비교해, IFRS 채택이 국가별 이익변동성을 증가시켰으며 회계 비교가능성을 증가시키지 않았다고 제시하였다. IFRS의 적용에 따른 이익변동성의 증가는 기업의 정보환경에 부정적인 영향을 미치고, 이는 국가별 기업 비교로부터 정보를 얻고자 하는 재무보고 사용자의 능력을 감소시킨다는 새로운 증거를 제시하였다.

Brochet et al.(2011)은 영국을 대상으로 2003년~2006년 기간에 영국 증권 시장에 상장된 663개 기업의 2,616기업/년수를 표본으로 선정하여 IFRS의 도입이 재무제표 비교가능성에 영향을 미치는지 여부를 분석하였다. 분석결과, IFRS의 도입은 기업들 간에 재무제표의 비교가능성 및 정보의 질을 개선시켜, 개인적인 정보이익을 감소시켜 준다는 것을 확인하였다. 또한, Haller and Wehrfritz(2013)는 국제회계기준이 국가간 재무보고의 비교가능성을 높이려는 취지에서 출발했음에도 불구하고 각국의 회계기준에서 적용해 왔던 관행(Local GAAP)이 IFRS의 회계기준에 여전히 반영되고 있어서 회계정보의 비교가능성에 한계가 있음을 제시하였다.

한편, 2007년 미국정부는 미국증권시장에 상장된 외국기업이 IFRS를 적용할 경우 US-GAAP과 IFRS의 차이조정(reconciliation)을 의무적으로 표시하지 않아도 좋다고 허용했다. 이는 IFRS가 비교가능성을 높여주는 역할을 한다는 것을 간접적으로 암시해 주고 있다.

비교가능성과 관련된 국내 연구는 아직 활발히 수행되고 있지 않고 있다. 이는 K-IFRS가 도입된지 얼마 되지 않음으로써 K-GAAP이 IFRS에 여전히 융합되지 않고 있음을 암시해 주고 있으며, 이는 IFRS 재무정보 분석결과 재무제표 표시 방법에서 영업손익 표시 및 산출방식이 기업마다 상당히 상이한 것으로 나타나 기업마다 상이한 영업이익 포괄 범위가 비교가능성 저하에 많은 영향을 줄 수 있다는 이호영 등(2012)의 주장과 일관성이 있다.

강민정 등(2013)은 회계정보의 비교가능성에 대해 정보비대칭과 정보유용성과의 관련성을 분석하였다. 저자들은 앞의 De Franco et al.(2011)의 비교가능성 측정치를 사용하였으며, 정보비대칭의 대용치로 재무분석가의 이익에 즉 정확성과 활용정도를 통해 확인하였고, 정보유용성에 대해서는 이익의 주

가배수를 통해 실증 분석하였다. 분석결과, 비교가능성이 정보비대칭 및 정보 유용성에 긍정적인 영향이 있음을 확인하였다. 즉, 재무분석의 이익예측 정확성을 높이고, 재무정보에 대한 의존정도를 증가시키는 것으로 나타났으며, 투자자 입장에서 회계정보의 가치관련성을 높이는 것으로 나타났다. 반대로 비교가능성이 낮은 회계정보에 대해서는 이익예측치 정확성과 재무분석가의 재무정보 활용도가 낮아지고, 가치관련성이 감소함을 제시하였다. 이는 회계정보의 비교가능성이 회계정보의 유용성을 증대시킨다는 윤선주·고재민(2014)의 주장과 일치한다.

이원창(1983)은 비교가능성의 본질은 개별적인 경제적 실상을 동등하게 반영(equivalent reflection)하는 것으로, 이는 동등한 재무제표 표시와 동등한 측정을 통해서 달성될 수 있다고 주장하였다.

2.4 IFRS와 정보비대칭

IFRS의 도입으로 회계의 질이 향상되어 회계투명성이 높아지며, 회계정보의 비교가능성이 증가하고 정보해석비용이 낮아져서 기업과 이해관계자 간의 정보비대칭이 감소함으로써 외국인 투자가 증가한다(Gordon et al. 2012).

Akerlof(1970)는 그의 논문 레몬시장(The market for 'Lemons')에서 처음으로 정보비대칭의 개념을 소개하면서, 그는 중고차시장을 모형으로 정보비대칭을 분석함으로써 현대 정보경제학의 기틀을 마련해 준 공로로 2001년도 노벨 경제학상을 수여 받았다. 이는 정보비대칭이 마야흐로 경제적인 분야에서 중요한 issue가 되고 있음을 보여 주고 있다.

자본시장에서 정보비대칭은 정보를 제공하는 기업과 투자자 또는 잠재적 투자자 간에 가지고 있는 정보의 양(quantity)과 질(quality)의 차이(difference)를 의미한다(김용식 2011). 한편으로 이러한 정보비대칭을 해소하려는 노력들을 Spence(1973)는 시장신호의 발생(occurring of market signaling)으로 정의하고 있다. 즉, 시장신호가 발생하는 기능을 해준다는 것은 자본시장에서 정보비대칭을 감소해 주는 역할을 한다고 볼 수 있다. Tarca(2004)는 국제회계기준에 Spence(1973)의 market signaling theory(시장

신호이론)을 적용하는 것은 국제회계기준이 자본시장 참여자들에게 신호(더 많은 정보 등)를 줄 수 있기 때문이라고 주장하였다.

정보비대칭은 비유동적 시장에서 기업의 자본비용으로 인식되지만(김용식 2011), 자본시장에 있어 시장신호(market signaling)는 유동적 시장에서 기업의 자본비용의 감소로 인식 할 수 있다는 것을 논리적으로 설명 될 수 있다. 따라서 IFRS와 정보비대칭과의 관련성 분석에서 정보비대칭은 정적인(static) 관점이 될 것이고 시장신호는 동적인(dynamic) 관점으로 이해 할 수 있다.

IFRS는 높은 품질의 회계기준으로 이러한 기준이 반영된 재무보고는 시장 신호의 발생기능(정보비대칭의 해소)의 역할을 충분히 해낼 것으로 확신하고 있다. 이를 뒷받침하는 연구들의 대부분은 IFRS 도입 이후에 도입전보다 정보비대칭이 감소하는 것을 확인시켜 주고 있다(Daske et al. 2008, Leuz and Verrecchia 2000, 김용식·조상민 2014, 신세나·최 관 2013).

IFRS의 특징인 연결재무제표, 공시수준의 향상, 자산·부채의 공정가치 중심의 평가, 그리고 원칙중심 회계기준 등은 회계정보의 질을 향상시키고, 비교가능성이 개선되어, 이에 정보비대칭이 감소하여 궁극적으로 기업가치를 높여 줄 것이다(Armstrong et al. 2010, Diamond and Verrecchia 1991, 김현아·서석홍 2013). 또한, IFRS의 도입은 이해관계자들 간에 기업에 대한 정보비대칭을 감소시켜, 이에 자본비용이 감소될 것이며(유용근·차승민 2014, 김용식·조상민 2014, Christensen et al. 2007, Covrig et al. 2007, Francis et al. 2004) 투자자들에게는 정보처리비용이 절감되어 궁극적으로 자본시장의 유동성을 증가 시킬 것이다(최 관 등 2013, Daske et al. 2008, Christensen et al. 2012). 따라서 IFRS의 도입은 그렇지 않은 기업보다 외국인 투자가 증가한 것으로 나타났다(Covrig et al. 2007, DeFond et al. 2011, Yu 2009, Gordon et al. 2012, Beneish et al. 2012).

Diamond and Verrecchia(1991)는 정보비대칭을 변화시키는 수단으로 공시(public disclosure)된 정보를 사용하여, 이들이 주식의 유동성 및 자본비용에 미치는 영향을 연구하였다. 연구결과, 정보비대칭을 줄여주는 공시된 정보가 주식의 유동성을 증가시켜 많은 투자자들로부터 수요 증가를 유인함으로써 기업의 자본비용을 줄일 수 있다고 주장하였다.

Leuz and Verrecchia(2000)는 IAS 또는 US-GAAP으로 전환한 독일기업들을 대상으로 전환에 따라 공시수준을 증가시킨 기업들이 기업의 자본비용의 구성요소인 정보비대칭을 낮출 수 있는지를 여부를 분석하였다. 전환기업에 대한 정보비대칭의 대용치로 bid-ask spread(매도매수 호가 차이)와 거래량(trading volume)을 사용하였고, 분석결과 공시수준이 낮게 나타난 G-GAAP(독일회계기준)을 적용한 기업보다 IAS 또는 US-GAAP으로 전환된 기업이 높은 수준의 공시를 보고함으로써 정보비대칭이 감소한다는 것을 증명하였다.

Daske et al.(2008)은 IFRS의 의무도입에 따른 경제적 효과를 연구하면서, 저자들은 의무도입한 26개국에 있어서 시장유동성, 자본비용⁶⁾, 그리고 Tobin's Q에 대해 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 대체적으로 IFRS 도입 기간에 시장유동성이 증가함을 발견하였고, 또한 기업의 자본비용이 감소하고 기업가치(equity valuations)가 증가함을 발견하였다. 그리고 자본시장의 이점은 IFRS를 채택하려는 유인(incentives)을 가지고 있거나, 법적 시행능력이 강력한 국가들에서만 나타난다는 것을 발견하였다.

Ashbaugh and Pincus(2001)는 1990년부터 1993년의 기간 동안 IAS를 도입한 미국을 제외한 13개 국가의 80개 기업을 대상으로 IAS의 도입이 재무분석가의 이익예측 정확성에 미치는지 여부를 연구하였다. 분석결과, IAS와 개별 국가 회계기준의 차이가 클수록 재무분석가의 예측정확성이 감소하고, 개별 국가 회계기준 대신 IAS를 도입한 후에 재무분석가의 예측정확성이 개선된다는 것을 확인하였고, IAS를 도입한 기업들은 재무분석의 예측오류 감소와 분명히 연관되어 있음을 발견하였다(김용식 2011).

Armstrong et al.(2010)은 유럽시장을 대상으로 주식거래량과 관련하여 3일 시장조정수익률(3-day market adjusted returns)을 이용하여 2002년 4월부터 2005년 11월 사이에 발생한 IFRS와 관련된 16가지 사건⁷⁾(event)에서 주식거래가 어떠한 영향을 받는지 분석하였다. 분석결과, IFRS 도입 이전인

6) Daske et al.(2008)의 연구에서 zero 수익률의 기간비용, 일별 주가변동금액 대비 거래량을 시장유동성 대용치로 사용하였고, 총거래비용, bid-ask spread, 자기자본비용을 자본비용 대용치로 사용하였다(김용식 2011).

7) IFRS와 관련된 사건이 발생한 날을 기준으로 정보비대칭 정도를 측정하였으며, 2005년부터 모든 EU국가의 상장기업이 의무적으로 IFRS를 도입하기로 결정한 2002년 3월 12일부터 시작하여 IASB가 새로운 공정가치 옵션으로 IAS39를 개정한 2005년 6월 16일까지의 16개의 사건을 의미한다.

2002년 4월부터 2004년 12월까지의 이벤트에서 측정된 정보비대칭보다 IFRS 도입 이후인 2005년 1월부터 2005년 11월 사이의 이벤트에서 측정된 정보비대칭이 유의하게 감소하는 것을 확인하였다(신세나·최 관 2013).

Muller III et al.(2011)은 특정 항목인 부동산자산에 초점을 맞추어 2005년 이후 EU국가들이 이전의 자국회계기준 대비 IFRS의 의무도입 이후에 정보비대칭에 변화가 있는지 여부를 분석하였다. 저자들은 정보비대칭의 대용치로 bid-ask spread(매도매수 호가차이)를 사용하였다. 분석결과, 도입 이전에 비하여 도입 이후에 정보비대칭이 상대적으로 감소하는 것으로 나타났다.

IFRS의 도입과는 별도로 정보 공시가 기업의 정보비대칭에 영향을 미치는지 여부를 분석한 연구를 살펴보면, Kim and Verrecchia(1994)는 bid-ask spread를 이용하여 기업에 관한 정보비대칭이 주식가격에 미치는 영향을 이론적으로 도출하였다. 저자들은 기업의 내부정보를 외부에 공개하는 순간이 내부정보를 알고 있는 이들이 초과이익을 얻을 수 있는 기회라는 점을 지적하였으며, 외부의 이해관계자들은 내부정보가 외부에 알려지는 시점에 자신이 부담해야할지 모르는 추가적인 손실을 보전하기 위하여 스프레드를 일시적으로 올린다는 점을 이론적으로 검증하였다. 이러한 스프레드를 감소시키기 위해서는 기업에 대한 내부정보를 줄이고 정보공개의 범위를 확대하여야 한다고 주장하였다(신세나·최 관 2013).

Welker(1995)는 실증분석을 통하여 기업에 대한 정보의 공개에 따라 정보비대칭과 시장유동성이 변화하는 것을 검증하였다. 분석결과, 재무분석가로부터 높은 정보공개점수를 부여받은 기업일수록 정보비대칭이 감소하는 것으로 나타나 정보공개를 많이 한 기업일수록 정보비대칭이 감소하는 것을 확인하였다. 또한, 추가분석을 통하여 해당기업을 담당하는 재무분석가가 많을수록 역선택의 가능성이 감소하여 정보비대칭이 감소할 가능성이 증가하는 것으로 나타났다.

한편, Bartov and Bodnar(1994)는 회계처리방법에 따라 정보비대칭에 변화가 있는지를 살펴보았다. 경영자가 더 많은 정보를 제공하는 회계처리를 선택할 경우 정보불균형이 감소하여 기업가치 또한 상승하지만, 경영자가 정보제공능력이 부족한 회계처리방법을 선택할 경우 정보불균형이 심화되어 기업

가치 또한 하락할 수 있음을 실증적으로 보임으로써 경영자의 회계처리방법의 선택이 이해관계자 사이의 정보비대칭 및 기업가치에 미치는 영향을 검증하였다(신세나·최 관 2013).

최근에 들어 K-IFRS의 도입에 따른 경제적 효과 등의 여부를 정보비대칭 관점에서 분석한 국내 연구들이 활발히 수행되고 있다.

국내 연구를 살펴보면, 김용식(2011)은 국내 상장법인 중 IFRS 도입기업 33개 기업과 미도입 기업 390개 기업을 대상으로 K-IFRS 조기도입 기업과 미도입 기업 간의 정보비대칭과 이익의 질에 차이가 있는지 여부를 분석하였다. 저자는 정보비대칭에 대한 대용치로 주식 거래량과 주식 거래금액을 사용하였고, 이익의 질에 대한 대용치로 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)에 따라 계산되는 재량적 발생액을 사용하였다. 분석결과, K-IFRS 조기도입 기업과 미도입 기업 간의 정보비대칭과 이익의 질에 유의한 차이를 발견하지 못하였다. 또한, K-IFRS 조기도입 기업의 도입 이전과 이후를 비교한 결과 역시 정보비대칭에 유의한 차이를 발견하지 못하였다. 그러나 K-IFRS 조기도입 기업의 도입 이후에 이익의 질이 유의적으로 개선된다는 것을 확인하였다. 이는 K-IFRS의 도입이 국내 자본시장에서 투자자들에게 긍정적인 반응을 보이며, 도입전 회계정보의 질적 수준이 낮거나 정보비대칭이 큰 기업의 경우 K-IFRS을 도입함으로써 자본시장에서 기업가치에 긍정적인 반응을 보여 준다는 전영순·정도진(2009)의 연구결과와 다른 결과를 보여 주고 있다.

김용식·조상민(2014)은 2009년과 2012년 사이에 증권거래소에 동일하게 상장된 유가증권 상장기업(KOSPI) 중 285개 기업을 대상으로 K-IFRS의 도입에 따른 재무보고의 경제적 효과를 분석하였다. 저자들은 정보비대칭의 대용치로 주가변동성, 자본비용의 대용치로는 자기자본비용과 타인자본비용, 그리고 기업가치의 대용치로 Tobin's Q⁸⁾를 사용하였다. 분석결과, K-IFRS 도입 이후에 자기자본비용과 타인자본비용이 감소한다는 것을 확인하였고, 궁극적으로 기업가치가 증가한다는 것을 확인하였다. 이는 도입 초기에 연구한 앞의 김용식(2011)의 연구결과와 상반된 결과를 보여주고 있다. 한편, 저자들은 높은 품질의 K-IFRS가 경영자에 대한 높은 수준의 공시를 요구하고 있기 때문

8) Q Ratio=Total Market Value of Firm/Total Asset Value(www.investopedia.com)

에 다양한 이해관계자들의 정보비대칭이 감소하고, 자본비용이 기업의 내재된 위험요소를 낮게 평가하는 요인으로 작용한다고 주장하였다.

김현아·서석홍(2013)은 K-IFRS의 도입과 관련하여 자발적 분·반기 연결재무제표 작성 기업의 특성과 정보비대칭에 대하여 분석하였다. 저자들은 분석대상을 2011년과 2012년 분·반기 연결재무제표 공시를 유예 받은 기업 중 자발적으로 분·반기 연결재무제표를 공시한 210개 기업을 대상으로 분석하였다. 분석결과, 분·반기보고서에 연결재무제표를 공시한 기업은 개별재무제표를 공시한 기업에 비해 부채비율과 해외수출비중이 더 적었으며, 외국인지분을 및 대주주지분율이 더 높았다. 또한, 대형감사법인에서 감사받을 가능성이 더 큰 것으로 나타났다. 자발적인 분·반기 연결재무제표의 공시는 주식의 거래량을 높임으로서 정보비대칭을 감소시키는 역할을 하고 있음을 실증적으로 밝혔으며, 이러한 정보비대칭의 감소는 2011년 분·반기 연결재무제표의 공시보다는 2012년 분·반기 연결재무제표 공시에서 비롯됨을 알 수 있었다.

신세나·최 관(2013)은 K-IFRS의 도입이 정보비대칭과 주가동조화에 미친 영향을 연구하였다. 저자들은 K-IFRS를 도입하기 전인 2006년부터 K-IFRS를 도입한 이후인 2012년까지 총 7년의 표본기간 동안 제조업을 영위하는 12월말 결산법인 6,515개 기업-연도수(정보비대칭 검정대상) 및 7,061개 기업-연도수(주가동조화 검정대상)를 대상으로 하였으며, 정보비대칭의 대용치로 Bessenbinder(2003)가 사용한 호가스프레드(spread) 및 유효스프레드를 이용하였고, 주가동조화⁹⁾의 대용치로는 RET(주식수익률)를 사용하였다. 분석결과, K-IFRS 도입 이전기간인 2006년부터 2010년에 비해 K-IFRS를 도입한 2011년부터 2012년까지의 정보비대칭 및 주가동조화가 감소하는 것으로 나타났다.

IFRS의 도입과는 별도로 정보 공시가 기업의 정보비대칭에 영향을 미치는지를 분석한 연구들을 살펴보면, 김지홍 등(2005)은 2002년 11월부터 시행된 공정공시제도를 통하여 기업의 정보공개 수준이 높아질 경우 정보비대칭이 감소되는지를 살펴보기 위하여 이익공시시점의 비정상수익률의 변동성과 비정상거래량의 변화를 분석하였다. 분석결과, 공정공시제도 시행 이후에 이익

9) 주가동조화(stock price synchronicity): 기업의 실질적인 가치가 변하지 않았음에도 불구하고 외부시장의 변동에 의하여 기업의 주가가 변동하게 되는 현상을 의미한다.

공시일에서 비정상수익률의 변동성 및 비정상거래량이 감소하였다. 저자들은 공정공시제도라는 기업공개 수준을 높이기 되는 제도의 시행으로 기업의 정보공개가 증가하였고 이를 통하여 비정상수익률 및 비정상거래량 등 정보 비대칭의 대응치가 감소한다고 주장하였다.

조중석·조문희(2006)는 2000년부터 공표되기 시작한 분기재무제표의 공시가 자본시장의 정보비대칭을 감소시킬 수 있는지 실증분석 하였다. 저자들은 정보비대칭의 대응치로 주식수익률 변동성과 연간주식거래회전율을 이용하여 측정하였으며, 분석결과 분기재무제표의 공시 이후에 주식수익률의 변동성은 감소하고 연간주식거래회전율은 증가하여 정보의 양이 증가할 경우 정보비대칭이 감소한다는 것을 확인하였다.

김동욱 등(2012)은 자본조달순위이론¹⁰⁾의 핵심 가정인 자본구조 결정요인으로서 정보비대칭 문제를 분석하였다. 저자들은 자본구조의 종속변수로 순부채발생비율과 레버리지(총자산 대비 부채비율)를 사용했고, 설명변수로 정보비대칭의 대응변수인 매도-매수호가 스프레드(bid-ask spread) 등을 사용하였다. 분석결과, 정보비대칭이 큰 기업일수록 부채에 의한 자본조달이 증가한다는 것을 확인하였다. 한편, 저자들은 한국기업의 경우 재무의사결정에서 자본조달순위이론이 성립하고, 자본조달순위이론의 핵심 가정인 정보비대칭 요인이 자본구조를 결정하는 주요 요인임을 주장하였다.

2.5 IFRS와 기업지배구조

좋은 지배구조를 갖춘 기업은 자본시장의 유동성 증가를 가져와 외국인 자본투자의 상승을 유도할 것이다. 기업지배구조란 넓은 의미로 내부자들에 의한 착취에 대응하여 외부 투자자들을 보호하는 조정장치이다(La Porta et al. 2000). 기업지배구조는 소유와 경영의 분리로 발생하는 대리인 문제(agency

10) 자본조달순위이론은 기업이 자본조달에 있어 정보비대칭에 의한 자본비용의 차이로 인해 자금조달의사결정에 일정한 순서가 있다는 이론이다. 이 이론에 따르면 기업은 자본조달에 있어 자본비용이 거의 없는 내부자금인 유보이익을 가장 먼저 사용하였고, 내부자금으로 소요자금을 충족하지 못한 경우에는 외부자금인 회사채나 주식을 발행하여 자금을 조달한다는 것이다. 외부자금의 조달에 있어서는 정보비대칭에 의한 자본비용이 적은 부채를 먼저 사용하고, 재무적 곤경비용이 커져서 부채에 의한 자본조달이 어려울 경우에만 주식발행을 통해 자본을 조달하게 된다는 것이다.

problem)를 해결하기 위한 이해당사자간의 균형과 견제 시스템이며, 기업의 미래 성장을 위한 투자 촉진을 유발하고 기업의 외부자금 조달을 원활히 할 수 있다는 이점을 가지고 있다. 따라서 기업지배구조 개선의 목적은 궁극적으로 기업경영의 효율성과 투명성 등을 제고하여 기업가치를 상승시키는데 있다고 할 수 있다(신범철·이의영 2014).

지배구조 개선이 경영성과를 제고시키면 경영성과가 좋은 기업은 좋은 지배구조를 유지할 것이다(신범철·이의영 2014). 우수한 지배구조를 갖는 기업의 주식이 거래비용이나 정보비대칭에 의한 차익거래 등이 적고, 유동성이 높은(Chung et al. 2010) 반면에, 지배구조가 열악한 기업의 경우, 특히 주주의 권리보호에 관한 규정이 열악한 기업의 경우, 해당 기업의 유동성이 낮아진다(Brockman and Chung 2003). 즉, 지배구조가 좋을수록 주가의 변동성, 가격스프레드, 회전을 등을 줄이는 효과가 있다(박경서 등 2003).

또한, 정보비대칭성을 줄여주는 지배구조 항목이 우수한 기업일수록 거래회전율이 감소하는 것으로 나타났다(이관영 2011). 건전한 기업지배구조는 자본시장 참여자들에게 역선택 가능성을 감소시켜 투자자들의 정보처리 비용과 기업의 자본비용을 경감시킬 수 있다(곽영민·장지경 2010).

외국인 투자자는 기업공시가 잘 되어있고, 투자자 보호정책이 잘 갖추어진 기업에 투자함으로써 정보비대칭의 한계를 극복하고자 한다(La Porta et al. 1999). 이와 같이 유동성, 공시의 투명성 등이 기업지배구조와 높은 상관관계를 갖는다면 외국인 투자자의 투자 행태가 기업지배구조에 의하여 설명될 수 있다(이관영 2011). 지배구조의 우수성은 외국인 투자자들에게 긍정적인 영향을 끼쳤으며(고대영 등 2012, 이관영 2011), 기업이 투자자 보호 및 공시수준이 낮고, 지배구조에 문제가 있는 경우 외국인 투자가 제한된다(Leuz et al. 2009).

한편, Gompers et al.(2003)은 지배구조 점수를 개발하여 주주의 권리가 보호되는 기업일수록 기업가치와 주가 수익률이 높다는 것을 입증하였다(이관영 2011). 또한, 지배구조 지수와 투명성 지수가 높을수록 기업가치가 높게 나타났다(Durnev and Kim 2005, 오훈석·최국현 2011).

Dahlquist et al.(2001)은 기업지배구조와 home-bias에 대해 분석하였다.

저자들은 1997년도 기간에 51개 국가를 대상으로 대주주가 지배하는 기업들에게서 일부 유통되고 있는 유통주식을 백타오차수정모형으로 분석하였다. 분석결과, 대부분 투자자 보호가 약한 국가의 기업들은 대주주들이 재배하기 때문에 이러한 기업들에서는 포트폴리오 투자자들이 자유롭게 거래하거나 소유하는 것은 일부분에 지나지 않는다. 따라서 지배구조와 포트폴리오 투자자들 간에는 밀접한 관계가 있음을 제시하였다. 또한, 저자들은 이러한 구조를 가진 대부분의 국가의 기업들에서는 home-bias 현상이 나타나며, 미국의 투자자들은 이러한 기업들에게 비중을 두지 않는다는 것을 제시하였다.

Leuz et al.(2009)은 투자자가 해외투자를 적게 하는 것이 왜 기업지배구조와 관련이 있는지를 분석하였다. 저자들은 Faccio and Lang(2002) 등이 사용했던 자료와 worldscope(전세계)자료들 중에서 유럽국가들과 일본 등 29개 국가들로부터 4,411개 기업들을 표본으로 하였고, 해외투자의 대용치로 미국 투자자들의 상기 기업의 유통주식 중 소유 비율을 측정하여 분석하였다. 분석결과, 외국인들은 지배구조가 열악한 기업들에게 현저히 적게 투자한다는 것을 발견하였다. 여기서 열악한 기업들이란 외부 투자자의 착취를 도모하기 위한 소유지분 구조를 가진 기업들을 예를 들었다. 또한, 이러한 결과는 개별 국가의 정보 규정과 법적제도와 직접적으로 관련된 것으로 나타났다. 따라서 저자들은 이러한 결과로 인해 외국인 투자자들이 직면하는 정보 문제가 중요한 역할을 하고, 또한 외국인 투자는 더 많은 이익조정에 관여하는 기업에 더 적게 투자한다는 것을 제시하였다.

Core et al.(2006)은 부실한 지배구조로 인해 주식수익률이 낮아지는지 여부를 분석하였다. 1990년대 기간 동안 IRRC의 지배구조 지표자료와 CRSP의 주가자료 등을 이용해 9,917기업/년수를 표본으로, 그리고 초과수익률의 대용치로 조정 ROA(총자본이익률)를 측정하여 회귀 분석하였다. 저자들은 만약 부실 지배구조와 낮은 주식수익률간의 반응에 인과관계가 있다면, 이러한 인과관계에 의해 시장은 부정적으로 받아들이 것이라고 예측하였다. 분석결과, 주주의 권리가 약한 기업들의 경영성치가 뚜렷이 낮게 나타남을 발견하였다. 그러나 예측과는 다르게 부실 지배구조와 주식수익률간에 인과관계가 있다는 가설은 지지되지 않는 것으로 확인하였다. 이는 지배구조와 주식수익률의 상

호작용이 없어진 것은 많은 시장 참여자들의 지배구조에 대한 주의력이 증가한 것과 관련이 있다는 Bebchuk et al.(2013)의 연구결과와 일치한다.

Chung et al.(2010)은 기업지배구조와 주식시장의 유동성간에 관련 여부를 분석하였다. 분석결과, 좋은 지배구조를 가진 기업들은 가격 스프레드, 주가의 변동성, 정보를 기반으로 한 거래를 줄이고, 높은 질의 시장지표를 가지게 된다는 것을 발견하였다. 저자들은 이러한 결과 기업들은 정보비대칭을 완화시키는 지배구조 기준을 채택함으로써 정보에 기반을 둔 거래를 줄이고, 주식시장의 유동성을 개선시킬 수 있다고 주장하였다. 이와 관련하여 Brockman and Chung(2003)은 투자자 보호와 기업 유동성간에 관련성 여부를 살펴보았는데, 분석결과 기업의 유동성은 투자자 보호에 의거 뚜렷이 영향을 받는다는 것을 증명하였다. 이는 시장 유동성은 전통적으로 주식 규제와 강도가 높고, 정부정책과 규제를 실행하는데 있어 그 실적이 우수한 국가들에서 더욱 강해진다고 주장한 Christensen et al.(2008)의 의견과 일치한다.

DeFond et al.(2003, 2007)은 기업지배구조가 주주들의 소유의 권리를 보호할 강력한 법적시행제도의 능력을 갖추는 때 비로소 좋은 기업지배구조를 가지게 된다고 주장하였다. 이와 관련하여, Porta et al.(1999)은 소액주주들의 보호가 잘되어 있는 기업일수록 기업의 가치가 더 높아진다는 것을 발견하였다.

한편, 지배구조가 우수할수록 기업의 신뢰성, 회계투명성, 그리고 기업가치가 높은 것으로 나타났다(Zang et al. 2004, Choi et al. 2004, 등). Xie et al.(2003)과 Lara et al.(2005)은 지배구조가 양호한 기업은 경영자 감시활동이 효율적으로 이루어지고 있는 것으로 보고, 그 결과 재량적 발생액이 낮거나 보수적 회계처리를 한다고 주장하였다(고대영 등 2012).

Verriest et al.(2009)은 2005년 1월1일부터 2006년 6월30일의 기간 동안 The MSCI Pan Euro Index에 속하는 15개국 223개 기업들을 대상으로, IFRS 도입에 따른 기업지배구조가 재무보고의 질 및 투명성과 관련이 있는지 여부를 살펴보았다. 저자들은 종속변수로 RESTATEMENT(자본의 장부가치, 영업활동, 현금흐름, 순이익, 총수익 또는 매출액 등)를 측정치로 사용하였고, 독립변수인 기업지배구조의 대용치로 이사회기능, 이사회 독립성, 그리고

감사기구의 질과 효능성을 측정치로 사용하였다. 분석결과, 강한 기업지배구조 메커니즘을 갖춘 기업들은 IFRS 도입 즉시 더 높은 재무보고의 질에 참여한다는 것을 발견하였다. 즉, 강한 지배구조를 갖춘 기업들은 이사회를 통해 경영자의 의사결정을 효율적으로 감시함으로써 경영자로 하여금 높은 질의 재무정보를 촉진시킨다. 더 나아가 독립성이 강한 이사회, 더 많은 활동적인 이사회, 그리고 특히 더욱 효과적인 감사기구를 가진 기업들이 IFRS가 그들의 재무제표에 미치는 영향과 관련하여 실제로 더 많은 정보를 공시한다는 것을 알 수 있었다. 그리고 강한 지배구조를 가진 기업들은 IFRS가 요구하는 공시기준보다 더 많이 광범위하게 공시한다는 것을 발견하였다. 또한, 약한 지배구조를 가진 기업들이 기회주의적인 방법으로 IFRS 도입을 이용하려는데 반해, 강한 지배구조를 가진 기업들은 보수적인 방법으로 시의적절하게 IFRS 도입을 탄력적으로 이용한다는 것을 제시하였다.

Cormier(2013)는 2009년부터 2011년의 기간 동안 184개 캐나다 기업들을 대상으로 IFRS 도입에 따른 기업지배구조가 경영자와 투자자들 간의 정보비대칭 및 이익의 가치관련성 역할을 변화시키는지 여부를 분석하였다. 저자는 종속변수로 PRICE(주식거래금 및 거래량)를 사용했고, 독립변수로는 지배구조의 대용치인 지배구조점수(이사회구성, 주주권리, 공시 등) 및 EPS(Earnings Per Share) 등을 사용하여 회귀분석 하였다. 분석결과, 첫째, 기업 지배구조는 bid-ask-spread(매도매수 호가차이) 및 예측분산으로 측정할 경우 자본시장에서 정보비대칭의 감소와 관련성이 있음을 제시하였고, 둘째, IFRS 도입에 따라 기업지배구조가 정보비대칭에 미치는 영향을 감소시킨다. 셋째, 이익의 가치관련성은 좋은 지배구조를 가진 기업들에서만 나타났다. 마지막으로 C-GAAP(캐나다 회계기준)에서 IFRS로의 전환은 좋은 지배구조를 갖춘 기업들에서만 이익의 가치관련성을 높인다. 저자는 주식시장 참여자들에게 IFRS 도입의 영향을 평가할 때 기업지배구조를 고려하는 것이 중요하다고 강조하였다. 이는 투자자들은 지배구조가 좋은 기업을 선호하게 된다는 선행연구결과와 일관성이 있다(이관영 2011, 고대영 등 2012, 변혜영·황이석 2007, Chung et al. 2010, 등).

국내 연구를 살펴보면, 곽영민·장지경(2010)은 2000년부터 2007년까지 국

내 유가증권 상장기업(12월말 결산법인) 3,928개 기업/년수 자료를 표본으로, 기업지배구조가 보고이익의 정보력에 영향을 미치는지 여부를 분석하였다. 저자들은 검증변수인 독립변수로는 사외이사사회제도(사외이사 선임비율)와 감사위원회제도(독립성 등)를, 종속변수로는 보고이익의 정보력에 관한 대용치로 이익반응계수(ERC)인 CAR(시장조정 초과수익률)를 고려하여 회귀분석 하였다. 분석결과, 지배구조가 건전하게 설계되고 운영되어질 때 보고이익의 정보력이 향상됨을 제시하였다. 저자들은 이러한 결과는 자본시장에서 투자자들에게 역선택 가능성을 감소시켜, 궁극적으로 외부 투자자들의 정보처리비용과 기업의 자본비용을 경감시킬 수 있다고 주장하였다. 이는 기업지배구조에 대한 보고이익의 질과 경영성과가 기업가치와 유의한 관련성이 있음을 제시한 문상혁 등(2006)과 감사위원회 등 기업지배구조 요소가 회계이익의 품질과 미래의 경영성과와 긍정적인 관련성이 있다는 김병호(2013)의 분석결과 및 경영성과가 좋은 기업이 좋은 지배구조를 유지한다는 신범철·이의영(2014)의 주장과 일관성이 있다.

이관영(2011)은 기업지배구조가 주식시장에 영향을 미치는지 여부를 분석하였다. 저자는 한국기업지배구조원(CGS)이 개발하여 공표한 2008년도의 지배구조 점수 대상기업 706개 기업과 2009년도의 690개 기업을 표본으로 하였고, 변동성, 거래회전율, 기관투자자순매수를 종속변수로 측정하여 회귀분석 하였다. 분석결과, 기업지배구조가 주가변동성을 감소시키는 유의한 결과를 제시하였고, 정보의 비대칭성을 줄여주는 지배구조 항목이 우수한 기업일수록 거래회전율도 감소하는 것으로 나타났다. 즉, 독립적인 이사회와 투명한 공시 및 성실한 감사기구는 정보비대칭 문제를 해소하여 거래회전율을 감소시키는 것으로 나타났다. 또한, 외국인 투자자의 지분율은 경기의 변동에 상관없이 우수한 지배구조를 보유한 기업에 대하여 높게 나타났으나, 경기변동에 있을 경우 국내기관투자자보다 빠르게 반응함을 제시하였다. 이는 지배구조가 좋을수록 주가의 변동성, 가격스프레드, 회전율 등을 줄이는 효과가 있고, 허수주문이나 데이트레이딩 등의 주문비중도 감소한다는 박경서 등(2003)의 연구결과와 일관성이 있다. 또한, 지배구조의 우수성은 외국인지분율에 유의한 양(+)의 영향을 끼쳤다는 고대영 등(2012)의 연구결과와 건전한 기업 지배구조

는 주가동조화 현상을 감소시키고, 주주의 권리보호가 잘 갖춰진 건전한 지배구조는 주식의 유동성에 중요한 역할을 한다는 변혜영·황이석(2007)의 연구결과와 일치한다. 일반적으로 부실한 기업 지배구조는 외부 투자자들에게 낮은 정확성과 낮은 적시성의 정보를 제공한다.

한편, 오덕교 등(2013)은 2011년도 말 유가증권 상장기업(KOSPI) 710개 기업을 대상으로 한국기업지배구조원(CGS)이 제공한 지배구조 평가 점수를 이용하여 기업지배구조 실태를 분석하였다. 분석결과, 대기업이 중소기업 및 중견기업보다 지배구조 대항목인 이사회, 공시, 감사기구 측면에서 상대적으로 우수하고, 중견기업은 중소기업보다 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분에서 보다 우수한 것으로 나타났다.

고대영 등(2012)은 2006년부터 2010년까지 유가증권 상장법인 1,832개 기업을 표본으로 지배구조의 우수성과 외국인지분율 간의 관계를 분석하였다. 저자들은 종속변수를 외부투자자의 선호도로 외국인 투자자의 지분율로 측정하였으며, 지배구조 변수의 대용치로 감사위원회와 이사회를 독립변수로 사용하여 분석한 결과, 감사위원회의 설치유무, 감사위원회 독립성, 이사회 독립성은 외국인지분율과 유의한 양(+)의 상관계수를 나타냈다. 따라서 지배구조의 우수성은 외국인지분율에 유의한 양(+)의 영향을 끼쳤음을 확인하였다.

또한, 전규안 등(2004)과 김병호(2006)는 사외이사비율과 전문성이 높을수록 이익조정이 감소하는 것을 확인하였고, 최현돌·윤재원(2006)은 기업지배구조 수준이 높을수록 보수주의가 증가하여 기업지배구조가 회계정보의 투명성을 증가시키는 역할을 한다고 주장하였다. 다음 <표 2-3>과 같이 준정부기관인 한국지배구조원(CGS: Corporate Governance Service)이 2003년부터 상장기업을 대상으로 주주 권리보호 및 행사 편의성, 이사회구성 및 운영, 공시, 감사기구, 경영과실배분에 관하여 이들을 평가하여 기업지배구조 점수를 산정·공표함으로써 상장기업의 지배구조 개선을 촉진시키는데 큰 역할을 하고 있다. 그리고 기업지배구조 평가점수에 따라 8등급(최우량, 우량⁺, 우량, 양호⁺, 양호, 보통, 취약, 매우취약)으로 분류하여, 매년 유가증권 상장기업 및 코스닥 기업에 대한 지배구조 등급 부여 현황을 홈페이지를 통해 공표함으로써 기업

들이 자신들의 지배구조에 대한 강·약점을 파악하여 개선을 할 수 있도록 유도하고, 또한 자본시장 참여자들에게 투자 자료로 활용할 수 있도록 지원하고 있다. 한편, CGS가 제정한 기업지배구조 모범규준 전문¹¹⁾에서 본 모범규준은 미래지향적인 관점에서 우리 기업의 투명성과 효율성을 제고함으로써 기업가치를 극대화함을 목적으로 하고 있다. 이는 K-IFRS 도입 목적과 같은 맥락으로 볼 수 있어, IFRS의 도입과 기업지배구조의 질과 연관지어 함께 살펴보는 것도 흥미로운 연구가 될 것이다. 한편, WEF(세계경제포럼)의 글로벌 경쟁력 보고서에서는 자본시장의 기업평가 항목으로 기업도덕성(ethical behavior firms), 회계투명성(strength of auditing and reporting standards), 기업이사회기능(efficacy of corporate boards), 소액주주권익보호(protection of minor shareholders' interests), 투자자보호(strength of investor protection)를 두고 있어, 평가 항목에 우리와 다르게 기업도덕성이 포함되어 있지만 CGS의 평가 기준과 거의 동일함을 알 수 있다.

최근 우리나라 재벌기업의 총수들이 횡령, 배임 등의 혐의로 무더기로 법의 심판을 받고 있듯이, 우리나라 기업지배구조의 수준은 아직까지 선진국 수준에는 미치지 못하는 것으로 평가된다. 따라서 우리나라 주식의 저평가 현상(Korea Discount)의 상당한 부분은 바로 국내기업의 지배구조에 대한 외국인 투자자의 부정적 시각이 반영된 결과로 볼 수 있다(박경서 등 2003).

이상과 같이 기업의 비재무적 요인인 지배구조는 재무적 보고의 수치와 함께 투자자들에게 매우 중요한 투자평가 요인으로 인식되어지고 있다. 지배구조가 부실한 경우 외국인 투자가 제한되고, 이로 인해 기업의 유동성이 낮아진다. 반면에, 지배구조가 우수한 기업은 유동성이 높기 때문에 외국인 투자가 증가하는 것으로 나타났다. 한편, Korea Discount의 원인중 제일 크게 작용하는 것이 지배구조인 만큼, 최근 지속가능경영¹²⁾의 일환으로 지배구조의

11) 글로벌화된 자본시장에서 모범적인 기업지배구조는 투자결정에 매우 중요한 요소이다. 우리 기업이 장기자금을 안정적으로 조달하기 위해서는 신뢰할 수 있고, 국제적으로 통용될 수 있는 지배구조를 갖추어야 한다고, 모범규준의 제정 배경을 설명하고 있다.

12) 21세기, 세계적으로 이슈가 되고 있는 단어는 단연 '지속가능경영'이다. 지속가능경영은 '지속가능한 발전'에서 발전된 개념으로, 지속가능한 발전은 1987년 세계환경개발위원회에서 발간한 우리의 미래(Our Common Future)에서 미래 세대가 그들의 필요를 충족시킬 능력을 저해하지 않으면서 현재 세대의 필요를 충족시키는 발전으로 정의하고 있다. 즉, 기업이 장기적으로 지속가능한 성장을 이루도록 하는 것이 지속가능경영이다(www.cgs.or.kr).

중요성이 어느 때 보다 크게 부각되고 있다.

<표 2-3> 기업지배구조평가 영역별 구성 및 주요 평가문항

대분류	중분류	주요 평가문항
주주권리보호	주주권리의 보호 및 행사편의성	-기업지배구조현장 및 임직원 윤리규정 도입 -집중투표제, 서면투표제 및 전자투표제 도입 -적대적 M&A 관련 원칙적 방어수단 도입 -소수주주권 행사현황 -정기주주총회 개최 전 관련정보 사전제공
	소유구조	-최대주주 및 특수관계인의 지분을 합계 -등기임원의 지분을 합계 -계열회사의 지분을 합계
	특수관계인과의 거래	-최대주주 및 특수관계인과의 거래실적 -계열회사와의 거래실적
이사회	이사회 구성	-이사회의 사외이사 구성현황 -대표이사와 이사회회장 분리여부 -사외이사후보추진위원회, 보상위원회의 설치 및 구성 현황
	이사회 운영, 평가 및 보상	-이사회 및 이사회 내 위원회의 활동내역 및 평가결과 -사외이사의 활동내용 및 평가결과 -등기임원에 대한 주식성과급 부여
공시	공시일반	-기업설명회(IR) 실적 및 사전예고 여부 -자진(자율)·정정·조회·장마감이후 공시 등 공시실적 -영업손익 등 사업실적 및 예측정보 관련사항 -사외이사의 겸직 및 겸업내역
	홈페이지 공시	-이사회 및 이사회 내 위원회 관련사항 -영업보고서 및 수시공시사항 -기업지배구조 모범기준과의 차이 및 평가등급 -개별 등기임원 보수현황
감사기구	감사기구 일반	-감사기구의 형태 -감사기구의 업무지원을 위한 독립된 감사부서 존재 -감사위원회의 설치, 구성 및 운영현황 -외부감사인의 비 감사용역현황 -내부신고자 보호규정 및 관련사와의 거래투명성 관리 시스템 마련
경영과실배분	경영과실배분 일반	-배당수익률 현황 및 최근 3년간 배당성향 -중간 또는 분기배당 실시여부

<출처 : 한국기업지배구조원 홈페이지 <http://www.cgs.or.kr>>

2.6 원칙중심의 회계원칙

마야흐로 경제는 국제화를 넘어 세계화로 치닫고 있다. 따라서 재화 및 용역의 거래 형태도 복잡·다양해지고 있다. 예측 가능한 모든 경제활동에 대해 세부적인 규칙을 제시하는 것 자체가 불가능하다. 규칙의 자구해석에 지나치게 집중할 경우 오히려 규제회피가 쉬워질 수 있다. 이에 따라 회계처리의 적정성을 판단할 수 있는 원칙과 근거만 제시하는 것이 원칙중심 회계기준이 의도하는 목적이다.

IFRS의 특징인 원칙중심 회계기준은 회계처리의 다양성을 존중하는데 이는 투자자들에게 기업에 대한 정보를 더 많이 준다는데 목적을 두기 때문이며, 이는 궁극적으로 정보비대칭을 감소시켜 주는 역할을 한다. 따라서 IFRS는 법률, 규정, 정책 등의 영향을 고려한 법적 형식에 따른 회계처리를 적용하지 않고 오로지 실무적 적용과 해석에서 높은 수준의 판단으로 거래의 경제적 실질에 따라 회계 처리하도록 규정하고 있는 것이다.¹³⁾

회계처리의 다양성과 회계처리의 대체안은 서로 다른 개념이다. 다시 말해 회계처리의 다양성은 기업과 관련된 이해관계자들을 위한 적극적인 회계정보인데 반해, 회계처리의 자의적인 대체안은 기업의 경영자 측면의 기회주의적이며, Risk가 내재된 소극적인 회계정보로서 정보의 마찰을 야기할 뿐이다. 원칙중심의 회계기준(principle-based standards)은 회계처리 대체안을 규제하면서 한편으로 회계처리의 다양성을 존중하고 있다. 전자의 경우 경영자의 기회주의적인 회계처리 재량권이 제한됨에 따라 회계의 질이 증가 하는 반면에, 오히려 이러한 제한은 경제적 상태와 성과를 더 잘 반영하고자 하는 최상의 회계 측정치 보고의 능력을 떨어뜨릴 수 있다. 따라서 기준자체와는 달리 새로운 회계기준에서 회사들이 회계의 질을 높이려는 개선의 의지를 막을 수 있다는 우려가 있다. 후자의 경우 회사에 더 큰 이익조정 기회를 제공함으로써 회계의 질을 떨어뜨릴 수도 있다(Barth et al. 2008).

Barth et al.(2008)과 Ding et al.(2007) 등은 원칙중심의 회계기준은 회계처리의 대체안을 규제하고, 기업의 경제적 상태와 성과를 더 잘 반영시킬 수

13) 이장규 등, 전제서, pp.60.

있는 다양성(flexibility)의 회계처리 방법을 요구함으로써, 만일 경영자의 기회주의적인 재량권(이익조정 등)이 제한된다면 회계의 질이 증가할 것이라고 주장하였다.

또한, 원칙중심의 회계원칙은 회계처리의 다양성을 존중함으로써 경제적 실질을 반영하여 투자자에게 더 많은 유용한 정보를 제공하는 것이 근본적인 취지이기 때문에 경제적 실질을 반영하기 위해서는 자산·부채의 공정가치 중심의 평가, 그리고 연결재무제표 작성과 공시량의 증가는 필수적인 규정이라 할 수 있다. 예를 들어 상환우선주를 부채로 표시하도록(K-IFRS기준서 제1032호)한 것이나 특수목적회사(SPC)의 보유지분이 없어도 실질지배력이 있다면 종속회사로 연결재무제표로 처리 하도록 한 규정(K-IFRS기준서 제1112호) 등에서 경제적 실질이 반영되고 있음을 보여 주고 있다(<표 2-4>참조). 이는 최근 기업들이 sale중심에서 마케팅(marketing)¹⁴⁾전략 위주로 경영활동을 혁신하고 있듯이, 글로벌 회계의 흐름이 기업 또는 감독당국 중심에서 투자자 중심으로 바뀐다는 것을 암시해 주고 있다.

Covey(2005)는 인류 문명의 시대를 ①수렵·채취 ②농경 ③산업 ④정보·지식 노동자 ⑤지혜에 의한 5가지 시대로 구분하면서, 앞으로 21세기의 초기가 지나면 정보·지식 노동자의 시대에서 지혜의 시대로 옮겨 갈 것이라고 설명하고 있다. ‘지혜의 시대’란 자연의 법칙에 따라 자기 자신을 관리해야하는 시대로 정의하고 있다. 즉, 정보·지식 노동자 시대에는 인간이 기술이었다면, 지혜의 시대의 기술은 자연의 법칙에 따르는 것이다. 실질(substance)은 실상(real state)과 같은 의미로서 자연 그 자체를 말한다. 즉, 실질은 ‘자연의 법칙’이라 할 수 있다(김형수 2010).

IFRS의 특징인 원칙중심의 회계기준이란 회계처리의 다양성을 존중하면서 높은 수준의 판단으로 실질에 따라 회계처리하도록 규정하고 있는 것인데, 여기서 다양성은 실상(real state)을 의미하고, 높은 수준의 판단은 자기 자신의 관리, 그리고 실질은 자연의 법칙을 의미한다고 볼 수 있다. 따라서 원칙중심의 회계원칙은 앞으로 다가올 지혜의 시대에 대비한 회계기준에 내재하는 조

14) Drucker(1973): 경영이론자로 유명한 피터드러커(Peter Drucker)는 “마케팅이란 제품과 서비스를 고객에 맞추어 제공함으로써 저절로 팔리도록 하는 것이다.”라고 정의하고 있다.

리(logic)일 뿐이다. 따라서 회계기준에 이에 대하여 명문화 한 것은 창설적 규정이 아니라 선언적·확인적 규정에 지나지 않는다고 할 것이다.

일부 국내외 연구들에서 원칙중심 회계원칙이 오히려 회계의 질을 떨어뜨릴 가능성이 있다고 주장하고 있으나, 이는 내부회계 관리제도 등을 강화시킴으로써 이러한 우려를 충분히 완화시킬 수 있으므로 본 연구자는 원칙중심의 회계원칙은 매우 바람직한 기준이라고 생각한다.

독일의 법철학자 게오르그 엘리네크가 ‘법은 도덕의 최소한’이라고 말한 것처럼 규정은 경제적 실질에 대해서도 최소한이 되어야 한다는 논리적 귀결에 이른다고 말할 수 있다. 따라서 기업들은 K-IFRS의 도입에 따라 지혜로운 회계처리에 의한 재무보고가 자신들의 기업가치를 향상시켜 IFRS의 목적인 전 세계 자본시장 요구에 부응할 것이라고 기대한다.

<표 2-4> 원칙중심 회계기준과 규칙중심 회계기준 비교

구 분	K-GAAP	K-IFRS
법률 및 정책적 목적에 따른 기준	·법률 및 정책적 목적에 따라 현실을 고려하여 일부 항목에 대해 특정한 회계처리를 규제 또는 허용 ·상환우선주 자본처리	·거래의 실질에 맞는 회계처리방법을 규정 ·상환우선주 부채처리
재무제표 표시	·대차대조표, 손익계산서 등 재무제표 표시방법 정형화	·선택가능한 대안을 제시하며 표시 방법의 다양성 인정

2.7 IFRS와 외국인 투자

만약, IFRS의 도입으로 기업과 회계정보이용자 사이의 정보비대칭이 감소하여 자본비용 및 정보처리비용이 낮아진다면 IFRS 도입기업에 대한 외국인 투자는 증가할 것이다.

Covrig et al.(2007)은 IAS의 자발적인 도입이 외국인 자본을 유치하는 능력을 강화시켰는지 여부를 분석하였다. 연구대상기업은 1999년부터 2002년까지 미국과 캐나다를 제외한 29개 국가의 24,592 firm-year(IFRS채택 1,315

firm-year포함)를 표본으로, 이들의 자본에 포함된 25,000개 이상의 뮤추얼펀드(mutual funds)에서 외국인지분율을 측정하여 외국인 투자 증가 여부를 분석하였다. 분석결과, 뮤추얼펀드 소유지분이 IAS를 적용한 기업에서 평균적으로 45% 더 높게 나타났고, 자국회계기준에서 IAS로 전환함에 따라 매년 35%씩 증가한다는 것을 발견하였다. 이는 IAS의 채택이 외국인 소유지분을 증가시킨다는 것과 일치한다. 또한, 저자들은 IAS를 채택한 기업들의 증가된 공시가 외국인 뮤추얼펀드의 더 많은 대량 투자를 도와준다는 것을 제시하였다. 한편, 저자들은 IAS의 채택이 외국인 투자자들간의 home-bias를 줄여, 궁극적으로 자본시장에서 자본배분의 효율성을 개선시킨다고 주장하였다.

DeFond et al.(2011)은 비교가능성의 역할과 관련하여 IFRS의 의무도입이 외국인 뮤추얼펀드투자에 미치는 영향을 분석하였다. 분석대상은 2005년도에 IFRS를 의무도입한 EU(European Union) 14개국의 2003~2007년 기간 동안 5,460 firm-years를 표본으로, 도입 전 2003-2004년과 도입 후 2006-2007년의 외국인 뮤추얼펀드 소유지분의 변화를 종속변수로, 시행신뢰성의 강도, 회계기준 통일성의 증가를 독립변수로 하여 회귀분석 하였다. 저자들은 IFRS에 대한 시행의 신뢰성이 있을 때 비교가능성을 개선시킬 것이라고 예측하였다. 시행의 신뢰성의 대용치로 Leuz et al.(2003)의 이익의 질 측정치를 사용하였으며, 또한 비교가능성에 영향을 미치는 요인으로 회계기준 통일성의 증가의 크기로 보았다. 그리고 통일성의 증가를 IFRS 도입에 따라 동종 산업에 종사하는 기업들이 동일한 회계기준을 얼마나 많이 사용하는지를 측정했다. 따라서 저자들은 강력한 시행의 신뢰성과 높은 통일성이 비교가능성을 개선할 것이라고 예측하였고, 이렇게 회계정보의 비교가능성이 개선된다면 외국인 투자비중은 증가할 것으로 예측했다. 분석결과, 예측한 바와 같이 IFRS의 의무도입은 회계기준의 통일성이 높고, IFRS 시행의 신뢰성이 강력한 국가의 기업들에게 외국인 뮤추얼펀드 투자가 더욱 많아졌음을 발견하였다. 이는 IFRS의 채택이 외국인 뮤추얼펀드 소유지분을 증가시킨다는 Yu(2009)의 주장과 일치한다.

Beneish et al.(2012)은 IFRS의 의무도입에 따른 재무보고가 자기자본(주식) 시장 대 부채시장에 미치는 영향을 연구하였다. 저자들은 연구대상 국가로,

외국인 주식투자 분석은 47개 국가(IFRS채택 23개 국가, 비채택 24개 국가)를, 그리고 외국인 채권투자 분석은 33개 국가(채택 21개 국가, 비채택 12개 국가)를 대상으로 분석하였다. 연구대상 기간은 IFRS의 도입 이전 2003년부터 2004년까지와 도입 이후 2006년부터 2007년까지의 기간을 분석대상 기간으로 설정하였다. 비록 대상국가의 수는 적지만, 이들 47개 국가들은 전 세계 외국인 주식투자의 82%를 차지하고, 33개의 표본국가들이 전 세계 외국인 채권투자에서 차지하는 비율은 거의 94%에 이른다. 또한, 분석대상 국가의 특징으로 표본채택국가의 대부분이 EU국가들(23개 국가중 17개)로 설정되어 있음을 보여 주고 있다. 저자들은 연구모형에 있어, 외국인 주식 및 채권 투자비율을 종속변수로 하였고, 독립(통제)변수로는 국가성장의 변화(GDP-GROWTH), 국가통화수요 및 이자율수준 변화(CURR-EXCH), 국가부채(PUBLIC DEBT), 그리고 국가의 고정효과(COUNTRY FIXED EFFECTS)를 사용하여 회귀분석 하였다. 연구결과, IFRS의 채택이 외국인 주식투자보다 외국인 채권투자에 더 큰 영향을 미친다는 사실을 발견하였다. 이는 IFRS의 채택이 자기자본시장보다 부채시장에서 영향이 더 크다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 채권투자자가 재무제표(financial statement)정보의 중요한 소비자라는 개념과도 일치한다. 또한, 개별기업에 대한 IFRS의 도입이 미치는 영향에 대해 연구한 결과와 일관되게 지배구조의 질이 높은 국가일수록 외국인 주식투자가 증가한다는 사실을 발견하였다. 반면에, 외국인 채권투자의 증가는 지배구조의 질에 의존하지 않는다는 사실을 발견하였다. 그리고 외국인 주식투자 증가는 주로 미국에서 기인하는 반면, 외국인 채권투자 증가는 미국, 그리고 다른 비채택 국가로부터 기인한다는 사실을 발견하였다. 저자들은 외국인 채권투자 증가의 공급원이 다른 채택 국가보다는 다른 비채택 국가로부터 기인한다는 증거를 통해 IFRS채택의 이점은 비교가능성 증가보다는 개선된 재무보고의 질을 반영할 가능성이 높을 것이라고 주장하였다. 이는 앞서 IFRS의 도입으로 회계정보의 비교가능성이 개선됨으로써 외국인 투자비중은 증가한다는 DeFond et al.(2011)의 주장과는 다른 의견을 제시하고 있다.

Gordon et al.(2012)은 1996년부터 2009년까지 124개 국가들로부터 1,343

개의 관측치를 표본으로, 그리고 외국인 직접투자의 자연대수를 종속변수로 하여 OLS(최소자승법)회귀분석 모형으로 IFRS의 도입이 외국인 투자에 영향을 미치는지 여부를 살펴보았다. 저자들은 관측치를 선진국과 개발도상국가로 구분하여 분석하였는데, 선진국의 관측치 240개 중 IFRS의 채택은 72개이며, 개발도상국가의 관측치 1,103개 중 IFRS의 채택은 195개이며, 나머지는 IFRS의 비채택 관측치이다. 저자들은 IFRS의 도입은 회계의 질을 향상시켜 재무보고의 투명성이 높아지고, 재무분석가의 수가 증가되어 현금유동성 예측이 높아지고, 기업의 자본비용과 정보처리비용이 감소되어 기업과 이해관계자간의 정보비대칭의 감소를 가져와 이러한 결과로 해외직접투자의 유입이 증가할 것으로 예측했다. 분석결과, 전반적으로 IFRS의 도입은 외국인 투자 유입의 증가를 이끌어 내는 것으로 나타났다. 그리고 IFRS의 도입에 따른 외국인 투자 유입의 증가는 선진국보다는 개발도상국에서 기인한다는 것을 제시하였다. 또한, 저자들은 개발도상국가들의 IFRS 도입의 잠재적인 주요 동기는 세계은행으로부터 자금조달의 도움을 얻기 위한 욕구 때문이라고 주장하였다.

Louis and Urcan(2013)은 EU 24개 국가들에 속해 있는 상장기업 2,044개와 분석대상 기간을 1990년부터 2010년까지의 기간으로 설정하여, IFRS의 의무도입이 해외(cross-border)투자 유치를 증가시켰는지 여부를 분석하였다. 분석결과, IFRS의 의무도입이 FDI(foreign direct investments)를 크게 증가시켰음을 제시하였고, 특히 IFRS의 경제적 효과는 국가제도, 그리고 시행강제력 구현의 강도에 따라 다르게 나타나며, 안정적인 규제를 구현할 정부의 능력이 높은 국가일수록 외국인 투자 흐름은 증가할 것이라고 주장하였다. 이는 US funds가 회계기준의 강제시행력과 주주권리 보호 및 법률적 장치를 갖춘 국가의 상장기업에 더 많이 투자한다고 제시한 Aggarwal et al.(2005)의 의견과 일치한다.

Chen et al.(2010)은 2000년부터 2005년 사이에 OECD 30개 국가를 대상으로 IFRS와 외국인 투자에 대해 분석하였다. 통제변수로는 GDP, 그리고 위험성, 법적·제도적, 회계시스템의 상태 등을 사용해 분석한 결과 IFRS의 도입은 외국인 투자자들에게 정보처리비용을 줄여 주어 외국인 투자를 증가시키며, 또한 도입전과 비교해 회계기준 차이가 큰 국가들에서 정보처리비용 감소

의 효과가 더 크다는 것을 발견하였다. 이는 IFRS의 도입은 국가간 정보비용을 줄여 줌으로써 국제적인 재화의 거래와 투자를 촉진시키며, 그 결과 외국인 투자 유입과 재화의 거래로 도입 기업에 이익을 제공한다는 Ramos(2008)의 주장과 일치한다.

Hamberg et al.(2013)는 IFRS의 도입이 스웨덴 회사들의 외국인 투자에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한 바, IFRS를 도입한 국가들로부터 외국인 투자가 증가되었고, 특히 EU로부터의 외국인 투자가 증가되었음을 확인하였다. 그리고 IFRS의 도입이 외국인 지분율을 증가시키는 것은 개선된 회계의 질 보다는 기업들에 대한 비교가능성 향상에 기인한다고 주장하였다. 이는 Beneish et al.(2012)의 주장과는 다른 의견을 제시하고 있다. 또한, Amiram(2012)은 IFRS를 도입한 국가들에서 외국인 주식투자가 증가하는 것을 발견하였으며, 특히 이러한 관계는 역시 IFRS를 도입한 다른나라의 외국인 투자자들에 의거 촉진된다고 제시하였다.

Brüggenmann et al.(2009)은 31개국의 4,869개 기업의 표본을 이용하여 IFRS의 도입이 외국기관의 투자를 유도할 뿐만 아니라 외국개인의 투자도 유도한다는 것을 확인하였다(이지신 등 2013). 이는 IFRS의 도입이 외국기관의 투자를 유도한다는 Florou and Pope(2012)의 연구결과와 일치한다. 또한, 외국인 소유지분의 특징은 일반적으로 외국인 뮤추얼펀드 또는 다른 기관투자자들에 의해 주도적으로 이루어진다고 증명한 Dahlquist and Robertsson(2001)의 연구결과와 일치한다.

Kang and Stulz(1997)는 1975년부터 1991년까지 기간 동안 일본 내 기업들에 대한 외국인 주식소유 자료를 사용하여 포트폴리오 투자에 있어 home-bias의 결정요인에 대해 살펴보았다. 분석결과, 외국인 투자자들은 제조업을 영위하는 기업, 기업규모가 큰 기업, 경영성파가 좋은 기업, 정보비대칭이 낮은 기업, 부채비율이 낮은 기업, 그리고 기업규모가 작더라도 수출이 많은 기업에 대해 더 많은 투자를 한다는 것을 확인하였다. 이는 외국인 투자자는 기업규모가 크고, 현금유동성이 큰 기업을 선호한다는 Dahlquist and Robertsson(2001)의 주장과 일관성이 있다.

국내 연구를 살펴보면, 이지신 등(2013)은 2011년도 유가증권 상장법인

(KOSPI) 548개 기업을 대상으로 K-IFRS의 도입 이후 외국인 투자자의 국내 투자에 영향을 미치는 기업특성 요인이 변경되는지 여부를 분석하였다. 투자요인의 변경여부의 측정치로 투자금액과 지분율을 사용하였으며, 수준(level)과 변화(change)값을 모두 사용하여 분석하였다. 수준값을 이용한 분석결과, 기업규모가 클수록, 주가수익률이 높을수록, 배당이 많을수록, 회계품질이 높을수록, 재무분석가의 수가 많을수록 외국인 투자가 증가하고, 부채비율이 높을수록, 회계보수성이 낮을수록 외국인 투자가 감소한다는 것을 확인하였다. 이는 재무분석가의 수가 많고, 이익예측오차 및 채량적 발생액이 낮은 기업에서 외국인 지분율이 높음을 발견한 안운영 등(2005)의 분석결과와 외국인 투자자는 질적으로 우수한 회계이익을 선호한다는 전영순(2003)의 연구결과와 일치한다. 그리고 변화값을 이용한 분석결과 기업규모가 증가할수록, 부채비율이 감소할수록 외국인 투자가 증가하고, 수익성이 감소할수록 외국인 투자가 증가하는 것은, 외국인 투자자들이 현재의 이익보다는 미래 예상이익에 더 큰 비중을 두고 투자한다는 것을 제시하였다. 이는 외국인 투자자들은 기업규모가 크고 안정성이 높은 기업과 기업가치 창출능력이 우수한 기업을 선호한다는 유영중(2010)의 주장과 일치하고, 외국인 투자자의 경우, 기업규모가 크고 수익성이 높으며 PER가 낮은 기업을 선호한다는 김철중(1995)의 연구결과와 일관성이 있다.

문현주(2013)는 국가간의 재무제표를 비교할 수 있는 능력의 한계점과 정보의 불균형 등이 투자자들에게 해외투자를 방해하는 요인인데, IFRS의 채택으로 인해 비교가능성의 증가와 정보처리비용 등이 감소하게 되어 결국은 외국인 투자의 증가를 가져오게 된다고 주장하였다. 저자는 K-IFRS을 도입한 2011년도의 유가증권 상장기업을 대상으로 자본시장의 실제효과와 기업의 실적배분 관점에서 분석하였다. 분석대상기간은 2004년부터 2012년까지이며, 측정변수로 외국인 투자비율, 자본비용, 그리고 주가변동성을 사용했고, 아울러 배당수익률과 배당성향도 살펴보았다. 분석결과, K-IFRS의 도입전 보다 도입연도에 외국인의 투자비율, 자본비용 등이 개선되지 않음을 제시하였다. 반면에, 외국인 지분율이 5%이내의 기업의 경우 도입 이후 외국인 투자비율이 증가하였음을 제시하였다. 이는 소유 집중도가 큰 기업에서 외국인 투자자

가 기업의 차입비용을 크게 감소시킨다는 김충환(2013)의 분석결과와 일관성이 있다. 또한, 외국인 투자자들의 증가에 따른 지분상승으로 인해 이익배분도 증가함을 제시하였다. 이는 외국인 지분율이 높을수록 배당성향도 높은 것으로 나타나 일반적으로 외국인 투자자의 존재는 배당을 증가시키는 요인으로 나타난다는 박경서·이은정(2006)의 주장과 외국인 투자자의 비중이 기업의 배당율과 양(+)의 상관관계에 있음을 증명한 설원식·김수정(2005)의 연구결과와 일치한다. 또한, 외국인 투자자는 기업규모가 커서 성숙하고 정보접근이 용이하고, 거래규모가 너무 많지 않고, 자기자본수익률이 높아 수익성이 좋고, 주가수익률이 낮아 저평가 되어 있고, 배당성향이 높은 기업을 선호한다는 강형우·김기홍(2008)의 주장과 일치한다.

2.7.1 외국인 투자자의 특성

1992년 자본시장 개방 이후 외국인 투자자 및 국내 기관 투자가는 우리나라 자본시장에서 중요한 비중을 차지하고 있다(전영순 2003). 투자자들은 일반적으로 정보의 탐색 또는 정보처리에 치중하는 경향이 있다(Ricciardi 2008). 이는 정보비대칭이 낮은 기업을 외국인 투자자가 선호함을 의미한다(안윤영 등 2005).

전문투자자들을 대변하는 외국인 투자자는 개인투자자와는 달리 정보수집 능력과 정보의 분석·해석 능력이 월등히 뛰어나 기업의 정보 공시 등에 즉각 반응할 수 있는 역량을 지니고 있으므로, 경영자로 하여금 투명한 회계의 총괄적 관리(management of accounting amounts)를 요구함으로써 신뢰성 있는 양질의 회계정보 제공을 유도하는 등, 적극적인 기업경영 감시자(monitoring) 역할을 수행하는 효과적인 외부감시주체임이 밝혀지고 있다(안윤영 등 2005, Chung et al. 2004, 김충환 2013). 이는 외국인 투자자는 질적으로 우수한 회계이익을 선호하는 것으로 나타나, 외국인의 경우 투자기업에 대해 기업경영의 감시자로서의 역할을 담당하여 회계이익의 질적 향상을 유도한다는 전영순(2003)의 주장과 일치한다.

외국인 투자자들이 그들에게 익숙하거나 잘 알려진 자국 기업의 주식을 선

호하게 되는(Haim and Jeske 2003, 안윤영 등 2005) 자국편의현상¹⁵⁾(home-bias phenomenon)에 쏠리는 것은 그들이 타국시장에서 현지 투자자에 비해 정보열위에 놓이게 되므로 정보비대칭 문제에 직면하기 때문이다(Kang and Stulz 1997, Lewis 1999, Coval and Moskowitz 1999, Lin and Shiu 2003, Hamberg et al. 2013). 즉, 투자자들이 해외투자를 꺼리는 가장 주요한 요인은 해외기업에 관한 정보 취득과 처리비용 등이 높기 때문이다(문현주 2013).

또한, 외국인 투자자의 투자행태가 기업지배구조에 의하여 설명될 수 있는데(이관영 2011), 지배구조가 우수한 기업은 외국인 투자자들에게 긍정적인 영향을 끼쳤으며(고대영 등 2012, 이관영 2011), 기업이 투자자 보호 및 공시수준이 낮고 지배구조에 문제가 있는 경우 외국인 투자가 제한된다(Leuz et al. 2009). 외국인 지분율이 높을수록 기업지배구조가 개선되는 것으로 나타났다(박경서·이은정 2006).

외국인 투자자는 배당성향이 높은 기업을 선호하는데(강형우·김기홍 2008), 외국인 지분율이 높을수록 배당성향이 높은 것으로 나타나 일반적으로 외국인 투자자의 존재는 배당을 증가시키는 요인으로 나타났다(박경서·이은정 2006, 문현주 2013, 설원식·김수정 2005). 반면에, 수익성과 성장성이 좋은 기업의 경우 외국인 지분율의 증가는 오히려 배당을 줄이고 투자를 촉진하는 성향을 보이고 있어 외국인 투자자가 기업의 자원배분의 효율성을 증가시키는 역할을 수행한다(박경서·이은정 2006).

김동순·김병선(2000)은 외국인 투자자 및 국내 기관투자가 모두 기업의 수익성을 중요한 투자지표로 사용하고 있으며, 재무건전성이 높고 주가변동성이 낮은 기업을 선호함을 제시 하였고, 또한 이들 전문투자자들은 장기투자 성향을 나타내며 수출비중이 높고 성장잠재력이 높은 기업을 선호하는 것으로 나타났다. 이는 외국인 투자자는 주당순이익과 성장성을 중시한다고 보고한 이돈혁(1995)의 주장과 일관성이 있다.

그리고 외국인 투자자들은 제조업을 영위하거나, 규모가 큰 기업, 그리고 경영성과가 좋거나, 정보비대칭이 낮은 기업, 또한 부채 비율이 낮거나, 규모

15) 외국인 투자자들의 포트폴리오 대부분이 자국 중심으로 이루어지고 있는 현상을 나타내는 것으로 이는 자본시장의 세계화에 역행하는 비효율적인 투자 행태이다.

가 작더라도 수출이 많은 기업에 대해 더 많은 투자를 한다(Kang and Stulz 1997). 이는 외국인 투자자의 경우 기업규모가 크고 수익성이 높으며, 현금유동성이 크고, 배당성향이 높고, PER가 낮은 기업을 선호한다고 제시한 Dahlquist and Robertsson(2001)과 김철중(1995), 강형우·김기홍(2008) 및 유영중(2010), 이지신 등(2013)의 연구결과와 일관성이 있다. 즉, 공통적으로 외국인 투자자들이 선호하는 기업의 특징은, 위험, 부채비율, 그리고 비체계적 위험이 낮고, 기업규모, 초과수익률, 배당수익률, 재무건전성, 감사투입시간, 감사보수 등이 높은 것으로 나타났다(김정권·박효진 2005, 김동순·김병선 2000, 김동순·엄승섭 2008, 안윤영 등 2005, 백미경·문상혁 2010).

외국인 투자자의 또 다른 특징으로, 외국인 투자자는 지정학적 리스크의 변동(남북관계의 변화 등)에 유의미한 반응을 보이지 않았지만, 한국경상수지 및 미국 이자율과 주가지수에 대해 긍정적으로 반응했다(김치욱 2011). 이는 외국인 투자자들이 지정학적 리스크와는 관계없이 거시적인 경제적 또는 재무적 변화에 민감하다는 것을 암시해 주고 있다.

2.7.2 IFRS와 외국인 투자 증가

K-IFRS의 특징을 살펴보면, 첫째, 원칙중심의 회계원칙은 경제적 실질에 의한 회계처리의 다양성을 존중함으로써 투자자들에게 더 많은 유용한 정보를 제공할 것이며, 둘째, 연결재무제표 작성은 지배기업(모기업)에 대한 경제적 실질을 반영해 줌으로써 투자자들에게 더 많은 정보를 제공함으로써 주식의 유동성을 증가시켜 정보비대칭을 감소시키는 역할(김현아·서석홍 2013, 황인태 1995, 최연식 등 2012)뿐만 아니라 이익조정 억제효과(위준복 2007) 등으로 증분적 가치관련성을 갖게 한다(박홍조·지현미 2010, 한종수·박선영 2013, 김영욱 등 2014, 이성엽 등 2013, 기현희 등 2013). 이는 회계수치가 주가와 유의하게 관련이 있으면 가치관련성이 있는 것으로 보는 Beaver (1968)의 주장과 일치한다. 셋째, 자산·부채의 공정가치 중심의 평가는 경제적 실질을 반영함으로써 순자산의 가치관련성이 증가한다(Hung and Subramanyam 2007). 이는 자본시장의 투자자들에게 기업의 재무상태 및 내

재가치에 대한 의미 있는 투자정보를 제공할 것이다. 그리고 회계의 질적 특성 중 하나인 목적 적합한 정보를 제공함으로써(송인만·노형식 2011) 또한 투자자들에게 긍정적인 반응을 보여준다(송기홍 등 2011). 넷째, 공시량의 증가는 경제적 실질의 반영에 따라 공시량의 증가 및 공시수준이 높게 나타나는 것은 불가피한 현상으로, 이는 정보비대칭을 감소시킬 수 있으며(Diamond and Verrecchia 1991, Kim and Verrecchia 1994, Leuz and Verrecchia 2000), 이에 시장유동성이 증가되어 자본비용의 감소를 유도하여 궁극적으로 기업의 가치를 증가시킨다(Daske et al. 2008, Botosan 2006, Francis et al. 2004, Clinch and Verrecchia 2011)(<그림 3>참고).

이와 같이 IFRS의 특징이 반영된 재무보고는 기존의 K-GAAP 보다는 더욱 개선된 모습으로 자본시장에 등장하게 될 것이다. 이렇게 개선된 재무보고는 정보비대칭 감소를 이끌어 내어 자본시장의 유동성을 증가시킬 것이다. 다시 말해 재무보고의 개선으로 더 많은 유용한 정보를 제공하는 기업은 외국인 투자자들의 투자 수요를 자극하게 할 것이다.

따라서 IFRS의 도입은 이해관계자들 간에 기업에 대한 정보비대칭을 감소시켜(Leuz and Verrecchia 2000, Ashbaugh and Pincus 2001, Daske et al. 2008, Cuijpers and Buijink 2005, 김현아·서석홍 2013, 최연식 등 2012), 이에 자본비용이 감소될 것이며(유용근·차승민 2014, 김용식·조상민 2014, Christensen et al. 2007, Covrig et al. 2007, Francis et al. 2004, Li 2010), 투자자들에게는 정보처리 비용이 절감되어 궁극적으로 자본시장의 유동성을 증가시킬 것이다(최 관 등 2013, Daske et al. 2008, Christensen et al. 2012). 이는 기업이 공시의 수준이나 정확성을 높여서 투자자 간에 정보비대칭을 줄이고 시장유동성을 높이하고자 한다는 Diamond and Verrecchia(1991)의 주장과 일치한다.

또한, 많은 나라가 공통된 회계원칙을 사용하기 때문에 외국인 투자자들이 국가간에 정보처리비용을 절약할 수 있고 신뢰성과 비교가능성을 증가시켜 자본을 효율적으로 배분하는데 도움을 준다(Covrig et al. 2007, DeFond et al. 2011). 그리고 local 회계기준에 비해 IFRS에 의해 생산된 재무정보의 품질이 더 높다는 믿음은 자본의 유동성을 증가시켜 자본시장을 더 효율적으로

만들 것이다(최 관 등 2013).

이와 일관되게 Yip and Young(2012)은 IFRS 도입 이전보다 이후에 회계정보의 질이 향상되어 회계정보의 비교가능성이 높아졌다고 보았고, 궁극적으로 재무보고의 비교가능성의 증가는 해외 투자자로 하여금 정보취득 비용의 감소를 가져와 외국인 투자의 증가를 이끌어 낼 것이라고 Kang and Stulz(1997)는 주장하고 있다. 이는 IFRS의 주된 목적이 비교가능성과 총체적인 재무보고의 질을 개선하는 것이라고 주장한 Louis and Urcan(2013)의 의견과 일치한다.

문현주(2013)는 국가 간의 재무제표를 비교할 수 있는 능력의 한계와 정보 불균형 등으로, 주로 home-bias에 의존했던 투자자들이 국제회계기준의 채택으로 인해 국가 간 비교가능성의 증가와 정보처리비용 등이 감소하게 되어 궁극적으로 home-bias 감소 등을 유도하여 국가 간의 해외투자의 증가를 가져오게 될 것이라고 주장하였다. 이는 IFRS의 채택 국가에서 미국 투자자들의 home-bias가 감소한다는 것을 발견한 Khurana and Michas(2011)의 연구결과와 일치한다.

그 동안 많은 연구들은 IFRS 채택으로 재무보고의 질이 개선되고, 이로 인해 국가 간 비교가능성의 증가와 자본비용의 감소 등을 이끌어 내어(Cascino and Gassen 2012, Kim et al. 2013, Yip and Young 2012, Horton et al. 2013) 외국인 투자와 뮤추얼 펀드의 증가를 가져왔음을 제시하였다(Beneish et al. 2012, Florou and Pope 2012, Covrig et al. 2007, Brüggemann et al. 2009, Yu 2009, Hamberg et al. 2013, DeFond et al. 2011, Gordon et al. 2012, Louis and Urcan 2013, Chen et al. 2010, Ramos 2008, Amiram 2012, Khurana and Michas 2011, 문현주 2013).

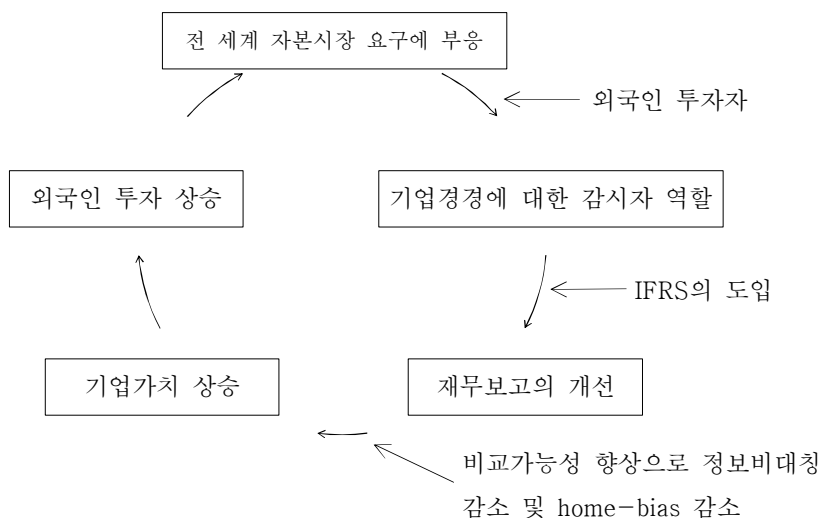
한편, IFRS의 도입에 따른 외국인 투자증가는 자기자본시장뿐만 아니라 부채시장에서도 그 영향이 미치는 것으로 나타나고 있다. Ball et al.(2008)은 재무보고가 자기자본시장과 부채시장에 의해 조절이 되는지 여부를 분석하였다. 저자들은 1992년부터 2003년까지 22개 국가들로부터 78,949기업/년수를 표본으로 분석하였고, 부채시장과 주식시장의 수요에 대한 대응치로 개별국가의 부채시장과 주식시장의 규모로 측정하였다. 저자들은 부채시장이 높은 수

준의 적시성과 보수주의 등의 회계처리를 요구하는 것은 부채계약이 보고된 수치를 이용하기 때문이며, 반면에 주식시장은 보고된 수치뿐만 아니라 혼합된 전체적인 정보를 지배하기 때문에 주식시장보다는 부채시장이 재무보고에 근본적으로 영향을 미친다고 예측하였다. 분석결과, 예측한 바와 같이 주식시장이 아닌 부채시장이 재무보고에 근본적으로 영향을 미친다는 것을 확인하였다. 이는 재무보고의 특성이 주식시장보다는 부채시장에 더 큰 영향을 미친다는 것을 암시해 주고 있다.

Moerman(2008)은 높은 질의 재무보고가 부채계약과 관련된 정보비용을 줄이고, 부채시장의 효율성을 증가시킨다고 주장하였고, Florou and Kosi(2009)는 IFRS의 의무도입 기업들은 도입후 사채(private debt)를 쓰는 것 보다 더 많이 채권(bonds)을 발행할 것이라는 것을 발견하였다. 그리고 Beneish et al.(2012)은 IFRS의 도입이 외국인 주식투자보다 외국인 채권투자에 더 큰 영향을 미친다는 사실을 발견하였다.

이상과 같이 IFRS의 도입에 따른 외국인 투자는 자본시장에서 매우 긍정적으로 반응하고 있음을 보여 주었고, 특히 외국인 투자는 주식시장뿐만 아니라 부채시장에서 더 큰 반응을 보여줌으로써 앞으로 자본시장의 흐름에 시사하는 바가 크다 할 것이다.

<그림 3> 외국인 투자 효과의 Feed-back



2.7.3 자본시장과 IFRS

자본시장은 넓은 의미에서 금융시장의 일부로서 주식, 채권, 파생상품 등을 매매대상으로 하는 시장인데, 그 경제적 기능을 보면 장기성투자자금의 조달, 효율적 자금배분, 저축수단의 제공(투자자 측면) 등의 기능을 가진다(허 화·박 중해 2010). 주식시장과 부채시장은 투자시장의 양대산맥이라 볼 수 있는데, 이는 이들이 상호작용하는 투자시장이기 때문이다. 즉, 주식시장이 흔들리는 시기에는 투자시장의 자금흐름이 부채시장으로 대거 이동하게 된다(모웅순 2010).

양철원(2013)은 한국의 채권과 주식시장의 유동성의 상호관계를 VAR (Vector Auto-Regression)분석을 통하여 분석하였다. 저자는 2006년 3월부터 2012년 6월까지 총 6년 4개월(330주) 동안의 채권과 주식시장의 유동성을 살펴보면, 두 시장의 유동성 변수, 변동성, 수익률변수, 그리고 유동성 변수로는 Amihud(2002)의 비유동성 측정치를 사용하였다. 분석결과, 채권과 주식시장의 수익률은 반대 방향으로 움직이며, 주식시장의 유동성 충격에 대해 채권시장 유동성 증가한다는 것을 제시하였다. 저자는 이러한 결과는 주식시장에 부정적인 충격이 있을 때 시장의 자금흐름이 주식과 같은 위험자산에서 채권과 같은 안전자산으로 이동하는 안전자산 선호(flight-to-quality)현상과 일치한다고 주장하였다.

Christensen et al.(2009)은 IFRS 전환에 따른 순이익 조정금액에 대한 주가반응을 살펴보았다. 저자들은 137개의 영국기업들을 대상으로 IFRS 도입 직전 연도인 2004년을 분석기간으로 하여 분석을 하면서 선행연구들과는 달리 주가반응을 계약이론(contracting theory)과 연결시켰다. 즉, IFRS 도입으로 인한 순이익 조정 정도가 부채계약 위반에 영향을 줄수록 주가반응이 긍정적으로 나타날 것이라고 예측하였다. 부채계약 위반정도를 측정하는 대용치로 기업규모, 이자보상율, 그리고 자산환원기간(asset maturity)을 사용했다. 따라서 기업규모가 작을수록, 이자보상율이 낮을수록, 자산환원기간이 길수록 부채계약을 위반할 가능성이 높다고 보았다. 물론 IFRS 전환에 따른 조정금액에 대한 주가반응은 부채계약 위반가능성이 높을수록 커질 것으로 보았다. 연

구결과, 예측과 같이 기업규모가 작을수록, 이자보상율이 낮을수록, 그리고 자산환원기간이 길수록 주가반응이 더욱 컸다. 즉, 투자자들은 부채시장의 위험성으로 채권투자보다는 주식투자에 매력을 느낀다는 것을 의미한다. 이는 채권과 주식시장의 유동성은 높은 상관관계를 지니고 있으며, 주식시장의 유동성 충격에 대해 채권시장 유동성이 증가한다는 양철원(2013)의 연구결과와 일치한다.

Horton et al.(2013)은 IFRS의 의무도입이 정보환경을 개선하는지 여부를 분석하였다. 저자들은 2001년부터 2007년까지 I/B/E/S(Institutional Brokers' Estimate System) 데이터베이스에 포함된 8,124개 기업을(이중 IFRS채택 2,870개 기업)을 표본으로 하였고, 정보환경의 개선 여부를 재무분석가의 예측오류로 측정하여 분석하였다. 분석결과, 예측오류 크기의 감소는 local GAAP과 IFRS의 뚜렷한 차이와 관련이 있으며, 이에 따라 IFRS의 의무도입은 도입후, 도입한 기업들에 대한 예측오류가 감소한다는 것을 발견하였다. 또한, 저자들은 IFRS의 의무도입은 기업들로 하여금 궁극적으로 정보의 질과 회계의 비교가능성을 갖추게 함으로써 자본시장에서 정보중개의 질을 개선시켰다고 주장하였다.

Armstrong et al.(2010)은 IFRS의 채택 이전에 정보의 질이 낮은 기업의 경우 채택 이후 주식시장의 긍정적인 반응이 높아 졌으며, 채택 이전에 정보비대칭이 높은 경우 투자자들은 IFRS의 채택으로부터 순수한 정보의 질 혜택을 기대한다고 주장하였다.

국내 연구를 살펴보면, 이유식·홍정화(2013)는 K-IFRS를 조기 도입한 기업이 의무도입 이전에 자본시장의 반응이 긍정적인지 여부와 의무도입 이후 조기도입 기업과 의무도입 기업간의 자본시장의 반응에 차이를 보이는지 여부를 분석하였다. 연구대상은 2009년부터 2011년까지 유가증권 상장기업(코스닥 포함)중 K-IFRS를 조기 도입한 65개 기업의 3,742개 기업/년수를 표본으로 선정하였다. 저자들은 자본시장 반응의 대용치로 이익반응계수와 회계이익의 가치관련성으로 분석하면서, 또다시 이익반응계수를 누적초과수익률(CAR)로 측정하였고, 회계이익의 가치관련성은 Ohlson(1995)모형을 사용하여, 3월 말 보통주 시장가치를 종속변수로, 그리고 주당순자산(BPS)과 주당순이익

(EPS)을 독립변수로 하여 회귀분석 하였다. 분석결과, 조기 도입한 기업이 미 도입한 기업에 비하여 자본시장에서 긍정적으로 높게 평가됨을 제시하였다. 또한, 조기 도입한 기업과 의무 도입한 기업간에는 자본시장의 반응에서 차이가 없음을 제시하였다. 저자들은 이러한 결과는 K-IFRS의 의무도입이 긍정적으로 평가됨으로써 의무도입 이후에도 조기도입의 효과가 계속하여 지속되기 때문이라고 주장하였다.

전영순·정도진(2009)은 유가증권 상장기업을 대상으로 IFRS의 도입이 최초로 공론화된 2005년 4월 20일부터 확정·발표된 2007년 3월 15일까지 IFRS의 도입 가능성이 증가하는 6개의 사건과 도입 가능성이 감소하는 2개의 사건에 대한 주가반응을 분석하여 IFRS의 도입이 자본시장에 긍정적인 영향을 미치는지를 살펴보았다. 저자들은 자본시장의 반응으로, 주가반응의 대용치인 시장수익률 조정 초과수익률로 측정하였다. 분석결과, IFRS의 도입은 국내 자본시장에서 기업가치에 긍정적인 사건으로 받아들인다는 것을 확인하였다. 또한, 회계정보의 질적 수준이 낮거나 정보비대칭이 높은 기업에 대하여 IFRS의 의무적용은 자본시장에서 기업가치에 긍정적인 사건으로 평가된다고 주장하였다.

또한, 기업규모가 커질수록 이해관계자와 외부감시기능이 증가하며, 기업 내부적으로도 기업규모가 클수록 높은 질적 수준의 회계정보를 제공할 수 있는 재무보고시스템을 갖추게 된다. 따라서 기업규모(SIZE)가 큰 기업일수록 국제회계기준이 도입되기 이전에 질적 수준이 높은 회계정보를 제공할 가능성이 높다. 투자자 입장에서는 국제회계기준을 의무적용하기 이전에 이미 질적 수준이 높은 회계정보를 제공하는 기업에 대해서는 국제회계기준의 도입으로 인한 효익은 크지 않은 반면, 새로운 기준의 도입을 위한 재무보고시스템의 개발 등 추가적인 비용을 부담하게 되므로 이들 기업에 대한 국제회계기준의 의무적용은 부정적일 수 있다. 따라서 SIZE는 국제회계기준의 도입가능성이 지연되는 사건에 대해서는 양의 계수를 보일 것으로 예상하였다. 분석결과, 예측한 바와 같이 국제회계기준의 도입가능성이 지연되는 부정적인 사건에 대하여 회계정보 질적 수준의 대용치인 기업규모가 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이는 기업규모가 큰 기업은 국제회계기준 도입 이전에 이미 질

적 수준이 높은 재무제표를 제공하기 때문에 국제회계기준의 도입지연이 자본시장 투자자들에게 오히려 긍정적인 사건으로 평가됨을 제시하였다. 이는 대기업보다 오히려 중소기업에서 지배구조 효과가 크게 나타나고 있음을 제시한 신범철·이의영(2014)의 연구결과와 일관성이 있다.

김옥순·이기동(2013)은 K-IFRS 도입 이후 연결재무제표에 대한 시장 반응의 변화를 분석하여, 연결재무제표가 주된 재무제표로서의 역할을 수행하고 있는지 여부를 분석하였다. 연구대상은 2011년부터 2012년까지 2년간 국내 상장기업(12월말 법인) 1,007개 기업을 표본으로 선정하였고, 연결재무제표의 역할에 대한 대용치를 가치관련성으로 분석하면서, 가치관련성은 Ohlson(1995)의 가치평가 모형에 따른 주가수준과 Easton and Harris(1991)의 주식수익률 모형을 사용해 분석하였다. 분석결과, 별도재무제표와 연결재무제표의 설명력이 유사하게 나타났다. 저자들은 이러한 결과는 과거 K-GAAP하에서의 개별재무제표와 유사하게 별도재무제표가 시장에서 여전히 중요하게 인식되고 있기 때문이라고 주장하였다. 반면에, 연결순이익과 별도순이익의 차이를 비기대이익으로 하여 시장반응을 측정한 결과에서는 연결순이익이 시장에서 유용한 정보를 제공하는 것으로 나타났으며, K-IFRS 도입기간이 지나갈수록 더 유의하고 설명력이 높아지는 것으로 나타났다. 저자들은 K-IFRS 도입기간이 경과할수록 시장에서 연결재무제표에 대한 회계정보의 가치관련성 및 유용성이 높아질 것이라고 주장하였다.

이와 같이 IFRS의 도입이 자본시장에서 긍정적으로 평가되고 있음(이유식·홍정화 2013, 전영순·정도진 2009, 김옥순·이기동 2013, Armstrong et al. 2010, Horton et al. 2013, Christensen et al. 2012)을 알 수 있다. 한편, Ball et al.(2008)은 주식시장 보다는 부채시장이 회사의 재무보고에 중요한 영향을 미친다고 주장하였고, Florou and Kosi(2009), Moerman(2008), 및 Beneish et al.(2012) 등은 IFRS의 도입이 주식투자보다 채권투자에 더 큰 영향을 미친다고 주장하였다. 이는 주식시장이 재무비율에 대해 상당히 더디게 반응한다는 Lev and Thiagarajan(1993) 및 Abarbanell and Bushee(1997, 1998)의 주장 및 부채시장이 재무비율에 대해 빠르게 반응한다는 Ball et al.(2008)의 주장과 일관성이 있다. 또한, IFRS의 채택 기업들은 그렇지 않은

기업들보다 금융기관으로부터 대출받기가 용이해진다(Kim et al. 2007). 이는 IFRS의 채택이 개별 기업에 대해 또 다른 이점(profit)을 제공하는 역할을 수행한다. 따라서 IFRS의 도입에 따른 자본시장의 반응은 자기자본시장뿐만 아니라 부채시장에서도 그 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

2.7.4 외국인의 투자 현황

본 연구는 K-IFRS의 도입에 따른 자기자본시장의 잠재적인 실제효과를 외국인 투자자 관점에서 살펴보았다. 우선 국내의 외국인 투자현황을 <표 2-5> 과 <표 2-6>에서 제시하였다.

<표 2-5> 유가증권 상장기업(KOSPI)에 대한 외국인 주식투자 현황
(단위: 명, 십억원, 천주, %)

연도		2009	2010	2011	2012	2013
항목						
외국인 투자자 수		27,984	31,060	33,630	35,682	37,611
투자자 형태별	개인	8,117	8,933	9,327	9,619	9,904(26.3)
	기관	19,867	22,127	24,303	26,063	27,707(73.7)
보유 주식	시가	289,279 (32.6)	375,463 (32.9)	341,943 (32.8)	400,582 (34.7)	417,462 (35.2)
	수량	5,227,200	5,416,240	5,491,330	5,545,605	5,586,730
시가	직접투 자	18,913	24,282	23,102	20,942	22,056
	포트폴 리오	270,367	351,181	318,841	379,640	395,406
	투자					

자료: 금융감독원

주1) () 내는 상장주식 시가총액 대비 외국인 투자자 비중(%)

<표 2-5>은 국내 유가증권 상장기업(KOSPI)을 대상으로 외국인 주식투자 현황을 제시하고 있다. 외국인 투자자 수는 K-IFRS의 도입 전후하여 지속적으로 증가추세를 보이고 있다. 투자자 형태별로 보면, 개인보다는 기관이 투

자자 수의 증가폭이 더 크다는 것을 보이고 있다. 외국인 투자금액과 투자비중을 보면, K-IFRS의 도입 연도인 2011년에 주춤하였다가 도입 이후인 2012년부터 다시 증가추세를 보이고 있다. 포트폴리오 투자에 있어서도 위와 마찬가지로 IFRS의 도입 이후인 2012년부터 증가추세를 보이고 있다. 이는 주식시장이 재무비율에 대해 매우 더디게 반응한다는 Lev and Thiagarajan (1993) 및 Abarbanell and Bushee(1997, 1998)의 주장과 일관성이 있다.

이와 같이 K-IFRS의 도입 이후 외국인 주식투자가 증가하는 것은 GDP성장, 환율, 기준금리, 원화가치 절상 등 비거래요인이 작용하기도 하지만, 더 큰 이유는 국내 자본시장과 기업의 신뢰성 및 투명성이 상당히 향상되었음을 입증해주는 결과로 볼 수 있다.

<표 2-6> KOSDAQ기업에 대한 외국인 주식투자 현황
(단위: 십억원, 천주, %)

	2009	2010	2011	2012	2013
보유주식 시가	6,705 (7.8)	9,901 (10.1)	8,303 (7.8)	8,952 (8.2)	11,753 (9.9)
보유주식 수	743,790 (3.1)	971,570 (4.2)	942,340 (4.4)	1,026,801 (4.9)	1,099,486 (5.2)

자료: 금융감독원

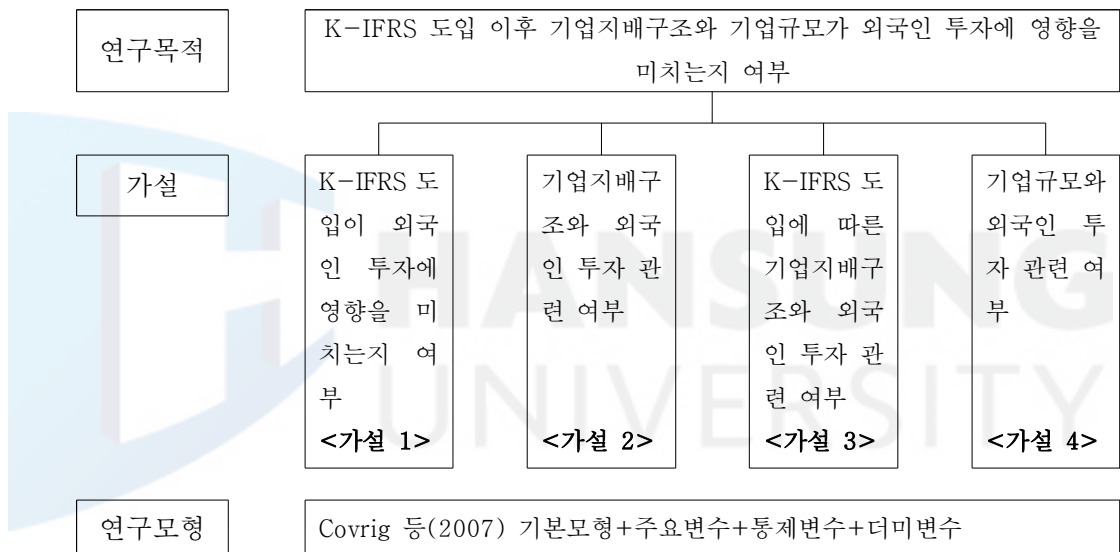
주1) () 내는 각각 상장주식 시가총액, 총주식수 대비 외국인 투자자 비중(%)

<표 2-6>는 국내 KOSDAQ기업을 대상으로 외국인 주식투자 현황을 보여주고 있다. 외국인 투자금액과 투자수량 및 투자금액 비중을 보면, K-IFRS의 도입 연도인 2011년에 주춤하였다가 도입 이후인 2012년부터 다시 증가 추세를 보이고 있다. 반면에, 외국인 투자수량의 비중은 K-IFRS의 도입 전후하여 지속적으로 증가추세를 보이고 있다. K-IFRS의 도입 이전보다 도입 이후 외국인 투자의 평균 증가율이 KOSPI보다 KOSDAQ이 다소 높은 것으로 보이고 있다.

III. 연구 설계

본 논문에서는 우리나라 유가증권 상장기업(KOSPI)을 대상으로 K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 기업규모가 외국인 투자에 영향을 미치는지 여부를 검증하고자 한다. 이를 위해 <그림4>와 같이 4개의 가설을 설정하고, 검증을 위하여 Covrig et al.(2007)의 연구모형을 변형하여 사용하였다.

<그림 4> 실증분석의 구성도



3.1 연구 가설의 설정

대체적으로 투자자 또는 잠재적 투자자들은 기업의 정보를 탐색·수집하여 해석함으로써 직접투자 및 포트폴리오 투자 의사결정을 한다. 이러한 일련의 정보처리 과정에서 처리비용이 커지면 결국 투자를 꺼려하게 만든다. 즉, 익숙(familiarity)하지 않은 정보양식에 의한 home-bias현상과 열악한 기업지배구조 및 비교가능성의 한계점, 정보의 불균형 등으로 인해 투자가 방해된다.

IFRS는 고품질의 우수한 회계기준으로 IFRS의 특징인 원칙중심의 회계원

칙 및 공시량의 증가 등의 일관된 적용은 재무보고를 개선시켜 줄 것이며, 이는 투자자들에게 더 많은 유용한 정보를 제공함으로써 자본시장의 시장신호의 발생 기능의 역할을 수행함에 따라 외국인 투자자들이 직면하게 되는 정보비대칭 문제를 해소시켜 줄 것이다.

IFRS의 도입이 이와 같이 투자 방해요소인 정보의 불균형을 완화시켜 준다면 재무보고의 비교가능성 등은 증가되고, 이에 정보비대칭 및 정보처리비용, 그리고 home-bias가 감소하여 궁극적으로 외국인 투자 상승을 이끌어 낼 것이다. 이와 같은 맥락에서 본 연구에서는 K-IFRS 도입이 국내 자본시장에서 과연 외국인 투자에 영향을 미치는지 여부와 기업지배구조의 질이 외국인 투자에 영향을 미치는지 여부를 살펴보고, 아울러 기업규모가 외국인 투자에 다르게 영향을 미치는지 여부도 살펴보고자 다음과 같은 가설을 설정한다.

3.1.1 K-IFRS 도입과 외국인 투자에 대한 가설

IFRS의 특징인 원칙중심의 회계원칙, 연결재무제표 작성, 자산·부채의 공정가치 중심의 평가, 공시량의 증가 등은 기업들로부터 종전의 기준보다 총괄적으로 더욱 개선된 재무상태의 공시를 이끌어 낼 것이다. 따라서 이러한 개선된 재무보고의 공시는 당연히 정보적 변화를 가져올 것이다. IFRS가 정보적 변화를 가져온다면, 자본시장에서 투자자가 직면할 정보 마찰을 줄일 가능성이 있다.

외국인 투자자가 직면하게 되는 정보비용 등의 관련 유형으로 정보처리비용, 재무보고의 관한 불확실성, 그리고 미래 현금 유동성에 관한 불확실성 등으로 분류되는데(Beneish and Yohn 2008), 이러한 유형들은 IFRS 도입에 의해 영향을 받을 가능성이 매우 높다. 만약, IFRS가 이러한 유형들의 비용을 줄이는데 성공적이라면, IFRS의 도입 이후 외국인 투자의 증가를 예상할 수 있다.

기업이 외국인 투자자들의 정보처리비용을 줄일 수 있는 방법은 외국인 투자자들에게 익숙한 형태로 공시를 늘이는 것이다. Diamond(1985)와 Bradshaw et al.(2004)은 익숙한 형태의 정보와 회계공시가 투자자들의 정보

처리비용을 줄일 수 있다고 제시하였고, 이지신 등(2013)은 외국인 투자자의 자본은 유용한 회계정보를 많이 공시하는 나라로 더 투자된다고 주장하였다.

IFRS의 도입은 비교가능성을 높인다고 주장하였다(Yip and Young 2012, Barth et al. 2012). 비교가능성이 증가하게 되면 외국인 투자자의 정보처리비용 및 home-bias를 감소시킬 수 있으며, 잠재적으로 외국인 투자를 높일 수 있다. Gordon et al.(2012)과 Covrig et al.(2007) 및 DeFond et al.(2011)이 제시한 증거는 이러한 개념과 일치하는데, 저자들은 자국회계기준(local accounting standards)보다 국제회계기준을 사용한 기업의 경우 home-bias가 감소하여 외국인 뮤추얼펀드 소유지분이 증가하였고, IFRS의 도입으로 회계의 질이 향상되어 회계투명성이 높아지며, 회계정보의 비교가능성이 증가하고, 정보해석비용이 낮아져 기업과 이해관계자간의 정보비대칭이 감소함으로써 외국인 투자가 증가되었음을 확인하였다. 다시 말해, 외국인 투자자가 다른 국가 기업의 재무보고를 해석하고, 비교할 능력이 없어 외국인 투자가 제한된다면, IFRS의 도입은 정보처리비용을 줄일 것이며, 기업에게 확장된 잠재적 투자자 군을 제공하여 궁극적으로 외국인 투자 상승을 이끌어 낼 것이다.

또한, 외국인 투자와 관련된 정보비용은 투자자가 직면하는 외국 재무보고의 질에 관한 불확실성에서 기인할 수 있다. Leuz et al.(2009)은 부실한 공시와 지배구조가 외국인 투자를 방해한다는 사실을 발견하였으며, 외국인 투자가 직면하는 정보비대칭과 감시(monitoring)비용은 국가의 외국인 투자 매력도에 영향을 준다고 주장하였다. 이전 연구에서 보면 대부분의 국가에서 IFRS의 도입이 회계기준의 질을 증가시켰다고 입증하였다(Leuz 2003, Bartov et al. 2005, Amstrong et al. 2010). 이는 정보비대칭과 감시에 관한 외국인 투자자의 우려를 감소시키고, 그 결과 외국인 투자를 유인할 수 있다.

마지막으로 미래 현금유동성에 대한 불확실성이 예측정확성과 관계가 있다면, 일관성 있는 IFRS의 적용은 재무분석가의 예측정확성을 높여 이를 완화시켜 줄 것이다(Muller III et al. 2011, 배성호 등 2012). 따라서 IFRS의 도입은 국내 투자자와 비교했을 때 외국인 투자자가 직면하게 되는 정보 불균형을 줄일 것이며, 이는 외국인 투자 수요를 이끌어낼 것이다.

K-IFRS 도입이 자기자본시장에서의 경제적 효과에 미치는 영향에 있어서

연구자의 주장은 외국인 투자자가 직면하는 정보마찰에 관한 것인데, IFRS의 도입으로 기업과 투자자들 사이에 정보비대칭이 감소하고, 정보처리비용이 낮아진다면 외국인의 자기자본시장 투자는 증가할 것이다. 따라서 IFRS의 도입이 외국인 투자에 미치는 영향에 대해 다음과 같은 가설을 설정한다.

<가설 1>: K-IFRS 도입 이후 도입 이전보다 외국인 투자가 증가할 것이다.

3.1.2 기업지배구조와 외국인 투자에 관한 가설

3.1.2.1 기업지배구조와 외국인 투자

기업지배구조란 기업 내부자들에 의한 착취에 대응하여 외부 투자자들을 보호하려는 조정장치이다(La porta et al. 2000). 한편, 외국인 투자자들은 경영자에 대한 통제가 어렵기 때문에 기업규모가 크고, 유동성 비율이 높고, 이익의 질이 높으며, 회계보수성이 높고, 수익성이 높고, 배당성향이 높으며, 그리고 부채비율이 낮은 기업을 선호한다(Kang and Stulz 1997, Dahlquist and Robertsson 2001, 김철중 1995, 강형우·김기홍 2008, 유영중 2010, 이지신 등 2013, 백미경·문상혁 2010). 지배구조의 질이 우수한 기업은 경영자의 재량적 회계선택을 억제시키며, 경영자와 투자자간의 정보비대칭을 줄이기 위해 노력한다. 만일, 이러한 기업지배구조가 경영자를 효율적으로 통제하는데 성공적이라면, 경영자와 투자자간의 정보비대칭의 감소를 이끌어 내어 궁극적으로 잠재적인 외국인 투자를 유인할 것이다.

외국인 투자자들은 자신들에게 불리하거나 부를 착취당할 가능성이 존재하는 기업은 꺼려하며, 경영자를 직접적으로 통제할 수 없으므로 상대적으로 열위에 처한 자신들의 권익을 보호해 줄 수 있는 기업을 선호하게 된다. 이러한 외국인 투자자의 정보열위를 해결해 줄 수 있는 것이 경영자에 대한 효율적 통제수단인데(Kang and Stulz 1997, La porta et al. 1999, 백미경·문상혁 2010, 안윤영 등 2005), 그 대표적인 것이 기업지배구조이다(고대영 등 2012). 따라서 선행연구에서 제시한 것처럼 기업지배구조의 개별 항목인 이

사회 등의 지배구조 조정 메커니즘이 경영자를 효율적으로 통제하여 경영자와 투자자간의 정보비대칭을 줄이는데 성공적이라면 정보열위에 처해있던 외국인 투자자들에게 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

지배구조 개선이 경영성과를 제고시키면 경영성과가 좋은 기업은 좋은 지배구조를 유지할 것이다(신범철·이의영 2014). 곽영민·장지경(2010)은 건전한 기업지배구조는 자본시장 참여자들에게 역선택 가능성을 감소시켜 투자자들의 정보처리비용과 기업의 자본비용을 경감시킬 수 있다고 주장하였다. Chung et al.(2010)은 좋은 지배구조를 가진 기업들은 가격스프레드, 주가의 변동성 등을 줄이고, 높은 질의 시장지표를 가지게 되어 주식시장의 유동성을 개선시킬 수 있다고 주장하였다. 즉, 지배구조가 열등한 기업의 경우 유동성이 낮아지며(Brockman and Chung 2003), 지배구조가 우량한 기업의 경우 주가의 변동성 등이 낮아진다(박경서 등 2003). 전반적으로 지배구조가 우수한 기업은 유동성이 높은 것으로 나타났으며, 이로 인해 외국인 투자가 증가하는 것으로 나타났다(이관영 2011, 고대영 등 2012).

그리고 Leuz et al.(2009)은 외국인들은 지배구조가 열등한 기업들에게 현저히 적게 투자한다는 것을 발견하였다. 이와 같이 기업지배구조는 외국인 투자와 매우 밀접한 관계가 있음을 알 수 있다. 따라서 기업지배구조가 외국인 자본투자에 미치는 영향에 대해 다음과 같은 가설을 설정한다.

<가설 2>: 지배구조의 질이 높은 기업일수록 외국인 투자가 증가할 것이다.

3.1.2.2 K-IFRS 도입에 따른 기업지배구조와 외국인 투자

IFRS의 특징 중 원칙중심 회계기준은 회계처리의 다양성을 존중함으로써 투자자들에게 기업에 대한 더 많은 정보를 제공하는 역할을 수행하기도 하지만, 경영자로 하여금 이익조정의 기회를 제공함으로써 회계의 질을 떨어뜨릴 수도 있다(Barth et al. 2008). 따라서 외국인 투자자들은 IFRS 도입에 따른 회계처리의 다양성(원칙중심 회계기준)으로 경영자의 통제가 불가능하여 회계의 질이 떨어진다면 투자를 꺼려할 것이다.

이와 같이 IFRS 도입 이후 경영자의 재량권이 넓어졌기 때문에 이를 감독하는 기업지배구조의 역할이 더욱 중요해 졌는데, 이는 경영자의 재량권을 통제할 수 있는 메커니즘은 오직 기업지배구조의 질에 달려 있기 때문이다. 따라서 IFRS 도입 이후 도입 이전보다 기업들은 더욱 강한 지배구조를 갖추어 경영자의 재량권을 통제할 것이며, 이러한 지배구조가 경영자를 효율적으로 통제하는데 성공적이라면 회계의 질이 높아질 것이며, 이에 투자자들의 회계의 질에 대한 우려가 해소되어 경영자와 투자자들 간의 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자를 유인할 것이다.

이러한 개념은 Verriest et al.(2009)이 제시한 주장과 일치하는데, 저자들은 강한 기업지배구조 메커니즘을 갖춘 기업들은 IFRS 도입 즉시 더 높은 재무보고의 질에 참여하고, IFRS가 요구하는 공시기준보다 더 많이 광범위하게 공시한다고 제시하였다. 이는 지배구조의 질이 우수한 기업일수록 경영자의 재량적 회계선택을 억제시켜, 경영자와 투자자간의 정보비대칭을 줄임으로써 IFRS의 이점을 극대화하려는 노력의 일환으로 볼 수 있다.

Cormier(2013)는 IFRS 도입에 따른 기업지배구조가 정보비대칭을 감소시킨다는 것을 제시하였다. 또한, IFRS의 특징인 공시량의 증가 등은 자본비용을 감소시켜(Leuz and Verrechia 2000, Lambert et al. 2007) 경영자와 투자자들 사이의 정보비대칭을 줄여줄 것이다(Daske et al. 2008, Brüggemann et al. 2009).

IFRS 채택에 따른 외국인 주식투자 증가는 지배구조의 질이 높거나 개선된 국가에서 나타났고(Beneish et al. 2012), 지배구조의 우수성은 외국인 지분율에 긍정적인 영향을 끼쳤다(고대영 등 2012). 이와 같이 IFRS 도입 이후 지배구조의 질이 높은 기업일수록 경영자와 투자자간의 정보비대칭 감소로 외국인 투자는 증가할 것으로 예상할 수 있다. 한편, 앞의 <표 2-3>에서 보여 주듯이 기업지배구조의 중추적인 메커니즘은 이사회이며, 나머지 개별 항목들은 이사회 결정에 수반되는 하위 메커니즘들이라고 볼 수 있어, IFRS 도입 이후 이사회가 매우 중요한 역할을 할 것으로 예상할 수 있다. 따라서 K-IFRS 도입에 따른 기업지배구조가 외국인 투자에 미치는 영향에 대해 다음과 같은 가설을 설정한다.

<가설 3>: K-IFRS 도입 이후 기업지배구조의 질이 높을수록 외국인 투자가 증가할 것이다.

3.1.3 기업규모와 외국인 투자에 대한 가설

외국인 투자자들은 기업규모가 큰 기업, 경영성과 등이 좋은 기업에 대해 더 많은 투자를 하고(Kang and Stulz 1997), Dahlquist and Robertsson (2001)은 기업규모가 크고, 현금유동성이 큰 기업을 외국인 투자자들이 선호한다는 것을 제시하였다.

이지신 등(2013)은 기업규모가 클수록, 주가수익률이 높을수록, 배당이 많을수록, 회계품질이 높을수록, 재무분석가의 수가 많을수록 외국인 투자가 증가한다는 것을 확인하였다. 또한, 외국인 투자자들은 기업규모가 크고, 안정성이 높은 기업과 기업가치 창출능력이 우수한 기업을 선호한다(유영중 2010, 김철중 1995). 이와 같이 대체적으로 외국인 투자자들은 IFRS 도입과는 관계없이 규모가 큰 기업을 선호한다는 것을 알 수 있다. 한편, Gordon et al. (2012)과 Yip and Young(2012)은 IFRS의 도입이 회계의 질을 향상시켜 외국인 투자의 증가를 이끌어 낼 수 있음을 확인하였다. IFRS 도입 이후 회계의 질은 도입 이전 회계의 질에 따라 차이가 날수도 있는데, 이는 도입 이전 회계의 질이 높은 기업은 도입 이후에도 회계의 질이 높고, 낮은 기업은 역시 도입 이후에도 회계의 질이 낮을 수 있다(최 판 등 2013). 이러한 개념은 전영순·정도진(2009)의 연구결과와 일치하는데, 저자들은 기업규모(SIZE)가 큰 기업은 국제회계기준 도입 이전에 이미 질적 수준이 높은 재무제표를 제공하기 때문에 도입 이후 기업규모는 자본시장 투자자들에게 부정적인 영향을 미친다고 주장하였다.

Christensen et al.(2009)은 IFRS 전환에 따른 순이익조정금액에 대한 주가 반응을 살펴보았는데, 연구결과 기업규모가 작을수록 주가반응이 더욱 컸음을 확인하였다. 이는 IFRS 도입 이후 기업규모가 작은 기업도 질적 수준이 높은 재무제표를 제공함으로써 정보비대칭이 감소하여 투자를 유인함을 의미한다. 이와 같은 맥락에서 <가설1>의 설정 배경에서 언급한 바와 같이 연구자의 주

장은 외국인 투자자가 직면하는 정보마찰에 관한 것인데, IFRS 도입 이후 대기업보다는 중소·중견기업에서 정보비대칭이 더욱 감소하여 외국인 투자가 활발히 이루어질 것으로 예상된다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

<가설 4>: K-IFRS의 도입 이후 도입 이전에 비해 외국인 투자가 대기업보다 중소·중견기업에서 더욱 증가할 것이다.

3.2 연구 모형

본 연구에서는 K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 기업규모가 외국인 투자에 미치는 영향을 분석하기 위해 선행 연구모형인 Covrig et al.(2007) 연구모형을 변형하여 사용하였으며, 검증 변수인 종속변수는 외국인 주식투자의 금액과 지분율로 측정하였다. 그리고 독립변수인 설명변수와 기존 통제변수를 추가하여 모형식을 확장해 나가는 방식으로 전개하여 회귀분석을 수행한다.

3.2.1 <가설 1>의 검증을 위한 연구 모형

연구자는 기술통계분석 등을 통해 K-IFRS의 도입 이후 전체적으로 외국인 투자가 증가할 것으로 예상한다. 그리고 이러한 외국인 투자의 증가가 회계기준의 변화(K-IFRS 도입)에 기인하는지 여부를 검증하기 위해 외국인 투자 흐름에서 다른 잠재적 결정요인을 통제하는 분석을 수행한다. 즉, 외국인 투자 증가 여부의 분석이 다른 결정요인에 의거 강건해지는지 여부를 검증하기 위해 다음과 같은 식(1)을 설정한다.

$$FI = \alpha_0 + \alpha_1 ADOPT_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 GROWTH_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 BTM_{i,t} + \alpha_7 DIVIDEND_{i,t} + \alpha_8 RET_{i,t} + \alpha_9 BIG4_{i,t} + \alpha_{10} INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(1)}$$

여기서,

- $FI(Foreign Investment)$: 외국인 투자

• $FI-Amt(Amount)_{i,t}$:

i기업의 (t+1)년도 3월말 외국인 주식투자 금액의 자연로그

• $FI-Pct(Percentage)_{i,t}$:

i기업의 (t+1)년도 3월말 외국인 주식투자 지분율의 자연로그

- $ADOPT_{i,t}$: K-IFRS 도입 이후인 2012년이나 2013년인 경우 1, 그렇지 않은 경우(2009,2010년)는 0

- $SIZE_{i,t}$: t년도 i기업의 총자산에 자연대수를 취한 값

- $GROWTH_{i,t}$: t년도 i기업의 매출액 성장률($= \frac{\text{당기매출액} - \text{전기매출액}}{\text{전기매출액}}$)

- $LEV_{i,t}$: t년도 i기업의 총부채를 총자산으로 나눈 값

- $ROA_{i,t}$: t년도 i기업의 당기순이익을 총자산으로 나눈 값

- $BTM_{i,t}$: t년도 i기업의 자기자본의 장부가액 대비 시장가액

- $DIVIDEND_{i,t}$: t년도 i기업의 배당수익률(1주당 배당금을 1주당 시가로 나눈 값)

- $RET_{i,t}$: t년도 i기업의 주식수익률

- $BIG4_{i,t}$: t년도 i기업의 감사인이 BIG4이면 1, 그렇지 않으면 0

- $INDUSTRY_{i,t}$: 산업더미

- $\epsilon_{i,t}$: 오차항

식(1)에서 사용되는 종속변수인 FI 는 각각 외국인 투자자의 투자금액과 지분율의 수준(level)값을 의미한다. $FI-Amt$ 는 외국인 투자자가 주식에 투자한 투자금액(천원단위)에 자연로그를 취한 값이며, $FI-Pct$ 는 외국인 투자자가 보유하고 있는 보통주 보유비율에 자연로그를 취한 값으로 측정한다. t기말 주가를 종속변수로 사용하는 경우는 설명변수인 재무자료의 기간과 일치하게 되므로, 회계정보의 주가관련성을 검증하기 위한 연구들의 목적에 적합하다. 그러나 이러한 모형설계는 재무제표의 공시 전에 관련 정보가 당기 말 주가에 즉시 반영되는 것을 전제로 하고 있다. 12월

말 결산 법인의 경우, 실제 재무제표 공시시점은 차기(t+1) 3월경이 되므로 정확한 재무정보 등에 관한 상세한 정보가 당기말(t) 주가 등(거래금액, 거래비용)에 충분히 반영되지 못할 가능성이 존재한다. 이에 본 연구에서는 차기(t+1) 3월말 주가 등을 종속변수로 사용한다. 재무제표와 주가 등과의 관련성을 분석하는 선행연구에서도 익년(t+1)도 3월말 주가 등을 종속변수로 사용하였다(신현걸 2008, 정재원 2010, 이지신 등 2013, 정태범 2014).

통제변수인 매출액 성장률 등은 외국인 투자자들에게 영향을 줄 잠재성이 있기 때문에 이들을 검증 측정치로 사용한다.

통제변수로는 첫째, 재무제표 관련 자료와 연관하여 기업의 안정성(risk)지표인 $SIZE_{i,t}$ (기업규모)는 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정한다. $GROWTH_{i,t}$ 는 당기매출액에서 전기매출액을 뺀 나머지 금액을 전기매출액으로 나눈 매출액 성장률로 측정하고, $LEV_{i,t}$ (채무위험)은 총부채를 총자산으로 나눈 부채비율로 측정한다.

둘째, 기업의 수익성(profitability)지표인 $ROA_{i,t}$ 는 당기순이익(손실)을 총자산으로 나눈 총자산 대비 당기순이익(손실)로 측정하고, $BTM_{i,t}$ (회계의 보수성)은 자본의 장부가액 대비 시장가액 비율로 측정한다. $DIVIDEND_{i,t}$ (배당수익률)은 1주당 배당금을 1주당 시가로 나눈 값으로 측정하고, $RET_{i,t}$ (주식수익률)은 1년동안 주식수익률로 측정한다.

셋째, 기타 자료와 관련하여 $BIG4_{i,t}$ (감사품질)는 외국의 대형 회계법인과 제휴한 회계법인(삼일, 안진, 삼정, 한영)으로부터 감사를 받는 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값으로 측정한다. 선행연구들을 보면, 기업규모가 크고, 수익성이 높고, 성장잠재력이 높고, 위험이 낮은 기업을 외국인 투자자가 선호한다는 결과를 제시하고 있다(Dahlquist and Robertsson 2001, Lin and Shiu 2003, 이지신 등 2013, 유영중 2010, 김동순·김병선 2000, 김철중 1995, 이돈혁 1995). 또한, 안윤영 등(2005)은 BMR(Book-to-Market value Ratio : 회계보수성 비율)의 역수인 MBR(Market-to-Book value Ratio : 성장성 비율)을 성장성의 대용치로

측정하여 외국인 투자자와 양(+)의 부호임을 증명하였다. 그리고 백미경·문상혁(2010)은 더 높은 외국인 지분율을 유인하기 위해서 보다 높은 감사품질을 제공해야 한다고 주장하였다.

한편, 식(1)에서 관심계수는 α_1 이다. 따라서 K-IFRS의 도입이 외국인 투자의 증가를 이끌어 낸다면, $ADOPT_{i,t}$ 의 회계계수 값 α_1 은 양(+)일 것이라고 예상할 수 있다.

3.2.2 <가설 2>의 검증을 위한 연구 모형

외국인 투자자들은 지배구조가 열악한 기업들에게 현저히 적게 투자한다는 것을 발견하였고(Leuz et al. 2009), 지배구조의 우수성은 외국인 투자자들에게 긍정적인 영향을 끼쳤으며(고대영 등 2012, 이관영 2011), 지배구조 지수와 투명성지수가 높을수록 기업가치가 높게 나타났다(Durnev and Kim 2005, 오훈석·최국현 2011). 한편, 오덕교 등(2013)은 지배구조 개별 항목인 이사회, 공시, 등이 기업규모에 따라 다르게 나타난다는 것을 제시하였다. 따라서 기업지배구조가 외국인 투자에 영향을 미치는지 여부를 검증하기 위해 다음과 같은 식(2)를 설정한다.

$$FI = \alpha_0 + \alpha_1 GOV_{i,t} + \alpha_2 GROWTH_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 BTM_{i,t} + \alpha_6 DIVIDEND_{i,t} + \alpha_7 RET_{i,t} + \alpha_8 BIG4_{i,t} + \Sigma INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \text{식(2)}$$

여기서,

– $FI(Foreign Investment)$: 외국인 투자

• $FI-Amt_{i,t}$:

i기업의 (t+1)년도 3월말 외국인 주식투자 금액의 자연로그

• $FI-Pct_{i,t}$:

i기업의 (t+1)년도 3월말 외국인 주식투자 지분율의 자연로그

– $GOV_{i,t}$;

- $GOV_1_{i,t}$: $TCG_{i,t}$ (Total Corporate Governance, 총점수)
- $GOV_2_{i,t}$: $PSI_{i,t}$ (Protection of Shareholders' Interests, 주주권리보호)
- $GOV_3_{i,t}$: $ECB_{i,t}$ (Efficacy of Corporate Boards, 이사회)
- $GOV_4_{i,t}$: $PD_{i,t}$ (Public Disclosure, 공시)
- $GOV_5_{i,t}$: $SA_{i,t}$ (Strength of Auditing, 감사기구)
- $GOV_6_{i,t}$: $BPD_{i,t}$ (Business Performance Distribution, 경영과실배분)
- $-GROWTH_{i,t}$: t년도 i기업의 매출액 성장률($= \frac{\text{당기매출액} - \text{전기매출액}}{\text{전기매출액}}$)
- $-LEV_{i,t}$: t년도 i기업의 총부채를 총자산으로 나눈 값
- $-ROA_{i,t}$: t년도 i기업의 당기순이익을 총자산으로 나눈 값
- $-BTM_{i,t}$: t년도 i기업의 자기자본의 장부가액 대비 시장가액
- $-DIVIDEND_{i,t}$: t년도 i기업의 배당수익률(1주당 배당금을 1주당 시가로 나눈 값)
- $-RET_{i,t}$: t년도 i기업의 주식수익률
- $-BIG4_{i,t}$: t년도 i기업의 감사인이 BIG4이면 1, 그렇지 않으면 0
- $-INDUSTRY_{i,t}$: 산업더미
- $-\epsilon_{i,t}$: 오차항

$GOV_{i,t}$ (기업지배구조)는 한국지배구조원(CGS)에서 평가 산정한 기업지배구조의 총점수 및 개별 항목별 점수로 측정한다.¹⁶⁾

한편, 식(2)에서 기업지배구조점수와 기업규모($SIZE_{i,t}$)를 모형에 포함하는 경우 기업지배구조와 외국인 투자와의 관계를 검증하는데 있어 왜곡된 결과를 초래할 가능성이 있다. 우리나라의 경우 자산규모 2조원 이상인 경우 사외이사제도와 감사위원회 설치가 의무화되어 있기 때문에 기업규모($SIZE_{i,t}$) 변수를 모형에서 제거하고 회귀분석을 수행한다.

16) 기업지배구조는 개별 항목별 주주권리 보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분으로 구성되어 있으며, 총점수는 300점(주주권리보호 90점, 이사회 80점, 공시 70점, 감사기구 50점, 경영과실배분 10점)으로 배정하고 있다.

지배구조의 질이 외국인 투자 상승과 관련이 있다면 관심변수인 $GOV_{i,t}$ 의 회귀계수 값 α_1 은 양(+)의 부호를 가질 것으로 예상할 수 있다.

3.2.3 <가설 3>의 검증을 위한 연구 모형

Leuz et al.(2009)은 외국인들은 지배구조가 열등한 기업들에게 현저하게 적게 투자한다는 것을 발견하였듯이, K-IFRS의 도입 이전은 물론 도입 이후 지배구조가 부실한 기업은 주식시장에 영향을 미칠 가능성이 낮을 것이라고 예상하였다.

한편, 연구자의 관심은 지배구조 질의 대용치인 지배구조 총점수보다는 지배구조 개별 항목 중 어떤 항목이 IFRS 도입 이후 외국인 투자에 보다 긍정적인 영향을 미치는지 여부에 무게를 두어 살펴보는 것이다. 이는 지배구조 총점수(TCG)보다 개별 항목 점수에 대한 분석결과가 더 큰 의미가 있을 것으로 판단되기 때문이다.

따라서 K-IFRS 도입 이후 지배구조의 질이 높은 기업일수록 외국인 투자가 증가하는지 여부를 검증하기 위해 다음과 같은 식(3)을 설정한다.

$$FI = \alpha_0 + \alpha_1 ADOPT_{i,t} + \alpha_2 GOV_{i,t} + \alpha_3 ADOPT_{i,t} \times GOV_{i,t} + \alpha_4 GROWTH_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 BTM_{i,t} + \alpha_8 DIVIDEND_{i,t} + \alpha_9 RET_{i,t} + \alpha_{10} BIG4_{i,t} + \Sigma INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(3)}$$

식(3)에서 관심변수인 $ADOPT_{i,t} \times GOV_{i,t}$ 는 K-IFRS의 도입 이후 지배구조의 질과 외국인 주식투자 사이의 상관관계를 알아보기 위한 상호작용 변수이다. IFRS 도입 이후 기업지배구조의 질이 외국인 투자에 긍정적인 영향을 미친다면 관심변수인 $ADOPT_{i,t} \times GOV_{i,t}$ 의 회귀계수 값 α_3 는 양(+)일 것으로 예상된다.

3.2.4 <가설 4>의 검증을 위한 연구 모형

IFRS 도입 이후 국내 자본시장이 더 많은 외국인 투자를 유치하고, 그 효과는 Kang and Stulz(1997)등이 제시한 바와 같이 규모가 큰 기업에서 더욱 분명하게 나타난다. 선행연구들을 보면, 기업규모가 크고, 수익성이 높고, 성장잠재력이 높고, 위험이 낮은 기업을 외국인 투자자가 선호한다는 결과를 제시하고 있다(Dahlquist and Robertsson 2001, Lin and Shiu 2003, 이지신 등 2013, 유영중 2010, 김동순·김병선 2000, 김철중 1995, 이돈혁 1995).

반면에, IFRS 도입 이후 기업규모는 자본시장 투자자들에게 부정적인 영향을 미치며(전영준·정도진 2009), 기업규모가 작을수록 주가 반응이 높아 졌다(Christensen et al. 2009). 따라서 과연 K-IFRS 도입 이후 도입 이전보다 외국인 투자가 대기업보다 중소·중견기업에서 더욱 긍정적인 영향을 미치는지 여부를 검증하기 위해 다음과 같이 식(4)를 설정한다.

$$FI = \alpha_0 + \alpha_1 ADOPT_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 ADOPT_{i,t} \times SIZE_{i,t} + \alpha_4 GROWTH_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 BTM_{i,t} + \alpha_8 DIVIDEND_{i,t} + \alpha_9 RET_{i,t} + \alpha_{10} BIG4_{i,t} + \Sigma INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(4)}$$

IFRS 도입 이후 외국인 투자가 대기업보다 중소·중견기업에서 더욱 긍정적인 영향을 미친다면, 관심변수인 $ADOPT_{i,t} \times SIZE_{i,t}$ 의 회귀계수 값 α_3 는 음(-)의 부호를 가질 것이라고 예상할 수 있다.

3.2.4.1 중소·중견기업의 정의

중견기업은 산업발전법 제10조의2 제1항에 다음과 같이 정의되어 있다.

- ① 「중소기업기본법」 제3조에 따른 중소기업이 아닐 것
- ② 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제14조 제1항에 따른 상호출자제한 기업집단에 속하지 아니할 것
- ③ 보험 및 연금법, 금융 및 보험 관련 서비스업 제외(산업발전법 시행령 제3조의2)

이는 중소기업(SMEs: Small and medium enterprises)이 아니고 대기업집

단(Large firms Group)에 속하지 않는 기업을 중견기업(Midsize companies)으로 정의한다는 의미이다. 상호출자제한 기업집단은 현재(2013년) 자산총액 5조원이상인 기업집단을 의미하며, 현재 이에 속하는 일반 기업집단은 51개이다.

한편, 중소기업은 중소기업기본법 시행령 제3조에서 정의하고 있으며, 먼저 <표 3-1>의 중소기업 기준에 적합해야 하고, 아래와 같이 상시 근로자 수 등이 일정기준을 초과하지 않는 기업이 되어야하며, 다음으로 소유와 경영의 실질적인 독립성에 대해 일정조건을 갖춘 기업으로 제한하고 있다. 중소기업기본법 시행령 제3조 제1항 제2호의 소유와 경영의 실질적인 독립성 요건은 아래와 같이 규정하고 있다.

가. 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제14조 제1항에 따른 상호출자제한 기업집단에 속하지 않는 회사일 것

나. 자산총액 5천억원 이상인 법인이 발행주식총수의 30%이상을 직·간접적으로 소유하고 있는 기업이 아닐 것

다. 관계기업에 속하는 기업의 경우에는 제7조의4에 따라 산정한 상시 근로자 수, 자본금, 매출액, 자기자본 또는 자산총액이 별표1의 기준에 맞거나, 상시 근로자수 등의 기준에 해당하지 않는 기업

－ 상시 근로자 수, 자본금, 매출액, 자기자본 또는 자산총액의 기준

가. 상시 근로자 수가 1천명 이상인 기업

나. 자산총액이 5천억원 이상인 기업

다. 자기자본이 1천억원 이상인 기업

라. 직전 3개 사업연도의 평균 매출액이 1천5백억원 이상인 기업

따라서 자산규모 기준으로 중견기업은 자산총액이 5천억원 이상 5조원 미만인 기업을 말하며, 대기업은 중견기업의 기준을 초과하는 기업으로 볼 수 있다.

<표 3-1> 중소기업의 업종별 상시 근로자 수, 자본금 또는 매출액의 규모기준

해당 업종	규모 기준
제조업	상시 근로자 수 300명 미만, 또는 자본금 80억원 이하
광업, 건설업, 운수업	상시 근로자 수 300명 미만, 또는 자본금 30억원 이하
(출판,영상,방송통신 및 정보서비스업), 사업시설관리 및 사업지원 서비스업, (전문,과학 및 기술 서비스업), 보건업 및 사회복지 서비스업	상시 근로자 수 300명 미만, 또는 매출액 300억원 이하
(농업,임업 및 어업), (전기,가스,증기 및 수도사업), 도매 및 소매업, 숙박 및 음식점업, 금융 및 보험업, (예술,스포츠 및 여가관련 서비스업)	상시 근로자 수 200명 미만, 또는 매출액 200억원 이하
(하수·폐기물 처리, 원료재생 및 환경복원업), 교육 서비스업, 수리 및 기타 개인 서비스업	상시 근로자 수 100명 미만, 또는 매출액 100억원 이하
부동산 및 임대업	상시 근로자 수 50명 미만, 또는 매출액 50억원 이하

3.3 자료수집 및 분석방법

3.3.1 자료수집

2009년부터 2013년까지(단, 2011년도 제외) 국내기업 중 증권거래소에 상장된 유가증권 상장법인(KOSPI)을 표본으로 선정하고, 기업의 재무자료, 기타자료 및 주식 관련 자료는 KIS-VALUE와 FN-GUIDE를 통해 수집한다. 그리고 기업지배구조 관련 자료는 한국기업지배구조원(CGS)을 통해 수집한다. 2011년도를 분석대상에서 제외시킨 것은 2011년도는 IFRS가 처음 도입된 연도임으로, 외국인 투자자가 새로운 보고 요구(requirements)인 연결재무제표 등에 익숙해 지는데 시간이 걸린다는 점에서 도입 연도에 효과가 바로

나타나지 않을 것으로 판단되어 2011년도를 제외시켰으며, 또한 도입 초기에는 기존 회계기준과 혼재될 수 있어 이로 인한 잠재적 혼돈 효과를 완화시키기 위해 도입 연도인 2011년도를 제외시키고자 한다.

3.3.2 표본의 선정

본 연구에서는 2013년도 말 기준 한국거래소에 상장되어 있는 KOSPI기업 중 아래의 조건을 충족하는 기업을 표본으로 선정하였다.

1. 금융 및 보험업에 해당하지 않는 기업
2. K-IFRS 조기 도입 기업이 아닌 기업
3. 12월 말 결산 법인인 기업
4. 상장관리 및 자본잠식 기업이 아닌 기업
5. 추가자료 및 재무자료 부족 등의 기업이 아닌 기업
6. 기업지배구조 자료를 입수할 수 있는 기업
7. 4년간 표본을 입수할 수 있는 기업

<표 3-2> 표본선정현황

구분	기업-년도
전체(2009, 2010, 2012, 2013년)	2,916
제외 :	
금융업 및 보험업을 제외한 표본	(208)
K-IFRS 조기 도입 기업	(132)
K-IFRS 2011년 이후 도입 기업	(200)
12월 결산 법인이 아닌 기업	(62)
상장관리 기업	(31)
자본잠식 기업	(7)
추가자료 및 재무자료 부족 등	(102)
기업지배구조 자료를 입수할 수 없는 기업	(38)
4년간 표본을 입수할 수 없는 기업	(304)
최종표본	1,832

<표 3-2>에서 K-IFRS 도입 이후인 2012년이나 2013년 이면 1, 그렇지 않으면 0이다. 2011년은 도입 초기임으로 기존 회계기준과 혼재될 수 있어 이로 인한 잠재적 혼돈 효과를 완화시키기 위해 도입 연도인 2011년도를 제외시키고자 한다. 이에 따라 2011년 이후 도입 기업을 제거한다. 통제집단과 연구집단의 동질성을 유지하기 위해 동일기업으로 표본기업을 추출했다. 마지막으로 이상치로 인해 연구결과의 왜곡성을 통제하기 위하여 더미변수를 제외한 종속변수와 독립변수 전체를 대상으로 상위 1% 및 하위 1%를 초과하는 값을 윈저화(winsorization)기법으로 처리하였다.

<표 3-3> 표준산업분류표의 대분류 기준에 의해 구분

	구분	기업-년도	비율
A	농업,임업 및 어업	12	0.66%
B	광업	4	0.22%
C	제조업	1,284	70.07%
D	전기,가스,증기 및 수도사업	32	1.75%
F	건설업	96	5.24%
G	도매 및 소매업	152	8.30%
H	운수업	64	3.49%
I	숙박 및 음식점업		0.00%
J	출판,영상,방송통신 및 정보서비스업	52	2.84%
L	부동산업 및 임대업		0.00%
M	전문,과학 및 기술서비스업	116	6.33%
N	사업시설관리 및 사업지원서비스업	8	0.44%
P	교육 서비스업	4	0.22%
R	예술,스포츠 및 여가관련 서비스업	8	0.44%
	합 계	1,832	100.00%

알파벳 코드별 분류인 <표 3-3>을 보면 C코드 제조업이 1,284개 기업-년도(70.07%), G코드 도매 및 소매업이 152개 기업-년도(8.30%), M코드 전문, 과학 및 기술서비스업이 116개 기업-년도(6.33%), F코드 건설업이 96개

기업-년도(5.24%), 기타코드 184개 기업-년도(10.06%)의 분포를 나타내며, 70.07%인 1,284개 기업-년도가 제조업으로 제조업이 주를 이루고 있다.

3.3.3 분석방법

IFRS 도입 이후 기업지배구조와 기업규모가 외국인 투자에 영향을 미치는지 여부를 검증하기 위해 연구대상 표본으로부터 IFRS의 도입 이전과 도입 이후 기간 동안 외국인 주식투자의 흐름(금액과 비율)에 대해 기술통계 분석 등을 이용해 분석을 수행한다. 그리고 이들에 대한 분석의 강건성을 높이기 위해, 즉 외국인 투자 등이 IFRS의 도입에 의한 회계기준의 변화에 기인하는지 여부를 검증하기 위해 Covrig et al.(2007)의 연구모형을 변형하여 사용한다.

변형된 모형은 외국인 주식투자(금액, 비율)를 종속변수로 하고, 잠재적 결정요인인 $SIZE_{i,t}$, $GROWTH_{i,t}$, $LEV_{i,t}$, $ROA_{i,t}$, $BTM_{i,t}$, $DIVIDEND_{i,t}$, $RET_{i,t}$, $BIG4_{i,t}$ 를 통제변수로 측정하고 산업특성에 기인하는 고정효과를 통제하기 위하여 $INDUSTRY_{i,t}$ 를 포함하여 선형회귀분석을 수행한다.

또한, 기업지배구조가 외국인 투자에 미치는 영향을 검증하기 위해 설명변수인 $GOV_{i,t}$ 는 CGS가 제공한 개별 기업의 지배구조 평가점수를 대용치로 사용해 측정한다. 마찬가지로 K-IFRS의 도입에 따른 외국인 투자가 기업 규모에 따라 다르게 영향을 미치는지 여부를 검증하기 위해 상기 분석방법 등을 사용해 분석을 수행한다.

IV. 연구 결과

4.1 기술통계량 분석 및 상관관계 분석

4.1.1 기술통계량 분석

<표 4-1>은 주요 변수의 기술통계량이 제시되어 있다. Panel A는 주요 변수의 수준(level) 값에 대한 기술통계량을 나타내고, Panel B는 K-IFRS 도입 전후의 기업규모별 외국인 투자에 대한 기술통계량을 나타낸다. 그리고 Panel C는 K-IFRS 도입 전후의 기업규모별 기업지배구조 점수 평균값에 대한 기술통계량을 나타낸다.

<표 4-1> 주요 변수의 기술통계량

Panel A: 주요 변수의 수준 기술통계량(N=1,832)

변수	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
$FI-Amt_{i,t}$	15.778	3.208	8.006	15.854	22.728
$FI-Pct_{i,t}$	1.206	1.917	-4.585	1.529	4.142
$ADOPT_{i,t}$	0.500	0.500	0.000	0.500	1.000
$GOV_{i,t} \cdot TCG_{i,t}$	107.244	24.331	11.000	103.000	231.000
$GOV_{i,t} \cdot PSI_{i,t}$	48.274	8.254	19.000	49.000	70.000
$GOV_{i,t} \cdot ECB_{i,t}$	16.640	8.400	0.000	14.000	69.000
$GOV_{i,t} \cdot PD_{i,t}$	17.926	9.168	4.000	16.000	58.000
$GOV_{i,t} \cdot SA_{i,t}$	22.826	8.205	4.000	21.000	49.000
$GOV_{i,t} \cdot BPD_{i,t}$	2.437	2.115	0.000	2.000	10.000
$SIZE_{i,t}$	20.142	1.595	17.218	19.917	24.621
$GROWTH_{i,t}$	0.077	0.297	-0.626	0.046	1.828
$LEV_{i,t}$	0.477	0.190	0.101	0.482	0.878
$ROA_{i,t}$	0.026	0.068	-0.263	0.030	0.181
$BTM_{i,t}$	1.586	1.110	0.173	1.313	6.115
$DIVIDEND_{i,t}$	1.465	1.476	0.000	1.135	6.250
$RET_{i,t}$	22.229	48.751	-53.590	11.005	217.610
$BIG4_{i,t}$	0.733	0.443	0.000	1.000	1.000

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1),(2) 참고

Panel B: 기업규모별 외국인 투자 기술통계량

변수	자산규모 2조원미만		자산규모 2조원초과	
	도입이전	도입이후	도입이전	도입이후
	(N=747)	(N=723)	(N=169)	(N=193)
$FI-Amt_{i,t}$	14.619	15.101	19.619	19.439
$FI-Pct_{i,t}$	0.709	1.000	2.651	2.632

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1) 참고

Panel C: 기업규모별 기업지배구조 점수평균 기술통계량

변수	자산규모 2조원미만		자산규모 2조원초과	
	도입이전	도입이후	도입이전	도입이후
	(N=747)	(N=723)	(N=169)	(N=193)
$TCG_{i,t}$	103.08	98.00	142.18	127.41
$PSI_{i,t}$	48.15	48.41	48.54	48.03
$ECB_{i,t}$	17.42	11.34	30.73	21.13
$PD_{i,t}$	16.13	14.76	28.44	27.54
$SA_{i,t}$	19.37	21.73	32.38	31.92
$BPD_{i,t}$	2.50	2.36	2.43	2.50

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(2) 참고

Panel A의 외국인 투자 관련 변수의 기술통계량을 살펴보면, $FI-Amt$ 의 평균은 15.778이고 중위수는 15.854로 큰 차이가 없어 정규분포의 가정에 문제가 없는 것으로 판단된다. $FI-Pct$ 의 평균은 1.206이고, 중위수는 1.529로 자연로그를 취하기 전의 값에 비해 정규분포상의 문제를 완화시켰다.

$ADOPT$ 의 평균과 중위수 모두 0.500으로, 이는 K-IFRS 도입 이전과 이후 표본이 동일함을 알 수 있다. 지배구조 관련 변수의 기술통계량을 살펴보면, TCG 의 평균은 107.244이고, 중위수는 103.000으로 총점수 300점 만점 기준으로 유가증권 상장법인의 지배구조 총점수 평균이 107점 정도임을 알 수 있다. 이는 CGS가 기업지배구조의 메커니즘들을 매우 보수적으로 평가한다는 것을 알 수 있다. PSI 의 평균은 48.274이고, 중위수는 49.000으로 만점인 90점과 비교해 보면, 유가증권 상장법인의 지배구조

개별 항목인 주주권리 보호는 평균점수가 48점 정도임을 알 수 있다. *ECB*의 평균은 16.640이고, 중위수는 14.000으로 만점인 80점과 비교해 보면, 유가증권 상장법인의 지배구조 개별 항목인 이사회는 평균점수가 17점 정도임을 알 수 있다. *PD*의 평균은 17.926이고, 중위수는 16.000으로 만점인 70점과 비교해 보면, 유가증권 상장법인의 지배구조 개별 항목인 공시는 평균점수가 18점정도임을 알 수 있다. *SA*의 평균은 22.826이고, 중위수는 21.000으로 만점인 50점과 비교해 보면, 유가증권 상장법인의 지배구조 개별 항목인 감사기구는 평균점수가 23점 정도임을 알 수 있다. *BPD*의 평균은 2.437이고, 중위수는 2.000으로 만점인 10점과 비교해 보면, 유가증권 상장법인의 지배구조 개별 항목인 경영과실배분은 평균점수가 2점 정도임을 알 수 있다.

재무 관련 변수의 기술통계량을 살펴보면, *SIZE*의 평균은 20.142이고 중위수는 19.917로 큰 차이가 없어 정규분포의 가정에 문제가 없는 것으로 판단된다. *GROWTH*의 평균이 0.077이고, 중위수가 0.046으로 차이가 많이 나는데, 이는 최대값이 1.828로 알 수 있는 것처럼 성장률이 높은 기업이 평균에 많은 영향을 미치기 때문이다. *LEV*의 평균은 0.477이고, 중위수는 0.482로 차이가 거의 없어 유가증권 상장법인의 부채비율 평균이 48% 정도로 표본기업들의 부채비율이 대체로 낮음을 알 수 있다. *ROA*의 평균이 0.026이고, 중위수가 0.030으로 유가증권 상장법인의 총자본에 대한 평균 당기순이익률이 2.6%임을 알 수 있다.

주가 관련 변수의 기술통계량을 살펴보면, *BTM*의 평균은 1.586이고 중위수는 1.313이다. 따라서 평균적으로 유가증권 상장법인의 장부금액이 시장가액보다 1.6배 정도 높다는 것을 알 수 있다. *DIVIDEND*의 평균이 1.465이고 중위수가 1.135로 유가증권 상장법인이 시가대비 평균 1.5% 정도의 배당을 지급한다는 것을 알 수 있다. *RET*의 평균이 22.229이고, 중위수는 11.005로 차이가 많이 나는데, 이는 최대값이 217.610으로 알 수 있듯이 주식수익률이 높은 기업이 평균에 많은 영향을 미치기 때문이다.

한편, *BIG4*의 평균이 0.733으로 유가증권 상장법인이 *BIG4* 회계법인을 감사인으로 선임하는 비율이 73% 정도임을 알 수 있다.

Panel B의 기업규모별 외국인 투자 기술통계량을 살펴보면, 자산규모 2조원초과 기업에서 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 은 모두 IFRS 도입 이전과 이후에 거의 차이가 없음을 알 수 있고, 자산규모 2조원미만 기업에서 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 모두 증가한 것을 알 수 있다.

Panel C의 기업규모별 지배구조 점수평균 기술통계량을 살펴보면, TCG 는 IFRS 도입 이전과 도입 이후 자산규모 2조원초과 기업이 자산규모 2조원미만인 기업보다 월등히 높다는 것을 알 수 있다. 이는 기업규모가 클수록 지배구조의 질이 높음을 의미한다. 이러한 결과는 대기업의 지배구조 개별 항목 점수는 중소·중견기업보다 우수하다고 제시한 오덕교 등(2013)의 연구결과와 일치한다.

자산규모 2조원미만 기업의 경우 PSI 와 SA 는 도입 이전에 비해 도입 이후에 증가하였고, TCG , ECB , PD , 그리고 BPD 는 도입 이후 감소하였음을 알 수 있다. 자산규모 2조원초과 기업의 경우 BPD 를 제외한 TCG , PSI , ECB , PD , 그리고 SA 모두가 감소하였음을 알 수 있다.

한편, Panel B와 Panel C에서 자산규모 2조원미만과 자산규모 2조원초과로 구분한 것은 우리나라의 경우 2조원 이상의 자산을 갖는 기업에게는 사외이사제도와 감사위원회 설치가 강제화 되어 있어¹⁷⁾, 이로 인해서 분석결과에 영향을 미치는지 여부를 살펴보기 위해 구분하였다.

4.1.2 상관관계 분석

<표 4-2>는 주요 변수들간의 Pearson 상관관계를 보여준다. 선형회귀분석 결과 $VIF^{18)}$ (Variance Inflation Factor : 분산팽창지수) 값이 3이하로 다중공선성(Multicollinearity)에 문제가 없는 것으로 판단된다.

17) 우리나라 감사위원회 제도는 상법(1999년 12월)과 증권거래법(2000년 1월)으로 명문화되었으며 자산규모 2조원 이상의 기업은 3인 이상의 이사로 감사위원회를 설치하고 그 중 사외이사를 3분의 2이상 선임하도록 되어있다.

18) 분산팽창지수(Variance Inflation Factor; VIF)는 공차한계의 역수를 의미한다. 공차한계(tolerance)란 독립변수들간의 다중상관관계(multiple correlation)를 나타내는 통계량($1 - R_i^2$)으로 계산되며, 일반적으로 공차한계가 0.1보다 크거나 분산팽창지수가 10보다 작으면 다중공선성(Multicollinearity)에 문제가 없는 것으로 간주한다.

<표 4-2> 상관관계분석(N=1,832)

변수	$ADOPT_{i,t}$	$TCG_{i,t}$	$PSI_{i,t}$	$ECB_{i,t}$	$PD_{i,t}$	$SA_{i,t}$	$BPD_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$GROWTH_{i,t}$	$LEV_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$BTM_{i,t}$	$DIVIDEND_{i,t}$	$RET_{i,t}$	$BIG4_{i,t}$
$FI-Amt_{i,t}$	0.074*** (0.002)	0.565*** (0.000)	0.133*** (0.000)	0.409*** (0.000)	0.556*** (0.000)	0.511*** (0.000)	0.128*** (0.000)	0.770*** (0.000)	0.012 (0.595)	0.017 (0.464)	0.290*** (0.000)	-0.249*** (0.000)	0.034 (0.148)	0.082*** (0.000)	0.374*** (0.000)
$FI-Pct_{i,t}$	0.072*** (0.002)	0.406*** (0.000)	0.145*** (0.000)	0.253*** (0.000)	0.380*** (0.000)	0.357*** (0.000)	0.156*** (0.000)	0.539*** (0.000)	-0.017 (0.456)	-0.064*** (0.006)	0.246*** (0.000)	-0.129*** (0.000)	0.118*** (0.000)	0.032 (0.165)	0.289*** (0.000)
$ADOPT_{i,t}$	1	-0.125*** (0.000)	0.006 (0.786)	-0.385*** (0.000)	-0.052** (0.026)	0.128*** (0.000)	-0.023 (0.320)	0.049** (0.037)	-0.060** (0.010)	0.016 (0.496)	-0.165*** (0.000)	-0.059** (0.011)	-0.126*** (0.000)	-0.186*** (0.000)	0.002 (0.916)
$TCG_{i,t}$		1	0.454*** (0.000)	0.750*** (0.000)	0.769*** (0.000)	0.703*** (0.000)	0.239*** (0.000)	0.632*** (0.000)	-0.048** (0.039)	0.109*** (0.000)	0.178*** (0.000)	-0.063*** (0.007)	0.124*** (0.000)	0.022 (0.349)	0.261*** (0.000)
$PSI_{i,t}$			1	0.078*** (0.001)	0.086*** (0.000)	0.089*** (0.000)	0.204*** (0.000)	0.051** (0.028)	-0.040* (0.084)	-0.200*** (0.000)	0.179*** (0.000)	0.038 (0.100)	0.146*** (0.000)	0.007 (0.764)	0.019 (0.420)
$ECB_{i,t}$				1	0.595*** (0.000)	0.476*** (0.000)	0.089*** (0.000)	0.536*** (0.000)	-0.060** (0.011)	0.203*** (0.000)	0.067*** (0.004)	-0.054** (0.021)	0.036 (0.124)	0.082*** (0.000)	0.204*** (0.000)
$PD_{i,t}$					1	0.494*** (0.000)	0.112*** (0.000)	0.612*** (0.000)	0.003 (0.914)	0.186*** (0.000)	0.099*** (0.000)	-0.175*** (0.000)	-0.002 (0.939)	-0.001 (0.969)	0.266*** (0.000)
$SA_{i,t}$						1	0.012 (0.599)	0.629*** (0.000)	-0.041* (0.079)	0.198*** (0.000)	0.027 (0.256)	-0.015 (0.526)	-0.053** (0.024)	-0.063*** (0.007)	0.239*** (0.000)
$BPD_{i,t}$							1	0.077*** (0.001)	0.001 (0.970)	-0.189*** (0.000)	0.296*** (0.000)	0.111*** (0.000)	0.783*** (0.000)	-0.027 (0.250)	0.065*** (0.006)
$SIZE_{i,t}$								1	0.019 (0.415)	0.354*** (0.000)	0.148*** (0.000)	0.058** (0.013)	-0.036 (0.128)	-0.015 (0.508)	0.417*** (0.000)
$GROWTH_{i,t}$									1	0.051** (0.029)	0.131*** (0.000)	-0.053** (0.024)	0.010 (0.654)	0.125*** (0.000)	-0.011 (0.625)
$LEV_{i,t}$										1	-0.300*** (0.000)	0.013 (0.573)	-0.261*** (0.000)	-0.004 (0.851)	0.128*** (0.000)
$ROA_{i,t}$											1	-0.115*** (0.000)	0.336*** (0.000)	0.277*** (0.000)	0.135*** (0.000)
$BTM_{i,t}$												1	0.214*** (0.000)	-0.233*** (0.000)	-0.008 (0.726)
$DIVIDEND_{i,t}$													1	-0.038 (0.105)	0.031 (0.189)
$RET_{i,t}$														1	0.008 (0.717)
$BIG4_{i,t}$															1

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1),(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

우선 주요 관심변수의 수준간 상관관계 분석결과를 살펴보면, *FI-Amt* 및 *FI-Pct*와 기타 변수들 간의 상관관계는 유사한 결과를 보인다. *ADOPT*, 지배구조 총점(*TCG*), 주주권리(*PSI*), 이사회(*ECB*), 공시(*PD*), 감사기구(*SA*), 그리고 경영과실배분(*BPD*)과 매우 유의한 양(+)의 상관관계를 나타낸다. 즉, IFRS의 도입과 외국인 투자금액 및 지분율이 높은 상관관계가 나타남을 알 수 있고, 이는 IFRS 도입으로 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다. 그리고 기업지배구조 질의 대용치인 지배구조 총점수 및 개별 항목인 주주권리 등의 점수도 외국인 투자와 높은 상관관계가 나타남을 알 수 있다. 이는 IFRS 도입과 별도로 기업지배구조의 질이 높을수록 외국인 투자가 높다는 것을 의미한다.

그리고 통제변수의 수준간 상관관계 분석결과를 살펴보면, *FI-Amt* 경우 *SIZE*, *ROA*, *RET*, 그리고 *BIG4*와 매우 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고, *BTM*은 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있다. *FI-Pct* 경우 *SIZE*, *ROA*, *DIVIDEND*, 그리고 *BIG4*와 매우 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고, *LEV*와 *BTM*은 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 음(-)의 상관관계를 나타낸다. 따라서 기업규모가 크고, 수익성이 높고, 주식수익률이 높고, 배당금이 많고, 회계품질이 높을수록 외국인 투자가 높다는 것을 알 수 있다. 또한, 부채비율이 낮은 기업일수록 외국인 투자가 높다는 것을 알 수 있다. 이는 주가반응을 계약이론과 연결시킨 Christensen et al.(2009)의 개념과 일치하는데, 즉 외국인 투자자들은 부채비율이 낮아 상대적으로 채권자보다 주주들의 권리가 더 높은 기업에 매력을 느낀다는 것을 알 수 있다. 그리고 *BTM*이 높을수록(회계보수성이 낮을수록) 외국인투자가 낮음을 알 수 있다. 즉, 회계보수성이 높을수록 투자를 늘린다는 것을 알 수 있다. 특히, 기업지배구조 질의 대용치인 *TCG* 및 개별 항목인 *PSI* 등의 변수들과 *SIZE*는 높은 상관관계가 나타나는 것을 볼 수 있는데, 이는 증권거래법의 자산 2조원이상 기업에 대한 이사회내 사외이사 도입 및 감사위원회 설치의 의무화 규정 때문에 관련성이 높게 나타나는 것으로 해석된다. 또한, 지배구조 총점수(*TCG*)는 전체적으로 개별 항목의 지배구조 점수와 높은 양(+)의 상관관계를

보이고 있어, 측정치의 안정성 측면에서 이를 지배구조의 대용치로 사용하는 것은 문제가 없는 것으로 판단된다. 한편, *LEV*와 *FI-Amt*간에 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 상관관계를 보이거나, *FI-Pct*간에는 유의한 음(-)의 상관관계를 보여 부호의 일관성이 없다. 그리고 *DIVIDEND*와 *FI-Amt*간에 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 상관관계를 보이며, *FI-Pct*간에는 유의한 양(+)의 상관관계를 보여 통계적 일관성이 없다. 마찬가지로 *RET*와 *FI-Amt*간에 유의한 양(+)의 상관관계를 보이며, *FI-Pct*간에는 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 상관관계를 보여 통계적 일관성이 없다. *GROWTH*는 *FI-Amt*에서 양(+)의 상관관계를 보이고 *FI-Pct*에서는 음(-)의 상관관계를 보이지만 모두 통계적으로 유의하지 않고, 부호의 일관성이 없다.

4.2 단변량분석

<표 4-3>은 주요 변수들 각각의 평균에 대한 단변량분석 결과를 제시하고 있다. Panel A는 주요 변수들 각각에 대한 K-IFRS 도입 이전과 이후의 단변량분석 결과를 나타내고, Panel B는 기업지배구조 질에 따른 외국인 투자 단변량분석 결과를 나타낸다. 그리고 Panel C는 K-IFRS 도입 이전과 이후 기업지배구조 질의 변화에 대한 단변량분석 결과를 나타낸다.

<표 4-3> 단변량 분석

Panel A: K-IFRS 도입 이전과 이후의 단변량 분석

변수	이전(N=916)		이후(N=916)		t-값
	평균	표준 편차	평균	표준 편차	
$FI-Amt_{i,t}$	15.541	3.340	16.015	3.053	3.168***
$FI-Pct_{i,t}$	1.068	2.051	1.344	1.764	3.092***
$GROWTH_{i,t}$	0.094	0.323	0.059	0.266	-2.566**
$SIZE_{i,t}$	20.064	1.580	20.220	1.607	2.092**
$LEV_{i,t}$	0.474	0.183	0.480	0.197	0.680
$ROA_{i,t}$	0.037	0.064	0.014	0.071	-7.167***
$BTM_{i,t}$	1.652	1.132	1.520	1.084	-2.539**
$DIVIDEND_{i,t}$	1.651	1.552	1.278	1.372	-5.447***
$RET_{i,t}$	31.306	51.252	13.153	44.319	-8.108***
$BIG4_{i,t}$	0.731	0.443	0.734	0.442	0.106

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1),(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

Panel B: 기업지배구조 질에 따른 외국인 투자 단변량분석

변수		중위수이하		중위수이상		t-값
		평균	표준 편차	평균	표준 편차	
$TCG_{i,t}$	$FI-Amt_{i,t}$	14.292	2.737	17.182	2.980	21.637***
	$FI-Pct_{i,t}$	0.485	1.965	1.887	1.595	16.710***
$PSI_{i,t}$	$FI-Amt_{i,t}$	15.363	3.225	16.160	3.146	5.355***
	$FI-Pct_{i,t}$	0.910	1.935	1.478	1.860	6.406***
$ECB_{i,t}$	$FI-Amt_{i,t}$	14.605	2.725	16.670	3.261	14.745***
	$FI-Pct_{i,t}$	0.735	1.977	1.564	1.790	9.255***
$PD_{i,t}$	$FI-Amt_{i,t}$	14.440	2.723	16.906	3.152	17.964***
	$FI-Pct_{i,t}$	0.622	1.988	1.698	1.707	12.297***
$SA_{i,t}$	$FI-Amt_{i,t}$	14.501	2.829	16.857	3.112	16.958***
	$FI-Pct_{i,t}$	0.637	2.007	1.686	1.695	11.965***
$BPD_{i,t}$	$FI-Amt_{i,t}$	15.274	3.346	16.108	3.071	5.383***
	$FI-Pct_{i,t}$	0.861	2.001	1.431	1.826	6.174***

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

주3) $TCG_{i,t}$ 표본수(중위수이하 890, 중위수 이상 942), $PSI_{i,t}$ (중위수이하 877, 중위수 이상 955),

$ECB_{i,t}$ (중위수이하 791, 중위수 이상 1041), $PD_{i,t}$ (중위수이하 838, 중위수 이상 994),

$SA_{i,t}$ (중위수이하 839, 중위수 이상 993), $BPD_{i,t}$ (중위수이하 724, 중위수 이상 1108)

Panel C: K-IFRS 도입 이전과 이후 기업지배구조 단변량분석

변수	이전(N=916)		이후(N=916)		t-값
	평균	표준 편차	평균	표준 편차	
$TCG_{i,t}$	110.291	25.955	104.197	22.190	-5.402***
$PSI_{i,t}$	48.222	8.467	48.326	8.039	0.272
$ECB_{i,t}$	19.876	8.859	13.404	6.461	-17.863***
$PD_{i,t}$	18.402	9.229	17.450	9.087	-2.225**
$SA_{i,t}$	21.773	8.699	23.879	7.538	5.537***
$BPD_{i,t}$	2.486	2.218	2.388	2.007	-0.994

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

Panel A의 주요 변수에 대한 단변량분석 결과를 살펴보면, $FI-Amt$ 와 $FI-Pct$ 는 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보여주고 있다. 따라서 K-IFRS 도입 이후 외국인 투자가 증가할 것이라고 주장한 <가설 1>을 강하게 뒷받침 해주는 결과이다. 이는 IAS의 채택이 외국인 소유지분(뮤추얼펀드)을 증가시킨다는 Covrig et al.(2007) 주장과 IFRS의 의무도입이 FDI(Foreign Direct Investments)를 크게 증가시켰음을 제시한 Louis and Urcan(2013)의 연구결과와 일관성이 있다.

통제변수인 $SIZE$ 는 유의수준 5% 이내에서 유의한 양(+)의 부호를 보인다. 따라서 K-IFRS 도입 이전보다 이후에 총자산이 증가한 것을 알 수 있다. 이는 IFRS 도입과 무관하게 외국인 투자자들이 규모가 큰 기업을 선호함을 의미한다. $GROWTH$, ROA , BTM , $DIVIDEND$, RET 은 유의한 음(-)의 부호를 나타낸다. 이는 K-IFRS 도입 이전보다 이후에 기업의 안정성(risk)지표인 성장성과 수익성(profitability)지표인 총자산순이익률, 회계보수성, 배당성향, 그리고 주식수익률이 감소한 것을 알 수 있다. 한편, LEV 와 $BIG4$ 는 모두 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않다. 즉, 부채비율과 회계품질($BIG4$)은 도입 이전 보다 도입 이후 평균이 높았으나 통계적으로 유의하지 않아 채무위험 및 회계품질의 변화는

없는 것으로 판단된다. 기업의 안정성(risk)지표인 성장성과 수익성(profitability) 등이 K-IFRS 도입 이후에 감소했음에도 불구하고 외국인 투자가 증가한 것은 K-IFRS 도입 효과로 인해 정보비대칭이 감소하여 외국인투자가 증가한 것으로 해석된다.

Panel B는 기업지배구조 총점수 및 개별 항목인 주주권리 등의 점수를 년도별 중위수 이상과 중위수 이하로 각각 구분하여 단변량분석한 결과를 제시하고 있다. *FI-Amt* 및 *FI-Pct*는 *TCG*, *PSI*, *ECB*, *PD*, *SA*, 그리고 *BPD* 모두 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보여준다. 즉, 지배구조 평가 총점수 및 개별 항목인 주주권리, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분의 각각의 점수에 대해 모두 양(+)의 부호를 나타내 매우 유의한 차이가 남을 알 수 있다. 이러한 결과는 외국인 투자(금액, 지분율)는 기업지배구조 총점수 및 개별 항목들 각각의 점수가 중위수 이상인 기업이 중위수 이하인 기업보다 높다는 것을 의미한다. 따라서 외국인 투자자들은 지배구조의 질이 우수한 기업에 더 많은 투자를 한다는 것을 알 수 있다. 따라서 지배구조의 질이 우수한 기업일수록 외국인 투자가 증가할 것이라고 주장한 <가설 2>를 강하게 뒷받침 해주는 결과이다. 이는 좋은 지배구조를 가진 기업들은 높은 질의 시장지표를 가지게 되어 주식시장의 유동성을 개선시킬 수 있다는 Chung et al.(2010)의 주장과 지배구조가 열등한 기업의 경우 유동성이 낮아지며(Brockman and Chung 2003), 지배구조의 우수성은 외국인지분율에 유의한 양(+)의 영향을 끼쳤다는 고대영 등(2012)의 분석결과와 일관성이 있다.

Panel C의 K-IFRS 도입 이전과 이후 기업지배구조에 대한 단변량분석 결과를 살펴보면, *TCG*(총점수), *ECB*(이사회), 그리고 *PD*(공시)는 유의수준 1%~5%이내에서 유의한 음(-)의 부호를 보인다. 이는 K-IFRS 도입 이후 한국지배구조원(CGS)에서 평가 산정한 기업지배구조의 점수가 감소하였음을 의미한다. 특히, *ECB*(이사회)의 경우 K-IFRS 도입 이전 평균 19.876점에서 도입 이후 평균 13.404점으로 약 6.472점이 감소한 것으로 나타나 감소 폭이 매우 크게 나타났다. 반면에, *SA*(감사기구)는 유의수준 1%이내에서 유의한 양(+)의 부호를 보이고 있다. 이는 K-IFRS 도입 이

후 유가증권 상장기업의 지배구조 개별 항목인 감사기구가 개선되고 있음을 알 수 있다. 한편, *PSI*(주주권리보호)은 양(+)의 부호를 보이고, *BPD*(경영과실배분)는 음(-)의 부호를 보이지만, 모두 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보여준다. 이상의 결과를 종합해보면, K-IFRS 도입 이후에 *ECB*(이사회)점수는 감소했고 *SA*(감사기구)점수는 증가하였으나 *ECB*(이사회)점수가 큰 폭으로 하락했기 때문에 *TCG*(총점수)점수도 감소한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 CGS가 서구 자본시장에서 발생한 금융위기 등과 법규의 재개정 사항을 반영하여 2011년부터 지배구조 평가모형을 변경함에 따른 강화된 평가방법 등으로 인해 평가 점수가 감소한 것으로 추측된다. 따라서 CGS의 기업지배구조에 대한 엄격한 평가로 평가점수에 대한 신뢰성이 증가한다면 K-IFRS 도입이라는 재무적 신뢰성과 기업지배구조에 대한 비재무적 신뢰성이 높아져 K-IFRS 도입 이후에 외국인투자자들은 지배구조가 우수한 기업에 보다 적극적인 투자가 이루어 질 것으로 예상할 수 있으며, 이는 가설검증 모형인 식(3)을 통하여 검증하고자 한다.

4.3 선형회귀분석

4.3.1 외국인 투자 금액(*Amt*) 및 지분율(*Pct*) 대한 선형회귀분석

<표 4-4>는 IFRS 도입 이후 외국인 투자 금액 및 지분율을 식(1)을 사용해 <가설 1>을 분석한 결과를 나타내며, K-IFRS의 도입 이전인 2009년과 2010년을 합한 전체와 도입 이후인 2012년과 2013년을 합한 전체에 대한 도입 전후 각각의 결과를 제시하고 있다.

*FI-Amt*를 종속변수로 이용한 선형회귀분석 결과를 살펴보면, 우선 본 연구의 주요관심변수인 *ADOPT*는 1% 이내의 유의수준에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보여주고 있다. 이는 K-IFRS 도입 이후 도입 이전보다 외국인 투자금액이 높게 나타남을 의미한다. 따라서 K-IFRS 도입 이후 도입 이전보다 외국인 투자가 증가할 것이라는 <가설 1>을 강하게 지지

하는 결과를 보여준다. 이러한 결과는 K-IFRS 도입에 따른 IFRS 효과로 인해 외국인 투자자의 정보처리비용 및 기업과 외국인 투자자들 사이에 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자가 높게 나타난 것으로 해석되며, 이는 Gordon et al.(2012)과 Covrig et al.(2007) 및 DeFond et al.(2011) 등의 연구에서 자국회계기준보다 국제회계기준을 사용한 기업의 경우 home-bias가 감소하여 외국인 뮤쥔얼펀드 소유지분이 증가하였고, IFRS 도입으로 회계의 질이 향상되어 회계투명성이 높아지며, 회계정보의 비교가능성이 증가하고, 정보해석비용이 낮아져서 기업과 이해관계자간의 정보비대칭이 감소함으로써 외국인 투자가 증가한다는 결과와 일치한다. 즉, IFRS 도입의 본래 목적과 일치함을 알 수 있다.

통제변수인 *SIZE* 및 *DIVIDEND*는 1% 이내의 유의수준에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보여주고 있다. *LEV*와 *BTM*은 회귀계수 1% 유의수준에서 매우 유의한 음(-)의 부호를 보이고 있다. 그리고 *RET*와 *BIG4* 및 *ROA*는 5%~10% 이내의 유의수준에서 유의한 양(+)의 부호를 보인다. 한편, *GROWTH*는 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 부호를 보이고 있다.

*FI-Pct*를 종속변수로 이용한 선형회귀분석 결과를 살펴보면, *FI-Amt*의 분석결과와 거의 유사함을 알 수 있다. 관심변수인 *ADOPT*는 1% 이내의 유의수준에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보이고 있다. 이는 IFRS 도입 이후 외국인 투자지분율이 높게 나타남을 의미한다. 따라서 K-IFRS 도입 이후 외국인 투자가 증가할 것이라고 주장한 <가설 1>을 역시 강하게 지지하는 결과이다. 이는 IFRS의 채택으로 인해 국가간 비교가능성의 증가와 정보처리비용 등이 감소하게 되어 궁극적으로 home-bias감소 등을 유도하여 국가간의 해외투자의 증가를 가져오게 될 것이라는 문현주(2013)의 주장과 일치한다. *SIZE* 및 *DIVIDEND*는 1% 이내의 유의수준에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보이며, *LEV*와 *BTM*은 1% 이내의 유의수준에서 유의한 음(-)의 부호를 보인다. 그리고 *BIG4*는 5% 이내의 유의수준에서 유의한 양(+)의 부호를 보이고 있어, 이러한 결과는 IFRS 도입 이후 *BIG4* 회계법인을 감사인으로 선임하도록 유인한다는 김용식·강

선아(2012)의 주장과 일관성이 있다. *GROWTH*는 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 부호를 보이고 있고, *ROA*와 *RET*는 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 부호를 보이고 있다.

한편, 외국인 투자 금액에 대한 선형회귀분석 결과, *ROA*와 *RET*는 유의수준 5%~10% 이내에서 유의한 양(+)의 부호를 보여, 수익성(*ROA*)이 높을수록, 주식수익률(*RET*)이 높을수록 외국인 투자금액이 높아지는 것으로 나타나는데 반해, 외국인 투자 지분을 분석결과에서는 수익성(*ROA*)과 주식수익률(*RET*) 모두 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 부호를 보이고 있어 통계적 일관성이 없다.

<표 4-4> 외국인 투자 선형회귀분석

변수	<i>FI-Amt_{i,t}</i>		<i>FI-Pct_{i,t}</i>	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	-15.711	-30.173***	-11.978	-24.481***
<i>ADOPT_{i,t}</i>	0.207	2.736***	0.198	2.783***
<i>SIZE_{i,t}</i>	1.717	60.211***	0.721	26.902***
<i>GROWTH_{i,t}</i>	-0.122	-0.976	-0.183	-1.554
<i>LEV_{i,t}</i>	-4.544	-19.588***	-2.567	-11.775***
<i>ROA_{i,t}</i>	1.121	1.691*	0.737	1.183
<i>BTM_{i,t}</i>	-0.887	-24.044***	-0.343	-9.894***
<i>DIVIDEND_{i,t}</i>	0.102	3.609***	0.130	4.910***
<i>RET_{i,t}</i>	0.002	2.106**	0.000	0.361
<i>BIG4_{i,t}</i>	0.222	2.417**	0.184	2.137**
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함	
<i>Observations</i>	1,832		1,832	
<i>F-Value</i>	299.059***		67.025***	
<i>Adj R²</i>	0.765		0.419	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

4.3.2 기업지배구조와 외국인 투자에 대한 선형회귀분석

<표 4-5>는 K-IFRS의 도입과는 별도로 기업지배구조의 질이 외국인 투자

에 미치는 영향을 식(2)를 사용해 <가설 2>를 분석한 결과를 보여준다.

한편, 앞의 상관관계 분석결과에서 기업지배구조와 관련된 변수들과 *SIZE*는 높은 상관관계가 나타났는데, 이는 자산 2조원이상 기업에게 강제 적용되는 사외이사제도와 감사위원회제도의 특성에 기인할 수 있다. 따라서 규모에 의한 분석결과의 왜곡성이 발생할 수 있으므로 기업규모(*SIZE*)를 모형에서 제외하고 회귀분석을 실시하였다.¹⁹⁾

<표 4-5> 기업지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석

변수	<i>FI-Amt_{i,t}</i>		<i>FI-Pct_{i,t}</i>	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	9.391	30.603***	-1.311	-6.108***
<i>GOV_{i,t} (TCG_{i,t})</i>	0.060	24.133***	0.025	14.173***
<i>GROWTH_{i,t}</i>	0.064	0.339	-0.113	-0.848
<i>LEV_{i,t}</i>	-0.608	-1.840*	-0.916	-3.963***
<i>ROA_{i,t}</i>	7.874	8.080***	3.516	5.159***
<i>BTM_{i,t}</i>	-0.672	-12.018***	-0.259	-6.623***
<i>DIVIDEND_{i,t}</i>	-0.110	-2.576**	0.039	1.294
<i>RET_{i,t}</i>	-0.002	-1.663*	-0.002	-1.769*
<i>BIG4_{i,t}</i>	1.524	11.441***	0.739	7.934***
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함	
<i>Observations</i>	1,832		1,832	
<i>F-Value</i>	83.154***		34.988***	
<i>Adj R²</i>	0.460		0.261	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

<표 4-5>의 *FI-Amt* 및 *FI-Pct*를 종속변수로 이용한 선형회귀분석

19) 대부분의 선행연구에서는 모형에 기초총자산을 자연로그하여 기업규모를 통제하기 위한 변수로 사용한다. 그러나 본 연구의 주된 설명변수인 지배구조변수는 일부 지배구조 메커니즘들이 자산 2조원이상의 기업에게 강제적용된다는 특징으로 인하여 기업규모가 모형에 포함되었을시 지배구조변수가 외국인 투자에 미치는 영향을 제대로 포착할 수 없을 가능성이 있어 규모변수를 모형에서 제외하였다. Black et al.(2005)과 김문태와 박길영(2009)의 연구에서도 이러한 문제점으로 인해 중위수 이상의 기업에 대해 '1'의 값을 준 더미변수를 사용한 바 있다. 또한, 김문태 등(2008)의 연구에서는 주된 관심변수인 지배구조변수가 기업 규모에 의해 설명력이 잠식될 것을 우려하여 기업규모를 생략하여 분석하였으며, 최근 고대영 등(2012)의 「기업지배구조가 외국인 지분율에 미치는 영향」에 대한 연구에서도 규모에 의한 분석결과의 왜곡성을 완화시키기 위해 기업규모를 제외하고 분석하였다.

결과를 살펴보면, 관심변수인 *GOV(TCG)*는 통계적으로 1% 유의수준에서 양(+)의 부호를 보여 매우 유의한 차이를 보여주고 있다. 또한, 주주 권리보호 등 개별 항목들의 점수를 지배구조 질의 대용치로 사용한 분석 결과에서도 *TCG*(지배구조 총점수) 경우와 마찬가지로 개별 항목 모두 각각의 회귀계수가 1% 유의수준 이내에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 나타냈다.²⁰⁾ 즉, 기업지배구조의 질이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다. 이는 기업지배구조가 경영자를 효율적으로 통제함으로써 경영자와 투자자간의 정보비대칭의 감소를 가져와 궁극적으로 외국인 투자를 유인한 것으로 해석된다. 이러한 결과는 지배구조의 질이 높은 기업일수록 외국인 투자가 증가할 것이라고 주장한 <가설 2>를 강하게 지지하는 결과를 보여준다. 따라서 지배구조가 좋은 기업을 외국인 투자자들이 선호함을 알 수 있다. 이는 지배구조의 질은 주식시장의 유동성을 개선시키고, 지배구조가 부실한 기업의 경우 유동성이 낮아지며, 그리고 지배구조의 우수성은 외국인 투자에 긍정적으로 영향을 미친다는 선행 연구결과(Chung et al. 2010, Brockman and Chung 2003, 고대영 등 2012)와 일치한다.

한편, 감사위원회의 설치유무, 감사위원회 독립성, 이사회 독립성은 외국인 지분율과 유의한 양(+)의 상관계수를 나타낸 고대영 등(2012)의 연구결과에서 저자들은 기업지배구조의 질의 대용치로 금융감독원이 제공한 기업이 공시한 사업보고서 항목 중 감사위원회 설치여부, 감사위원회의 독립성과 전채등기이사 중 사외이사 도입 비율을 측정치로 사용하였는데 반해, 본 연구에서는 CGS(한국지배구조원)가 제공한 기업지배구조 총점수 및 개별 항목들의 점수를 측정치로 사용함으로써 측정치의 안정성 측면에서 저자들이 사용한 측정치보다 우월하다고 볼 수 있다.

한편, *ROA*와 *BIG4*는 1% 이내의 유의수준에서 유의한 양(+)의 부호를 보인다. *LEV*, *BTM*, *DIVIDEND*(*FI-Amt* 경우), 및 *RET*는 1%~10% 이내의 유의수준에서 유의한 음(-)의 부호를 보인다. 그리고 *GROWTH*는 통계적으로 유의하지 않은 양(+) 및 음(-)의 부호를 보이고 있어 부호의

20) 기업지배구조 개별 항목들과 외국인 투자 선행회귀분석은 지면상 생략하였으며 요구하면 그 결과를 제시할 것이다.

일관성이 없다.

4.3.3 K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 외국인 투자에 대한 선형회귀분석

<표 4-6>은 K-IFRS 도입 이후 기업지배구조가 외국인 투자에 미치는 영향을 식(3)을 사용해 <가설 3>을 분석한 결과를 제시하고 있다.

한편, $ADOPT_{i,t}$, $GOV_{i,t}$, 그리고 $ADOPT_{i,t} \times GOV_{i,t}$ 변수를 동시에 포함시킬 경우 VIF 계수가 매우 높아 다중공선성에 문제가 발생하기 때문에 $GOV_{i,t}$ 의 값에 평균을 차감하여 산출하였다.

Panel A와 Panel B는 K-IFRS 도입 이후 기업지배구조 개별 항목 점수와 외국인 투자에 대해 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 를 종속변수로 이용한 각각의 회귀분석 결과를 나타내고, Panel C는 K-IFRS 도입 이후 기업지배구조 총 점수와 외국인 투자에 대한 회귀분석 결과를 나타낸다.

Panel A의 종속변수인 $FI-Amt$ 를 이용해 회귀분석한 결과를 살펴보면, $ADOPT$ 및 PSI , ECB , PD , SA , 그리고 BPD 모두 회귀계수가 유의수준 1%~5% 이내에서 유의한 양(+)의 부호를 보이고 있다. 이는 <가설 1> 및 <가설 2>의 검증모형과 일관된 결과를 나타내며, IFRS 도입 이후 외국인 투자는 높아졌으며, IFRS 도입과는 별도로 기업지배구조의 질이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다. 한편, 관심변수인 $ADOPT \times PSI$, $ADOPT \times SA$, 그리고 $ADOPT \times BPD$ 는 모두 회귀계수가 양(+)의 부호를 나타내, IFRS 도입 이후 유가증권 상장법인의 지배구조 개별 항목 중 주주권리보호, 감사기구 및 경영과실배분이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타나는 것으로 해석될 수 있지만, 통계적으로 유의성이 낮아 유의미한 결과가 나타나지 않은 것으로 해석된다.

또 한편, <가설 3> 검증모형의 주요 관심변수인 $ADOPT \times ECB$ 는 회귀계수가 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보이고 있어, 예측한 바와 같이 IFRS 도입 이후 유가증권 상장법인의 지배구조 개별 항목 중 이사회 기능이 높은 기업일수록 외국인 투자가 높게 나타났다.

따라서 <가설 3>을 지지하는 결과이다. 이러한 결과는 첫째, 자산 2조원 이상 기업에 사외이사사회제도 등의 강제적용 특성에도 불구하고 이사회가 통계적으로 유의미한 결과를 나타낸 것은, IFRS 도입 이후 이사회 기능이 더욱 중요한 역할을 한다는 것으로 해석할 수 있으며, 둘째, 경영자의 재량권(이익조정 등)을 최종적으로 통제할 수 있는 기업지배구조 메커니즘은 이사회이고, IFRS 도입 이후 외국인 투자자들은 기업지배구조 메커니즘들 중에서 이사회를 더 비중있게 평가하는데, 이는 외국인 투자자들이 모든 지배구조 요소를 IFRS 이전과 이후를 다른 비중으로 평가하는 것은 아니며, 이사회에 대해서만 더 비중있게 평가하는 것으로 해석된다.

이는 강한 지배구조를 갖춘 기업들은 이사회를 통해 경영자의 의사결정을 효율적으로 감시함으로써 경영자로 하여금 높은 질의 재무정보를 촉진시킨다는 Verriest et al.(2009)의 주장과 일관성이 있다.

Panel B의 종속변수인 $FI-Pct$ 를 이용해 회귀분석한 결과를 살펴보면, Panel A의 분석결과와 대체로 유사하며, $ADOPT \times ECB$ 는 회귀계수가 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의성이 낮아, 유의미한 결과가 나타나지 않은 것으로 해석되며, $FI-Amt$ 와 통계적 일관성이 없다.

Panel C의 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 를 종속변수로 이용한 선형회귀분석 결과를 살펴보면, $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 와 기타 변수들간의 관계는 거의 유사한 결과를 보인다. $ADOPT$ 및 $GOV(TCG)$ 는 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수를 보이고 있다. 이는 <가설 1> 및 <가설 2>의 검증 모형과 일관된 결과를 보이고 있으며, K-IFRS 도입 이후 외국인 투자는 높게 나타났으며, IFRS 도입과 별도로 기업지배구조의 질이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다.

한편, <가설 3> 검증모형의 주요 관심변수인 $ADOPT \times GOV(TCG)$ 는 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 모두에서 회귀계수가 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않은 결과를 나타낸다. 지배구조의 질이 우수한 기업은 경영자의 재량적 회계선택을 억제시키고, 외국인 투자자들은 경영자를 직접적으로 통제할 수 없으므로 상대적으로 기업지배구조가 우수한 기업을 선호하게 된다. 따라서 K-IFRS 도입으로 외국인투자자들의 정보비대

청이 감소하면 K-IFRS 도입 효과가 극대화 되어 기업재배구조가 우수한 기업에 보다 적극적인 투자가 이루어 질 것으로 예상되어, K-IFRS 도입 이후 기업지배구조의 질이 우수한 기업에 외국인 투자가 더욱 증가할 것이라고 가설을 설정하였으나, 결과적으로 <가설 3>은 지지되지 않은 결과이다. 이러한 결과는 첫째, 자산 2조원 이상 기업에 대한 지배구조 강제 규정 특성과 둘째, CGS가 2011년부터 지배구조 평가모형을 변경함에 따른 강화된 평가방법 등으로 인한 개별 항목들의 평가점수가 감소한데 기인하며, 셋째, 기업지배구조 개별 항목에 대한 지배구조 점수 변수의 잠재적 내생성 문제(신범철·이의영 2014)를 통제하지 못한 점 등 때문에 유의미한 결과가 나타나지 않은 것으로 해석된다.

한편, *ROA*와 *BIG4*는 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 1% 유의수준 이내에서 유의한 양(+)의 부호를 보이고, *LEV*와 *BTM*은 1%~10% 이내의 유의수준에서 유의한 음(-)의 부호를 보이고 있다. *RET*는 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 음(-)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보이며, *DIVIDEND*는 *FI-Amt*의 경우 유의한 음(-)의 부호를 보이고 *FI-Pct* 경우 유의한 양(+)의 부호를 보여 부호의 일관성이 없다. 마찬가지로 *GROWTH*는 *FI-Amt*의 경우 양(+)의 부호를 보이고, *FI-Pct* 경우 음(-)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않고 부호의 일관성이 없다.

<표 4-6> K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석

Panel A: K-IFRS 도입 이후 기업지배구조 개별 항목 점수와 외국인 투자 선형회귀분석($FI-Amt_{i,t}$)

변수	주주권리		이사회		공시		감사기구		경영과실	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	14.256	55.040***	14.838	63.055***	15.122	65.934***	15.617	66.937***	14.700	53.401***
<i>ADOPT_{i,t}</i>	0.586	4.504***	1.732	13.403***	0.779	6.818***	0.247	2.144**	0.537	4.101***
<i>PSI_{i,t}</i>	0.024	2.201**								
<i>ADOPT_{i,t} × PSI_{i,t}</i>	0.016	1.054								
<i>ECB_{i,t}</i>			0.147	15.463***						
<i>ADOPT_{i,t} × ECB_{i,t}</i>			0.049	3.146***						
<i>PD_{i,t}</i>					0.165	18.173***				
<i>ADOPT_{i,t} × PD_{i,t}</i>					-0.006	-0.502				
<i>SA_{i,t}</i>							0.167	18.077***		
<i>ADOPT_{i,t} × SA_{i,t}</i>							0.011	0.818		
<i>BPD_{i,t}</i>									0.163	2.889***
<i>ADOPT_{i,t} × BPD_{i,t}</i>									0.083	1.382
<i>GROWTH_{i,t}</i>	-0.263	-1.216	0.138	0.703	-0.193	-1.021	-0.080	-0.421	-0.274	-1.271
<i>LEV_{i,t}</i>	0.752	1.998**	-0.916	-2.671***	-0.736	-2.222**	-0.764	-2.305**	0.486	1.304
<i>ROA_{i,t}</i>	11.588	10.443***	11.367	11.455***	9.625	9.917***	9.623	9.916***	11.756	10.666***
<i>BTM_{i,t}</i>	-0.785	-12.352***	-0.663	-11.508***	-0.497	-8.715***	-0.769	-13.763***	-0.762	-11.934***
<i>DIVIDEND_{i,t}</i>	0.004	0.082	-0.021	-0.473	-0.008	-0.189	0.047	1.102	-0.210	-2.848***
<i>RET_{i,t}</i>	-0.001	-1.017	-0.001	-0.845	0.000	0.317	0.000	0.190	-0.001	-1.043
<i>BIG4_{i,t}</i>	2.119	14.229***	1.649	12.127***	1.456	10.908***	1.501	11.260***	2.099	14.101***
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함		포함		포함		포함	
<i>Observations</i>	1,832		1,832		1,832		1,832		1,832	
<i>F-Value</i>	38.486***		67.426***		75.926***		75.988***		38.639***	
<i>AdjR²</i>	0.301		0.432		0.462		0.462		0.302	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

Panel B: K-IFRS 도입 이후 기업지배구조 개별 항목 점수와 외국인 투자 선형회귀분석($FI-Pt_{i,t}$)

변수	주주권리		이사회		공시		감사기구		경영과실	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	0.594	3.570***	0.816	5.021***	0.958	5.986***	1.177	7.244***	0.739	4.165***
$ADOPT_{i,t}$	0.354	4.233***	0.786	8.811***	0.436	5.466***	0.214	2.667***	0.345	4.092***
$PSI_{i,t}$	0.012	1.730*								
$ADOPT_{i,t} \times PSI_{i,t}$	0.013	1.364								
$ECB_{i,t}$			0.058	8.879***						
$ADOPT_{i,t} \times ECB_{i,t}$			0.012	1.099						
$PD_{i,t}$					0.071	11.119***				
$ADOPT_{i,t} \times PD_{i,t}$					-0.008	-0.952				
$SA_{i,t}$							0.069	10.728***		
$ADOPT_{i,t} \times SA_{i,t}$							0.008	0.812		
$BPD_{i,t}$									0.045	1.249
$ADOPT_{i,t} \times BPD_{i,t}$									0.027	0.710
$GROWTH_{i,t}$	-0.241	-1.736*	-0.084	-0.622	-0.210	-1.589	-0.166	-1.257	-0.249	-1.790*
$LEV_{i,t}$	-0.305	-1.265	-0.983	-4.151***	-0.959	-4.146***	-0.981	-4.253***	-0.447	-1.859*
$ROA_{i,t}$	5.067	7.114***	5.078	7.408***	4.332	6.393***	4.302	6.366***	5.241	7.381***
$BTM_{i,t}$	-0.301	-7.364***	-0.253	-6.356***	-0.181	-4.548***	-0.294	-7.560***	-0.293	-7.132***
$DIVIDEND_{i,t}$	0.087	2.775***	0.080	2.646***	0.084	2.820***	0.107	3.613***	0.029	0.607
$RET_{i,t}$	-0.001	-1.176	-0.001	-1.106	0.000	-0.377	0.000	-0.390	-0.001	-1.171
$BIG4_{i,t}$	0.980	10.252***	0.804	8.560***	0.710	7.615***	0.719	7.745***	0.975	10.167***
$INDUSTRY_{i,t}$	포함		포함		포함		포함		포함	
<i>Observations</i>	1,832		1,832		1,832		1,832		1,832	
<i>F-Value</i>	21.844***		28.794***		32.591***		33.242***		21.204***	
<i>Adj R²</i>	0.193		0.242		0.266		0.270		0.188	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

Panel C: K-IFRS 도입 이후 기업지배구조 총점수와 외국인 투자 선형회귀분석

변수	$FI-Amt_{i,t}$		$FI-Pct_{i,t}$	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	15.261	67.434***	1.023	6.411***
$ADOPT_{i,t}$	0.936	8.290***	0.503	6.318***
$GOV_{i,t} (TCG_{i,t})$	0.061	19.353***	0.025	11.253***
$ADOPT_{i,t} \times GOV_{i,t} (TCG_{i,t})$	0.005	1.059	0.003	0.877
$GROWTH_{i,t}$	0.107	0.572	-0.091	-0.686
$LEV_{i,t}$	-0.544	-1.677*	-0.881	-3.851***
$ROA_{i,t}$	8.477	8.831***	3.839	5.674***
$BTM_{i,t}$	-0.626	-11.336***	-0.234	-6.024***
$DIVIDEND_{i,t}$	-0.086	-2.049**	0.052	1.737*
$RET_{i,t}$	0.000	-0.173	-0.001	-0.618
$BIG4_{i,t}$	1.474	11.251***	0.712	7.710***
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함	
<i>Observations</i>	1,832		1,832	
<i>F-Value</i>	81.352***		34.258***	
<i>Adj R²</i>	0.480		0.276	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1),(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

4.3.4 기업규모와 외국인 투자에 대한 선형회귀분석

<표 4-7>은 K-IFRS 도입 이후 기업규모가 외국인 투자에 미치는 영향을 검증모형 식(4)를 사용해 분석한 결과를 제시하고 있으며, K-IFRS의 도입 이전인 2009년과 2010년을 합한 전체와 도입 이후인 2012년과 2013년을 합한 전체에 대한 외국인 투자 금액 및 지분을 각각의 분석결과를 제시하고 있다. 한편, $ADOPT_{i,t}$, $SIZE_{i,t}$, 그리고 $ADOPT_{i,t} \times SIZE_{i,t}$ 변수를 동시에 포함시킬 경우 VIF 계수가 매우 높아 다중공선성에 문제가 발생하기 때문에 $SIZE_{i,t}$ 의 값에 평균을 차감하여 산출하였다.

<표 4-7>의 종속변수인 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 를 이용해 회귀분석한 결과를 살펴보면, 도입 이후 각각의 결과가 대체로 유사하다는 것을 알 수 있다. $ADOPT$ 및 $SIZE$ 는 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보이고 있다. 이는 <가설 1>의 검증모형과 일관된 결과를 나타내

며, IFRS 도입과 관계없이 기업규모가 클수록 외국인 투자가 높음을 의미한다. 이는 외국인 투자자들은 기업규모가 큰 기업을 선호한다는 선행 연구결과와 일관성이 있다(Kang and Stulz 1997, Dahlquist and Robertsson 2001, 이지신 등 2013, 등).

한편, <가설 4> 검증모형의 주요 관심변수인 $ADOPT \times SIZE$ 는 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 각각의 회귀계수가 5%~10% 수준에서 유의한 음(-)의 부호를 보인다. 이러한 결과는 K-IFRS 도입 이전보다 도입 이후에 규모의 효과가 감소한 것을 의미한다. 즉, K-IFRS 도입 이후 IFRS의 특징들이 회계처리 등에 일관성 있게 적용됨으로써 정보적 변화가 대기업보다 중소·중견기업에서 더욱 크게 작용하여 중소·중견기업에서 정보비대칭이 더 크게 감소한다는 것을 의미하고, 기업규모가 작은 기업들도 질적 수준이 높은 재무제표를 제공함으로써 정보비대칭의 감소로 외국인 투자가 높게 나타낸 것으로 해석된다. 또한, 이는 IFRS 도입 이후 대기업과는 달리 중소·중견기업에서 더욱 더 재무보고의 질을 높이는데 참여한다는 것을 의미한다. 그리고 규모가 큰 대기업에서 IFRS 도입 이후 외국인 투자가 높게 나타났지만, 규모가 작은 중소·중견기업에서 IFRS 도입 이후 외국인 투자가 더 높게 나타남을 알 수 있다. 즉, IFRS 도입 이후 대기업보다 중소·중견기업에서 외국인 투자가 활발히 이루어지고 있다는 것을 알 수 있다. 따라서 K-IFRS 도입 이후 도입 이전에 비해 외국인 투자가 대기업보다 중소·중견기업에서 더욱 증가할 것이라고 주장한 <가설 4>를 지지하는 결과를 보이고 있다. 이는 기업규모가 작을수록 주가반응이 높아졌다는 Christensen et al.(2009)의 연구결과와 일치한다.

한편, $GROWTH$ 는 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 모두 음(-)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보이고, LEV 와 BTM 은 모두 회귀계수가 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 부호를 보이고 있다. 이는 부채비율이 높거나 회계보수성이 낮을수록 외국인 투자가 감소한다는 것을 알 수 있다. ROA 는 $FI-Amt$ 경우 10% 유의수준 이내에서 유의한 양(+)의 부호를 보이고, $FI-Pct$ 경우 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않아 통계적 일관성이 없다. $DIVIDEND$ 와 $BIG4$ 는

$FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 모두 1%~5% 유의수준 이내에서 유의한 양(+)의 부호를 보인다. RET 는 $FI-Amt$ 경우 10% 유의수준 이내에서 유의한 양(+)의 부호를 보이고, $FI-Pct$ 경우 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않아 통계적 일관성이 없다.

<표 4-7> K-IFRS 도입 이후 기업규모와 외국인 투자 선형회귀분석

변수	$FI-Amt_{i,t}$		$FI-Pct_{i,t}$	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	18.857	112.456***	2.533	16.067***
$ADOPT_{i,t}$	0.207	2.735***	0.198	2.781***
$SIZE_{i,t}$	1.771	48.427***	0.763	22.178***
$ADOPT_{i,t} \times SIZE_{i,t}$	-0.109	-2.372**	-0.084	-1.939*
$GROWTH_{i,t}$	-0.097	-0.772	-0.163	-1.385
$LEV_{i,t}$	-4.544	-19.611***	-2.567	-11.782***
$ROA_{i,t}$	1.170	1.766*	0.775	1.244
$BTM_{i,t}$	-0.882	-23.908***	-0.339	-9.779***
$DIVIDEND_{i,t}$	0.101	3.594***	0.130	4.897***
$RET_{i,t}$	0.002	1.916*	0.000	0.208
$BIG4_{i,t}$	0.228	2.484**	0.189	2.191**
$INDUSTRY_{i,t}$	포함		포함	
<i>Observations</i>	1,832		1,832	
<i>F-Value</i>	285.813***		64.110***	
<i>Adj R²</i>	0.766		0.420	

주1) 변수의 조작작 정의 : 식(1) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

4.4. 추가분석

4.4.1 <가설 1> 관련 추가분석

4.4.1.1 12월말 추가자료 사용 분석

<표 4-8>은 12월말 추가자료를 사용하여 K-IFRS 도입이 외국인 투자에 미치는 영향을 식(1)을 사용해 분석한 결과를 제시하고 있다.

<표 4-8> K-IFRS 도입과 외국인 투자 선행회귀분석(12월말 추가자료 사용)

변수	$FI-Amt_{i,t}$		$FI-Pct_{i,t}$	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	-16.083	-29.666***	-12.205	-23.860***
<i>ADOPT_{i,t}</i>	0.249	3.139***	0.222	2.961***
<i>SIZE_{i,t}</i>	1.732	58.259***	0.730	26.031***
<i>GROWTH_{i,t}</i>	-0.117	-0.894	-0.165	-1.335
<i>LEV_{i,t}</i>	-4.724	-19.565***	-2.739	-12.021***
<i>ROA_{i,t}</i>	1.015	1.509	0.540	0.851
<i>BTM_{i,t}</i>	-0.854	-23.178***	-0.317	-9.115***
<i>DIVIDEND_{i,t}</i>	0.107	3.923***	0.133	5.183***
<i>RET_{i,t}</i>	0.002	3.036***	0.001	1.897*
<i>BIG4_{i,t}</i>	0.244	2.541**	0.211	2.331**
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함	
<i>Observations</i>	1,796		1,796	
<i>F-Value</i>	282.161***		63.229***	
<i>Adj R²</i>	0.758		0.409	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

<표 4-8>의 종속변수인 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 를 이용해 회귀분석한 결과를 살펴보면, 관심변수인 $ADOPT$ 는 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 모두 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보여준다. 이러한 결과는 (t+1)년도 3월말 추가자료에 의해 앞에서 살펴본 분석결과와 일치하는 결과를 나타낸다. 따라서 역시 <가설 1>을 지지하는 결과를 보여준다. 즉, (t+1)기 3월말 추가자료에 의한 분석결과와 차이가 없으며, 이는 특정시점에 기인한 현상은 아니며, 외국인 투자가 K-IFRS 도입 이후 전반적으로 증가했기 때문으로 해석된다.

4.4.1.2 코스닥(KOSDAQ)기업

<표 4-9>는 K-IFRS 도입 이후 KOSDAQ²¹⁾기업이 외국인 투자에 미치는

21) 코스닥기업의 표본은 본 분석의 표본선정 절차에 따라 전체 4,060기업-년도에서 금융업 및 보험업(88기업-년도), K-IFRS 초기 도입 기업(112기업-년도), K-IFRS 2011년 이후 도

영향을 아래 검증모형 식(5)을 사용해 분석한 결과를 제시하고 있다.

$$\begin{aligned}
 FI = & \alpha_0 + \alpha_1 KOSDAQ_{i,t} + \alpha_2 ADOPT_{i,t} + \alpha_3 KOSDAQ_{i,t} \times ADOPT_{i,t} \\
 & + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} + \alpha_7 LEV_{i,t} + \alpha_8 ROA_{i,t} \\
 & + \alpha_9 BTM_{i,t} + \alpha_{10} DIVIDEND_{i,t} + \alpha_{11} RET_{i,t} + \alpha_{12} BIG4_{i,t} \\
 & + \Sigma INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(5)}
 \end{aligned}$$

Panel A는 KOSDAQ기업의 회귀분석 결과를 나타내며, Panel B는 코스닥 및 코스피기업이 외국인 투자자들에게 미치는 영향을 회귀분석한 결과를 제시하고 있다.

<표 4-9> KOSDAQ기업과 외국인 투자 선형회귀분석

Panel A: KOSDAQ기업과 외국인 투자 선형회귀분석

변수	<i>FI- Amt_{i,t}</i>		<i>FI- Pct_{i,t}</i>	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	-19.125	-19.822***	-15.747	-16.919***
<i>ADOPT_{i,t}</i>	0.461	5.454***	0.444	5.444***
<i>SIZE_{i,t}</i>	1.936	34.726***	0.932	17.328***
<i>GROWTH_{i,t}</i>	0.130	1.341	0.044	0.473
<i>LEV_{i,t}</i>	-4.564	-18.466***	-2.689	-11.281***
<i>ROA_{i,t}</i>	0.061	0.121	0.497	1.025
<i>BTM_{i,t}</i>	-1.465	-20.469***	-0.523	-7.569***
<i>DIVIDEND_{i,t}</i>	-0.066	-1.835*	-0.045	-1.288
<i>RET_{i,t}</i>	0.001	2.105**	0.000	0.565
<i>BIG4_{i,t}</i>	0.064	0.738	0.054	0.651
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함	
<i>Observations</i>	2,032		2,032	
<i>F- Value</i>	105.407***		29.268***	
<i>Adj R²</i>	0.507		0.218	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

입 기업(504기업-년도), 12월 결산 법인이 아닌 기업(126기업-년도), 상장관리 기업(50기업-년도), 추가자료 및 재무자료 부족 등(406기업-년도), 4년간 자료를 입수할 수 없는 기업(742기업-년도)을 제외하고 최종적으로 2,032기업-년도를 분석에 사용하였다.

Panel B: 코스닥 및 코스피기업과 외국인 투자 선형회귀분석

변수	$FI-Amt_{i,t}$		$FI-Pct_{i,t}$	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	-16.286	-33.260***	-12.823	-27.685***
$KOSDAQ_{i,t}$	-0.264	-2.895***	-0.295	-3.413***
$ADOPT_{i,t}$	0.152	1.850*	0.168	2.165**
$KOSDAQ_{i,t} \times ADOPT_{i,t}$	0.405	3.623***	0.348	3.293***
$SIZE_{i,t}$	1.762	66.897***	0.771	30.949***
$GROWTH_{i,t}$	0.114	1.486	0.015	0.204
$LEV_{i,t}$	-4.477	-26.192***	-2.568	-15.885***
$ROA_{i,t}$	0.279	0.714	0.522	1.411
$BTM_{i,t}$	-1.027	-29.760***	-0.376	-11.510***
$DIVIDEND_{i,t}$	0.033	1.449	0.062	2.872***
$RET_{i,t}$	0.002	4.119***	0.001	1.231
$BIG4_{i,t}$	0.180	2.823***	0.149	2.477**
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함	
<i>Observations</i>	3,864		3,864	
<i>F-Value</i>	352.389***		87.437***	
<i>AdjR²</i>	0.686		0.349	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1) 참고

주2) $KOSDAQ_{i,t}$: t년도 i기업이 코스닥기업이면 1, 그렇지 않으면 0

주3) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

<표 4-9> Panel A의 종속변수인 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 를 이용해 회귀 분석한 결과를 살펴보면, 관심변수인 $ADOPT$ 의 회귀계수가 1% 유의수준에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보여준다. 이는 K-IFRS 도입 이후 외국인 투자가 유가증권 상장기업 뿐만 아니라 KOSDAQ기업에서도 높게 나타남을 의미한다. 따라서 K-IFRS 도입 이후 도입 이전에 비해 외국인 투자가 증가할 것이라고 주장한 <가설 1>을 지지하는 결과이다. 한편, LEV 와 BTM 은 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 모두 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 음(-)의 부호를 보이고 있어, 코스닥기업도 부채비율이 높을수록, 회계보수성이 낮을수록 외국인 투자가 낮게 나타남을 알 수 있다. Panel B의 회귀분석 결과를 살펴보면, KOSDAQ은 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 모두 1% 유의수준 이내에서 매우 유의한 음(-)의 부호를 보이고, $ADOPT$ 는 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 각각 유의수준 5%~10% 이내에서 유의한 양(+)의

부호를 보이고 있다. 이는 K-IFRS 도입 이후 전체 주식시장(코스피와 코스닥)에서 코스닥기업이 외국인 투자 금액 및 지분율이 낮다는 것을 의미하며, 외국인 투자는 코스피 및 코스닥기업 모두 높아졌음을 의미한다. 한편, 관심변수인 $KOSDAQ \times ADOPT$ 는 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보여준다.

이러한 결과를 종합해 보면, 코스닥기업이 코스피기업보다 외국인 투자가 낮다는 것을 알 수 있으며, K-IFRS 도입 이후 외국인 투자는 코스피기업 및 코스닥기업 모두 높아졌으며, 특히 코스닥기업²²⁾이 더욱 높아진 것을 알 수 있다. 이는 앞서 <표 2-6>의 KOSDAQ기업에 대한 외국인 주식투자 현황에서 K-IFRS 도입 이후 외국인 투자의 평균 증가율이 코스피보다 코스닥이 다소 높은 것으로 보여 주듯이, 통계적으로도 유의한 차이가 있음을 확인할 수 있다. 따라서 이러한 결과는 <가설 4>를 지지하는 결과이다.

4.4.2 <가설 2> 관련 추가분석

4.4.2.1 기업지배구조와 외국인 투자 선행회귀분석(*SIZE* 포함)

앞에서 기업지배구조가 외국인 투자에 미치는 영향을 분석하면서, 자산 2조 원이상 기업에게 강제적용되는 사외이사 및 감사위원회제도의 특성으로 인해 규모에 의한 분석결과의 왜곡성을 완화시키기 위해 기업규모(*SIZE*)를 제외하고 회귀분석 하였는데, 추가분석에서 *SIZE*를 포함하여 회귀분석을 수행하였다.

<표 4-10>은 K-IFRS 도입과는 별도로 기업지배구조가 외국인 투자에 미치는 영향을 아래 식(2-1)을 사용해 분석한 결과를 나타낸다.

<표 4-10>의 종속변수인 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 를 이용해 회귀분석한 결과를 살펴보면, 관심변수인 $GOV(TCG)$ 의 회귀계수는 $FI-Amt$ 경우 양(+)의 부호를 보이고, $FI-Pct$ 경우 음(-)의 부호를 보이지만 모두 통계

22) 코스피시장은 매출 및 자산규모가 큰 대기업들이 주를 이루고, 코스닥시장은 중소기업이 주를 이루고 있다.

적으로 유의하지 않고, 부호의 일관성이 없다. 따라서 *SIZE*를 포함할 경우, 기업지배구조와 외국인 투자는 유의미한 결과가 나타나지 않은 것으로 해석된다. 이는 자산 2조원이상 기업에 대한 사외이사제도 등의 강제 적용 특성 등에 기인한다고 해석된다.

$$FI = \alpha_0 + \alpha_1 GOV_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 GROWTH_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 BTM_{i,t} + \alpha_7 DIVIDEND_{i,t} + \alpha_8 RET_{i,t} + \alpha_9 BIG4_{i,t} + \Sigma INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(2-1)}$$

<표 4-10> 기업지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석(*SIZE* 포함)

변수	<i>FI- Amt_{i,t}</i>		<i>FI- Pct_{i,t}</i>	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	-15.590	-28.073***	-12.010	-23.011***
<i>GOV_{i,t} (TCG_{i,t})</i>	0.001	0.483	-0.001	-0.327
<i>SIZE_{i,t}</i>	1.713	48.323***	0.734	22.021***
<i>GROWTH_{i,t}</i>	-0.125	-0.997	-0.194	-1.643
<i>LEV_{i,t}</i>	-4.573	-19.601***	-2.614	-11.921***
<i>ROA_{i,t}</i>	0.913	1.383	0.535	0.862
<i>BTM_{i,t}</i>	-0.894	-24.003***	-0.354	-10.116***
<i>DIVIDEND_{i,t}</i>	0.094	3.271***	0.126	4.688***
<i>RET_{i,t}</i>	0.001	1.655*	0.000	-0.087
<i>BIG4_{i,t}</i>	0.220	2.392**	0.181	2.088**
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함	
<i>Observations</i>	1,832		1,832	
<i>F- Value</i>	297.505***		66.363***	
<i>Adj R²</i>	0.764		0.417	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

4.4.3 <가설 3> 관련 추가분석

4.4.3.1 K-IFRS 도입 이후 지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석 (*SIZE* 포함)

앞에서 IFRS 도입 이후 기업지배구조가 외국인 투자에 미치는 영향을 분석하면서, 자산 2조원이상 기업에게 강제적용되는 사외이사 및 감사위원회제도의 특성으로 인해 규모에 의한 분석결과의 왜곡성을 완화시키기 위해 기업규모(*SIZE*)을 제외하고 회귀분석 하였는데, 추가분석에서 *SIZE*를 포함하여 회귀분석을 실시하였다.

<표 4-11>은 K-IFRS 도입 이후 기업지배구조가 외국인 투자에 미치는 영향을 아래 식(3-1)을 사용해 분석한 결과를 제시하고 있다.

<표 4-11>의 종속변수인 *FI-Amt* 및 *FI-Pct*를 이용해 회귀분석한 결과를 살펴보면, 관심변수인 $ADOPT \times GOV(TCG)$ 의 회귀계수가 *FI-Amt* 경우 음(-)의 부호를 보이고, *FI-Pct* 경우 양(+)의 부호를 보이지만 모두 통계적으로 유의하지 않고, 부호의 일관성이 없다. 따라서 *SIZE*를 포함할 경우, IFRS 도입 이후 기업지배구조와 외국인 투자는 유의미한 결과가 나타나지 않은 것으로 해석된다. 이는 <표 4-10>의 분석결과와 마찬가지로 일부 지배구조 메커니즘들의 강제적용 특성 등 때문으로 해석된다.

$$FI = \alpha_0 + \alpha_1 ADOPT_{i,t} + \alpha_2 GOV_{i,t} + \alpha_3 ADOPT_{i,t} \times GOV_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 GROWTH_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \alpha_8 BTM_{i,t} + \alpha_9 DIVIDEND_{i,t} + \alpha_{10} RET_{i,t} + \alpha_{11} BIG4_{i,t} + \Sigma INDUSTRY_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{식 (3-1)}$$

<표 4-11> K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 외국인 투자
선형회귀분석(*SIZE* 포함)

변수	<i>FI- Amt_{i,t}</i>		<i>FI- Pct_{i,t}</i>	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	-15.261	-22.825***	-11.869	-18.887***
<i>ADOPT_{i,t}</i>	0.224	2.899***	0.202	2.780***
<i>GOV_{i,t} (TCG_{i,t})</i>	0.002	0.952	0.000	0.096
<i>ADOPT_{i,t} × GOV_{i,t} (TCG_{i,t})</i>	0.000	-0.047	0.001	0.249
<i>SIZE_{i,t}</i>	1.693	46.880***	0.715	21.067***
<i>GROWTH_{i,t}</i>	-0.109	-0.866	-0.182	-1.536
<i>LEV_{i,t}</i>	-4.514	-19.287***	-2.558	-11.627***
<i>ROA_{i,t}</i>	1.145	1.724*	0.742	1.189
<i>BTM_{i,t}</i>	-0.880	-23.449***	-0.342	-9.687***
<i>DIVIDEND_{i,t}</i>	0.097	3.393***	0.129	4.802***
<i>RET_{i,t}</i>	0.002	2.100**	0.000	0.371
<i>BIG4_{i,t}</i>	0.225	2.450**	0.185	2.134**
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함	
<i>Observations</i>	1,832		1,832	
<i>F- Value</i>	271.800***		60.875***	
<i>Adj R²</i>	0.765		0.418	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1),(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

4.4.3.2 제조업과 비제조업

<표 4-12>는 K-IFRS 도입 이후 업태별 제조업 및 비제조업을 영위하는 기업의 지배구조가 외국인 투자에 미치는 영향을 식(3)을 사용해 분석한 결과를 나타낸다.

Panel A는 제조업을 영위하는 기업에 대한 회귀분석 결과를 나타내며, Panel B는 비제조업을 영위하는 기업에 대한 회귀분석 결과를 제시하고 있다.

<표 4-12> 업태별 기업지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석
 Panel A: 제조업의 기업지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석

변수	$FI-Amt_{i,t}$		$FI-Pct_{i,t}$	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	15.178	54.242***	1.005	5.058***
$ADOPT_{i,t}$	1.024	7.228***	0.576	5.726***
$GOV_{i,t}(TCG_{i,t})$	0.064	15.032***	0.029	9.531***
$ADOPT_{i,t} \times GOV_{i,t}(TCG_{i,t})$	0.001	0.149	0.000	-0.024
$GROWTH_{i,t}$	0.249	1.073	0.021	0.130
$LEV_{i,t}$	-0.571	-1.432	-0.969	-3.424***
$ROA_{i,t}$	8.810	7.343***	3.958	4.648***
$BTM_{i,t}$	-0.575	-7.887***	-0.214	-4.142***
$DIVIDEND_{i,t}$	-0.084	-1.639	0.054	1.477
$RET_{i,t}$	0.000	-0.135	-0.001	-0.688
$BIG4_{i,t}$	1.403	9.299***	0.689	6.436***
$INDUSTRY_{i,t}$	포함		포함	
<i>Observations</i>	1,284		1,284	
<i>F-Value</i>	91.268***		39.317***	
$Adj R^2$	0.413		0.230	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1),(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

Panel B: 비제조업의 기업지배구조와 외국인 투자 선형회귀분석

변수	$FI-Amt_{i,t}$		$FI-Pct_{i,t}$	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	15.458	39.545***	0.879	3.269***
$ADOPT_{i,t}$	0.650	3.323***	0.266	1.979**
$GOV_{i,t}(TCG_{i,t})$	0.055	11.663***	0.018	5.585***
$ADOPT_{i,t} \times GOV_{i,t}(TCG_{i,t})$	0.012	1.814*	0.008	1.842*
$GROWTH_{i,t}$	-0.194	-0.616	-0.317	-1.464
$LEV_{i,t}$	-0.393	-0.695	-0.546	-1.407
$ROA_{i,t}$	7.695	4.841***	3.590	3.284***
$BTM_{i,t}$	-0.698	-8.487***	-0.261	-4.610***
$DIVIDEND_{i,t}$	-0.108	-1.455	0.035	0.689
$RET_{i,t}$	0.000	0.023	0.000	0.079
$BIG4_{i,t}$	1.791	6.577***	0.829	4.426***
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함	
<i>Observations</i>	548		548	
<i>F-Value</i>	39.254***		17.547***	
<i>AdjR²</i>	0.583		0.377	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1),(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

<표 4-12> Panel A의 종속변수인 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 를 이용해 회귀분석한 결과를 살펴보면, $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 와 기타 변수들 간의 관계는 거의 유사한 결과를 보인다. $ADOPT$ 및 $GOV(TCG)$ 는 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 나타낸다. 이는 <가설 1>과 <가설 2>의 검증모형과 일관된 결과를 보이고 있으며, 즉 K-IFRS 도입 이후 제조기업의 외국인 투자가 높게 나타났으며, IFRS와 별도로 제조기업의 지배구조 질이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다. 한편, 주요 관심변수인 $ADOPT \times GOV(TCG)$ 는 $FI-Amt$ 경우 회귀계수가 양(+)의 부호를 가지나 통계적으로 유의하지 않고, $FI-Pct$ 경우 회귀계수가 음(-)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보이며, 또한 부호의 일관성이 없다. 따라서 IFRS 도입 이후 제조기업의 지배구조와 외국인 투자는 유의미한 결과가 나타나지 않은 것으로 해석된다. 이러한 결과 K-IFRS 도입으로 경영자와 투자자들 사이에 정보비대칭이 감소

하면 지배구조가 우수한 기업에 외국인 투자가 높아질 것이라는 예상과 다른 결과를 보여 주고 있다.

Panel B의 종속변수인 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 를 이용해 회귀분석한 결과를 살펴보면, 주요 관심변수인 $ADOPT \times GOV(TCG)$ 는 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 모두 유의수준 10% 이내에서 양(+)의 부호를 나타내고 있다. 이는 K-IFRS 도입 이후 비제조기업의 지배구조의 질이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다. 이러한 결과는 <가설 3>을 지지하는 결과이다. 즉, IFRS 도입 이후 유가증권 상장기업 중 비제조기업의 지배구조의 질이 높을수록 외국인 투자자들이 선호함을 알 수 있다.

4.4.3.3 K-IFRS 도입 이후 기업규모에 의한 지배구조와 외국인 투자 선행회귀분석(자산 2조원미만 기업)

<표 4-13>은 K-IFRS 도입 이후 자산 2조원미만 기업의 지배구조가 외국인 투자에 미치는 영향을 검증모형 식(3-1)을 사용해 회귀분석한 결과를 제시하고 있다. 한편, 앞에서 언급한 바와 같이 상관관계 분석결과에서 기업지배구조와 관련된 변수들과 $SIZE$ 는 높은 상관관계가 나타나는 것을 볼 수 있는데, 이는 증권거래법의 자산 2조원이상의 기업에 대한 이사회와 사외이사 도입과 감사위원회 설치 의무화 규정 때문에 관련성이 높게 나타나는 것으로 판단된다. 따라서 기업규모가 모형에 포함될 경우 지배구조와 외국인 투자 간의 관련성을 검증하는데 있어 분석결과의 왜곡성을 초래할 수 있다. 이러한 맥락에서 지배구조 강제규정 특성과 관계없고, 비교적 자발적으로 지배구조를 개선할 것으로 예상되는 자산규모 2조원미만인 기업을 대상으로 추가분석을 실시하였다.

<표 4-13> K-IFRS 도입 이후 기업지배구조와 외국인 투자
선형회귀분석(자산 2조원미만 기업)

변수	<i>FI-Amt_{i,t}</i>		<i>FI-Pct_{i,t}</i>	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	-19.099	-17.952***	-15.505	-15.317***
<i>ADOPT_{i,t}</i>	0.310	3.048***	0.289	2.987***
<i>GOV_{i,t}(TCG_{i,t})</i>	0.007	1.696*	0.004	1.121
<i>ADOPT_{i,t} × GOV_{i,t}(TCG_{i,t})</i>	0.009	1.675*	0.010	1.848*
<i>SIZE_{i,t}</i>	1.916	33.049***	0.925	16.781***
<i>GROWTH_{i,t}</i>	-0.054	-0.339	-0.166	-1.090
<i>LEV_{i,t}</i>	-4.827	-17.414***	-2.888	-10.952***
<i>ROA_{i,t}</i>	-0.661	-0.829	-0.462	-0.608
<i>BTM_{i,t}</i>	-1.005	-20.534***	-0.440	-9.439***
<i>DIVIDEND_{i,t}</i>	0.114	3.412***	0.133	4.209***
<i>RET_{i,t}</i>	0.001	1.189	0.000	-0.228
<i>BIG4_{i,t}</i>	0.078	0.762	0.055	0.561
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함	
<i>Observations</i>	1,420		1,420	
<i>F-Value</i>	105.997***		33.616***	
<i>Adj R²</i>	0.619		0.336	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(2) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

주3) 자산 2조원미만 기업은 사외이사 및 감사위원회제도의 특성과 관련이 없으므로 *SIZE*를 변수에 포함시켰다.

<표 4-13>의 *FI-Amt* 및 *FI-Pct*를 종속변수로 이용한 회귀분석 결과를 살펴보면, *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 본 연구의 주요 관심변수인 *ADOPT*×*GOV*(*TCG*)의 회귀계수가 유의수준 10% 이내에서 유의한 양(+)의 부호를 나타낸다. 이는 IFRS 도입 이후 유가증권 상장기업 중 자산 2조원미만인 기업들의 지배구조 질이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다. 따라서 K-IFRS 도입 이후 기업지배구조의 질이 높을수록 외국인 투자가 증가할 것이라고 주장한 <가설 3>을 지지하는 결과이다. 이러한 결과는 대기업과는 달리 중소·중견기업의 지배구조 질이 높을수록 외국인 투자가 높다는 것을 의미한다. 즉, 중소·중견기업들도 IFRS의 이점을 극대화시키고자 강한 지배구조를 갖추어 경영자를 효율적으로 통

제함으로써 회계의 질이 높아지고, 기업에 대한 정보를 더 많이 공시하게 되어 경영자와 투자자간의 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다. 이는 경영자 감시 역할을 수행하는 이사회 및 감사위원회의 기능이 높을수록 정보비대칭을 줄인다고 제시한 Cormier et al.(2010, 2013)의 주장과 대기업보다 오히려 중소기업에서 지배구조 효과가 크게 나타남을 제시한 신범철·이의영(2014)의 연구결과와 일관성이 있다.

4.4.4 <가설 4> 관련 추가분석

4.4.4.1 대기업과 외국인 투자에 대한 선행회귀분석

<표 4-14>는 K-IFRS 도입 이후 대기업(자산 5조원 초과 기업)이 외국인 투자에 미치는 영향을 검증모형 식(1)을 사용해 분석한 결과를 제시하고 있다. <표 4-14>의 *FI-Amt* 및 *FI-Pct*를 종속변수로 이용한 회귀분석 결과를 살펴보면, 각각의 결과가 대체로 유사하다는 것을 알 수 있다.

관심변수인 *ADOPT*는 *FI-Amt* 경우 음(-)의 부호를 보이고 있고, *FI-Pct* 경우 양(+)의 부호를 보이고 있지만 통계적으로 유의하지 않은 결과를 나타내며, 또한 부호의 일관성이 없다. 이는 K-IFRS 도입 이후 자산 5조원 초과하는 유가증권 상장기업에 대한 외국인 투자 금액은 낮아지고, 외국인 투자 지분율은 높아지는 것으로 나타내기는 하지만 통계적으로 유의성이 낮으므로, IFRS 도입 이후 외국인 투자는 대기업에서 유의미한 결과가 나타나지 않은 것으로 해석된다. 따라서 이러한 결과는 <가설 4>를 지지하는 결과를 보여준다. 한편 *SIZE*는 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 회귀계수는 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보이고 있어 외국인 투자자들은 K-IFRS의 도입 이후에도 여전히 규모가 큰 기업을 선호한다는 것을 알 수 있다. *GROWTH*는 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 음(-)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보인다. *LEV*는 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 1% 유의수준 이내에서 유

의한 음(-)의 부호를 보여준다. *ROA*는 *FI-Amt* 경우 양(+)의 부호를 보이거나 통계적으로 유의하지 않고, *FI-Pct* 경우 10% 유의수준 이내에서 양(+)의 부호를 보여 통계적 일관성이 없다. *BTM*은 *FI-Amt* 경우 1% 유의수준 이내에서 유의한 음(-)의 부호를 보이며, *FI-Pct* 경우 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않고 부호의 일관성이 없다. *DIVIDEND*는 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보인다. *RET*는 *FI-Amt* 경우 5% 유의수준 이내에서 유의한 양(+)의 부호를 보이고, *FI-Pct* 경우 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않으며 통계적 일관성이 없다.

<표 4-14> K-IFRS 도입 이후 대기업과 외국인 투자 선형회귀분석

변수	<i>FI-Amt_{i,t}</i>		<i>FI-Pct_{i,t}</i>	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	-6.362	-3.052***	-2.480	-1.549
<i>ADOPT_{i,t}</i>	-0.026	-0.216	0.081	0.878
<i>SIZE_{i,t}</i>	1.271	14.135***	0.260	3.763***
<i>GROWTH_{i,t}</i>	-0.093	-0.490	-0.170	-1.160
<i>LEV_{i,t}</i>	-3.664	-7.264***	-1.248	-3.221***
<i>ROA_{i,t}</i>	2.395	1.487	2.055	1.661*
<i>BTM_{i,t}</i>	-0.401	-5.394***	0.055	0.965
<i>DIVIDEND_{i,t}</i>	0.044	0.656	0.078	1.530
<i>RET_{i,t}</i>	0.003	2.116**	0.001	1.218
<i>BIG4_{i,t}</i>				
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함	
<i>Observations</i>	168		168	
<i>F-Value</i>	38.710***		8.413***	
<i>AdjR²</i>	0.760		0.383	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

주3) 2009년, 2010년, 2012년 및 2013년도에 자산 5조원초과 기업을 대상으로 분석, 표본은 42기업 168기업-년도, 표본이 모두 *BIG4_{i,t}* 회계법인으로 *BIG4_{i,t}*는 분석에서 제외, 그리고 초기도입기업을 표본에서 제거함.

주4) 대기업과 중소·중견기업 구분은 산업발전법 및 중소기업기본법 규정에 따라 구분함.

4.4.4.2 중소·중견기업과 외국인 투자에 대한 선행회귀분석

<표 4-15>는 K-IFRS 도입 이후 중소·중견기업(자산 5조원 미만)이 외국인 투자에 미치는 영향을 식(1)을 사용해 분석한 결과를 보여준다. *FI-Amt* 및 *FI-Pct*를 종속변수로 이용한 회귀분석 결과를 살펴보면, 각각의 결과가 거의 유사하다는 것을 알 수 있다.

관심변수인 *ADOPT*는 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 회귀계수가 5% 수준 이내에서 유의한 양(+)의 부호를 보이고 있다. 이는 예측한 바와 같이 K-IFRS 도입으로 대기업보다 중소·중견기업에서 정보비대칭이 더욱 감소하여 중소·중견기업에 외국인 투자가 활발히 이루어져 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다. 이러한 결과는 K-IFRS 도입 이후 도입 이전에 비해 외국인 투자가 대기업보다 중소·중견기업에서 더욱 증가할 것이라는 <가설 4>의 주장을 지지하는 결과이다. *SIZE*는 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 1% 유의수준 이내에서 유의한 양(+)의 부호를 보인다. *GROWTH*는 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 음(-)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보인다. *LEV*와 *BTM*은 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 1% 유의수준 이내에서 유의한 음(-)의 부호를 보인다. *ROA*는 *FI-Amt*의 경우 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않고, *FI-Pct* 경우 음(-)의 부호를 보이지만 역시 통계적으로 유의하지 않으며 부호의 일관성이 없다. *DIVIDEND*는 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 회귀계수가 1% 수준에서 유의한 양(+)의 부호를 보이고 있다. 이는 외국인 투자자는 배당성향이 높은 기업을 선호한다는 선행 연구결과와 일관성이 있다(강형우·김기홍 2008, 박경서·이은정 2006, 문현주 2013, 설원식·김수정 2005 등). *RET*와 *BIG4*는 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보인다.

<표 4-15> K-IFRS 도입 이후 중소·중견기업과 외국인 투자 선형회귀분석

변수	$FI-Amt_{i,t}$		$FI-Pct_{i,t}$	
	계수	t-통계량	계수	t-통계량
<i>Constant</i>	-18.884	-23.737***	-15.063	-20.043***
<i>ADOPT_{i,t}</i>	0.185	2.206**	0.169	2.134**
<i>SIZE_{i,t}</i>	1.894	43.357***	0.894	21.657***
<i>GROWTH_{i,t}</i>	-0.129	-0.915	-0.205	-1.541
<i>LEV_{i,t}</i>	-4.734	-18.792***	-2.760	-11.598***
<i>ROA_{i,t}</i>	0.097	0.130	-0.009	-0.013
<i>BTM_{i,t}</i>	-0.964	-22.693***	-0.414	-10.312***
<i>DIVIDEND_{i,t}</i>	0.123	4.024***	0.145	5.026***
<i>RET_{i,t}</i>	0.001	1.549	0.000	0.034
<i>BIG4_{i,t}</i>	0.122	1.261	0.084	0.920
<i>INDUSTRY_{i,t}</i>	포함		포함	
<i>Observations</i>	1,604		1,604	
<i>F-Value</i>	162.799***		46.493***	
<i>AdjR²</i>	0.669		0.362	

주1) 변수의 조작적 정의 : 식(1) 참고

주2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(양측검증)

4.5 실증분석 결과 요약

본 연구는 2009년부터 2013년 사이에 유가증권 상장기업 1,832개 기업-년도를 대상으로 Covrig et al.(2007)의 연구모형을 변형하여 주요 변수인 외국인 투자금액 및 투자지분율, 그리고 기업지배구조 점수 및 기업규모와 기존 통제변수를 사용하여, K-IFRS 도입 이후 도입 이전에 비해 외국인 투자가 증가했는지 여부와 기업지배구조의 질이 외국인 투자에 영향을 미치는지, 그리고 K-IFRS 도입에 따라 기업지배구조가 외국인 투자에 영향을 미치는지, 마지막으로 K-IFRS 도입과 관련하여 기업규모가 외국인 투자에 다르게 영향을 미치는지 여부를 살펴보았다. 분석결과는 <표 4-16> 실증분석 결과표와 같다.

<가설 1>의 검증결과, 관심변수인 *ADOPT*의 회귀계수가 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 가져 <가설 1>을 지지하는 결과를 제시하고 있다. 이는 IFRS의 특징들이 재무보고에 일관성 있게 반영됨

으로써 정보적 변화를 가져와 외국인 투자자들의 정보처리비용 및 기업과 외국인 투자자들 사이에 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자가 높게 나타난 것으로 해석된다.

<가설 2>의 검증결과, 관심변수인 지배구조 총점수 $GOV(TCG)$ 의 회귀계수가 1% 유의수준에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 나타내 <가설 2>를 지지하는 결과이다. 이는 기업지배구조가 경영자를 효율적으로 통제함으로써 경영자와 투자자들 간에 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자를 유인한 것으로 해석된다.

<가설 3>의 검증결과, IFRS 도입 이후 기업지배구조 개별 항목 중 이사회 기능이 높은 기업일수록 외국인 투자가 높게 나타났다. 이는 경영자의 재량권을 최종적으로 통제할 수 있는 기업지배구조 메커니즘은 이사회이고, IFRS 도입 이후 외국인 투자자들은 기업지배구조 메커니즘들 중에서 이사의 역할을 더 비중있게 평가함으로써 IFRS 도입 이후 기업지배구조 요소 중 이사회 역할의 중요성이 더욱 커졌음을 의미한다. 반면에, 관심변수인 $ADOPT \times GOV(TCG)$, 즉 기업지배구조 총점수의 회귀계수가 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의성이 낮게 나타났다. 이는 자산규모 2조원 이상 기업에 강제적용되는 사외이사제도와 감사위원회설치의 메커니즘 특성과 평가모형 변경에 따른 평가점수의 감소 및 지배구조 점수 변수의 잠재적 내생성 문제를 통제하지 못한 점 등 때문에 유의미한 결과가 나타나지 않은 것으로 해석된다.

<가설 4>의 검증결과, 관심변수인 $ADOPT \times SIZE$ 의 회귀계수가 5%~10% 유의수준에서 유의한 음(-)의 부호를 가져 <가설 4>를 지지하는 결과이다. 이는 IFRS 특징들이 회계처리 등에 일관되게 적용됨으로써 정보적 변화가 대기업보다 중소·중견기업에서 더욱 크게 작용하여 중소·중견기업에서 정보비대칭이 더 크게 감소한다는 것을 의미한다. 따라서 K-IFRS 도입 이후 대기업보다 중소·중견기업에서 외국인 투자가 활발히 이루어짐을 의미한다. 또한, 이러한 결과는 기업규모가 작은 기업도 질적 수준이 높은 재무제표를 제공함으로써 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자가 높게 나타난 것으로 해석된다. 즉, IFRS 도입 이후 대기업과는 달리

중소·중견기업에서 더욱 더 재무보고의 질을 높이는데 참여한다는 것을 알 수 있다.

추가분석에서 <가설 1>과 관련하여 12월말 추가자료 사용과 코스닥기업 대상 분석결과, 모두 관심변수인 *ADOPT*의 회귀계수가 *FI-Amt* 및 *FI-Pct* 모두 유의수준 1% 이내에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보여 <가설 1>을 지지하는 결과이다. 이러한 결과는 (t+1)기 3월말 추가자료에 의한 본 분석결과와 차이가 없으며, 이는 특정시점에 기인한 현상은 아니며, 외국인 투자가 K-IFRS 도입 이후 전반적으로 증가했기 때문으로 해석된다. 그리고 코스닥기업이 유의미한 결과를 보인 것은, 기업규모가 작은 기업도 도입 이후 질적 수준이 높은 재무제표를 제공함으로써 정보 비대칭이 감소하여 외국인 투자가 높게 나타난 것으로 해석된다. <가설 2>와 관련하여 *SIZE*를 포함한 분석결과, 통계적으로 유의성이 낮은 것으로 나타났다.

<가설 3>과 관련하여 *SIZE*를 포함할 경우, 통계적으로 유의성이 낮은 것으로 나타났다. 그리고 제조업과 비제조업에 대한 분석결과, 제조업은 통계적으로 유의성이 낮게 나타났으며, 비제조업은 유의한 양(+)의 부호를 가져 <가설 3>을 지지하는 결과이다. 한편, K-IFRS 도입 이후 지배구조 강제규정 특성과 무관하고, 비교적 자발적으로 지배구조를 개선할 것으로 예상되는 자산 2조원미만 기업을 대상으로 살펴본 결과, 관심변수인 *ADOPT*×*GOV(TCG)*의 회귀계수가 10% 유의수준에서 유의한 양(+)의 부호를 나타내 <가설 3>을 지지하는 결과를 보여준다. 이는 유가증권 상장기업 중 자산 2조원미만 기업들의 지배구조 질이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다. 즉, 규모가 작은 기업들도 IFRS의 이점(profit)을 극대화시키고자 강한 지배구조를 갖추어 경영자를 효율적으로 통제함으로써 회계의 질이 높아지고, 기업에 대한 정보를 더 많이 공시하게 되어 경영자와 투자자간의 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다.

마지막으로 <가설 4>와 관련하여 코스피 및 코스닥기업과 외국인 투자 분석결과, 관심변수인 *KOSDAQ*×*ADOPT*의 회귀계수가 유의수준 1% 이내

에서 매우 유의한 양(+)의 부호를 보여 <가설 4>를 지지하는 결과를 보여준다. 이는 K-IFRS 도입 이후 규모가 작은 기업에서 K-IFRS 도입 효과에 따른 정보비대칭이 대기업보다 더 크게 감소하여 외국인 투자가 높게 나타난 것으로 해석된다. 그리고 대기업과 외국인 투자 분석결과, 관심변수인 *ADOPT*의 회귀계수가 통계적으로 유의하지 않은 부호를 보여 <가설 4>를 지지하는 결과이다. 중소·중견기업과 외국인 투자 분석결과, 관심변수인 *ADOPT*의 회귀계수가 5% 수준 이내에서 양(+)의 부호를 가져 <가설 4>를 지지하는 결과를 보여준다. 이는 기업규모가 작은 기업도 질적 수준이 높은 재무제표를 제공함으로써 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자가 높게 나타난 것으로 해석된다. 즉, IFRS 도입 이후 대기업과는 달리 중소·중견기업에서 더욱 더 재무보고의 질을 높이는데 참여한다는 것을 알 수 있다.



HANSUNG
UNIVERSITY

<표 4-16> 실증분석 결과표

구분	가설	분석내용	결과	채택여부
본 분 석	<가설 1>	외국인 투자 증가여부	K-IFRS 도입 이후 도입이전에 비해 외국인 투자가 증가함	채택
	<가설 2>	기업지배구조와 외국인 투자	지배구조의 질이 높은 기업일수록 외국인 투자가 높아짐	채택
	<가설 3>	K-IFRS 도입 이후 기업 지배구조와 외국인 투자 (기업지배구조 개별 항목 점수)	대부분 통계적으로 유의성이 낮으며, 일부 항목에서 유의한 양(+)의 부호를 가짐	부분채택
		K-IFRS 도입 이후 기업 지배구조와 외국인투자 (기업지배구조 총점수)	통계적으로 유의성이 낮음	불채택
	<가설 4>	기업규모와 외국인 투자	K-IFRS 도입 이후 대기업보다 중소·중견기업에서 외국인 투자가 더욱 높아짐	채택
추 가 분 석	<가설 1>	외국인 투자 증가 여부 (12월말 추가자료 사용)	K-IFRS 도입 이후 도입이전에 비해 외국인 투자가 증가함	채택
		외국인 투자 증가 여부 (코스닥기업)	K-IFRS 도입 이후 도입 이전에 비해 외국인 투자가 증가함	채택
	<가설 2>	기업지배구조와 외국인 투자 (SIZE 포함)	통계적으로 유의성 낮음	불채택
	<가설 3>	K-IFRS 도입 이후 기업 지배구조와 외국인 투자 (SIZE 포함)	통계적으로 유의성이 낮음	불채택
		K-IFRS 도입 이후 기업 지배구조와 외국인 투자 (제조업과 비제조업)	제조업은 통계적으로 유의성이 낮으며, 비제조업은 유의한 양(+)의 부호를 가짐	부분채택
		K-IFRS 도입 이후 기업 지배구조와 외국인 투자 (자산 2조원미만 기업)	K-IFRS 도입 이후 지배구조의 질이 높은 기업일수록 외국인 투자가 높아짐	채택
	<가설 4>	기업규모와 외국인 투자 (KOSPI와 KOSDAQ)	코스피보다 코스닥기업에서 외국인 투자가 더욱 높아짐	채택
		기업규모와 외국인 투자 (대기업)	통계적으로 유의성이 낮음	채택
		기업규모와 외국인 투자 (중소·중견기업)	K-IFRS 도입 이후 대기업보다 중소·중견기업에서 외국인 투자가 더욱 높아짐	채택

V. 결론

5.1 연구 결과

본 연구는 K-IFRS 도입이 외국인 투자에 영향을 미치는지 여부를 분석하였다. 이는 K-IFRS 도입이 외국인 투자에 미치는 영향을 국내에서 처음으로 회귀분석을 통해 분석한 연구이다. 또한, 국내에서는 K-IFRS 도입과 관련하여, 기업지배구조의 질이 외국인 투자에 영향을 미치는지 여부에 대해 아직 실증적으로 검증된 결과가 전무한 상태이다. 따라서 K-IFRS 도입 이후 기업 지배구조의 질이 외국인 투자에 영향을 미치는지 여부를 분석하였으며, 아울러 기업규모가 외국인 투자에 영향을 미치는지 여부를 분석하였다. 외국인 투자금액($FI-Amt$)과 투자지분율($FI-Pct$)의 대용변수로 $(t+1)$ 기 3월말 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 와 분석대상 t 기 동안의 평균 $FI-Amt$ 및 $FI-Pct$ 를 사용하였다.

IFRS 도입에 따른 기업지배구조 및 기업규모가 외국인 투자에 미치는 영향을 살펴보기 위해, 한국증권거래소에 2009년부터 2013년까지 지속적으로 상장되고 있는 12월 결산법인 1,832기업/년수를 대상으로 분석하였다. 재무자료와 외국인 투자 자료는 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE에서 추출하였으며, 기업지배구조와 관련된 자료는 CGS(한국기업지배구조원)가 평가 산정하여 제공한 기업지배구조 평가점수인데, 이를 기업지배구조의 질의 대용치로 사용하였다. 기업규모는 산업발전법 및 중소기업기본법 규정에 따라 자산 5조원초과 하는 대기업과 자산 5조원미만인 중소·중견기업으로 구분하여 분석하였다. 그리고 외국인 투자에 영향을 줄 수 있는 잠재적 통제변수들을 고려한 후 회귀분석을 통해 분석하였다. 이러한 실증분석을 통한 본 연구의 결과는 다음과 같다.

첫째, 외국인 투자는 IFRS 도입 이전에 비해 도입 이후 높은 평균값을 보였고, 통계적으로 매우 유의한 차이가 있었으며, 선행회귀분석 결과에서도 이와 일치하는 결과가 제시되었다. 즉, IFRS 도입 이후 도입 이전보다 외국인

투자가 증가한 것으로 나타났다.

둘째, IFRS 도입과는 별도로, 기업지배구조와 외국인 투자는 통계(상관관계 및 단변량분석)적으로 매우 유의한 차이가 있었으며, 회귀분석 결과에서도 이와 일치하는 결과가 제시되었다. 즉, 지배구조의 질이 높은 기업일수록 외국인 투자가 높게 나타났다.

셋째, IFRS 도입 이후 기업지배구조 개별 항목과 외국인 투자는 개별 항목 중 이사회 기능이 높은 기업일수록 외국인 투자가 높게 나타났다. 이는 경영자의 재량권을 최종적으로 통제할 수 있는 기업지배구조 메커니즘은 이사회이고, IFRS 도입 이후 외국인 투자자들은 기업지배구조 메커니즘들 중에서 이사회를 더 비중있게 평가함으로써 IFRS 도입 이후 기업지배구조 요소 중 이사회 역할의 중요성이 더욱 커졌음을 의미한다.

반면에, 관심변수인 기업지배구조 총점수의 회귀계수가 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로 유의성이 낮게 나타났다. 이는 자산규모 2조원이상 기업에 강제 적용되는 사외이사제도와 감사위원회설치 메커니즘의 특성과 평가모형 변경에 따른 평가점수의 감소 및 지배구조 점수 변수의 잠재적 내생성 문제를 통제하지 못한 점 등 때문에 유의미한 결과가 나타나지 않은 것으로 해석된다.

넷째, IFRS 도입 이후 도입 이전에 비해 외국인 투자자들에게 규모의 효과가 낮은 것으로 나타났다. 이는 IFRS 도입으로 정보비대칭이 중소·중견기업에서 더 크게 감소함으로써 대기업보다 중소·중견기업에서 외국인 투자가 더욱 높게 나타난 것으로 해석된다. 즉, IFRS 도입 이후 규모가 작은 기업도 질적 수준이 높은 재무제표를 제공함으로써 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자가 더욱 높게 나타난 것으로 해석되며, 이는 IFRS 도입 이후 대기업과는 달리 중소·중견기업에서 더욱 더 재무보고의 질을 높이는데 참여한다는 것을 의미한다.

추가분석에서, <가설 1>과 관련하여 12월말 주가자료 사용 분석과 코스닥 기업 대상 분석에서도 모두 IFRS 도입 이후 도입 이전에 비해 외국인 투자가 증가한 것으로 나타났다. <가설 2>와 관련하여 *SIZE*를 포함한 분석결과, 통계적으로 유의성이 낮은 것으로 나타났다. <가설 3>과 관련하여 *SIZE*

를 포함할 경우, 통계적으로 유의성이 낮은 것으로 나타났다. 제조업과 비제조업에 대한 분석결과, 제조업은 통계적으로 유의성이 낮게 나타났으며, 비제조업은 유의한 양(+)의 부호를 가지는 것으로 나타났다. 한편, 지배구조 강제적용 특성과 관련이 없고, 비교적 자발적으로 지배구조를 개선할 것으로 예상되는 자산 2조원미만 기업에서 IFRS 도입 이후 지배구조의 질이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타났다. 이는 대기업과는 달리 중소·중견기업의 지배구조 질이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다. 이러한 결과는 규모가 작은 기업들도 IFRS의 이점을 극대화하기 위해 강한 지배구조를 갖추어 경영자를 효율적으로 감시하여 그 결과 질적 수준이 높은 재무제표 등을 제공함으로써 기업과 투자자간의 정보비대칭이 감소하여 외국인 투자가 높게 나타남을 의미한다. <가설 4>와 관련하여 코스피 및 코스닥기업과 외국인 투자 분석결과, 대기업인 코스피보다 중소기업인 코스닥기업이 IFRS 도입 이전에 비해 도입 이후 외국인 투자가 높게 나타났다. 그리고 대기업과 중소·중견기업에 대한 각각의 분석결과, 대기업은 통계적으로 유의성이 낮은 것으로 나타났고, 중소·중견기업에서 외국인 투자가 더욱 높게 나타났다.

5.2 연구의 시사점과 한계점

재무적 측면에서 보면, IFRS 도입으로 기업들은 IFRS의 특징(연결재무제표 작성, 회계처리의 다양성, 공시량의 증가 등)들을 회계처리에 일관성 있게 적용함으로써 회계의 질 및 비교가능성을 높이고, 이에 정보비대칭을 감소시켜 투자를 유인하고자 하지만, 이는 IFRS의 이점을 극대화하려는 경영자의 의사결정에 달려있으며, 비재무적 측면에서, 기업들은 IFRS 효과를 극대화시키기 위해 강한 기업지배구조(이사회 등)를 갖추어 경영자의 재량적 회계선택을 효율적으로 통제함으로써 회계의 질을 높여 경영자와 투자자들 사이에 정보비대칭의 한계를 극복하여 투자를 유인하고자 한다. 따라서 정보열위에 있는 잠재적 외국인 투자자들의 투자를 유인하려면 우선 기업지배구조가 우수하여야 됨을 실증분석을 통해 확인하였다.

본 연구는 IFRS 도입이 외국인 투자에 미치는 영향을 국내 최초로 회계분석을 통해 실증분석하였다는 점과, IFRS 도입과 관련하여 기업지배구조의 질이 외국인 투자에 미치는 영향을 역시 국내 최초로 실증분석하였다는 점에서 의의가 크다고 할 수 있다. 이러한 실증결과가 금융업계, 금융당국, 회계감사인 및 자본시장 참여자들에게 유용한 정보제공 역할을 할 것으로 기대한다. 또한, 기업규모 측면에서 IFRS 도입 효과를 극대화하기 위해, 즉 더 많은 외국인 투자 자본을 유치하기 위해 대기업과는 달리 중소·중견기업에서 더욱 더 재무보고의 질을 높이는 데 참여하는 것으로 나타났고, IFRS 도입 이후 대기업과는 달리 중소·중견기업의 지배구조 질이 높을수록 외국인 투자가 높게 나타나, 앞으로 국내 자본시장의 흐름에 시사하는 바가 크다 할 것이다.

최근 세계적 이슈가 되고 있는 지속가능경영의 일환으로 기업지배구조의 건전성을 높이는 것이 핵심요소인 만큼, 지배구조의 중요성이 어느 때보다 크게 부각되고 있다. 이와 같은 맥락에서 본 논문이 IFRS 도입에 따른 기업지배구조가 외국인 투자에 미치는 영향을 처음 실증분석한 연구이므로, 이를 시발점으로 삼아 앞으로 더 많은 연구가 발전해 나갈 수 있기를 기대한다. 한편, 최근 해외 선행 연구결과(Beneish et al. 2012)와 같이 초저금리 시대와 맞물려 도입된 IFRS가 자기자본시장 뿐만 아니라 부채시장에서도 영향을 미칠 것으로 예상되어, 이에 대한 분석을 계획하였지만, 채권투자에 대한 개별 기업 자료수집이 불가능하여 분석을 못한 점은 못내 아쉬움으로 남는다.

추후 이에 대한 자료수집이 가능하다면 IFRS 도입과 부채시장, 또는 IFRS 도입에 따른 기업지배구조와 부채시장을 연관 지어 살펴보는 것은 의미있는 연구주제가 될 것이다. 마지막으로 본 논문이 금융감독원 등에 대해 정책적 시사점을 제시하였고, 학계는 물론, 논문을 준비하는 회계학전공 대학원생들에게 회계연구에 있어 좋은 연구주제를 제공하였다는 점에서 그 공헌성이 있다고 할 수 있다. 또한, IFRS 이점을 극대화시켜, 외국인 투자자들에 의한 해외자본을 유치하기 위해서는 우선적으로 기업들이 우수한 지배구조를 갖추어야 한다는 것과 특히, IFRS 도입 이후 이사회 기능이 높을수록 외국인 투자가 높아져 기업지배구조 요소 중 이사회 역할의 중요성이 더욱 커졌으며, 기업규모 측면에서 IFRS 도입 이후 중소·중견기업의 지배구조 질이 우수할수록

외국인 투자가 높게 나타났고, 대기업과는 달리 중소·중견기업에서 더욱 더 재무보고의 질을 높이는데 참여한다는 것을 실증을 통해 발견하였다는 점에서 본 연구의 공헌성이 있다고 볼 수 있다.

한편, 기업지배구조와 외국인 투자 관련하여 선행연구들은 물론 본 연구결과에서도 기업지배구조 요소 중 이사회가 중추적인 역할을 수행하는 것으로 제시하고 있음에도 불구하고, CGS가 이사회보다 하위 메커니즘들인 주주권리 보호 등에 점수 비중을 비합리적으로 더 높게 배정함으로써 이들을 측정치로 사용할 경우 분석결과의 왜곡성을 초래할 수 있어 측정치의 한계성이 드러나고 있다. 따라서 앞으로 CGS가 개별 기업들에 대해 더욱 더 합리적인 방법으로 일관되게 지배구조를 평가하여 명실상부한 기업지배구조 점수가 산정되기를 기대한다.



참 고 문 헌

1. 국내문헌

강민정·이명건·이호영, 2013, “회계정보의 비교가능성이 재무분석가 이익 예측 및 회계정보 가치관련성에 미치는 영향”, 회계학연구(제38권 제1호), pp.281-320.

강형우·김기홍, 2008, “기업의 재무적 구조가 외국인 주식투자에 미치는 영향”, 국제통상연구(제13권 제2호), pp.95-131.

고대영·백은영·안미강, 2012, “기업지배구조가 외국인지분율에 미치는 영향”, 회계정보연구(제30권 제1호), pp.29-59.

곽영민·장지경, 2010, “기업지배구조가 보고이익의 정보력에 미치는 영향 -사외이사·감사위원회를 중심으로-”, 국제회계연구(제33집), pp.1-22.

기현희·왕현선·박정산, 2013, “국제회계기준 도입에 따른 연결재무제표와 별도 재무제표의 정보효과 비교”, 국제회계연구(제48집), pp.55-76.

김동순·김병선, 2000, “기관투자자의 역할에 관한 연구-기업경영의 효율성 및 주가행태에 대한 효과”, 2000년 제4차 증권정책 심포지엄-건전한 증권시장, pp.401-438.

김동순·엄승섭, 2008, “국내기업의 지배구조가 외국인 투자 및 기업 가치에 미치는 영향”, 국제경영리뷰(제12권 제4호), pp.155-172.

김동욱·정민규·김병곤, 2012, “정보비대칭은 자본구조 의사결정에 영향을 미치는가?”, 대한경영학회지(제25권 제2호), pp.767-787.

김문태·고대영·위준복, 2008, “외국인투자자와 감사위원회 설치 및 사외이사 특성이 기업 가치에 미치는 영향”, 회계정보연구(제26권 제3호), pp.65-88.

김문태·박길영, 2009, “감사위원회와 사외이사가 경영자의 사적소비와 자산효

- 율성에 미치는 영향”, 회계정보연구(제27권 제2호), pp.211-235.
- 김병태·김용식·홍용식, 2012, “한국채택국제회계기준 조기도입이 이익조정에 미치는 영향”, 회계연구(제17권 제3호), pp.83-112
- 김병호, 2006, “우리나라 기업에서 이사회 구성이 이익조정에 미치는 영향에 대한 실증적연구: 이익의 상향과 하향 조정유인의 경우를 중심으로”, 회계학연구(제31권 제1호), pp.1-32.
- 김병호, 2013, “우리나라 기업의 지배구조와 보고이익 및 기업의 미래성과 간의 관련성에 대한 실증적 분석”, 회계정보연구(제31권 제3호), pp.1-31.
- 김새로나·양동훈·손언승·김진선, 2012, “IFRS 조기도입, 재량적 발생액 및 이익의 정보유용성”, 회계정보연구(제30권 제3호), pp.259-299.
- 김영욱·최영수·최정호·김학운, 2014, “IFRS 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성”, 회계학연구(제39권 제1호), pp.117-146.
- 김옥순·이기동, 2013, “K-IFRS 도입 이후 연결재무제표의 주재무제표로서의 역할과 시장반응에 대한 연구”, 한국지능정보시스템학회(학술대회논문집), pp.253-260.
- 김용식, 2011, “K-IFRS 조기도입이 정보비대칭과 이익의 질에 미치는 효과”, 회계정보연구(제29권 제4호), pp.273-299.
- 김용식·강선아, 2012, “국제회계기준 도입 계획이 감사인 선임과 감사품질에 미치는 영향”, 회계정보연구(제30권 제2호), pp.147-173.
- 김용식·조상민, 2014, “K-IFRS에 따른 재무보고의 경제적효과”, 회계저널(제23권 제2호), pp.73-103.
- 김정권·박효진, 2005, “회계이익의 지속성이 외국인투자자 지분율에 미치는 영향”, 경영논총(제23권 제2호), pp.25-44.
- 김종일·손호철, 2013, “K-IFRS 적용 전·후의 이익조정에 관한 연구”, 국제회계연구(제48집 4월호), pp.77-106.

- 김지홍·장진호·여은정, 2005, “공정공시 전후의 이익공시에 대한 시장반응비교”, 경영학연구(제34권 제6호), pp.1895-1915.
- 김철중, 1995, “주식대량거래자의 투자 행태에 관한 실증적 연구”, 증권학회지(제18집), pp.125-158.
- 김충환, 2013, “외국인 기관투자자와 기업지배구조가 차입비용에 미치는 영향”, 한국산학기술학회논문지(제14권 제1호), pp.143-147.
- 김치옥, 2011, “남북관계와 Korea Discount 상관성 분석”, 통일과 평화(제3집 제1호), pp.220-252.
- 김현아·서석홍, 2013, “자발적 분·반기 연결재무제표 작성 기업의 특성과 정보 비대칭”, 대한경영학회지(제26권 제11호), pp.2873-2897.
- 김형수, 2010, “조세법상 실질과세원칙의 기능에 관한 연구”, 고려대학교 정책대학원, 석사학위논문.
- 모웅순, 2010, 『진짜 부자는 채권에 투자한다』, (주)고려북스.
- 문상혁·이화진·지현미, 2006, “기업지배구조가 보고이익의 질, 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향”, 회계와 감사연구(제44권), pp.257-287
- 문현주, 2011, “이익지속성에 관한 연구-한국GAAP 대 IFRS-”, 세무와 회계저널(제12권 제4호), pp.45-68.
- 문현주, 2013, “K-IFRS 도입에 따른 자본시장 효과”, 국제회계연구(제51집), pp.429-448.
- 박경서·이은정, 2006, “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향”, 금융연구(제20권 제2호), pp.73-113
- 박경서·이은정·장하성, 2003, “기업의 소유지배구조가 주식투자행태에 미치는 영향에 관한 연구”, 한국증권학회, 2003년 2차 심포지엄.
- 박순홍·박경진, 2010, “이익의 질과 주가동조화”, 회계연구(제15권 제3호), pp.33-59.
- 박홍조·지현미, 2010, “연결재무제표 공시제도 변경이 연결회계정보의 가치관

- 련성에 미치는 영향”, 세무와 회계저널(제11권 제2호), pp.67-84.
- 배동수·최수미, 2013, “K-IFRS 도입과 이익조정에 관한 연구”, 회계연구(제18권 제2호), pp.117-145.
- 배성호·정석우·오광욱, 2012, “K-IFRS 공시품질과 재무분석가 이익예측분산도”, 경영학연구(제41권 제4호), pp.643-674.
- 백미경·문상혁, 2010, “투자의사결정 시 외국인투자자는 감사품질을 고려하는가?”, 국제회계연구(제29집), pp.131-159.
- 변혜영·황이석, 2007, “기업지배구조와 주가동조화에 관한 연구”, 경영학연구(제36권 제4호), pp.939-979.
- 설원식·김수정, 2005, “외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향”, 한국증권학회(정기학술발표회), pp.333-356.
- 송기홍·김창수·유영태, 2011, “IFRS에 따른 토지의 공정가치 재평가 기업의 특성과 주가관련성”, 회계저널(제20권 제5호), pp.161-201.
- 송인만·노형식, 2011, “IFRS와 금융상품의 공정가치 평가”, 한국금융연구원(제3호), pp.1-103.
- 신범철·이의영, 2014, “기업지배구조와 경영성과: CGS 지배구조 평가점수를 활용한 실증분석”, 생산성논집(제28권 제1호), pp.386-408.
- 신세나·최 관, 2013, “K-IFRS의 도입이 정보비대칭과 주가동조화에 미친 영향”, 성균관대학교(일반대학원, 회계학과), 박사학위논문.
- 신현걸, 2008, “국제회계기준 도입에 따른 토지의 공정가치 모형의 가치관련성”, 세무와 회계저널(제9권 제3호), pp.285-311.
- 안윤영·신현한·장진호, 2005, “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계”, 회계학연구(제30권 제4호), pp.109-131.
- 양철원, 2013, “한국의 채권과 주식시장 유동성의 상호관계”, 대한경영학회지(제26권 제2호), pp.351-370.
- 오덕교·이기훈·신범철·이의영, 2013, “중소·중견기업의 사회책임경영의 도입

- 및 실행에 대한 실증분석”, 생산성논집(제27권 제1호), pp.386-416.
- 오훈석·최국현, 2011, “기업지배구조가 재무적 경영성과와 기업가치에 미치는 영향: 한국지배구조원(CGS) 지배구조등급의 분석을 통한 실증검증”, 기업경영연구(제18권 제2호), pp.41-65.
- 위준복, 2007, “연결재무제표의 이익조정 억제 효과”, 회계정보연구(제25권 제3호), pp.29-53.
- 유영중, 2010, “외국인투자자의 투자 행태와 기업특성간의 관계”, 상명대학교 산업과학연구소, 산업과학연구(제23권 제0호), pp.1-16.
- 유용근·차승민, 2014, “국제회계기준 도입에 따른 영향 및 경제적 효과”, 고려대학교(경영대학), 박사학위논문.
- 윤선주·고재민, 2014, “회계정보의 비교가능성이 기업의 정보비대칭에 미치는 영향”, 회계연구(제9권 제3호), pp.51-79.
- 이관영, 2011, “기업지배구조가 주식시장에 미치는 영향: 경기 변동에 따른 차이”, 대한경영학회지(제24권 제4호), pp.1979-1997.
- 이돈혁, 1995, “증권시장 개방이후 외국인 투자행태 및 성과분석”, 증권금융(5월호), pp.3-25
- 이성엽·김완화·오종문, 2013, “K-IFRS에 의한 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성에 관한 연구”, 세무와 회계저널(제14권 제6호), pp.105-132.
- 이원창, 1983, “회계정보의 비교가능성에 관한 연구”, 충남대학교(경상대학 회계학과), 박사학위논문.
- 이유식·홍정화, 2013, “K-IFRS의 도입과 회계이익의 질에 관한 연구: 조기도입 기업과 의무도입 기업의 비교”, 국제회계연구(제47집), pp.197-228.
- 이유식·홍정화, 2013, “한국채택국제회계기준의 도입에 따른 자본시장반응 연구”, 세무와 회계저널(제14권 제3호), pp.189-216.

- 이장규·박승덕·신현상·이세경·안상미, 2010, 『IFRS 회계국경이 사라진다』, 교보문고.
- 이장희·권정훈, 2013, “K-IFRS 도입이 재량적 발생액 및 실제 이익조정에 미치는 영향”, 한국국제회계학회(학술대회 발표논문집), pp.122-142.
- 이지신·김용식·박상훈, 2013, “한국채택국제회계기준 도입 이후 외국인 투자에 영향을 미치는 기업특성 분석”, 회계저널(제22권 제2호), pp.193-217.
- 이호영·강민정·장금주·이홍섭, 2012, “국제회계기준 도입으로 인한 재무정보의 비교가능성 실태분석”, 회계저널(제21권 제3호), pp.307-342.
- 전규안·최종학·박종일, 2004, “감사위원회의 설치와 이익조정 사이의 관계”, 회계학연구(제29권 제1호), pp.143-177.
- 전영순, 2003, “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질”, 경영학연구(제32권 제4호), pp.1001-1032.
- 전영순·정도진, 2009, “국제회계기준의 도입에 대한 주가 반응”, 회계와 감사연구(제49호), pp.241-282.
- 정재원, 2010, “국제회계기준의 조기도입 효과 - 유형자산 재평가모델을 중심으로”, 한국경영학회학술대회, pp.1-24.
- 정태범, 2014, “국제회계기준 도입과 회계정보의 가치관련성”, 세무와 회계저널(제15권 제1호), pp.163-187.
- 조중석·조문희, 2006, “분기보고 공시와 정보비대칭”, 회계저널(제15권 제2호), pp.59-72.
- 최 관·박종일·최성호, 2013, “IFRS 도입이 회계의 질에 미친 영향과 경제적 효과: 문헌검토와 미래연구에 대한 제안”, 회계학연구(제38권 제2호), pp.525-591.
- 최성호·김인숙·최 관, 2013, “K-IFRS 의무도입에 따른 회계정보의 가치관련성 변화와 투자자의 반응”, 회계학연구(제38권 제4호), pp.333-367.
- 최연식·정형록·박진하, 2012, “연결재무제표의 유용성 분석-가치관련성 및 시

- 장반응의 관점에서-”, 세무와 회계저널(제13권 제1호), pp.221-253.
- 최현돌·윤재원, 2006, “기업지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향”, 회계학연구(제31권 제4호), pp.145-174.
- 한종수·박선영, 2013, “K-IFRS 하에서의 별도재무제표와 연결재무제표의 상호보완적 가치관련성에 대한 연구”, 회계연구(제18권 제2호), pp.175-208.
- 허 화·박종해, 2010, 『자본시장론』, 탐북스.
- 황인태, 1995, “연결재무제표의 유용성에 관한 실증적 연구: 거래량 정보를 이용하여”, 회계학연구(제20권 제2호), pp.59-76.



2. 국외문헌

- Abarbanell, J. S., and B. J. Bushee, 1997, “Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices”, *Journal of Accounting Research*, 35(1), pp.1–24.
- Abarbanell, J. S., and B. J. Bushee, 1998, “Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy”, *The Accounting Review*, 73(1), pp.19–45.
- Aggarwal, R., L. Klapper, and P. D. Wysocki, 2005, “Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors”, *Journal of Banking and Finance*, 29, pp.2919–2946.
- Ahmed, A., M. Neel, and D. Wang, 2012, “Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Preliminary evidence”, *Contemporary Accounting Research*, 30(4), pp.1344–1372
- Akerlof, G. A., 1970, “The market for ‘lemons’: Quality uncertainty and the market mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp.488–500.
- Amihud, Y., 2002, “Illiquidity & stock returns: cross-section and time-series effects”, *Journal of Financial Markets*, 5(1), pp.31–56.
- Amiram, D., 2012, “Financial Information Globalization and Foreign Investment Decisions”, *Journal of International Accounting Research*, 11(2), pp.57–81.
- Armstrong, C., M. Barth, A. Jagolinzer, and E. Riedl, 2010, “Market reaction to the adoption of IFRS in Europe”, *The Accounting Review*, 85(1), pp.31–61.
- Ashbaugh, H., and M. Pincus, 2001, “Domestic Accounting Standards,

- International Accounting Standards and the Predictability of Earnings”, *Journal of Accounting Research*, 39, pp.417–434.
- Ball, R., A. Robin, and G. Sadka, 2008, “Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism”, *Review of Accounting Studies*, 13, pp.168–205.
- Barth, M. E., W. R. Landsman, and M. H. Lang, 2008, “International Accounting Standards and accounting quality”, *Journal of Accounting Research*, 46(3), pp.467–498.
- Barth, M. E., W. R. Landsman, M. H. Lang, and C. Williams, 2012, “Are IFRS-based and US GAAP based accounting amounts comparable?”, *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), pp.68–93.
- Bartov, E., and G. M. Bodnar, 1994, “Firm valuation, earnings expectations, and the exchange–rate exposure effect”, *Journal of Finance*, 49(5), pp.1755–1785.
- Bartov, E., S. R. Goldberg, and M. Kim, 2005, “Comparative value relevance among German, US and International Accounting Standards: A German stock market perspective”, *Journal of Accounting Auditing & Finance*, 20(2), pp.95–119.
- Beaver, W., 1968, “The Information Content of Annual Earnings Announcements”, *Journal of Accounting Research*, 6(3), pp.67–92.
- Bebchuk, L., A. Cohen, and C. Wang, 2013, “Learning and the Disappearing Association between Governance and Returns”, *Journal of Financial Economics*, 108(2), pp.323–348.

- Bellas, A., K. Toludas, and K. Papadatos, 2007, “The Consequences of Applying International Accounting Standards(IAS) to the Financial Statements of Greek Enterprises”, *Working paper*, University of Patras.
- Beneish, M. D., and T. Yohn, 2008, “Information Friction and Investor Home Bias: A Perspective on the Effect of Global IFRS Adoption on the Extent of Equity Home Bias”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 27, pp.433–443.
- Beneish, M. D., B. P. Miller, and T. L. Yohn, 2012, “The impact of financial reporting on equity versus debt markets: Macroeconomic evidence from mandatory IFRS adoption”, *Working paper*, Indiana University Bloomington.
- Bessenbinder, H., 2003, “Issues in Assessing Trade Execution Costs”, *Journal of Financial Markets*. 6(1), pp.233–257.
- Black, B., W. Kim, H. Jang, and K. Park, 2005, “Does Corporate Governance Predict Firms’ Market Values? Time Series Evidence from Korea”, *Working Paper*, Stanford Law School.
- Botosan, C. A., 2006, “Disclosure and the cost of capital: what do we know?”, *Accounting and Business Research*, 36(1), pp.31–40.
- Bradshaw, M. T., B. J. Bushee, and G. S. Miller, 2004, “Accounting Choice, Home Bias, and U.S. Investment in Non–U.S. Firms”, *Journal of Accounting Research*, 42, pp.795–841.
- Brochet, F., A. Jagolinzer, and E. J. Riedl, 2011, “Mandatory IFRS Adoption and Financial Statement Comparability”, *Working Paper*, Harvard Business School.
- Brockman, P., & D. Y. Chung, 2003, “Investor protection and firm

- liquidity”, *Journal of Finance*, 58(2), pp.921–937.
- Brüggemann, U., H. Daske, C. Homburg, and P. Pope, 2009, “How Do Individual Investors React to Global IFRS Adoption?”, *Working Paper*, Humboldt University of Berlin.
- Capkun, V., A. C. Jeny, T. Jeanjean, and L. A. Weiss, 2008, “Earnings management and value relevance during the mandatory transition from local GAAPs to IFRS in Europe”, *Working paper*, HEC Paris.
- Cascino, S., and J. Gassen, 2012, “What drives the comparability effect of mandatory IFRS adoption?”, *Working paper*, London School of Economics.
- Chen, C. J. P., Y. Ding, B. Xu, 2010, “Convergence of Accounting Standards and Foreign Direct Investment”, *Working paper*, China Europe International Business School.
- Choi, J. J., S. W. Park, and S. Yoo, 2004, “Do Outside Directors Enhance Firm Performance? Evidence from an Emerging Market”, *Working paper*, Temple University.
- Christensen, H. B., E. Lee, and M. Walker, 2007, “Cross–section Variation in the Economic Consequences of International Accounting Harmonization: The Case of Mandatory Adoption in the UK”, *The International Journal of Accounting*, 42(4), pp.341–379.
- Christensen, H. B., E. Lee, and M. Walker, 2008, “Incentives or standards: what determines accounting quality changes around IFRS adoption?”, *Working paper*, University of Manchester.
- Christensen, H. B., E. Lee, and M. Walker, 2009, “Do IFRS

- reconciliations convey information? The effect of debt contracting”, *Journal of Accounting Research*, 47(5), pp.1167–1199.
- Christensen, H. B., L. Hail, C. Leuz, 2012, “Mandatory IFRS reporting and changes in enforcement”, *Working paper*, University of Chicago.
- Chung, K., J. Elder, & J. C. Kim, 2010, “Corporate governance and liquidity”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), pp.265–291.
- Chung, R., S. Ho, and J. B. Kim, 2004, “Ownership structure and the pricing discretionary accruals in Japan”, *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 13, pp.1–20.
- Clinch, G., and R. E. Verrecchia, 2011, “Voluntary Disclosure and the Cost of Capital”, *Working Paper*, University of Melbourne.
- Core, J. E., W. R. Guay, and T. O. Rusticus, 2006, “Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors’ Expectations”, *Journal of Finance*, 61(2), pp.655–687.
- Cormier, D., 2013, “The Incidence of Corporate Governance and IFRS on Information Asymmetry and the Value Relevance of Earnings: Some Canadian Evidence”, *Working paper*, University of Quebec.
- Cormier, D., M. J. Ledoux, M. Magnan, and W. Aerts, 2010, “Corporate and Information Asymmetry between Managers and Investors”, *Corporate Governance*, 10(5), pp.574–589
- Coval, J. D., and T. J. Moskowitz, 1999, “Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios”, *Journal of Finance*, 54,

pp.2045–2073.

Covey, S. R., 2005, “*The 8th Habit: From Effectiveness to Greatness*”, Free Press.

Covrig, V. M., L. DeFond, and M. Hung, 2007, “Home Bias, Foreign Mutual Fund Holdings, and the Voluntary Adoption of International Accounting Standards”, *Journal of Accounting Research*, 45(1), pp.41–70.

Cuijpers, R., and W. Buijink, 2005, “Voluntary Adoption of Non-Local GAAP in the European Union: A Study of Determinants and Consequences”, *European Accounting Review*, 14, pp.487–524.

Dahlquist, M., and G. Robertsson, 2001, “Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics”, *Journal of Financial Economics*, 59(3), pp.413–440.

Daske, H., L. Hail, C. Leuz, and R. Verdi, 2008, “Mandatory IFRS Reporting Around the World: Early Evidence on the Economic Consequences”, *Journal of Accounting Research*, 46(5), pp.1085–1142.

Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney, 1995, “Detecting Earnings Management”, *The Accounting Review*, 70(2), pp.193–225.

DeFond, M. L., and M. Hung, 2003, “Investor Protection and Analysts’ Cash Flow Forecasts Around the World”, *Working paper*, University of Southern California.

DeFond, M. L., M. Hung, and R. Trezevant, 2007, “Investor protection and the information content of annual earnings announcements: International evidence”, *Journal of Accounting and Economics*,

43(1), pp.37–67.

DeFond, M. L., X. Hu, M. Hung, and S. Li, 2011, “The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: the role of comparability”, *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), pp.240–258.

De Franco, G., S. P. Kothari, and R. S. Verdi, 2011, “The benefits of financial statement comparability”, *Journal of Accounting Research*, 49(4), pp.895–931.

Diamond, D., 1985, “Optimal Release of Information by Firms”, *Journal of Finance*, 40(4), pp.1071–1094.

Diamond, D., and R. Verrecchia, 1991, “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital”, *Journal of Finance*, 46, pp.1325–1360.

Ding, Y., O. K. Hope, T. Jeanjean, and H. Stolowy, 2007, “Differences between Domestic Accounting Standards and IAS: Measurement, Determinants and Implications”, *Journal of Accounting & Public Policy*, 26, pp.1–38.

Drucker, P., 1973, “*Management: Tasks, Responsibilities, Practices*”, New York: Harper & Row, pp.64–65.

Durnev, A., and E. H. Kim, 2005, “To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation”, *Journal of Finance*, 60, pp.1461–1493.

Easton, P., and T. Harris, 1991, “Earnings as an Explanatory Variable for Returns”, *Journal of Accounting Research*, 29, pp.19–36.

Faccio, M., and L. H. P. Lang, 2002, “The Ultimate Ownership of Western European Corporations,” *Journal of Financial Economics*, 65(3), pp.365–395.

- Florou, A., and P. Pope, 2012, "Mandatory IFRS Adoption and Institutional Investment decisions", *The Accounting Review*, 87, pp.1993–2025.
- Florou, A., and U. Kosi, 2009, "The economic consequences of mandatory IFRS adoption for debt financing", *Working paper*, University of Macedonia.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper, 2004, "Cost of Capital and Earnings Attributes", *The Accounting Review*, 79, pp.967–1010.
- Gompers, P. A., J. L. Ishii, & A. Metrick, 2003, "Corporate governance and equity prices", *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp.107–156.
- Gordon, L., M. Loeb, and W. Zhu, 2012, "The impact of IFRS adoption on foreign direct investment", *Journal of Accounting and Public Policy*, 31, pp.374–398.
- Haim, Y. B., and K. Jeske, 2003, "Home Bias in Financial Markets: Robust Satisficing with Info Gaps", *Working Paper*, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- Haller, A., and M. Wehrfritz, 2013, "The impact of national GAAP and accounting traditions on IFRS policy selection: Evidence from Germany and the UK", *Journal of International Accounting and Auditing and Taxation*, 177, pp.1–18.
- Hamberg, M., T. Mavruk, and S. Sjögren, 2013, "Investment allocation decisions, home bias and the mandatory IFRS adoption", *Journal of International Money and Finance*, 36, pp.107–130.
- Horton, J., G. Serafeim, and I. Serafeim, 2013, "Does mandatory IFRS

- adoption improve the information environment?”, *Contemporary Accounting Research*, 30(1), pp.388–423.
- Hung, M., and K. R. Subramanyam, 2007, “Financial Statement Effects of Adopting International Accounting Standards: The Case of Germany”, *Review of Accounting Studies*, 12(4), pp.623–657.
- Jeanjean, T., and H. Stolowy, 2008, “Do Accounting Standards Matter? An Exploratory Analysis of Earnings Management Before and After IFRS Adoption”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 27, pp.480–494.
- Kang, J. K., and R. Stulz, 1997, “Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan”, *Journal of Financial Economics*, 46, pp.3–28.
- Khurana, I. K., and P. N. Michas, 2011, “Mandatory IFRS adoption and the U.S. home bias”, *Accounting Horizons*, 25(4), pp.729–753.
- Kim, J., J. Tsui, and C. Yi, 2007, “The voluntary adoption of international accounting standards and loan contracting around the world”, *Working paper*, Concordia University.
- Kim, O., and R. Verrecchia, 1994, “Market Liquidity and Volume around Earnings Announcements”, *Journal of Accounting and Economics*, 17(1–2), pp.41–67.
- Kim, S., P. Kraft, and S. Ryan, 2013, “Financial statement comparability and credit risk”, *Review of Accounting Studies*, 18(3), pp.783–823.
- Lambert, R., C. Leuz, and R. Verrecchia, 2007, “Accounting information, disclosure, and the cost of capital”, *Journal of Accounting Research*, 45, pp.385–420.

- Landsman, W., E. Maydew, and J. Thornock, 2012, "The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS", *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), pp.34-54.
- Lang, M., M. Maffett, and E. Owens, 2010, "Earnings comovement and accounting comparability: The effects of mandatory IFRS adoption", *Working paper*, University of North Carolina.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, & R. Vishny, 2000, "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, 58(1&2), pp.3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, 1999, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54, pp.471-517.
- Lara, J., B. Osma, and F. Penalva, 2005, "Accounting Conservatism and Corporate Governance", *Working Paper*, University of Navarra.
- Leuz, C., 2003, "IAS versus U.S. GAAP: Information Asymmetry -based Evidence from Germany' New Market", *Journal of Accounting Research*, 41, pp.445-472.
- Leuz, C., and R. Verrecchia, 2000, "The Economic Consequences of Increased Disclosure", *Journal of Accounting Research*, 38, pp.91-124.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki, 2003, "Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison", *Journal of Financial Economics*, 69(3), pp.505-527.
- Leuz, C., K. Lins, and F. E. Warnock, 2009, "Do foreigners invest less in poorly governed firms?", *Review of Financial Studies*, 22(8),

pp.3245–3285.

- Lev, B., and R. Thiagarajan, 1993, “Fundamental Information Analysis”, *Journal of Accounting Research*, 31(2), pp.190–215.
- Lewis, K. K., 1999, “Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption”, *Journal of Economic Literature*, 37, pp.571–608.
- Li, S., 2010, “Does mandatory adoption of international accounting standards reduce the cost of equity capital?”, *The Accounting Review*, 85, pp.607–636.
- Lin, C. H., and C. Y. Shiu, 2003, “Foreign Ownership in the Taiwan Stock Marketan Empirical Analysis”, *Journal of Multinational Financial Management*, 13, pp.19–41.
- Louis, H., O. Urcan, 2013, “The effect of IFRS on cross-border acquisitions”, *Working paper*, Pennsylvania State University.
- Moerman, R. W., 2008, “The Role of Information Asymmetry and Financial Reporting Quality in Debt Trading: Evidence from the Secondary Loan Market”, *Journal of Accounting and Economics*, 46(2–3), pp.240–260.
- Morais, A. I., and J. D. Curto, 2009, “Mandatory Adoption of IASB Standards : Value Relevance and Country-Specific Factors”, *Australian Accounting Review*, 19(2), pp.128–143.
- Muller III, K. A., E. J. Riedl, and T. Sellhorn, 2011, “Mandatory Fair Value Accounting and Information Asymmetry: Evidence from the European Real Estate Industry”, *Management Science*, 57(6), pp.1138–1153.
- Ohlson. J., 1995, “Earnings, Book Value, and Dividends in Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, 11(2),

pp.660–687.

- Paananen, M., and C. Lin, 2007, “The Development of Accounting Quality of IAS and IFRS over Time : The Case of Germany”, *Working paper*, University of Hertfordshire.
- Ramos, L. M., 2008, “The Effect of IFRS Adoption on Trade and Foreign Direct Investments, International Trade and Finance Association”, *Working Paper*, University Jaume I.
- Ricciardi, V., 2008, “*The Psychology of Risk: The Behavioral Finance Perspective*”, *Handbook of Finance*, II:1:10.
- Soderstrom, N., and K. Sun, 2007, “IFRS adoption and accounting quality: A review”, *European Accounting Review*, 16(4), pp.675–702.
- Spence, M., 1973, “Job Market Signaling”, *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), pp.355–374.
- Tarca, A., 2004, “International convergence of accounting practices: Choosing between IAS and US GAAP”, *Journal of International Financial Management & Accounting*, 15(1), pp.60–91.
- Tendeloo, B. V., and A. Vanstraelen, 2005, “Earnings Management under German GAAP versus IFRS”, *European Accounting Review*, 14(1), pp.155–180.
- Verriest, A., A. Gaeremynck, and D. Thornton, 2009, “Corporate Governance and properties of IFRS adoption”, *Working Paper*, Queen’s University.
- Welker, M., 1995, “Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets”, *Contemporary Accounting Research*, 11(2), pp.801–827.

- Xie, B., W. N. Davidson III, and P. J. DaDalt, 2003, "Earning Management and Corporate Governance : The Role of the Board and the Audit Committee", *Journal of Corporate Finance*, 9(June), pp.295–316
- Yip, W. Y., and D. Young, 2012, "Does mandatory IFRS adoption improve information comparability?", *The Accounting Review*, 87(5), pp.1767–1789.
- Yu, G., 2009, "Accounting standards and international portfolio holdings analysis of cross–border holding following mandatory adoption of IFRS", *Working paper*, University of Michigan.
- Zang, S., A. Hofer, and O. Adam, 2004, "Cross–Enterprise Business Process Management Architecture–Methods and Tools for Flexible Collaboration", *Lecture Note in Computer Science*, 3292, pp.483–494.

ABSTRACT

The Impact of Corporate Governance and Firm Size on Foreign Direct Investments after K-IFRS Adoption

Kim, Hyoungh-Soo
Major in Accounting
Dept. of Business Administration
The Graduate School
Hansung University

This paper investigates domestic 1,832 firm/years listed on KOSPI between 2009 and 2013. The purpose is to identify whether foreign investments increases after IFRS adoption and whether firm size differently affects foreign investments. Also, as corporate governance has recently become a key component as part of the corporate sustainability management, this study also explores if corporate governance affects foreign investments.

For the verification of this, major explanatory variables such as IFRS adoption, the quality of corporate governance and firm size are applied. Dependent variables include the amount of foreign investments and the percentage of investments shares. The documented control variables that may potentially affect foreign investments are applied in order to conduct regression analysis.

Based on the analysis, first, it shows that K-IFRS adoption increases

foreign investments compared to before. This can be attributed to the reduction in both costs for information processing by foreign investors and information asymmetry between domestic companies and foreign investors, as the characteristics of IFRS are reflected consistently in the financial reporting, resulting in informational changes.

Second, apart from IFRS adoption, companies with a higher quality of corporate governance have higher foreign investments. As the corporate governance efficiently controls the manager, information asymmetry between the management and investors decreases, attracting more foreign investments.

Third, with regard to individual item among corporate governance items companies with more functions of their board of directors are related to more foreign investments after K-IFRS adoption. This is because the corporate governance mechanism that ultimately controls the manager's discretion is the board of directors, and this is considered to be more important among other mechanisms by foreign investors. This means that the roles of board of directors have become more important among the components in corporate governance after K-IFRS adoption.

On the other hand, the relation between the total score of corporate governance and foreign investments dose not statistically change after K-IFRS adoption. This is attributable to the failure to control the forced application of certain governance mechanisms and potential endogenous problem of variables of governance scores.

In an additional analysis of companies with assets below 2 trillion won(SME companies), which seems to improve their governance more voluntarily, in relation to the corporate governance and foreign investments after K-IFRS adoption, SME companies with the higher-quality corporate governance are related to more foreign investments after K-IFRS adoption.

Fourth, the effects of a firm size are lower to foreign investors after

K-IFRS adoption than before. This means that as the characteristics of IFRS are applied consistently to accounting management, etc., informational changes more affect SME companies than Large companies, indicating that information asymmetry decreases much more for the former. In other words, after K-IFRS adoption, SME companies are likely to provide high-quality financial statements, decreasing information asymmetry and increasing foreign investments.

Finally, this study can be considered to have contributions as it has demonstrated the following things; companies need to assure excellent governance to induce foreign investments for maximizing the effects of IFRS. The higher function of the board of directors after K-IFRS adoption is related to more foreign investments, which means that the roles of the board of directors is likely to become more important among other corporate governance variables. In terms of firm size, more excellent or higher-quality governance of SME companies is related to more foreign investments. In addition to the above mentioned findings, SME companies engage in higher financial reporting quality other than Large companies.

【Keywords】 K-IFRS, Foreign Investments, Corporate Governance, Information Asymmetry, Firm Size