

외국인 투자자가 가치평가오류에 미치는 영향*

차 상 권** (칼빈대학교)

김 진 태*** (중앙대학교)

Abstract

본 연구는 외국인 투자자의 지분이 증가할수록 기업 가치평가오류가 증가하는지 혹은 완화하는지에 관한 실증적 분석을 수행하였다. 상대적으로 최근 들어 제기되는 외국인 투자자의 자본시장에서의 역할이 긍정적인지 혹은 단기적 수익을 극대화하기 위해 투자기업의 이익조정을 유도하여 경제적 실질을 있는 그대로 보고하지 않게 함으로써 가치평가오류를 저해하는지 살펴보기 위함이다. 이를 위해 2011년부터 2020년까지를 분석 기간으로 설정하고 기말 보통주를 기준으로 한 외국인 투자자 지분과 Rhodes-Kropf et al.(2005)의 연구 방법으로 추정된 가치평가오류의 관계를 분석하였다. 실증분석 결과를 요약하면, 외국인 투자자의 지분이 증가할수록 개별기업의 가치평가오류는 커지는 것으로 나타났다. 또한 배당 여부나 감사품질에 따라 민감하게 변하지 않는 것으로 나타났으며, 외국인 지분을 5% 이상으로 한정하거나, 유가증권시장이나 코스닥시장에 모두 나타나는 현상이었다. 본 연구의 결과는 외국인 투자자의 정책적 규제와 자본시장의 감독을 담당하는 금융당국에 외국인 투자자가 자본시장에 미치는 영향에 관해 실증적 증거를 제시하였다는 점에서 의미 있는 시사점을 제공한다.

[1] 서론

본 연구는 외국인 투자자가 기업가치평가에 미치는 영향에 관한 연구로 외국인 투자자의 지분이 커질수록 개별기업의 가치평가오류가 커지는지 혹은 줄어드는

지 확인하고자 한다. 국내 자본시장에서 외국인 투자자에 관한 인식은 주요한, 그리고 지대한 영향력을 행사하는 집단으로 되어 있다.¹⁾ 따라서 최근의 금융위

* 본 논문의 발전을 위해 유익한 조언을 해주신 편집위원장과 익명의 심사위원들께 감사드립니다. 본 논문은 2024년 상반기 펀드 평가 2사(한국펀드평가, KG제로인)의 성균관대학교 자산운용연구센터(CAPM) 연구비 지원으로 수행되었습니다.

주제어: 외국인투자자, 가치평가오류, 주식 과대평가

JEL 분류기호: G10 G14 G30 G32

** 제1저자: 칼빈대학교 글로벌문화경영학과 조교수, E-mail: sgcha01@daum.net

*** 교신저자, 중앙대학교 교양대학 회계영역 부교수, E-mail: jtkim0811@cau.ac.kr



원회 정책을 보더라도 외국인 투자자의 투자 편의를 높이거나, 외국인 투자자의 유입을 증대를 위한 방안이 제시되고 있다.²⁾

외국인 투자자의 국내 자본시장에서 역할은 몇몇 실증연구에서의 결과에 비춰보면 매우 긍정적이었다(안윤영 등, 2005). 예컨대, 외국인 투자자가 국내 투자자와 비교할 때 정보적 우위를 점하고(김동순과 전영순, 2004) 이로 인해 기업과 투자자 사이의 정보의 비대칭성을 낮추고(안윤영 등, 2005), 기업의 경영성과와 재무성과를 간접적으로 높이는 역할 역시 한다는 결과를 보고한다(박준우, 2011). 그 이유는 외국인 투자자가 투자기업을 선택할 때 상대적으로 높은 회계이익의 질을 선호하기 때문으로 볼 수 있다(전영순, 2003). 물론 관련 실증연구 역시 외국인 투자자의 지분이 증가할수록 이익조정이 감소한다는 결과 역시 제시한다(김성혜 등, 2012). 그러나 상대적으로 초기의 외국인 투자자의 유입이 시작되는 시기에 진행된 연구는 국내 자본시장에 정보가 적고, 투자자의 관점에서 역선택의 위험이 크고, 기업에 관한 공시된 정보의 양과 질이 현저히 적었던 상황이었다는 점을 감안할 때, 외국인 투자자의 신중한 관점에서 엄선한 투자기업 선택이 이뤄졌을 수 있다.

그러나 현재 급격히 시장을 침투하여 세력을 확장한 현재에는 이와 같은 논리가 다소 부합하지 않을 수 있다. 김현숙과 박순홍(2017)은 외국인 투자자 지분이 증가한다고 해서 주가 급락이 완화되지 않고 단기간의 경영성과 개선에 유인이 있어서 오히려 기업에 관한 악재를 감추는 현상(bad news hoarding)이 있을 수 있으며, 외국인 투자자의 성향에 따라 정보의 비대칭성의 감소 역시 차이를 보일 수 있고(정석운 등, 2016) 외국인 투자자의 투자금 회수와 배당수의 창출을 위한 이익 상향조정이 이뤄질 수 있어, 외국인 투자자의 역할이 전통적인 관점에서와는 다른 양상을 보일 수 있다. 정리하면, 외국인 투자자가 기업의 본질적 가치에 방점을 두고 '동반자적 투자자'의 성향이 아니라, 단기간의 차익을 목적으로 지분을 취득하여

결과적으로 기업의 가치평가오류를 관련성이 클 수 있는 것이다. 즉, 외국인 투자자로 인해 주식의 시장가치는 과열되어 고평가되는 현상이 나타날 수 있는 것이다.

이와 같은 정책당국과 자본시장에서의 외국인 투자자에 관한 관심은 결국 외국인 투자자가 주식시장에서 개별기업의 가치평가에 긍정적인 영향을 끼치는지 혹은 부정적인 영향을 미치는지에 관한 실증적 증거를 통해 확인할 필요가 있다고 판단하였다. 본 연구는 이와 같은 실증적 의구심(research question)으로 2011년부터 2020년까지의 10년간의 국내 자본시장 자료를 바탕으로 외국인 투자자의 지분과 기업가치평가 오류의 관계를 분석하였다. 특히, 외국인 투자자의 투자금액이 외국인 투자자에 관한 연구가 활발하게 이뤄졌던 2010년 전후와는 달리 그 규모가 급격하게 증가하였고, 이로 인해 외국인 투자자의 역할이 현재에도 유사하게 적용되는지는 모르기 때문이다. 이에 대한 답을 찾기 위해 본 연구에서 외국인 투자자의 지분은 기말 보통주를 기준으로 측정하였고, 기업가치평가 오류는 Rhodes-Kropf et al.(2005)에서 제안한 방식으로 추정하였다. 실증분석 결과, 가치평가오류에 영향을 미치는 일정한 변수를 통제한 후 외국인 투자자의 지분은 증가할수록 가치평가오류는 커지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 유가증권시장이나 코스닥시장에서 모두 유사하게 나타났으며, 배당 여부나 감사인의 규모와 같은 추가적인 분석에서 역시 외국인 투자자 지분과 가치평가오류는 민감하게 변화하지 않았다.

이후 본 연구의 구성은 다음과 같다. 먼저 제II장에는 외국인 투자자에 관한 선행연구와 가치평가오류에 관한 연구를 정리한 뒤 이를 바탕으로 외국인 투자자와 가치평가오류의 관련성을 검토하여 가설을 설정하였다. 제III장에는 가설을 검증할 연구모형과 변수의 조작적 정의, 그리고 분석에 사용한 표본의 선정과정을 기술하였다. 제IV장에는 실증분석 결과를 제시하였다. 변수 측정의 타당성을 확인하기 위한 기술통계

1) “바이 코리아’ 30년, 730兆 큰손된 외국인 그들은...”, 한국경제, 2022.01.06

2) 금융위원회 보도자료, 「외국인 투자자의 국내 투자 접근성이 제고됩니다.」, 2023.12.13

검토와 변수의 상관성을 확인하기 위한 상관관계 분석과 함께, 가설을 검증하기 위해 수행한 다중회귀분석

결과를 순차적으로 제시하였다. 제V장에는 결론과 본 연구의 시사점과 한계점을 각각 기술하였다.

[2] 선행연구 검토 및 가설 설정

2.1 외국인 투자자에 관한 연구

1992년 자본시장 개방 이후 국내 자본시장에 외국인 투자자의 영향은 해를 거듭할수록 커졌다. 외국인 자본을 유치하기 위해서는 정부는 제도를 정비하고 규제를 완화하면서 외국인 투자자의 유입을 촉진하였다. 이로 인해 외국인 투자자의 보유금액은 <표 1>과 <그림 1>에서 확인되는 바와 같이, KOSPI 시장의 경우

156.1조 원 수준에서 699.2조 원 수준으로, KOSDAQ 시장은 5.7조 원에서 38.5조 원 수준으로, 가파르게 상승하는 보유금액과 국내 자본시장에서의 비중은 날로 커지고 있다. 그러나 내국인의 국내 자본시장의 참여가 증가함에 따라 외국인 투자자의 투자금액은 증가하였으나, 그 비중은 날로 감소하였다. 2003년 41.2%였던 외국인 투자자의 보유 비중은 2003년 기준 28.8%로 약 30% 감소함을 알 수 있다.

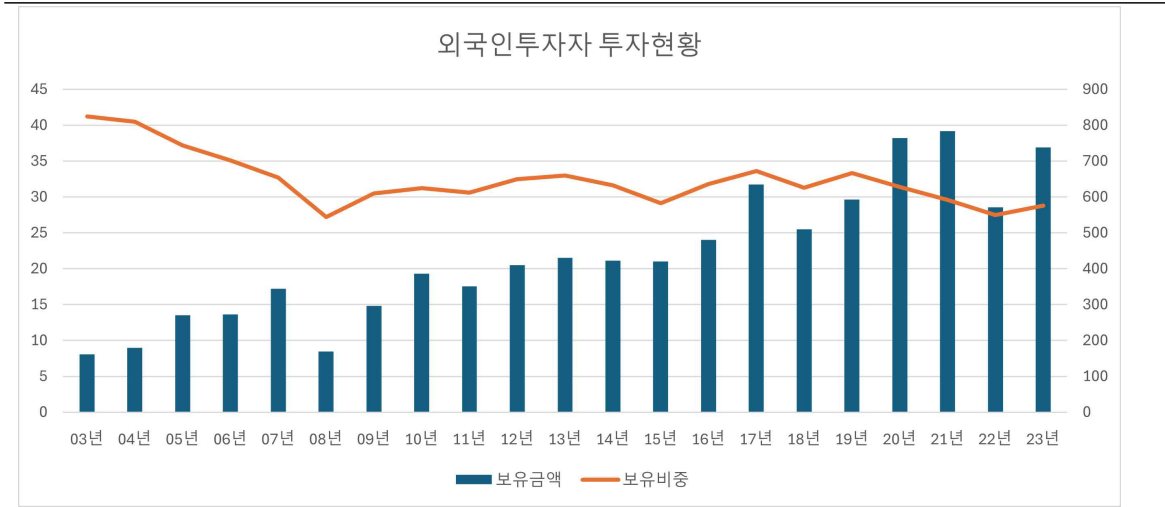
<표 1> 연도별-상장시장별 외국인 투자자 보유금액(단위: 조 원, %)

	보유금액			시가총액대비(%)		
	보유금액	KOSPI	KOSDAQ	보유비중	KOSPI	KOSDAQ
2003	161.8	156.1	5.7	41.2	43.9	15.3
2004	179.7	174.7	5	40.5	42.3	16
2005	270.2	260.6	9.6	37.2	39.8	13.6
2006	272.8	262.3	10.6	35.1	37.2	14.6
2007	344.2	325.7	18.5	32.7	34.2	18.5
2008	169.6	165.8	3.8	27.2	28.7	8.2
2009	296.8	290	6.8	30.5	32.7	7.9
2010	386.2	376.3	10	31.2	33	10.2
2011	350.9	342.5	8.4	30.6	32.3	7.9
2012	410.3	401.3	9	32.5	34.8	8.2
2013	430.6	418.8	11.8	33	35.3	9.9
2014	422.4	406.3	16	31.6	34.1	11.2
2015	420.5	401	20	29.1	32.2	9.9
2016	480.8	461	20	31.8	35.2	10.1
2017	634.7	597	37	33.6	37.2	13.3
2018	509.7	480.6	25.4	31.3	35.8	11.1
2019	593.2	563.5	25.4	33.3	38.2	10.5
2020	764.3	722.9	38.6	31.4	36.5	10
2021	783.2	738.9	44.3	29.6	33.5	9.9
2022	571.6	543.7	27.9	27.5	30.8	8.9
2023	737.7	699.2	38.5	28.8	32.9	8.9

출처: e-나라지표



〈그림 1〉 연도별-상장시장별 외국인 투자자 보유금액(단위: 조 원, %)



출처: e-나라지표 자료를 바탕으로 저자 작성

2000년대 수행된 외국인 투자자에 관한 초기 연구에서는 외국인 투자자의 경우, 국내 자본시장이나 투자기업에 관한 정보를 내국인과 비교할 때 상대적으로 접근 가능성은 떨어지므로 회계정보에 관한 의존도가 높고, 특히 고품질의 회계정보에 대한 수요가 있다고 보았다(안윤영 등, 2005). 따라서 외국인 지분이 높을수록 이익의 질 역시 높고(전영순, 2003; 김성민과 민춘식, 2011), 감사품질이 높은 기업의 외국인 지분이 높다는 결과를 보고한다(백미경과 문상혁, 2010). 또한 외국인 지분이 높을수록 회계 보수성이 크다는 결과를 보고한다(김민주 등, 2011; 차상권과 김응길, 2021). 김용현과 정문경(2003)의 연구는 기업규모가 크고, 체계적 위험이 작으며, 신용등급이 큰 회사를 선호하기 때문으로 유추할 수 있다. 적어도 회계적 측면에서 보면, 외국인 투자자의 역할은 순기능적으로 보인다. 그러나 이러한 전개와는 달리, 외국인 투자자가 경영자의 기회주의적 행동을 제한하거나, 기업가치 긍정적인 의사결정을 유도하지 않는다는 연구 역시 존재한다. 박종일 등(2009)의 연구는 외국인 투자자

지분이 증가할수록 이익조정이 증가한다는 결과를 제시하면서, 오히려 외국인 투자자가 있으므로 인해 경영자는 이익조정을 더욱 수행할 가능성을 제시하였다. 외국인 투자자가 이익조정을 유도하는 상황으로는 배당요구가 있을 때 더욱 뚜렷하게 관찰되고(이선화와 김문태, 2018), 외국인 투자자의 단기적 투자성향은 특히 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 따라서, 국내 자본시장에서 외국인 투자자의 역할은 보유 비중이 컸던 2000년 초와는 달리, 외국인 투자자의 역할에 관한 결과가 아주 일관적으로 보고되지는 않고 있음을 알 수 있다.

2.2 가치평가오류에 관한 연구

국내 자본시장을 대상으로 수행된 가치평가오류에 관한 실증연구는 상대적으로 최근에 많이 진행되었다. 진행된 연구들은 크게 어떠한 요인이 가치평가오류에 영향을 주는지에 관한 연구와 가치평가오류가 자본시장에 미치는 연구로 구분된다. 먼저 가치평가오류가

어떠한 원인(determinant)과 관련성이 큰지 분석한 연구가 있다. 대표적으로 조장연(2014)과 이진훤과 윤성용(2015)의 연구는 이익의 질(earnings quality)이 가치평가오류와 관련성이 있는지 분석하였다. 전자의 연구는 재량적 발생액(discretionary accruals)의 절댓값(absolute value)을 취한 값으로, 후자의 연구는 발생액의 질(accruals quality)을 이용하여 이익의 질을 측정하였다는 점에서 방법론상의 차이가 있다. 두 연구는 모두 이익의 질이 낮을수록(재량적 발생액이 크고, 발생액의 질이 낮을수록) 가치평가오류가 커진다는 결과를 보고하였다.

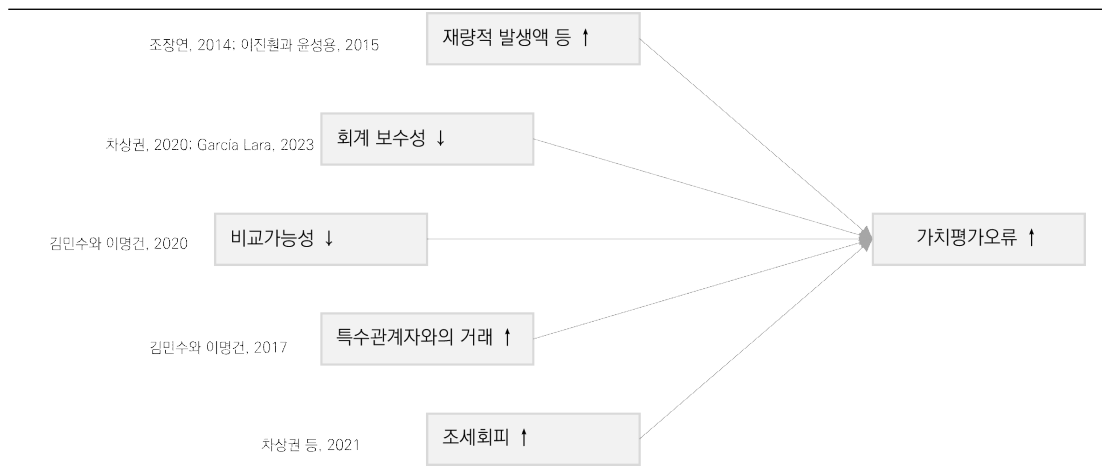
두 번째로 가치평가오류를 유발하는 원인이 회계 보수성(accounting conservatism)에 기인한 것이 아닌지 분석한 연구가 존재한다. 차상권(2020)은 보수적인 회계처리는 기업이 직면한 악재를 적시(timeliness)에 재무제표에 보고함을 의미하는데, 이러한 방식이 악재를 숨김(bad news hoarding)으로

인해 커지는 가치평가오류를 완화하는지 분석한 것이다. 분석 결과, 회계 보수성이 커질수록 가치평가오류가 줄어든다는 결과를 보고하였다.

세 번째로 회계정보의 비교가능성(accounting comparability)이 가치평가오류와 어떠한 관련성이 있는지 분석한 연구가 있다. 비교가능성은 회계기준에 정하고 있는 좋은 회계정보가 가져야 할 특성에서 하나로 간주하는데³⁾, 기업 간 비교가능성이 작을수록 투자자의 적정평가를 어렵게 만들어, 가치평가오류를 크게 만든다는 것이다.

이 외에 특수관계자와의 거래가 많을수록 정보의 비대칭이 커지게 되어, 결과적으로 가치평가오류가 커진다는 결과를 제시한 김민수와 이명건(2017) 연구가 있으며, 기업의 불확실한 세무 포지션이나 조세회피는 가치평가오류를 크게 만드는 것으로 보고되었다(차상권 등, 2021). 이상의 전개를 도식화하여 나타내면 <그림 2>와 같다.

<그림 2> 가치평가오류를 유발하는 요인을 탐색한 연구



출처: 저자 작성

이상의 연구는 공통되게 정보의 비대칭성을 유발하는 요인이 가치평가오류와 관련성이 커짐을 유추할 수 있다. 기업의 내재가치 혹은 시장가치가 결국 기업

에 관한 정보를 충분히 탐색하지 못하게 되었을 때 커질 수 있다는 점을 실증적으로 확인한 연구가 주를 이뤘다.⁴⁾ 다음으로는 가치평가오류가 자본시장에 미

3) 이를 회계정보의 질적 특성(qualitative characteristics)이라고 한다. 이러한 질적 특성은 근본적 질적 특성과 보강적 질적 특성으로 구분되는데, 근본적 질적 특성은 목적적합성과 충실한 표현으로 나뉜다. 보강적 질적 특성은 비교가능성, 검증가능성, 적시성, 이해가능성 등이 있다.

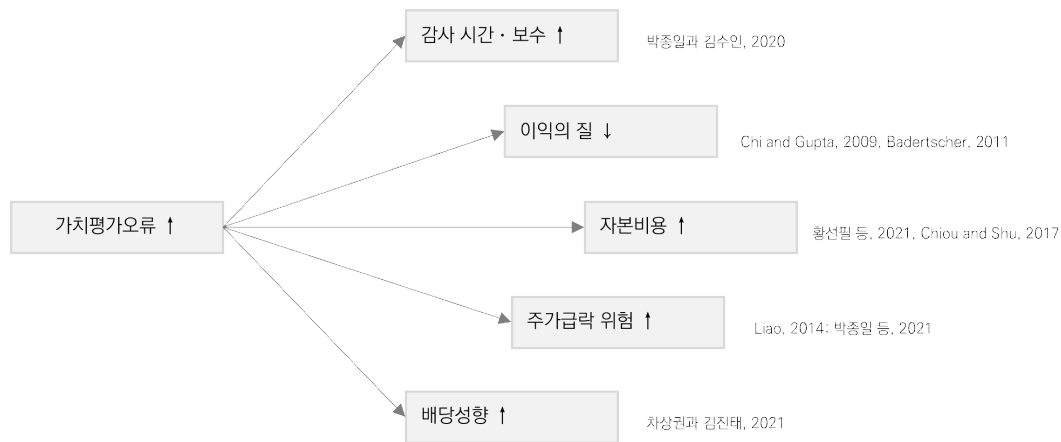


치는 영향에 관한 연구다. 관련 연구를 도식화하면 <그림 3>과 같다.

원인을 탐색한 연구에서 이익의 질이 가치평가오류와 관련성이 있다면 가치평가오류의 후속 효과(economic consequences)를 다룬 연구가 있었다. 이와 관련된 연구의 전개상 흐름을 보면, 가치평가오류가 Jensen(2005) 연구와 같이 대리인비용이 존재하는지에 관한 연구가 초기 이루어졌고, 다음으로 그 영향을 확대하여 분석이 이뤄졌다. 대표적으로 Chi and Gupta(2009)의 연구는 Jensen(2005)에서 주장한 가치평가오류가 큰 기업에서 실제로 이를 유지하기 위한 이익조정이 나타나는지 재량적 발생액을 통해

분석하였다. 동 연구는 가치평가오류가 큰 기업에서의 상향 이익조정이 증가한다는 결과를 보고하였다. 이후, 발생액을 통한 이익조정은 이를 장기간 그 효과가 지속적이지 못하므로 일정 기간 경과 후에는 실물 활동을 통한 이익조정(real earnings management)이 나타난다는 연구로 확장되었다(Badertscher, 2011). 이후에 후속된 연구는 가치평가오류가 큰 기업의 경영자가 이익조정 등 사적이익을 추구하기 위한 행위를 하고, 이로 인한 대리인비용이 발생한다면, 감사인이 인지하는 위험이나, 채권자가 추가적인 프리미엄을 부과하는지, 혹은 약재를 숨김으로 인해 주가 급락이 발생하는지 등의 연구로 확대되었다.

〈그림 3〉 가치평가오류가 자본시장에 미치는 영향에 관한 주요 연구



2.3 가설 설정

이상 논의한 외국인 투자자의 국내 자본시장에서의 역할이나, 가치평가오류에 관한 문헌을 살펴보았을 때 몇몇 연구가 진행되기는 하였으나, 아직 이 두 변수에 관련성에 관한 연구는 진행되지 않았다는 점에서 본 연구는 주목하였다. 외국인 투자자의 지분이 날로 증가하여 국내 자본시장이 성숙해지기도 하였으

나, 반면에 일부의 시각에서는 외국인 투자자가 2000년 초반부터 논의되어 온 것과 같은 경영자의 의사결정을 제한하는 감시기능으로써 발현되지 않는다는 의견이 꾸준히 제기되고 있다. 우리나라 증시의 특성을 살펴보면, 외국인 투자자가 실제로 의결권을 행사하거나 행사하지 않더라도 보유하고 있다는 것만으로 주가 가격은 달라진다. 선행연구와 같이 지분율이 증가할수록 정보적 우위가 있거나 혹은 열위에 있어서 회계정보

4) 이 외에도 기업의 경영전략, 혹은 ESG 등급과의 관련성을 분석한 연구도 존재한다.

에 관한 고품질의 수요가 있다면, 회계정보를 기반으로 측정된 내재가치와 시장가치의 차이가 크지 않게 되어 가치평가오류는 감소할 수 있다.

반면에, 외국인 투자자 역시 장기적인 기업가치에 역점을 두고 투자하는 것이 아니라 단기적 시세차익을 목표로 한다면, 오히려 가치평가오류가 커지게 되는 것과 관련성이 더 커질 수 있는 것이다. 따라서 외국인

투자자가 저평가된 기업의 적정평가를 유도하고, 고평가된 기업의 적정평가를 유도하여 국내 자본시장에서 긍정적인 영향을 끼치는지 확인하고자 다음과 귀무가설 형태로 가설을 수립하였다.

가설. 외국인 투자자 지분과 가치평가오류는 관련성이 없다.

[3] 연구방법론

3.1 연구모형 및 변수의 정의

본 연구의 가설을 확인하기 위해 관련 선행연구를 검토하여 다음과 같이 모형을 설정하였다. 아래의 모형에서 아래첨자 i 와 t 는 각각 기업과 시점을 나타내며,

본 연구에서 수행한 회귀분석은 OLS(Ordinary Least Square) 회귀분석에서 나타날 수 있는 각 변수의 극단 값에 의한 영향을 배제할 수 있는 Cook's Distance를 활용하여 강건한 결과를 활용하는 Robust 회귀분석을 수행한 결과를 제시하였다.

$$FSE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FOR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GRW_{i,t} + \beta_6 DIV_{i,t} + \beta_7 BET_{i,t} + \beta_8 VOL_{i,t} + \beta_9 LAR_{i,t} + \beta_{10} BIG_{i,t} + \Sigma YEAR + \Sigma KSIC + \epsilon$$

여기서,

Variable	Operational Definition
<i>FSE</i>	: Rhodes-Kroph et al.(2005)의 방법으로 추정된 기업가치평가 오류
<i>FOR</i>	: 외국인 투자자 지분율
<i>SIZE</i>	: 기업규모(=자산총계에 자연로그를 취한 값)
<i>LEV</i>	: 안정성(=부채총계를 자산총계로 나눈 값)
<i>ROA</i>	: 수익성(=당기순이익을 자산총계로 나눈 값)
<i>GRW</i>	: 성장성(=당기 매출액-전기 매출액 / 전기매출액)
<i>DIV</i>	: 배당 여부
<i>BET</i>	: 체계적 위험
<i>VOL</i>	: 일별 수익률의 변동성
<i>LAR</i>	: 대주주 지분율
<i>BIG</i>	: 감사인 규모(=감사인이 대형회계법인이면 1, 그렇지 않으면 0)
<i>YEAR</i>	: 연도별 지시변수
<i>KSIC</i>	: 산업별 지시변수



위 모형에서 종속변수인 가치평가오류(*FSE*)는 Rhodes-Kropf et al.(2005)에서 제안한 방식으로 측정하고자 한다. 동 연구에서는 기업가치를 측정할 때 많이 활용되는 장부가치 대비 시장가치(Market to Book, MTB)를 분해하여 이 MTB가 가지는 오류를 구분하고자 하였다.

완전히 효율적인 시장이라면(Strong Form in Efficient Market Hypothesis) 시장가치(market value)와 장부가치(book value)가 일치할 수 있겠으나, 실제 시장은 그렇지 않다. 시장가치는 장부가치와 일치하지 않는 이유는 시장가치가 적정하게 형성되지 않았거나 장부가치가 경제적 실질을 제대로 반영하지 않았을 가능성이 크다. 시장가치와 장부가치가 차이를 보이는 원인을 Rhodes-Kropf et al.(2005)의 연구에서는 크게 3가지로 보았다. 첫째, 기업의 성장성에 의한 오류, 산업 특성에 기인한 오류, 그리고 개별기업

에 기인한 오류로 구분할 수 있다고 본다. 여기서, 마지막에 언급한 개별기업에 기인한 오류는 개별기업 특성에 기인한 것으로, 경영자가 어떠한 동기를 가지고 임의로 재무 보고에 개입하였을 때 나타난다고 보았다. Rhodes-Kropf et al.(2005)의 연구 및 그 후속 연구는 이 개별기업의 특성에 기인한 가치평가오류가 대리인비용과의 관련성을 제기하였다.

Rhodes-Kropf et al.(2005)의 연구는 가치평가오류를 측정하기 위해서는 내재가치와 시장가치를 산정해야 하는데, 회계정보가 주가에 반영되는 수준을 이용하여 Ohlson(1995)의 가치관련성(value relevance) 모형을 바탕으로 이를 측정하고자 시도하였다. 아래의 모형을 산업-연도별로 추정하여 산출된 잔차(ϵ)를 개별기업의 가치평가 오류로 보았다.⁵⁾ 이 값이 0이라면 가치평가 오류가 없는 상태가 되지만, 0이 아닌 값을 지니면 가치평가오류가 된다.⁶⁾

$$Market_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Book_{i,t} + \beta_2 NI_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 LOSS_{i,t} + \epsilon$$

여기서,

Variable	Operational Definition
<i>Market</i>	: 시가총액
<i>Book</i>	: 장부금액
<i>NI</i>	: 당기순이익
<i>LEV</i>	: 부채비율
<i>LOSS</i>	: 손실여부
ϵ	: 가치평가오류

관심변수인 *FOR*는 기말 보통주 외국인 투자자의 기말 보통주 지분율로 측정하였다. 이 값이 클수록 투자 기업의 의결권을 행사하여 주주로서 의사결정을 할 수 있으므로, 영향력을 끼칠 수 있기 때문이다. 만약 *FOR*이 유의한 양의 값(음의 값)을 보인다면, 외국인 투자자 지분이 증가할수록 가치평가오류가 커진다고 (감소한다고) 해석할 수 있을 것이다. 방향성에 차이

없이 유의한 값이 나타난다면 본 연구의 가설은 기각되었다고 해석할 수 있다.

통제변수는 가치평가오류에 영향을 미치는 기업 특성(firm characteristics) 변수와 시장변수 등으로 구성하였다. 먼저 *SIZE*는 기업규모를 통제할 목적으로 포함하였다. 기업규모를 포함한 이유는 표본의 특성상 기업규모의 편차가 큰 것에 기인하기도 하지만, 기업규

5) Rhodes-Kropf et al.(2005)에서는 NI를 절댓값으로 추정하였다. 본 연구도 Rhodes-Kropf et al.(2005)에서와 같이 절댓값을 취하더라도 제시한 결과와 같은 결론을 도출할 수 있었다.

6) Rhodes_Kropf et al.(2005)의 연구는 MTB가 기업의 성장성이나 저(고)평가를 판단하는 비율로 많이 활용되는데, 만약 MTB에서 성장성(long-run valuation), 산업(industry-level error), 시계열의 특성을 제외할 수 있다면 회계정보에 기초한 기업의 본질적 가치와 시장가치의 차이, 즉 가치평가오류를 계산할 수 있다고 보았다. 이를 산식으로 나타내면, $mi_{i,t} - bi_{i,t} = mi_{i,t} - v(\theta_i, t; aj, t) + v(\theta_i, t; aj, t) - v(\theta_i, t; aj) + v(\theta_i, t; aj) - bi_{i,t}$ 이 쓸 수 있으며, 여기에서 $mi_{i,t} - v(\theta_i, t; aj, t)$ 는 기업특성에 기인한 가치평가오류, $v(\theta_i, t; aj, t) - v(\theta_i, t; aj)$ 는 산업특성에 기인한 오류, 마지막으로 $v(\theta_i, t; aj) - bi_{i,t}$ 는 성장성에 기인한 오류를 의미한다. 따라서, MTB에서 산업특성과 성장성을 고려한 후의 개별기업에 기인한 가치평가오류로 해석할 수 있다.

모든 본 연구에서 고려하지 못한 다양한 기업 특성을 대리하기도 한다(Becker et al., 1998). *LEV*는 부채비율로, 기업의 안정성을 나타내는 변수이다. 부채총계를 자산총계로 나누어 산출하였다. *ROA*는 기업의 수익성을 나타내는 지표로, 당기순이익을 자산총계로 나누어 산출하였다. *GRW*는 기업의 성장성으로 본 연구에서 성장성은 매출액을 기준으로 측정하였다. 구체적으로 당기 말 매출액에서 전기 말 매출액을 차감한 값을 전기 말 매출액으로 나누었다. *BIG*은 감사인의 규모를 나타낸다. 회계감사인인 삼일, 삼정, 한영, 안진 회계법인이면 1, 그렇지 않으면 0의 지시변수를 나타낸다. 감사인의 규모가 커질수록 증가하는 감사품질은 고품질의 회계정보 산출에 영향을 미치므로 이 값이 커질수록 가치평가오류는 줄어들 것으로 예상된다. *VOL*과 *BETA*는 시장위험에 관련된 변수로 *VOL*은 주식수익률의 변동성을, *BETA*는 체계적 위험을 각각 가리킨다. *DIV*는 현금 배당 여부를 가리킨다. 마지막으로 *LAR*는 대주주 지분율이다. 마지막으로 산업별, 연도별 고정효과를 통제할 목적으로 산업별, 연도별 더미변수를 포함하였다. 이때, 산업별 더미변수는 제10차 한국표준산업분류 중 중분류를 이용하였다. 한편, 본 연구는 상기에 기술한 바와 같이 각 변수의 정의는 로그를 취한 변수와 지시변수를 제외한 연속변수의 경우는 1%와 99%를 초과하는 값을 윈저화(winsorizing) 하였다.

3.2 표본의 선정

본 연구의 가설을 분석하고자 2011년부터 2020년까지 10년을 분석 기간으로 설정하고 이에 필요한 자료는 (주)에프앤가이드의 데이터베이스인 DataGuide에서 본 연구에 필요한 자료를 추출하였다. 추출한 자료는 표본의 동질성, 일관성, 그리고 분석 결과의 일반화를 위해 다음의 경우는 제외하였다.

- (1) 결산 월이 12월이 아닌 경우
- (2) 한국표준산업분류 상 금융업으로 분류된 경우
- (3) 감사의견이 부적정 의견 혹은 의견 거절인 경우
- (4) 소속 시장에서 관리종목으로 편입된 경우
- (5) 본 연구의 변수의 조작적 정의에서 필요한 자료를 추출할 수 없는 경우

〈표 2〉에 제시한 연도별 표본 분포를 살펴보면, 해를 거듭할수록 대체로 표본의 크기가 커짐을 확인할 수 있었다. 이러한 현상은 KOSPI나 KOSDAQ 시장 모두에서 유사하게 관찰되었다. 표본의 비중은 KOSDAQ 시장이 조금 더 크게 나타났으나, 이로 인한 영향은 아주 크지는 않을 것으로 판단하였다.

〈표 2〉 연도별-상장시장별 분포

year	KOSPI	KOSDAQ	Total
2011	335	360	695
2012	391	430	821
2013	375	430	805
2014	393	444	837
2015	418	490	908
2016	449	504	953
2017	448	500	948
2018	436	549	985
2019	457	672	1,129
2020	465	680	1,145
Total	4,167	5,059	9,226



다음으로 <표 3>에는 한국표준산업분류 대분류를 이용, 본 연구의 표본 분포를 살펴보았다. 회귀분석 상에서는 중분류를 이용하였으나, 간결한 보고를 위해 산업별 분포는 대분류를 이용하였다. 먼저, 가장 큰 비중은 제조업으로 67.5%의 비중이 차지하였다. 다음

으로 정보통신업(9.79%), 도·소매업(7.59%), 건설업(3.18%) 수준으로 높았다. 그 외의 산업의 경우는 모두 1% 내외 비중을 차지하였다. 따라서 산업의 분포는 KOSPI나 KOSDAQ 시장에서의 분포와 크게 다르지 않았다.

<표 3> 산업별 분포

Industry	Freq.	Percent	Cum.
Agriculture, forestry and fishing	25	0.27	0.27
Manufacturing	6,228	67.50	67.78
Electricity, gas, steam and air conditioning supply	84	0.91	68.69
Water supply; sewage, waste management etc.	29	0.31	69.00
Construction	293	3.18	72.18
Wholesale and retail trade	700	7.59	79.76
Transportation and storage	161	1.75	81.51
Accommodation and food service activities	13	0.14	81.65
Information and communication	903	9.79	91.44
Real estate activities	20	0.22	91.65
Professional, scientific and technical activities	623	6.75	98.41
Business facilities management etc.	77	0.83	99.24
Education	40	0.43	99.67
Arts, sports and recreation related services	30	0.33	100.00
Total	9,226	100.00	

[4] 실증분석 결과

4.1 기술통계

본 절에서는 분석에 활용된 변수의 기술통계를 제시하였다. <표 4>에 제시한 기술통계는 평균, 표준편차와 함께, 최솟값, 2 사분위 수, 3 사분위 수, 최댓값 순으로 나타내었다. 먼저, *FSE*의 값은 평균이 0.003으로 나타났다. 산업-연도별 추정으로 나타나는 값인 만큼 당초 추정 시에는 0에 가까웠으나, 일부 다른 변수의 누락과 표본 선정과정에서 제외되는 표본으로 인해 0보다 조금 높게 나타났다. 외국인 투자자 지분율(*FOR*)의 경우 평균적으로 0.081로 나타나, 표본 기업의 평균적

인 외국인 투자자 지분율은 약 8.1%인 것으로 나타났다. 다만, 표준편차가 0.110으로 나타나, 표본 간의 차이가 크다고 볼 수 있다. 통제변수의 결과를 살펴보면, *SIZE*는 평균적으로 26.244로 나타났으며, *LEV*는 약 평균이 36.5%, *ROA*는 약 평균이 5.1%, *GRW*는 평균이 약 4.6%로 관찰되었다. 이는 유사한 검증 기간의 국내 자본시장을 대상으로 한 다른 선행연구의 분포와 유사하였다(김현숙과 박순홍, 2017; 차상권과 김진태, 2023). *DIV*는 72.1%로 나타나, 표본 기업의 약 72.1%는 현금 배당한 것으로 나타났으며, *BET*는 평균적으로 0.852로 나타나 1보다 낮았다. *VOL*은

0.467로 나타났으며, 기말 대주주 지분(LAR)은 평균 51.8%로 각각 나타났다.
 적으로 42.5%, 감사인이 대형 회계법인인 경우는

〈표 4〉 기술통계

Variable	n	Mean	S.D.	Min	.25	Mdn	.75	Max
FSE	9,226	0.003	0.535	-1.162	-0.357	-0.015	0.321	1.471
FOR	9,226	0.081	0.110	0.000	0.011	0.033	0.106	0.529
SIZE	9,226	26.244	1.397	22.905	25.273	25.979	26.895	33.068
LEV	9,226	0.365	0.180	0.039	0.217	0.363	0.500	0.778
ROA	9,226	0.051	0.045	0.001	0.019	0.039	0.069	0.236
GRW	9,226	0.046	0.197	-0.499	-0.010	0.000	0.082	1.146
DIV	9,226	0.721	0.448	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
BET	9,226	0.852	0.381	0.000	0.572	0.846	1.117	1.775
VOL	9,226	0.467	0.177	0.162	0.339	0.439	0.571	1.015
LAR	9,226	0.425	0.157	0.102	0.307	0.422	0.532	0.785
BIG	9,226	0.518	0.500	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000

여기서, FSE : Rhodes-Kropf et al.(2005)의 방법으로 추정된 기업가치평가 오류, FOR : 외국인투자자 지분을, SIZE : 기업규모(=자산총계에 자연로그를 취한 값), LEV : 안정성(=부채총계를 자산총계로 나눈 값), ROA : 수익성(=당기순이익을 자산총계로 나눈 값), GRW : 성장성(=당기 매출액-전기 매출액 / 전기 매출액), DIV : 배당 여부, BET : 체계적 위험, VOL : 일별 수익률의 변동성, LAR : 대주주 지분을, BIG : 감사인 규모(=감사인이 대형회계법인이면 1, 그렇지 않으면 0), YEAR : 연도별 지시변수, KSIC : 산업별 지시변수

4.2 상관관계 분석

본 절에서는 변수 간의 상관성을 검토하기 위해 〈표 5〉에 제시한 바와 같이 피어슨 상관관계 분석(하단)과 스피어만 상관관계 분석(상단)을 수행하였다. 피어슨 상관관계를 중심으로 분석 결과를 살펴보면, FSE와 FOR는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계가

나타났다. 이는 외국인 투자자 지분과 가치평가오류가 관련성이 없다고 보았던 가설이 기각되는 결과다. 외국인 투자자 지분이 증가할수록 가치평가오류가 커지는 것으로 나타났다. 그러나 본 절의 결과는 단순히 두 변수의 상관성을 나타낸다는 점, 일정한 변수를 통제 한 후에도 이 관계가 유의한지 면밀한 검토가 필요하다는 점에서 다중회귀분석을 통한 검증이 필요하다. 종속변수인 FSE는 ROA, GRW, BET, VOL, BIG과는 유의한 양(+)의 관계가, DIV와 LAR는 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 이는 수익성이 클수록, 성장성이 클수록, 체계적 위험이 클수록, 수익률의 변동성이 클수록, 감사인의 규모가 클수록, 배당하지 않을수록, 대주주 지분이 적을수록 가치평가오류가 커진다는 것을 가리킨다. 본 연구모형에서의 독립변수 간 높은 다중공선성으로 인한 연구 결과의 영향을 확인할 목적으로 다중회귀분석 시에는 VIF값(분산팽창지수)을 바탕으로 이를 확인하였다. 그러나 3 이상의 값이 나타나지 않아, 이로 인한 영향은 크지 않다고 간주하였다.



〈표 5〉 상관관계 분석

아래의 표는

	FSE	FOR	SIZE	LEV	ROA	GRW	DIV	BET	VOL	LAR	BIG
FSE	1	0.079***	-0.044***	0.016	0.040***	0.096***	-0.148***	0.197***	0.238***	-0.087***	0.033***
FOR	0.117***	1	0.556***	-0.099***	0.151***	0.047***	0.251***	0.022**	-0.235***	-0.102***	0.270***
SIZE	-0.000	0.534***	1	0.231***	-0.096***	0.020*	0.289***	-0.065***	-0.354***	0.158***	0.420***
LEV	0.016	-0.073***	0.208***	1	-0.290***	0.062***	-0.112***	0.051***	0.079***	-0.073***	0.082***
ROA	0.064***	0.149***	-0.082***	-0.272***	1	0.188***	0.159***	0.008	-0.005	-0.026**	-0.012
GRW	0.086***	0.023**	-0.004	0.031***	0.215***	1	0.028***	0.020*	0.030***	-0.041***	-0.016
DIV	-0.149***	0.190***	0.268***	-0.119***	0.089***	-0.007	1	-0.158***	-0.304***	0.226***	0.145***
BET	0.195***	-0.021**	-0.010	0.051***	0.019*	0.052***	-0.152***	1	0.545***	-0.247***	-0.057***
VOL	0.255***	-0.210***	-0.332***	0.070***	0.021**	0.058***	-0.303***	0.494***	1	-0.190***	-0.214***
LAR	-0.079***	-0.092***	0.098***	-0.064***	-0.050***	-0.050***	0.227***	-0.241***	-0.176***	1	0.134***
BIG	0.029***	0.267***	0.422***	0.080***	-0.029***	-0.036***	0.145***	-0.053***	-0.210***	0.136***	1

- 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서의 유의수준을 나타냄
- 2) 표 안의 수치는 상관계수 의미함
- 3) 각 변수의 정의는 〈표 2〉의 하단과 같음

4.3 다중회귀분석

본 절에서는 본 연구의 가설을 검증한 결과를 보고 (<표 6>)하였다. 표의 상단에는 연구모형을 제시하였고, 모형 상 연도별, 산업별 더미변수가 포함되어 있지만, 간결한 분석 결과의 보고를 위해 별도로 회귀계수나 t값은 제시하지 않았다. 분석 결과의 하단에는 모형의 적합도를 가리키는 F값과 설명력을 가리키는 Adj. R2의 값을 각각 제시하였다. 모형(1)에서 관심 변수인 FOR은 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 외국인 투자자 지분이 증가할수록 기업가치 오류가 커짐을 의미한다. 이러한 결과는 유가증권시장을 대상으로 한 모형(2)에서나 KOSDAQ 시장을 대상으로 한 모형(3)에서 유사하게 관찰되었다. 이는 가치평가오류가 커질수록 대리인비용이 많아지고, 이익조정이 활발하게 수행되며, 주가 급락과의 관련성이 크다

는 점에서(김우현과 변영태, 2022), 본 연구의 결과는 외국인 투자자의 역할이 가치평가오류와 관련해서는 긍정적인 역할을 하지 않는 것으로 관찰되었다. 기존의 외국인 투자자의 지분을 활용한 연구는 외국인이 국내 자본시장의 정보의 비대칭을 낮추고, 고품질의 회계정보를 산출하는 과정에 영향을 끼친다고 보았다. 회계정보의 질이 좋을수록 가치평가오류가 줄어들 수 있는데, 외국인 투자자와 가치평가오류 간의 관계에서는 다소 상충하는 결과가 나타난 것이다. 본 연구의 결과는 가치평가오류를 완화하는 데 현재의 표본에서는 외국인 투자자의 역할이 나타나지 않는다고 해석할 수 있다. 이러한 원인은 국내 자본시장에서의 외국인 투자자의 단기적 투자성향에 기인할 수 있다.7) 이러한 결과를 방증하듯, 외국인 투자자의 지분과 주가 급락의 관계를 살펴본 연구에서 보면(김현숙과 박순홍, 2017), 외국인의 지분이 커진다고 해서 반드시

7) “한국 주식시장에서 배당, 정보공시, 기타 불합리하거나 미진한 제도적 요인일 수 있다. 예를 들면 이사회의 결정으로 배당기준일을 정하게 한 작년의 제도 개혁은 영향이 작더라도 합리적인 개선의 사례이다. 하지만 국제적 정합성에 맞지 않는 공매 제도, 물적 분할에 이은 자회사 상장, 보편화된 지배-종속회사의 동반 상장, 자기주식 보유와 관련된 비합리적 제도 등은 외국인 투자자로 하여금 시장을 떠나거나 단기 투자에 집중하게 만든다.”

〈표 6〉 다중회귀분석 결과

아래의 표는 본 연구의 가설을 검증한 결과다. 표에서 Model(1)은 전체표본을, Model(2)와 Model(3)은 각각 KOSPI와 KOSDAQ 시장을 대상으로 한 결과다. 아울러, 각 변수의 정의는 다음과 같다. FSE : Rhodes-Kropf et al.(2005)의 방법으로 추정된 기업가치평가 오류, FOR : 외국인투자자 지분율, SIZE : 기업규모(=자산총계에 자연로그를 취한 값), LEV : 안정성(=부채총계를 자산총계로 나눈 값), ROA : 수익성(=당기순이익을 자산총계로 나눈 값), GRW : 성장성(=당기 매출액-전기 매출액 / 전기매출액), DIV : 배당 여부, BET : 체계적 위험, VOL : 일별 수익률의 변동성, LAR : 대주주 지분율, BIG : 감사인 규모(=감사인인 대형회계법인이면 1, 그렇지 않으면 0), YEAR : 연도별 지시변수, KSIC : 산업별 지시변수이다.

$$FSE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FOR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GRW_{i,t} + \beta_6 DIV_{i,t} + \beta_7 BET_{i,t} + \beta_8 VOL_{i,t} + \beta_9 LAR_{i,t} + \beta_{10} BIG_{i,t} + \sum YEAR + \sum KSIC \varepsilon$$

	Model (1)	Model (2)	Model (3)
	Full Samples	KOSPI market	KOSDAQ market
Dependent Variable: FSE			
Constant	-0.340* (-1.87)	-1.907*** (-7.97)	1.265*** (4.52)
FOR	0.832*** (13.39)	0.635*** (7.38)	1.123*** (12.13)
SIZE	-0.004 (-0.66)	0.056*** (6.80)	-0.075*** (-6.95)
LEV	-0.090*** (-2.60)	-0.178*** (-3.37)	0.079* (1.68)
ROA	0.859*** (6.63)	1.200*** (5.49)	0.592*** (3.70)
GRW	0.160*** (5.75)	0.229*** (4.93)	0.118*** (3.45)
DIV	-0.146*** (-10.99)	-0.160*** (-6.71)	-0.123*** (-7.76)
BET	0.122*** (7.11)	-0.042 (-1.55)	0.254*** (10.67)
VOL	0.907*** (21.56)	1.119*** (16.37)	0.711*** (13.31)
LAR	-0.043 (-1.14)	0.044 (0.74)	-0.066 (-1.32)
BIG	0.060*** (4.98)	0.045** (2.26)	0.082*** (5.38)
$\sum YEAR$	included	included	included
$\sum KSIC$	included	included	included
F-value	21.897***	11.858***	16.693***
Adj. R ²	0.139	0.145	0.168
N	9,226	4,167	5,059

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서의 유의수준을 나타냄

2) 표 안의 수치는 회귀계수를, 괄호 안의 수치는 t값을 나타냄



주가 급락을 완화하지 못한다는 결과를 보고하였다. 상대적으로 최근에 수행한 김문태와 배성호(2021)의 연구에 의하면, 외국인 투자자가 배당을 얻기 위해 공격적인 이익조정(이익 상향조정)을 유인할 수 있다는 결과를 보고하면서, 이익조정을 낮추는 기제로의 역할보다는 오히려 적극적인 이익 상향조정을 촉진할 수 있음을 보고하였다. 아울러, 조정일과 변종국(2009) 연구는 외국인 투자자 지분과 기업가치의 관계

를 분석하면서, 외국인 투자자의 지분이 증가할수록 외국인이 투자한 기업의 가치가 커진다는 결과를 제시하였다. 가치평가오류의 측정치가 시장가치와 장부가치의 차이 중 개별기업의 가치평가오류를 이용하였다는 점, 조정일과 변종국(2009) 연구는 시장가치와 장부가치가 커진다는 결과를 보고하였다는 점에서 측정치의 유사성이 존재한다.

<표 7> 추가분석 결과(배당 여부, 감사인의 규모)

아래의 표는 배당 여부와 감사인 규모에 따라 표본을 구분하여 회귀 분석한 결과다. 표에 Model(1)-(4)는 배당 여부를 기준으로 KOSPI와 KOSDAQ로 나눈 표본을 분석한 결과이며, Model(5)-(8)은 감사인의 규모(Big4 vs. Non-Big4)를 기준으로 분석한 결과다. 표에서 종속변수는 가치평가오류이며, Model(1)-Model(4)의 경우는 통제변수에 BIG이 포함되었고 DIV는 제외되었으며, Model(5)-(8)은 통제변수에 DIV이 포함되었고, BIG이 제외된 결과다. 아울러, 각 변수의 정의는 다음과 같다. FSE : Rhodes-Kropf et al.(2005)의 방법으로 추정한 기업가치평가 오류, FOR : 외국인투자자 지분율, SIZE : 기업규모(=자산총계에 자연로그를 취한 값), LEV : 안정성(=부채총계를 자산총계로 나눈 값), ROA : 수익성(=당기순이익을 자산총계로 나눈 값), GRW : 성장성(=당기 매출액-전기 매출액 / 전기매출액), DIV : 배당 여부, BET : 체계적 위험, VOL : 일별 수익률의 변동성, LAR : 대주주 지분율, BIG : 감사인 규모(=감사인이 대형회계법인이면 1, 그렇지 않으면 0), YEAR : 연도별 지시변수, KSIC : 산업별 지시변수

	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)	Model (7)	Model (8)
	Dividends Firms		Non-Dividends Firms		Auditor Size(Big4)		Auditor Size(Non-Big4)	
	KOSPI	KOSDAQ	KOSPI	KOSDAQ	KOSPI	KOSDAQ	KOSPI	KOSDAQ
FOR	0.583*** (6.59)	1.005*** (9.08)	0.929*** (2.98)	1.299*** (7.50)	0.492*** (5.04)	1.059*** (8.29)	0.636*** (3.41)	1.252*** (8.85)
SIZE	0.071*** (8.21)	-0.051*** (-3.73)	-0.082*** (-3.34)	-0.119*** (-6.40)	0.090*** (9.85)	-0.039** (-2.35)	-0.071*** (-3.57)	-0.110*** (-7.37)
LEV	-0.181*** (-3.08)	0.160*** (2.68)	-0.282** (-2.07)	-0.032 (-0.41)	-0.351*** (-5.45)	0.008 (0.10)	0.054 (0.57)	0.101* (1.70)
ROA	1.812*** (7.56)	1.168*** (5.77)	-1.251** (-2.36)	-0.358 (-1.35)	1.571*** (5.72)	0.712*** (2.71)	0.684** (1.97)	0.447** (2.19)
GRW	0.185*** (3.69)	0.139*** (3.36)	0.198* (1.74)	0.092 (1.54)	0.143*** (2.63)	0.061 (1.03)	0.241*** (2.88)	0.151*** (3.60)
BIG(DIV)	-0.072** (-2.36)	0.255*** (8.09)	0.033 (0.54)	0.258*** (6.61)	-0.184*** (-5.94)	-0.112*** (-4.27)	-0.080** (-2.17)	-0.120*** (-5.91)
BET	1.141*** (14.47)	0.686*** (9.52)	0.969*** (6.90)	0.698*** (8.36)	-0.099*** (-2.97)	0.194*** (4.94)	0.013 (0.28)	0.291*** (9.62)
VOL	0.062 (0.94)	0.012 (0.19)	-0.045 (-0.32)	-0.040 (-0.46)	1.153*** (12.90)	0.731*** (7.84)	1.015*** (9.86)	0.669*** (10.24)
LAR	0.034 (1.59)	0.071*** (3.96)	0.143*** (2.85)	0.086*** (3.00)	0.151** (2.12)	-0.052 (-0.62)	-0.273*** (-2.60)	-0.066 (-1.02)
F-value	11.596	12.236	4.200	7.118	9.636	7.401	7.836	13.131
Adj. R ²	0.163	0.173	0.217	0.161	0.158	0.165	0.237	0.187
N	3,483	3,170	684	1,886	2,890	1,886	1,277	3,170

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서의 유의수준을 나타냄
2) 표 안의 수치는 회귀계수를, 괄호 안의 수치는 t값을 나타냄

다음으로, 본 연구에서는 배당 여부와 회계 감사법인의 규모라는 두 가지의 변수에 따라 본 연구의 결과가 민감하게 변화하는지 추가로 검증하였다. 먼저, 배당 여부를 파악한 이유는 배당이 가지는 효용에 주목하였다. 배당은 기업의 사적인 정보를 외부이해관계자에게 전달하는 수단으로 활용된다(John and William, 1985; McNichols and Dravid, 1990; Chowdhury et al., 2014; Hail et al., 2014; Ham et al., 2020). 배당은 현재 재무보고에 기록되지 않은 미래의 기업의 현금흐름에 관한 정보를 현재의 투자자에게 알릴 수

있기 때문이다(신민식과 이재익, 2015). 따라서 다른 조건이 일정할 때, 배당은 기업과 투자자 사이의 정보의 비대칭성을 낮추는 역할을 한다. 따라서 배당 여부에 따라 외국인 투자자 지분과 가치평가오류 관계에 차이가 있는지 추가로 살펴보았다. 김현표와 전경민(2016) 연구는 외국인 투자자의 지분이 증가할수록 배당 여부와 이익조정 관계가 차이를 보인다는 결과를 보고하였고, 배당 여부에 따라 지분으로 측정된 외국인 투자자의 역할은 민감할 수 있다고 판단하였다.

〈표 8〉 추가분석 결과(FSE의 방향성을 구분한 결과)

	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
	FSE>0		FSE<0	
	KOSPI	KOSDAQ	KOSPI	KOSDAQ
<i>FOR</i>	0.553*** (5.91)	0.516*** (5.88)	0.160** (2.36)	0.353*** (4.33)
<i>SIZE</i>	-0.003 (-0.32)	-0.013 (-1.27)	0.014* (1.90)	-0.060*** (-6.54)
<i>LEV</i>	0.051 (0.95)	0.037 (0.82)	-0.084* (-1.91)	0.063 (1.60)
<i>ROA</i>	0.363 (1.63)	0.088 (0.57)	0.476*** (2.68)	0.091 (0.67)
<i>GRW</i>	0.129*** (2.81)	0.013 (0.39)	0.033 (0.86)	0.049* (1.70)
<i>DIV</i>	-0.083*** (-3.46)	-0.091*** (-5.90)	-0.029 (-1.44)	-0.002 (-0.15)
<i>BET</i>	-0.074*** (-2.74)	0.095*** (4.19)	0.093*** (4.09)	0.142*** (6.99)
<i>VOL</i>	0.550*** (8.00)	0.380*** (7.32)	0.188*** (3.18)	0.123*** (2.68)
<i>LAR</i>	0.094 (1.56)	0.053 (1.08)	0.085* (1.77)	-0.013 (-0.31)
<i>BIG</i>	0.010 (0.46)	0.012 (0.81)	0.030** (2.07)	0.005 (0.38)
<i>F-value</i>	5.816	7.048	6.649	5.945
<i>Adj. R²</i>	0.142	0.125	0.135	0.109
<i>N</i>	1,830	2,492	2,253	2,496

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서의 유의수준을 나타냄
2) 표 안의 수치는 회귀계수를, 괄호 안의 수치는 t값을 나타냄

〈표 7〉의 모형(1)-(4)는 배당 여부에 따른 결과를, 모형(5)-(8)은 감사인 규모에 따른 결과다. 먼저 배당 여부에 따라 표본을 구분한 결과에 따르면 외국인

투자자 지분은 배당기업이나 미배당 기업 표본에서 모두 유의한 양(+)의 값이 관찰되었다. 이러한 결과는 KOSPI나 KOSDAQ로 표본을 세분화하여도 결과는 달



라지지 않았다. 이는 외국인 투자자의 지분이 가치평가오류에 미치는 영향이 배당 여부에 따라 민감하게 변하지 않는다고 해석할 수 있다. 아울러, 감사인의 규모에 따라 분석한 결과와 소속 상장시장을 구분한 경우, 감사인의 규모에 따라 외국인 투자자 지분과 가치평가오류의 관련성이 주된 분석과 일치하게 나타났다.

다음으로 본 연구에서는 종속변수인 가치평가오류의 측정방식에 주목하였다. 가치평가오류가 산업-연도별로 추정된 잔차로 측정되었다는 점에서 0이 적정평가, 0보다 낮은 경우는 과소평가, 0보다 높은 경우는 과대평가로 볼 수 있다. 물론, 잔차에 절댓값을 취하면 과소평가든 과대평가든 가치평가 오류가 되지만, 그 방향성은 관찰할 수 없다는 단점이 있다. 따라서 0보다

낮은 표본과 0보다 높은 표본으로 구분한 경우, 그 방향성을 살펴본 결과를 살펴보기 위함이다. <표 7>에 제시한 결과에서 모형(1)은 과대평가 표본을, 모형(2)은 과소평가 표본을 각각 가리킨다. 분석 결과, 주식 과대평가 표본의 경우 외국인 투자자 지분이 커질수록 과대평가가 커지며, 과소평가 표본의 경우 외국인 투자자 지분율이 증가할수록 과소평가가 적정평가 수준으로 증가하였다. 다만, 과소평가의 경우는 외국인 투자자 지분이 늘어날수록 과소평가가 적정평가로 즉, 긍정적인 측면으로만 해석할 것이 아니라, 외국인 투자자 지분이 늘어나는 현상이 실제로 기업의 가치가 적정수준으로 나아진 것이 아니라 불구하고 적정수준으로 과다하게 증가하고 있다고 유념해서 해석할 필요가 있다.

[5] 결론 및 한계점

본 연구는 외국인 투자자 지분율과 가치평가오류의 관계를 살펴보고자 하였다. 서론에 언급한 바와 같이 1992년 자본시장 개방 이후 현재까지 외국인 투자자의 대한민국 자본시장에서의 역할은 지수의 방향을 결정할 만큼 중요하다. 이러한 외국인 투자자의 역할이 자본시장의 순기능을 더하는지 아니면 오히려 시장을 왜곡하는지는 꾸준히 검증해야 할 실증적인 문제이다. 실증적인 결과가 뒷받침되는 금융당국의 정책 역시 수반되기 때문이다. 최근의 이른바 코리아 디스카운트 문제 해결의 중심에는 외국인 투자자가 있었다. 낮은 배당성향과 함께 국내 자본시장이 저평가되어 외국인 투자자의 유입을 늘려 자본시장의 활성화를 고취하고자 하는 내용이 골자였다. 외국인 투자자의 순기능 즉, 정보 비대칭을 낮추고, 정보적 우위를 바탕으로 한 합리적인 투자, 대리인비용이 큰 기업에서 적극적인 감시기능을 발현하여 경영자의 기회주의적인 행동, 혹은 기업가치를 훼손하는 의사결정을 제한할 역할을 기대할 것이다. 이에 관해 본 연구는 연구

결과의 일반화는 어렵지만, 가치평가오류를 낮추는 역할로의 외국인 투자자를 확인하고자 하였다.

가치평가오류는 기존 연구에서 제기한 바와 같이, 경영자의 이익조정을 비롯한 기업가치에 부정적인 의사결정을 끊임없이 만들어 갈 수 있는 원인이 될 수 있기 때문이다. 가치평가오류는 내재가치와 시장가치의 차이로 측정할 수 있지만, 내재가치의 정합하는 측정 방법의 부재로 인해 Rhodes-Kropf et al.(2005)에서 제안한 주요 회계정보의 시장가치의 가치 관련성 수준에 따라 측정하였다. 이러한 방식은 매우 보편화된 방식은 아니지만, 회계정보가 주가를 설명할 수 있다는 가정하에서는 대안적으로 사용되는 방식이기 때문이다.

실증분석 결과를 요약하면, 외국인 투자자의 지분이 증가할수록 개별기업의 가치평가오류는 커지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 가치평가오류에 관한 선행연구의 결과에 기초할 때 외국인 투자자가 기업의 적정가치 평가에 유의미한 역할을 하지 않는다고 유추

할 수 있다. 이러한 결과는 외국인 투자자의 순기능에 관해 언급한 기존의 연구와는 달리, 외국인 투자자의 단기적 투자행태에 비롯하여 기업가치를 과다하게 평가하게 만드는 원인으로 작용할 수 있음을 의미한다. 이러한 결과는 배당 여부나 감사품질에 따라 민감하게 변하지 않는 것으로 나타났으며 유가증권시장이나 코스닥시장에 모두 나타나는 현상이었다. 별도로 보고하지는 않았으나, 5% 이상 외국인 지분이 있는 경우로 한정하더라도 본 연구의 결과는 달라지지 않았고, 외국인투자자 지분을 전기($t-1$)로 측정하여 시차를 두고 분석하더라도 마찬가지로 양(+의) 관련성은 유지되었다.

본 연구 결과를 통해 외국인 투자자의 지분이 큰 기업에서의 기업가치평가 오류가 클 수 있음을 확인하였다. 이러한 결과는 외국인 투자자의 유입이 큰 경우 시장가치가 과대평가 되어, 내재가치와의 차이가 벌어질 수 있음을 의미한다. 또한 벌어진 내재가치와 시장

가치의 차이를 유지할 목적으로 경영자는 재무 보고 개입할 유인 역시 존재할 수 있음을 알 수 있다. 따라서 외국인 투자자가 반드시 국내 자본시장에서 감시기능을 수행하여 건전한 자본시장을 유도한다고만 보기 어려운 측면이 존재할 수 있음을 확인하였다.

본 연구는 외국인 투자자의 역할에 관한 재조명 연구가 꾸준히 나타나고 있는 최근의 연구에 추가로 가치평가오류에 미치는 영향을 탐색하였다는 점에서 선행연구를 확대하였고, 본 연구의 결과는 외국인 투자자의 정책적 규제와 자본시장의 감독을 담당하는 금융당국에 외국인 투자자가 자본시장에 미치는 영향에 관해 실증적 증거를 제시하였다는 점에서 의미 있는 시사점을 제공한다. 그러나 대부분의 실증연구가 가지는 공통적인 한계점인 측정오차 혹은 누락 변수의 문제가 있을 수 있으며, 가치평가오류의 측정방식 개선에 따른 후속 연구를 통해 본 연구의 주제는 꾸준히 재조명되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

김동순·전영순, 2004, 외국인투자자 대 국내투자자의 정보우위, 한국증권학회지 제33권 제2호, pp 1~44.

김문태·배성호, 2021, Reinterpretation of Foreign Investors' Controlling Function in Earnings Management from a Dividend Perspective: Evidence from Korea, 국제회계연구 제100집, pp 211~231.

김민수·이명건, 2017, 특수관계자거래와 가치평가오류에 관한 연구, 경영연구 제32권 제4호, pp 121~146.

김우영·변영태, 2022, 추가급락위험에 대한 위험프리미엄 평가, 자산운용연구, 제10권 제1호, pp.43~70.

김성민·민춘식, 2011, 외국인지분율과 이익의 질,

세무회계연구 제30집, pp 191~214.

김성혜·이아영·전성빈, 2012, 외국인투자자의 특성과 실제이익조정-외국인대주주의 역할을 중심으로, 회계학연구 제37권 제2호, pp 129~165.

김현숙·박순홍, 2017, 외국인 투자자가 기업의 추가급락위험에 미치는 영향, 한국증권학회지 제46권 제4호, pp 839~877.

김현표·전경민, 2016, 배당, 지배구조와 이익조정에 관한 연구, 회계학연구 제41권 제2호, pp 39-86.

박종일·전규안·최종학·박찬웅, 2009, 대주주 및 외국인 주주의 이익조정과 대형 감사인의 역할, 회계정보연구 제27권 제1호, pp 201-229.

박준우, 2011, 외국인투자자가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향, 기업경영연구 제38집, pp 203~215.



백미경·문상혁, 2010, 투자 의사결정 시 외국인 투자자는 감사 품질을 고려하는가?, 국제회계연구 제29집, pp 131~159.

신민식·이재익, 2015, 기업의 배당정책이 미래의 이익 성장성에 미치는 영향, 경영교육연구 제30권 제3호, pp 87-110.

안윤영·신현한·장진호, 2005, 외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계, 회계학연구 제30권 제4호, pp 109-131.

이선화·김문태, 2018, 외국인투자자의 배당압박과 이익조정에 관한 연구, 회계와 정책연구 제23권 제1호, pp 35~56.

이진환·윤성용, 2015, 회계이익의 질이 가치평가 오류와 추가급락에 미치는 영향, 회계와 정책연구 제20권 제2호, pp 151~179.

정석윤·진승화·차상권, 2016, 외국인 투자자의 투자성향과 정보비대칭, 국제회계연구 제68집, pp 71~101.

조장연, 2014, 재량적 발생액이 기업가치평가 오류에 미치는 영향, 글로벌경영연구 제26권 제1호, pp 89~103.

조정일·변종국, 2009, 외국인 투자자 지분과 기업 가치의 상호 관련성, 국제경영연구 제20권 제1호, pp 1~26.

차상권·김진태, 2023, 배당이 이익조정에 미치는 영향, 재무관리연구 제40권 제4호, pp 1~26.

차상권·박미희, 2021, 상장시장 유형과 조건적 보수주의, 국제회계연구 제99집, pp 283~309.

차상권·조형태·황선필, 2021, 조세회피와 세무위험이 가치평가오류에 미치는 영향, 세무학연구 제38권 제4호, pp 105~137.

차상권, 2020, 조건적 보수주의와 주식 과대평가 (Doctoral dissertation, 한양대학교).

Badertscher, B. A. (2011). Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. *The Accounting Review*, 86(5), 1491-1518.

Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J.

and Subramanyam, K. R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary accounting research*, 15(1), 1-24

Chi, J. D. and Gupta, M. (2009). Overvaluation and earnings management. *Journal of Banking & Finance*, 33(9), 1652-1663.

H. Chowdhury, R., Maung, M. and Zhang, J. (2014). Information content of dividends: a case of an emerging financial market. *Studies in Economics and Finance*, 31(3), 272-290.

Hail, L., Tahoun, A. and Wang, C. (2014). Dividend payouts and information shocks. *Journal of Accounting Research*, 52(2), 403-456.

Ham, C. G., Kaplan, Z. R. and Leary, M. T. (2020). Do dividends convey information about future earnings?. *Journal of Financial Economics*, 136(2), 547-570.

Jensen, M. C. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial management*, 34(1), 5-19.

John, K. and Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium. *the Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.

McNichols, M. and Dravid, A. (1990). Stock dividends, stock splits, and signaling. *the Journal of finance*, 45(3), 857-879.

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.

Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T. and Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of financial Economics*, 77(3), 561-603.

The impact of foreign investors on valuation errors*

Cha, Sangkwon** (Calvin University)

Kim, Jin Tae*** (Chung-Ang University)

Abstract

The study aimed to empirically analyze whether there is a relationship between corporate valuation errors and the level of foreign investors' ownership. It sought to investigate whether foreign investors' increasing presence in the capital market affects valuation errors positively or negatively. The research analyzed data spanning from 2011 to 2020 and used the methodology developed by Rhodes-Kropf et al. (2005) to estimate valuation errors.

The key findings of the study indicate that as the ownership stake of foreign investors in a company increases, the valuation errors of individual companies also increase. This suggests that higher levels of foreign ownership are associated with greater inaccuracies in corporate valuations.

Furthermore, the study found that this relationship remained consistent across various factors such as dividend status, audit quality, and market segment (KOSPI or KOSDAQ market). Additionally, imposing limits on foreign ownership to 5% or more did not significantly alter the observed relationship.

These findings have implications for financial authorities responsible for regulating and supervising the capital market. The empirical evidence provided by the study can inform policymakers about the impact of foreign investors on corporate valuation. It may prompt them to consider measures to address any potential negative consequences associated with increasing levels of foreign ownership, such as enhancing transparency or implementing stricter regulatory oversight.

* We would like to thank the editor-in-chief and anonymous reviewers for their helpful advice that helped improve this paper. This paper was conducted with the support of the Sungkyunkwan University Asset Management Research Center (CAPM) research grant in the first half of 2025.

JEL Classification : G10 G14 G30 G32

** First Author: Assistant Professor, The Department of Global Cultural Management, Calvin University E-mail : sgcha01@daum.net

*** Corresponding Author, Associate Professor, Department of General Education(Accounting), Chung-Ang University E-mail: jtkim0811@cau.ac.kr



Keywords : *foreign ownership, valuation error, overvaluation*

Article history: Received 4 April 2024, Revised 17 June 2024, Accepted 2 July 2024