

K-IFRS 도입으로 인한 재무제표의 국제적 비교가능성이 외국인 투자에 미치는 영향[†]

백정환* · 곽영민**

〈요 약〉

본 연구는 해외 기업과 비교가능성이 높은 정보를 제공하는 우리나라 기업을 외국인 투자자가 선호하는지 분석함으로써 IFRS의 도입효과를 살펴보고자 착수되었다. IFRS 의무도입 지지자들은 국제자본시장에서 단일의 회계기준에 대한 요구가 증가하고 있는 상황에서 IFRS 의무도입의 확산이 중요한 대안이 되고 있다고 주장한다. 그들은 IFRS가 확산되면 서로 다른 국가의 기업들이 동일한 회계기준을 사용하게 되고 단일 회계기준에 의해 생산되는 회계정보의 비교가능성이 향상으로 이어질 것이라 주장한다. 나아가 비교가능성이 향상은 외국인 투자자의 'home-bias'를 약화시켜 해외에 대한 투자를 증가시킬 수 있으며, 궁극적으로 국제자본시장의 자원배분 효율화를 가능하게 할 것이라고 주장하고 있다. 이에 본 연구는 IFRS 도입 이후 국내 기업의 국제적 비교가능성과 외국인 지분 사이에 어떠한 관계가 존재하는지 분석하여 IFRS 의무도입 지지자들의 주장을 검증하는 한편, IFRS의 도입이 국내 자본시장에 어떠한 영향을 주고 있는지 분석하였다.

연구목적의 달성을 위해 Barth et al.(2012)이 제시한 모형을 통해 해외 기업과 국내 기업 사이의 비교가능성을 측정하였으며, 주요 가설검증모형의 종속변수로는 기말 시점의 외국인 지분율과 기중 외국인 지분율의 평균을 모두 사용하여 연구결과에 초래될 수 있는 편의를 완화하고자 하였다. 2011년부터 2015년까지 우리나라 유가증권시장에 상장된 기업 1,817개 기업-연도 표본을 이용하여 분석을 실시한 결과, 외국인 투자자들은 해외 기업과의 비교가능성이 높은 우리나라 기업을 상대적으로 선호하는 것으로 나타났다. 또한, 비교가능성과 외국인 지분율 사이의 관계는 IFRS 도입 이전에 비해 도입 이후 기간에 더욱 강화된 것으로 관찰되었다. 이러한 분석결과는 IFRS를 도입하며 회계의 국제적 정합성을 확보하고 국제자본시장에서 우리나라 기업이 상대적으로 저평가되고 있는 Korea Discount를 해소하고자 한 금융당국의 IFRS 도입 취지에 긍정적인 영향을 주고 있음을 실증적으로 보여주는 것이다.

핵심주제어: IFRS, 비교가능성, 외국인 투자자, 회계적 정합성

논문접수일: 2018년 05월 16일 수정일: 2018년 06월 08일 게재확정일: 2018년 06월 21일

† 이 논문은 2015년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2015S1A5B5A07042473).

* 동국대학교 경영학부 조교수(제1저자), jhbaek@dongguk.ac.kr

** 울산대학교 경영학부 부교수(교신저자), ymkwak@ulsan.ac.kr

I. 서론

자본시장의 국제화가 진행되면서 여러 국가가 공통으로 사용할 수 있는 단일회계기준의 필요성이 증가하여 왔다. 이와 함께 개별 국가와 기업들은 국제자본시장으로부터 낮은 비용으로 자본을 유치하기 위해 시장참여자들의 요구에 부합하는 형태의 회계정보를 제공하고자 노력을 기울여 왔다. 그럼에도 국제자본시장에는 해외의 기업보다 자국기업에 대한 투자를 선호하는 ‘home-bias’가 존재하는 것으로 보고되고 있다 (Dahlquist et al. 2001; Karolyi and Stulz 2003). ‘home-bias’의 주요 원인은 해외 투자에 비해 자국 기업에 대한 투자가 정보의 수집과 처리가 용이하고(Kang and Stulz 1997; Bradshaw et al. 2004; Chan et al. 2005; Covrig et al. 2007), 서로 다른 회계기준으로 작성된 재무제표의 차이 조정에 소비되는 시간이 없어 보다 적시성 있는 투자가 가능하기 때문이다(Morgan Stanley Dean Witter 1998).

이러한 상황에서 IFRS(International Financial Reporting Standards)는 자본의 공급자인 투자자와 수요자인 기업의 이해관계를 동시에 만족시키는 대안이 되고 있다. IFRS는 개별 국가에서 적용되던 local-GAAP에 비하여 높은 품질의 회계정보를 제공할 뿐 아니라, 해외의 투자자들에게 익숙한 방식으로 재무제표를 제공하여 다른 나라의 기업에 대한 투자를 증가시키는 것으로

알려져 있다. Covrig et al.(2007)은 IFRS 의무도입이 ‘home-bias’를 약화시키고, 해외 자본의 국내 유입을 제고하는 효과가 있을 것이라고 주장하였다. IFRS를 의무적으로 적용하게 되면 서로 다른 국가에 소재한 기업들이 같은 회계기준에 의한 재무정보를 제공하게 되며 이는 투자 대안 간 비교가능성(comparability)의 증가로 이어질 것이기 때문이다.¹⁾²⁾

일반적으로 동일한 회계기준의 적용은 비교가능성의 증가로 이어질 것으로 기대된다.³⁾ IFRS 도입 효과를 검증하기 위한 선행연구 중 일부는 해외기업과의 비교가능성 변화에 대한 차이 분석을 실시한 바 있으며, 그 결과 국가 간 회계환경에 기인하는 차이는 존재하지만 대체적으로 IFRS 도입을 통해 국제적 비교가능성이 증가한 것으로 보고되었다(Yip and Young 2012; Barth et al. 2012; Cascino and Gassen 2012; Brochet et al. 2013). 한편, IFRS 도입 이후 외국인 투자가 활성화되고 있다는 결과를 보고한 선행연구도 다수 제시되고 있어 (Covrig et al. 2007; Yu 2010; DeFond et al. 2011; Gordon et al. 2012 등) IFRS의 도입이 ‘home-bias’의 해소에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있게 한다.

국내에서도 IFRS 도입과 관련한 비교가능성 변화에 대한 연구가 수행된 바 있다. 그러나 국내의 선행연구들은 주로 우리나라 상장기업들 사이의 비교가능성 변화를 분석하고 있어, 국제적 비교가능성 측정과는 거리가 존재한다. 다만

- 1) 비교가능성은 재무제표의 유용성을 향상시키는 질적 특성 중 하나로 정보이용자들이 두 가지 경제적 현상 사이의 유사성과 차별성을 확인 가능하도록 하는 정보의 질로써 정의된다(FASB, 1980; IASB 2008).
- 2) 2016년 12월말 현재 150여개 국가가 IFRS에 의한 재무제표를 작성할 것을 의무화하고 있다(www.ifrs.org). 이는 해당 국가에 속한 기업들이 제공한 재무제표가 하나의 회계기준에 의해 작성되고 있음을 의미하며, 그 재무정보를 이용하는 투자자와 채권자들에게 자국 기업만이 아니라 150여개 국가의 기업들이 모두 투자대안이 될 수 있고, 각 투자안의 장·단점을 그들이 이미 보유하고 있는 정보해석능력으로 파악할 수 있음을 의미하는 것이다.
- 3) 그러나 동일한 회계기준의 적용이 필연적으로 비교가능성의 증가를 발생시키는 것은 아니다. 특히 IFRS가 원칙중심(principle-based) 회계기준이며 경영자의 전문가적 판단에 근거한 회계처리가 과거에 비해 확대되었다는 점에서 IFRS의 적용이 비교가능성의 증가를 담보한다고 확신하기는 어렵다. 이러한 맥락에서 비교가능성은 일관성(consistency), 통일성(uniformity)과 구별되는 것임을 유의해야 한다.

곽영민과 백정환(2015)도 IFRS 도입 전·후의 국제적 비교가능성 변화를 분석하였으며, 그 결과는 선행연구와 일관된다고 보고하였다. IFRS 도입 이후 비교가능성과 외국인 투자에 관한 국내 선행연구들 역시 우리나라 기업 간의 비교가능성에 초점을 두고 있어, 우리나라의 IFRS 도입이 국제자본시장의 'home-bias'를 해소하고 해외 자본의 유입을 활성화시키고 있는지에 대한 단서를 제공하지는 못하였다. 본 연구는 상술한 상황인식을 바탕으로 국내 기업과 해외 기업 간의 비교가능성을 측정하고, 국제적 비교가능성과 외국인 지분을 사이에 어떠한 관계가 존재하는지 분석하는 것을 목적으로 착수되었다. 이러한 분석은 IFRS 도입을 통해 회계기준의 국제적 정합성(accounting convergence)을 확보하고 코리아 디스카운트(Korea discount)를 해소하겠다는 IFRS 도입 로드맵(2007)의 목적이 달성되고 있는지 실증 분석하는 의미를 가진다.⁴⁾ 정부와 기업이 오랜 노력에도 우리나라 기업에 대한 자본시장의 저평가가 해소되지 않고 있는 상황에서 본 연구의 분석 결과는 IFRS의 도입이 코리아 디스카운트를 약화시키는 전환점이 되고 있는지 확인하는 의미가 있을 것이다.

연구목적의 달성을 위하여 본 연구는 다음과

같은 절차에 따라 분석을 진행한다. 먼저 Barth et al.(2012)의 비교가능성 측정 모형을 이용하여 국내 기업의 해외 기업에 대한 비교가능성을 측정하였다.⁵⁾ 2011년 1월 1일부터 2015년 12월 31일까지 유가증권시장에 상장되어 있는 1,817개 기업-연도 표본을 추출하고 국내 상장기업과 동종 산업에 종사하는 해외기업 15,171개 기업-연도 표본을 대응 기업으로 선정하여 비교가능성을 측정하였다. 이때, 비교가능성 측정 대상이 되는 해외기업은 우리나라보다 먼저 IFRS를 도입하여 재무제표를 작성하고 있는 17개국의 기업으로 한정한다.⁶⁾ 이후 측정된 비교가능성을 주요 검증변수로 하고 기말 시점의 외국인 지분율과 기중 외국인 지분율의 평균을 종속변수로 하는 다중회귀분석(multiple regression analysis)을 실시하여 비교가능성과 외국인 투자가 어떠한 관계에 있는지 검증할 것이다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 선행연구를 개략적으로 살펴보고, 연구목적의 달성을 위한 가설을 설정한다. 3장에서는 연구방법과 표본의 선택방법을 설명한 후, 4장에서는 실증분석결과와 이에 대한 해석을 제시한다. 끝으로 5장에서는 연구의 결론과 시사점에 대하여 기술한다.

4) 코리아 디스카운트(Korea discount)는 우리나라 기업이 국제자본시장에서 저평가되고 있는 현실을 말한다. 우리나라는 북한이라는 지정학적 요인과, 불투명한 기업지배구조, 낮은 회계신뢰도 등으로 인해 유사한 수준의 해외 기업에 비해 시장에서 평가되는 기업가치가 낮은 것으로 알려져 있다. 우리나라 기업과 금융당국 등은 이러한 현실을 타개하기 위하여 다양한 노력을 기울였으며, IFRS 도입 역시 동일한 맥락에서 해석될 수 있다. 그럼에도 국제경쟁력 평가기구인 스위스 IMD(International Management Development)의 2016년 회계투명성 평가에서 61개국 중 최하위인 61위를 차지하여 코리아 디스카운트가 여전히 극복해야 할 현안임을 잘 알 수 있게 한다(해럴드경제 2017.10.13.).

5) 후술하겠지만 De Franco et al.(2011)은 개별기업의 비교가능성을 측정하는 모형을 제시한 반면, 이를 인용한 Barth et al.(2012)은 IFRS와 U.S GAAP이라는 회계기준 사이의 평균적인 비교가능성을 측정하기 위해 산업-연도별 횡단면 분석을 통해 비교가능성 대응변수를 추정하였다. 그러나 회계기준의 평균적인 비교가능성을 측정하기 위해 개별기업의 데이터를 사용하였으므로 Barth et al.(2012)에 의해 추정된 비교가능성 역시 개별기업의 비교가능성을 간접적으로 측정한 대응치가 될 수 있을 것으로 판단한다.

6) 본 연구가 분석대상으로 하는 국내 기업에 대한 외국인 지분율은 미국과 같이 IFRS를 적용하고 있지 않은 국가에 소속된 투자자에 의해 영향을 받아 분석결과가 편향(bias)을 가질 가능성이 존재한다. 그러나 국내 주식시장의 외국인 거래비중 70% 이상이 IFRS를 적용하고 있는 국가의 외국인들에 의해 이루어지고 있으며, 개별 국가 중 두 번째로 높은 비중을 차지하는 미국의 경우에도 U.S GAAP과 IFRS의 비교가능성이 향상되고 있다는 Barth et al.(2012)의 선행연구에 비추어 볼 때, 국내 기업과의 비교가능성 역시 향상되고 있음을 추정할 수 있다. 따라서 측정 모형이나 자료에 의해 발생하는 분석 결과의 편향은 미미할 것으로 판단된다.

II. 선행연구와 가설설정

1. 선행연구

EU 회원국이 2005년부터 IFRS를 의무적으로 도입한 것을 시작으로 전 세계의 많은 국가들이 자국의 회계기준으로 IFRS를 채택하고 있다. 이후 많은 연구자들이 IFRS의 도입효과에 대해 다양한 연구를 실시하였는데 본 절에서는 본 연구와 직접적인 관련이 있는 (1) IFRS 도입이 비교가능성에 미친 영향을 분석한 연구와 (2) IFRS 도입이 외국인 투자에 미친 영향을 분석한 연구를 살펴보고자 한다.

1.1 IFRS 도입과 비교가능성

IFRS 도입과 관련한 선행연구들은 주로 IFRS의 적용이 도입 국가의 회계정보에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하였다. 가장 대표적인 연구는 Barth et al.(2008)로 그들은 IAS(International Accounting Standards)를 자발적으로 수용한 21개국의 회계정보에 어떠한 변화가 나타나는지 분석하였다. 회계정보의 질을 측정하기 위해 손실 인식의 적시성, 이익의 변동성, 이익조정 등의 대용치를 사용하였으며, IAS 도입 이전에 비해 회계정보의 수준이 개선되었다는 결과를 제시하였다. Barth et al.(2008) 이후 다수의 연구가 유사한 방법론을 통해 각 표본 집단이 제공하는 회계정보에 IFRS가 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하였다(Van Tendeloo and Vanstraelen 2005; Soderstrom and Sun 2007; Hung and Subramanyam 2007; Ahmed et al. 2012). 전술

한 연구들은 회계학 연구에서 전통적으로 사용해왔던 대용치를 통해 회계정보의 질을 측정하려 하였다. 반면, 비교적 최근에 연구가 이루어진 비교가능성 측정치는 회계정보의 질에 대한 전통적 대용치들에 비해 회계정보가 갖추어야 할 질적 특성을 보다 구체적으로 나타낸다는 장점이 있다(강민정 등 2013).⁷⁾ 비교가능성 측정치에 대한 이론적 모형은 De Franco et al.(2011)에 의해 최초로 제시되었으며, 그들의 연구 이후 IFRS 도입효과를 분석하기 위해 비교가능성 변화를 측정하는 연구들이 수행되어 왔다.

Yip and Young(2012)은 EU에 소속된 17개 회원국의 상장기업을 대상으로 IFRS 의무도입이 각 기업들의 비교가능성에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하였다. 이들은 IFRS 도입 이전에 비해 기업 간 비교가능성이 제고되었다는 결과를 제시하며, 이러한 현상이 IFRS의 도입으로 인한 회계기준의 국제적 정합성 증가로 이해되어야 한다고 주장하였다. 또, Brochet et al.(2013) 역시 De Franco et al.(2011)의 비교가능성 모형을 이용하여 IFRS의 도입이 영국기업의 비교가능성에 미친 영향을 분석한 바 있다. 이들의 분석 결과는 IFRS 도입 이후 기간의 비교가능성이 도입 이전에 비해 향상된 것으로 나타났으며 비교가능성 향상이 내부자의 사적정보 이용을 감소시킴으로써 자본시장에 효익을 제공한다고 주장하였다. 그러나 Cascino and Gassen(2012)는 동일한 연구방법을 사용하여 이탈리아 기업을 표본으로 분석을 실시하였으나 비교가능성과 IFRS 도입이 통계적으로 유의한 관계를 가지지 못한다는 결과를 제시하였다.

한편, De Franco et al.(2011)의 비교가능성 측

7) FASB(Financial Accounting Standards Board)와 IASB(International Accounting Standards Board)의 재무제표의 작성과 표시를 위한 개념체계를 통해 비교가능성을 정보이용자가 인식·이해할 수 있는 유사점과 차이점에 관한 재무정보의 질적 특성이란 밝히고 있다. 또, 지지하는 바와 같이 동 개념체계에서는 회계정보가 갖추어야 할 근본적 질적 특성으로 목적적합성(relevance)과 표현의 충실성(faithful representation)을 제시하고 있으며, 이해가능성(understandability), 검증가능성(verifiability), 적시성(timeliness)을 비교가능성과 함께 보강적 질적 특성으로 언급하고 있다.

정모형을 횡단면 모형으로 확장하여 실시된 Barth et al.(2012)은 U.S. GAAP과 IFRS의 비교가능성에 대해 분석하였다. 그들은 비교가능성을 회계시스템의 비교가능성과 가치관련성의 비교가능성으로 구분하고 IFRS를 도입한 27개 국가의 표본과 미국 시장에 상장되어 있는 기업들 사이의 비교가능성이 IFRS 도입을 전후하여 어떻게 변화하였는지 측정하였다. Barth et al.(2012)은 이러한 분석을 통해 미국의 증권시장에 상장되어 있는 IFRS 국가 소속 기업들에게 IFRS에 근거하여 작성된 재무제표를 공시하도록 허용한 SEC의 결정에 대한 타당성 여부를 판단하고자 하였다. 분석 결과, IFRS 적용 국가의 기업과 미국 기업들 간의 비교가능성은 IFRS 도입 이후 증가한 것으로 나타났으며, 영미법 체계 혹은 IFRS 시행의 강제력이 높은 국가에 속해 있을수록 이러한 효과는 증가하는 것으로 보고되었다. 그러나 유사한 방법론의 Lang et al.(2010)은 비교가능성에 유의한 변화를 탐지하지 못하였다.

국내에서는 주로 국내 기업들 간의 비교가능성 변화에 초점을 둔 연구가 수행되었으며, 유일하게 광영민과 백정환(2015)의 연구가 국제적 비교가능성 변화에 대한 연구를 분석하였다.⁸⁾ 광영민과 백정환(2015)은 Barth et al.(2012)의 분석 방법을 원용하여 국내 기업과 IFRS를 도입하여 적용하고 있는 17개 국가에 소재한 기업들과의 비교가능성을 측정하였다. 분석 결과, 국내 기업들과 해외 기업들의 비교가능성은 IFRS 도입 이후 증가한 것으로 분석되었으며, 코스닥 기업에 비해 코스피 시장 소속 기업들에서 이러한 변화가 높게 나타나고 있었다. 이들의 연구 결과는

비교가능성을 주제로 한 국내의 다른 선행연구들과 달리 해외 기업과의 비교가능성을 분석함으로써, IFRS 적용을 통해 국제적 정합성을 확보하려 한 국제회계기준 도입 취지를 보다 직접적으로 검증하였다는 점에서 의미가 있다. 본 연구는 한걸음 더 나아가 본 연구는 해외기업과의 비교가능성이 외국인 투자에 미치는 영향을 검증함으로써 IFRS 도입이 회계정보의 국제적 정합성을 확보하고 Korea Discount를 해소시켜 해외 자본을 끌어들이고 있는지에 대해 직관적인 단서를 제공할 것으로 기대된다는 측면에서 선행연구와 차별화된다.

1.2 비교가능성과 외국인 투자

투자의사결정은 둘 이상의 투자대안 간의 장점과 단점에 대한 평가를 필요로 하며 이때 관련 회계정보의 비교가능성은 더욱 부각된다 (FASB 1980).⁹⁾ SEC(Securities and Exchange Commission)는 대체 투자안 사이에 존재하는 장점과 단점을 파악하게 하는 것은 자본의 효율적인 배분을 가능하게 하는 동시에 투자의 신뢰도 역시 증가시킬 수 있다고 주장하였다. 이러한 주장들을 고려할 때 IFRS의 도입은 서로 다른 국가에 소재한 기업들 간의 비교가능성을 향상시켜 'home-bias'를 상당 부분 해소하고 나아가 국제자본시장에서 효율적 자원의 배분이 가능하게 할 것으로 기대된다. 선행연구들은 상술한 논거들을 실증적으로 분석하였으며, 전반적으로 일관된 결과를 제시하고 있다.

Covrig et al.(2007)은 IAS를 자발적으로 도입한 기업들에 대한 외국인 투자가 증가했는지 살펴보았다. 이들은 해외 투자의 중요한 장애요인

8) 비교가능성과 직접적인 관련은 없으나 국내에서도 IFRS 도입 효과에 대한 다양한 연구가 진행된 바 있다. 예를 들어, 왕현선(2016)은 K-IFRS 도입 이후 당기손익과 기타포괄이익이 신용평가에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하였으며, 백정환과 최중서(2016)은 K-IFRS 도입 이후 영업권손상차손 인식의 적시성이 어떻게 변화하였는지 분석한 바 있다.

9) FASB(1980)은 상이한 회계처리방법으로 인한 기업 간 재무제표 비교의 어려움은 회계기준의 발전을 견인한 주요 원인이라고 보고하였다.

으로 'home bias'을 지목하고 IAS의 도입을 통해 'home-bias'가 감소된다면 개별기업에 대한 외국인의 투자가 증가할 것이라는 가설을 설정하고 검증하였다. 1999년부터 2002년의 표본기간 동안 뮤추얼 펀드(mutual funds)의 외국인 지분율로 측정된 외국인 투자는 IAS를 도입한 기업에서 그렇지 않은 기업보다 높은 것으로 나타났다. 또한 정보환경이 낮은 기업일수록, 투자전망이 불확실할수록 IAS 도입 이후 외국인 투자비중이 높게 나타나고 있음을 보고하며 IAS 도입이 기업 정보의 불확실성을 줄여주고 있다고 주장하였다.

Yu(2010)는 해외 뮤추얼 펀드의 지분율이 IFRS 의무적용에 따라 증가하는지 검증하였다. 그는 투자자와 피투자 기업 사이에 존재하는 회계기준의 차이인 'accounting distance'가 해외투자자에 대한 의사결정에 영향을 미칠 것으로 예상하고 IFRS 의무도입이 'accounting distance'를 감소시키고 있는지 조사하였다. 분석 결과, accounting distance가 클수록 투자자들은 피투자기업을 과소평가하고 있는 것으로 나타났으며 accounting distance는 IFRS 도입 이후 감소되고 있다고 보고하였다. Yu(2010)은 이러한 결과에 대해 IFRS의 도입이 투자자와 피투자 기업 사이의 정보비대칭을 완화하여 해외투자를 증가시키는 것이라고 주장하였다.

한편, DeFond et al.(2011)은 IFRS 의무도입으로 인해 비교가능성이 증가할 것이라고 예상하고 이러한 비교가능성의 증가가 해외투자의 확대에 이어지고 있는지 분석하였다. 이들은 IFRS 의무도입이 비교가능성의 향상을 담보하지는 않을 것으로 보고 비교가능성 변화의 수준을 결정하는 요인으로 통일성(uniformity)의 변화와 회계기준을 얼마나 신뢰성 있게 시행하는지(implementation credibility)에 주목하여 분석을 진행하였다. 2003년부터 2007년까지 기간에 EU

소속 14개 국가 5,460개 기업들을 표본으로 하여 IFRS 도입을 기준으로 해외 뮤추얼 펀드투자가 증가되었는지 분석하였다. 분석 결과, 회계기준의 통일성과 시행의 신뢰성으로 측정된 비교가능성이 높은 기업일수록 해외투자가 증가한 것으로 나타났다.

Gordon et al.(2012)은 IFRS 도입이 회계투명성을 높이고, 비교가능성을 증가시키며 정보해석 비용이 낮아져 기업과 이해관계자들 사이의 정보비대칭이 감소할 것이며 그 결과 해외직접투자가 증가할 것이라고 예상하였다. 1996년부터 2008년까지 IFRS를 도입한 1,343개 기업-연도를 대상으로 분석을 실시한 결과 IFRS도입 이후 해외직접투자가 증가하였으며 개발도상국에 속한 기업에서 보다 명확한 현상이 관찰되고 있음을 확인하였다. 또, Beneish et al.(2012)은 IFRS 의무도입이 해외투자자에 미치는 영향을 지분투자자와 채권투자자로 나누어 분석하였고, Florou and Pope(2009)는 IFRS 의무도입이 해외의 기관투자자에게 미치는 영향을 그리고 Bruggemann et al.(2012)은 해외의 개인투자자에게 미치는 영향을 각각 검증하여 전반적으로 IFRS의 도입으로 인해 해외투자가 증가하였다는 결론을 제시하고 있다.

국내에서는 국제적 비교가능성 변화와 외국인 투자의 관계를 살펴본 연구가 현재까지 전무한 실정이다. 다만 김민과 최민현(2014)에서 IFRS 도입 이후 국내 기업 사이의 비교가능성과 외국인 투자와의 관계를 분석한 바 있다. 분석 결과, 비교가능성 증가와 외국인 투자 사이에 양(+)의 유의한 관계가 관찰되며 이는 IFRS 도입의 긍정적인 영향이라고 주장하였다. 그러나 이들의 분석결과는 IFRS 도입을 통해 국제적 정합성이 확보되었다거나 해외투자자들의 'home-bias'가 감소되어 국내 기업에 대한 외국인 투자가 증가하였다는 직접적인 단서라기보다는 외국인 투자자

가 회계정보의 질이 높은 기업을 선호한다는 선행연구와 동일한 맥락에서 해석하여야 할 것으로 판단된다.

이상에서 살펴본 바와 같이 IFRS 도입과 외국인 투자자와의 관계를 분석한 대부분의 선행연구들은 IFRS 도입이 국제자본시장에서 해외 기업에 대한 투자를 증가시켰다는 긍정적인 결론을 제시하고 있다. 이는 IFRS 도입이 회계의 질에 미치는 영향에 대한 선행연구들이 다소 혼재된 결과를 보이는 것과 달리 자본시장에는 전반적으로 긍정적인 영향을 주고 있다는 것을 의미한다. 본 연구는 IFRS의 도입이 자본시장에 어떠한 영향을 미치고 있는지 분석하여 전술한 선행연구의 결과가 국내 자본시장에서 동일하게 나타나고 있는지 검증하는 한편, 국내 선행연구가 시도된 바 없는 국제적 비교가능성과 외국인 투자 사이의 관계를 실증적으로 분석하여 해외 투자자들의 'home-bias'가 IFRS를 도입한 이후 국내 자본시장에서도 약화되고 있는지 살펴보고자 한다.

2. 가설설정

외국인 투자자는 기관투자자의 비중이 높아 정보의 수집과 분석이 뛰어나며 국내 투자자들에 비해 정보의 우위를 점하고 있어 효과적인 경영감시자의 역할도 수행하는 것으로 알려져 있다.¹⁰⁾ 우리나라는 1992년 외국인에 대해 자본

시장을 개방한 이후로 외국인 투자가 계속적으로 증가해 왔으며 현재는 국내 주식시장과 채권 시장의 30%에 이르는 것으로 파악된다.¹¹⁾ 따라서 국내 자본시장의 질적, 양적 성장을 위해 우량한 해외 자본의 유치는 필수적이라 할 수 있다.

그럼에도 해외의 선행연구들은 'home-bias'의 존재로 인해 해외투자를 회피하고자 하는 경향이 존재함을 밝혀왔고, 'home-bias'의 핵심 원인이 해외기업에 대한 투자가 자국기업에 대한 투자에 비해 적시성 있는 투자의사결정이 어렵고 정보와 수집과 해석에 추가적인 비용이 소모되기 때문이라고 지적해왔다.(Kang and Stulz, 1997; Morgan Stanley Dean Witter 1998; Bradshaw et al. 2004; Covrig et al. 2007). 이러한 'home-bias' 현상으로 인해 개별 국가나 기업이 자본을 유치함에 있어 어려움을 마주하게 될 뿐만 아니라, 국제자본시장에서 한정된 자원이 효율적으로 배분되지 못하는 결과를 초래할 수 있다.

이러한 상황에서 국제자본시장 참여자들은 전 세계가 공통으로 사용하는 단일회계기준에 대한 요구를 표현하여 왔으며, 개별 국가와 기업 역사보다 낮은 비용으로 자본을 조달하기 위해 단일회계기준 요구에 대해 적극적으로 대응할 동기가 생겨나게 되었다. 전 세계적으로 확산되고 있는 IFRS는 자본의 공급자인 투자자와 수요자인 기업의 이해관계를 모두 만족시켜줄 수 있는 중

10) 반면 외국인 투자자의 부정적인 측면에 대한 연구도 수행된 바 있다. 예를 들어, 양대천(2012)과 박진하와 권대현(2012)는 외국인의 투자지분 상승이 배당을 촉진하여 기업성장을 저해할 수 있음을 주장하였다. 또한, 최근 미국계 헤지펀드인 엘리엇 매니지먼트는 삼성물산과 제일모직의 합병과정에 개입하거나, 현대차그룹의 지배구조 개편을 요구하는 등 과거에 비해 보다 적극적으로 경영감시자의 역할을 수행하고 있다. 그러나 이러한 외국인 투자자의 활동이 기업의 효율적인 경영의사결정을 위한 것이라기보다는 스스로의 이익을 추구하고, 피투자기업의 미래경영성과에 초점을 두고 있지 않은 것이라는 시각이 지배적이다. 이는 엘리엇이 우리나라 정부를 대상으로 7천억원 가량의 손해배상을 청구하였으며, 한국정부가 기업의사결정에 부정적으로 개입하였을 뿐 아니라 외국인 투자자에게 피해를 주고 있다고 주장하고 있는 사건을 통해 파악할 수 있다(연합뉴스 2018.05.11.).

11) 2017년 11월 국내 주식시장에 참여하는 외국인의 주식보유규모는 634,9조원에 이는 KOSPI의 37.3%, KOSDAQ의 12.8%를 보유하고 있다. 또한 채권 등에 대한 투자된 외국인의 자본은 약 200조원에 달하는 것으로 보고되었다(금융감독원 '2017년 11월 중 외국인투자자 증권매매동향').

요한 대안으로 주목받고 있다. 투자의사결정과정에서 투자자가 둘 이상의 대안에 대한 평가를 실시하는 경우 의사결정자가 이용할 수 있는 정보들이 서로 비교가능하다면 보다 합리적인 선택이 가능하게 될 것이다. 또한, 기업의 경우 국내외의 투자자들에게 회계정보를 제공함에 있어 여러 가지 회계기준에 의한 재무제표를 작성하지 않으므로 추가적인 비용이 발생하지 않는다. 뿐만 아니라 'home-bias'와 같이 기업이 통제할 수 없는 외적인 요인에 의해 저평가되지 않고 보다 낮은 비용으로 자본을 조달할 수 있게 될 가능성이 높다.

IFRS 의무도입 지지자들 역시 위의 서술과 유사한 주장을 하고 있다. IFRS의 도입은 전 세계의 기업이 제공하는 회계정보의 비교가능성을 비약적으로 향상시키며 이로 인해 서로 다른 국가에 소재한 기업에 대한 투자의사결정이 용이해진다는 것이다. 나아가 국제자본시장에 참여하는 이해관계자들의 'home-bias'를 해소시켜 자본의 국가 간 이동을 활성화하는 계기가 될 수 있을 뿐 아니라 궁극적으로 전 세계를 대상으로 하는 자본의 효율적 배분이 가능하다는 것이다. 전 절에서 살펴 본 바와 같이 해외의 선행연구들은 IFRS 의무도입 지지자들의 주장을 실증적으로 검증하려 시도하였으며, 주장과 일관된 실증 결과를 제시해왔다(Covrig et al. 2007; Florou and Pope 2009; Yu 2010; DeFond et al., 2011; Gordon et al. 2012; Beneish et al. 2012; Bruggemann et al. 2012).

다만, 우리나라의 경우 이러한 주장을 직접적으로 검증하지 못하였으므로 해외와 동일한 결과가 나타나고 있는지 분석하는 것은 의미가 있을 것으로 판단된다. 또, IFRS가 구체적인 지침이 결여된 원칙중심의 회계기준임을 고려할 때 그 효과는 국가마다 차별적으로 나타날 수 있어 국내에서 선행연구와 일관된 결과가 나타나는지

는 실증 분석이 대상이 된다. 특히 우리나라의 기업들이 회계적 정합성 외에도 복잡한 지배구조나 북한과 국경을 인접하고 있다는 지정학적 원인에 의해 국제자본시장에서 상대적으로 저평가되고 있다는 사실을 고려한다면 IFRS 도입 이후 해외기업에 대한 비교가능성과 외국인 투자와의 관계는 더욱 실증적으로 검증해 볼 가치가 있을 것이다. 즉, 해외의 기업을 대상으로 한 선행연구의 결과와 달리 IFRS으로 해외의 기업과 유사한 방식으로 재무정보를 제공하는 경우라 할지라도 외국인의 투자 증가로 이어지지 않을 가능성이 존재할 수 있다.

본 연구는 상술한 논거에 따라 K-IFRS 도입 이후 비교가능성이 높은 기업을 외국인 투자자가 선호하는지 혹은 그렇지 않은지 분석하기 위하여 아래와 같은 귀무가설을 설정하였다.

연구가설: 국제적 비교가능성과 외국인 투자는 관계가 없을 것이다.

III. 연구설계

1. 비교가능성의 측정

본 연구는 IFRS 도입이 자본시장에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하기 위하여 비교가능성과 외국인 투자 사이의 관계를 검증하고자 한다. 이를 위해 먼저 국내 기업과 해외 기업 사이에 존재하는 비교가능성 측정이 요구된다. 비교가능성 측정에 대한 이론적인 모형은 De Franco et al.(2011)에 의해 제시되었으나 동 모형을 그대로 적용하는 것은 IFRS 도입효과를 파악하는데 편의를 초래할 수 있다.¹²⁾ 이에 본 연구는 비교가능성을 횡단면 회귀함수로 측정한 Barth et

al.(2012)의 모형을 활용하고자 한다. 구체적인 추정 모형은 아래와 같다.

먼저 De Franco et al.(2011)은 경제적 현상을 재무제표에 나타내는 개별기업의 함수를 회계시스템이라 정의하고 아래와 같이 표현하였다.

$$Financial\ Statements_i = f_i(Economic\ Events_i) \quad (1)$$

식 (1)은 기업의 재무제표가 경제적 사건을 변수로 한 회계함수에 의한 결과임을 나타내고 있으며, $f_i()$ 는 기업 i 의 회계시스템을 의미한다. 이후 “비교가능성은 두 경제적 현상 사이의 비슷한 점과 다른 점을 확인할 수 있게 하는 정보의 질”이라는 FASB(1980)의 정의에 입각하여 두 기업이 유사한 회계함수 $f_i()$ 를 가지는 경우 서로 비교가능하다고 정의하였다. De Franco et al.(2011)은 비교가능성의 측정을 위해 경제적 사건의 대응치로 주가수익률을 그리고 재무제표의 대응치는 회계이익을 활용하였다.¹²⁾

$$Earnings_{i,t} = \alpha_i + \beta_i Return_{i,t} + \epsilon \quad (2)$$

여기서,

Earnings : 분기별 순이익/기초순자산

Return : 분기별 주가수익률

한편, Barth et al.(2012)는 De Franco et

al.(2011)의 정의를 이용하여 기업의 경제적 사건을 나타내는 변수로 주가, 주식수익률 그리고 차기의 영업현금흐름을 사용하고, 재무제표의 대응치로 순이익과 순자산을 투입하여 아래와 같은 비교가능성 측정모형으로 확장하였다.

먼저 아래의 세 가지 회귀식을 통해 각각 IFRS를 도입한 해외의 국가와 국내 표본의 회계시스템 함수를 추정한다. 아래의 회귀함수에서 위첨자가 IFRS로 표시된 것은 우리나라를 제외한 기존의 IFRS 적용국가의 기업-연도 표본을 이용한 횡단면 분석을 의미하며, 위첨자가 KR인 회귀모형은 국내의 기업만을 표본으로 한 횡단면 분석을 의미한다.

[주가 모델]

$$P_{i,t}^{IFRS} = \alpha_0^{IFRS} + \alpha_1^{IFRS} BVE_{i,t}^{IFRS} + \alpha_2^{IFRS} NI_{i,t}^{IFRS} + \epsilon_{i,t}^{IFRS}$$

$$P_{i,t}^{KR} = \alpha_0^{KR} + \alpha_1^{KR} BVE_{i,t}^{KR} + \alpha_2^{KR} NI_{i,t}^{KR} + \epsilon_{i,t}^{KR}$$

[주식수익률 모델]

$$RET_{i,t}^{IFRS} = \beta_0^{IFRS} + \beta_1^{IFRS} [NI_{i,t}/P_{i,t-1}]^{IFRS}$$

$$+ \beta_2^{IFRS} [\Delta NI_{i,t}/P_{i,t-1}]^{IFRS} + \beta_3^{IFRS} LOSS_{i,t}^{IFRS}$$

$$+ \beta_4^{IFRS} LOSS \times [NI_{i,t}/P_{i,t-1}]^{IFRS}$$

$$+ \beta_5^{IFRS} LOSS \times [\Delta NI_{i,t}/P_{i,t-1}]^{IFRS} + \epsilon_{i,t}^{IFRS}$$

$$RET_{i,t}^{KR} = \beta_0^{KR} + \beta_1^{KR} [NI_{i,t}/P_{i,t-1}]^{KR}$$

$$+ \beta_2^{KR} [\Delta NI_{i,t}/P_{i,t-1}]^{KR} + \beta_3^{KR} LOSS_{i,t}^{KR}$$

$$+ \beta_4^{KR} LOSS \times [NI_{i,t}/P_{i,t-1}]^{KR}$$

$$+ \beta_5^{KR} LOSS \times [\Delta NI_{i,t}/P_{i,t-1}]^{KR} + \epsilon_{i,t}^{KR}$$

12) De Franco et al.(2011)의 비교가능성 측정 모형이 개별 기업의 특정 분기의 비교가능성을 측정하기 위하여 이전 16분기 자료를 이용하고 있으며 이러한 방법을 통해 추정된 16분기의 비교가능성을 평균한 추정치를 해당 기업-연도의 비교가능성으로 사용하고 있다. 이와 달리 Barth et al.(2012)는 기업-연도를 표본으로 하여 회계기준 간 비교가능성을 횡단면적으로 측정하는 구성요소로써 개별기업의 데이터를 사용하고 있어 해당 방법을 활용한 본 연구의 기업별 비교가능성은 특정 기업의 비교가능성을 직접적으로 측정하지 못하고 해외 기업에 대한 평균적인 비교가능성 측정을 하였다는 단점이 존재한다. 이처럼 본 연구의 본래 목적을 달성하기 위해서는 De Franco et al.(2011)의 방법에 의해 비교가능성을 추정하는 것이 보다 타당할 수 있으나 전술한 바와 같이 De Franco et al.(2011)은 16분기의 자료를 필요로 하고 있어 그 추정이 사실상 불가능하다. 보다 자세히 설명하면 De Franco et al.(2011)에 의해 2016년 12월의 비교가능성을 추정하는 경우 2009년 1분기 재무자료를 필요로 하는데 국내 기업의 경우 2009년은 IFRS 도입 이전 기간이므로 IFRS에 의한 재무정보 수집이 불가능하다. 이는 IFRS를 전·후하여 국내 기업들의 비교가능성 변화를 분석한 모든 선행연구가 가진 한계점일 것이라고 판단한다.

13) 그러나 DeFranco et al.(2011)은 이익정보가 손익계산서의 요약추정치에 불과하여 이를 통해 재무제표의 비교가능성을 탐지하는 것이 한계가 있음을 인정하고 있다.

[영업현금흐름 모델]

$$CFO_{i,t}^{IFRS} = \gamma_0^{IFRS} + \gamma_1^{IFRS} [NI_{i,t} / TA_{i,t-1}]^{IFRS} + \epsilon_{i,t}^{IFRS}$$

$$CFO_{i,t}^{KR} = \gamma_0^{KR} + \gamma_1^{KR} [NI_{i,t} / TA_{i,t-1}]^{KR} + \epsilon_{i,t}^{KR}$$

여기서,

- P : t+1기의 3월말 증가
- BVE : t기말의 주당순자산
- NI : t기말의 주당순이익
- RET : t기의 주식수익률
- ΔNI : t기의 주당순이익의 변화
- $LOSS$: t기의 손실보고 여부에 대한 더미변수.
당기순손실을 보고한 기업이면 1, 아니면 0의 값을 가짐
- CFO : t+1기 영업현금흐름/t기 자산총계
- TA : 자산총계

위 모형의 회귀계수들은 회계정보와 경제적 사건의 관계를 나타내는 집단별 회계시스템을 의미한다. 다음으로 국내 기업과 IFRS 적용기업의 회계시스템 차이를 측정하기 위해 전술한 3가지 모형 각각에 대해 아래의 추정을 실시한다. 즉, 상술한 회귀식을 통해 추정된 국내기업집단의 추정계수 $\hat{\beta}^{KR}$ 을 표본기업의 실제 독립변수 값에 적용하여 구한 경제적 사건의 기댓값과 해외기업을 표본으로 한 회계시스템의 추정계수 $\hat{\beta}^{IFRS}$ 를 국내 기업의 실제 독립변수 값에 대입했을 때 구해지는 경제적 사건의 기댓값을 비교함으로써 산업별 국내기업과 유럽기업 간의 회계시스템의 차이를 측정한다.

[추가 모델]

$$\hat{P}_{i,t}^{KR,KR} = \alpha_0^{KR} + \alpha_1^{KR} BVE_{i,t}^{KR} + \alpha_2^{KR} EPS_{i,t}^{KR}$$

$$\hat{P}_{i,t}^{IFRS,KR} = \alpha_0^{IFRS} + \alpha_1^{IFRS} BVE_{i,t}^{KR} + \alpha_2^{IFRS} EPS_{i,t}^{KR}$$

[추가수익률 모델]

$$\widehat{RET}_{i,t}^{KR,KR} = \beta_0^{KR} + \beta_1^{KR} [NI_{i,t} / P_{i,t-1}]^{KR}$$

$$+ \beta_2^{KR} [\Delta NI_{i,t} / P_{i,t-1}] + \beta_3^{KR} LOSS_{i,t}^{KR}$$

$$+ \beta_4^{KR} LOSS \times [NI_{i,t} / P_{i,t-1}]^{KR}$$

$$+ \beta_5^{KR} LOSS \times [\Delta NI_{i,t} / P_{i,t-1}]^{KR}$$

$$\widehat{RET}_{i,t}^{IFRS,KR} = \beta_0^{IFRS} + \beta_1^{IFRS} [NI_{i,t} / P_{i,t-1}]^{KR}$$

$$+ \beta_2^{IFRS} [\Delta NI_{i,t} / P_{i,t-1}]^{KR} + \beta_3^{IFRS} LOSS_{i,t}^{KR}$$

$$+ \beta_4^{IFRS} LOSS \times [NI_{i,t} / P_{i,t-1}]^{KR}$$

$$+ \beta_5^{IFRS} LOSS \times [\Delta NI_{i,t} / P_{i,t-1}]^{KR}$$

[영업현금흐름 모델]

$$CFO_{i,t}^{KR,KR} = \gamma_0^{KR} + \gamma_1^{KR} [NI_{i,t} / TA_{i,t-1}]^{KR}$$

$$CFO_{i,t}^{IFRS,KR} = \gamma_0^{IFRS} + \gamma_1^{IFRS} [NI_{i,t} / TA_{i,t-1}]^{KR}$$

위의 과정을 통해 연도별로 추정된 국내 기업의 회계시스템에 대한 기댓값($\widehat{P}^{KR,KR}$, $\widehat{RET}^{KR,KR}$, $\widehat{CFO}^{KR,KR}$)과 IFRS를 적용하고 있는 다른 국가의 회계시스템에 의한 기댓값($\hat{P}^{IFRS,KR}$, $\widehat{RET}^{IFRS,KR}$, $\widehat{CFO}^{IFRS,KR}$) 차이의 절댓값을 비교가능성의 대응치로 활용한다. 이때 해석의 편의를 위하여 측정된 절댓값에 모두 (-)의 부호를 취하였다.¹⁴⁾ 즉, 측정된 각 대응치들의 값이 높을수록 해당 기업의 비교가능성이 높음을 의미한다.

$$Comp(P)_{i,t} = \left| \hat{P}_{i,t}^{KR,KR} - \hat{P}_{i,t}^{IFRS,KR} \right| \times (-1)$$

$$Comp(RET)_{i,t} = \left| \widehat{RET}_{i,t}^{KR,KR} - \widehat{RET}_{i,t}^{IFRS,KR} \right| \times (-1)$$

$$Comp(CFO)_{i,t} = \left| \widehat{CFO}_{i,t}^{KR,KR} - \widehat{CFO}_{i,t}^{IFRS,KR} \right| \times (-1)$$

2. 가설검증 모형

아래는 본 연구에서 제시하고 있는 주요 가설

14) 이러한 조작적 정의는 해외기업에 대한 우리나라 기업의 회계시스템의 차이가 감소할수록 비교가능성이 증가한다는 현상을 보다 직관적으로 표현하기 위함이다. 본문에서 제시된 방법을 통해 절댓값으로 측정된 비교가능성 대응치 $Comp(P)$, $Comp(RET)$, $Comp(CFO)$ 는 값이 낮을 수록 높은 비교가능성을 의미한다. 따라서 각 변수가 음(-)의 값을 취하게 되면 비교가능성 측정치와 비교가능성의 증가 방향이 일치되어 각 변수의 값이 높을수록 더 높은 비교가능성을 나타내는 기업을 의미하게 된다.

의 검증을 위한 실증모형을 나타내고 있다.

$$FOR_{i,j,t}(j=1,2) = \delta_0 + \delta_1 Comp_{i,k,t}(k=1,2,3) + \delta_2 ADA_{i,t} + \delta_3 OUT_{i,t} + \delta_4 ROA_{i,t} + \delta_5 LEV_{i,t} + \delta_6 SIZE_{i,t} + \delta_7 BIG4 + YD + ID + \epsilon_{i,t}$$

(3)

여기서,

- FOR_1 : t기말 i외국인 지분율
 FOR_2 : t기 연간 외국인 지분율 평균
 $COMP_1$: $COMP(P)$
 $COMP_2$: $COMP(RET)$
 $COMP_3$: $COMP(CFO)$
 ADA : Kothari et al.(2005)에 의해 측정된 재량적 발생액의 절대값
 OUT : t기말 사외이사비율
 ROA : 총자산이익률(t기말 당기순이익/t-1기말 자산총계)
 LEV : 부채비율(t기말 부채총계/t-1기말 자산총계)
 $SIZE$: $\ln(t기말 자산총계)$
 $BIG4$: 대형감사법인을 나타내는 더미변수. 대형감사법인(삼일, 삼정, 안진, 한영)에 의해 감사를 받은 피감사기업이면 1, 아니면 0의 값을 가짐.
 YD : 연도더미
 ID : 산업더미

가설검증을 위한 위 모형에서 종속변수는 i기업에 대한 t기말 외국인 지분율과 t기 전체의 외국인 지분율 평균을 사용하였다. 이는 외국인 지분율의 경우 매일 변화할 수 있으며 특정 시점에서 측정되는 지분율의 경우 해당 시점의 사건 발생에 의해 일시적으로 초래된 변화에 영향을 받을 가능성이 높아 분석결과가 편의(bias)를 가질 수 있게 하기 때문이다.

한편, 독립변수 중 가설검증을 위한 주요 관심 변수는 전술한 측정 방법에 의해 추정된 비교가능성 대용치인 $COMP$ 이다. $COMP$ 변수는 주가, 주가수익률, 영업현금흐름 모형에 의해 측정된 세 가지 변수가 모두 분석에 사용되었다. 만

약 $COMP$ 의 회귀계수인 δ_1 이 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가진다면 비교가능성이 높을수록 외국인에 의한 투자가 활성화된다는 IFRS의 무도입 지지자들의 주장과 본 연구의 가설을 지지하는 결과로 해석될 수 있다.

분석 모형에 투입되는 통제변수들은 선행연구를 통해 제시된 외국인 지분율에 영향을 줄 것으로 지적된 변수들을 가설검증모형에 포함하였다. 먼저, 외국인 투자자는 기업과 투자자 사이의 정보비대칭(information asymmetry)이 낮은 기업을 선호하는 것으로 알려져 있다(안윤영 등, 2005). 재량적 발생액의 큰 기업은 정보비대칭이 높을 것으로 판단하여 Kothari et al.(2005)의 모형에 의해 추정된 재량적 발생액의 절대값을 사용한다.

지배구조와 관련하여 고대영 등(2012)은 비정상사외이사비율이 높은 기업에 외국인 투자가 높은 경향이 존재하고 있음을 보고하였다. 본 연구는 개별 기업의 사외이사비율(OUT)을 분석 모형에 투입하여 이를 통제하고자 하였다. 이 외에 총자산이익률(ROA)은 기업의 수익성을 중시하는 외국인투자자들이 활용하는 중요 지표로 간주되며(Kang and Stulz 1997), 부채비율(LEV)이 낮은 기업을 외국인들이 선호한다는 선행연구에 따라 각 변수를 분석 모형에 포함하였으며, 규모가 큰 기업을 외국인 투자자가 더 선호한다는 선행연구의 결과에 따라 규모변수($SIZE$)를 가설검증 모형에 투입하였다.

끝으로, 국내의 대형감사법인은 해외의 감사법인과 제휴되어 있는 법인들이므로 이들에 의해 감사된 재무제표의 경우 해외의 투자자들이 상대적으로 더욱 신뢰할 가능성이 존재하므로 이를 나타내는 변수($BIG4$) 또한 분석 모형에 포함하였다.

3. 표본의 선정

본 연구는 해외기업과의 비교가능성이 높은 기업일수록 외국인의 투자가 증가하고 있는지 검증하는 것을 목적으로 한다. 이를 위해 2011년 1월 1일부터 2016년 12월 31일까지 유가증권시장에 상장된 기업 중 다음의 조건을 만족하는 기업을 표본으로 선정하였다. 이때, 2016년이 표본기간에 포함된 것은 영업현금흐름을 활용한 비교가능성 측정모형에서 차기의 영업현금흐름 정보를 요구하기 때문이다. 따라서 실질적으로 분석에 이용된 기업-연도 표본은 2011년부터 2015년 12월 31일까지 상장된 기업들을 의미하며 이들 중 2016년 재무제표를 통해 영업현금흐름에 대한 정보를 획득할 수 있는 기업이 분석 대상에 포함되었다. 구체적인 표본의 선정 기준은 다음과 같다.

- (1) 연결재무제표를 작성하였으며, 결산일이 12월 31일인 기업
- (2) 금융업에 속하지 않는 기업¹⁵⁾
- (3) Fn-Guide 데이터베이스로부터 2011년부터 2016년까지의 재무제표 자료를 추출할 수 있는 기업
- (4) IFRS를 조기에 도입하지 않은 기업
- (5) 자본잠식기업

표본선정기준 (1)과 (2)에 따라 최초 2,250개 기업-연도 표본이 선정되었다. 이들 가운데 자료의 이용가능성을 고려한 조건 (3)에 따라 135개 기업-연도 표본이 제외되었으며 비교 가능성을 측정함에 있어 IFRS를 조기에 도입한 기업의 영향이 가져올 편의를 제거하기 위하여 조건 (4)를 적용한 57개 기업-연도를 표본에서 제외하였다.

<표 1> 표본의 선정

패널 A : 표본의 선정		
최초표본		2,830
결산일이 12월 31일이 아닌 기업		(73)
금융업(혹은 SIC code)를 확인할 수 없는 기업		(507)
재무자료의 입수가 불가능한 기업		(164)
IFRS 조기도입 기업		(57)
자본잠식기업		(31)
극단치(outlier)		(181)
최종표본		1,817
패널 B : 표본의 산업별 분포		
	표본수	표본구성비율(%)
건설업	57	3.1
제조업	1,399	76.9
정보통신업	86	4.7
도·소매업	69	3.8
서비스업	206	11.5
합계	1,817	100%

15) 비교가능성은 동종산업에 속한 기업들을 대상으로 추정되는데 이를 위해 국내기업과 해외기업을 동일한 기준에 의해 산업별로 분류하는 것이 요구된다. 이에 본 연구는 국내 기업을 역시 SIC 2 digit code에 의해 산업을 구분하였으며 이를 확인할 수 없는 국내 기업들은 전체 표본에서 제외되었다.

또한, 자본잠식 기업의 경우 주가수익률의 변화가 다른 기업들과 상이할 것으로 판단되어 분석에서 제외하였다. 이러한 표본선정 과정을 통해 2,003개 기업-연도 자료를 선정하였으며, 극단치가 분석결과에 미치는 영향을 배제하기 위하여 비교가능성 측정 모형에 포함된 변수를 기준으로 독립변수와 종속변수의 값이 전체 분포의 상·하위 1%를 벗어난 표본을 제외하고 최종 표본 1,817개를 선정하였으며 <표 1>은 그 현황을 나타내고 있다.

다음으로 해외기업과의 비교가능성을 측정하기

위해 Benchmark집단으로 고려되는 해외기업은 국내 기업들과 질적으로 유사한 기업들을 대상으로 선정하였다. 다시 말해 (1) 12월 31일이 결산일인 기업, (2) 금융업에 속하지 않는 기업, (3) compustat global 데이터 베이스를 통해 재무제표 자료가 입수가 가능한 기업이다. 이들에 대해서도 국내기업과 동일하게 비교가능성 추정모형의 종속변수와 독립변수가 전체 분포의 상·하위 1%를 벗어나면 표본에서 제외하였으며 최종적으로 선정된 표본은 아래의 <표 2>에 제시하였다.

<표 2> 대응 표본의 선정

패널 A : 해외 기업의 국가별 분포			
국가명	표본수	국가명	표본수
오스트리아	314	네덜란드	401
벨기에	404	노르웨이	426
덴마크	448	폴란드	1,235
핀란드	542	포르투갈	124
프랑스	1,900	스페인	502
독일	2,241	스웨덴	1,232
그리스	700	스위스	654
아일랜드	78	영국	3,140
이탈리아	830	합계	15,171

패널 B : 표본의 산업별 분포		
	표본수	표본구성비율
건설업	943	6.2
제조업	7,901	52.1
정보통신업	1,942	12.8
도·소매업	1,092	7.2
서비스업	3,293	21.7
합계	15,171	100%

IV. 실증분석 결과

1. 주요변수의 기술통계

<표 3>에는 본 연구의 가설검증 모형에 투입된 비교가능성 대용치와 주요 검증 변수들의 기

숏통계량을 제시하였다. 이 때 종속변수로는 기말시점의 외국인지분율(FOR_1)과 함께 회계기간 전체의 외국인지분율 평균(FOR_2)을 모두 제시하였으며 비교가능성 측정치 역시 본 연구에서 고려하고 있는 세 가지 모형을 통해 측정된 $COMP_1$, $COMP_2$, $COMP_3$ 을 각각 제시하고 있

음을 알 수 있다. 표에 제시된 것과 같이 대부분의 독립변수들이 평균과 중위수에서 큰 차이를 보이지 않으며 표준편차의 값이 작은 값을 지니

는 것으로 관찰되어 대다수의 변수들이 극단치의 영향으로부터 비교적 자유롭다고 간주할 수 있다.

<표 3> 주요 변수들의 기술통계량

변수명	표본수	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
FOR_1	1,817	0.229	0.169	0.000	0.499	0.862
FOR_2	1,817	0.219	0.167	0.000	0.526	0.871
$COMP_1$	1,817	-5.247	-4.211	-0.919	-3.431	-15.508
$COMP_2$	1,817	-0.192	-0.180	-0.011	-0.165	-0.398
$COMP_3$	1,817	-0.030	-0.014	-0.011	-0.031	-0.095
ADA	1,817	0.054	0.018	0.012	0.043	0.087
OUT	1,817	0.431	0.121	0.250	0.454	0.670
ROA	1,817	0.006	0.123	-0.391	0.009	0.493
LEV	1,817	0.434	0.19	0.012	0.459	0.971
$SIZE$	1,817	19.081	1.126	16.438	19.556	23.651
$BIG4$	1,817	0.622	0.480	0	1	1

1) 변수의 정의 : FOR_1 = t기말 외국인 지분율; FOR_2 =t기의 외국인 평균 지분율; $COMP_1$ =주가모형으로 측정된 비교가능성 대응치; $COMP_2$ =주가수익률모형으로 측정된 비교가능성 대응치; $COMP_3$ =영업현금흐름모형으로 측정된 비교가능성 대응치; ADA =Kothari et al.(2005)에 의해 측정된 제량적 발생액의 절대값; OUT = t기말 사외이사비율; ROA = t기말 총자산 수익률; LEV =t기의 부채비율; $SIZE$ =t기말 ln(자산총계); $BIG4$ =감사인이 대형감사법인(삼일, 삼정, 안진, 한영)이면 1, 아니면 0의 값을 가진.

다만 종속변수로 사용되는 외국인 지분율 (FOR_1 , FOR_2)의 평균이 0.229와 0.219인데 비해 중위수는 0.499와 0.526으로 중위수가 평균에 비해 높은 음(-)의 비대칭 분포를 따라는 것으로 판단된다. 이는 외국인 투자자가 국내 기업 전체를 투자대상으로 하지 않고 있어, 외국인 지분율이 0%인 기업이 다수 관찰되기 때문이다. 또한, 비교가능성을 측정한 대응치 중 주가모형변수

($COMP_1$)는 평균이 중위수에 비해 높은 양(+)의 비대칭 분포가 관찰되고 있다.16)17)

<표 4>는 가설검증 모형에 이용된 주요변수들의 pearson 상관관계를 나타내고 있다. 상관관계 분석결과를 살펴보면 종속변수로 사용된 외국인 지분율과 주가모형 그리고 주식수익률 모형을 이용하여 측정한 비교가능성은 1% 수준에서 유의한 양의 값을 보여주고 있다. 현금흐름모형을

16) 회귀모형 추정시 모형에 포함된 변수들은 정규분포를 따라야 한다. 본 연구는 이를 위해 각 변수들을 기준으로 상·하위 1%에 해당하는 극단치들을 검정표본에서 제외하였다. 그럼에도 표본에 포함된 기업들의 주식가격과 외국인 지분율의 편차가 매우 높아 정규분포의 가정에서 일부 벗어나고 있음을 알 수 있다. 이에 본 연구에서는 1) 주가를 포함하는 변수를 기준으로 상·하위 3% 표본을 제외하여 분석을 실시하고 2) 평균값을 기준으로 ±3표준편차를 벗어나는 표본을 제외하여 후술하는 가설검증모형을 재차 수행하였다. 또한, 외국인 지분율을 기준으로 3) 외국인 지분율이 0%인 기업을 표본에서 모두 제외하여 분석을 실시하고, 4) 평균값을 기준으로 ±3표준편차를 벗어나는 표본을 제외하는 방법으로 재차 분석을 실시하였으나 모든 분석에서의 결과가 질적으로 다르지 않음을 확인할 수 있었다.

17) 전 절에서 설명한 비교가능성 측정모형에 투입된 변수들의 기술통계량은 다음과 같다. 아래의 기술통계량 중 주가를 나타내는 P의 경우 국내 표본에 비해 해외표본의 평균과 중위수가 높게 나타나고 있음을 확인할 수 있다. 그러나 해외기업의 경우 우리나라의 원화가 아닌 다른 통화를 기준으로 측정된 가격을 나타내고 있어 직접적인 비교가 어려우며, 국내 기업의 주가는 회귀계수의 일관성을 위하여 천원 단위로 측정하여 분석에 이용하였다.

통해 측정된 비교가능성 측정치는 외국인 지분율과 한계적이지만 통계적인 유의성을 보여주고 있음을 관찰할 수 있었다. 이는 전반적으로 선행

연구의 결과와 일관된 것으로 비교가능성이 높은 기업에 외국인 투자가 증가한다는 본 연구의 가설을 지지하는 결과로 해석된다.

<표 4> 상관관계 분석

	FOR_1	FOR_2	$COMP_1$	$COMP_2$	$COMP_3$	ADA	OUT	ROA	LEV	$SIZE$	$BIG4$
FOR_1		0.84***	0.28***	0.33***	0.12*	-0.09	0.17**	0.26***	-0.04	0.73***	0.11*
FOR_2			0.21***	0.39***	0.13*	-0.10*	0.18**	0.35***	-0.07	0.69***	0.07
$COMP_1$				0.43***	0.59***	-0.32***	0.22**	0.11*	-0.15**	0.41***	0.06
$COMP_2$					0.41***	-0.50***	0.19**	0.09	-0.27	0.58***	0.13*
$COMP_3$						-0.27***	0.32***	0.07	-0.10	0.34***	0.09
ADA							0.03	0.09	-0.16**	-0.04	-0.04
OUT								0.04	-0.07	0.58***	0.07
ROA									-0.11	-0.12*	0.05
LEV										-0.37***	0.01
$SIZE$											0.46***
$BIG4$											

- 1) 변수의 정의 : FOR_1 = t기말 외국인 지분율; FOR_2 =t기의 외국인 평균 지분율; $COMP_1$ =주가모형으로 측정된 비교가능성 대응치; $COMP_2$ =주가수익률모형으로 측정된 비교가능성 대응치; $COMP_3$ =영업현금흐름모형으로 측정된 비교가능성 대응치; ADA =Kothari et al.(2005)에 의해 측정된 재량적 발생액의 절대값; OUT =t기말 사외이사비율; ROA =t기말 총자산수익률; LEV =t기의 부채비율; $SIZE$ =t기말 ln(자산총계); $BIG4$ =감사인이 대형감사법인(삼일, 삼정, 안진, 한영)이면 1, 아니면 0의 값을 가진.
- 2) ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄

한편, 가설검증모형에 투입된 통제변수들과 종속변수의 상관관계를 살펴보면 외국인 지분율은 사외이사비율(OUT)과 총자산수익률(ROA), 기업규모($SIZE$)과 1% 수준에서 유의한 양(+)
의 값을 보여주고 있음이 관찰되었다. 이는 선행연구의 결과와 일관되는 것으로 외국인 투자자들이 정보비대칭이 낮을수록, 경영성과가 우수할수록 그리고 규모가 큰 해외 기업에 투자하는 경

향이 나타나고 있음을 보여준다. 또한, 기업의 정보비대칭 수준을 나타내는 재량적 발생액의 절대값(ADA)은 비교가능성 측정 대응치들과 각각 1% 혹은 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있는데 이는 기업의 정보비대칭 수준이 높을수록 높은 비교가능성을 나타내는 경향이 있음을 의미한다.

	국내표본(n=1,817)			해외표본(n=15,171)		
	평균	표준편차	중위수	평균	표준편차	중위수
P	10.231	7.598	8.712	22.755	14.131	12.233
BVE	7.212	4.831	7.525	2.855	6.355	1.500
NI	1.309	3.233	1.216	1.484	2.574	1.100
RET	0.051	0.407	0.001	0.140	0.534	0.036
NI/P	0.000	0.400	0.002	-0.018	0.415	0.053
$\Delta NI/P$	0.002	0.001	0.005	-0.029	0.360	0.001
$LOSS$	0.289	0.453	0	0.274	0.446	0
CFO	0.044	0.044	0.091	0.049	0.124	0.061
NI/TA	0.011	0.098	0.023	0.004	0.195	0.032

2. 가설검증 결과

<표 5>는 상관관계분석에서 일부 지지된 본 연구의 가설을 보다 면밀하게 검증하기 위하여 다양한 통제변수들을 투입한 다변량회귀분석 결과를 제시하고 있다. 전술한 바와 같이 본 연구의 가설검증 모형에서 주요 관심변수로 사용되고 있는 비교가능성($COMP_{1,2,3}$)의 회귀계수가 외국인 지분율과 유의한 양(+)¹⁸⁾의 값을 가진다면 비교가능성이 'home-bias'의 해소에 기여하고 외국인 투자자들의 국내 유입을 증가시키고 있다는 사실을 암시한다.

<표 5>의 column 1, 2, 3은 종속변수를 기말 시점의 외국인 지분율로 하고 비교가능성 측정치를 각각 투입하여 분석한 결과를 제시하고 있으며, column 4, 5, 6은 종속변수를 기중 평균 외국인 지분율로 측정하여 비교가능성 대응치들과의 관계를 분석한 결과를 제시하였다. 종속변수에 관계없이 비교가능성과 외국인 지분율은 1% 혹은 5% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)¹⁸⁾의 값을 보여주고 있다. 또한 세 가지 비교가능성 대응치 모두에서 일관된 결과를 보여주고 있어 본 연구가 검증하고자 하는 가설이 지지되고 있음을 확인할 수 있다. 다시 말해, 비교가능성이 높은 기업에 대해 외국인 지분율이 높은 것으로 나타나 해외의 투자자들에게 익숙한 형태로 재무정보를 제공하는 경우 자본의 유입을 제고할 수 있다는 IFRS 의무도입 지지자들의 주장이 실증적으로 검증되고 있음을 말한다(Covrig et al. 2007; Florou and Pope 2009; Yu 2010; DeFond et al., 2011; Gordon et al. 2012; Beneish et al. 2012; Bruggemann et al. 2012). 이는 국

제자본시장에서 오랫동안 문제로 제기되어 왔던 'home-bias'의 해결방안으로 IFRS의 확대가 우수한 대안이 될 수 있음을 의미하는 결과이다. 나아가 국제 자본시장에서 우리나라 기업들의 저평가 현상을 보다 비교가능성이 높은 정보를 제공하여 해소할 수 있다는 단서를 발견할 수 있는 결과로 해석할 수도 있을 것으로 판단된다. 한편, 통제변수로 투입된 기업의 재무변수들 중 *ROA*와 *SIZE* 변수는 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)¹⁸⁾의 값을 나타내고 있으며, 이는 상관관계분석의 결과와 같이 외국인 투자자들이 경영성과가 우수하고 규모가 큰 기업에 대해 투자하는 경향이 존재함을 재차 확인할 수 있게 한다.¹⁸⁾

3. 강건성 분석

본 절에서는 전술한 가설검증 결과를 보다 확장하여 2011년부터 시행된 IFRS 도입 효과를 보다 직접적으로 검증해보고자 한다. 상술한 실증 분석 결과는 비교가능성이 높은 기업에 외국인 투자가 증가하고 있음을 보여준다. 그러나 IFRS 도입과 같이 단일회계기준이 아닌 경우에도 비교가능성이 높다면 'home-bias'를 약화시킬 가능성이 존재하므로, 단일 회계기준을 사용한다는 사건 자체는 외국인 투자지분을 증가시키는 원인이 되지 못할 가능성이 있다. 물론, IFRS 도입 이후 해외 기업에 대한 비교가능성이 증가되었다는 선행연구의 결과가 존재하나 개별 기업에서 비교가능성과 외국인 지분율 사이의 관계가 IFRS 적용 이후에 더 강화되었는지를 살펴보는 것은 IFRS 도입의 효과를 살펴보는데 또 다른 공헌점을 제공할 것으로 기대된다.

18) 한편, 광영민과 백정환(2015)에서는 K-IFRS 도입이 국제적 비교가능성에 미치는 영향이 우리나라 기업의 소속 시장에 따라 차별적으로 나타나고 있다고 주장하였다. 이는 외국인 투자자의 투자선호현상 역시 소속시장에 따라 차별적으로 나타날 가능성을 암시하는 것이며 이에 전체 표본을 KOSPI 소속기업과 KOSDAQ 소속기업으로 구분하여 전술한 분석을 재차 실시해 보았으며 그러한 경우에도 연구결과가 질적으로 달라지지 않음을 확인하였다.

<표 5> 가설검증 결과

$$FOR_{i,j,t}(j=1,2) = \delta_0 + \delta_1 Comp_{i,k,t}(k=1,2,3) + \delta_2 ADA_{i,t} + \delta_3 OUT_{i,t} + \delta_4 ROA_{i,t} + \delta_5 LEV_{i,t} + \delta_6 SIZE_{i,t} + \delta_7 BIGA + YD + ID + \epsilon_{i,t}$$

variables	Dependent var. FOR_1			Dependent var. FOR_2		
	column 1	column 2	column 3	column 4	column 5	column 6
intercept	-1.204*** (-3.76)	-1.214*** (-3.30)	-1.207*** (-3.28)	-1.091*** (-2.98)	-1.113*** (-2.97)	-1.112*** (-3.06)
$COMP_1$	0.015** (2.17)			0.014*** (3.06)		
$COMP_2$		0.039*** (2.71)			0.031*** (3.14)	
$COMP_3$			0.035*** (2.55)			0.034*** (3.04)
ADA	-0.043 (1.06)	-0.098 (1.09)	-0.040 (-1.04)	-0.035 (-1.38)	-0.038 (-1.42)	-0.067 (-0.94)
OUT	-0.012 (-0.79)	-0.014 (-0.73)	-0.212 (-0.78)	-0.044 (-0.41)	-0.047 (-0.44)	-0.042 (-0.43)
ROA	0.269*** (4.74)	0.282*** (3.90)	0.240*** (4.73)	0.267*** (4.90)	0.285*** (4.97)	0.272*** (4.73)
LEV	-0.012 (-0.92)	-0.016 (-0.81)	-0.011 (-0.99)	0.029 (0.01)	-0.003 (-0.09)	0.011 (0.09)
$SIZE$	0.149*** (5.30)	0.142*** (5.10)	0.145*** (5.61)	0.141*** (5.35)	0.141*** (5.43)	0.142*** (5.31)
$BIGA$	-0.001 (-0.43)	0.003 (0.57)	0.006 (0.66)	-0.005 (-0.65)	0.006 (0.66)	0.001 (0.43)
$No.obs$	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817	1,817
adj. R^2	0.3257	0.3244	0.3535	0.3684	0.3627	0.3781
F-stat	13.31***	13.11***	12.72***	13.15***	12.27***	12.33***

1) 변수의 정의 : FOR_1 = t기말 외국인 지분율; FOR_2 = t기의 외국인 평균 지분율; $COMP_1$ = 추가모형으로 측정된 비교가능성 대용치; $COMP_2$ = 추가수익률모형으로 측정된 비교가능성 대용치; $COMP_3$ = 영업현금흐름모형으로 측정된 비교가능성 대용치; ADA = Kothari et al.(2005)에 의해 측정된 계량적 발생액의 절댓값; OUT = t기말 사외이사비율; ROA = t기말 총자산 수익률; LEV = t기의 부채비율; $SIZE$ = ln(t기말 자산총계); $BIGA$ = 감사인이 대형감사법인(삼일, 삼정, 안진, 한영)이면 1, 아니면 0의 값을 가진.

2) ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄

이를 위해 표본기간을 IFRS 도입 이전인 2006년부터 2015년까지로 확장하고 IFRS 의무도입을 나타내는 더미변수를 투입한 형태로 가설검증모형을 확장하여 다변량회귀분석을 재차 수행하고자 한다. 본 강건성 분석은 IFRS 의무도입을 지지하는 이들이 'home-bias' 해소의 가장 강력한 대안이 IFRS의 전면 도입이라는 주장의 타당성을 검증하는 한편, 비교가능성과 외국인 지분

율 사이의 관계가 IFRS 도입이라는 중요한 회계사적 사건과 함께 시너지 효과를 발휘하고 있는지 분석하고자 함이다. 환언하면, IFRS의 도입을 통해 해외기업과의 비교가능성이 향상되었을 뿐 아니라 외국인 투자자에게 우리 기업들이 저평가 되었던 Korea Discount가 해소되고 있는지 분석하고자 함이다. 구체적인 검증 모형은 아래와 같다.

$$FOR_{i,j,t}(j=1,2) = \theta_0 + \theta_1 Comp_{i,k,t}(k=1,2,3) + \theta_2 IFRS_{i,t} + \theta_3 Comp \times IFRS + \theta_4 ADA_{i,t} + \theta_5 OUT_{i,t} + \theta_6 ROA_{i,t} + \theta_7 LEV_{i,t} + \theta_8 SIZE_{i,t} + \delta_7 BIG4 + YD + ID + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

여기서,

IFRS: IFRS 적용 여부를 나타내는 더미변수. IFRS 도입기간이면 1, 아니면 0의 값을 가짐.

위의 강건성 검증 모형에 대한 분석결과는 아래의 <표 6>을 통해 제시하였다. <표 5>와 같이 <표 6>의 column 1, 2, 3은 종속변수로 기말 시점이 외국인 지분율을 사용하여 분석을 실시한 결과를 보여주고 있으며, column 4, 5, 6은

연간 외국인 지분율의 평균을 종속변수로 사용하고 비교가능성 대응치를 주요 검증변수로 하는 분석 결과를 보여준다. 이때, IFRS 도입에 의한 비교가능성과 외국인 지분 사이의 증분효과를 분석하기 위하여 IFRS의 도입 여부를 나타내는 더미변수(*IFRS*)를 투입하였으며, 주요 검증변수는 비교가능성과 더미변수의 교차항이 된다. 따라서 회귀계수 θ_3 이 유의한 양(+)의 값을 가지게 되면 이전의 분석결과에 추가하여 IFRS 도입이 국제자본시장에 존재하는 'home-bias'를 해소하고 자본의 효율적 배분에 긍정적인 영향을 미치는 대안의 지위를 가지는 것을 의미한다.

<표 6> 강건성 분석

$$FOR_{i,j,t}(j=1,2) = \theta_0 + \theta_1 Comp_{i,k,t}(k=1,2,3) + \theta_2 IFRS_{i,t} + \theta_3 Comp \times IFRS + \theta_4 ADA_{i,t} + \theta_5 OUT_{i,t} + \theta_6 ROA_{i,t} + \theta_7 LEV_{i,t} + \theta_8 SIZE_{i,t} + \delta_7 BIG4 + YD + ID + \epsilon_{i,t}$$

variables	Dependent var. FOR_1			Dependent var. FOR_2		
	column 1	column 2	column 3	column 4	column 5	column 6
intercept	-0.020 (-1.67)	-0.019 (-0.92)	-0.019 (-1.11)	-0.024* (-1.99)	-0.026 (-0.95)	-0.030 (-1.29)
$COMP_1$	0.192** (2.17)			0.112** (2.00)		
$COMP_2$		0.189** (2.15)			0.131** (2.01)	
$COMP_3$			0.164** (2.30)			0.103** (2.04)
<i>IFRS</i>	0.087*** (2.69)	0.027*** (2.70)	0.021*** (2.99)	0.074*** (3.01)	0.041*** (3.11)	0.043*** (2.84)
<i>IFRS</i> × <i>COMP</i>	0.061*** (3.41)	0.006*** (3.67)	0.012*** (3.53)	0.064*** (3.55)	0.015*** (3.23)	0.013*** (3.19)
<i>CONTROLS</i>	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>No.obs</i>	2,543	2,543	2,543	2,543	2,543	2,543
adj. R^2	0.4105	0.4246	0.4591	0.4765	0.4752	0.4833
F-stat	13.65	13.79	14.91	14.65	14.58	14.96

1) 변수의 정의 : FOR_1 = t기말 외국인 지분율; FOR_2 = t기의 외국인 평균 지분율; $COMP_1$ = 추가모형으로 추정된 비교가능성 대응치; $COMP_2$ = 추가수익률모형으로 추정된 비교가능성 대응치; $COMP_3$ = 영업현금흐름모형으로 추정된 비교가능성 대응치; *ADA* = Kothari et al.(2005)에 의해 추정된 제량적 발생액의 절댓값; *OUT* = t기말 사외이사비율; *ROA* = t기말 총자산 수익률; *LEV* = t기의 부채비율; *SIZE* = ln(t기말 자산총계); *BIG4* = 감사인이 대형감사법인(삼일, 삼정, 안진, 한영)이면 1, 아니면 0의 값을 가짐.

2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄

분석결과를 살펴보면, 대부분의 변수들이 전 절의 가설검증결과와 일관된 형태로 나타나고 있음을 확인할 수 있다. 기말 외국인지분율을 종속변수로 사용한 분석에서 비교가능성의 측정변수 $COMP_1$, $COMP_2$, $COMP_3$ 의 계수는 각각 0.192, 0.189, 0.164로 나타났으며 모두 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 가진다. 이전에 비해 통계적인 유의도가 일부 감소한 결과를 보여주고는 있으나 그 결과의 질적인 차이는 없다. 종속변수로 연간 평균 외국인 지분율을 사용한 column 4, 5, 6에서도 역시 비교가능성 측정변수의 계수는 0.112, 0.131, 0.103으로 모두 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보여주고 있어 실증분석의 결과가 계속적으로 일관되고 있음을 알 수 있다. 또, IFRS 도입 여부를 나타내는 더미변수 *IFRS*는 모든 모형에서 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 가지고 있어, IFRS 도입 이후 외국인 지분율이 증가하고 있음을 확인할 수 있다. 이는 금융당국이 IFRS 도입을 통해 해외의 자본을 유치하고자 하였던 목적의 일부가 달성되고 있음을 확인시켜 주는 결과이다. 끝으로, 강건성 분석의 주요검증변수가 되는 비교가능성과 더미변수의 교차항인 *IFRS*×*COMP*은 종속변수에 관계없이 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보여주고 있어, 기업회계기준에 비해 IFRS 도입 이후 비교가능성과 외국인 투자 사이에 존재하는 양(+)의 관계가 더욱 강화되고 있음을 확인할 수 있다. 전 절에서 제시한 연구가설의 분석 결과와 본 절의 강건성 분석 결과는 모두 IFRS 도입을 지지하는 이들의 주장과 일관된 모습을 보여주고 있다.

즉, IFRS의 확산이 도입국가에 소재한 기업들이 제공하는 회계정보의 국제적 정합성을 증가시키고 국제자본시장의 자원배분효율성을 제고할 것으로 기대되고 있는 현 상황에서 해외의 선행연구에서와 같이 우리나라의 자본시장에도

IFRS의 도입이 긍정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있게 한다. 또한, 외국인에 의한 자본유입이 우리나라 자본시장 전체와 개별 기업의 발전에 중요한 요인임을 고려할 때, IFRS의 적용을 통해 해외 기업과 더 비교 가능한 정보를 제공함으로써 외국인 투자를 제고할 수 있도록 노력해야 할 것이다.

V. 결 론

국제자본시장의 발전은 자본시장참여자들의 투자범위를 전 세계로 확대시키고 있다. 그러나 투자자가 다른 국가의 기업에 투자하는 것은 추가적인 정보수집·처리비용을 발생시키고 투자의 적시성을 훼손시킬 수 있기 때문에 자국기업 투자에 비해 기피되는 이른바 ‘home-bias’현상이 존재한다. 이에 자본의 수요자인 기업은 더 낮은 자본비용으로 자금을 조달하고, 공급자인 투자자는 ‘home-bias’현상을 약화시킬 수 있는 단일회계기준에 대한 수요가 증가하고 있다. IFRS는 이러한 상황에서 두 이해관계자 집단을 동시에 만족시키는 대안으로 인지된다. 이러한 추세에서 세계 각국의 투자자들에게 익숙한 방식으로 정보를 제공하는 것 외에도 기존의 자국회계기준보다 높은 품질의 회계정보를 생산하는 것으로 알려진 IFRS의 도입은 점차 확대되고 있다.

선행연구들은 IFRS가 도입국의 회계정보와 자본시장에 어떠한 영향을 미치고 있는지 다양한 관점에서 분석을 시도해왔으며, 회계정보의 질 측면에서 자국기업 간 그리고 해외기업과의 비교가능성을 향상시키고 외국인 투자자의 자본참여를 증가시키고 있다는 결과를 제시해왔다. 그러나 국내 선행연구로 범위를 한정하는 경우 우리나라 기업의 국제적 비교가능성 향상에 대한 연구는 매우 미약할 뿐만 아니라 해외 기업

과의 비교가능성이 외국인 투자에 미친 영향을 분석한 연구는 전무하다. 이에 본 연구는 해외기업과의 비교가능성과 외국인 지분율 사이의 관계에 관한 분석을 실시하였다. 본 연구의 분석 결과는 IFRS 도입을 통해 회계적 정합성을 확보하고 국제자본시장에서 Korea discount를 해소하려는 금융당국의 기대가 실제로 이어지고 있는지 검증하는 의미가 있을 수 있다.

2011년부터 2015년까지 국내 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 분석을 실시한 결과, 외국인 투자자는 해외기업에 대한 비교가능성이 높은 우리나라 기업에 더 많은 지분을 투자하고 있는 것으로 조사되었다. 이러한 결과는 IFRS 의무도입 지지자들의 주장과 일관되는 것이며, IFRS 도입이 확산될수록 국제자본시장이 더욱 확대될 것을 기대하게 한다. 또, 표본 기간을 확대하여 2006년부터 2015년까지 기업-연도 표본을 이용하여 분석을 실시한 결과, 비교가능성과 외국인 지분율 사이의 관계는 IFRS 도입 이후 더 강화된 것으로 조사되었다. 따라서 'IFRS 도입 로드맵'(2007)을 통해 달성하고자 했던 IFRS의 도입 목적이 달성되고 있음을 확인할 수 있었다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점을 가진다. 첫째, 우리나라 기업의 국제적 비교가능성을 측정하여 분석하였다는 점에서 기존 선행연구와 차별화된다. 국내 선행연구들이 비교가능성과 관련한 다양한 연구를 수행하였으나 대부분 국내 기업들간의 비교가능성을 측정한 반면, 본 연구는 해외 기업의 재무자료를 이용하여 국내 자료와 비교한 연구라는 점에서 국내의 비교가능성 연구에 공헌할 수 있다. 둘째, 본 연구의 분석은 금융당국이 IFRS를 도입하며 밝힌 IFRS 도입 취지 중 일부가 달성되고 있는지 직접적으로 검증하는 의미가 있다. IFRS 도입 효과를 분석한 선행연구들은 IFRS 도입을 전·후하여 각각 회

계정보의 질 변화를 분석하거나 자본시장 변화를 분석대상으로 하고 있다. 그러나 본 연구는 IFRS 도입을 통해 초래된 회계정보의 질 변화가 자본시장에 어떠한 영향을 미치고 있는지 분석함으로써 선행연구를 확장하고 있다.

그러나 본 연구는 비교가능성을 측정함에 있어 자료의 한계로 인해 개별기업의 비교가능성을 직접적으로 측정하기보다는 횡단면 모형을 통해 추정된 산업-연도별의 평균적인 비교가능성을 사용하고 있다는 한계가 있다. 또한, 선행 연구에 의해 이론적인 근거가 제시되었다고는 하나 기업의 회계시스템을 측정하기 위해 주식 수익률, 순이익 등의 특정 요소만을 고려함으로 인해 발생하는 측정오류의 가능성으로부터 자유롭지 못하다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 국내 선행연구에서 다루지 못했던 주제에 대한 검증을 실시하였다는 점에서 규제기관을 비롯한 실무계와 학계에 공헌하는 바가 크다고 할 수 있다.

참고문헌

1. 강민정·이명건·이호영(2013), “회계정보의 비교가능성이 재무분석가 이익예측 및 회계정보 가치관련성에 미치는 영향에 대한 연구,” *회계학연구*, 38(1), 281-320.
2. 고대영·백은영·안미강(2012), “기업지배구조가 외국인지분율에 미치는 영향,” *회계정보연구*, 30(1), 29-59.
3. 곽영민·백정환(2015), “K-IFRS 도입에 따른 회계정보의 국제적 비교가능성에 대한 연구,” *회계정보연구*, 33(1), 55-83.
4. 금융감독원(2016), *16.12월 외국인투자자 증권 매매동향*.
5. 김민·최국현(2014), “회계정보 비교가능성의

- 제고가 외국인 투자에 미치는 영향: 한국채택 국제회계기준 도입효과 분석,” *생산성논집*, 28(2), 133-163.
6. 박진하·권대현(2012), “외국인주주의 지분율이 기업의 투자효율성에 미치는 영향,” *회계학연구*, 37(3), 277-307.
 7. 백정환·최종서(2016), “K-IFRS 도입이 영업권손상차손 인식의 적시성에 미친 영향,” *경영과 정보연구*, 35(1), 51-68.
 8. 안윤영·신현한·장진호(2005), “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계,” *회계학연구*, 30(4), 109-131.
 9. 양대천(2012), “외국인 지분이 원가 및 배당의 비대칭적 행태에 미치는 영향,” *회계저널*, 21(1), 61-91.
 10. 연합뉴스(2018.05.11.), 엘리엇, 현대차에 선전포고...“지배구조 개편안 반대투표”.
 11. 왕현선(2016), “K-IFRS 도입에 따른 재무비율이 신용평가에 미치는 영향,” *경영과 정보연구*, 35(4), 37-56.
 12. 한국회계기준위원회(2007), *국제회계기준 도입 로드맵*.
 13. 해럴드경제(2017.10.13.), 회계투명성 ‘세계 꼴찌’인데... 금감원은 ‘깜깜이’.
 14. Ahmed, A. S., M. Neel, and D. Wang (2013), “Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Preliminary evidence,” *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1344-1372.
 15. Barth, M. E., W. R. Landsman. and M. H. Lang(2008), “International accounting standards and accounting quality,” *Journal of Accounting Research* 46(3), 467-498.
 16. 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, 68-93.
 17. Beniesh, D., B. Miller, and T. Yohn(2012), *IFRS adoption and cross-border investment in equity and debt market*, Working paper.
 18. 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, 795-841.
 19. Brochet, F., A. Jagolinzer, and E. Riedl (2013), “Mandatory IFRS adoption and financial statement comparability,” *Contemporary Accounting Research*. 30(4), 1373-1400.
 20. Bruggemann, U., K. Daske, C. Homburg, and P. Poper(2012), *How do individual investors react to global IFRS adoption?*, Working paper.
 21. Cascino, S. and J. Gassen(2012), *Mandatory IFRS adoption and accounting comparability*, Working paper.
 22. Covrig, V., M. DeFond, and M. Hung (2007), “Home bias, foreign mutual fund holdings and the voluntary adoption of International Accounting Standards,” *Journal of Accounting Research*, 45, 41-70.
 23. Dahlquist, M., and G. Robertson(2001), “Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics,” *Journal of Financial Economics* 59(3), 413-440..
 24. De Franco, G., S. P. Kothari, and R. S. Verdi(2011), “The benefits of financial statement comparability,” *Journal of Accounting Research*, 49(4), 895-931.
 25. DeFond, M., 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, 240-258.
26. Financial Accounting Standards Board (1980), *Qualitative Characteristics of Accounting Information. Statement of Financial Accounting Concepts*, CT: FASB.
27. Florou, A., and P. Pope(2012), "Mandatory IFRS adoption and institutional investment decisions," *The Accounting Review*, 87, 1993-2025.
28. Gordon, L, P. Martin, and Z. Wenjie(2012), "The impact of IFRS adoption on foreign direct investment," *Journal of Accounting Public Policy*, 31, 374-398.
29. Hung, M., and K. R. Subramanyam(2007), "Financial statement effects of adopting International Accounting Standards: The case of Germany," *Review of Accounting Studies*, 12, 623-657.
30. International Accounting Standards Board (2010), *The Conceptual Framework for Financial Reporting 2010*, IASB, London.
31. 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, 3-28.
32. Karolyi, G. A., and R. Stulz(2003), *Are financial assets priced locally or globally?, The handbook of the Economics and Finance*, New York: North-Holland, 975-1020.
33. Kothari, S. P., A. Leone, and C. Wasley (2005), "Performance matched discretionary accruals measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197.
34. Morgan Stanley Dean Witter(1998), *Apples-to-apples: accounting for value in world market*, Morgan Stanley Dean Witter Equity Research, New York.
35. Soderstrom, N., and K. Sun(2007), "IFRS adoption and accounting quality: A review," *European Accounting Review*, 16(4), 675-702.
36. Van Tendelo, B., and Ann Vanstraelen (2005), "Earnings management under German GAAP versus IFRS," *European Accounting Review*, 14(1), 155-180.
37. Yip, W. Y., and D. Young(2012), "Does Mandatory IFRS adoption improve information comparability?," *The Accounting Review*, 87(5), 1767-1789.
38. Yu, G.(2010), *Accounting standards and international portfolio holdings: Analysis of cross-border holdings following mandatory adoption of IFRS*, Working paper.

Abstract

A study of the Effects of Accounting Comparability between Korean firms and Foreign Firms on Foreign Investment under K-IFRS[†]

Baek, Jeong-Han^{*} · Kwak, Young-Min^{**}

Advocates of mandatory IFRS adoption claim that IFRS increase financial statement comparability, which in turn leads to greater cross-border investment (Securities and Exchange Commission, 2008). The notion is that improved financial statement comparability reduces the information acquisition costs of global investors and thereby increase their investment in foreign firms. The purpose of this study is to examine this assertion by examining whether the K-IFRS adoption results in improved comparability that leads to increased investment by foreign investment. We also examined whether the relation between comparability and foreign investment has strengthen after adoption of K-IFRS.

To achieve the purpose of our study, we measure Korean firms comparability using stock price model, stock return model and cash flow from operation model by Barth et al.(2012). We use both foreign ownership in the end of year and average during the year for dependent variables were to reduce bias. We test our hypothesis using 1,817 firm-year observation of KOSPI firms during the period of our analysis, 2011-2015. Consistent with our hypothesis, we find K-IFRS adoption results in a greater increase in foreign investment in firms with high comparability firms. This result indicate that the adoption of K-IFRS intends to achieve the international accounting convergence as stated in the roadmap and to reduce the Korea Discount.

Key Words: IFRS, Comparability, Foreign investor, Accounting convergence.

[†] This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea (NRF-2015S1A5B5A07042473).

^{*} First Author, Assistant Professor, College of Management, Dongguk University Gyeong-Ju, jhbaek@dongguk.ac.kr

^{**} Corresponding Author, Associate professor, College of Business Administration, Ulsan University, ymkwak@ulsan.ac.kr