

# 한국 상장기업의 재량적 이익조정 결정요인에 관한 연구: 경영자 교체 및 재무제약 요인이 미치는 영향의 실증적 분석\*

정 병 욱\*\*

주주와 경영자 간의 대리인 구조 하에서 경영자는 기회주의적인 동기로 기업의 이익을 재량적으로 조정하고 사적 이익을 추구할 수 있으며 경영자를 감시 및 통제하는 메커니즘을 필요로 한다. 특히, 현직을 유지하고자 하는 경영자는 기업 내에 참호 형성 유인을 가지며 이직 시에도 유리한 상황과 경력을 조성할 유인을 갖는다. 따라서 경영자는 교체 시기 보고 이익을 재량적으로 조정하는 다양한 유인을 갖는다. 본 연구는 경영자 교체가 교체 시기 대리인 문제를 통제하여 재량적 이익조정을 감소시키는지 또는 도덕적 해이를 확대시켜 재량적 이익조정을 증가시키는지 실증적으로 분석한다. 실증분석 결과는 강제적 경영자 교체는 재량적 이익조정액의 절댓값을 증가시키는 것으로 도출되었다. 양(+ )의 재량적 이익조정 하위표본에서는 강제적 경영자 교체가 보고 이익을 증가시켜 과대 이익 보고의 대리인 문제를 발생시키고, 음(-)의 재량적 이익조정 하위표본에서는 강제적 경영자 교체가 보고 이익을 감소시켜 이익평활화가 실행되는 것으로 도출되었다. 경영자 교체 시기에 재량적 이익조정에 의한 과대 이익 보고 또는 이익평활화는 기업의 재무제약 및 전반적인 재무적 상황에 의하여 제약되는 것으로 분석되었다.

**핵심주제어:** 경영자 교체, 재량적 이익조정, 이익평활화, 대리인 구조, 재무제약  
**경제학문헌목록 주제분류:** G3, D82, M4

## I. 서론

사업을 운영하는 경영자의 의사결정은 기업의 이익 수준을 결정하는 주요 요

\* 이 논문은 2018년도 서울시립대학교 교내학술연구비에 의하여 지원되었다.

\*\* 서울시립대학교 경영대학 교수 E-mail: chongbu@uos.ac.kr

논문투고일: 2021. 11. 29 수정일: 2021. 12. 24 게재확정일: 2021. 12. 30

인이다. 보고 이익은 경영성과에 대한 요약된 정보로서 경영자의 연임, 교체, 이직 등에 영향을 미친다. 따라서 주주와 경영자 간의 대리인 구조 하에서 경영자는 교체 시기에 재량적으로 이익을 조정하여 보고 이익을 자신에게 유리하게 결정하려는 유인을 가지며 기업의 보고 이익이 왜곡되고 기업가치가 적정하게 평가되지 않는 상황이 발생할 수 있다.

대리인 구조 하에서 주주는 경영자에 대한 감시(*monitoring*) 및 통제(*controlling*) 도구(*device*)로 경영자 교체를 활용한다. 경영자가 사업의 운영과 관련된 비대칭 정보를 보유하는 경우 경영자는 자신의 사적 이익을 위하여 재량적으로 보고 이익을 조정하는 유인을 가지며 경영자 교체 시기에 상향 또는 하향으로 확대될 수 있다. 본 연구는 경영자 교체가 기업의 재량적 이익조정(*discretionary earnings management*)에 미치는 영향을 분석하여 사적 이익 추구, 경영자 참호 형성 등의 대리인 문제를 통제하는 도구로서 기능하는지 또는 교체 시기 경영자의 도덕적 해이를 더욱 심화시키는 요인인지 실증적으로 검증한다.

이익조정은 ‘일반적으로 인정된 회계원칙’ 내에서 경영자가 사적 이익을 위하여 자의적인 이익 보고를 하는 것으로 요약된다(Schipper, 1989). 기업의 경영정책 및 경제환경에 따른 이익조정은 일반적으로 인정된 회계원칙의 범위 내에서 이루어지는 정상적인 재무 보고 과정에 속하는 것으로부터 분식결산의 성격을 가지는 것까지 다양한 행태와 동기가 혼재되는 경향이 있으므로 정상적인 재무 보고와 기회주의적인 재무 보고를 구분하는 것은 쉽지 않다(Dechow and Skinner, 2000). 일관된 정의를 어려운 경영자의 재량권을 활용하는 회계상의 발생액(*accruals*)을 통한 이익조정 행위는 존재 여부 및 경제적 실질과의 관련성 여부를 판단하는 것은 쉽지 않다. 재량적 이익조정은 일반적으로 경영자의 기회주의적인 의도로 이루어지며 기업의 경영성과에 대한 왜곡된 정보를 전달하게 된다(Healy and Wahlen, 1999). 재량적 이익조정이 발생하는 경우 보고 이익의 신뢰성이 훼손되어 회계정보의 유용성이 저하된다(Warfield *et al.*, 1995). 본 연구에서 재량적 이익조정 측정치는 경영자의 사적 정보에 기초하여 발생될 수 있는 교체 시기 도덕적 해이의 지표로 활용된다.

본 연구는 경영자 교체 관련 기존 연구에서 많이 분석되는 이슈로, 보고 이익(경영성과)이 경영자 교체에 미치는 영향을 분석하는 인과관계와는 반대로 경영자 교체가 보고 이익의 재량적 상향 또는 하향조정에 미치는 영향을 분석하는 학술적 기여를 갖는다. 경영자 교체가 경영자의 감시 및 통제의 도구로 작동하는 것이 아니라 교체 시기 경영자의 참호 형성과 사적 이익 추구 유인으로 인하여

재량적 이익조정이 발생하고 도덕적 해이를 확대시킬 수 있음을, 국내 상장기업의 대규모 경영자 교체 표본을 장기적인 추정기간으로 검증하는 것이 본 연구의 주요 공헌이다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. II절은 관련 기존 연구를 요약 및 개괄한다. III절은 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 영향을 분석하기 위한 실증연구를 설계하고 가설을 설정한다. IV절은 국내 유가증권 및 코스닥 시장 상장기업을 표본으로 하여 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 영향을 다양한 추정모형을 설정하여 실증적으로 분석한다. V절은 요약과 결론을 제시한다.

## II. 문헌연구

경영자의 목표가 기업가치의 극대화라는 기업재무론의 기본적 틀 안에서 경영자 교체/이직 관련 많은 기존 연구들이 다양한 이슈를 분석하였다. 특히, 기업가치가 경영자의 성과지표로 활용될 때 경영성과와 경영자 교체의 관련성을 분석하며 경영자 교체가 정보비대칭 하에서 경영자의 도덕적 해이(moral hazard)에 대한 효과적인 감시(monitoring) 및 통제(controlling)의 도구(device)로 작동하는지 분석하였다. 기존 연구의 공통적인 실증 결과는 경영자의 성과와 교체 간에는 음(-)의 관계가 존재하여 경영자 교체가 대리인 문제를 완화하고 경영성적을 향상시키는 효과가 있음을 보여주었다. 경영자 교체 시기에 발생할 수 있는 재량적 이익조정 행태는 전·후임 경영자의 행위유인을 통하여 예측할 수 있다.

경영자 교체 관련 주요 연구로서 Coughlan and Schmidt(1985), Murphy and Zimmerman(1993), Warner *et al.*(1988) 등의 연구는 미국 기업 표본의 실증분석에서 기업의 주가와 경영자 교체 간에는 음(-)의 관계가 존재함을 발견하였다. Coughlan and Schmidt(1985)는 미국 기업 표본의 분석에서 기업의 주가와 경영자 교체 간에는 음(-)의 관계가 존재함을 발견하였으며, 기업연령을 통제할 때 비정상수익률 순위 하위 1%에 포함된 기업의 경영자는 상위 10%에 포함된 기업의 경영자의 비하여 교체될 확률이 7배 수준임을 발견하였다. Warner *et al.*(1988)도 미국 기업 표본의 분석에서 기업의 주식수익률과 후속 경영자 교체 간에는 음(-)의 관계가 존재함을 발견하였다. Murphy and Zimmerman(1993)은 경영자 교체 가능성이 주식수익률과 순이익이 감소할 때 증가됨을 발견하였다. Warner *et al.*(1988)은 미국 기업 표본의 연구에서 경영성고가 낮은 경영자는 교

체될 확률이 높음을 보고하였다. Kaplan and Minton(1994)은 일본 기업 표본의 경영자 교체에 관한 연구에서 은행에서 파견한 사외이사가 선임된 경우 경영성과와 경영자 교체가 유의적인 양(+)의 관계를 가짐을 분석하여 채권자인 은행이 채무기업에 대한 감시와 규율의 역할을 수행함을 발견하였다. Denis and Denis(1995)는 이사회가 경영성과가 낮은 경영자를 교체하여 새로운 경영자를 지명하면 경영성과가 향상되고 경영자 교체 이후 주가가 상승함을 발견하였다.

Murphy and Zimmerman(1993)은 경영자 교체와 재량적 이익조정과의 관계를 분석하였으며 성과가 낮은 기업의 경영자 교체 시기에 이익조정의 수준이 높음을 발견하였다. Murphy and Zimmerman(1993)은 경영자 교체가 저조한 경영성과로 인해 내생적으로 유도될 수 있음을 감안하여 경영성과를 통제한 후 이익조정액을 추정한 결과, 경영성과가 저조한 경영자가 교체되는 경우 신입 경영자가 이익을 하향조정함을 보고하였다. 또한 이들은 전임 경영자 교체 사유가 저성과이고 퇴임연령이 63세 미만인 하위표본을 대상으로 이익조정 현상을 추가 분석한 결과, 경영자 교체 연도의 재량적 발생액이 음(-)의 값을 갖는다고 보고하였다.

일부 연구에서는 기업들의 이익조정 행태를 확일적으로 단정하지 않고, 보고 이익을 증가시키는 방향으로만 이익조정이 이루어지지 않는다고 있음을 보여주고 있다. 즉, 개별 기업이 처한 상황에 따라 상향 이익조정과 이익평활화(이익유연화 또는 이익평준화: income smoothing)를 위한 하향 이익조정도 발생한다. Healy (1985)는 경영자가 목표 보너스(bonus targets)를 수렁하기 위하여 재량적으로 이익을 조정하고 실제 이익 구간별로 이익조정의 유인이 다르게 작용한다는 사실을 보여주었다. 즉, 실제 이익이 경영자에 보너스 지급결정 상한과 하한 구간에 있을 때에는 이익을 증가시키는 방향으로 발생액을 조정하지만, 하한선에 미치지 못할 때는 이익을 감소시킨다고 주장하였다. Gaver *et al.*(1995)은 이익이 경영자 보상지급의 상한 기준보다 높은 경우 이익을 감소시키는 방향으로 발생액을 조정하지만, 이익이 경영자 보상의 하한 기준보다 낮은 경우 이익을 증가시키는 방향으로 발생액을 조정함을 보고하여 경영자의 이익평활화 동기를 지지한다. DeFond and Park(1997)은 경영자의 이익평활화는 단순히 현재의 성과뿐만 아니라 예상되는 미래 성과에 따라서 결정된다고 주장하였다. 즉, 기업들은 현재의 성과가 나쁘고 미래의 성과가 좋을 것으로 예상되는 경우에는 미래의 회계이익 중 일부를 현재 시점으로 앞당겨 양(+)의 재량적 발생액을 계상하지만, 현재의 성과가 좋고 미래의 성과가 나쁠 것으로 예상되는 경우에는 현재의 회계이익을 이연시켜 음(-)의 재량적 발생액을 계상한다고 주장하였다.

Cheng and Warfield(2005), Bergstresser and Philippon(2006), Burns and Kedia(2006), McAnally *et al.*(2008) 등의 연구는 경영자가 스톡옵션을 수령하는 시기에는 이익을 재량적으로 하향조정 하고 스톡옵션을 행사하는 경우에는 이익을 재량적으로 상향조정 한다고 주장하였다. Hermalin and Weisbach(2012)와 Ali and Zhang(2015)은 경영자는 재량적 이익조정을 통하여 자신의 경영능력을 이사회에 신호하는 동기를 가지며 기업 외부 경영자 노동시장에서 고용기회가 많은 경우 재량적 이익조정의 필요성이 감소한다고 주장한다. Chen *et al.*(2018)은 동종산업 경영자 노동시장에서의 재고용 가능성이 경영자의 재량적 이익조정 행위에 영향을 미치는 내재적인 요인으로 작용하는지 분석하였으며, 동종산업 경영자 노동시장에서의 재고용이 용이한 경우에도 동종산업 재취업제한조항(non-compete agreements) 및 기업비밀준수조항(trade-secret protection) 등으로 재고용이 제약되어 대다수의 경영자는 이종산업의 경영자로 재취업하며 이와 같은 재취업 제한요인은 현재 기업 재직 중 사적 이익을 위한 재량적 이익조정 계상 유인을 발생시킨다고 보고하였다.

Gopalan *et al.*(2014)은 경영자는 장기적인 고용계약 하에 있는 경우 재량적 이익의 상향조정 경향이 낮으며, Brown(2015)은 사전적인 고용해지계약이 경영자의 경력에 대한 우려를 완화시킬 수 있는 경우 고용해지계약과 재량적 이익조정에는 음(-)의 관계가 존재함을 보고하였다.

본 연구는 경영자 교체, 재량적 이익조정, 이익평활화 등과 관련된 다양한 흐름의 선행 연구를 반영하지만 기존 연구의 인과관계와는 반대로 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 영향을 기업의 재무제약 상황과 결합하여 실증적으로 분석한다.

### Ⅲ. 연구설계 및 가설설정

보고 이익은 경영성과에 대한 요약된 정보로서 경영자 보상(compensation)의 결정, (재)고용, 이직, 신규선임 등의 상황에서 고용계약에 영향을 미치는 핵심적인 요소이므로 경영자가 재량적 이익조정을 통하여 이익을 상향 또는 하향 보고하려는 경제적 유인을 발생시킨다. 주주와 경영자 간의 대리인 구조 하에서 경영자 교체는 경영자의 행위를 감시 및 통제하는 메커니즘 디자인상의 중요한 도구로서 활용된다. 본 연구는 경영자 교체가 경영자의 도덕적 해이를 감시 및 통제

하여 적정한 이익의 보고를 유인하는지 또는 사적 이익 추구를 위하여 상향 또는 하향 재량적 이익조정을 유인하는지 실증적으로 검증한다.

주주와 경영자의 대리인 구조 하에서 경영자의 강제적 또는 자발적 교체에 따라서 재량적 이익조정에 미치는 영향이 상이할 수 있다. 강제적 교체의 경우 경영자의 기회주의적 행위 및 도덕적 해이를 심화시킬 것으로 예상된다. 반면에 자발적 교체는 대리인 문제를 심화시키는 경영자의 기회주의적 행위로 귀결되지 않을 것으로 예상되며 재량적 이익조정에 영향을 미치지 않을 것으로 예상된다. 경영자 교체 연도에 강제적 교체 및 자발적 교체가 재량적 이익조정에 미치는 차별적 영향을 다음과 같은 실증가설로 설정하고 실증적으로 검증한다.

**[가설 1]** 강제적 경영자 교체는 대리인 문제를 심화시키고 교체 연도 재량적 이익조정에 영향을 미치며, 자발적 경영자 교체는 대리인 문제를 발생시키지 않고 재량적 이익조정에 영향을 미치지 않는다.

재량적 이익을 상향조정하는 하위표본과 하향조정하는 하위표본에서 경영자 교체가 미치는 영향은 상이할 것으로 예상된다. 주주와 경영자 간의 대리인 구조 하에서 경영자의 사업성도가 낮은 경우 경영자의 강제적 교체는 보고 이익을 증가시킬 유인을 발생시킨다. 반면에 경영성도가 높은 경우 경영자의 강제적 교체는 보고 이익의 상향조정을 유인하지 않고 경영자 교체 시기 보고 이익의 하향조정을 통한 이익평활화가 발생할 수 있다. 교체 연도에 재량적 이익을 상향조정하는 하위표본과 하향조정하는 하위표본에서 강제적 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 영향을 다음과 같은 실증가설로 설정하고 검증한다.

**[가설 2]** 양(+)의 재량적 이익조정 하위표본에서는 강제적 경영자 교체는 경영자의 사적 이익 추구로 보고 이익을 재량적으로 증가시키는 반면에 음(-)의 재량적 이익조정 하위표본에서는 강제적 경영자 교체는 이익평활화를 확대시켜 보고 이익을 재량적으로 감소시킨다.

교체 시기 경영자의 재량적 이익의 상향 또는 하향조정 방향은 기업의 재무적 상황에 의하여 영향을 받는다. 재무제약은 자금조달상의 어려움과 높은 조달비용이 발생하는 상황으로 기업의 영업활동을 제약하는 주요 요인으로 영업활동 저하, 사업성과 부진, 재무건전성 악화, 보고 이익의 감소로 귀결될 수 있다. 재무제

약은 경영자의 사업 및 재무 관리가 효율적이지 못함을 반영하는 포괄적인 지표이며 경영자 교체 필요성이 제기되는 상황에서 재량적 이익의 조정 여부 및 방향에 영향을 미친다. 따라서 재무제약 기업의 경우 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 영향이 보다 강화될 것으로 예상된다. 본 연구는 경영자 교체 및 재무제약 요인의 결합된 효과가 재량적 이익조정에 미치는 영향을 분석하기 위하여, 전체 표본을 재무제약 및 양(+)의 재량적 이익조정 하위표본과 비재무제약 및 음(-)의 재량적 이익조정 하위표본으로 분류하고 강제적 경영자 교체가 각각의 하위표본에서 재량적 이익조정에 미치는 영향을 다음과 같은 실증가설을 설정하고 검증한다.

**[가설 3]** 재무제약 및 양(+)의 재량적 이익조정 하위표본에서 강제적 경영자 교체는 재량적 이익조정을 증가시키며 비재무제약 및 음(-)의 이익조정 하위표본에서 강제적 경영자 교체는 재량적 이익조정을 감소시킨다.

## IV. 실증분석 및 결과

### 1. 자료 및 재량적 이익조정의 추정 방법론

본 연구는 2002부터 2019년까지 18년간을 표본기간으로 하며 국내 유가증권 및 코스닥 시장 상장기업을 분석하며 총표본수는 31,436개의 기업-연도이다. 표본의 추출에서 금융회사를 제외하였고, 재무제표 기준연도로부터 과거 5개 연도의 재무제표가 확보되지 않은 기업, 변수에 결측치가 있는 기업을 제외하였다. 또한 일반 기업과 재무제표의 특성이 현저히 다른 지주회사, 공기업을 제외하였다. 표본추출 시 발생할 수 있는 생존편의(survivorship bias)를 최소화하기 위하여 표본기간 중 신규로 상장되거나 상장폐지된 기업, 결산월이 12월이 아닌 기업들도 모두 포함하였다. 재무자료 중 기업정보는 FnGuide의 기업재무 데이터베이스에서 추출하였다.

핵심 가설검증 변수인 경영자 교체 자료는 한국거래소의 상장기업 경영자 교체 공시자료, 금융감독원 전자공시자료, 언론 보도자료 등을 수작업으로 취합하여 2002년부터 2019년까지 18년간의 기간 중 4,097건의 경영자 교체를 본 연구의 실증분석에 활용하였다. 특히, 경영자 교체 관련 자료는 기존 연구보다 추출기간이

장기간이어서 경영자 교체 표본의 규모가 매우 크다.

본 연구에서 경영자는 국내 유가증권 및 코스닥 시장 상장기업의 등기이사를 의미하며 일반적으로 등기이사는 대표이사와 중복되며 복수의 등기이사가 존재할 수 있다. 경영자 교체 자료는 한국거래소의 공시자료에 기초하여 관련 금융감독원 DART, 언론 보도자료 등을 수작업으로 수집, 교차확인하여 2002-2019년 기간의 국내 유가증권 및 코스닥 시장 상장기업의 경영자 교체 데이터베이스를 구축하고, 전체 경영자 교체 표본을 강제적 경영자 교체(forced management turnover), 자발적 경영자 교체(voluntary management turnover)로 분류하였다. 경영자 교체 유형의 분류는 Huson *et al.*(2001)의 방식을 따라서, ① 해임 또는 정책적 이견으로 퇴임(the CEO was fired, forced out from the position, or departed due to policy differences), ② 퇴임 시 60세 미만이면서 사망 또는 질병과 같은 건강상 사유나 유사 타직 이동이 아닌 경우(the departing CEO's age is less than 60, and the announcement does not report that the CEO died, left because of poor health, or accepted another position elsewhere or within the firm), ③ 퇴임 사유를 은퇴 또는 임기종료라고 공시하나 공시 시점에서 6개월 이내에 사임(the CEO 'retires' but leaves the job within six months of the 'retirement' 'announcement') 등의 경우를 강제적 경영자 교체로 분류하고 이와 같은 경우가 아닌 경우에는 자발적 경영자 교체로 분류한다. 또한 공시, 보도자료 등을 통한 강제적 교체 여부 판단 및 확인 방법은 다음과 같다. ① 해임, 중도 사임 등을 언급, ② 은퇴 또는 임기종료의 경우가 아니면서 경영효율화 목적 등 경영상 사유를 언급, ③ 법정관리 사유의 경영자 교체, ④ 경영권 변동과 관련된 경영자 교체, ⑤ 교체 사유가 없거나 불분명(일신상의 사유 등)하며 60세 미만 사임, ⑥ 교체 사유가 없거나 불분명(일신상의 사유 등)하며 재임기간 3년 미만 등의 경우에는 강제적 경영자 교체로 분류한다. 공시, 보도자료 등을 통한 자발적 경영자 교체 여부 판단 및 확인 방법은 다음과 같다. ① 은퇴 또는 임기종료(사망, 질병 등 건강상 사유), ② 유사 타직 이동, ③ 교체 사유가 없거나 불분명(일신상의 사유 등)하지만 60세 이상 사임, ④ 교체 사유가 없거나 불분명(일신상의 사유 등)하지만 재임기간 3년 이상 등의 경우에는 자발적 경영자 교체로 분류된다. 경영자 교체 관련 자료는 <표 2> 및 <표 3>에 요약되어 있다.

본 연구에서 경영자의 사적 이익 추구의 지표로 재량적 이익조정 변수가 종속 변수로 활용된다. 재량적 발생액을 추정할 때 보편적으로 이용되고 있는 Dechow *et al.*(1995)의 모형이 활용된다. Dechow *et al.*(1995)의 모형은 Jones(1991)의 모



형에서 매출채권을 조정한 방법으로 식 (1)과 같다.<sup>1)</sup> Jones(1991)는 매출액의 증가율과 설비자산(property, plant, and equipment: PPE)이 발생액(accruals)의 주요 결정요인이라고 주장한다. 따라서 총발생액은 매출액 증가율과 설비자산(PPE)의 함수로 모형화된다. 총발생액은 기대발생액(expected accruals)과 비정상발생액(abnormal accruals)으로 분해된다. 기대발생액(expected accruals)은 기업의 경제적 가치를 반영하며 매출액 증가율과 PPE로 예측될 수 있다. 비정상발생액(abnormal accruals)은 경영자의 재량적 조정(managerial discretion)을 반영하고 비기대발생액(residuals)에 의하여 결정된다. 그러나 매출액은 매출액을 증가시키고자 하는 경영자의 외상매출정책(credit policy)에 영향을 받을 수 있으므로 매출액은 경영자의 재량적 행위(managerial manipulation)에 의하여 조정될 수 있다. 따라서 Dechow *et al.*(1995)은 외상매출에 있어서 경영자의 재량적 조정을 설명하기 위하여 매출액 성장률에서 외상매출금 성장률을 차감하여 Jones(1991) 모형의 설명력을 향상시켰다. 식 (1)의 추정모형은 이분산성(heteroskedasticity)을 통제하기 위해 기초총자산으로 표준화하였다.

본 연구에서 재량적 이익조정치의 추정은 산업-연도별로 횡단면 패널회귀모형으로 추정되며, 식 (1)의 회귀분석을 통하여 도출된 잔차항( $\epsilon_{it}$ )의 값이 재량적 이익조정액( $DA\text{CC}_{it}$ )을 의미한다. 식 (1)의 회귀식으로부터 추정된 재량적 이익조정액은 성과 미통제 재량적 발생액이다.

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \beta_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it} \quad (1)$$

1) 본 연구는 Kothari *et al.*(2005)의 모형을 이용하여 추정된 재량적 이익조정치로 Dechow *et al.*(1995)의 모형으로 추정된 재량적 이익조정치의 추정과 동일한 모형으로 고정효과 패널회귀모형이 추정되었으며, Kothari *et al.*(2005) 및 Dechow *et al.*(1995) 방식의 추정 결과는 정성적으로 동일하다. Kothari *et al.*(2005)의 모형은 기업의 총자산수익률(ROA)을 통제함으로써 재량적 이익조정액의 측정오차 문제를 완화시킨 방법이며 Dechow *et al.*(1995) 모형과 차별화된다. Kothari *et al.*(2005)의 모형은 ROA 변수를 통제한 것 외에도 상수항을 명시적으로 포함하고 있다는 측면에서 Jones(1991) 및 Dechow *et al.*(1995) 모형과 상이하다. Jones(1991) 및 Dechow *et al.*(1995) 모형의 경우에는 각 변수의 이분산성을 통제하기 위해 기초 총자산으로 표준화하면 상수항이 제외되어 추정되지만, Kothari *et al.*(2005)의 모형은 상수항을 제외하면 모형설정상에 오류가 나타날 수도 있다는 주장에 따라 이를 다시 포함하여 추정한다. 또한 본 연구는 Roychowdhury(2006)의 방식을 따라 비정상 영업현금흐름, 비정상 생산원가, 비정상 판매관리비를 실물활동에 기초한 이익조정액의 대응변수로 활용하여 동일한 고정효과 패널회귀모형을 모두 추정하였으나 통계적 유의성 및 추정 부호에서 의미있는 결과가 도출되지 않았다.

식 (1)에서  $TA_{it}$ 는 기업  $i$ 의  $t$ 년도 총발생액,  $A_{it-1}$ 는 기업  $i$ 의  $t-1$ 년도 총 자산,  $\Delta REV_{it}$ 는 기업  $i$ 의  $t$ 년도 매출액 변동,  $\Delta REC_{it}$ 는 기업  $i$ 의  $t$ 년도 매출채권액 변동,  $PPE_{it}$ 는 기업  $i$ 의  $t$ 년도 설비자산을 나타낸다. 일반적으로 재량적 이익조정액이 클수록 경영자의 기회주의적 행위의 정도가 높은 것을 나타내며(Jones, 1991; Dechow *et al.*, 1995; Kothari *et al.*, 2005) 산출한 보고 이익의 질은 낮아진다(Dechow *et al.*, 2010). 본 연구는 재량적 조정을 통한 이익의 상향 및 하향조정을 분류해서 실증분석을 수행하며 상향조정은 과대 보고 이익, 하향조정은 평활화(smoothing)된 보고 이익을 각각 지표한다.

주주와 경영자 간의 대리인 구조 하에서 경영자 교체는 경영자의 행위를 감시 및 통제하는 메커니즘 디자인상의 중요한 도구로 재량적 이익조정에 영향을 미칠 수 있는 요인이며, 본 연구의 핵심적인 가설검증 변수이다. 본 연구는 경영자 교체 더미변수(D\_TURNOVER), 강제적 경영자 교체 더미변수(D1\_TURNOVER), 자발적 경영자 교체 더미변수(D2\_TURNOVER)를 설정하여 핵심 가설검증 설명 변수로 활용한다. D\_TURNOVER는 특정 연도, 특정 표본기업에 경영자 교체가 발생하면 1, 아니면 0인 더미변수이다. D1\_TURNOVER 특정 연도, 특정 표본기업의 경영자 교체 유형이 강제적 경영자 교체이면 1, 아니면 0인 더미변수이다. D2\_TURNOVER 특정 연도, 특정 표본기업의 경영자 교체 유형이 자발적 경영자 교체이면 1, 아니면 0인 더미변수이다.

재무제약은 재량적 이익조정과 경영자 교체에 영향을 미치는 주요 요인이다. 본 연구는 Almeida *et al.*(2004), Faulkender and Wang(2006), Whited and Wu(2006), Kaplan and Zingales(1997) 등의 기존 연구를 반영하여 Whited-Wu Index(WWI), Kaplan-Zingales Index(KZI), 배당성향(Dividend Payout Ratio: DPR) 등의 재무제약 측정치를 통제변수로 포함하고 경영자 교체와 재무제약의 결합된 효과가 재량적 이익조정에 미치는 영향을 추정한다. Whited-Wu Index(WWI), Kaplan-Zingales Index(KZI)는 기업의 재무제표 항목을 활용하여 재무제약 측정치로 산출된 것이며 측정치가 높을수록 기업의 재무제약이 심화됨을 지표한다. 배당성향(Dividend Payout Ratio: DPR)은 측정치가 낮을수록 기업의 재무제약이 심화됨을 지표한다.<sup>2)</sup> WWI, KZI, DPR 등으로 측정된 재무제약 지표를 활용하여 재무제약 더미변수가 설정된다. D\_WWI는 WWI의 값이 상위 20% 이

2) 재무제약(financial constraints)은 기업의 투자를 위한 외부자금의 조달에 어려움이 발생하는 상황, 외부자금을 매우 높은 부채비용으로 조달해야 하는 상황, 부채계약상의 만기, 담보, 대출약정 등 상환조건이 기업에게 과도하게 불리하게 부과되는 상황 등으로 설명된다.

&lt;표 1&gt; 변수의 정의

변수명	정의
종속변수: 기업의 재량적 이익조정 변수	
DACC	수정Jones모형(1995) 모형을 활용한 재량적 이익조정 변수
가설검증 변수: 경영자 교체 변수	
D_TURNOVER	특정 연도, 특정 표본기업에 경영자 교체가 발생하면 1의 값을 부여하고, 그렇지 않으면 0의 값을 부여함.
D1_TURNOVER	특정 연도, 특정 표본기업의 경영자 교체 유형이 강제적 경영자 교체이면 1의 값을 부여하고, 그렇지 않으면 0의 값을 부여함.
D2_TURNOVER	특정 연도, 특정 표본기업의 경영자 교체 유형이 자발적 경영자 교체이면 1의 값을 부여하고, 그렇지 않으면 0의 값을 부여함.
가설검증 변수: 개별 기업 재무제약 변수: 연속변수	
WWI	Whited-Wu Index(Whited and Wu, 2006)
KZI	Kaplan-Zingales Index(Kaplan and Zingales, 1997)
DPR	배당성향(Dividend Payout Ratio) = 현금배당금/당기순이익
가설검증 변수: 개별 기업 재무제약 변수: 더미변수	
D_WWI	WWI의 값이 상위 20% 이내인 기업은 재무제약 기업으로 분류하고 1의 값을 부여하고, 아니면 0의 값을 부여함.
D_KZI	KZI의 값이 상위 20% 이내인 기업은 재무제약 기업으로 분류하고 1의 값을 부여하고, 아니면 0의 값을 부여함.
D_DPR	DPR이 양(+)의 값을 갖는 기업의 하위 20% 및 음(-) 또는 0의 배당액을 갖는 기업을 재무제약 기업으로 분류하고 1의 값을 부여하고, 아니면 0의 값을 부여함.
통제변수: 개별 기업 재무적 특성 통제변수	
LTA	기업규모: 자산총계의 로그값
ROA	총자산수익률: 당기순이익/총자산
SD_ROA	총자산수익률의 변동성: 5년 단위 이동평균에 기초하여 산출된 연도별 ROA의 표준편차
VOL_RET	주가의 변동성: 경영자 교체 직전 12개월 주가의 월별 평균에 대한 표준편차

내인 기업은 재무제약 기업으로 분류하여 1의 값을 부여하고, 아니면 0인 더미변수이다. D\_KZI는 KZI의 값이 상위 20% 이내인 기업은 재무제약 기업으로 분류하여 1의 값을 부여하고, 아니면 0인 더미변수이다. D\_DPR은 DPR의 경우 양(+)의 값을 갖는 기업의 하위 20% 및 음(-) 또는 0의 값을 갖는 기업을 재무제약

기업으로 분류하여 1의 값을 부여하고, 아니면 0인 더미변수이다.

기업의 재무적 특성을 통제하는 변수들이 설명변수로 추정에 포함되었으며 1년 전 시점의 관측치가 사용되었다(1-year lagged). 기업의 규모를 지표하는 변수로 기업 총자산의 장부가치(TA)가 추정에 포함되었다. 자산규모가 큰 기업의 경우 정보비대칭성이 낮고 재무제약 발생 가능성이 낮다. 총자산수익률(ROA)은 당기순이익/총자산의 비율로 측정되며 기업의 수익성을 지표한다. 총자산수익률의 변동성(SD\_ROA)은 매년 5년 단위 이동평균에 기초하여 산출된 연도별 ROA의 표준편차이다. 주가의 변동성(VOL\_RET)은 변동성은 연도 말 기준 직전 12개월 주가의 월별 평균에 대한 표준편차이다.

<표 1>은 재량적 이익조정 측정치, 경영자 교체 관련 변수, 재무제약 측정 변수, 기업의 재무적 특성을 통제하는 변수 등 본 연구의 다양한 추정모형에 활용된 종속변수 및 설명변수의 정의를 요약한다.

## 2. 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 영향

본 연구에서 주주와 경영자 간의 대리인 구조 하에서 교체 시기 경영자의 사적 이익 추구 행위의 지표로 재량적 이익조정 추정치를 활용한다. 수정Jones모형(Dechow *et al.*, 1995)의 산업-연도별 횡단면 분석에 의한 재량적 이익조정액 추정치를 종속변수로 설정하여 다음 식 (2)의 고정효과 패널회귀모형을 기본모형으로 하여 표본 기업의 다양한 통제 하에서 실증분석을 수행한다.

$$EM_{it} = \alpha + \beta TURNOVER_{it} + \delta FC_{it-1} + \gamma X_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

종속변수인 재량적 이익조정 측정치는  $t$ 기 측정치, 경영자 교체 더미변수 변수는  $t$ 기 측정치, 재무제약 더미변수는  $t$ 기 측정치, 기업의 재무적 특성 통제변수는  $t-1$ 기 측정치가 추정에 포함되었다. 경영자의 재량적 이익조정이 상향 및 하향 모두 가능함을 고려하여 종속변수인 재량적 이익조정 추정치  $EM_{it}$ 는 절댓값 ABS\_DACC, 양(+)의 값(DACC>0), 음(-)의 값(DACC<0)으로 분류하여 추정한다. 종속변수인 재량적 이익조정 추정치를 양(+)의 값 및 음(-)의 값으로 분류하여 회귀분석 하는 것은 기업을 재량적 이익조정 추정치에 근거하여 하위표본으로 분류하여 패널회귀분석을 수행하는 것을 의미하기도 한다. 경영자 교체 변수  $TURNOVER_{it}$ 는 강제적 경영자 교체와 자발적 경영자 교체를 모두 포함하는

경영자 교체 더미변수  $D\_TURNOVER_{it}$ , 강제적 경영자 교체 더미변수  $D1\_TURNOVER_{it}$ , 자발적 경영자 교체 더미변수  $D2\_TURNOVER_{it}$ 로 분류되어 핵심 가설검증 변수로 추정모형에 포함된다.<sup>3)</sup> 재무제약 변수  $FC_{it}$ 는  $D\_WWI_{it}$ ,  $D\_KZI_{it}$ ,  $D\_DPR_{it}$  등 3가지의 더미변수가 추정에 포함된다. 기업의 재무적 특성 통제변수  $X_{it-1}$ 는  $TA_{it-1}$ ,  $AP_{it-1}$ ,  $ROA_{it-1}$ ,  $SD\_ROA_{it-1}$ ,  $VOL\_RET_{it-1}$  등이 포함된다. 이후 변수의 기업 및 기간 표시 하첨자는 생략한다.

<표 2>는 2002~2019년의 기간 동안 각 연도별로 전체, 총경영자 교체, 강제적 경영자 교체, 자발적 경영자 교체 표본 기업의 수를 요약한다. 또한 경영자 교체 후 신임 경영자를 외부에서 선임하는 표본 기업의 수, 교체된 경영자가 동종업종의 경영자로 이직하는 표본 수, 경영권 교체가 발생한 표본 기업의 수 등을 요약한다. 이와 같은 표본분류는 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 영향을 추정할 때 변수의 설정, 표본의 통제 등에 활용될 수 있다.

<표 3>은 재무제약 측정치인 Whited-Wu Index(WWI), Kaplan-Zingales Index(KZI), 배당성향(DPR)을 이용하여 전체 표본에서 재무제약 기업을 분류하고 경영자의 강제적 교체와 자발적 교체 발생 하위표본으로 분류한 기업수를 보여준다. Whited-Wu Index(WWI) 및 Kaplan-Zingales Index(KZI) 상위 20% 이내에 속하는 표본은 재무제약 기업으로 분류되며 배당성향(DPR) 하위 20% 이내에 속하는 표본은 재무제약 기업으로 분류된다. 재무제약 기업으로 분류된 표본 내에서 강제적 경영자 교체 기업수가 자발적 경영자 교체 기업수보다 많음을 보여준다.

<표 4>는 종속변수, 가설검증변수, 통제변수의 기초통계를 요약한다. 종속변수인 재량적 이익조정 측정치의 절댓값( $ABS\_DACC$ ), 재량적 이익조정 측정치( $DACC$ ), 재무제약 측정치인 Whited-Wu Index(WWI), Kaplan-Zingales

3) 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 인과관계를 분석함에 있어서  $t-1$ 기 경영자 교체와  $t$ 기 재량적 이익조정 간에 시차를 두는 것은 전임 경영자 교체 이후 재량적 이익조정을 분석하는 것이 되어 신임 경영자에 의한 Big Bath 검증으로 귀결된다. 따라서  $t$ 기의 경영자 교체가  $t$ 의 재량적 이익조정에 미치는 영향을 분석하는 방식이 현직 경영자의 교체(예상) 시기 재량적 이익조정을 추정하는 방식이 될 수 있다. 또한 재량적 이익조정이 단일 회계연도에 발생하기 보다는 2~3년의 회계연도에 걸쳐 조정된 발생액에서 도출되므로  $t$ 년도 중 경영자의 교체(예상)와  $t$ 년도 말 재량적 이익조정 간에 인과관계 설정이 가능하다.  $t$ 기의 경영자 교체가  $t$ 기의 재량적 이익조정에 미치는 영향을 분석한 선행연구의 일례로 Choi *et al.*(2014)을 참조하면 경영자 교체의 공시시점( $t+1$ 기)보다는 경영자 교체가 예상되고 실제 발생하는 회계연도( $t$ 기)에서 경영자 교체와 재량적 이익조정 간의 관계를 분석하는 방식이 경제적으로 의미 있는 인과관계 설정이 된다.

&lt;표 2&gt; 경영자 교체 기업 표본의 연도별-유형별 분류

연도	전체 표본기업	총교체	강제적 교체	자발적 교체	외부 선임	동종업종 잔류	경영권 교체
2002	1,325	137	63	74	36	22	17
2003	1,357	170	90	80	54	17	25
2004	1,438	113	65	48	33	17	20
2005	1,494	179	86	93	46	32	25
2006	1,560	200	108	92	56	36	32
2007	1,631	187	108	79	63	33	42
2008	1,658	227	126	101	65	37	47
2009	1,698	236	121	115	55	41	23
2010	1,744	210	102	108	48	26	32
2011	1,788	212	108	104	36	42	18
2012	1,843	226	118	108	42	39	25
2013	1,887	252	119	133	48	29	21
2014	1,913	258	120	138	40	28	23
2015	1,943	274	140	134	64	29	41
2016	1,995	315	163	152	87	22	60
2017	2,040	343	186	157	86	24	53
2018	2,056	340	173	167	84	19	53
2019	2,066	218	118	100	77	13	54
총합	31,436	4,097	2,114	1,983	1,020	506	612

Index(KZI), 배당 성향(Dividend Payout Ratio: DPR), 통제변수로 총자산(TA), 총자산수익률(ROA), 총자산수익률 변동성(SD\_ROA), 주가변동성(VOL\_RET) 등의 표본수, 평균값, 1분위수, 중간값, 3분위수, 표준편차를 요약한다. 기술통계는 2002년부터 2019년까지 20,126개의 기업-연도 표본에서 산출되었다. 모든 연속변수들(continuous variables)은 양극단 1% 수준에서 조정하였다(winsorized).

<표 5>는 강제적 경영자 교체 여부에 따라 주요 변수의 기술통계량을 요약한다. <표 5> 패널A에서는 본 연구의 고정효과 패널회귀분석에서 주요 가설검증 변수로 강제적 경영자 교체 더미변수 D1\_TURNOVER가 추정에 활용되어 전체 표본을 강제적 경영자 교체 발생 하위표본과 경영자 교체 비발생 및 자발적 경영자 교체 하위표본으로 분류하여 주요 변수의 기술통계량을 요약하고 두 하위 표본 간의 평균값 차이  $t$ -검정 결과를 보고한다. 수정Jones모형(Dechow *et al.*,

&lt;표 3&gt; 재무제약과 경영자 교체 유형에 따른 기업 표본의 연도별-유형별 분류

재무제약 지표	WWI에 의한 재무제약 기업		KZI에 의한 재무제약 기업		DPR에 의한 재무제약 기업	
	강제적 교체	자발적 교체	강제적 교체	자발적 교체	강제적 교체	자발적 교체
2002	63	74	28	30	40	34
2003	38	20	41	27	59	39
2004	41	24	29	11	50	24
2005	45	23	38	29	61	45
2006	46	20	50	35	72	30
2007	48	16	46	32	82	32
2008	55	24	48	34	80	40
2009	42	25	54	37	85	53
2010	45	31	46	29	74	48
2011	30	23	36	36	61	47
2012	43	15	46	41	79	51
2013	42	24	48	56	81	68
2014	37	24	51	62	83	75
2015	46	25	62	46	99	67
2016	64	30	58	47	110	72
2017	69	20	69	43	125	67
2018	70	17	60	51	127	89
2019	54	28	50	30	98	70
총합	878	462	860	676	1,466	951

&lt;표 4&gt; 기술통계

	표본수	평균값	1분위수	중위수	3분위수	표준편차
ABS_DACC2	20,126	0.0946	0.0268	0.0613	0.1195	0.1205
DACC	20,126	-0.0093	-0.0719	-0.0081	0.0508	0.1529
WWI	20,126	-0.8586	-0.9165	-0.8591	-0.7974	0.09413
KZI	20,126	-2.5705	-1.8997	-0.1890	0.9528	12.0461
DPR	20,126	0.1423	0	0.0295	0.2080	0.3716
LTA	20,126	19.1254	18.1070	18.8383	19.8718	1.4851
ROA	20,126	0.0381	0.0090	0.0379	0.0757	0.0753
SD_ROA	20,126	0.0435	0.0175	0.0311	0.0548	0.0404
VOL_RET	20,126	0.1383	0.0836	0.1180	0.1678	0.0824

<표 5> 경영자 교체 분류에 따른 기술통계 및 평균값 차이 t-검정

패널A: 강제적 경영자 교체 표본 기업 vs 경영자 교체 비발생 + 자발적 경영자 교체 표본 기업											
변수	강제적 경영자 교체 표본 기업					경영자 교체 비발생 + 자발적 경영자 교체 표본 기업					평균값 차이
	표본수	평균값	최솟값	최댓값	표준편차	표본수	평균값	최솟값	최댓값	표준편차	t-검정
ABS_DACC	1,762	0.1397	0.0	3.6201	0.1992	18,364	0.0903	0.0	3.3994	0.1090	0.0404***
DACC	1,762	-0.0110	-1.4283	3.6201	0.2431	18,364	-0.0091	-1.9430	3.3994	0.1413	-0.0019***
WWI	1,762	-0.8303	-1.0988	-0.5405	0.1083	18,364	-0.8613	-1.0988	-0.5405	0.0922	0.0031***
KZI	1,762	-2.6082	-97.6671	11.7594	13.6320	18,364	-2.5668	-97.6671	11.7594	11.8832	-0.0394***
DPR	1,762	0.0896	-1.0065	2.08050	0.3325	18,364	0.1473	-1.0065	2.0805	0.3748	-0.0577***
LTA	1,762	18.9291	15.7006	23.7359	1.6670	18,364	19.1443	15.7006	23.7359	1.4652	-1.2152***
ROA	1,762	0.0042	-0.2523	0.2579	0.0963	18,364	0.0413	-0.2523	0.2579	0.0721	-0.0371***
SD_ROA	1,762	0.0617	0.0036	0.2433	0.0555	18,364	0.0419	0.0036	0.2433	0.0382	0.0198***
VOL_RET	1,762	0.1753	0.0336	0.4933	0.1069	18,364	0.1351	0.0336	0.4933	0.0788	0.0402***
패널B: 강제적 경영자 교체 표본 기업 vs 자발적 경영자 교체 표본 기업											
변수	강제적 경영자 교체 표본 기업					자발적 경영자 교체 표본 기업					평균값 차이
	표본수	평균값	최솟값	최댓값	표준편차	표본수	평균값	최솟값	최댓값	표준편차	t-검정
ABS_DACC	1,762	0.1397	0.0	3.6201	0.1992	1,689	0.0983	0.0	1.7645	0.1301	0.0414***
DACC	1,762	-0.0110	-1.4283	3.6201	0.2431	1,689	-0.0071	-1.3462	1.7645	0.1629	-0.0039***
WWI	1,762	-0.8303	-1.0988	-0.5405	0.1083	1,689	-0.8752	-1.0988	-0.5405	0.1055	0.0449***
KZI	1,762	-2.6082	-97.6671	11.7594	13.6320	1,689	-2.0428	-97.6671	11.7594	11.3597	-0.5654***
DPR	1,762	0.0896	-1.0065	2.08050	0.3325	1,689	0.1425	-1.0065	2.0805	0.3740	-0.0529***
LTA	1,762	18.9291	15.7006	23.7359	1.6670	1,689	19.5146	15.7006	23.7359	1.7516	-0.5855***
ROA	1,762	0.0042	-0.2523	0.2579	0.0963	1,689	0.0298	-0.2523	0.2579	0.0768	-0.0256***
SD_ROA	1,762	0.0617	0.0036	0.2433	0.0555	1,689	0.0423	0.0036	0.2433	0.0406	0.0194**
VOL_RET	1,762	0.1753	0.0336	0.4933	0.1069	1,689	0.1380	0.0336	0.4933	0.0840	0.0373***



1995)에 의하여 도출된 재량적 이익조정 추정치의 절댓값 ABS\_DACC 변수의 경우 경영자 교체 발생 표본의 평균값이 유의하게 높으나 재량적 이익조정 추정치 DACC 변수의 경우 경영자 교체 비발생 및 자발적 경영자 교체 발생 표본의 평균값이 유의하게 높게 도출되어 보고 이익의 상향 및 하향조정이 두 하위표본 간에 혼재하는 것으로 추론된다. DACC 변수의 경우 경영자 교체 비발생 및 자발적 경영자 교체 표본에 비하여 강제적 경영자 교체 발생 표본의 낮은 최솟값, 높은 최댓값, 높은 표준편차가 도출되었다. 이와 같은 재량적 이익조정치의 기술 통계상의 특성은 기존 문헌의 방식과 같이 DACC보다는 ABS\_DACC를 활용하여 실증분석을 수행하는 것이 필요함을 시사한다(Hazarika *et al.*, 2012).

<표 5> 패널A에서 재무제약 측정치의 경우 WWI는 강제적 경영자 교체 발생 표본의 평균값이 유의하게 높으나 KZI는 경영자 교체 비발생 및 자발적 경영자 교체 발생 표본의 평균값이 유의하게 높게 추정되었다. DPR의 경우에는 강제적 경영자 교체 발생 표본의 평균값이 유의하게 낮게 추정되었다. TA, ROA 등 기업의 재무적 건정성을 지표하는 변수는 경영자 교체 비발생 및 자발적 경영자 교체 발생 표본의 평균값이 유의하게 높게 추정되었으며 SD\_ROA, VOL\_RET 등 기업의 재무적 위험 및 기업가치의 변동성을 지표하는 변수는 강제적 경영자 교체 발생 표본의 평균값이 유의하게 높게 도출되었다.

<표 5> 패널B에서는 경영자가 교체된 표본을 강제적 및 자발적 경영자 교체 하위표본으로 분류하여 주요 변수의 기술통계량을 요약하고 두 하위표본 간의 평균값 차이  $t$ -검정 결과를 보고한다. <표 5> 패널A와 패널B의 기술통계 및 평균값 차이  $t$ -검정 결과는 유사하다.

<표 5> 패널A와 패널B는 기술통계 및 평균값 차이  $t$ -검정은 재무제약 측정치의 선택에 있어서 WWI, KZI, DPR 등 다양한 측정치를 활용하여 개별 변수의 유의성과 경제적 의미를 비교하면서 실증분석이 수행될 필요가 있음을 제시하는 단변량 분석 결과이다. 또한 기업의 재무적 상황 및 경영자의 경제적 유인에 따라 재량적 발생액은 상향 및 하향조정이 모두 가능하며, 본 연구는 ABS\_DACC를 종속변수로 설정하여 전체 표본을 분석하고 동시에 상향(DACC>0) 및 하향(DACC<0) 재량적 이익조정 하위표본으로 전체 표본을 분류하여 경영자 교체, 재무제약 등 주요 가설검증 변수가 재량적 이익조정에 미치는 영향을 분석할 필요성을 제시한다.

<표 6>은 주요 변수들 간의 Pearson 상관계수를 요약한다. ABS\_DACC는

&lt;표 6&gt; Pearson 상관관계 분석

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) ABS_DACC	1.000										
(2) DACC	0.328***	1.000									
(3) D1_TURNOVER	0.075***	-0.020***	1.000								
(4) D2_TURNOVER	-0.008	-0.004	-0.070***	1.000							
(5) D_WWI	0.185***	-0.094***	0.037***	-0.064***	1.000						
(6) D_KZI	0.027***	-0.056***	-0.012**	-0.046***	0.272**	1.000					
(7) D_DPR	0.174***	-0.046***	0.080***	-0.034***	0.487***	0.337***	1.000				
(8) TA	-0.050***	0.008	0.019***	0.060***	-0.089**	0.034**	-0.085***	1.000			
(9) ROA	-0.086***	0.141***	-0.146***	-0.042***	-0.280***	-0.298***	-0.389***	0.027***	1.000		
(10) SD_ROA	0.270***	-0.051***	0.140***	-0.013*	0.346***	0.084**	0.333***	-0.058***	-0.252***	1.000	
(11) VOL_RET	0.193***	-0.016**	0.139***	-0.006	0.272***	0.119***	0.263***	-0.079***	-0.169***	0.261***	1.000

DACC와 유의한 양(+)의 상관관계, D1\_TURNOVER와 유의한 양(+)의 상관관계, D2\_TURNOVER와 유의하지 않은 음(-)의 상관관계를 갖는다. DACC는 D1\_TURNOVER와 유의한 음(-)의 상관관계, D2\_TURNOVER와 유의하지 않은 음(-)의 상관관계를 갖는다. DACC가 D1\_TURNOVER와 유의한 음(-)의 상관관계를 갖는 것은 경영자 교체 시기에 보고 이익의 상향 및 하향의 양방향 재량적 이익조정이 경영자의 유인 및 기업의 재무적 상황에 따라서 발생할 수 있음을 보여주는 단변량 분석 결과이다. ABS\_DACC는 D\_WWI, D\_KZI, D\_DPR 등 재무제약 측정치와 유의한 양(+)의 상관관계를 갖는 반면에, DACC는 D\_WWI, D\_KZI, D\_DPR 등 재무제약 측정치와 유의한 음(-)의 상관관계 갖는 것으로 추정되어 다변량 분석에서 종속변수를 ABS\_DACC, 양(+)의 DACC, 음(-)의 DACC로 분류하여 추정 결과를 도출하는 것이 적절할 것으로 예상된다. ABS\_DACC와 TA, ROA 변수는 음(-)의 상관관계, ABS\_DACC와 SD\_ROA, VOL\_RET와는 양(+)의 상관관계가 도출되어 기업의 재무적 안정성을 지표하는 변수는 ABS\_DACC와 음(-)의 상관관계, 수익성의 변동성 및 기업가치의 변동성을 지표하는 변수는 ABS\_DACC와 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 추정되었다. 기업의 재무적 상황 및 경영자의 경제적 유인에 따라 재량적 발생액은 상향 및 하향조정이 모두 가능하다. 본 연구는 전체 표본에 대하여 재량적 이익의 조정 방향과는 무관하게 이익조정 수준을 대상으로 실증분석을 수행하는 경우, 재량적 이익조정 추정치의 절댓값인 ABS\_DACC를 종속변수로 설정하여 분석한다. 또한 전체 표본을 보고 이익의 상향조정(DACC>0) 및 하향조정(DACC<0) 하위 표본으로 분류하여 재량적 이익의 조정 방향이 통제된 각각의 하위표본에서 경영자 교체, 재무제약 등 주요 가설검증 변수가 재량적 이익조정에 미치는 영향을 분석한다. 재량적 이익의 상향조정은 과대 보고 이익, 하향조정은 평활화(smoothing)된 보고 이익을 각각 의미한다.

<표 7>은 수정Jones모형(Dechow *et al.*, 1995)으로 도출한 재량적 이익조정 추정치를 종속변수로 설정한다. 전체 표본에 대해서는 재량적 이익조정 추정치의 절댓값 ABS\_DACC, 양(+)의 재량적 이익조정 추정치를 갖는 하위표본((DACC>0) 및 음(-)의 재량적 이익조정 추정치를 갖는 하위표본(DACC<0)에서는 재량적 이익조정 추정치(DACC)를 종속변수로 설정하여 경영자 교체(강제적 경영자 교체+자발적 경영자 교체), 강제적 경영자 교체, 자발적 경영자 교체를 주요 설명변수로 하여 고정효과 패널회귀 기본모형을 추정한 결과를 제시한다. 경영자 교체 더미변수 D\_TURNOVER, 강제적 경영자 교체 더미변수 D1\_TURNOVER,



자발적 경영자 교체 더미변수 D2\_TURNOVER가 각각 가설검증 변수로 추정에 포함된다. 공통의 통제변수로 TA, ROA, SD\_ROA, VOL\_RET 등이 추정모형에 포함되었다.

재량적 이익조정 추정치의 절댓값 ABS\_DACC를 종속변수로 하는 전체 표본의 추정 모형 (1), (2), (3)에서 경영자 교체 더미변수 D\_TURNOVER는 유의한 양(+)의 계수, 강제적 경영자 교체 더미변수 D1\_TURNOVER는 유의한 양(+)의 계수, 자발적 경영자 교체 더미변수 D2\_TURNOVER는 유의하지 않은 양(+)의 계수로 각각 추정되었다. 양(+)의 재량적 이익조정 추정치 하위표본의 모형 (4), (5), (6)에서 경영자 교체 더미변수 D\_TURNOVER는 유의한 양(+)의 계수, 강제적 경영자 교체 더미변수 D1\_TURNOVER는 유의한 양(+)의 계수, 자발적 경영자 교체 더미변수 D2\_TURNOVER는 유의하지 않은 양(+)의 계수로 각각 추정되었다. 음(-)의 재량적 이익조정 추정치 하위표본의 모형 (7), (8), (9))에서 경영자 교체 더미변수 D\_TURNOVER는 유의한 음(-)의 계수, 강제적 경영자 교체 더미변수 D1\_TURNOVER는 유의한 음(-)의 계수, 자발적 경영자 교체 더미변수 D2\_TURNOVER는 유의하지 않은 음(-)의 계수로 각각 추정되었다.

모형 (1), (2), (3)에서 TA는 유의하지 않은 음(-)의 계수, ROA는 유의한 음(-)의 계수, SD\_ROA, VOL\_RET는 유의한 양(+)의 계수로 추정되어 기업의 재무적 안정성을 지표하는 변수는 재량적 이익조정에 음(-)의 영향을, 수익성의 변동성 및 기업가치의 변동성을 지표하는 변수는 양(+)의 영향을 미치는 것으로 추정되었다. 모형 (4), (5), (6)에서 TA는 유의하지 않은 음(-)의 계수, ROA는 유의한 음(-)의 계수, SD\_ROA, VOL\_RET는 유의한 양(+)의 계수로 추정되어 기업의 재무적 안정성을 지표하는 변수는 재량적 이익조정에 음(-)의 영향을, 수익성의 변동성 및 기업가치의 변동성을 지표하는 변수는 양(+)의 영향을 미치는 것으로 추정되었다. 모형 (6), (7), (8)에서 TA는 유의한 양(+)의 계수로 추정되었으나 추정계수의 크기가 0이다. ROA, SD\_ROA, VOL\_RET 변수는 유의한 음(-)의 계수로 추정되어 모형 (4), (5), (6)에서의 추정 결과와 반대의 부호가 도출되었다.

<표 7>의 추정 결과는 상향 및 하향조정의 방향성과 상관없이 재량적 이익조정 절댓값 ABS\_DACC에 경영자 교체가 양(+)의 영향을 미치며 재량적 이익 상향조정 및 하향조정 하위표본의 경우에는 경영자 교체 및 통제변수의 영향이 반대방향으로 작용함을 시사한다. 재량적 이익의 상향조정 하위표본(DACC>0)에서 강제적 경영자 교체가 재량적 이익조정에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 도출된 추정 결과는 재량적 이익조정을 통한 과대 이익 보고를 통한 사적 이익

추구, 경영자 참호 형성, 교체 후 이직 시 유리한 상황의 형성 등을 위한 교체(예정)될 경영자의 도덕적 해이 및 대리인 문제의 존재를 실증한다. 재량적 이익의 하향조정 하위표본(DACC<0)에서 강제적 경영자 교체가 재량적 이익조정에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 도출된 추정 결과는 이익평활화가 발생하는 하위표본에서 경영자의 강제적 교체(예상)는 경영자의 도덕적 해이를 유인하기보다는 경영자 교체가 기업의 이익평활화 행태를 강화하는 것으로 해석된다. <표 7>의 모든 모형에서 자발적 경영자 교체 더미변수 D2\_TURNOVER의 계수는 통계적으로 유의하지 않게 추정되었으며 자발적 경영자 교체는 교체(예정) 경영자의 기회주의적 과대 이익 보고(재량적 이익의 상향조정)와 이익평활화(재량적 이익 하향조정) 모두에 영향을 미치지 않는 것으로 않는 것으로 해석된다.

### 3. 재무제약 및 비재무제약 하에서 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 영향

<표 7>의 추정 결과에서 재량적 이익의 상향 및 하향조정 방향에 따라서 강제적 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 영향이 반대 방향으로 작용하는 추정 결과가 도출되고 기업재무 통제변수의 부호가 반대방향으로 추정되었다. 따라서 경영자 교체 요인 외에도 기업의 재량적 이익조정에 영향을 미치고 기업의 재무적 상황을 보다 포괄적으로 설명할 수 있는 통제변수로 재무제약 요인을 추가하여 경영자 교체의 영향을 검증하고 경영자 교체와 결합된 영향을 추정하는 것이 필요하다. <표 8>에서는 재무제약 더미변수인 D\_WWI, D\_KZI, D\_DPR을 각각 추가적인 가설검증 변수로 추정에 포함되었다.

<표 8>은 수정Jones모형(Dechow *et al.*, 1995)으로 추정한 재량적 이익조정 추정치를 종속변수로 설정한다. 전체 표본에 대해서는 재량적 이익조정 추정치의 절댓값 ABS\_DACC, 양(+)의 재량적 이익조정 추정치를 갖는 하위표본((DACC>0), 음(-)의 재량적 이익조정 추정치를 갖는 하위표본(DACC<0)에서는 재량적 이익조정 추정치(DACC)를 종속변수로 설정하여 강제적 경영자 교체를 핵심 가설검증 변수로 하여 고정효과 패널회귀모형을 추정한 결과를 제시한다. <표 7>에서 강제적 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 영향이 일관되게 유의한 것으로 도출되어 <표 8>에서는 강제적 경영자 교체 더미변수 D1\_TURNOVER를 핵심 가설검증 변수로 포함하고 <표 7>에서와 같이 TA, ROA, SD\_ROA, VOL\_RET가 공통적으로 통제변수로 추정모형에 포함되었다.



재량적 이익조정 추정치의 절댓값 ABS\_DACCC를 종속변수로 하는 전체 표본의 추정 모형 (1), (2), (3)에서 강제적 경영자 교체 더미변수 D1\_TURNOVER는 모두 유의한 양(+)의 계수로 추정되었다. 재무제약 더미변수 D\_WWI, D\_KZI, D\_DPR은 각각 유의한 양(+)의 계수로 추정되어 재무제약 요인은 재량적 이익조정에 양(+)의 영향을 미친다. 여타 통제변수의 추정계수의 유의성과 부호는 <표 7>의 추정 결과와 유사하다.

<표 7>의 추정 결과와 유사하게 <표 8>에서 양(+)의 재량적 이익조정 추정치(DACC>0)를 종속변수로 하는 모형 (4), (5), (6)에서 강제적 경영자 교체 더미변수 D1\_TURNOVER는 모두 유의한 양(+)의 계수로 추정되었다. 모형 (1)에서 재무제약 더미변수 D\_WWI는 유의한 양(+)의 계수로 추정되었으나 모형 (2), (3)에서 재무제약 더미변수 D\_KZI, D\_DPR은 각각 유의하지 않은 양(+)의 계수로 추정되었다. 음(-)의 재량적 이익조정 추정치(DACC<0)를 종속변수로 하는 모형 (7), (8), (9)에서 강제적 경영자 교체 더미변수 D1\_TURNOVER는 모두 유의한 음(-)의 계수로 추정되었다. 모형 (1)에서 재무제약 더미변수 D\_WWI는 유의하지 않은 음(-)의 계수로 추정되었으며, 모형 (2), (3)에서 재무제약 더미변수 D\_KZI, D\_DPR은 각각 유의한 음(-)의 계수로 추정되었다.

<표 7>의 추정 결과와 유사하게 <표 8>의 모형 (4), (5), (6)에서 TA는 유의하지 않은 음(-)의 계수, ROA는 유의한 음(-)의 계수, SD\_ROA, VOL\_RET는 유의한 양(+)의 계수로 추정되어 기업의 재무적 안정성을 지표하는 변수는 재량적 이익조정에 음(-)의 영향을, 수익성의 변동성 및 기업가치의 변동성을 지표하는 변수는 양(+)의 영향을 미치는 것으로 추정되었다. 모형 (6), (7), (8)에서 TA는 유의한 양(+)의 계수로 추정되었으나 추정계수의 크기가 0으로 실질적 의미가 없는 것으로 해석할 수 있다. ROA, SD\_ROA, VOL\_RET 변수는 유의한 음(-)의 계수로 추정되어 모형 (4), (5), (6)에서의 추정 결과와 반대의 부호가 도출되었다.

<표 8>의 추정 결과는 전체 표본에 있어서 상향 및 하향조정의 방향성과 상관없이 강제적 경영자 교체는 재량적 이익조정 추정치의 절댓값 ABS\_DACCC를 증가시킴을 보여준다. 재량적 이익의 상향조정(DACC>0)과 하향조정(DACC<0) 하위표본의 경우에 경영자 교체 및 통제변수의 영향이 반대방향으로 작용함을 시사한다. 강제적 경영자 교체가 재량적 이익의 상향조정 하위표본에서 DACC에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 도출된 추정 결과는 재량적 이익조정을 통한 과대 이익 보고를 통한 사적 이익 추구, 자신이 형성한 참호의 유지, 교체 이직 시 유리한 상황의 형성 등을 위한 교체(예정)될 경영자의 도덕적 해이 및 대



리인 문제의 존재를 실증하는 추정 결과로 해석될 수 있다. 강제적 경영자 교체가 재량적 이익의 하향조정 하위표본에서 DACC에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 도출된 추정 결과는 교체(예정)될 경영자의 도덕적 해이를 유인하기보다는 경영자 교체가 기업의 이익평활화 행태에 양(+의 영향을 미치는 것으로 해석될 수 있다. <표 8>에서 재무제약 더미변수 D\_WWI가 모형 (1)과 모형 (4)에서 유의한 양(+의 계수로 추정되었으며 재무제약이 과대 이익 보고를 발생시키는 것으로 추론된다. D\_KZI는 모형 (2)에서 유의한 양(+의 계수, 모형 (5)에서 유의하지 않은 양(+의 계수, 모형 (8)에서 유의한 음(-)의 계수로 추정되었다. D\_DPR은 모형 (3)에서 유의한 양(+의 계수, 모형 (6)에서 유의하지 않은 양(+의 계수, 모형 (9)에서 유의한 음(-)의 계수로 추정되었다.

<표 9>는 수정 Jones모형(Dechow *et al.*, 1995)으로 추정한 재량적 이익조정 추정치가 양(+의 값(DACC>0)이고 D\_WWI=1, D\_KZI=1, D\_DPR=1인 재무제약 조건을 각각 만족하는 하위표본과 재량적 이익조정 추정치가 음(-)의 값(DACC<0)이고 D\_WWI=0, D\_KZI=0, D\_DPR=0인 비재무제약 조건을 각각 만족하는 하위표본으로 전체 표본을 분류하여 재무제약이 통제된 각각의 하위표본에서 강제적 경영자 교체 더미변수 D1\_TURNOVER가 재량적 이익조정에 미치는 영향을 고경효과 패널회귀모형으로 추정한다. DACC>0 및 D\_WWI=1, D\_KZI=1, D\_DPR=1인 재무제약 조건을 각각 만족하는 하위표본의 모형 (1), (2), (3)에서 강제적 경영자 교체 더미변수 D1\_TURNOVER가 모두 유의한 양(+의 계수로 추정되었다. DACC<0 및 D\_WWI=0, D\_KZI=0, D\_DPR=0인 비재무제약 조건을 각각 만족하는 하위표본에서는 모형 (4), (5)에서 D1\_TURNOVER가 유의한 음(-)의 계수로 추정되었고 모형 (6)에서는 유의하지 않은 음(-)의 계수로 추정되었다. TA, ROA, SD\_ROA, VOL\_RET가 공통의 통제변수로 추정모형에 포함되었으며 <표 7> 및 <표 8>의 추정 결과와 비교하여 부호는 유사하게 추정되었으나 통계적 유의성이 전반적으로 상실되었다. <표 9>의 추정 결과는 기업의 재무제약 상황에 따라서 강제적 경영자 교체의 영향이 상반되게 도출됨을 보여주며, 재무제약 기업 하위표본에서는 강제적 경영자 교체가 보고 이익의 상향조정을 발생시키며, 비재무제약 기업 하위표본에서는 이익평활화가 발생하는 상황에서 강제적 경영자 교체가 이익평활화를 더욱 확대시키는 요인으로 작용함을 보여준다.

본 연구의 실증분석 결과는 가설 1~3을 지지한다. 경영자 교체는 기업의 재무제약과 결합되어 과대 보고 이익 기업의 경우에는 재량적 이익조정을 증가시켜 경영자의 도덕적 해이를 확대시키는 요인으로 작동하고 이익을 평활화는 하는

&lt;표 9&gt; 재무제약 및 비재무제약 표본 통제 하에서 강제적 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 영향

	양(+) 의 재량적 이익조정 및 재무제약 기업 하위표본	양(+) 의 재량적 이익조정 및 재무제약 기업 하위표본	양(+) 의 재량적 이익조정 및 재무제약 기업 하위표본	음(-) 의 재량적 이익조정 및 비재무제약 기업 하위표본	음(-) 의 재량적 이익조정 및 비재무제약 기업 하위표본	음(-) 의 재량적 이익조정 및 비재무제약 기업 하위표본
재무제약 측정치	WWI	KZI	DPR	WWI	KZI	DPR
종속변수	DACC>0	DACC>0	DACC>0	DACC<0	DACC<0	DACC<0
추정모형	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
DI_TURNOVER	0.0395** (2.29)	0.0271* (1.94)	0.0371*** (3.05)	-0.0071* (-1.68)	-0.0118** (-2.16)	-0.0064 (-1.25)
TA	-0.0000 (-0.09)	-0.0000 (-0.98)	-0.0000 (-1.54)	0.0000 (1.03)	0.0000 (1.24)	0.0000 (1.34)
ROA	-0.2143** (-2.52)	-0.2004** (-2.18)	-0.1938** (-1.98)	0.0433 (1.27)	0.0721* (1.93)	-0.0300 (-0.95)
SD_ROA	0.1775 (1.17)	0.4992*** (3.05)	0.1744 (1.35)	-0.1797*** (-3.26)	-0.0518 (-0.97)	-0.1067 (-1.61)
VOL_RET	0.0776 (1.51)	-0.0114 (-0.25)	0.0469 (1.29)	-0.0428** (-2.41)	-0.0316 (-1.56)	-0.0453*** (-2.68)
Constant	-0.0153 (-0.14)	0.0208 (0.37)	0.0046 (0.06)	-0.0562** (-2.45)	-0.0587 (-1.63)	-0.0537*** (-3.40)
표본수	1,463	2,540	3,794	7,702	6,871	4,929
패널수	617	800	1,102	1,459	1,400	1,108
Adjusted R <sup>2</sup>	0.071	0.042	0.052	0.027	0.024	0.033
연도고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
산업고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

기업의 경우에는 경영자 교체 시기 이익평활화가 더욱 확대되는 추정 결과가 도출되었다.

## V. 결론 및 요약

주주와 경영자 간의 대리인 구조 하에서 경영자는 기회주의적인 동기로 기업의 이익을 재량적으로 조정하고 사적 이익을 추구할 수 있으며 경영자를 감시 및 통제하는 메커니즘 디자인을 필요로 한다. 특히, 현직을 유지하고자 하는 경영자는 재직 중인 기업 내에 참호 형성 유인을 가지며 이직 시에도 유리한 상황과 경력을 조성할 유인을 갖는다. 이와 같은 요인들은 교체(예상) 시기 경영자로 하여금 재량적으로 이익을 상향 또는 하향조정하게 하는 유인을 발생시킬 수 있다. 본 연구는 경영자가 자신의 직위 유지와 사적 이익을 위하여 회계적 보고 이익을 재량적으로 조정할 수 있는 상황에서 경영자 교체가 대리인 문제를 통제하는 도구로 재량적 이익조정을 통제하는 메커니즘 디자인 도구로서 기능하는지 실증적으로 분석한다.

본 연구의 실증분석 결과는 자발적 경영자 교체는 재량적 이익조정에 영향을 미치지 않으며 강제적 경영자 교체가 재량적 이익조정에 미치는 영향은 기업의 재무적 상황에 의하여 방향이 결정됨을 보여준다. 재무제약 기업의 경우 교체(예상) 시기에 강제적 경영자 교체는 대리인 문제를 심화시키며 교체(예정)될 경영자의 보고 이익 상향조정 유인에 의하여 재량적 이익조정을 증가시킨다. 주주와 경영자의 대리인 구조 측면에서 경영자는 기업 내 참호 형성, 사적 이익 추구, 이직 시 유리한 상황의 조성 등의 유인으로 교체(예정) 시기에 재량적 이익을 상향조정하는 것으로 해석할 수 있다. 비재무제약 기업의 경우 교체(예상) 시기에 강제적 경영자 교체는 대리인 문제를 발생시키지 않으며, 기업의 재무적 건전성은 경영자의 보고 이익 하향조정을 유인하여 이익평활화를 위한 재량적 이익의 하향조정을 발생시키며, 강제적 경영자 교체 요인도 재량적 이익조정을 감소시키는 요인으로 도출되었다. 재량적 이익 상향조정 하위표본에서 재무제약은 재량적 이익조정을 증가시키며, 재량적 이익 하향조정 하위표본에서 재무제약은 재량적 이익조정을 감소시키며, 이와 같은 추정 결과는 재무제약 요인이 경영자 교체 요인과 결합하여 재량적 이익조정에 영향을 미치는 주요 요인임을 시사한다.

본 연구의 확장으로 실증분석 결과를 설명할 수 있는 이론의 모형화, 기업의

외부 및 내부 통제요인의 영향의 실증적 분석, 경영자 교체 및 재무제약 요인이 경영자 교체 이후 신입 경영자의 Big Bath에 미치는 영향의 실증적 분석 등이 가능하며, 이와 같은 연구의 확장은 본 연구의 실증 결과에 직접적으로 연계되어 학술적 기여를 제공할 수 있을 것으로 예상된다.

## 참 고 문 헌

- 곽영민 · 최종서, “최고경영자 교체유형과 이익조정 행태 간의 관련성,” 『회계학연구』 36(2), 2011, 129~184.
- 김민석 · 김한수 · 최관, “최고경영자 교체시점의 Big Bath 사례연구,” 『회계저널』 21(6), 2012, 401~429.
- 김지홍 · 고재민 · 고윤성, “적자 회피 및 이익 평균화를 위한 실제 이익조정 활동,” 『회계저널』 17(4), 2008, 31~63.
- 박승록 · 최두열, “대기업 투자의 적하효과 분석,” 『한국경제연구』 29(4), 2011, 207~235.
- 심동석 · 안창호, “최고경영자 교체와 기업가치,” 『회계정보연구』 10(1), 2012, 315~335.
- 이상돈 · 최호 · 설귀환, “인적자원이 기업성과에 미치는 영향분석 - 창조산업과 비창조산업 간 비교분석을 중심으로,” 『한국경제연구』 33(1), 2015, 149~168.
- 이아영 · 전성빈 · 박상수 · 최종학, “최고경영자의 교체이유와 내부승진 및 외부영입 최고경영자의 이익조정 수준의 차이,” 『회계학연구』 34(2), 2009, 45~78.
- 최종서 · 곽영민 · 백정한, “코스닥 신규상장 기업의 이익조정과 경영자 사적 이익 추구,” 『회계학연구』 35(3), 2010, 37~80.
- 황수경, “창의고용의 조작적 정의와 창의적 노동의 임금효과,” 『한국경제연구』 32(2), 2014, 37~68.
- Ali, A. and W. Zhang, “CEO Tenure and Earnings Management,” *Journal of Accounting and Economics*, 59, 2015, 60~79.
- Almeida, H., M. Campello, and M. Weisbach, “The Cash Flow Sensitivity of Cash,” *Journal of Finance*, 59, 2004, 1777~1804.

- Bergstresser, D. and T. Philippon, "CEO Incentives and Earnings Management," *Journal of Financial Economics*, 80, 2006, 511~529.
- Brown, K., "Ex Ante Severance Agreements and Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*, 32, 2015, 897~940.
- Burns, N. and S. Kedia, "The Impact of Performance-based Compensation on Misreporting," *Journal of Financial Economics*, 79, 2006, 35~67.
- Chen, T., G. Zhang, and Y. Zhou, "Enforceability of Non-compete Covenants, Discretionary Investments, and Financial Reporting Practices: Evidence from a Natural Experiment," *Journal of Accounting and Economics*, 65, 2018, 41~60.
- Cheng, Q. and T. Warfield, "Equity Incentives and Earnings Management," *Accounting Review*, 80, 2005, 441~476.
- Coughlan, A. and R. Schmidt, "Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 1985, 43~66.
- Choi, J., Y. M. Kwak, and C. Choe, "Earnings Management Surrounding CEO Turnover: Evidence from Korea," *ABACUS*, 50(1), 2014, 25~55.
- Dechow, P. and D. Skinner, "Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators," *Accounting Horizons*, 14(2), 2000, 235~250.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney, "Detecting Earnings Management," *Accounting Review*, 70, 1995, 193~225.
- Dechow, P., W. Ge, and C. Schrand, "Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences," *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2010, 344~401.
- DeFond, M. and C. W. Park, "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 23, 1997, 115~139.
- Denis, D. and D. Denis, "Firm Performance Changes Following Top Management Dismissals," *Journal of Finance*, 50, 1995, 1029~1057.
- Faulkender, M. and R. Wang, "Corporate Financial Policy and the Value of Cash," *Journal of Finance*, 61, 2006, 1957~1990.
- Gaver, J., K. Gaver, and J. Austin, "Additional Evidence on Bonus Plans and

- Income Management,” *Journal of Accounting and Economics*, 19, 1995, 3~28.
- Gopalan, R., T. Milbourn, T. F. Song, and A. Thakor, “Duration of Executive Compensation,” *Journal of Finance*, 69(6), 2014, 2777~2817.
- Hazarika, S., J. Karpoff, and R. Nahata, “Internal Corporate Governance, CEO Turnover, and Earnings Management,” *Journal of Financial Economics*, 104(1), 2012, 44~69.
- Healy, P., “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions,” *Journal of Accounting Economics*, 7, 1985, 85~107.
- Healy P. and L. Wahlen, “A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting,” *Accounting Horizons*, 13(4), 1999, 365~383.
- Hermalin, B. and M. Weisbach, “Information Disclosure and Corporate Governance,” *Journal of Finance*, 67(1), 2012, 195~233.
- Huson, M., R. Parrino, and L. Starks, “Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-term Perspective,” *Journal of Finance*, 56(6), 2001, 2265~2297.
- Jones, J., “Earnings Management during Import Relief Investigations,” *Journal of Accounting Research*, 29, 1991, 193~228.
- Kaplan, S. and B. Minton, “Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers,” *Journal of Financial Economics*, 36, 1994, 225~257.
- Kaplan, S. and L. Zingales, “Do Investment-cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?,” *Quarterly Journal of Economics*, 112, 1997, 169~215.
- Kothari, S., A. Leone, and C. Wasley, “Performance Matched Discretionary Accrual Measures,” *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 2005, 163~197.
- McAnally, M., A. Srivastava, and C. Weaver, “Executive Stock Options, Missed Earnings Targets, and Earnings Management,” *Accounting Review*, 83(1), 2008, 185~216.
- Murphy, K. and J. Zimmerman, “Financial Performance and Surrounding CEO

- Turnover,” *Journal of Accounting and Economics*, 16, 1993, 273~315.
- Pourciau, S., “Earnings Management and Nonroutine Executive Changes,” *Journal of Accounting and Economics*, 16, 1993, 317~336.
- Riedl, E. and S. Srinivasan, “Signaling Firm Performance through Financial Statement Presentation: An Analysis Using Special Items,” *Contemporary Accounting Research*, 27(1), 2010, 289~332.
- Schipper, K., “Commentary on Earnings Management,” *Accounting Horizons*, 3(4), 1989, 91.
- Warfield, T., J. Wild, and K. Wild, “Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, 20, 1995, 61~91.
- Warner, J., R. Watts, and K. Wruck, “Stock Prices and Top Management Changes,” *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 461~492.
- Wells, P., “Earnings Management Surrounding CEO Changes,” *Journal of Accounting and Finance*, 42, 2002, 169~193.
- Whited, T. and G. Wu, “Financial Constraints Risk,” *Review of Financial Studies*, 19(2), 2006, 531~559.

[Abstract]

# Determinants of Discretionary Earnings Management of Korean Firms: Effects of Management Turnover and Financial Constraints\*

Byung-Uk Chong\*\*

This paper intensively investigates whether management replacement affects agency problems while resulting in the upward or downward discretionary management of earnings around the time of management turnover. This paper also includes financial constraint measures as key possible determinants of discretionary earnings management in combination with management replacement. On the one hand, this paper provides consistent empirical findings that enforced management replacement possibly aggravates agency problem and increases discretionary earnings management in the subsample with positive discretionary earnings management. On the other hand, this paper also provides the findings that voluntary management replacement decreases discretionary earnings management possibly for the purpose of income smoothing in the subsample with negative discretionary earnings management. Overall, this paper shows that the management replacement, in combination with financial constraints, triggers management to seek for private benefits by either reporting overestimated income with positive discretionary earnings management or reporting underestimated income with negative discretionary earnings management for income smoothing.

**Keywords:** management replacement, agency structure, discretionary earnings management, income smoothing, financial constraints

**JEL Classification:** G3, D82, M4

---

\* This work was supported by the 2018 Research Fund of the University of Seoul.

\*\* Professor of Finance, College of Business Administration, University of Seoul, E-mail: chongbu@uos.ac.kr