



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](#)

2016년 2월
석사학위 논문

기관투자자의 거래활동이 회계이익의 정보적 속성에 미치는 영향

- 한국시장에서 기관투자자 거래량비율을 이용한 분석 -

조선대학교 대학원

회계학과

이 경 진

기관투자자의 거래활동이 회계이익의 정보적 속성에 미치는 영향

- 한국시장에서 기관투자자 거래량비율을 이용한 분석 -

The effects of institutional investors' trading activities on informative properties of earnings: Analysis using institutional investors' trading volume in the Korea stock market

2016년 2월 25일

조선대학교 대학원

회계학과

이 경 진

기관투자자의 거래활동이 회계이익의 정보적 속성에 미치는 영향

- 한국시장에서 기관투자자 거래량비율을 이용한 분석 -

지도교수 김 승 용

이 논문을 경영학 석사학위신청 논문으로 제출함

2015년 10월

조선대학교 대학원

회 계 학 과

이 경 진

이경진의 석사학위 논문을 인준함.

위원장 조선대학교 교수 김 경 순 (인)

위 원 조선대학교 교수 최 성 호 (인)

위 원 조선대학교 교수 김 승 용 (인)

2015년 11월

조선대학교 대학원

목 차

제1장 서론	1
제2장 이론적 배경 및 선행연구	6
제1절 이론적 배경	6
1. 기관투자자의 정의	6
2. 기관투자자의 성장	7
3. 기관투자자와 자본시장의 발전	9
제2절 기관투자자의 감시효과와 관련된 선행연구	10
제3절 회계이익의 정보적 속성에 대한 선행연구	13
제4절 선행연구와의 차별성	17
제3장 가설	18
제4장 연구설계	22
제1절 변수측정	22
1. 설명변수(기관투자자 거래활동)	22
2. 종속변수(이익특성)	23
3. 통제변수	27
제2절 연구모형	28
제3절 표본선정	30
제5장 실증분석결과	32
제1절 기술통계 및 상관관계	32
제2절 회귀분석 결과	34
제6장 결론	39
참고문헌	41

표 목 차

<Table 1> 본기업의 연도별 분포	30
<Table 2> 연도별 기관투자자 거래량비율	31
<Table 3> 기술통계	32
<Table 4>는 변수들 간에 상관관계를 분석한 결과이다.	33
<Table 5> AQ와 기관투자자 거래량비율 간의 관계	34
<Table 6> Persistence와 기관투자자 거래량비율 간의 관계	35
<Table 7> Smoothness와 기관투자자 거래량비율 간의 관계	36
<Table 8> Timeliness와 기관투자자 거래량비율 간의 관계	37
<Table 9> Conservatism과 기관투자자 거래량비율 간의 관계	38

ABSTRACT

The effects of institutional investors' trading activities on informative properties of earnings: Analysis using institutional investors' trading volume in the Korea stock market

- Analysis of the institutional investor market volume ratio in Korea -

Lee Kyung-Jin

Advisor: Prof. Kim Seung-young, Ph.D.

Department of Accounting,

Graduate School of Chosun University

This study is based on the previous studies that institutional investors have effectively performed check and observation on the earnings management. This study considered the managers whose firm have active transactions of institutional investors have more chances of offering quality accounting information so the researcher will verify whether institutional investors substantially perform a meaningful role in the market. This study analyzed that various earnings attributes influenced by institutional investors' trading volume to resolve limitations of data from the previous studies which used the amount of shares of institutional investors. Expecially, this study is going to compare the effects of institutional investors' trading volume on informative properties of earnings by subdividing earnings attributes into accruals quality(AQ), persistence, smoothness, timeliness and conservatism.

For this study, 11,243 business-the year samples excepting the stock market and KOSDAQ were analyzed to find out the relation between the institutional investors' trading volume and the earnings attributes. The followings are the findings. First, the higher trading volume of institutional investors happened, the better earnings quality. This means that firm which have higher trading volume of institutional investors have more chances of observation by institutional investors. This reduces managers' opportunistic earnings adjustment actions and offers more sound earnings. Second, even though the relation between the trading volume of institutional investors and persistence was not meaningful, persistence was higher if the trading volume of institutional investors are higher based on analysis into KOSDAQ firm. Third, smoothness increased as the firm whose trading volume of institutional investors are higher. This indicates that the firm whose trading volume of institutional investors are higher prefer earnings flexibility by increasing the earnings prediction possibilities of investors and lowering information risk. Fourth, in the relation between the trading volume and institutional investors, higher trading volume increase timeliness. Thus, the firm which have higher trading volume of institutional investors recognize the economic losses and perform decisions which reflect on the accounting earnings. These actions increase the information and clarity of the accounting earnings of those firm and immediately reflect on stock prices. Finally, there was no meaningful relation between the trading volume of institutional investors and conservatism.

Overall, the higher trading volume of institutional investors firm have, the more improved earnings attributes were indicated. This means that firm which have higher trading volume of institutional investors are the targets of investors. Persistent check and observation effectively affect management and the flexibility increased to offer the accounting earnings including informationally superior attributes. Accordingly, this study confirmed that

managers' opportunistic actions included in the accounting information were rather minimized through the effect of outside observation of institutional investors in Korea.

제1장 서론

우리나라는 외환위기 이후 국제회계기준에 적합한 회계기준의 수립에 많은 노력을 기울여 왔으며, 그 결과 회계기준은 상당히 합리적으로 설정되어 있다. 또한 기업지배구조로 인해 발생하는 많은 문제가 대두되면서, 우리나라는 IMF가 권고한 기업지배구조 개선의 일환으로 2003년 기관투자자의 보유주식에 대한 의결권 행사에 관한 제한을 폐지하였다. 이 제도의 도입으로 기관투자자의 의결권 행사가 가능해짐에 따라 기업지배구조가 보다 개선될 수 있게 되었다.

기업에 대한 사회적 감시체도로 외국인투자자 및 국내 기관투자자는 우리나라 증권시장에서 중요한 비중을 차지하고 있다. 이렇게 다수의 지분을 보유한 기관투자자들은 기업경영을 감시할 유인이 크며 적극적으로 수행할 가능성이 높다. 즉, 기관투자자의 역할이 중요시되고 있는 현 시점에서 기관투자자가 주식시장에서 갖는 의미는 기업경영에 대한 감시, 경영권보호 및 주식시장의 안전판 역할을 하는 것이다.

기관투자자는 자금을 대규모로 보유하는 성격 상 유가증권에 대한 투자도 대규모로 하는 경우가 많고, 개인투자자에 비하여 정보의 수집과 분석능력이 뛰어나며, 효율적 분산투자가 가능한 전문적 투자자라는 특성을 지니고 있다. 그러나 자본시장에서 기관투자자는 개인투자자에 비해 긍정적인 역할을 수행하는 한편 부정적인 측면도 존재한다.

기관투자자의 긍정적 역할 측면에서 보면 첫째, 발행시장에서 대규모로 발행되는 유가증권을 인수함으로써 소수의 개인투자자들에 의한 자금조달의 제약을 완화시키며, 기업에 장기산업자금을 공급하여 기업의 성장에 도움을 주고 나아가 국민경제 발전에 기여한다. 둘째, 유통시장에서 대량매매와 장기안정투자로 수요와 공급을 적절히 조절하여 증권시장의 가격 안정화를 도모한다. 셋째, 방대한 투자정보를 수집, 분석하여 과학적 투자기법에 따라 장기로 투자함으로써 관련기업의 내재가치가 주가에 신속하고 공정하게 반영되도록 하여 효율적인 주가 형성에 기여한다. 넷째, 전문지식이 부족하여 증권투자에 어려움이 있는 일반 영세투자자를 대신하여 투자함으로써 투자수요 기반을 확대시키며, 비생산적인 소비성자금과 시중부동자금을 증권시장으로 유도하여 장기산업자금화 함으로써 증시

저변확대와 증권대중화를 촉진한다.

최근 한 예로 2013년 4월 한라그룹에서는 제3자 배정 유상증자를 통해 우량계열사인 만도를 동원하여 유동성 위기에 처한 부실계열사인 한라건설을 지원하는 비합리적인 경영의사결정이 이루어졌다. 이로 인해 부실계열사를 지원한 우량계열사의 시장가치는 급격히 하락하였고, 그 결과 우량계열사에 투자한 다수의 투자자들이 손해를 입게 되었다. 이에 대해 우리나라 기관투자자들의 과거 관행과 달리 중소형 독립 자산운용사인 트러스톤자산운용은 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건에 강하게 반발하면서 주급납입 금지 가치분신청, 임시 주주총회 소집 요구, 사외이사 추천 및 선임 요구 등 적극적으로 주주권을 행사하고자 하였다. 그 결과 트러스톤자산운용은 한라그룹의 우량계열사인 만도에 외부주주를 대표하는 사외이사를 추천하여 선임하는 성과를 거두었고, 이후 만도의 시장가치는 점차 회복되기 시작하였다.

이와 반대로 부정적 역할로는 첫째, 포트폴리오의 운영실적을 높이기 위해 특정 우량종목만을 선정하여 이를 대량으로 집중 투자할 경우 우량종목의 고 주가와 기타종목의 저주가로 양분되는 이른바 시장의 이중구조를 초래하여 저주가지종목의 자금조달 규모가 제한되어 자원배분의 비효율성이 발생한다. 둘째, 대규모 자금을 단기매매차익 위주로 운용하는 경우 주가의 인위적인 조작이 가능할 수 있으며, 특히 주가가 상승하는 때에 특정 주식을 대량으로 매입하거나 주가가 하락하는 때에 매도하는 경우에 주가의 변동 폭이 더 확대되는 효과가 나타난다. 셋째, 일반에게는 공개되지 않는 정보에 보다 쉽게 접근할 수 있는 기관투자자의 우월적 지위를 이용하여 주식투자를 하는 경우 내부자 거래의 가능성이 있고, 또한 특정 종목 주가형성에 가격지도력 행사가 가능성이 있다. 넷째, 기관투자자가 기업경영에 지배적인 영향력을 행사하여 경영권을 침해할 수 있고 또한 정부가 기관투자자의 자산운용에 강력히 개입하는 경우 기관 본래의 투자목적에 어긋나게 투자함으로써 자금운용의 효율성이 저해될 수 있다.

기관투자자가 제 역할을 하지 못하는 사례도 있다. 최근 제일모직이 삼성물산 합병에서 삼성물산 최대주주인 국민연금(11.21%)은 삼성물산의 가치를 과소평가했고 그 조건이 공정하지 않은 것이라는 주장에 불구하고 합병에 찬성하였다. ISS나 클래스루이스와 같은 국제적 의결권 자문회사들이 합병안에 대해 반대 의

견을 제시했을 뿐만 아니라, 대신경제연구소를 제외한 국내외 의결권 자문사들이 거의 모두 합병 반대를 권고하였다. 특히 공식적으로 국민연금에 의결권 행사를 자문하는 기관인 한국기업지배구조원도 합병 반대를 권고했다. 그럼에도 불구하고 국민연금은 이런 수많은 국내외 자문기관의 견해를 무시한 채 찬성 한 것은 삼성의 지주회사격인 제일모직이 삼성물산을 싸게 인수하여 결국 삼성의 3대 세습을 인정해 주는 것으로 기관투자자가 경영자에 대한 효과적인 견제 및 감시활동을 수행하지 못함을 보여준다.

기존의 재무 및 회계분야의 선행연구들은 기관투자자의 경영자에 대한 견제와 감시 역할에 대해서 분석하여 왔다. Jiambalvo et al.(2002)에 따르면, 기관투자자는 소액주주와 달리 상대적으로 높은 지분을 보유하고 소액주주에 비해 정보입수능력 및 분석능력이 뛰어난 전문가집단이기 때문에 이들은 자신들이 보유한 주식으로부터의 이익 극대화를 위하여 투자 기업을 견제하고 감시할 유인을 가지게 된다. 따라서 일부 선행연구들은 기관투자자들이 경영자의 경영활동에 대한 견제 및 감시활동을 충분히 수행한다고 주장하였다(Kaplan and Minton 1994; Chung et al. 2002).

그 반면 기관투자자들도 단기적으로 자신의 영업이익을 보호하고 극대화하기 위하여 경영자의 기회적주의적 행위를 묵인 혹은 방조할 가능성도 존재한다. 이에 따라 여타의 선행연구들은 현실적으로 기관투자자들이 경영자의 경영활동에 대해서 중대한 영향을 미칠 만큼의 실질적인 견제 및 감시활동을 수행하고 있지 못하다는 결론을 보고하기도 하였다(Agrawal and Knoeber 1996; Black 1998; Parrino et al. 2003).

한편 기관투자자들이 회계적 이익조정에 미치는 영향을 살펴본 선행연구들 역시 일부 연구들은 기관투자자들이 경영자의 회계적 이익조정에 효과적으로 견제와 감시활동을 수행하고 있는 것으로 보고하였으나(Chung et al. 2002; Choi and Seo 2008), 여타 연구들은 기관투자자들이 경영자의 회계적 이익조정을 효과적으로 억제하지 못하고 있다고 주장하기도 하였다(Matsumoto 2002; Liu and Peng 2006). 이와 같이 기관투자자가 경영자의 회계적 이익조정에 미치는 영향을 살펴본 선행연구들은 다수 존재하는 반면, 회계이익의 정보적 속성에 미치는 영향에 대한 연구는 많지 않다.

따라서 본 연구는 기관투자자의 거래가 활발한 기업의 경영자들은 투명하고 질적으로 우수한 회계정보를 제공할 가능성이 높다고 보고, 실질적으로 기관투자자가 시장에서 기대하는 의미 있는 역할을 수행하였는지를 검증해보고자 한다. 기관투자자의 지분율을 이용한 선행연구들이 갖는 데이터의 한계점을 해결하기 위해 기관투자자의 거래량을 이용하여 다양한 이익속성에 어떤 영향을 미치는지를 분석한다. 특히 이익의 정보적 속성을 발생액의 질(AQ), 이익지속성(Persistence), 이익유연화(Smoothness), 적시성(Timeliness), 보수성(Conservatism)으로 세분화하여 기관투자자 거래량비율이 이익속성에 미치는 효과의 크기를 비교하고자 한다.

실증분석을 위해 2003년부터 2012년까지 유가증권시장과 코스닥에 상장된 금융업을 제외한 11,243개의 기업-연도 표본을 대상으로 기관투자자 거래량비율과 이익특성간의 관계를 분석하였고, 그 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 기관투자자 거래량비율이 높을수록 발생액의 질이 좋은 것으로 나타났다. 이는 기관투자자 거래량비율이 높은 기업일수록 기관투자자의 감시활동이 증가하여 경영자들의 기회주의적 이익조정 행위를 감소시킴으로써 보다 건전한 회계이익을 제공함을 의미한다. 둘째, 기관투자자 거래량비율과 이익지속성 간의 관계는 유의하게 나타나지 않았지만, 코스닥 기업을 대상으로 한 분석에서는 기관투자자 거래량비율이 높을수록 이익지속성이 높은 것으로 나타났다. 셋째, 기관투자자 거래량비율이 높은 기업일수록 이익유연화 경향이 증가하는 것으로 나타났다. 이는 기관투자자 거래비율이 높은 기업은 투자자들의 이익예측가능성을 높이고, 정보위험을 낮추는 방법으로 이익유연화를 선호하여 나타난 결과로 보여진다. 넷째, 기관투자자 거래량비율과 적시성 간의 관계에서는 거래량비율이 높을수록 적시성이 증가한다는 결과를 보여주었다. 즉, 기관투자자 거래비율이 높은 기업일수록 경영자가 경제적 손실을 적시에 인식하여 회계이익에 반영시키는 의사결정을 수행함으로써, 이들 기업의 회계이익에 대한 정보성 및 투명성이 증가하여 주가에 즉각적으로 반영됨을 나타낸다. 마지막으로, 기관투자자 거래량비율과 보수성 간의 관계는 유의하지 않은 관계를 보였다.

본 연구의 공헌점은 기관투자자의 거래량을 이용하여 최근까지의 데이터로 분석하였다는 점과 기관투자자의 감시효과를 다양한 이익속성 간의 관계를 비교하였다는 것이다. 기관투자자의 거래량비율이 높은 기업은 경영활동에 있어 지속적인 견제와 감시활동이 효과적으로 작용하여 회계정보유용성이 증가함을 확인하였다. 이

로 인하여 시장참여자들의 정보위험이 낮아져 역선택 위험이 감소할 것으로 판단된다.

본 연구는 제1장 서론에 이어 제2장에서는 이론적 배경 및 선행연구를 살펴보고, 제 3장에서는 연구가설을 수립하였다. 제4장에서는 연구설계를 설명하고 제5장에서는 본 연구의 주요 실증분석결과를 제시한다. 마지막으로 제6장에서는 결론을 제시한다.

제2장 이론적 배경 및 선행연구

제1절 이론적 배경

1. 기관투자자의 정의

기관투자자에 대한 다양한 정의가 있으나, 본 연구에서는 기관투자자가 갖는 경제적 기능을 가장 잘 표현하고 있다고 판단되는 Davis and Steil(2001)의 정의를 따르기로 한다. 이들에 의하면 기관투자자란 소액투자자를 대신해서 특정한 목표 하에 소액투자자의 저축을 집합적으로 운용하는 금융중개기관을 의미한다.

소액투자자가 독자적으로 투자를 행하기에는 많은 어려움이 따른다. 그러나 기관투자자를 이용할 경우 시장접근비용, 거래비용, 정보의 획득 및 분석비용 등 투자에 따르는 다양한 비용이 절감될 수 있다. 다음으로 특정한 목표란 기관투자자에게 돈을 맡기는 소액투자자들이 지향하는 투자목표를 의미하는데, 이러한 목표는 소액투자자의 위험감내도, 자금의 만기 등을 고려하여 설정된다. 마지막의 집합운용이란 소액투자자의 저축을 개별적으로 운용하지 않고 집합하여 운용하는 것을 말한다. 이러한 집합운용은 기관투자자가 개인투자자와 구별되는 핵심적인 특징이며, 이로 인해 기관투자자는 개인투자자에 비해 낮은 위험을 부담하면서도 높은 수익률을 얻는 등 다양한 편익을 창출하게 된다.

결국 기관투자자란, 자금의 집합운용을 통해 소액투자자가 직면하는 다양한 어려움을 해소하는 금융중개기관(financial intermediary)이라고 할 수 있다. 더불어 투자라는 용어가 암시하듯이 이들 기관투자자의 운용대상 자산은 주로 자본시장 상품이다.

2. 기관투자자의 성장

(1) 기관투자자의 성장 추이

기관화 현상은 전 세계적 현상이며, 최근 우리나라에서도 기관투자자의 자산이 빠르게 축적되고 있다. <그림 1>에는 우리나라 은행과 기관투자자 자산의 규모 추이가 나타나 있다

<그림 1> 기관투자자와 은행의 자산규모추이



주 : 은행은 일반은행(신탁 제외), 기관투자자는 펀드, 생명보험사, 국민연금, 퇴직 연금의 합

자료: 금융감독원, 금융투자협회, 국민연금

이에 따르면 2007년부터 2012년까지 5년간 은행자산은 총 26% 성장한 반면, 기관투자자 자산은 총 58% 성장하였다. 그 결과 2012년에는 기관투자자 자산규모가 은행의 자산규모를 추월하였으며, 향후 이러한 추세는 가속화될 것으로 보인다.

(2) 기관투자자의 성장배경

기관화 현상에는 공급측면과 수요측면의 다양한 요인들이 작용한다. 공급측면의 요인으로서는 첫째, 다각화 효과(diversification effect)를 들 수 있다. 기관투자자는 거대한 자금을 집합해서 운용하므로 개별 투자자들이 쉽게 누릴 수 없는 위험분산 효과를 얻을 수 있다. 둘째, 거래비용(transaction cost) 절감효과를 들 수 있다. 대규모로 집적된 자산을 거래하는 기관투자자는 개인투자자에 비해 거래수수료 등의 측면에서 낮은 거래비용을 부담하는 것이 일반적이다. 셋째, 기관투자자를 통해 참가비용(participation cost)을 낮출 수 있다. 개인투자자가 특정 기업에 대한 정보와 위험관리에 필요한 기술을 획득하는 데는 상당한 비용이 수반된다(Allen and Santomero 2001). 반면 대규모 자산을 집적하고 있는 기관투자자는 전문가를 고용하고 이에 따른 비용을 수많은 투자자에게 분담시킴으로써 참가비용을 큰 폭으로 낮추게 된다. 넷째, 기관투자자를 이용함으로써 기업에 대한 통제권을 발휘하기 용이해진다. 기관투자자들은 기업 지분을 대량 보유하는 것이 일반적이며, 따라서 기업지배구조에 개입할 수 있는 여지가 크다.

수요측면의 요인들도 기관화를 가속화시키고 있다. 우선, 금융자산 축적은 기관화 현상을 촉진시킨 가장 직접적 요인으로 언급된다. 실물경제 성장의 결과로 가계는 많은 금융자산을 축적하게 되었고, 이러한 금융자산의 축적은 가계의 위험선호도를 높이는 결과를 가져왔다. 이에 따라 은행 대신 자본시장에 대한 투자를 전문으로 하는 기관투자자에게 가계자산이 상당부분 옮겨가게 된 것이다. 둘째, 인구통계학적 요인을 들 수 있다. 고령화는 은퇴 이후의 소비에 대한 자산증시의 필요성을 증대시켰고, 그 결과 안정적 현금흐름을 제공하는 연금기금 등의 기관투자자 성장을 촉진시켰다. 끝으로, 부과방식에 입각한 사회보장 체제의 한계 역시 기관화를 가속화시킨 요인으로 평가된다. 대부분의 국가에서 정부재정의 건전성이 지속적으로 악화되어 왔는데, 이러한 상황에 인구고령화까지 겹치면서 부과방식에 의한 사회보장체제는 지속가능하지 않음이 분명해지고 있다. 따라서 노후를 대비하기 위해서는 개인들 스스로가 일정수준의 자산을 축적할 수밖에 없고, 이처럼 축적된 자산을 집합하여 운용하는 과정에서 기관투자자들이 성장하게 되는 것이다.

3. 기관투자자와 자본시장의 발전

기관투자자는 집적된 자금을 주로 자본시장에서 운용한다. 따라서 기관투자자의 자산축적은 자본시장의 수요기반을 확대시키고, 그 결과 자본시장 발전으로 이어진다. 실제로 저축의 기관화는 자본시장 발전과 강력한 양(+)의 관계를 갖고 있으며 주식시장과 채권시장의 깊이를 심화시키는 것으로 알려져 있다(Allen and Santomero 2001; Impavido et al. 2003).

기관투자자 성장을 통해 자본시장이 발전하면, 이는 실물경제의 성장으로 이어질 수 있다. 특히 청구권의 만기가 긴 연금기금 등의 자산축적은 기대수익률이 높은 고위험·장기 프로젝트 추진을 용이하게 하여 경제성장률 제고에 기여한다(Lefort and Walker 2002). 미국에서는 연금기금 등의 기관투자자 성장이 벤처기업과 사모투자전문회사의 성장을 촉진한 것으로 평가되는데(Prowse 1998) 이는 기관투자자가 축적한 자산이 적절히 운용될 경우 국가경제의 활력이 제고될 수 있음을 시사한다.

기관투자자의 성장은 자본시장의 품질(market Quality)에도 중대한 영향을 미친다. 품질이 좋은 시장은 가격이 효율적으로 형성되고, 유동성이 풍부하며, 불필요한 변동성이 나타나지 않는 시장을 의미한다.

기관투자자는 개인투자자에 비해 낮은 비용으로 그리고 보다 효율적으로 정보를 취득 및 생산하고 투자전략을 실행할 수 있기 때문에 기관투자자 비중의 증가는 자산가격의 효율성을 가져오는 것으로 평가된다(Bartov et al. 2000; Boehmer et al. 2009; Nagel 2005; Sias et al. 2006). 또한 정보에 기반한 기관투자자의 거래는 균형가격으로의 수렴을 촉진하여 자산 가격의 불필요한 변동성을 축소시키는 데에도 도움을 줄 수 있다(French and roll 1986; DeLong et al.,1990; Wang 1993). 실제로 개인투자자 비중이 높은 신흥시장의 경우, 기관투자자의 참여가 늘어날수록 주식시장의 변동성이 줄어드는 효과가 두드러지게 나타난다(Lefort and Walker 2002; Li and Wang 2010).

한편, 기관투자자에 의한 자본시장 효율성 제고 및 변동성 감소 효과는 만기가 긴 청구권을 가진 연금기금 등에서 보다 크게 나타날 것으로 기대된다. 연금기금 등의 기관투자자는 유동성 제약에서 비교적 자유롭고, 따라서 일시적 유동성 확

보를 위한 매매 등 정보에 기반하지 않은 거래를 단행할 필요성이 크지 않다. 따라서 이들의 거래는 자산가격에 대한 정보를 더욱 많이 포함하게 되어 가격효율성 제고와 가격변동성 감소에 기여하게 되는 것이다.

제2절 기관투자자의 감시효과와 관련된 선행연구

회계이익의 질이 재무분석가, 신용분석가, 기관투자자 등 전문투자자들의 투자 의사결정에 유용하게 이용되고 있다. 외국인 및 국내 기관이 그 투자의사결정에 있어 회계이익의 질적 분석을 한다면 이들 전문투자자들이 투자하는 기업의 회계이익의 질은 그렇지 않은 기업의 회계이익의 질과 체계적으로 다를 수 있다.

기존의 선행연구들은 일반적으로 기관투자자가 경영자의 경영활동을 견제하고 감시하는 역할을 효과적으로 수행하는지 여부에 대한 일관된 결론을 도출하지 못하고 있다. 우선, Grossman and Hart(1980)는 소액주주는 해당 기업을 견제하는 비용이 크기 때문에 적극적으로 견제 및 감시활동을 수행할 유인이 제한적이지만, 기관투자자들은 대규모의 자금을 투자하기 때문에 주주가치 극대화에 반하는 경영자의 사적 효용 추구행위를 견제하고 감시할 유인을 가진다고 주장하였다. 구체적으로 Brickley et al.(1988)는 기관투자자들이 이사회에서 의결권 행사를 통해 주주가치 극대화를 추구하기 위한 견제활동을 소액주주들에 비해 적극적으로 수행하고 있다는 실증결과를 보고하였다. Barclay and Holderness(1989)는 외부주요주주로서 기관투자자는 소액주주에 비하여 경영감시에 필요한 전문지식을 가지고 있으며, 기관투자자는 소액주주에 비해 기업 내부 정보에 대한 접근성이 높고, 감시기능을 보다 효율적으로 수행할 수 있는 가능성이 있다고 주장하였다.

Utama and Cready(1997), El-Gazzar(1998), Hotchkiss and Strickland(2003)는 기관투자자의 소유지분비율이 기업가치에 미치는 영향을 계량화하여 기관투자자의 소유지분비율과 기업가치는 양(+)의 상관관계가 있음을 제시하였다. Chung et al.(2002)은 미국 기업을 대상으로 한 연구에서 기관투자자 지분율이 높을수록 재량적 발생액이 유의하게 낮아진다고 보고하고 기관투자자가 경영자들의 회계

적 이익조정 행위를 효과적으로 견제하고 감시하고 있다고 주장하였다. 나아가 Hartzel and Starks(2003)는 기관투자자가 경영자에 대한 금전적 보상의 결정에 있어 효과적인 견제 및 감시활동을 수행함으로써 주주와 경영자 사이에 발생할 수 있는 대리인 문제를 감소시키고 있다고 주장하였다.

그러나 이러한 선행연구와는 달리 기관투자자들이 효과적인 견제 및 감시역할을 수행하지 못한다고 주장하는 선행연구들도 있다. 예를 들어 Agrawal and Knoebet(1996)는 기관투자자 지분율이 높더라도 Tobin's Q로 측정된 기업가치가 유의하게 높지 않다고 보고하였고, Black(1998)도 기관투자자들이 의결권 행사를 통해서 기업의 경영활동을 적극적으로 견제하고 감시함으로써 해당기업의 성과를 향상시키는 역할을 효과적으로 수행하고 있지 못하다고 주장하였다. Matsumoto(2002)와 Liu and Peng(2006)은 미국 기업을 대상으로 한 연구에서 기관투자자가 경영자들의 회계적 이익조정을 효과적으로 억제하고 있지 못하다고 주장하였다. Parrino et al.(2003)역시 기관투자자들이 최고 경영자에 대한 적절한 견제와 감시를 통해 기업지배구조를 긍정적으로 변화시키는 역할을 제대로 수행하고 있지 못하다고 주장하였다.

한편, 기관투자자의 감시효과와 관련된 국내의 선행연구를 살펴보면, 전홍민 등(2011)은 한국의 유가증권 또는 코스닥 시장에 상장된 기업 중 기관투자자 지분율 정보를 구할 수 있는 1999년부터 2003년까지의 2,292개의 관측치를 이용하여 기관투자자가 기업에 대한 견제와 감시활동을 통해 실물적 이익조정어 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. 실증분석 결과는 기관투자자 지분율이 높을수록 비정상 제조원가 및 비정상 재량적 비용의 수준이 유의하게 낮아지는 것으로 나타났다. 나아가 실물적 이익조정 규모 대용치의 부호를 기준으로 상향적 또는 하향적 이익조정을 한 관측치별로 수행한 추가분석에서도 기관투자자 지분율은 경영자의 상향적 또는 하향적인 이익조정 규모와 일관된 음(-)의 유의한 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과들은 기관투자자들이 경영자의 실물적 이익조정을 억제하는 데 적절한 견제와 감시활동을 수행하고 있다는 것을 의미한다.

김성우·이기환(2006)은 국내 주식시장에서 기관투자자의 소유지분비율이 기업 가치에 어떻게 영향을 주는지 분석하였다. 기관투자자의 소유지분비율의 증가는

경영자에 대한 감시기능의 증대로 인하여 기업가치의 증가로 이어질 것이라는 기존의 이론을 검증하기 위하여 기업가치의 대용치로서 Tobin's Q를 종속변수로 하는 다중회귀모형을 설정하였고, 각각의 모형에 대하여 lag-term분석도 실시해 보았다. 분석결과에 따르면, 직전년도의 기관투자자의 소유지분비율이 높을수록 기업가치가 커진다는 결과를 관찰할 수 있었다. 그러나 당기의 기관투자자의 소유지분비율은 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않음을 확인할 수 있었다. 또한 외국인 투자자 소유지분비율은 두 모형에서 모두 기업가치와 유의미한 관계를 보이지 않음으로써 2000년부터 2003년까지는 아직 외국인 투자자가 국내 증시에서 경영자 감시역할을 효과적으로 인식하지 않았음을 알 수 있다.

김성우 등(2012)은 2003년 기관투자자들의 의결권행사가 허용된 이후 국내 기관투자자의 역할과 기업가치와의 관계를 분석하기 위하여 기관투자자에게 의결권 행사를 허용한 2003년부터 2010년까지의 8년간의 자료를 바탕으로 실증분석하였다. 분석결과 2003년부터 2006년까지의 전반기에는 당기 연도의 국내 기관투자자 소유지분비율과 기업가치와의 관계가 유의적인 관계를 보이지 않는 반면, 2007년부터 2010년까지의 후반기에는 양(+의) 유의적인 관계를 보였다. 이는 국내 기관투자자의 역할이 제기되기 시작한 2003년부터 일정 기간 동안 역할을 수행하려는 노력은 있었으나 실질적으로 이러한 행동이 기업가치의 제고라는 결과를 가져오기까지는 학습시간이 필요하였음을 보여주는 것이라 할 수 있다. 한편 직전 연도의 국내 기관투자자 소유지분비율과 기업가치와의 관계를 분석한 결과 전체기간 뿐만 아니라 전반기 및 후반기 모두 양(+의) 유의한 관계를 나타내고 있다. 이는 국내 증권시장의 기관화현상이 커져감에 따라 국내 기관투자자도 본연의 역할에 충실하려는 행태가 지속되었음을 의미하는 것이라 할 수 있다.

남현정·박춘광(2014)은 기관투자자의 투자목적에 따른 기업가치와의 관련성을 조사하였다. 분석을 위하여, 유가증권시장에 상장된 670개 기업을 분석대상으로 선정하였으며, 선정된 기업들에 대하여 2007년부터 2012년까지 6년 동안의 재무 및 회계자료를 추출하였다. 분석결과 압력민감 기관투자자 집단인 은행, 보험회사 등의 기관투자자들은 자신들이 투자하고 있는 기업에 대하여 신용관리, 중개서비스 등을 제공함으로써, 사적 이익을 취할 수 있기 때문에, 투자기업과의 합을 통해 비즈니스 관계를 강화하는 데, 더 많은 관심을 가지고 있다는 간접적

인 증거를 제시할 수 있다. 반면에 압력둔감 기관투자자 집단인 연기금, 투자자 산운용회사 등의 기관투자자는 의결권을 적극적으로 행사하거나, 투자기업 경영자들에 대한 활발한 감시활동을 통해 기업가치 향상에 기여를 하고 있는 것으로 볼 수 있다.

제3절 회계이익의 정보적 속성에 대한 선행연구

회계조정과 관련된 대부분의 선행연구들은 경영자들이 기업공개나 유상증자의 가치평가, 기업인수합병 등의 특수한 계약 상황 하에서 기회주의적으로 재량적 발생액을 이용한 회계적 이익조정을 실시한다고 주장하였다(최관·백원선 1999).

전영순(2003)은 외국인 및 국내기관의 투자와 이익의 질과의 관계에 대하여 검토하였다. 분석결과는 외국인투자자는 투자대상 기업분석에서 회계이익의 질적 분석을 하며 질적으로 우수한 회계이익을 선호하는 것으로 나타났지만 국내 기관투자자는 일반적으로 투자대상 선정에 있어 회계이익의 질적 수준을 중요하게 고려하지 않는 것으로 나타났다. 외국인의 경우 투자기업에 대해 기업경영의 감시자로서의 역할을 담당하여 회계이익의 질적 향상을 유도한다. 그러나 국내 기관에 대해서는 이러한 긍정적인 효과가 훨씬 미비하다.

손성규 등(2009)은 발생액의 질(accruals quality)이 회계정보의 질을 평가하는 측정치(proxy)로 적정한지를 검증하였다. 즉 발생액의 질이 자본시장에서 어떻게 평가 받는지를 분석함으로써, 정보유용성이 있는지를 살펴보는 것이다. 실증 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 같은 비기대이익 수준이라 하더라도 발생액의 질이 높은 기업은 주가 반응이 더 크게 나타났다. 둘째, 주가 변동의 정도가 같더라도 발생액의 질이 높은 기업은 거래량 반응이 더 작다는 사실을 확인하였다. 셋째, 재량적 발생액보다 발생액의 질로 평가한 양질의 회계정보에서 주가 반응은 더 크고 거래량 반응은 더 작다는 사실을 관찰하였다. 이는 발생액의 질은 자본시장에서 회계정보의 질을 평가하는 유효한 측정치로 인정받고 있으며, 재량적 발생액보다 더 의미 있는 측정치로 평가 받고 있음을 의미한다. 따라서 향후 자

본시장 연구에서 회계정보의 질을 평가할 때는 재량적 발생액 뿐 아니라, 발생액의 질을 적극적으로 도입하는 것이 필요하다고 제안한다.

이세용(2009)은 발생액의 질에 따라 회계이익의 정보효과가 달라지는지를 분석하였다. 이의 분석을 위하여 1991년부터 2005년까지 매 연도 말 현재 유가증권시장에 상장되어 있는 금융업 이외의 12월 결산 기업을 대상으로 연구를 진행하였다. 분석 결과는 발생액의 질이 커질수록 회계이익의 정보효과는 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 발생액의 절대값 크거나 감사품질을 통제하는 경우에도 동일하게 나타났으며, 일부 설명변수에서 나타나는 다중공선성을 통제하거나 현금흐름의 변동성을 통제하는 경우에도 일관되게 나타났다.

김지홍·우용상(2009)은 특수관계자와의 거래가 발생액의 질에 어떠한 영향을 미치는지를 실증분석하였다. 분석결과에 따르면 특수관계자와의 거래가 증가할수록 발생액의 질이 하락하는 현상이 나타났다.

백원선·이수로(2004)는 보수주의 회계처리 방법이 기업의 이익지속성에 어떤 영향을 미치는지와 주식시장참여자로부터 어떠한 평가를 받는지를 검증하였다. 1990년부터 2001년 사이에 금융업에 속하지 않는 468개 기업을 대상으로 실증분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 보수적으로 회계처리한 경우의 이익은 그렇지 않은 경우의 이익보다 지속성이 낮았다. 둘째, 보수적으로 회계처리한 경우의 이익에 대한 주가배수는 그렇지 않은 경우의 이익에 대한 주가배수보다 더 작게 나타났다. 보수주의는 이익의 질의 하나로 제시되고 있으나 이익지속성 또는 미래이익예측력 등 다른 이익의 질을 나타내는 측정치와의 일관성이 결여된 것으로 보인다.

문상혁·박종국(2005)은 한국증권거래소 상장기업을 대상으로 이사회 내 사외이사 및 감사위원회의 특성에 따른 효과성을 보고이익의 지속성과 이익에 대한 주가배수의 크기를 통하여 실증적으로 검증하였다. 2000년부터 2002년까지 거래소에 상장되어 있는 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인 1,249개 기업을 대상으로 수행한 실증분석의 결과에 따르면 첫째, 이사회에 사외이사의 비율이 높은 기업(독립성), 재무 및 회계에 관한 전문지식이 있는 사외이사의 비율이 높은 기업(전문성), 그리고 이사회에 사외이사의 참석률이 높은 기업(활동성)의 이익지속성이 그렇지 않은 기업의 이익지속성보다 높은 것으로 나타났다. 둘째, 감사위원회

에 사외이사의 비율이 높은 기업(독립성), 감사위원 중 재무 및 회계에 관한 전문지식이 있는 감사위원의 비율이 높은 기업(전문성), 그리고 감사위원회의 모임 횟수가 많은 기업(활동성)의 이익지속성이 그렇지 않은 기업의 이익지속성보다 높은 것으로 나타났다.

이세철(2012)은 회계이익의 특성 가운데 이익지속성 및 이익유연화와 재무분석가 이익 예측정확성의 관련성을 분석하였다. 분석결과, 이익유연화와 이익지속성을 동시에 고려할 경우 이익지속성은 재무분석가의 이익 예측정확성과 유의한 관계를 보이지 않았다. 또한 이익유연화가 클수록 재무분석가의 이익 예측정확성은 유의하게 향상되는 것으로 나타났다.

임학빈·최수미(2009)는 이익조정결과 나타난 재량적 발생액과 이익유연화의 정도를 구분하고 이익정보의 가치관련성을 실증적으로 분석하였다. 이익조정은 재량적 발생액으로 측정하고 이익유연화 정도는 영업이익의 표준편차와 영업현금흐름의 표준편차와의 비율로 측정하였다. 연구결과는 다음과 같다. 첫째, 본 연구의 표본기업들은 이익유연화 정도가 낮을수록 주가이익배수가 통계적으로 높게 나타나 이익조정의 강도 역시 가치관련성에 영향을 주는 이익의 질의 한 요인인 것으로 해석할 수 있다. 또한 이익유연화 정도가 낮은 기업일수록 이익의 질이 높게 평가되어 주가이익배수와 주가장부가치배수가 높게 나타났다. 둘째, 조정된 재량적 발생액이 낮을수록 주가이익배수가 전통적 유의수준에서 통계적으로 높게 나타났다. 셋째, 이익유연화가 낮은 표본 기업 중에서는 조정된 재량적 발생액의 정도가 높을수록 주가이익배수가 높게 보고되었다. 또한 이익유연화가 낮고 조정된 재량적 발생액이 낮은 기업의 주가이익배수가 낮아지고 주가장부가치배수는 커진 것으로 나타났다.

서정우 등(2013)은 이익유연화와 기업지배구조 간에 어떠한 체계적인 관계가 있는지를 분석하였다. 실증적 의문사항을 알아보기 위해 개별 지배구조 변수 대신 기업지배구조 평가에 전문성을 갖춘 한국기업지배구조원(KCGS) 자료를 이용해 기업지배구조 평가점수와 이들의 5개 부문 점수를 가지고 이익유연화와의 관계를 검증하였다. 실증분석 결과를 보면 첫째, 기업지배구조 평가점수가 높은 기업일수록 기업의 이익유연화 정도는 보다 높아지는 것으로 나타났다. 둘째, 지배구조 점수가 높은 기업일수록 이익유연화 정도에 가장 중요한 영향을 미치는 것

으로 나타났고, 주주의 권리보호 및 공시 부문도 이익유연화와 양(+)의 관계가 나타났다. 이는 보고이익의 질을 결정하는데 있어서 이익유연화의 경우는 이러한 효과 보다는 시장과 관련한 외부효과들이 반영된 지배구조가 보다 중요한 영향을 미친다는 발견이다. 이러한 연구결과는 바람직한 지배구조를 갖춘 기업일수록 보고이익에 대한 유연화를 더 선호함을 보여주고 있다. 이상의 연구결과는 재량적 발생액을 이용한 이익조정이나 실제 이익조정을 이용한 이익조정과 달리 건전하고 바람직한 지배구조를 갖춘 기업일수록 보고이익의 유연화 정도는 더 높아짐을 보여주었다는 점에서 의의가 있다.

박종찬(2005)은 1997년 금융위기 이후 시행된 우리나라의 회계제도 개혁이 이익의 적시성과 보수성에 끼친 영향을 금융위기 전후 각각 5년간의 자료를 이용하여 회계정보의 질적 변화를 연구하였다. 측정된 결과 금융위기 이후 이익의 적시성이 유의하게 증가하였다. 또한 금융위기 이후 이익의 보수성도 유의하게 증가한 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는 금융위기 이후 우리나라의 회계제도 개혁이 경제적 손실에 대한 인식에서 보수성이 증가되었다는 것을 보여주는 증거이며, 기업 재무제표의 투명성을 높이는데도 성공적이었음을 의미하는 것으로 볼 수 있다.

권영도(2006)는 외국인과 국내 기관투자자들이 회계투명성에 미친 영향을 분석하였다. 실증분석 결과에 의하면 국내 기관투자자들은 이익의 적시성을 높이는 데 기여하였지만, 외국인 투자자는 그렇지 않았다. 그리고 외국인과 국내 기관투자가 모두 이익의 보수성을 높이는 데는 기여하지 못하였다.

최현돌·윤재원(2006)은 기업지배구조와 투명한 회계정보가 갖추어야 할 속성 중 하나인 보수성 간의 관계를 분석하였다. 2002년과 2003년 한국기업지배구조개선지원센터에서 실시한 기업지배구조 평가설문에 기초하여 분석한 실증결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 전반적인 기업지배구조수준이 높을수록 회계정보의 보수성은 증가하는 것으로 나타났다. 둘째, 지배주주 지분율은 회계정보의 보수성에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났으며, 외국인 투자자지분율과 회계정보의 보수성 간에는 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 마지막으로 공시부문의 수준이 높을수록 지배주주 지분율과 보수성 간에 양(+)의 상관관계가 강화되는 것으로 나타났다. 이는 지배주주 지분율은 회계정보의 보수성에 영향을 미치는 요

소가 아닐 수도 있으며, 외국인 투자비율이 높을수록 회계정보의 보수성은 제고되는 것으로 해석될 수 있다.

제4절 선행연구와의 차별성

본 연구는 다음과 같은 선행연구와의 차별성을 갖는다.

첫째, 기관투자자 지분을 대신하여 기관투자자 거래량을 사용하였다는 것이다. 2000년대 중반이후 기관투자자 지분을 의무공시가 폐지되어 최근 데이터를 수집하기 어렵고 지분율분포는 정규분포가 아니기 때문에 회귀분석을 이용한 통계적 분석에 오류를 가져올 가능성에 대한 문제점이 있다. 하지만 거래량과 지분율 간에는 높은 상관관계가 존재하기 때문에 대체 가능하며, 기관투자자 거래량은 우리나라만 공시하는 독특한 데이터이기 때문에 기존 해외선행연구와 차별성을 가질 수 있다.

둘째, 기관투자자의 감시효과를 다양한 이익속성 간의 관계를 비교하였다는 것이다. 기존연구들은 특정 이익속성만을 가지고 분석을 하였지만, 본 연구는 다양한 이익속성 중 어떤 속성을 기관투자자가 개선시키는지 비교할 수 있다는 측면에서 기관투자자의 구체적인 역할을 확인할 수 있다.

마지막으로, 기존연구와 다르게 표본기간을 확장하였다는 것이다. 기존연구들은 2000년대 중반까지 연구기간을 설정하였지만 최근 연·기금의 증가로 기관투자자의 활동이 증가하고 있다. 그래서 최근 환경을 반영한 표본기간을 설정하여 재검증하였다.

제3장 가설

자본시장에서 회계정보의 기능은 투자자들의 의사결정과정에서 수익성과 위험에 대한 정보를 제공하여 경제적 자원의 효율적 배분에 기여하는데 있다. 특히, 회계이익은 주식시장에서 정보가치를 가지고 있을 뿐 아니라, 기업을 둘러싼 다양한 형태의 계약체결에 중요한 기능을 한다(Watts and Zimmerman 1986). 이는 회계이익이 기업성과 측정치로서 자본시장에서 매우 중요한 정보성을 가지고 있음을 시사한다.

발생액은 발생주의 회계원칙과 현금주의 회계원칙의 차이에서 발생하는 것으로, 당기 영업현금흐름에 영향을 주지 않고 당기순이익에 영향을 미치는 항목을 말한다. 정상적인 영업활동에 근거하여 계상된 발생액은 단기간 내에 영업현금흐름에 영향을 주게 되지만, 경영자가 기회주의적으로 이용한 발생액 또는 비정상적인 거래에서 발생한 발생액은 현금흐름으로 전환되지 않을 가능성이 높다. 즉, 발생액 과거, 현재, 미래에 현금흐름으로 잘 전환되는 경우에는 발생액의 질이 높은 것으로 보았다. Chung et al.(2002)은 미국 기업을 대상으로 한 연구에서 기관투자자 지분율이 높을수록 재량적 발생액이 유의하게 낮아진다고 보고하고 기관투자자가 경영자들의 회계적 이익조정 행위를 효과적으로 견제하고 감시하고 있다고 주장하였다. 따라서 기관투자자 지분을 대용치인 기관투자자 거래량비율을 이용하여 이를 분석하기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1. 경영자의 기회주의적 정보공시행태는 기관투자자의 외부감시효과가 클수록 감소할 것이다. 그러므로 기관투자자 거래량비율과 발생액의 질 간에 양의 관계가 존재할 것이다.

이익의 지속성(persistence)이란 당기의 순이익이 미래기간에도 계속적으로 유지되는 정도를 말한다. 이익이 지속적으로 실현되면 이익지속성이 높은 기업이 되며 이는 이익의 질이 높다는 것을 의미한다. 그런데 이익지속성은 이익의 구성요소에 따라 달리 나타날 수 있다(Ramakrishnan and Thomas 1998). 회계이익을 현금흐름과 발생액으로 나누어 분석한 Sloan(1996)에 따르면, 현행회계이익의

구성요소 중에서 발생액의 지속성이 현금흐름의 지속성보다 낮다. 이는 현금흐름에는 주관적 판단이 개입할 여지가 적은 데 비해 발생액의 산정에는 주관적 요소가 개입될 가능성이 크기 때문이라고 한다(Bernstein 1993). Hartzel and Starks(2003)는 기관투자자가 경영자에 대한 금전적 보상의 결정에 있어 효과적인 견제 및 감시활동을 수행함으로써 주주와 경영자 사이에 발생할 수 있는 대리인 문제를 감소시키고 있다고 주장하였다. 이상의 논의를 종합하여 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2. 기관투자자의 외부감시효과는 대리인문제를 축소시키기 때문에 경영자가 본질적인 영업활동에 더 집중하도록 만들고 그 결과 이익의 지속성을 증가시킬 것이다. 그러므로 **이익지속성은 기관투자자 거래량비율과 양의 관계를 형성할 것이다.**

이익유연화는 경영자의 이익관리의 한 방법이며, 발생액이나 회계선택 등을 이용해 시계열적 기간이익의 변동성을 줄이려는 이익조정행위의 하나이다. Dye(1988)는 경영자들이 보고이익을 유연화하려는 이유로 두 가지를 강조하였다. 하나는 기업의 주가를 높이려는 경영자의 유인이고, 다른 하나는 경영자의 최적계약을 위한 유인이다. 한편 이익유연화의 동기를 조세 절감, 경영자 개인의 효용극대화, 기업가치에 대한 평가를 높이고 이해관계자들로 하여금 기업의 파산가능성에 대한 평가를 감소시키기 위한 경영자의 행위로 요약할 수 있다.

경영자 개인의 보상을 극대화하기 위하여 이익유연화를 이용한다는 Healy(1985)의 주장과 달리, Truman and Titman(1988)은 경영자가 이익유연화를 통해 이익의 예측가능성을 높이고, 투자자들에게 기업위험이 낮게 인지되도록 유도함으로써 추가적인 자금조달과 파산가능성을 낮출 수 있다고 주장한다. Ronen and Sadan(1981)은 이익유연화 정보가 회계정보이용자들에게 미래의 현금흐름을 예측하는데 있어 불확실성을 완화하는 유용할 수 있다고 보았기 때문에 바람직한 회계속성의 하나라고 주장하였다.

효과적인 지배구조를 갖춘 기업은 투자자들의 예측가능성을 높이기 위해 정보위험을 낮추는 방법으로 이익유연화를 선호할 것으로 기대되고, 이러한 전략을

보다 효과적으로 수행할 유인이 존재할 것으로 예상된다. 이러한 논의를 바탕으로 기관투자자 거래량 비율과 이익유연화간에 양(+)의 관계가 나타날 것으로 예상되어 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 3. 기관투자자들이 많은 관심을 보이는 기업의 경영자는 기업의 미래 불확실성과 파산가능에 대한 평가를 축소시켜 자신의 경제적 효용을 증가시키기 위해 이익을 평준화시키려는 성향이 증가할 것이다. 그러므로 기관투자자 거래량비율과 이익유연화 간에 양의 관계가 존재할 것이다.

이익의 적시성은 회계이익이 같은 기간 해당 기업의 경제적 이익을 반영하는 수준을 나타낸다. 회계이익이 당기의 경제적 이익을 모두 포함하지는 못하는 이유는 회계이익은 경제적 이익 중에서 수익·비용의 인식 기준에 부합하는 경우만을 포함하고, 연구비나 광고선전비와 같은 미래 현금유입 가능성을 높이는 지출은 모두 당기에 비용으로 처리하기 때문이다(Bushman et al. 2000).

Ball et al.(2000)은 이익의 적시성과 보수성이 기업 재무제표의 투명성을 나타내는 핵심적인 개념으로 보았다. 경제적 손실에 대한 적시적 인식은 경영자로 하여금 손실을 제때에 인식하여 보다 빨리 그 손실을 예방하는 유인을 제공하고 (Ball et al. 2000), 투자자에게는 경제적 손실이 적시에 회계이익에 반영되지 않아 잘못된 투자 의사결정을 함으로써 발생할 수 있는 투자위험을 줄여주는 역할을 한다. 기관투자자들은 일반투자자들에 비해 대규모 투자를 하고 있으므로 기업경영에 직접 관여하여 기업투명성과 경영효율성을 제고시키기 위한 적극적인 행동을 할 것으로 보아 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 4. 기관투자자들의 감시효과가 증가할수록 경영자가 회계정보를 투명하게 제공하도록 압력을 행사하기 때문에 이익정보가 주가에 반영되는 속도가 더 빨라질 것이다. 그러므로 기관투자자 거래량비율과 이익적시성 간에 양의 관계가 존재할 것이다.

이익의 보수성은 회계이익이 같은 기간의 경제적 이득에 비해 같은 기간의 경

제적 손실을 반영하는 비대칭적 정도를 나타낸다. 선행연구에서 회계정보가 보수적인 성질을 갖는 주된 이유를 요약하면 다음과 같다(Watts 2003; Bhattacharya et al. 2003; Basu 1997). 첫째, 보수주의는 경영자가 사적이익을 극대화하기 위하여 회계이익과 자산을 과대 인식하는 기회주의적 행위를 할 가능성을 효율적으로 억제시킬 수 있다. 둘째, 보수주의 회계관행은 기업의 미래 소송비용을 줄이는데 효과적이다. 마지막으로, 보수주의는 투자자가 갖고 있는 비대칭적 투자위험을 줄이는 효과를 갖게 된다. 보수주의는 경영자가 자신의 이익을 극대화하기 위하여 이익을 부풀리는 기회주의적 행위를 감소시키기 위한 제도적 장치라 할 수 있다.

일반적으로 기업지배구조가 효과적인 기업은 경영진의 기회주의적 행위가 감소하고 경영활동의 효율성과 회계정보의 투명성이 높아져 기업가치가 제고될 것으로 기대된다. 따라서 지배구조가 양호할수록 미래 소송비용의 증가와 규제 대상의 가능성을 높이는 공격적인 회계처리를 감소시킬 가능성이 높으며, 결과적으로 회계정보를 보수적으로 측정·보고될 것으로 예상된다. 이러한 논거에 기초하여 다음의 가설을 설정한다.

가설 5. 기관투자자들의 감시효과가 증가할수록 경영자는 소송위험을 축소하기 위해 더 보수적으로 회계정보를 제공할 것이다. 그러므로 기관투자자 거래량 비율과 보수주의성향 간에 양의 관계가 존재할 것이다.

제4장 연구설계

제1절 변수측정

1. 설명변수(기관투자자 거래활동)

본 연구에서는 기관투자자의 외부감시효과의 크기에 따라 회계이익이 가지는 정보적 속성에 차이가 존재할 것으로 가정하였다. 이를 검증하기 위해서 t년도 기업에 대한 기관투자자 거래량비율을 계산하여 외부감시효과의 대리변수로 선정하고 회계이익 특성변수에 미치는 효과를 분석한다. 기관투자자 거래비율($INST_TR_{i,t}$)은 식(1)와 같이 기업i의 t년도 동안 기관투자자의 총거래량을 전체투자자의 총거래량으로 나눈 비율로서 계산한다. 본 연구에서는 국내기관투자자 뿐만 아니라 외국인투자자도 기관투자자의 범위에 포함시킨다. 국내기관과 외국인의 거래량은 한국거래소에서 매도량과 매수량이 각각 제시되기 때문에, 식(1)의 분자에서 국내기관투자자와 외국인투자자의 평균거래량((매수량+매도량)/2)을 각각 구한 후 합계하여 기관투자자 거래량을 계산한다. 반면에 분모의 총거래량은 기업i의 t년도 동안 일별거래량의 총합계로 계산한다. 기관투자자의 거래비율($INST_TR_{i,t}$)의 측정값이 크다는 것은 특정기업에 주의를 기울이며 해당기업의 정보에 민감하게 반응하고 있음을 의미하여, 이 경우 기업의 경영자는 기관투자자의 거래에 의해 주가가 크게 영향을 받을 수 있기 때문에 정보공시의 투명성이 증가할 가능성이 있다. 따라서 기관투자자의 거래활동은 경영자의 대리인비용을 축소시켜 회계정보공시의 질을 향상시킬 가능성이 있다.

$$INST_TR_{i,t} = \frac{\frac{1}{2} \left(\sum_{d=1}^N Domestic(Buy_{i,t,d} + Sell_{i,t,d}) + \sum_{d=1}^N Foreign(Buy_{i,t,d} + Sell_{i,t,d}) \right)}{\sum_{d=1}^N Trading\ Volume_{i,t,d}} \quad \text{식(1)}$$

여기서,

$INST_TR_{i,t}$	= 기업i의 t년도의 기관투자자의 거래비용:
$Trading\ Volume_{i,t,d}$	= 기업i의 t년도 d거래일의 총거래량:
$Domestic$	= 국내기관투자자:
$Foreign$	= 외국기관투자자:
$Buy_{i,t,d}$	= 기업i의 t년도 d거래일의 특정 투자주체의 매수량:
$Sell_{i,t,d}$	= 기업i의 t년도 d거래일의 특정 투자주체의 매도량:
N	= t년도 기업i의 총거래일.

2. 종속변수(이익특성)

본 연구에서는 이익의 질을 나타내는 다양한 이익특성들을 종속변수로 선정하여 기관투자자의 거래활동이 이익속성에 미치는 효과를 분석한다. 선정된 이익특성에 대한 구체적인 측정방법을 설명하면 다음과 같다.

① 발생액의 질(Accrual quality)

Francis et al.(2004, 2005)은 발생액의 질(AQ)은 기업고유 정보위험을 반영하기 때문에 자본비용과 기대수익률에 영향을 미치는 요인이 될 수 있다는 결과를 보고하였다. 그러므로 본 연구는 발생액의 질이 회계정보의 사용으로 부터 발생하는 정보위험을 반영하는 이익속성으로 정의하고 있다. 발생액을 기초로 한 이익을 보고할 경우 현금흐름보다도 실제 경제적 성과를 잘 나타낼 수 있는 장점이 있다.

발생액의 질(accrual quality)은 Dechow and Dichev(2002)의 회귀모형을 수정한 McNichols(2002)의 모형으로 측정한다. Dechow and Dichev(2002)은 발생액의 불확실성이 발생액의 질을 측정하는 지표가 될 수 있을 것으로 가정하였다. 그들은 운전자본 발생액(working capital accruals)을 실현된 영업현금흐름들(전년도, 당해 연도, 다음 연도의 영업현금흐름)에 대해 회귀분석하고, 운전자본발생액의 변화에 대한 설명되지 않은 부분(회귀식의 잔차)은 발생액의 질과 역(-)의 관계를 갖는다고 주장하였다. 하지만 Dechow and Dichev(2002)의 방법(이하 DD모형)은 유동발생액에 한정되므로 실무적 한계가 존재한다. 원칙적으로 발생액의 질은 포괄적인 발생액의 불확실성을 의미하기 때문에 총발생액을 적용하는 것이 타당하지만, 비유동발생액과 실현

현금흐름 간에 관계는 과거 기간에 영향을 받기 때문에 DD모형을 총발생액으로 확장시키는 것을 불가능하게 만들 수 있다(Francis et al. 2005). 이러한 DD모형의 한계를 다소 완화시키기 위하여 본 연구에서는 DD 모형에 매출액의 변화와 유형자산을 결합시킨 회귀모형으로 발생액의 질을 측정한다.(McNichols 2002; Francis et al. 2005).¹⁾

$$\frac{TCA_{i,t}}{Assets_{i,t}} = \phi_{0,i} + \phi_{1,i} \frac{CFO_{i,t-1}}{Assets_{i,t}} + \phi_{2,i} \frac{CFO_{i,t}}{Assets_{i,t}} + \phi_{3,i} \frac{CFO_{i,t+1}}{Assets_{i,t}} + \phi_{4,i} \Delta REV_{i,t} + \phi_{5,i} PPE_{i,t} + \nu_{i,t} \quad \text{식(2)}$$

$$\therefore AQ_{i,t} = -\sigma(\hat{\nu}_{i,t})$$

여기서,

$AQ_{i,t}$ = 기업i에 대한 t년도 Dechow and Dichev(2002)의 모형에 매출액의 변화와 유형자산을 추가한 모형으로 산출한 발생액의 질에 대한 측정치이다. t-5년부터 t년도까지 6년 동안 식(2)에 대한 연도-산업별 횡단면 회귀식에 대한 잔차들의 표준편차($\sigma(\hat{\nu}_{i,t})$)에 -1을 곱한 값이다;

$TCA_{i,t}$ = 기업i에 대한 t년도의 총유동발생액을 의미하고, 발생액을 추정하기 위해 다음과 같이 간접(재무상태표)접근법을 사용한다:

$$TCA_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta STDEBT_{i,t}$$

여기서,

$\Delta CA_{i,t}$ = 기업i의 t년도 동안 유동자산의 변화

$\Delta CL_{i,t}$ = 기업i의 t년도 동안 유동부채의 변화

$\Delta Cash_{i,t}$ = 기업i의 t년도 동안 현금 및 현금성자산의 변화

$\Delta STDEBT_{i,t}$ = 기업i의 t년도 동안 유동부채 중 채무(debt)의 변화

$Assets_{i,t}$ = 기업i의 t년도와 t-1년도의 평균총자산;

$CFO_{i,t}$ = 기업i의 t년도 현금흐름표상의 영업활동현금흐름;

$\Delta REV_{i,t}$ = 기업i의 t년도 매출액에서 t-1년도의 매출액을 차감한 값;

$PPE_{i,t}$ = 기업i의 t년도말의 순유형자산;

$\nu_{i,t}$ = 기업i의 t년도 식(2)에 따라 계산한 연도-산업별 회귀식의 잔차.

측정을 위해 표준산업코드를 이용하여 전체 상장기업을 시장(유가증권시장과 코스닥시장)별로 각각 15개의 산업으로 분류하였다. 그리고 식(2)에 따라 t-5년부터 t년

1) McNichols(2002)와 Francis et al.(2005)은 Dechow and Dichev(2002)의 모형에 매출액변화와 유형자산을 추가하여 횡단면적으로 측정하여 설명력이 유의하게 증가하여 측정오류가 축소된다고 주장하고 있다.

도까지 연도-산업별로 횡단면 회귀분석을 실시하여 회귀식의 잔차($\hat{\nu}_{j,t}$)를 각각 추정하고, 6년 동안의 각 횡단면 잔차들의 표준편차($\sigma(\hat{\nu}_{j,t})$)에 -1을 곱한 값을 발생액의 질에 대한 대리변수로 사용한다. 이와 같은 방법으로 표본기간(2005-2010) 동안에 연도-기업별로 각각 선행연동하여 발생액의 질($-\sigma(\hat{\nu}_{j,t})$)을 측정한다. 이 경우 발생액의 질에 대한 측정 값($-\sigma(\hat{\nu}_{j,t})$)이 클수록(작을수록) 이익의 질이 높음(낮음)을 의미한다.

② 이익지속성(Persistence)

본 연구에서는 이익의 지속성(earnings persistence)을 식(3)와 같이 주당순이익에 대한 자기회귀모형(autoregressive model of order one: AR1)으로부터 추정된 회귀계수 추정치($\phi_{1,i}$)의 크기로서 측정한다(Ali and Zarowin 1992; Francis et al. 2004). $X_{i,t}$ 는 규모효과를 통제하기 위하여 기업j의 t년도 순이익을 t년도 동안의 가중평균 유통주식수로 나눈 주당순이익을 의미한다. 본 연구에서는 t-5년부터 t년도까지 6년 동안의 주당순이익의 시계열자료를 각 연도별로 식(3)에 따라 회귀분석하고 표본기간 동안 각 연도별로 선행연동(forward rolling)시켜 연도-기업별 이익지속성 계수 값($\phi_{1,i}$)을 산출한다. 본 연구에서는 식(3)의 회귀계수($\phi_{1,i}$)를 이익지속성(Persistence)에 대한 대리변수로 사용한다.

$$X_{i,t} = \phi_{0,i} + \phi_{1,i}X_{i,t-1} + \nu_{i,t} \quad \text{식(3)}$$

$$\therefore Persistence = \phi_{1,i}$$

산출된 $\phi_{1,i}$ 의 값이 1에 가까울수록 높은 지속적 이익(persistent earning)을 의미하고, 0에 가까울수록 일시적 이익(transitory earning)이 큼을 의미한다. 따라서 측정된 지속성(Persistence)의 값이 클수록 이익의 질이 높음을 의미한다.

③ 이익유연화(Smoothness)

본 연구에서는 t-5년부터 t년도까지 6년 동안 기업*i*의 순이익을 기초총자산으로 나눈 값들의 표준편차($\sigma(NI_{i,t})$)를 영업현금흐름을 기초총자산으로 나눈 값들의 표준편차($\sigma(CFO_{i,t})$)로 나눈 비율에 -1을 곱한 값으로서 이익유연화를 측정한다(Hunt et al. 2000; Thomas and Zhang 2002; Leuz et al. 2003; Francis et al. 2005; Tucker and Zarowin 2006).²⁾ 표본기간동안 이익유연화 측정치는 각 기업-연도별로 선행연동하여 산출한다. 식(4)과 같은 방법으로 측정된 값이 클수록 기업의 이익유연화의 강도가 큼을 의미한다.

$$\therefore Smoothness_{i,t} = -\sigma(NI_{i,t})/\sigma(CFO_{i,t}) \quad \text{식(4)}$$

④ 적시성과 보수성(Timeliness and Conservatism)

회계이익의 적시성과 보수성은 식(5)과 같이 종속변수로서 이익을 사용하고 독립변수로서 수익률측정치를 사용하여 회귀식을 예측한 후, 회귀계수의 크기로써 이익의 적시성과 보수성을 산출하였다. 변수측정을 위해 t-5년부터 t년도까지 6년 동안의 시계열자료에 대해 식(5)에서 제시된 역회귀식에 따라 회귀계수와 수정 R^2 를 표본기간 동안 1년씩 선행연동하여 각각 추정한다.

$$EARN_{j,t} = \alpha_{0,i} + \alpha_{1,i}NET_{i,t} + \beta_{1,i}RET_{i,t} + \beta_{2,i}NET_{i,t} \times RET_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{식(5)}$$

여기서,

$EARN_{i,t}$ = 기업*i*의 t년도 순이익을 t-1년도 말의 시장가치로 나눈 값;

$NET_{i,t}$ = 만약 $RET_{i,t} < 0$ 이면 $NET_{i,t} = 1$, 그렇지 않으면 0으로 치기한 더미변수;

$RET_{i,t}$ = 기업*i*의 t년도 초부터 t+1년도 3월말까지 15개월 수익률.

2) Hunt et al.(2000)는 비재량적 순이익(nondiscretionary net income), Leuz et al.(2003)는 영업이익(operating income), Francis et al.(2005)은 계속사업순이익(net income before extraordinary)을 총자산으로 규모조정된 값의 표준편차를 구한 후 다시 영업현금흐름을 총자산으로 규모조정된 값의 표준편차로 나눈 비율로서 이익유연화를 측정하였다.

위와 같은 방식으로 기업-연도별로 측정된 회귀식의 수정 R^2 를 적시성(Timeliness)에 대한 대리변수로 사용한다(Ball et al. 2000; Bushman et al. 2004). 즉, 기중의 수익률의 변동이 이익의 변동을 설명하는 강도가 클수록 이익정보가 주가에 적시에 반영되고 있음을 의미한다.

$$\therefore \text{Timeliness} = \text{adjusted } R_{i,t,eq(6)}^2$$

한편, Basu(1997)는 보수주의를 기업에 관한 악재(bad news)보다 호재(good news)를 재무제표에 인식할 때 보다 엄격한 검증가능성(verifiability)이 요구되는 현상으로 해석하였다. 이러한 관점에서 본 연구에서는 보수성(Conservatism)에 대한 측정을 식(6)에서 악재(bad news)일 경우의 회귀계수 값을 호재(good news)일 경우의 회귀계수 값으로 나눈 비율로서 측정한다(Basu 1997; Pope and Walker 1999; Givoly and Hayn 2000; Francis et al. 2005). 식(6)에서 악재일 경우($NET_{i,t}=1$)의 회귀계수는 $\beta_{1,i} + \beta_{2,i}$ 이고, 호재일 경우($NET_{i,t}=0$)의 회귀계수는 $\beta_{1,i}$ 이다.

$$\therefore \text{Conservatism} = (\beta_{1,i} + \beta_{2,i}) / \beta_{1,i}$$

보수적 회계처리를 하는 기업은 악재를 주가에 빨리 반영하고 호재를 주가에 천천히 반영하고자 하기 때문에 보수성(Conservatism)에 대한 측정값이 크다는 것은 회계인식에 있어 보수주의적 성향이 크다는 것을 의미한다.

3. 통제변수

본 연구에서는 이익속성에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 통제변수로 선정한다. 먼저 일반적으로 널리 알려진 체계적 위험($BETA_{i,t}$), 기업규모 위험($SIZE_{i,t}$), 성장성 위험($BM_{i,t}$)을 통제할 필요가 있다(Fama and French 1992). 체계적 위험($BETA_{i,t}$)은 t년도 동안 개별기업 i의 수익률과 시장수익률 간의 관계를 시장모형을 통해 산출한 베타로 측정하였고, 기업규모($SIZE_{i,t}$)는 연도 말 보통주시장가치(백만

원)의 로그 값으로 측정한다. 또한 성장성 위험($BM_{i,t}$)은 연도 말의 순자산의 장부가치와 시장가치의 비율로 측정한다. 또한 Barth et al.(1998)은 재무위험이 높은 기업은 파산가능성이 높기 때문에 순자산의 추가설명력이 증가할 수 있음을 보여주었고, Hayn(1995)과 Collins et al.(1999)은 투자자들이 손실기업보다 이익기업의 이익지속성을 더 높이 평가하기 때문에 이익기업의 주가관련성이 더 크다고 주장하였다. 이러한 이유로 추가로 재무위험을 나타내는 부채비율($DEBT_{i,t}$)과 손실더미($NegEarn_D_{i,t}$)를 통제변수로 추가하였다. 부채비율($DEBT_{i,t}$)은 연도 말 총부채를 총자산으로 나눈 비율이며, 손실더미($NegEarn_D_{i,t}$)는 t년도 기업이 손실을 보고하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 값이다. 더불어 산업효과를 통제하기 위해 전체 표본을 비첨단제조업, 첨단제조업, 서비스업으로 구분하고 각각에 대한 산업더미($\sum IND_D$)를 회귀모형에 추가하였다. 더불어 연도별 차이를 통제하기 위해 연도구분 더미변수($\sum YEAR_D$)를 추가한다.

제2절 연구모형

가설검증을 위해 다음과 같은 회귀모형을 설정한다. 종속변수는 기관투자자의 거래비율이고, 독립변수는 5개의 이익특성변수들이다.

[모형 1]

$$\begin{aligned}
 Accrual\ Quality_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 INST_TR_{i,t} + \alpha_2 BETA_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 BM_{i,t} \\
 &\quad + \alpha_5 DEBT_{i,t} + \alpha_6 NegEarn_D_{i,t} + \sum IND_D + \sum YEAR_D + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

[모형 2]

$$\begin{aligned}
 Persistence_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 INST_TR_{i,t} + \alpha_2 BETA_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 BM_{i,t} \\
 &\quad + \alpha_5 DEBT_{i,t} + \alpha_6 NegEarn_D_{i,t} + \sum IND_D + \sum YEAR_D + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

[모형 3]

$$\begin{aligned}
 Smoothness_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 INST_TR_{i,t} + \alpha_2 BETA_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 BM_{i,t} \\
 &\quad + \alpha_5 DEBT_{i,t} + \alpha_6 NegEarn_D_{i,t} + \sum IND_D + \sum YEAR_D + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

[모형 4]

$$\begin{aligned}
 Timeliness_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 INST_TR_{i,t} + \alpha_2 BETA_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 BM_{i,t} \\
 &\quad + \alpha_5 DEBT_{i,t} + \alpha_6 NegEarn_D_{i,t} + \sum IND_D + \sum YEAR_D + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

[모형 5]

$$\begin{aligned}
 Conservatism_{i,t} &= \alpha_0 + \alpha_1 INST_TR_{i,t} + \alpha_2 BETA_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 BM_{i,t} \\
 &\quad + \alpha_5 DEBT_{i,t} + \alpha_6 NegEarn_D_{i,t} + \sum IND_D + \sum YEAR_D + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

변수설명

1. 종속변수 ($Attribute_{i,t}^K$)

- $Accrual\ Quality_{i,t}$ = 기업i의 t년도의 유동발생액과 영업현금흐름 간의 관계를 이용하여 횡단면적으로 측정된 발생액의 질(McNichols 2002; Francis 2005);
- $Persistence_{i,t}$ = 기업i의 t년도 주당순이익에 대한 자기회귀모형(AR1)으로부터 추정된 회귀계수로 추정된 이익지속성계수(Ali and Zarowin 1992; Francis et al. 2004);
- $Smoothness_{i,t}$ = 기업i의 t년도 이익유연화의 강도를 측정한 값. 이전 6년 동안의 순이익을 기초총자산으로 나눈 값들의 표준편차($\sigma(NI_{j,t})$)와 영업현금흐름을 기초총자산으로 나눈 값들의 표준편차($\sigma(CFO_{j,t})$)의 비율에 -1을 곱한 값으로 측정함(Francis et al. 2005);
- $Timeliness_{i,t}$ = 기업i의 t년도 이익정보가 주가에 적시에 반영되는 강도를 측정한 값. 종속변수로서 이익을 사용하고 독립변수로서 수익률측정치를 사용하는 역회귀분석(reverse regressions)의 수정결정관계(adjusted R²)의 크기로서 측정함(Ball et al. 2000; Bushman et al. 2004);
- $Conservatism_{i,t}$ = 기업i의 t년도에 보수주의적 성향에 대한 측정치. 악재(bad news)일 경우의 수익률과 이익에 대한 회귀계수 값을 호재(good news)일 경우의 수익률과 이익에 대한 회귀계수 값으로 나눈 비율로서 측정(Basu 1997; Pope and Walker 1999; Givoly and Hayn 2000; Francis et al. 2005);

2. 설명변수

- $INST_D_{i,t}$ = 기업i의 t년도 동안의 기관투자자 거래비율. 국내기관거래량과 외국기관거래량의 합계를 총거래량으로 나눈 비율을 다시 중위수를 기준으로 1(상위)과 0(하위)으로 범주화 시킨 더미변수;

3. 통제변수

- $BETA_{i,t}$ = 기업i의 t년도 동안에 일별수익률과 시장지수수익률 간의 베타계수;
- $SIZE_{i,t}$ = 기업i의 t년도 말의 기업규모로서 시가총액(백만원)에 log를 취한 값;
- $BM_{i,t}$ = t년도 기업i의 지분의 장부가치를 지분의 시장가치로 나눈 비율;
- $DEBT_{i,t}$ = 기업i의 t년도 말 총부채를 총자산으로 나눈 비율;
- $NegEarn_D_{i,t}$ = 기업이 t년도에 손실을 보고하면 1, 그렇지 않으면 0으로 치환한 변수;
- IND_D = 산업구분 더미변수(비첨단제조업, 첨단제조업, 서비스업으로 구분);
- $YEAR_D$ = 연도구분 더미변수;

제3절 표본선정

본 연구에서는 2003년부터 2012년까지 유가증권시장과 코스닥에 상장된 금융업을 제외한 11,243개의 기업-연도 표본을 대상으로 기관투자자 거래량비율과 이익특성간의 관계를 분석한다. 이익특성들은 t-5년부터 t+1년도 까지 시계열자료를 이용하여 각 연도별로 계산하였기 때문에 필요한 재무자료 및 주가, 거래량 자료 등은 1998년부터 2013년까지 16년 동안의 대상으로 FnGuide Data Guide Pro에서 추출하여 사용한다.

<Table 1>은 표본기업의 연도별 분포이다.

<Table 1> 본기업의 연도별 분포

연도	전체표본	KOSPI	KOSDAQ
2003	803	529	274
2004	898	539	359
2005	960	538	422
2006	1,151	547	604
2007	1,254	558	696
2008	1,250	558	692
2009	1,243	555	688
2010	1,251	568	683
2011	1,218	539	679
2012	1,215	534	681
합계	11,243	5,465	5,778

<Table 2>는 연도별 기관투자자 거래량비율을 나타낸다. 2003년에 8.7%였던 기관 투자자 거래비율이 2012년에 11.1%로 증가하였으며, 전체기간의 평균은 10.9%로 나타났다.

<Table 2> 연도별 기관투자자 거래량비율

YEAR	상장기업 전체		KOSPI		KOSDAQ	
	표본수	평균	표본수	평균	표본수	평균
2003	803	0.087	529	0.121	274	0.023
2004	898	0.096	539	0.138	359	0.033
2005	960	0.116	538	0.172	422	0.044
2006	1,151	0.128	547	0.209	604	0.054
2007	1,254	0.117	558	0.203	696	0.047
2008	1,250	0.128	558	0.213	692	0.060
2009	1,243	0.102	555	0.173	688	0.046
2010	1,251	0.106	568	0.174	683	0.049
2011	1,218	0.095	539	0.157	679	0.047
2012	1,215	0.111	534	0.185	681	0.053
전체기간	1,124	0.109	547	0.174	578	0.046

제5장 실증분석결과

제1절 기술통계 및 상관관계

<Table 3>은 주요변수에 대한 기술통계를 제시한 것이다. AQ는 발생액의 질을 의미하고 평균이 -0.104로 음(-)의 값이고, Persistence는 이익의 지속성에 대한 측정치이고 평균이 0.705이다. Smoothness는 이익유연화정도를 측정한 것으로 평균이 -1.286이고, Timeliness와 Conservatism은 각각 이익의 적시성과 보수성을 의미하며 평균이 0.165와 29.086이다. INST_TR은 본 연구의 관심 독립변수인 기관투자자 거래량비율로 0.11의 평균값이 나타났다. 통제변수인 BETA는 일별수익률과 시장지수수익률 간의 관계를 이용하여 측정하고, SIZE 기업규모로서 시가총액에 로그 값을 취한 금액이다. BM은 장부가치를 시장가치로 나눈 비율이고, DEBT부채비율을 의미한다. NED는 손실을 보고하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 손실더미 변수이다.

<Table 3> 기술통계

Panel A. 전체 표본					
	N	평균	표준 편차	최소값	최대값
AQ	11243	-0.104	0.091	-2.056	0.000
Persistence	11243	0.705	55.266	-7.247	5859
Smoothness	11243	-1.286	2.461	-131.7	-0.025
Timeliness	11243	0.165	0.639	-2.942	1.000
Conservatism	11243	29.086	3226	-12452	341376
INST_TR	11243	0.110	0.160	0.000	0.911
BETA	11243	0.791	0.458	-1.000	2.375
SIZE	11243	4.827	0.697	3.000	8.189
BM	11243	1.393	1.303	-35.85	34.621
DEBT	11243	0.445	0.301	0.004	15.412
NED	11243	0.289	0.453	0.000	1.000

<Table 4>는 변수들 간에 상관관계를 분석한 결과이다.

<Table 4> 변수들 간의 상관관계

	AQ	Persistence	Smoothness	Timeliness	Conservatism	INST_TR	BETA	SIZE	BM	DEBT	NED
AQ	1.00	-0.01 (0.24)	0.183** (0.00)	0.022* (0.02)	0.01 (0.47)	0.196** (0.00)	-0.066** (0.00)	0.149** (0.00)	0.202** (0.00)	-0.038** (0.00)	-0.253** (0.00)
Persistence	-0.01 (0.24)	1.00	-0.01 (0.50)	0.01 (0.18)	0.00 (0.99)	0.00 (0.61)	0.00 (0.65)	-0.01 (0.27)	-0.02 (0.10)	0.020* (0.04)	0.02 (0.11)
Smoothness	0.183** (0.00)	-0.01 (0.50)	1.00	0.021* (0.03)	0.00 (0.75)	0.104** (0.00)	-0.01 (0.23)	0.068** (0.00)	0.078** (0.00)	-0.022* (0.02)	-0.164** (0.00)
Timeliness	0.022* (0.02)	0.01 (0.18)	0.021* (0.03)	1.00	0.01 (0.36)	0.079** (0.00)	0.00 (0.80)	0.054** (0.00)	0.019* (0.04)	-0.036** (0.00)	-0.081** (0.00)
Conservatism	0.01 (0.47)	0.00 (0.99)	0.00 (0.75)	0.01 (0.36)	1.00	0.00 (0.68)	0.00 (0.90)	0.00 (0.85)	0.00 (0.78)	0.00 (0.76)	-0.01 (0.47)
INST_TR	0.196** (0.00)	0.00 (0.61)	0.104** (0.00)	0.079** (0.00)	0.00 (0.68)	1.00	-0.057** (0.00)	0.707** (0.00)	-0.074** (0.00)	-0.100** (0.00)	-0.268** (0.00)
BETA	-0.066** (0.00)	0.00 (0.65)	-0.01 (0.23)	0.00 (0.80)	0.00 (0.90)	-0.057** (0.00)	1.00	0.194** (0.00)	-0.228** (0.00)	0.064** (0.00)	0.062** (0.00)
SIZE	0.149** (0.00)	-0.01 (0.27)	0.068** (0.00)	0.054** (0.00)	0.00 (0.85)	0.707** (0.00)	0.194** (0.00)	1.00	-0.262** (0.00)	-0.093** (0.00)	-0.255** (0.00)
BM	0.202** (0.00)	-0.02 (0.10)	0.078** (0.00)	0.019* (0.04)	0.00 (0.78)	-0.074** (0.00)	-0.228** (0.00)	-0.262** (0.00)	1.00	-0.181** (0.00)	-0.101** (0.00)
DEBT	-0.038** (0.00)	0.020* (0.04)	-0.022* (0.02)	-0.036** (0.00)	0.00 (0.76)	-0.100** (0.00)	0.064** (0.00)	-0.093** (0.00)	-0.181** (0.00)	1.00	0.198** (0.00)
NED	-0.253** (0.00)	0.02 (0.11)	-0.164** (0.00)	-0.081** (0.00)	-0.01 (0.47)	-0.268** (0.00)	0.062** (0.00)	-0.255** (0.00)	-0.101** (0.00)	0.198** (0.00)	1.00

제2절 회귀분석 결과

<Table 5>는 기관투자자 거래량비율과 발생액의 질의 관계를 모형1에 따라 분석한 결과를 제시한 것이다. 시장위험(BETA), 기업규모위험(SIZE), 성장성위험(BM), 부채비율(DEBT), 손실더미(NED) 등을 통제변수로 회귀모형을 분석하였다.

분석결과 INST_TR에 대한 회귀계수는 0.06($t=8.064$)으로 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 이는 기관투자자 거래비율이 높을수록 발생액의 질이 우수함을 의미한다. 기관투자자 거래량비율이 높은 기업일수록 기관투자자의 감시활동이 증가하여 경영자들의 기회주의적 이익조정 행위를 감소시킴으로써 보다 건전한 회계이익을 제공함을 의미한다.

<Table 5> AQ와 기관투자자 거래량비율 간의 관계

Dependent Variable= AQ						
	전체표본		KOSPI		KOSDAQ	
(상수)	-0.192 (-21.071)	***	-0.139 (-13.980)	***	-0.155 (-9.218)	***
INST_TR	0.060 (8.064)	***	0.036 (5.091)	***	0.066 (3.372)	***
BETA	-0.005 (-2.464)	**	-0.001 (-0.243)		0.001 (0.174)	
SIZE	0.010 (5.690)	***	0.007 (3.685)	***	-0.001 (-0.325)	
BM	0.014 (20.690)	***	0.010 (14.592)	***	0.015 (11.008)	***
DEBT	0.015 (5.575)	***	0.014 (3.530)	***	0.006 (1.516)	
NED	-0.035 (-18.889)	***	-0.028 (-12.181)	***	-0.035 (-12.447)	***
INDUSTRY	YES		YES		YES	
YEAR	YES		YES		YES	
R2	0.172		0.120		0.152	
F-value	138.413		44.833		61.999	

<Table 6>은 기관투자자 거래량비율과 이익지속성의 관계를 모형2에 따라 분석한 결과를 제시한 것이다. INST_TR에 대한 회귀계수가 3.856(t=0.771)으로 통계적으로 유의한 관계를 보이지 않았지만, 코스닥기업을 대상으로 한 분석에서는 회귀계수가 0.875(t=5.482)로 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 코스닥기업에서는 기관투자자 거래량비율이 높을수록 이익지속성이 높은 것을 의미한다.

<Table 6> Persistence와 기관투자자 거래량비율 간의 관계

Dependent Variable= Persistence			
	전체표본	KOSPI	KOSDAQ
(상수)	7.755 (1.273)	20.342 (1.631)	1.183 *** (8.599)
INST_TR	3.856 (0.771)	7.182 (0.821)	0.875 *** (5.482)
BETA	0.737 (0.582)	2.227 (0.793)	-0.059 ** (-2.434)
SIZE	-1.412 (-1.163)	-3.567 (-1.505)	-0.179 *** (-6.451)
BM	-0.917 ** (-1.967)	-1.684 * (-1.922)	-0.282 *** (-25.003)
DEBT	2.229 (1.219)	5.437 (1.114)	0.036 (1.130)
NED	1.091 (0.877)	3.390 (1.189)	0.005 (0.238)
INDUSTRY	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.001	0.002	0.121
F-value	1.584	1.536	47.736

<Table 7>은 기관투자자 거래량비율과 이익유연화의 관계를 모형2에 따라 분석한 결과를 제시한 것이다. INST_TR에 대한 회귀계수가 1.312(t=6.010)로 유의한 양(+)의 관계를 보였고, 이는 기관투자자 거래량비율이 높을수록 이익유연화 현상이 높아지는 것을 나타낸다. 기관투자자 거래비율이 높은 기업은 투자자들의 이익예측가능성을 높이고, 정보위험을 낮추는 방법으로 이익유연화를 선호하여 나타난 결과로 보여진다.

<Table 7> Smoothness와 기관투자자 거래량비율 간의 관계

Dependent Variable= Smoothness			
	전체표본	KOSPI	KOSDAQ
(상수)	-1.604 *** (-6.031)	-1.205 *** (-5.201)	-2.219 *** (-4.132)
INST_TR	1.312 *** (6.010)	1.293 *** (7.952)	2.210 *** (3.548)
BETA	0.078 (1.417)	0.073 (1.396)	0.106 (1.120)
SIZE	-0.038 (-0.712)	-0.073 * (-1.669)	0.031 (0.283)
BM	0.154 *** (7.543)	0.142 *** (8.712)	0.196 *** (4.466)
DEBT	0.218 *** (2.737)	0.278 *** (3.063)	0.217 * (1.748)
NED	-0.747 *** (-13.763)	-0.724 *** (-13.675)	-0.712 *** (-7.913)
INDUSTRY	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.040	0.083	0.031
F-value	(28.876)	(30.102)	(11.715)

<Table 8>은 기관투자자 거래량비율과 이익적시성의 관계를 모형4에 따라 분석한 결과를 제시한 것이다. INST_TR에 대한 회귀계수는 0.318(t=5.557)로 유의한 양(+)의 값을 가진다. 이는 기관투자자 거래비율이 높을수록 이익적시성이 향상되었음을 의미한다. 관투자자 거래비율이 높은 기업일수록 경영자가 경제적 손실을 적시에 인식하여 회계이익에 반영시키는 의사결정을 수행함으로써, 이들 기업의 회계이익에 대한 정보성 및 투명성이 증가하여 주가에 즉각적으로 반영됨을 나타낸다.

<Table 8> Timeliness와 기관투자자 거래량비율 간의 관계

Dependent Variable= Timeliness			
	전체표본	KOSPI	KOSDAQ
(상수)	0.212 *** (3.041)	0.171 * (1.789)	0.257 ** (2.222)
INST_TR	0.318 *** (5.557)	0.294 *** (4.397)	0.684 *** (5.096)
BETA	0.007 (0.508)	0.026 (1.195)	-0.009 (-0.446)
SIZE	-0.018 (-1.323)	-0.015 (-0.823)	-0.023 (-0.974)
BM	0.012 ** (2.296)	0.020 *** (2.994)	-0.002 (-0.263)
DEBT	-0.016 (-0.760)	-0.059 (-1.584)	-0.009 (-0.330)
NED	-0.091 *** (-6.374)	-0.034 (-1.571)	-0.125 *** (-6.473)
INDUSTRY	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.040	0.083	0.031
F-value	28.876	30.102	11.715

<Table 9>는 기관투자자 거래량비율과 보수주의성향의 관계를 모형5에 따라 분석한 결과를 제시한 것이다. INST_TR에 대한 회귀계수는 $-86.136(t=-0.295)$ 로 유의한 값을 보이지 않았다.

<Table 9> Conservatism과 기관투자자 거래량비율 간의 관계

Dependent Variable= Conservatism			
	전체표본	KOSPI	KOSDAQ
(상수)	6.941 (0.020)	211.512 (0.290)	15.123 (0.452)
INST_TR	-86.136 (-0.295)	-123.939 (-0.242)	12.725 (0.328)
BETA	1.507 (0.020)	44.135 (0.269)	-8.943 (-1.509)
SIZE	-9.544 (-0.135)	-57.120 (-0.413)	-4.801 (-0.712)
BM	4.585 (0.168)	2.723 (0.053)	-2.407 (-0.878)
DEBT	60.706 (0.568)	154.921 (0.544)	-6.381 (-0.825)
NED	-77.924 (-1.073)	-145.307 (-0.872)	-7.406 (-1.321)
INDUSTRY	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES
R2	0.000	0.001	0.000
F-value	(0.671)	(0.703)	(1.043)

제6장 결론

최근 우리나라 증권시장에서 기관투자자는 큰 비중을 차지하고 있으며, 그 역할도 중요시되고 있다. 기업에 대한 외부감시체계인 기관투자자는 다수의 지분을 보유하고 있으며, 의결권 행사가 가능해짐에 따라 기업지배구조가 보다 개선될 수 있는 계기를 마련하였다. 기관투자자는 개인투자자에 비해 정보의 수집과 분석능력이 뛰어나며, 효율적 분산투자가 가능한 전문적 투자자라는 특성을 지니고 있다. 또한 기업에 대해 많은 지분을 보유하여 기업경영을 감시할 유인이 크며 적극적으로 감시활동을 수행할 가능성이 높다.

기관투자자의 거래비율이 높은 기업은 기관투자자들의 관심을 받고 있는 투자대상으로 볼 수 있으며, 투자에 대한 손실위험을 제거하기 위해 투자기업의 경영활동을 지속적으로 감시할 것이다. 이러한 투자기업에 대한 관심과 지속적인 감시활동은 경영자로 하여금 좋은 정보를 산출하여 시장에 제공하는 것을 유도할 수 있다. 이러한 측면에서 기관투자자의 거래가 활발한 기업의 경영자들은 투명하고 질적으로 우수한 회계정보를 제공할 가능성이 높다.

본 연구에서는 이를 검증하기 위해 기관투자자의 거래활동이 회계이익의 정보적 속성에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 즉, 기관투자자의 주식거래량비율과 회계이익의 정보적 속성을 나타내는 발생액의 질(AQ), 이익지속성(Persistence), 이익유연화(Smoothness), 적시성(Timeliness), 보수성(Conservatism)과의 관계를 분석하였다.

분석결과는 다음과 같다.

첫째, 기관투자자 거래량비율이 높을수록 발생액의 질이 좋은 것으로 나타났다. 이는 기관투자자 거래량비율이 높은 기업일수록 기관투자자의 감시활동이 증가하여 경영자들의 기회주의적 이익조정 행위를 감소시킴으로써 보다 건전한 회계이익을 제공함을 의미한다.

둘째, 기관투자자 거래량비율과 이익지속성 간의 관계는 유의하게 나타나지 않았지만, 코스닥기업을 대상으로 한 분석에서는 기관투자자 거래량비율이 높을수록 이익지속성이 높은 것으로 나타났다.

셋째, 기관투자자 거래량비율이 높은 기업일수록 이익유연화 경향이 증가하는 것

으로 나타났다. 이는 기관투자자 거래비율이 높은 기업은 투자자들의 이익예측가능성을 높이고, 정보위험을 낮추는 방법으로 이익유연화를 선호하여 나타난 결과로 보여진다.

넷째, 기관투자자 거래량비율과 적시성 간의 관계에서는 거래량비율이 높을수록 적시성이 증가한다는 결과를 보여주었다. 즉, 기관투자자 거래비율이 높은 기업일수록 경영자가 경제적 손실을 적시에 인식하여 회계이익에 반영시키는 의사결정을 수행함으로써, 이들 기업의 회계이익에 대한 정보성 및 투명성이 증가하여 주가에 즉각적으로 반영됨을 나타낸다.

마지막으로, 기관투자자 거래량비율과 보수성 간의 관계는 유의하지 않은 관계를 보였다.

이들 결과를 종합해보면, 전반적으로 기관투자자 거래량비율이 높을수록 이익특성을 개선시키는 것으로 나타났다. 이는 기관투자자의 거래량이 높은 기업들은 이들의 관심대상이 되며, 경영활동에 있어 지속적인 견제와 감시활동이 효과적으로 작용하여, 정보적으로 우수한 속성을 내포한 회계이익을 제공할 유인이 증가한다는 것으로 보여진다. 따라서 한국에서 기관투자자의 외부감시효과로 인해 회계정보에 내재되어 있는 경영자의 기회주의적 행태가 다소 축소되고 있음을 확인할 수 있다.

본 연구의 공헌점은 기관투자자의 거래량을 이용하여 최근까지의 데이터로 분석하였다는 점과 기관투자자의 감시효과를 다양한 이익속성 간의 관계를 비교하였다는 것이다. 기관투자자의 거래량비율이 높은 기업은 경영활동에 있어 지속적인 견제와 감시활동이 효과적으로 작용하여 회계정보유용성이 증가함을 확인하였다. 이로 인하여 시장참여자들의 정보위험이 낮아져 역선택 위험이 감소할 것으로 판단된다.

참고문헌

- 강윤식·윤정화·윤진수. 2014. “기관투자자의 역할과 영향: 한라그룹 유상증자 사례를 중심으로”. 경영교육연구. 29(2) :
- 권영도. 2006. “외국인 및 국내 기관투자자가 이익의 적시성과 보수성에 미친 영향”. 산업경제연구. 19(2) : 603-617
- 권영도. 2007. “이익의 질에 대한 기관투자자의 영향”. 국제회계연구. 19 : 157-173
- 김경순·이진환. 2016. “이익의 질이 회계정보의 가치관련성에 미치는 차별적 효과: 이익특성변수들 간의 비교”. 회계저널. 게재 예정
- 김성우·이기환. 2006. “정보환경, 기업가치 및 기관투자자 소유지분비율의 상호관계”. 한국기업경영학회. 13(1) : 77-95
- 김성우·이기환·이미영. 2012. “의결권행사 허용 이후 국내 기관투자자의 소유지분비율과 기업가치에 관한 연구”. 한국기업경영학회. 19(3) : 235-253
- 김지홍·우용상. 2009. “특수관계자와의 거래가 발생액의 질에 미치는 영향”. 회계정보연구. 27(1) : 133-156
- 남현정·박춘광. 2014. “기업가치에 영향을 미치는 두 가지 측면의 기관투자자 집단”. 금융공학연구. 13(2) : 121-145
- 문상혁·박종국. 2005. “기업지배구조와 이익지속성 및 가치관련성”. 회계정보연구. 23(3) : 1-28
- 박종찬. 2005. “1997년 금융위기 이후 회계제도 개혁에 따른 이익의 적시성과 보수성 변화”. 회계학연구. 30(4) : 1-26
- 배한수·김경화. 2012. “기업지배구조가 발생액 이익조정 및 실제 이익조정에 미치는 영향”. 회계정보연구. 30(2) : 115-146
- 백원선·이수로. 2004. “보수주의, 이익지속성 및 가치평가”. 회계학연구. 29(1) : 1-27
- 서정우·박종일·신재용. 2013. “기업지배구조와 이익유연화에 관한 연구”. 회계학연구. 38(3) : 41-79

- 손성규 · 고재민 · 백혜원. 2009. “발생액의 질의 회계정보 유용성”. 회계정보연구. 27(2) : 273-304
- 이세용. 2009. “발생액의 질과 회계이익의 정보효과”. 세무와회계저널. 10(4) : 9-41
- 이세철. 2012. “이익지속성, 이익유연화 및 재무분석가의 이익 예측정확성”. 재무와 회계정보저널. 12권 (2) : 61-80
- 임학빈 · 최수미. 2009. “이익의 질이 주가이익배수에 미치는 영향: 이익유연화와 조정된 재량적 발생액을 중심으로”. 회계연구. 14(3) : 173-201
- 전영순. 2003. “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자 의사결정과 회계이익의 질 (Quality)”. 경영학연구. 32(4) : 1001-1032
- 전홍민 · 김현희 · 차승민. 2011. “기관투자자가 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향”. 경영학연구. 40(2) : 383-406
- 최현돌 · 윤재원. 2006. “기업지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향”. 회계학연구. 31(4) : 145-174
- 최관 · 백원선. 1999. “유상증자기업의 이익조정에 대한 실증적 연구”. 회계학연구 24(4) : 1-27
- Agrawal, A. and C.R. Knoeber. 1996. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31: 377- 397.
- Ali, A., and P. Zarowin. 1992. The role of earnings levels in annual earning-returns studies. *Journal of Accounting Research* 30: 286-296.
- Allen, F. and Santomero, A. 2001. What do financial intermediaries do?. *Journal of Banking and Finance* 25-2: 271-294.
- Ball, R. and P. Brown. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* 6: 159-178.
- Ball, R., S. Kothari, and P. Robin. 2000. The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 29(February): 1-51.
- Barclay, Michael J. and Clifford G. Holderness. 1989. Negotiated block trades and corporate control. *Unpublished working paper*(University of Rochester. Rochester, NY).

- Barth, M., W. Beaver, and W. Landsman. 1998. Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health. *Journal of Accounting and Economics* 25: 1-34.
- Bartov, E., Radhakrishnan, S., and Krinsky, I. 2000. Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements. *Accounting Review* 75-1: 43-63.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24: 3-37.
- Bhattacharya U., H. Daouk, and M. Welker. 2003. The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review* 78(3): 641-67.
- Black, B. 1998. Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States. *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*.
- Boehmer, E. and Kelley, E.K. 2009. Institutional investors and the informational efficiency of price. *Review of Financial Studies* 22-9: 3563-3594.
- Brickley, J., R. Lease, and C. Smith. 1988. Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics* 20: 267-291.
- Bushman, R., Q. Chen, E. Engel, and A. Smith. 2000. The Sensitivity of Corporate Governance Systems to the Timeliness of Accounting Earnings. *Working paper*. University of North Carolina. Chapel Hill. NC.
- Bushman, R., Q. Chen., E. Engel, and A. Smith. 2004. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics* 37: 139-201.
- Choi, S.K. and J.W. Seo. 2008. Institutional Ownership and Accounting Transparency. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 37: 627-673.
- Chung, R., M. Firth and J. Kim. 2002. Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management. *Journal of Corporate Finance* 8: 29-48.
- Collins, D., M. Pincus, and H. Xie. 1999. Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. *The Accounting Review* 74: 29-61.

- Davis, E.P. and Steil, B. 2001. *Institutional Investors*. MIT Press.
- Dechow, P. and I. Dichev. 2002. The Quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77: 35-59.
- DeLong, J.B, Shleifer, A., Summers, L.H., and Aaldman, R.J. 1990. Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy* 98: 703-738.
- El-Gazzar, S. M. 1998, Predisclosure Information and Institutional Ownership: A Cross-Sectional Examination of Market Revaluations During Earnings Announcement Periods. *The Accounting Review* 73: 119-129.
- Fama, E. and K. French. 1992. The Cross-section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance* 47: 427-465.
- Francis, J., R. LaFond., P. Olsson, and K. Shipper. 2004. Cost of equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review* 79: 967-1010.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Shipper. 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39: 259-327.
- French, K.R. and Rolla, R. 1986. Stock return variances: The arrival of information and the reaction of traders. *Journal of Financial economics* 17-1: 5-26.
- Givoly, D. and C. Hayn. 2000. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and Economics* 29: 287-320.
- Grossman, S. and O. Hart. 1980. Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics* 11: 42-64.
- Hartzell, J. C. and Starks, L. T. 2003. Institutional Investors and Executive Compensation. *Journal of Finance* 58: 2351-2374.
- Hayn, C. 1995. The Information Content of Losses. *Journal of Accounting and Economics* 20: 125-153.
- Healy, P.M. 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-107.
- Hotchkiss, E. S. and D. Strickland. 2003. Does Shareholder Composition Matter Evidence from the Market Reaction to Corporate Earnings

- Announcements? *The Journal of Finance* LVIII(August): 1469-1498.
- Hunt, A., S. Moyer, and T. Shevlin. 2000. Earning volatility, earnings management and equity value. Working paper. University of Washington.
- Impravido, G., Musalem, A.R., and Tressel, T. 2003. The impact of contractual savings institutions on securities markets, World Bank.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal and M. Venkatachalam. 2002. Institutional Ownership and the Extant to which Stock Prices Reflect Future Earnings. *Contemporary Accounting Research* 19: 117-136.
- Kaplan, S. and B. Minton. 1994. Outside' Intervention in Japanese Companies: Its Determinants and Implications for Mangers. Working Paper, National Bureau of Economic Research Inc.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection: An International comparison. *Journal of Financial Economics* 69: 505-527.
- Li, W. and Wang, S.S. 2010. Daily institutional trades and stock price volatility in a retail investor dominated emerging market. *Journal of Financial Markets* 13-4: 448-474.
- Liu, L.Y. and E.Y. Peng. 2006. Institutional Ownership Composition and Accrual Quality. *Working Paper*. California State University.
- Mastumoto, D. 2002. Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises. *The Accounting Review* 77: 483-514.
- McNichols, M. 2002. Discussion of The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77: 61-69.
- Nagel, S. 2005. Short sales, institutional investors and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial economics* 78-2: 277-309
- Parrino, Robert, Richard W. Sias, and Laura T. Starks. 2003. Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced ceo turnover. *Journal of Financial Economics* 68: 3-46.
- Parrino, R., R. Sias, and L. Starks. 2003. Voting With Their Feet: Institutional Ownership Changes around Forced CEO Turnover. *Journal of Financial Economics* 68: 3-46.

- Pope, P. and M. Walker. 1999. International differences in the timeliness, conservatism and classification of earnings. *Journal of Accounting Research* 37: 53-99.
- Prowse, S. 1998. The economics of the private equity market? *Economic Review - the Federal Reserve Bank of Dallas* 21-34.
- Ramakrishnan, R. and R. Thomas. 1998. Valuation of Permanent, Transitory, and Price-Irrelevant Components of Reported Earnings. *Journal of Accounting, and Finance* 13.
- Ronen, J. and S. Sadan. 1981. Smoothing income numbers; Objectives, Means, and implications. Boston, MA: Addison-Wesley Publishing Company.
- Sias, R.W., Starks, L., and Titman, S. 2006. Changes in Institutional Ownership and Stock Returns: Assessment and Methodology. *Journal of Business* 79-6: 2869-2910.
- Sloan, R. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71: 289-316.
- Thomas, J. K. and H. Zhang. 2002. Value-relevant properties of smoothed earnings. Working Paper. Columbia University.
- Trueman, B. and S. Titman. 1988. An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research* 26(Supplement):127-139
- Tucker, J. and P. Zarowin. 2006. Does income smoothing improve earning informativeness. *The Accounting Review* 81: 251-270.
- Utama, S. and W. M. Cready. 1997. Institutional Ownership, Differential Predislosure Precision and Trading Volume at Announcement Dates. *Journal of Accounting and Economics* 24: 129-150.
- Walker, E. and Lefort, F. 2002. Pension Reform and capital markets: Are there any (hard) links? Social Protection Discussion Papers. World Bank.
- Wang, J. 1993. A model of intertemporal asset prices under asymmetric information. *Review of Economics Studies* 60-2: 249-282.
- Watts, R. L. and J.L. Zimmerman. 1978. Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review* 53: 112-134.

Watts, R. L. and J.L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*.
Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Watts R. L. 2003. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and
Implications. *Accounting Horizons* 17(3): 207-221.