

기관투자자의 투자기간이 내부 통제의 효율성에 미치는 영향

윤정선
김유라*

국민대학교 경영대학 부교수
서울시립대학교 경영대학 조교수

요약

기관투자자는 경영진에 대한 감시활동을 통해 기업가치를 높일 수 있는(e.g., Kaplan and Minton, 1994; Chung, Firth, and Kim, 2002) 반면, 기관투자자 또한 자신의 이익을 극대화하기 위하여 경영진의 기회주의적 행위를 방조하거나 회계이익의 질을 낮추도록 유도할 수도 있다(e.g., Agrawal and Knoeber, 1996; Black, 1998; Parrino, Sias, and Starks, 2003). 이러한 결과는 기관투자자가 기업지배구조에 미치는 영향이 기관투자자의 성격이나 투자행태에 따라서 달라질 수 있음을 시사한다. 본 연구는 기관투자자의 투자행태가 재무보고 시 내부통제의 효율성에 미치는 영향을 분석하기 위하여, 기관투자자의 투자기간(Institutional investor horizon)이 내부통제의 취약점(internal control weakness)에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석 결과, 기관투자자의 지분율은 내부통제 취약점 보고의 확률과 건수를 모두 감소시키는 반면, 이와 같은 순기능은 기관투자자의 투자기간이 짧아질 경우에 현저히 약화되는 것으로 나타났다. 본 연구의 분석결과는 기관투자자가 자금운용을 위탁한 최종수익자의 대리인으로 수익자가 단기투자를 선호할 경우 장기적 성과보다는 단기적 성과를 보다 중시할 것이라는 가설에 부합되는 것이다.

주요단어

경영진 규율, 기관투자자, 내부통제, 단기투자, 투자기간

투고일

2014년 10월 20일

수정일

2015년 01월 09일

게재확정일

2015년 01월 21일

* 교신저자. 주소: 130-743, 서울시 동대문구 서울시립대로 163, 서울시립대학교 경영대학; E-mail : yurak0@uos.ac.kr ; 전화: 02-6490-2256.

이 논문은 2014년도 서울시립대학교 교내학술연구비에 의하여 지원되었음. 본 연구에 유익한 논평을 해주신 익명의 심사위원들과 박광우 편집위원장님께 감사드립니다.

Institutional Investor Horizon and Its Influence on the Effectiveness of Internal Control

Jeongsun Yun Associate Professor, School of Business Administration, Kookmin University
Yura Kim* Assistant Professor, School of Business Administration, University of Seoul

Received 20 Oct. 2014
Revised 09 Jan. 2015
Accepted 21 Jan. 2015

Abstract

Institutional investors have increased their presence in financial markets (Gompers and Metrick, 2011), securing positions as dominant players by becoming actively involved in firms' operations. Active institutions influence the board of directors and management, thus bringing about changes in corporate policies, influencing governance, and affecting the quality of financial reporting and corporate disclosure. While some studies have found that institutional investors actively monitor firms' management and mitigate managerial agency problems (e.g., Kaplan and Minton 1994; Chung, Firth, and Kim 2002), other studies have argued that institutional investors seeking to maximize personal benefits influence firm management, prompting managerial opportunism such as earnings management (e.g., Agrawal and Knoeber, 1996; Black, 1998; Parrino, Siasand, and Starks, 2003). Recent papers have focused on the investment horizons of institutional investors, such that long-term institutional ownership improves corporate governance (Lee and Chung, 2012), exhibits less tax avoidance (Khurana and Moser, 2013), and increases investment (Derrien, Kecskés, and Thesmar, 2012). Firms with large portions of transient institutions are more likely to reduce research and development expenditures (Bushee, 1988) and get lower premiums at acquisitions (Gasper

* **Corresponding Author. Address:** School of Business Administration, University of Seoul, 163 Seoulsirpdae-ro, Dongdaemun-gu, Seoul 130-743, Korea; **E-mail:** yurak0@uos.ac.kr; **Tel:** 82-2-6490-2256.

This work was supported by the 2014 Research Fund of the University of Seoul.

et al., 2005). In Korea, domestic institutional investors exhibit short-term trading behavior and fail to contribute to the increase in earnings quality (Cheon, 2003). Likewise, Kwon (2007) classified institutional investors into four types: financial institutions, security companies, insurance companies, and foreign investors. He found that foreign investors and insurance companies improved earnings quality, whereas other local institutional investors tended to focus on short-term profits and did not contribute to the increase in earnings quality. Research has indicated that short-term investors have less incentive to engage in improving a firm's long-term performance, but use their informational advantage to enjoy the personal benefits of short-term stock trading (Park and Song, 2014). Thus, the monitoring role played by institutional investors is closely related to their investment behavior. In this paper, we study the effect of the investment horizons of institutional investors on the effectiveness of internal control systems over financial reporting. Specifically, we examine how the investment horizons of institutional investors effect the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting under Section 404 of the Sarbanes-Oxley ACT of 2002. We measure institutional investors' portfolio turnover using churn rate, as introduced by Gasper et al. (2005), which measures how frequently an institution buys and sells its stocks. Our measure of a firm's investment horizon is the weighted average of the total portfolio churn rates of its institutional investors. We find that institutional investor ownership decreases both the frequency and the number of material weaknesses under the SOX 404. However, this positive relationship is weakened as institutional investors' investment horizon for each firm is short-term. These findings suggest that institutional investors' influence over the effectiveness of internal control is closely dependent on their investment horizons. Our results contribute to the literature that the role of institutional investors in enhancing internal control systems is closely related to institutions' investment horizons.

Keywords Institutional Investors, Internal Control, Investment Horizon, Management Discipline, Material Weakness

I. 서론

기업재무의 대리인 문제에 관한 연구는 기관투자자가 경영진 규율을 통해 내부통제의 효율성을 제고하고 기업의 내재가치증대에 기여할 수 있음을 강조한다(Maug, 1998). 일반적으로 소량의 지분만을 보유한 소액주주들이 규율비용은 집중되는 반면 규율로 인한 이익은 모든 주주들 간에 분산됨으로써 발생하는 무임승차의 문제로 경영진 규율에 소홀한 반면 주로 대규모 지분을 보유한 기관투자자는 규모의 경제로 인해 경영진 감시의 유인이 있기 때문이다(Gugler, Mueller, and Yurtoglu, 2008). 그러나 또 다른 한편으로는 만약 기관투자자가 단기성과를 중시할 경우 경영진 감시 등 기업의 본질적 가치를 높이기보다는 우월한 정보를 바탕으로 단기이익 극대화를 추구하고자 하는 유인이 있을 수 있다(Burns, Kedia, and Lipson, 2010). 즉, 기관투자자에게 자금을 위탁 혹은 투자한 최종수익자가 단기성과를 중시할 경우 기관투자자 또한 단기투자행태를 가질 수밖에 없게 될 것이다. 따라서 기관투자자들이 경영진 규율에 미치는 영향은 최종수익자들이 선호하는 투자기간에 따라 달라지게 될 가능성을 배제할 수 없다.

본 연구는 기관투자자의 내부통제 효율성에 대한 기여가 선호투자기간에 따라 달라지는지를 검증하고자 한다. 내부통제의 효율성 자료로는 엔론 회계부정사건 이후 도입된 Sarbanes-Oxley 법(Sarbanes-Oxley Acts, 이하 SOX)의 Section 404에 따른 내부통제의 취약점(internal control weakness) 보고자료를 활용하였다. SOX는 기업의 회계투명성을 높이고 내부통제 시스템의 효율성을 제고하기 위하여 경영진으로 하여금 내부통제의 중요한 취약점을 확인하게 되면 즉시 공시하도록 규정하고 있다. 분석을 위하여 본 연구에서는 SOX 제404조 규정에 따른 내부통제 취약점보고 여부 및 보고건수가 기관투자자의 지분율과 선호투자기간에 따라 달라지는지를 검증하였다. 본 연구의 특이점은 주로 기관투자자의 지분율이 내부통제의 효율성에 미치는 영향을 검증한 선행연구와는 달리 기관투자자의 선호투자기간을 분석에 포함함으로써 단기 매매차익에 의존하는 기관투자자와 장기투자전략을 유지하는 기관투자자 간에 경영진 규율에 대한 유인의 차이를 반영하였다는 점이다.

Hoitash, Hoitash, and Bedard(2009)는 내부통제 시스템이 효율적인 기업은 SOX 상의 내부통제 취약점이 보고될 가능성이나 보고건수가 감소한다는 것을 발견하였다. 한편, 내부통제 시스템의 효율성에 기관투자자들이 미치는 영향에 대한 연구결과는 긍정적인 결과와 부정적인 결과가 혼재되어 있다. 우선, Chung, Firth, and Kim(2002)는 대량지분을 보유한

기관투자자가 경영진 규율활동을 통해 회계적 이익조정을 효과적으로 감시할 수 있다고 주장하였다. 반면, Burns et al.(2010)을 단기투자행태를 갖는 기관투자자들은 주가가 단기간에 상승할 수 있도록 경영진에게 영향을 미치며 이로 인해 회계정보의 질이 저하되고 지배구조가 부정적 영향을 받을 수 있다고 주장하였다.

본 연구에서는 기관투자자의 지분율은 내부통제 취약점의 보고가능성이나 보고건수에 부(-)의 영향을 미칠 것이라고 기대한다. 이와 같은 예측은 기관투자자의 경영진 규율 및 감시기능으로 인해 내부통제 시스템이 개선될 것이라는 주장을 반영한 것이다. 한편, 선호 투자기간이 짧은 기관투자자는 경영진 규율에 대한 유인이 높지 않으므로 기관투자자의 투자기간이 길어질수록 내부통제 취약점의 보고가능성이나 보고건수가 감소할 것이라고 기대한다.

실증분석 결과, 본 연구에서는 기관투자자가 내부통제의 효율성 강화에 기여하며 특히 기여 정도는 선호투자기간이 길수록 더 클 것이라는 가설에 부합되는 결과를 발견하였다. 우선 일반적으로 기관투자자의 지분보유는 내부통제의 취약점을 감소시키는 것으로 분석되었다. 그러나 이와 같은 기관투자자의 순기능은 기관투자자의 매매회전율이 증가할 경우에는 약화되는 것으로 분석되었다. 이와 같은 분석결과는 외부감사의 질적 변수를 통제한 이후에도 동일하게 나타났다.

본 논문은 다음과 같이 구성되었다. 제 II장에서는 선행연구를 소개하고 가설을 설정하였다. 제 III장에서는 실증분석에 사용된 표본 및 변수에 대하여 설명하였다. 제 IV장에서는 변수의 기초 통계량과 실증분석 결과를 제시하였다. 제 V장은 결론을 제시하고 논문을 마무리하였다.

II. 선행연구 및 가설 설정

1. 선행연구

1.1 내부통제의 효율성에 관한 연구

Beneish, Billings, and Hodder(2008)는 내부통제의 취약점을 공시하는 기업들이 이익의 질이 낮다는 것을 발견하였다. Ashbaugh-Skaife, Collins, and Kinney(2008)는 SOX 상의 내부통제 취약성 보고에 관한 실증분석에서 전년도에 보고된 내부통제 취약점을 차년도에

개선한 기업은 개선하지 않은 기업에 비해 발생액의 질이 증가하는 경향이 있음을 발견하였다. Hoitash et al.(2009)와 Krishnan and Visvanathan(2007)은 이사회 독립성이나 사외 이사의 비율 등 이사회 특성과 감사인의 수 및 참여도 등 감사위원회의 특성이 취약점 보고에 큰 영향을 미칠 것이라고 주장하였다. 한편, Shleifer and Vishny(1989)와 Warther (1998)는 이사회 등 내부통제 시스템은 실질적으로 경영진에 비하여 정보의 질이 낮으며 경영진의 지배하에 놓여 있어 경영진 감시라는 제 기능을 발휘하지 못할 수 있다고 주장하였다.

양대천, 최정미, 변윤정(2011)은 국내 상장기업을 대상으로 분석한 결과 내부회계관리제도의 취약점을 공시한 기업과 실제이익조정 간에 정(+)의 관계가 있다는 것을 발견하였다. 강정기, 시호영(2011)은 취약점 공시는 투자자로 하여금 회계정보에 대한 불신을 가져오며 따라서 자본비용이 증가할 수 있다고 주장하였다.

1.2 기관투자자와 내부통제 시스템

Burkart, Gromb, and Panunzi(1998)는 소액투자자들은 무임승차의 문제로 인해 정보 수집이나 경영진 감시에 소홀한 반면 대량지분을 보유한 투자자는 경영자의 기회주의적 행위로부터 자신의 이익을 보호하기 위하여 경영자를 감시하려는 강한 유인을 갖게 된다고 주장하였다. Maug(1998)는 기관투자자는 주로 대량지분을 보유하고 있어 자본시장의 유동성이 매우 높지 않을 경우에는 단기 매매를 통한 차익실현보다는 경영진 규율을 통한 장기 성과의 극대화를 추구하는 것이 합리적이라는 것을 보였다. Chung et al.(2002)는 기관 투자자는 경영진으로 하여금 주주이익에 부합되는 회계정책을 선택하도록 감시하고 사적 이익을 추구하는 행위를 통제하는 등 경영진 규율 기능이 있다고 주장하였다. Bhagat and Black(1997)은 기관투자자가 경영진으로 하여금 이사회 독립성을 강화하도록 함으로써 내부통제 시스템의 효율성을 개선할 수 있다고 주장하였다.

반면, Matsumoto(2002)와 Liu and Peng(2006)는 기관투자자들이 경영자의 회계적 이익조정을 효과적으로 억제하지 못한다고 주장하였다. Bushee(1998)와 Gillan and Starks (2000)는 기관투자자는 자금운용을 위탁 받은 대리인에 지나지 않으므로 경영진 규율에 있어서도 자금의 주인인 위탁자의 이익을 대변해야 한다는 한계점을 지적하였다. 즉, 수익자가 단기투자를 선호하는 은행, 헤지펀드 등은 장기적 성과보다는 단기적 성과를 보다 중시할 수도 있다는 것이다. Agrawal and Knoeber(1996), Black(1998), 그리고 Parrino, Sias, and Starks(2003) 등은 기관투자자가 자신의 이익을 극대화하기 위하여 경영진 규율을 소홀히 하고, 기회주의적 행위를 방조할 수도 있다고 주장하였다.

국내연구로는 전영순(2003)이 외국인 투자자의 지분이 높은 기업일수록 이익의 질이 증가한다는 것을 발견하였다. 그러나, 국내 기관투자자의 경우는 회계이익의 질을 중요하게 생각하지 않는 반면, 주식수익률이 높은 기업을 식별하여 투자하는 단기적인 투자행태를 보이는 것으로 보고하였다. 박태준, 송교직(2014)은 기관투자자들이 애널리스트 투자의견 변경 정보를 사전에 수집하고 정보와 동일한 방향으로 거래에 임한다는 것을 발견하였다. 이는 국내 기관투자자들이 단기적 정보우위를 장기적 관점의 기업가치 극대화보다는 단기적 수익률 제고를 위한 거래에 활용하는 경향이 있다는 것을 시사한다. 권영도(2007)는 국내 기업의 이익의 적시성에 관한 연구에서 장기투자행태를 보이는 보험회사만이 이익의 적시성에 기여하고 있다는 것을 발견하였다. 이는 장기적인 관점에서 투자수익을 추구하지 않는 기관투자자는 경영진에 대한 감시활동에 적극적이지 않을 수 있음을 의미한다.

2. 가설설정

본 연구는 기관투자자가 내부통제의 효율성에 미치는 영향을 기관투자자의 지분율과 투자기간을 동시에 고려하여 분석하였다. 본 연구의 종속변수인 내부통제의 효율성을 나타내는 지표로 SOX 제404조에 따른 내부통제 취약점 공시여부(internal control material weakness disclosure) 및 공시건수를 활용하였다. Sarbanes and Oxley Acts(SOX)는 2001년 미국의 엔론 등 다수 기업의 회계부정이 적발되면서 내부통제 시스템을 제도적으로 보완하기 위하여 제정되었다. SOX를 도입한 궁극적인 목적은 경영진과 외부감사인의 책임을 강화하여 자본 시장의 신뢰성을 확보하고 재무제표의 투명성을 높이는 것이다. 특히 SOX 제404조 재무보고에 대한 내부통제규정은 회사의 재무보고에 관한 내부통제체제를 구축, 운영 할 책임이 경영진에게 있으며, 매년도 말 기업의 재무보고시 내부통제에 대한 효율성을 경영진이 직접 평가 하고 인증한 후 이를 공시하고, 내부통제 시스템에 대해 외부감사인의 평가를 받도록 규정 하고 있다.

기관투자자의 지분율은 기업의 전체주식 중 기관투자자들이 보유한 주식의 비중을 사용하였다. 기관투자자의 투자기간을 나타내는 변수로는 기관투자자의 매매회전율을 사용하였다. 실증분석을 위하여 우선 로짓모형을 이용하여 기관투자자의 지분율과 투자기간이 공시가능성에 영향을 미치는지를 분석하였다. 또한 기관투자자의 지분율과 투자기간이 내부통제

취약점의 공시건수에 영향을 미치는지도 추가로 분석하였다.

경영진 규율의 무임승차에 관한 연구는 소액투자자들이 경영진 규율에 대한 유인이 부족한 반면, 기관투자자는 투자규모가 크고 유동성 위협에 취약하여 경영진 감시에 대한 무임승차의 유인이 완화될 것임을 강조하고 있다. 이는 기관투자자의 지분율이 높은 기업일수록 내부통제의 효율성이 더 증가할 수 있음을 시사한다. 따라서 본 연구에서는 대량지분을 보유한 기관 투자자들이 경영진 규율을 통해 내부통제 시스템의 비효율성을 보완함으로써 내부통제 취약점이 보고될 가능성이 낮아지고 보고건수 또한 감소할 것이라고 기대한다.

H1: 기관투자자의 지분율이 높은 기업은 내부통제 취약점 보고의 확률과 보고건수가 감소할 것이다.

한편, Bushee(1998)와 Gillan and Starks(2000)는 만약 기관투자자의 고객인 최종수익자가 단기성과를 중시할 경우 기관투자자 또한 장기적 성과보다는 단기적 성과를 더 중시하게 될 것이라고 주장하였다. 따라서 단기투자를 선호하는 기관투자자는 단기성과를 극대화하기 위하여 경영자의 기회주의적 행위를 묵인하거나 주가가 단기간에 상승할 수 있도록 경영진에게 영향력을 행사함으로써 오히려 회계정보의 질을 악화시킬 가능성을 배제할 수 없을 것이다. 본 연구에서는 기업지배구조에 영향을 미치는 기관투자자의 감시활동의 효율성이 기관투자자의 투자기간에 따라서 달라질 수 있음을 반영하여 다음과 같은 가설을 추가하였다.

H2: 장기적 관점의 기관투자자의 비중이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 내부통제 취약점에 대한 보고의 가능성이 낮고 보고건수 또한 감소할 것이다.

Ⅲ. 표본 및 연구설계

1. 표본 구성

본 연구는 실증분석을 위하여 Audit Analytics의 SOX 제 404조에 의한 내부통제상의

중요한 취약점 보고 자료 및 외부감사에 관한 정보를 수집하였다. 우선보고기업(accelerated filers)은 2004년 이후부터 SOX 404조에 의거하여 내부통제의 효율성을 스스로 평가하고 공시하며 나아가서 외부감사로부터 평가를 받아 이를 SEC에 보고하여야 한다. 또한 2008년 이후부터는 비우선보고기업(non-accelerated filers)들도 내부통제상 중요 취약점 보고를 제출하여야 한다. 기업재무 관련자료는 Compustat 데이터베이스에서 수집하였고, 기관투자자의 지분을 및 투자기간에 관한 자료는 톰슨로이터의 기관투자자 지분보유현황자료를 활용하였다. 재무자료누락 기업, 내부통제 자료를 얻을 수 없는 기업, 그리고 기관투자자의 투자기간을 확인할 수 없는 기업들은 표본에서 제외하였다. 또한, 표본기업의 동질성을 위하여 금융기업과 정부규제기업은 분석대상에서 제외하였다.

최종표본은 2004년부터 2012년까지 4,315개 기업의 총 20,676의 관측치로 구성되었다. 이중 외부감사 관련 변수가 있는 기업들만을 고려할 경우 동 기간 동안 3,578개 기업 17,540개의 관측치를 포함하고 있다. <표 1>은 본 연구에서 사용된 자료의 표본을 연도별로 제시하고

〈표 1〉 표본 구성

패널 A : 연도별 내부통제 취약점 보고

연도	비보고	보고	합계
2004	1,101	187	1,288
2005	1,720	235	1,955
2006	1,842	189	2,031
2007	2,138	227	2,365
2008	2,546	178	2,724
2009	2,545	135	2,680
2010	2,509	118	2,627
2011	2,506	125	2,631
2012	2,250	125	2,375
합계	19,157	1,519	20,676

패널 B : 연도별 내부통제 취약점 보고건수

연도	0	1	2	3	4	5	> 5	합계
2004	1,101	1,101	88	37	21	10	9	1,288
2005	1,720	1,720	117	52	26	11	11	1,955
2006	1,842	1,842	104	37	13	12	6	2,031
2007	2,138	2,138	103	51	32	14	10	2,365
2008	2,546	2,546	80	55	22	3	8	2,724
2009	2,545	2,545	65	30	14	12	6	2,680
2010	2,509	2,509	55	32	15	5	4	2,627
2011	2,506	2,505	69	28	17	3	6	2,631
2012	2,250	2,248	71	31	14	4	5	2,375
합계	19,157	754	355	174	74	65	104	20,676

있다. 패널 A는 내부통제 취약점이 하나라도 보고된 관측치를 연도별로 제시하고 있다. 총 20,695개의 관측치 중 취약점이 있는 것으로 보고된 관측치는 1,519개이며, 내부통제상의 취약점 공시는 전체적으로 감소하고 있는 추세인 것으로 나타났다. 패널 B는 연도별로 취약점 보고건수 별 관측치를 보여주고 있다. 취약점이 있는 것으로 보고된 관측치 중 단일취약점을 보고한 관측치는 총 754개이며 취약점의 개수가 증가할수록 관측치는 감소하였지만 5개 이상의 취약점을 보고한 관측치도 104개에 이르는 것으로 나타났다.

2. 연구모형

본 연구에서는 기관투자자의 감시활동이 내부통제상의 취약점 보고에 미치는 영향을 기관투자자의 지분율과 투자기간을 고려하여 분석하였다. 실증분석에 사용된 종속변수는 내부통제상의 취약점 보고여부(MW)와 내부통제상의 취약점 건수(Number MW)를 활용하였다. MW는 기업이 당해년도에 취약점을 공시할 경우 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수이며, Number MW는 내부통제 취약점 건수를 나타낸다. 따라서 MW가 종속변수일 경우에는 로지스틱 회귀분석을 실시하였으며 Number MW가 종속변수일 경우에는 OLS 회귀분석을 실시하였다.¹⁾

기관투자자 지분율은 총 주식수 대비 기관투자자가 보유한 주식의 비율로 계산하였다. 한편, 기관투자자의 투자기간지표로는 Gasper, Massa, and Matos(2005)에서와 같이 이동률(Churn rate)을 활용하여 계산한 매매회전율(Turnover)을 이용하였다. 먼저, 이동률은 기관투자자가 보유주식을 얼마나 자주 매매하는지를 나타내는 지표로 다음과 같이 계산된다.

$$CR_{i,t} = \frac{\sum_{j \in Q_i} |N_{j,i,t} P_{j,i,t-1} P_{j,t-1} - N_{j,i,t-1} \Delta P_{j,t}|}{\sum_{j \in Q_i} \frac{N_{j,i,t} P_{j,t} + N_{j,i,t-1} P_{j,t-1}}{2}},$$

위 식에서 Q_i 는 기관투자자 i 가 보유한 주식의 집합, $P_{j,t}$ 는 주식 j 의 t 시점에서의 가격, 그리고 $N_{j,it}$ 는 기관투자자 i 가 t 시점에 보유한 주식 j 의 수량을 각각 나타낸다. Gasper et al.(2013)은 포트폴리오의 변화가 잦은 투자자일수록 개별주식에 대한 이동률이 높고, 이와

1) OLS 대신 순차로지스틱회귀분석(ordered logistic regression)을 사용하여도 계수의 방향성이나 유의성에는 변함이 없다.

같은 기관투자자는 단기 투자자로 구분될 수 있다고 주장하였다. 반면 장기투자자는 상당기간 동안 포트폴리오의 구성에 변화가 없거나 작을 것이므로 개별주식에 대한 이동률이 낮을 것이다.

기업 k 에 투자한 기관투자자 집합 S 에 대하여 기관투자자의 매매회전율을 다음과 같이 계산하였다.

$$Turnover_k = \sum_{i \in S} W_{k,i,t} \left[\sum_{r=1}^4 CR_{i,t-r+1} \right],$$

$W_{k,i,t}$ 는 t 분기에 이 기업에 투자한 기관투자자의 지분 대비 투자자 i 가 보유한 지분을 나타낸다. 따라서 매매회전율은 이 기업에 투자한 투자자들의 4분기 동안의 가중평균이동률을 나타낸다. 특히 이동률이 높은 단기 기관투자자가 주식을 많이 보유한 기업일수록 해당 기업의 매매회전율은 높게 나타날 것이다.

한편, 외부감사의 특성들이 내부통제상의 문제점을 발견하는데 영향을 미칠 수 있다는 점을 고려하여 감사를 맡은 법인의 규모 등 외부감사의 다양한 특성들을 통제변수로 분석에 포함하였다. Ge and McVay(2005)와 Bedard, Hoitash, and Hoitash(2009)는 상위 4개 법인을 외부감사로 선임할 경우 내부통제 취약점을 보고할 가능성이 증가한다는 것을 발견하였다. 따라서 본 연구에서는 상위 4개 법인 더미변수(BIG4)를 분석에 포함하였다. BIG4는 감사법인의 규모가 상위 4개사에 포함되면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖도록 정의하였다. Foster, Ornstein, and Shastri(2007)와 Lin et al.(2011) 등은 내부통제 취약점이 있는 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 더 높은 감사수수료를 지급한다는 것을 발견하였으며 이는 감사의 노력에 대한 대가일 수 있다고 주장하였다. 따라서 본 연구에서는 이와 같은 효과를 통제하기 위하여 감사수수료(AUDIT_FEE)를 분석에 포함하였다. 또한 감사수수료가 감사법인의 규모와 관련이 있을 수 있음을 고려하여 감사법인의 규모를 동시에 포함하였다. 감사법인규모(AUDITOR_SIZE)는 해당 기업의 감사보수에 로그를 취한 값으로 정의하였다. 이외에도 감사인 변경 더미변수(AUDITOR_CHG), 감사인 전문성(AUDITOR_SPECIAL), 감사재임기간(AUDITOR_TENURE)을 추가적인 통제변수로 활용하였다.

AUDITOR_CHG는 외부감사인인 변경될 경우 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 것으로 정의하였다. AUDITOR_SPECIAL은 감사가 감사대상 기업의 산업에 전문성이 있을 경우 1,

그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수이다. 본 논문의 부록에는 분석에 포함된 변수의 정의와 상세한 설명을 포함한 표를 첨부하였다.

〈표 2〉 변수의 정의

변수명	정의
MW	기업이 당해 연도에 내부통제상의 중요한 취약점(material weakness)을 공시하였으면 1 아니면 0인 더미변수
Number MW	내부통제 취약점 건수
Inst. Own	총 주식수 대비 기관투자자가 보유한 지분율
Turnover	해당기업의 기관투자자들의 가중 평균한 매매회전율
Firm Size	총 자산의 자연로그 값
ROA	총 자산 순이익률
Sales Growth	전 연도 대비 매출 성장률
Leverage	총 자산 대비 총 부채 비율
Market-to-Book	장부가치 대비 시장가치 비율
Big4	외부감사인이 Big4 회계법인이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수
Auditor Turnover	외부감사인이 변경되었으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수
Auditor Tenure	감사재임기간
AUDITOR_SIZE	감사보수의 자연로그 값
AUDITOR_SPECIAL	외부감사인이 해당기업이 속한 산업의 감사비중이 가장 크면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

그 외 기업의 특성을 나타내는 통제변수로는 Firm Size(총 자산의 자연로그값), ROA(총 자산 순이익률), Sales Growth(전년 대비 매출 성장률), Leverage(총 자산 대비 총 부채 비율), Market-to-Book(장부가치대비 시장가치 비율)을 분석에 포함하였다.

실증분석을 위한 모형으로는 내부통제상의 중요한 취약점 보고 및 취약점 건수를 종속변수로 하는 로짓모형과 OLS 모형을 각각 사용하였고 설명변수 및 통제변수 이외에 산업더미와 연도더미를 포함하였다.

$$\begin{aligned}
 MW(\text{Number } MW) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Inst. Own} + \alpha_2 \sum \text{firm characteristics} \\
 & + \alpha_3 \sum \text{auditor characteristics} \\
 & + \alpha_4 \sum \text{industry dummy} \\
 & + \alpha_5 \sum \text{year dummy} + \epsilon,
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
MW(\text{Number } MW) &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{Inst. Own} + \alpha_2 \text{Turnover} & (2) \\
&+ \alpha_3 \sum \text{firm characteristics} \\
&+ \alpha_4 \sum \text{auditor characteristics} \\
&+ \alpha_5 \sum \text{industry dummy} \\
&+ \alpha_6 \sum \text{year dummy} + \epsilon,
\end{aligned}$$

식 (1)은 선행연구들의 주요 분석대상이었던 기관투자자의 지분율이 내부통제상의 중요한 취약점 보고에 미치는 영향을 분석하고자 하는 모형이다. 반면, 모형 (2)는 본 연구에서 제시하는 바와 같이 기관투자자지분율(Inst. Own)과 투자기간을 동시에 고려한 모형이다. Auditor characteristics는 분석에 고려한 외부감사의 특성변수들을, Firm characteristics는 기업의 특성을 나타내는 통제변수들을 각각 나타낸다. 만약 가설 1에서와 같이 기관투자자가 내부통제의 효율성에 긍정적인 역할을 한다면 기관투자자의 지분율에 대한 계수는 부(-)의 값을 가질 것으로 기대한다. 또한 가설 2에서와 같이 장기투자를 선호하는 기관투자자의 경영진 유인이 단기투자를 선호하는 기관투자자보다 더 강하다면 매매회전율에 대한 계수는 정(+)의 값을 가질 것이다. 기관투자자의 투자 전망이 기업의 내부통제의 효율성에 미치는 영향을 분석하기 위해서, 본 연구에서는 전체 표본을 기관투자자의 매매회전율에 따라 각각 25%씩 4개의 그룹으로 나누어 위의 식 (1)과 식 (2)를 회귀 분석하였다.

IV. 분석 결과

1. 기초 통계량

〈표 3〉은 본 연구에 사용된 주요변수의 기술통계를 제시하고 있다. 변수들은 극단치의 영향을 완화하기 위하여, 상위 및 하위 1%를 분석에서 제외하였다. 패널 A에서는 분석대상 변수의 평균과 중위수, 25분위수, 75분위수를 각각 보여주고 있다. 전체 샘플 중에 내부회계 관리제도의 취약점을 보고를 나타내는 MW의 평균값은 7.7%로 나타났다. 기관투자자의

〈표 3〉 기술통계량

패널 A : 전체 표본	평균			중위수			P75		
	변수명	P25	P50	P25	P50	P75	P25	P50	P75
MW		0.077		0		0			0
Number MW		0.189		0		0			0
Inst. Own		0.526		0.251		0.571			0.799
Turnover		0.213		0.145		0.167			0.268
Firm Size		5.929		4.543		5.803			7.230
ROA		-0.014		-0.047		0.035			0.088
Sales Growth		0.142		-0.049		0.068			0.207
Leverage		0.193		0.001		0.136			0.308
Market-to-Book		2.860		1.097		1.878			3.346
Big4		0.648		0		1			1
Auditor Turnover		0.062		0		0			0
Auditor Tenure		10.391		5		8			14
Audit Size		13.925		13.218		13.851			14.546
Auditor Special		0.213		0		0			0

패널 B : 장단기 기관투자자간 비교

변수명	단기 기관투자자(ST Institutions)			장기기관투자자(LT Institutions)			그룹간의 차이		
	Mean	P25	P50	P25	P50	P75	Mean (t-stat)	Median (z-stat)	
MW	n0.089	0	0	0	0	0	4.53***	4.53***	
Number MW	0.234	0	0	0	0	0	5.00***	4.53***	
Inst. Own	0.512	0.236	0.540	0.267	0.600	0.808	4.49***	4.40***	
Firm Size	5.730	4.497	5.634	4.611	5.989	7.466	10.41***	8.72***	
ROA	-0.036	-0.089	0.022	-0.010	0.045	0.090	9.60***	10.77***	
Sales Growth	0.167	-0.096	0.064	-0.019	0.070	0.168	5.28***	0.52***	
Leverage	0.194	0	0.117	0.008	0.150	0.296	0.6	3.52***	
Market-to-Book	2.970	1.112	1.982	1.081	1.795	3.102	2.35	4.36***	
Big4	0.651	0	1	0	1	0	0.75	0.75	
Auditor Turnover	0.076	0	0	0	0	0	5.88***	5.87***	
Auditor Tenure	8.785	4	7	6	10	16	21.42***	20.14***	
Audit Size	13.799	13.164	13.777	13.280	13.926	14.709	10.69***	8.68	
Auditor Special	0.214	0	0	0	0	0	0.39	0.39	

주 : 1) . . . 는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측검정)에서 유의함을 나타냄.
 2) 변수 정의는 〈표 2〉를 참고.

〈표 4〉 변수간의 상관관계

변수명	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
MW	1												
Number MW	0.708 [#]	1											
Turnover	0.053 [#]	0.054 [#]	1										
Firm Size	-0.127 [#]	-0.078 [#]	-0.132 [#]	1									
ROA	-0.083 [#]	-0.073 [#]	-0.118 [#]	0.317 [#]	1								
Sales Growth	0.027 [#]	0.032 [#]	0.040 [#]	-0.037 [#]	-0.006	1							
Leverage	0.015 [†]	0.033 [#]	-0.002	0.287 [#]	-0.09 [#]	-0.001	1						
Market-to-Book	-0.020 [#]	-0.012 [†]	0.007	-0.058 [†]	0.049 [#]	0.101 [#]	-0.088 [#]	1					
Big4	-0.117 [#]	-0.073 [#]	-0.069 [#]	0.552 [#]	0.154 [#]	-0.015 [†]	0.106 [#]	0.047 [#]	1				
Auditor Turnover	0.109 [#]	0.082 [#]	0.050 [#]	-0.103 [#]	-0.035 [#]	0.019 [#]	-0.021 [#]	-0.009	-0.155 [#]	1			
Auditor Tenure	-0.107 [#]	-0.083 [#]	-0.142 [#]	0.309 [#]	0.12 [#]	-0.107 [#]	0.023 [#]	0.01	0.270 [#]	-0.255 [#]	1		
Audit Size	0.024 [#]	0.065 [#]	-0.112 [#]	0.801 [#]	0.145 [#]	-0.121 [#]	0.206 [#]	-0.089 [#]	0.382 [#]	-0.104 [#]	0.294 ^{†*}	1	
Auditor Special	-0.043 [#]	-0.029 [#]	-0.009	0.217 [#]	0.044 [#]	-0.005	0.033 [#]	0.006	0.272 [#]	-0.055 [#]	0.099 ^{†*}	0.176 [#]	1

주 : 1) [†], ^{*} #은 각각 10%, 5%, 1% 수준(양측검정)에서 유의함을 나타냄.
 2) 변수 정의는 〈표 2〉를 참고.

지분율의 평균과 중간값은 각각 52.6%와 57.1%이며, 매매회전율은 평균값과 중위수는 각각 21.3%와 16.7%이다. 기업의 통제변수 중에, Sales Growth와 Leverage의 평균은 각각 14.2%와 19.3%로 나타났다. 패널 B는 기관투자자의 매매회전율을 기준으로 하여 4개의 그룹으로 나눈 후, 매매회전율이 가장 낮은 하위 25%인 그룹과 가장 높은 상위 25%인 그룹 간의 주요 변수의 기술통계의 차이를 보여주고 있다. 평균 매매회전율이 가장 높은 기관투자자 등이 있는 기업의 경우, 기관투자자들의 투자전망은 단기적이며, 반대로 평균 매매회전율이 가장 낮은 기관투자자가 속한 기업들이 있는 그룹의 경우는 기관투자자들은 기업의 감시에 적극적이며 장기적인 투자 성향을 보여준다. 마지막 열에서는 두 그룹간 평균과 중위수의 차이가 통계적으로 유의한지를 분석한 결과를 보여주고 있다. 단기 기관투자자 그룹의 평균 취약점 보고는 8.9%인 반면 장기기관투자자 그룹의 평균 취약점보고는 통계적으로 유의하게 낮은 6.6%로 나타났다. 평균 취약점 보고건수 또한 단기 기관투자자 그룹과 장기기관투자자 그룹간이 각각 23.4%와 14.4%로, 그룹간에 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있다. 분석 결과 다른 변수들도 두 그룹간 유의한 차이를 보이는 것으로 나타났다.

구체적으로는 장기투자자 그룹에 지하여 단기 투자자 그룹의 경우, 회사의 규모는 작고 수익성이 낮으며 성장성이 높고 부채비율이 높으며 장부가치에 비하여 높은 시장가치를 가지고 있음을 알 수 있다.

〈표 4〉는 분석대상변수들간의 상관관계 분석 결과를 보여주고 있다. 분석 결과에 따르면 Firm Size는 Auditor Size 그리고 Big4와 높은 정(+)의 상관관계를 보이지만, 나머지 변수들 사이에서는 높은 상관관계가 발견되지 않았다.

2. 실증분석 결과

〈표 5〉는 식 (1)을 분석한 결과이며 〈표 6〉는 식 (2)를 분석한 결과이다. 〈표 4〉에서는 내부통제의 효율성이 기관투자자의 지분율에 영향을 받는지를 분석한 결과이며, 〈표 5〉는 기관투자자의 지분율을 통제한 후, 기관투자자의 장단기 투자전망을 나타내는 변수인 매매회전율에 내부통제의 효율성에 영향을 끼치는지를 분석한 결과를 보여주고 있다. 모형 (1)과 모형 (2)는 내부통제 취약점 보고가능성이 기관투자자의 지분율에 따라 달라지는지를 로짓모형을 통해 각각 외부감사인의 특성을 고려하지 않은 모형과 고려한 모형으로 분석한 결과

이다. 분석 결과를 보면 외부감사인의 특성 고려여부와 관계없이 기관투자자의 지분율은 내부통제 취약점 보고가능성에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기관투자자의 지분율이 증가할수록 내부통제 취약점을 보고할 가능성이 감소한다는 것을 의미한다.

〈표 5〉 기관투자자 지분율과 취약점 보고(보고건수)의 관계에 대한 분석

내부통제의 효율성이 기관투자자의 지분율에 영향을 받는지를 분석한 결과이다. 분석 결과, 외부감사인의 특성 고려여부와 관계없이 기관투자자의 지분율은 내부통제 취약점 보고가능성 및 보고건수에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

변수명	종속변수			
	MW		Number_MW	
	Logit		OLS	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Inst. Own	-1.145*** [-6.80]	-0.915*** [-4.67]	-0.283*** [-6.51]	-0.263*** [-5.09]
Firm Size	-0.207*** [-7.53]	-0.901*** [-16.13]	-0.014** [-2.33]	-0.156*** [-9.11]
ROA	-0.490*** [-3.36]	-0.11 [-0.549]	-0.201*** [-4.22]	-0.054 [-1.27]
Sales Growth	0.149*** [2.90]	0.097 [1.33]	0.057*** [2.76]	0.030* [1.90]
Leverage	0.768*** [4.64]	0.607*** [3.00]	0.198*** [3.86]	0.160*** [2.99]
Market-to-Book	-0.021*** [-3.13]	-0.025*** [-3.21]	-0.002 [-1.30]	-0.004** [-2.53]
Big4		-0.604*** [-5.41]		-0.092*** [-3.99]
Auditor Turnover		0.837*** [7.20]		0.219*** [5.86]
Auditor Tenure		-0.026*** [-3.97]		-0.003*** [-2.93]
Audit Size		1.470*** [17.38]		0.297*** [8.12]
Audit Special		-0.119 [-1.21]		-0.023 [-1.37]
Year dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind. dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.571*** [-3.16]	-15.898*** [-16.84]	0.438*** [10.16]	-2.614*** [-6.94]
Observations	20,676	17,540	20,676	17,540
R-squared			0.027	0.070
Log likelihood	-5008	-3376		
Chi2	628.4	942.5		

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측검정)에서 유의함.

2) 변수 정의는 〈표 2〉를 참고.

모형 (3)과 모형 (4)는 내부통제 취약점 보고 건수가 기관투자자의 지분율에 따라 달라지는지를 선형회귀모형을 통해 마찬가지로 외부감사인의 특성을 고려하지 않은 모형과 고려한

모형으로 분석한 결과이다. 분석 결과 기관투자자의 지분율은 내부통제 취약점 보고건수에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기관투자자의 지분율이 증가할수록 내부통제 취약점의 보고건수가 감소한다는 것을 의미한다. 이와 같은 분석결과는 기관투자자의 경영진 규율로 인해 내부통제의 효율성이 높아질 것이라는 본 연구의 가설 1에 부합되는 것이다.

〈표 6〉 기관투자자의 매매회전율과 취약점 보고(보고건수)의 관계에 대한 분석

내부통제의 효율성이 기관투자자의 지분율 및 매매회전율에 영향을 받는지 분석한 결과이다. 분석 결과를 보면 외부감사인의 특성 고려여부와 관계없이 기관투자자의 지분율은 내부통제 취약점 보고가능성에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면 기관투자자 매매회전율의 계수는 모든 모형에서 유의한 정(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다.

변수명	종속변수			
	MW		Number MW	
	Logit		OLS	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Inst. Own	-1.108*** [-6.62]	-0.882*** [-4.55]	-0.274*** [-6.43]	-0.255*** [-5.03]
Turnover	1.230*** [2.78]	2.512*** [3.24]	0.506*** [3.13]	0.563** [2.44]
Firm Size	-0.206*** [-7.48]	-0.893*** [-16.09]	-0.014** [-2.19]	-0.154*** [-9.17]
ROA	-0.463*** [-3.19]	-0.119 [-0.62]	-0.192*** [-4.02]	-0.051 [-1.22]
Sales Growth	0.138*** [2.69]	0.082 [1.13]	0.052** [2.53]	0.025 [1.59]
Leverage	0.761*** [4.61]	0.594*** [3.02]	0.193*** [3.81]	0.156*** [2.95]
Market-to-Book	-0.021*** [-3.09]	-0.025*** [-3.22]	-0.002 [-1.31]	-0.004** [-2.55]
Big4		-0.618*** [-5.53]		-0.096*** [-4.14]
Auditor Turnover		0.849*** [7.32]		0.219*** [5.86]
Auditor Tenure		-0.024*** [-3.64]		-0.003** [-2.50]
Audit Size		1.466*** [17.45]		0.297*** [8.14]
Audit Special		-0.126 [-1.28]		-0.024 [-1.39]
Year dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Ind. dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.816*** [-3.98]	-16.381*** [-17.18]	0.340*** [6.36]	-2.721*** [-6.86]
Observations	20,676	17,540	20,676	17,540
R-squared			0.029	0.070
Log likelihood	-5002	-3368		
Chi ²	639.3	954.9		

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측검정)에서 유의함.

2) 변수 정의는 〈표 2〉를 참고.

〈표 6〉의 모형 (1)과 모형 (2)는 내부통제 취약점 보고가능성이 기관투자자의 매매회전율에 따라 달라지는지를 로짓모형을 통해 각각 외부감사인의 특성을 고려하지 않은 모형과 고려한 모형으로 분석한 결과를 보여주고 있다. 또한 모형 (3)과 모형 (4)는 내부통제 취약점 보고건수가 기관투자자의 매매회전율에 따라 달라지는지를 선형회귀 모형을 통해 외부감사인의 특성을 고려하지 않은 모형과 고려한 모형으로 분석한 결과를 보여주고 있다. 분석 결과 기관투자자 매매회전율의 계수는 4개의 식 모두에서 유의한 정(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 따라서 기관투자자의 매매회전율이 높을 경우 내부통제 취약점의 보고 가능성과 보고건수가 모두 증가하고 있음을 알 수 있다. 이와 같은 분석결과는 단기투자를 선호하는 기관투자자에 비하여 장기투자를 선호하는 기관투자자가 내부통제의 효율성 제고에 더 큰 기여를 할 것이라는 본 연구의 가설 2에 부합되는 것이다. 이는 기관투자자가 일반적으로 내부통제 시스템의 효율성 제고에 기여하지만 이와 같은 긍정적인 효과는 매매회전율이 높은 기관투자자의 비중이 높아질수록 감소할 것이라는 본 연구의 가설 2와 부합되는 것이다.

〈표 7〉은 내부통제의 효율성에 미치는 기관투자자의 영향을 단기투자자와 장기 기관 투자자로 나누어 분석하기 위하여 매매회전율에 따라 각각 25%씩 4개의 그룹으로 나누어서 회귀 분석한 결과이다. 모형 (1)의 분석대상그룹은 매매회전율을 하위 25%인 장기기관투자자 이며 모형 (2)와 모형 (3), 그리고 모형 (4)의 분석대상그룹은 각각 매매회전율 2분위, 3분위, 그리고 4분위를 분석대상으로 한다. 모형 (1)~모형 (4)은 취약점 보고여부(MW)를 종속변수로 하는 로짓분석 결과를, 그리고 모형 (5)~모형 (8)은 취약점 건수를 종속변수로 하는 OLS 분석 결과를 각각 보여주고 있다.

모형 (4)의 결과를 보면 기관투자자의 매매회전율이 높은 상위 25%인 경우, 매매회전율은 취약점 보고 여부와 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 보이고 있다. 반면 모형 (1)~모형 (3)의 결과를 보면 매매회전율은 내부통제의 취약점 보고와의 연관성이 통계적으로 유의하지 않는 것으로 나타났다. 그와 비슷하게, 모형 (5)~모형 (7)의 매매회전율은 취약점 보고건수와 유의성이 없지만, 모형 (8)에서 나타나듯 기관투자자 매매회전율이 높은 상위 25% 그룹에서는 취약점 보고건수와 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 발견할 수 있다. 이와 같은 분석 결과는 장기적 관점의 기관투자자 그룹 내에서는 매매회전율이 내부통제의 효율성에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않지만, 단기적 관점의 기관투자자 그룹 내에서는 매매 회전율이 내부통제의 효율성에 부정적인 영향을 미치는 것이라고 해석될 수 있다.

〈표 7〉 장기 및 단기 기관투자자의 매매회전율과 취약점보고의 관계

기관투자자가 내부통제의 효율성에 미치는 영향이 투자기간에 따라 달라지는지를 분석한 결과이다. 분석 결과, 회전율이 가장 높은 단기 투자자 그룹에서만 매매회전율이 증가할수록 취약성 보고 기능성과 취약성 보고건수가 증가하였고, 그 외의 그룹에서는 이와 같은 관계가 발견되지 않았다. **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측검정)에서 유의함을 나타낸다. 지면관계상 중요하지 않은 변수는 표에서 삭제하였다.

변수명	종속변수 = MW				종속변수 = Number MW			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Inst. Own	-0.639 (-1.47)	-0.324 (-0.92)	-0.674** (-2.01)	-1.320*** (-3.83)	-2.236*** (-3.07)	-1.321* (-1.65)	-2.588*** (-3.51)	-2.360* (-1.82)
Turnover	4.342 (0.88)***	-0.193 (-0.03)	2.538 (0.42)	2.892 (1.89)	-9.316 (-1.33)***	-6.972 (-0.41)	-3.211 (-0.31)	5.413** (2.36)
Firm Size	-0.853 (-6.49)	-0.900*** (-9.38)	-0.986*** (-10.97)	-0.837*** (-8.87)	-0.517 (-2.76)	-0.518** (-2.41)	-0.238 (-1.20)	-0.336* (-1.82)
ROA	-0.305 (-0.70)	-0.536 (-1.45)	-0.213 (-0.57)	0.093 (0.31)	0.430 (0.58)	-0.268 (-0.30)	-0.751 (-0.99)	0.356 (0.40)
Sales Growth	-0.066 (-0.42)	0.156 (0.95)	0.132 (0.95)	0.057 (0.47)	0.212 (0.40)	-0.112 (-0.40)	0.671** (2.58)	0.682** (2.06)
Leverage	-0.254 (-0.56)***	0.566 (1.60)	0.591* (1.65)	0.868 (2.61)	-0.060 (-0.06)	0.733 (0.88)	0.820 (1.40)	1.135 (1.19)
Market-to-Bok	-0.058 (-2.87)***	-0.020 (-1.21)	-0.047*** (-2.78)	-0.000 (-0.00)	0.050 (1.21)	-0.010 (-0.40)	0.044 (0.79)	-0.039 (-1.34)
Big4	-0.636 (-3.01)**	-0.712*** (-3.42)	-0.743*** (-3.95)	-0.562*** (-2.77)	-0.348 (-0.72)	0.212 (0.64)	0.152 (0.56)	-0.570 (-1.10)
Auditor Turnover	0.738 (2.501)*	0.803*** (3.24)	0.755*** (3.58)	1.112*** (5.22)	0.262 (0.64)	-0.735** (-2.46)	0.477 (1.22)	-0.008 (-0.02)
Auditor Tenure	-0.022 (-1.70)***	-0.022** (-2.04)	-0.014 (-1.33)	-0.028 (-1.87)	-0.006 (-0.25)***	-0.050** (-2.16)	-0.002 (-0.12)	0.034 (0.48)
Audit Size	1.306 (6.87)	1.493*** (9.95)	1.596*** (10.83)	1.486*** (10.85)	1.655 (4.57)	0.979** (2.44)	0.888*** (3.13)	1.870*** (3.40)
Audit Special	-0.077 (-0.34)	-0.084 (-0.50)	-0.180 (-1.07)	-0.085 (-0.49)	0.439 (0.93)	0.529 (1.38)	-0.171 (-0.54)	-0.749 (-1.62)
Observations	4,015	4,724	4,701	4,100	185	287	316	294

V. 결 론

기관투자자의 경영진 규율활동에 관한 연구는 기관투자자가 기업지배구조에 미치는 영향이 기관투자자가 보유한 지분율뿐만 아니라 선호하는 투자기간에 따라 달라질 수 있음을 시사한다. Kaplan and Minton(1994)과 Chung et al.(2002)은 기관투자자들이 높은 지분율을 바탕으로 경영진에 대한 감시활동을 통해 기업가치를 높일 수 있다고 주장하였다. 반면, Agrawal and Knoeber(1996)과 Parrino et al.(2003)은 기관투자자 또한 자신의 이익을 극대화하기 위하여 경영진의 기회주의적 행위를 방조하거나 회계이익의 질을 낮추 도록 유도할 수도 있다고 주장하였다.

본 연구는 기관투자자가 기업의 기업지배구조에 미치는 영향을 검증하기 위하여 Sarbanes and Oxley Acts(SOX) 상의 내부통제 취약점 보고 여부 및 취약점 건수가 기관투자자의 지분율과 투자기간에 따라 달라지는지를 실증적으로 분석하였다. 분석 결과, 기관투자자의 지분율이 증가할수록 내부통제 취약점 보고의 확률과 건수가 모두 감소하는 것으로 나타났다. 이는 기관투자자가 소액투자자에 비하여 경영진 규율에 대한 유인이 더 강하여 내부통제의 효율성을 강화할 수 있다는 가설에 부합되는 것이다.

한편 기관투자자의 내부통제 효율성에 대한 순기능은 기관투자자의 투자기간이 길수록 더 높은 것으로 분석되었다. 이는 단기적 관점의 기관투자자에 비하여 장기적 관점의 투자자가 경영진 규율에 기여하는 바가 크다는 것을 시사한다. 이와 같은 분석결과는 설명변수를 장기적 관점의 기관투자자가 보유한 지분율과 단기적 관점의 기관투자자가 보유한 지분율로 대신 하여도 여전히 유효한 것으로 나타났다.

Bushee(1998)와 Gilan and Starks(2000)는 기관투자자가 자금운용을 위탁한 최종 수익자의 대리인으로 수익자가 단기투자를 선호할 경우 장기적 성과보다는 단기적 성과를 보다 중시할 것이라고 주장하였다. 본 연구의 분석 결과 기관투자자의 내부통제의 효율성에 대한 기여도가 투자기간이 짧을수록 감소하는 것은 이와 같은 기관투자자의 특성을 반영하는 것으로 판단된다.

참고문헌

- 강정기, 신호영, “내부회계관리제도의 중요한 취약점과 자본비용,” 회계정보연구, 제29권 제1호 (2011), pp. 211-230.
- (Translated in English) Kang, J. K. and H. Y. Shin, “Internal Accounting Control Systems, Material Weaknesses, Cost of Capital,” *Accounting Information Review*, Vol. 29, No. 1 (2011), pp. 1225-1402.
- 권영도, “이익의 질에 대한 기관투자자의 영향,” 국제회계연구, 제19집 (2007), pp. 157-173.
- (Translated in English) Kwon, Y., “The Influence of Institutional Investors on Earnings Quality,” *Korea International Accounting Review*, Vol. 19 (2007), pp. 157-173.
- 박태준, 송교직, “애널리스트 투자 의견 변경 이전의 정보거래,” 재무연구, 제27권 제4호 (2014), pp. 631-668.
- (Translated in English) Park, T. and K. R. Song, “Informed Trading before Analysts Recommendation Changes,” *Asia Review of Financial Research*, Vol. 27, No. 4 (2014), pp. 631-668.
- 양대천, 최정미, 변윤정 “내부회계관리제도 취약점보고와 실제이익조정,” 회계정보연구, 제29권 제2호 (2011), pp. 319-344.
- (Translated in English) Yang, D. C., J. M. Choi, and Y. J. Beon, “Accounting Control System, Weakness, Real Earnings Management, Earnings Management,” *Accounting Information Review*, Vol.29, No. 2 (2011), pp. 319-344.
- 전영순 “외국인 투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질(Quality),” 경영학연구, 제32권 제4호 (2003), pp. 1001-1032.
- (Translated in English) Cheon, Y. S., “Foreign Ownership, Institutional Ownership, Earnings Quality, Earnings Response Coefficient,” *Korea Management Review*, Vol. 32, No. 4 (2003), pp. 1001-1032.

- Agrawal, A. and C. R. Knoeber, "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 3 (1996), pp. 377-397.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, and W. R. Kinney Jr., "The Discovery and Reporting of Internal Control Deficiencies Prior to SOX-Mandated Audits," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44 (2007), pp. 166-192.
- Bedard, J. C., R. Hoitash, and U. Hoitash, "Evidence from the US on the Effect of Auditor Involvement in Assessing Internal Control over Financial Reporting," *International Journal of Auditing*, Vol. 13, No. 2 (2009), pp. 105-125.
- Beneish, M. D., M. B. Billings, and L. D. Hodder, "Internal Control Weaknesses and Information Uncertainty," *Accounting Review*, Vol. 83, No. 3 (2008), pp. 665-703.
- Black, B. S., "Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States," *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol. 3 (1998), pp. 459-465.
- Burkart, M., D. Gromb, and F. Panunzi, "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 3 (1998), pp. 693-728.
- Burns, N., S. Kedia, and M. Lipson, "Institutional Ownership and Monitoring: Evidence from Financial Misreporting," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, No. 4 (2010), pp. 443-455.
- Bushee, B. J., "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment behavior," *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 3 (1998), pp. 305-333.
- Chung, R., M. Firth, and J. B. Kim, "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, No. 1 (2002), pp. 29-48.
- Derrien, F., A. Kecskés, and D. Thesmar, "Investor Horizons and Corporate Policies," *Working Paper* (2012).

- Foster, B. P., W. Ornstein, and T. Shastri, "Audit Costs, Material Weaknesses under SOX Section 404," *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22, No. 7 (2007), pp. 661–673.
- Gasper, J., M. Massa, and P. Matos, "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, Vol. 76 (2005), pp. 135–165.
- Ge, W. and S. McVay, "The Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control after the Sarbanes–Oxley Act," *Accounting Horizons*, Vol. 19, No. 3 (2005), pp. 137–158.
- Gillan, S. L. and L. T. Starks, "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors," *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, No. 2 (2000), pp. 275–305.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118 (2003), pp. 107–155.
- Gugler, K., D. B. Mueller, and Yurtoglu, "Insider Ownership, Ownership Concentration and Investment Performance: An International Comparison," *Journal of Corporate Finance* Vol. 14, No. 5 (2008), pp. 688–705.
- Hoitash, U., R. Hoitash, and J. C. Bedard, "Corporate Governance and Internal Control over Financial Reporting: A Comparison of Regulatory Regimes," *Accounting Review*, Vol. 84, No. 3 (2009), pp. 839–867.
- Kaplan, S. N. and B. A. Minton, "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, No. 2 (1994), pp. 225–258.
- Krishnan, G. V. and G. Visvanathan, "Reporting Internal Control Deficiencies in the Post–Sarbanes–Oxley Era: The Role of Auditors and Corporate Governance," *International Journal of Auditing*, Vol. 11, No. 2 (2007), pp. 73–90.
- Khurana, I. K. and W. J. Moser, "Institutional Shareholders' Investment Horizons and Tax Avoidance," *Journal of the American Taxation Association*, Vol. 35,

- No. 1 (2013), pp. 111–134.
- Lee, Y. and K. H. Chung, “Investment Duration and Corporate Governance,” *Working Paper* (2012).
- Lin, S., M. Pizzini, M. E. Vargus, and I. Bardhan, “The role of the internal audit function in the detection and disclosure of material weaknesses,” *The Accounting Review*, Vol. 86 (2011), pp. 287–323.
- Liu, L. Y. and E. Y. Peng, “Institutional Ownership Composition and Accruals Quality,” *Working Paper*, (2006)
- Matsumoto, D., “Management’s Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises,” *The Accounting Review*, Vol. 77 (2002), pp. 483–514.
- Maug, E., “Large Shareholders as Monitors: Is there a Trade-off between Liquidity and Control?,” *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1 (1998), pp. 65–98.
- Parrino, R., R. W. Sias, and L. T. Starks, “Voting with Their Feet: Institutional Ownership Changes around Forced CEO Turnover,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, No. 1 (2003), pp. 3–46.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, “Management Entrenchment: The Case of Manager-specific Investments”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No. 1 (1989), pp. 123–139
- Warther, V. A., “Board Effectiveness and Board Dissent: A model of the Board’s Relationship to Management and Shareholders,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 4, No. 1 (1998), pp. 53–70.