

## 경영자 임기와 이익조정

### - 초기 및 말기 경영자의 단기지향성 -

최준혁\* · 김새로나\*\*

#### 〈요 약〉

**[연구목적]** 경영자는 임기 시점에 따라 이익조정에 대한 동기를 달리 가질 수 있다. 임기 초기의 경영자는 시장과 지배구조로부터 신뢰를 얻어내기 위해 단기적인 성과가 필요하고, 임기 말기의 경영자는 임기를 연장하거나 성과보수 등으로 장기적 시각을 놓칠 수 있다. 본 연구는 한 경영자의 임기 내에서 상대적인 이익조정 변화의 변화를 관찰해 본 연구이다.

**[연구방법]** 본 연구에서는 한 경영자의 임기가 진행됨에 따라 상대적인 이익조정 수준이 어떻게 달라지는지를 Ali and Zhang(2015)의 방법론을 이용하여 확인하였다.

**[연구결과]** 임기 초기 경영자의 발생액 이익조정 수준은 나머지 기간 대비 유의하게 높았다. 다만, 임기 말기에 대해서는 일관되지 않았다. 따라서 초기 경영자는 보다 이익상향의 동기를 가지며, 임기 말기 경영자는 상황에 따라 보다 다양하게 행동한다고 볼 수 있다. 둘째, 재량적 비용에 대해서는 임기 초기 경영자의 광고선전비 감소가 일관되게 나타났고, 연구개발비나 말기 경영자에 대해서는 일관된 결과가 나타나지 않았다. 경영자는 주로 임기 초기를 중심으로 광고선전비를 감소시켜서 필요한 단기 이익 수준을 달성한다고 볼 수 있다. 마지막으로 대형 회계법인의 고객일 경우 발생액 이익조정 현상이 약화되고, 임기 초기를 중심으로 광고선전비의 유의한 감소가 나타났다. 대형회계법인이 아닌 회계법인의 고객 표본에서는 결과가 반대였다. 좋은 감사품질 하에서 경영자가 발생액 이익조정을 억제당할 경우에 실제이익조정이 그에 대한 대안으로 선택되는 것으로 해석될 수 있다.

**[연구의 시사점]** 한 경영자의 임기 내에서 상대적인 이익조정 변화의 변화를 관찰함으로써 경영자 교체 전·후한 이익조정 변화의 변화를 논의한 기존 연구들에 비해서 한 경영자의 임기 내 동기의 변화를 더 잘 보여줄 수 있다는 장점을 가진다. 다만 경영자의 동기를 세분화 하지 않고 동일하게 처리함으로써 보다 정밀한 연구 결과를 도출하지 못한 한계는 후속 연구로 보완될 필요가 있다.

한글색인어 : 경영자임기, 이익조정, 비정상재량적비용

접수일(2020.08.29.), 수정일(2020.10.11.), 게재확정일(2020.10.27.)

\* 동국대학교 회계학과 연구교수 (제1저자), (e-mail: fester@dongguk.edu)

\*\* 경상대학교 회계학과 조교수 (교신저자), (e-mail: ksaerona@gnu.ac.kr)

## I. 서론

경영자의 임기 특정 시점에 대한 연구들은 임기 첫 해의 비정상적 비용의 과대계상 현상(Moore 1973; Strong and Meyer 1987; Elliott and Shaw 1988; DeAngelo 1988)과 임기 마지막 해의 단기 이익 극대화 현상(Dechow and Sloan 1991; Murphy and Zimmerman 1993; Kalyta 2009; Brickley et al. 1999) 등, 주로 경영자 교체 시점을 전후로 연구를 진행해 왔다. 상대적으로 임기 첫 해의 이익하향 이익조정 경향(big bath)에 비해 임기 마지막 해의 단기지향성(horizon problem)은 일관된 결과가 도출되지 못한 편이며, 임기 나머지 기간까지 고려하여 이루어진 연구는 상대적으로 적다. 또한 경영자의 임기 첫 해 또는 마지막 해와 관련된 전통적인 연구들은 감사인과 지배구조 측면 등 파생 주제를 다루는 연구들(Huang et al. 2014; Jayaraman and Milbourn 2015; Kim et al. 2015) 보다는 주로 대리인 이론의 관점에서 경영자의 의사결정의 시야가 투자자 의사결정의 시야보다 좁다는 측면(Jensen and Smith 2000) 하에서, 임기와 결부된 경영자의 사익 추구 문제를 이익조정 등을 통해 직접적으로 다루는 경향이 있다.

본 연구는 경영자의 임기 내 상대적인 변화를 측정한 Ali and Zhang(2015)의 방식을 따라 경영자의 임기 도중 임기 초기와 말기의 이익조정 수준이 동일 경영자의 나머지 기간과 어떻게 다른지를 실증한 연구이다. 경영자의 임기와 사익 추구 성향 간에는 일종의 선형 관계가 존재할 수도 있지만(Antia et al. 2010), 임기 초기와 말기라는 두 시점이 각각 나머지 시기와 차별화되는 동기를 제공할 수 있다는 다수 연구들의 관점에 따르면 일종의 비선형 관계가 더 보편적일 수도 있다. 예를 들어, 임기 첫 해의 성과는 신임 경영자의 성과로 보지 않아 보상계약이 이를 고려하지 않는 경우가 많으므로, 신임 경영자는 차후 성과 평가에 대한 벤치마크 지점을 낮추기 위해서 첫 해에 손실을 최대한 인식하고 보고이익을 감소시킬 수 있다(Wells 2002). 반대로 신임경영자는 지배구조와 시장의 자신에 대한 불신을 빠르게 종식시키기 위해 초기의 성과 확대를 바랄 수도 있다(Ali and Zhang 2015). 이에 반해, 임기 마지막 해 경영자에게 계약 연장 또는 차후의 재취업을 위해 당기 성과의 중요성은 더욱 커진다(Brickley et al. 1999). 또한 임기 마지막의 경영자는 자신이 이임한 뒤의 성과는 자신의 보상에 영향을 주지 못하므로, 장기적 관점 대신 자신의 보상과 관련된 기간 내의 이익 극대화에 집중할 수밖에 없다(Dechow and Sloan 1991; Kalyta 2009; Ali and Zhang 2015). 이상의 내용을 검증하기 위한 Ali and Zhang(2015)의 모형은 임기 초기와 말기라는 두 주목할 지점에 집중된 비선형적인 이익조정 행위를 간파해 낼 수 있는 모형이라고 할 수 있다.

본 연구에서는 2009년부터 2017년까지 상장기업표본 전체를 대상으로 분석을 실시하였다. 주요 실증 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 초기 2년을 더미로 한 임기 초기와 마지막 한해를

더미로 한 임기 말기 변수는 발생액 이익조정에서는 경영자 임기 초기에서만 유의하게 이익을 상향조정하는 경향이 나타났고, 절대치를 이용한 경우 경영자 임기 초기와 말기 모두 다른 기간 대비 유의하게 높은 이익조정 수준이 확인되었다. 이는 임기 말기의 경영자는 이익상향 외에도 이익하향 이익조정도 혼재되어 있을 가능성을 의미하며, 상대적으로 임기 초기 경영자에 비해 단일한 행동으로 묶일 수 없는 가능성이 제기된다. 다만 Ali and Zhang(2015)의 지적과는 달리 초기와 말기를 함께 고려하느냐 단독으로 살펴느냐 여부는 유의도에 영향이 없었다. 또한 경영자는 임기 초기에 재량적 비용도 감소시키는 것으로 나타났으며, 주로 광고선전비에서 일관된 결과가 나타났다. 즉, 임기 초기 경영자는 발생액 이익조정과 실제 이익조정을 모두 행하여 상향의 이익조정을 피하며, 비용 감축은 주로 광고선전비에 집중되는 경향을 확인할 수 있었다.

다른 한편, 표본을 대형회계법인의 고객과 중소형회계법인의 고객으로 나누어 실증분석을 실시한 결과, 대형회계법인의 고객 표본에서는 발생액 이익조정의 차별적 수준이 유의하지 않은 것으로 나타났다. 반면 중소형 회계법인의 고객 표본에서는 초기와 말기 모두 유의하게 높은 발생액 이익조정이 확인되었다. 이와 달리, 재량적비용에 대해서는 상반된 결과를 보였다. 즉, 대형회계법인의 고객은 초기에 대해 광고선전비에서 유의한 감소가 나타났고, 중소형회계법인의 고객은 그와 같은 유의한 효과를 전혀 보이지 않았다. 이는 동일한 경영자가 임기 초기에 발생액 이익조정과 실제이익조정을 모두 선택하기 보다는, 양자가 대체관계라는 선행연구(Cohen et al. 2008; Zang 2012)를 지지하는 결과라고 볼 수 있다. 이러한 결과를 종합하면, 높은 감사품질 하에서는 이익조정 동기가 높은 기간에서도 발생액 이익조정이 억제되고, 경영자는 이를 실제이익조정에 대한 선택을 통해 해소한다는 것을 알 수 있다. 또한, 다른 측면에서 발생액 이익조정을 문제없이 실시할 수 있는 경영자는 실제이익조정을 행할 필요성이 줄어든 것이라고 해석할 수 있다.

본 연구는 선행연구와 비교하여 다음과 같은 차별점 및 시사점을 가진다.

첫째, 본 연구는 경영자 임기의 전 기간을 고려해서 특정 경영자의 임기 안에서 초기와 말기가 동일 경영자의 타 기간 대비 더 높은 수준의 이익조정을 실시하는지 확인한 연구라는 측면에서 선행연구에 추가적인 기여가 있다고 할 수 있다. 기존의 연구 모형은 경영자교체 시점에서 전임경영자와 후임경영자 사이의 기업 특성 변화를 연구하므로 경영자 고정효과와 임기 효과가 구분되지 않으며, 또한 임기 첫째나 마지막 해와 같이 특정 구간만을 연구하는 특징이 있다. 이에 반해 본 연구가 이용하고 있는 연구모형은 특정 경영자 내부에서 임기 기간별 이익조정 수준을 비교함으로써 임기 효과만을 관찰할 수 있으며, 또한 임기 전 기간이 고려 대상으로 놓일 수 있는 장점이 있다.

둘째, 전체표본을 대형회계법인 및 중소형회계법인 고객으로 나누어 분석을 실시함에 따라, 감사품질의 차이가 경영자 임기 시점에 따라 발생액 이익조정과 실제 이익조정에 어떤

영향을 미치는지 알 수 있었다. 이러한 분석으로 이 둘 간에 대체관계가 있다는 선행연구의 주장을 본 연구의 분석을 통해서도 확인할 수 있었다.

논문의 이후 부분은 다음과 같이 구성된다. 우선 2장에서는 선행연구를 제시하고 논리적 추론과 그에 기초한 가설을 제시한다. 다음으로 모형과 변수를 포함한 연구 설계를 3장에서 제시하고, 4장에서는 실증 결과 및 추가분석을 보고하였다. 마지막으로 연구의 결론과 합의는 5장에 할애하였다.

## II. 이론적 배경 및 가설설정

### 2.1. 임기 초기의 경영자

임기 첫 해의 경영자의 경우, 손상차손의 인식 등을 통해 이익을 감소시키는 경향이 다수의 연구들에서 비교적 자주 확인되었다. 신임경영자의 첫 해 성과는 전임경영자의 경영활동의 결과로 인식되어 보상계약에서 고려되지 않고, 낮은 성과는 기저효과를 주어 미래성과 증가를 더 크게 보이게 한다(Moore 1973; Elliott and Shaw 1988; DeAngelo 1988; Wells 2002). 또한 손상차손을 공격적으로 인식할수록 차후 환입으로 인한 이익 인식의 가능성이 커지게 된다(Strong and Meyer 1987).

반대로 임기 초기 경영자에게는 이익을 상향조정 할 동기도 존재한다. 새로운 경영자가 해당 기업의 문제를 잘 해결나갈 수 있을지에 대해서 지배구조와 시장은 의구심을 가질 수밖에 없어 새로운 경영자는 초기에 성과를 개선시켜 신뢰부터 획득하려는 동기를 가지게 된다(Ali and Zhang 2015). 이때 새로운 경영자는 ‘미래 성장가능성을 희생하고 당장의 이익 극대화에 집중할 것인가? 아니면 미래를 위한 장기투자에도 노력하여 임기 후반에 성과를 보다 수월하게 수확할 것인가?’라는 양측면의 유인을 가질 수 있다. 이익조정에 대한 영향을 연구한 Ali and Zhang(2015)은 전자를 지지하는 주장을 하였고, CSR 투자에 대한 영향을 연구한 Chen et al.(2019)은 후자를 지지하는 결과를 보여주었다. 한편, 국내연구에서 노준화와 왕현선(2005, 2006)은 임기 초기 경영자들이 감사인을 교체하는 상황을 연구한 결과, 임기 첫 두 해 내에 감사인을 교체할 경우 이익조정 수준이 높아진다고 보고했다. 그렇다면 설령 임기 첫 해 big bath라는 정반대 경향성이 일정 존재하더라도, 적어도 둘째 해 부터의 경영자는 보고이익의 상향을 원하는 경우가 늘어날 수 있다. 그러나 아직까지는 신임 경영자의 초기 몇 해 동안의 상향 이익조정 경향 여부에 관한 연구는 임기 첫 해 big bath 연구에 비해서는 충분하지 않은 편이라고 할 수 있다.

이와 같이, 임기 초기 몇 년간의 경영자에게 이익조정 유인이 존재하는 상황에서, 실제로

이익조정을 어느 정도 행하는지에 대한 관심은 상대적으로 부족해 왔다고 볼 수 있고, 그렇다면 경영자의 임기 초기를 나머지 기간과 대비해 분석해 보는 것은 경영자를 둘러싼 다양한 이해관계자들에게 중요한 함의를 줄 수 있을 것이다.

## 2.2. 임기 말기의 경영자

초기 경영자가 신뢰를 확보하기 위한 단기성과 극대화에 노력하게 된다면, 경영자의 재임 기간이 길어질수록 경영자는 환경 변화에 대처하기보다는 현 상황에 안주하거나(Hambrick et al. 1993; McClelland et al. 2012), 성과 저하를 막기 위해 이익조정을 하는(Murphy and Zimmerman 1993) 등, 단기적 관점에 매몰되어 장기적 시야를 상실할 수 있다.

특히, 임기 마지막 해는 경영자 입장에서 기업의 장기성장성을 고려할 필요가 거의 없는 해이다. 왜냐하면 내년에 인식될 수익은 올해 이임하는 경영자에게는 보상으로 돌아오지 않을 가능성이 매우 높기 때문이다. 일부 연구들이 이 문제(horizon problem)를 염두에 두고 연구를 수행하였으나, 전반적으로 임기 마지막 해 경영자에 대한 연구는 일관된 결과가 나타나지 않았다. Dechow and Sloan(1991)은 보상이 이익 기반일 경우 임기 마지막 해 경영자는 장기 투자를 지속하기보다는 단기적 시야를 가지게 되며, 그 결과 R&D 비용을 줄인다고 보고하였다. 성과는 반드시 재무성과일 필요는 없다. Kalta(2009) 역시 주가연계연금보상과 같이 은퇴 이후의 보상이 임기 마지막 해 성과와 연결되어 있을 경우 경영자는 이익조정을 하게 된다고 주장하였다. 또한 임기 마지막 해 성과는 경영자의 차후 고용에 영향을 미치므로(Brickley et al. 1999), 경영자는 단기성과를 극대화하기 위한 동기를 가지게 된다.

반면, 다른 일부 연구들은 일관되지 않은 결과를 확인하며 말기 효과를 부정하였다(Murphy and Zimmerman 1993; Pourciau 1993; Wells 2002). 반대로 임기 말기 이익조정은 임기가 길어지고 경영자의 연령이 증가할수록 위험회피 성향이 강화되어 성과가 나빠지기 때문에 나타난 것으로 볼 수 있다(Antia et al. 2010; McClelland et al. 2012). 이로 인해 임기 말기 이익조정은 오히려 경영자교체의 원인으로 해석되기도 한다(Hazarika et al. 2012; 최종서 등 2012). 광영민과 최종서(2011)는 경영자 퇴임 및 선임의 유형에 따라 각각의 이익조정 동기가 존재하지 않거나, 존재하게 된다고 주장했다.

이상의 선행연구에서 확인한 바와 같이, 경영자의 임기 중 말기 이익조정 현상은 상대적으로 일관된 결과를 제시하지 않고 있다. 이에 본 연구에서는 Ali and Zhang(2015)의 연구에서 제시하듯<sup>1)</sup> 임기 초기와 말기를 한 모형에 포함하여 경영자의 임기 시점에 따른 이익조정 실시 여부에 대하여 검증하고자 한다.

---

1) Ali and Zhang(2015)는 모형에 임기 초기, 말기를 함께 고려할 때 유의한 결과가 도출될 가능성이 높아짐을 보였다.

### 2.3. 연구가설 설정

본 연구에서는 Ali and Zhang(2015)의 제안을 반영하여, 임기 초기와 임기 말기를 함께 고려하기로 한다. 한 경영자의 임기는 시작과 끝을 가진 연속체라고 할 수 있으나, 경영자 교체 시점 전·후로 연구를 고정하게 되면 서로 다른 특성을 가진 다른 경영자 사이의 서로 다른 결과를 비교하는 것이다. 따라서 동일 경영자가 다른 임기 구간에서 보이는 행동 양상을 살펴보는 것이 임기 단계에 따른 동기의 차이를 확인하는 연구로 더 적합할 것이다.

우선, 임기 초기 경영자가 가질 수 있는 단기지향성은 임기 초기 이익조정을 통한 보고이익 증가로 나타날 수 있다. Pourciau(1993)에 의하면 임기 첫 해 경영자는 손상차손 인식의 큰 증가와 이익 수준의 감소를 보여주지만, 바로 다음 해 손상차손 인식은 평년 수준으로 회귀하고 이익은 크게 반등하게 된다. Ali and Zhang(2015)의 연구에서도 임기 두 번째와 세 번째 해에 양(+)의 발생액 이익조정과 음(-)의 재량적 비용이 관찰되었다. 이는 시장과 이사진이 임기 초기의 경영자를 평가할 때, 당장의 성과를 활용하므로 유능한 경영자라 할지라도 초기에 성과를 보여주지 않는다면 시장의 신뢰 문제뿐만 아니라 자신의 지속적인 고용에도 문제가 생기기 때문에 나타난 결과로 보인다(Ali and Zhang 2015). 이와 같은 초기 성과에 대한 압박은 외부에서 고용된 경영자일수록 더 크다(Kuang et al. 2014). 즉, 임기 초기 경영자의 단기지향적 의사결정은 이사회와 같은 지배구조로부터 신뢰를 얻어야 하는 상황일 때 더욱 두드러질 수밖에 없을 것이다.

이상의 내용을 토대로 본 연구에서는 한국의 경우에도 경영자가 임기 초기 기간 동안 전반적으로 단기적 시야로 의사결정을 실시할 수밖에 없음에 따라, 이익조정을 행하는지 살펴보고자 한다. 모든 가설은 다음과 같이 대체가설 형태로 제시한다.

가설 1-1: 경영자의 임기 초기는 나머지 기간에 비해 높은 재량적 이익조정 수준을 보여준다.

가설 1-2: 경영자의 임기 초기는 나머지 기간에 비해 낮은 재량적 비용 수준을 보여준다.

한편, 경영자는 경영의사결정 시 임기 말기에 다시 장기적 시야를 상실할 수 있다. 상당수 선행연구에서는 은퇴에 가까워진 시점의 경영자를 연구하는 경향이 있는데(Dechow and Sloan 1991; Murphy and Zimmerman 1993; Brickley et al. 1999; Kalyta 2009; Lee 2011), 은퇴 시점에 가까워진 경영자는 임기 마지막 해의 성과 여부와 상관 없이 계약의 종료가 정해져 있는 경우가 많을 것이므로 저성과 여부 등의 영향을 상대적으로 덜 받게 될 것이다. 이 시점의 경영자는 더 이상의 경력적 고려(career concern)가 필요 없으므로, 이임 이후 시기에

현실화되는 기업의 장기 성과 여부에 더 이상 신경 쓰지 않을 가능성이 커지고, 장기적 관점에서 투자를 행함에 따라 당기의 이익이 감소하여 자신의 당기 보너스가 감소하는 문제에 관심을 기울일 유인이 더 클 수 있다. 물론 은퇴한 경영자라도 이후 고용관계가 중시되는 것이 아니므로(Brickley et al. 1999), 경력적 고려 문제는 다른 시기의 경영자와 차이가 없을 수 있다. 또한, 일반적으로는 단순히 저성과가 발생했으므로 임기를 더 이상 연장할 수 없게 되었고, 동시에 저성과로 인해 재정적 비용 지출이 줄어드는 것일 수도 있다. 이와 관련하여 Dechow and Sloan(1991)은 임기 마지막 해 연구개발투자 감소가 저성과 때문이라는 근거를 발견하지 못했다고 보고한 반면, Murphy and Zimmerman(1993)은 Dechow and Sloan(1991)의 발견은 저성과가 원인이라고 반박하여, 서로 상반된 주장이 존재한다. 다른 측면으로, 경영자의 연령을 고려한 연구에서도 경영자가 고연령일수록 저성과와 대리인문제를 악화시킨다는 관점 하의 연구가 있는 반면(Antia et al. 2010; McClelland et al. 2012), 오히려 경영자의 연령이 재무보고의 품질을 향상시켜준다는 연구(Huang et al. 2012)가 병존한다.

이상의 내용과 같이 임기 말기에 대한 결과의 합의는 아직 존재하지 않는 듯 보이지만, Ali and Zhang(2015)의 연구 결과가 보여주듯이 장기적 시야를 상실하는 현상은 임기 마지막 해 경영자의 성과나 나이에 불문하고 어느 정도 보편적인 현상일 수도 있다. 특히 이익에 기반한 인센티브 계약은 임기가 끝나기 전에 단기 이익을 극대화 할 동기를 제공할 수 있으며(Dechow and Sloan 1991; Kalty 2009), 은퇴 이후에도 경영자가 같은 기업이나 타 기업의 이사회에서 일할 기회 등이 존재하므로 경력 관리 동기는 은퇴 임박 여부와 상관없을 수 있다(Brickley et al. 1999). 즉, 보상이 단기 성과와 연동되어 있거나 마지막 해라도 경력 관리에 중요한 경우가 보편적일수록, 경영자는 은퇴 여부와 상관없이 일정한 단기 보고이익 극대화를 원하게 되고 장기적 관점 상실(horizon problem)에 빠질 수밖에 없을 것이다. 따라서 본 연구에서는 임기 말기의 경영자에 대해, 다음과 같이 일반화된 예측을 가설로 설정하고자 한다.

가설 2-1: 경영자의 임기 말기는 나머지 기간에 비해 높은 재정적 이익조정 수준을 보여준다.

가설 2-2: 경영자의 임기 말기는 나머지 기간에 비해 낮은 재정적 비용 수준을 보여준다.

경영자에 대한 강화된 모니터링은 경영자의 이익조정 의사결정을 억제할 수 있다(Beasley 1996; Xie et al. 2003; Ali and Zhang 2015). 이와 관련하여 좋은 감사품질도 기업을 모니터링하는 역할을 담당한다. 특히, 대형회계법인은 더 많은 준지대를 보유하고 더 높은 명성을 통한 프리미엄을 누리므로, 이를 지키기 위해 좋은 감사품질 수준을 유지할 동기가 발생한다(DeAngelo 1981; Klein and Leffler 1981). 동시에 대형회계법인일수록 소송위험에 더 많이

노출되며, 그 결과 감사실패를 억제할 유인이 더 크게 존재한다(Dye 1993; Lennox 1999; Khurana and Raman 2004). 일부 선행연구는 대형회계법인 고객의 이익조정 수준과 재무제표 재작성(restatement) 확률이 더 낮다는 것을 확인하였다(Becker et al. 1998; Francis et al. 1999; Eshleman and Guo 2014). 그렇다면 대형회계법인의 감사를 받는 기업 표본일수록 경영자 임기에 따른 이익조정 동기가 큰 시기에도 경영자가 원하는 만큼의 이익조정을 달성하기가 어려울 수 있다.

통상적으로 감사인의 감사 범위는 보고이익에 국한되고, 감사인에게 실제이익조정은 간접적인 지표가 될 뿐이다(Graham et al. 2005; Commerford et al. 2016). 따라서 발생액 이익조정을 억제당한 경영자는 재량적 비용 조절을 통해서 보고이익을 상향조정 할 수 있다. 이러한 이유로 재량적 비용에 대한 영향은 중소기업회계법인과 비교해 대형회계법인에서 오히려 더 강해질 것으로 예측된다. 이상의 내용을 토대로 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 3-1: 대형회계법인의 감사를 받는 경영자의 임기 초기 또는 말기는 나머지 기간과 비교해 높은 재량적 이익조정 수준을 보여주지 않는다.

가설 3-2: 대형회계법인의 감사를 받는 경영자의 임기 초기 또는 말기는 나머지 기간과 비교해 낮은 재량적 비용 수준을 보여준다.

중소기업회계법인에 대해서는 위 가설과 반대로, 가설 3-1에서는 높은 재량적 이익조정 수준을 보여줄 것으로 예측되고, 가설 3-2에서는 낮은 재량적 비용 수준을 보여주지 않을 것으로 예측된다.

### III. 연구설계

#### 3.1. 분석모형 및 변수

본 연구에서는 경영자의 임기 초기 및 말기라는 각 임기시점에서 이익조정을 실시하는지 검증하고자 한다. 본 논문에서는 Ali and Zhang(2015)의 연구에서 제시한 아래의 연구모형(1)에 기초하여 가설을 검증한다.



$$EM = \alpha_0 + \beta_1 ceofirst + \beta_2 ceolast + \beta_3 size + \beta_4 lev + \beta_5 roa + \beta_6 cur + \beta_7 loss + \beta_8 growth + \beta_9 funding + \beta_{10} age + \beta_{11} maj + \beta_{12} for + \beta_{13} ceoown + \beta_{14} big + \beta_{15} auditfee + \beta_{16} audithour + \beta_{17} opin + \beta_{18} first + \epsilon \quad (1)$$

<종속변수>

*EM* : 이익조정

*jda* : Jones(1991) 모형 이익조정

*mjda* : Dechow et al.(1995)의 수정존스모형 이익조정

*abs\_jda* : Jones(1991) 모형 이익조정의 절댓값

*abs\_mjda* : Dechow et al.(1995)의 수정존스모형 이익조정의 절댓값

*adv* : 광고선전비/총자산;

*rnd* : 연구개발비/총자산;

*main\_sga* : 판매관리비 - (광고선전비+연구개발비);

*disexp\_adv* : Roychowdhury(2006)의 모형에 의한 비정상광고선전비;

*disexp\_rnd* : Roychowdhury(2006)의 모형에 의한 비정상연구개발비;

<관심변수>

*ceofirst* : 경영자 임기 초기 2년일 때 1을 부여하는 더미;

*ceolast* : 경영자 임기 마지막해일 때 1을 부여하는 더미;

<통제변수>

*size* : 총자산의 자연로그; *lev* : 총부채/총자산; *roa* : 당기순이익/총자산; *cur* : 유동자산/유동부채; *loss* : 당기순손실 발표 기업이면 1을 부여하고 아니면 0을 부여하는 더미; *growth* : 매출액 증가율; *funding* : 사채 및 증자 발행 증가율이 10% 이상일 때 1을 부여하고 아니면 0을 부여하는 더미; *age* : 기업 연령의 자연로그; *maj* : 최대주주지분율\*100의 자연로그; *for* : 외국인지분율\*100의 자연로그; *ceoown* : 경영자지분율; *big* : 대형회계법인의 고객이면 1을 부여하고 아니면 0을 부여하는 더미; *auditfee* : 총감사보수의 자연로그; *audithour* : 총감사시간의 자연로그; *opin* : 적정의견 이외의 감사의견일 때 1을 부여하고, 아니면 0을 부여하는 더미; *first* : 초도감사인의 고객일 때 1을 부여하고, 아니면 0을 부여하는 더미;

본 연구에서는 경영자 임기의 초기와 말기에 이익조정 수준이 해당 경영자의 나머지 기간 대비 다르다는 가설을 제시하였다. 따라서 종속변수로 아래와 같이 Jones(1991) 및 Dechow et al.(1995) 모형을 통해 발생액이익조정 변수들을 추출하고, 해당 변수들의 절댓값 변수들을 보조적으로 이용하였다.

$$NDA_t = a_0(1/A_{t-1}) + a_1(\Delta REV_t/A_{t-1}) + a_2(PPE_t/A_{t-1}) \quad (2)$$

$$TA_t/A_{t-1} = a_0(1/A_{t-1}) + a_1(\Delta REV_t/A_{t-1}) + a_2(PPE_t/A_{t-1}) + \epsilon_t \quad (3)$$

$$JDA_t = TA_t/A_{t-1} - [a_0(1/A_{t-1}) + a_1(\Delta REV_t/A_{t-1}) + a_2(PPE_t/A_{t-1})] \quad (4)$$

$$TA_t/A_{t-1} = a_0 + a_1(1/A_{t-1}) + a_2(\Delta REV_t - \Delta REC_t/A_{t-1}) + a_3(PPE_t/A_{t-1}) + \epsilon_t \quad (5)$$

$$MJDA_t = TA_t/A_{t-1} - [a_0 + a_1(1/A_{t-1}) + a_2(\Delta REV_t/A_{t-1} - \Delta REC_t/A_{t-1}) + a_3(PPE_t/A_{t-1})] \quad (6)$$

*NDA* : 비재량발생액; *TA* : 당기순이익에서 영업활동현금흐름을 차감하여 구한 총발생액; *A* : 총자산; *JDA* : Jones(1991) 모형에 의한 이익조정; *MJDA* : Dechow et al.(1995) 모형에 의한 수정존스 이익조정(절편추가); *ΔREV* : 매출액증분; *ΔREC* : 전기매출채권증분; *PPE* : 감가상각대상자산;

(3)와 (4)에서 제시된 Jones(1991) 및 (5)와 (6)의 Dechow et al.(1995) 모형은 기본적으로 (2)와 같이 비재량적발생액에 미치는 경제환경변화의 영향을 통제하는 모형에서 출발하여, 실증모형에서는 총발생액을 투입하고 잔차를 재량적발생액으로 간주하는 형태이다. 구체적으로 (3)과 (5)에서 추정구간에 대해 변수들을 투입하여 계수값을 확정하고, (4)와 (6)에서 각 기업별 변수들을 투입하여 재량적 발생액을 구해내게 된다. 두 모형의 차이는 첫째, Jones(1991) 모형은 발생액을 유동발생액과 비유동발생액으로 구분한 뒤 각각의 대응치로 매출액의 증분과 유형자산을 선택한 모형이고, Dechow et al.(1995)의 수정존스모형은 Jones(1991) 모형이 기반하고 있는 매출액이 이익조정에서 자유롭다는 가정을 수정하여, 매출액에서 재량성이 높은 매출채권을 제거함으로써 현금매출액만을 남긴 형태이다. 또한 본 연구에서 수정존스모형으로는 절편을 추가하였는데, 절편 추가는 이분산성 통제, 규모 변수 통제의 생략으로 인한 편의 완화, 그리고 대칭성 개선 등의 장점이 있기 때문이다(Kothari et al. 2005). 또한 (3)와 (5)에서 추정구간은 횡단면 모델을 적용하여 산업년별로 계수값을 확정하였다. 발생액은 비영업활동의 영향을 제거하기 위해 Hirbar and Collins(2002)의 지적에 따라 현금흐름표에서 추출하는 방식을 따랐다.

다음으로, 재량적비용은 Roychowdhury(2006)의 실제이익조정모형을 이용하여, 비정상재량적비용을 아래 모형으로부터 추출하였다.

$$Disexp_t/A_{t-1} = a_0 + a_1(1/A_{t-1}) + a_2(S_t/A_{t-1}) + \epsilon_t \quad (7)$$

$$Abndisexp_t = Disexp_t/A_{t-1} - [a_0 + a_1(1/A_{t-1}) + a_2(S_t/A_{t-1})] \quad (8)$$

*Disexp* : 재량적비용; *A* : 총자산; *S* : 매출액; *Abndisexp* : 비정상재량적비용

위 모형에서는 산업년 단위로 (7)을 통해 계수값을 확정하고, 다시 기업별 변수들을 (8)에 투입하여 기업별로 각각의 비정상재량적비용을 추출하게 된다. 비정상재량적비용은 Ali and Zhang(2015)에 기초하여 광고비와 연구개발비에 대해 구하였다.

모형 (1)을 위한 통제변수는 기존 연구들을 참조하여 기업 크기(*size*), 레버리지(*lev*), 수익성(*roa*, *loss*), 유동성(*cur*), 성장성(*growth*, *funding*), 업력(*age*), 지배구조(*maj*, *for*, *ceoown*), 감사인(*big*, *auditfee*, *audithour*, *first*) 등 이익조정에 영향을 미칠 수 있는 기본적인 기업 특성

변수들을 망라하였다(최준혁과 김새로나 2019). 아울러 감사인의 감사품질은 경영자의 이익조정을 억제할 수 있는 외부감시 수단 중 하나이며(Becker et al. 1998), 구체적으로 감사보수와 감사시간을 통해 이익조정에 영향을 미칠 수 있으므로(신상훈과 김선미 2018; 이명곤 등 2019), 본 연구에서는 감사품질과 감사보수도 통제변수에 포함시켰다. 통제변수들 중 *lev*, *roa*, *cur*, *growth*, *for* 등 극단치가 두드러진 몇 가지 변수에 한해 제한적으로 1% 윈저라이징을 적용하여 극단치를 통제하였다.

### 3.2. 표본

본 연구는 2009년부터 2017년까지 9개년 동안 유가증권시장에 상장된 기업들 중 다음의 요건을 충족하는 기업들을 표본으로 하였다.

- 1) 12월 결산기업
- 2) 비금융업
- 3) FnGuide 및 TS2000에서 재무자료 및 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 자료 입수 가능한 기업

대부분의 재무변수는 FnGuide에서 수집하고 경영자 관련 일부 변수들에 한해서 TS2000을 활용하였다. 또한 통제변수 중 감사시간 및 감사보수는 dart에서 수작업으로 수집하였다. 변수들의 결측치를 제거하고 실증에 이용된 변수는 모두 1,572 기업-년에 해당하며, 이는 주로 감사인 관련 변수들에 존재하는 결측치에 기인한 것이다. 경영자변수는 TS2000의 직급데이터에서 한 기업에 1개의 경영자만이 선택될 가능성이 가장 높은 회장, 대표이사회장, 대표이사사장만을 경영자로 간주하고 변수조작하였으며, 그럼에도 발생하는 중복치 기업년(예를 들어 복수의 대표이사사장이 존재하는 기업 등)은 표본에서 제거하였다.

## VI. 실증 분석

### 4.1. 기술통계량 및 상관관계분석

〈표 4-1〉 기술통계량

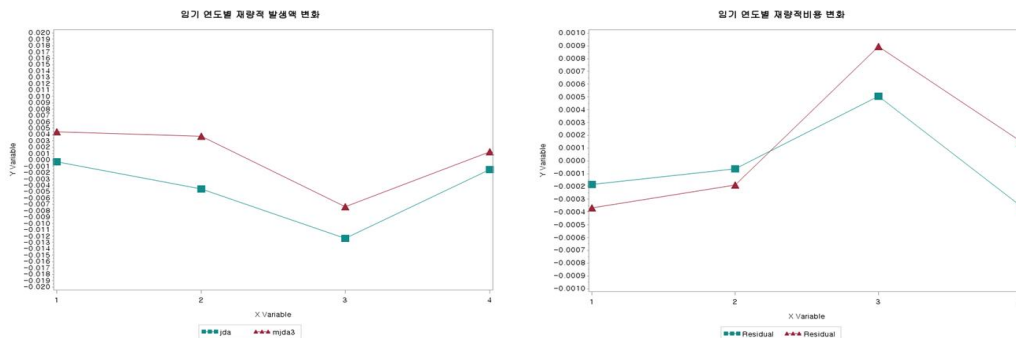
변수	N	평균	중위수	최소값	최대값	표준편차
<i>ceofirst</i>	1572	0.385	0	0	1	0.487
<i>ceolast</i>	1572	0.176	0	0	1	0.381
<i>jda</i>	1572	-0.002	-0.001	-0.554	1.156	0.088
<i>mjda</i>	1572	0.004	0.004	-0.581	1.067	0.085
<i>abs_jda</i>	1572	0.054	0.035	0	1.156	0.070
<i>abs_mjda</i>	1572	0.054	0.036	0	1.067	0.066
<i>adv</i>	1572	0.007	0.001	0	0.136	0.018
<i>rnd</i>	1572	0.006	0.001	0	0.184	0.013
<i>main_sga</i>	1572	0.148	0.091	0.004	2.919	0.193
<i>disexp_adv</i>	1572	0	0	-0.033	0.045	0.004
<i>disexp_rnd</i>	1572	0	0	-0.045	0.060	0.006
<i>size</i>	1572	20.137	20.022	16.300	25.926	1.475
<i>lev</i>	1572	0.466	0.478	0.048	1.063	0.196
<i>roa</i>	1572	0.018	0.030	-1.008	0.336	0.085
<i>cur</i>	1572	1.915	1.372	0.247	15.871	1.879
<i>loss</i>	1572	0.218	0	0	1	0.413
<i>growth</i>	1572	0.058	0.036	-0.799	4.236	0.270
<i>funding</i>	1572	0.212	0	0	1	0.409
<i>age</i>	1572	3.445	3.714	0.693	4.625	0.731
<i>maj</i>	1572	3.702	3.801	0	4.500	0.472
<i>for</i>	1572	1.289	1.566	-8.099	4.096	1.907
<i>ceoown</i>	1572	0.109	0.038	0	0.833	0.137
<i>big</i>	1572	0.675	1	0	1	0.469
<i>auditfee</i>	1572	11.602	11.408	8.700	14.947	0.758
<i>audithour</i>	1572	7.270	7.168	1.386	10.685	0.795
<i>opin</i>	1572	0.997	1	0	1	0.056
<i>first</i>	1572	0.143	0	0	1	0.350

변수에 대한 정의는 연구모형(1) 하단 변수 설명 참조.

기술통계량은 <표 4-1>과 같다. <표 4-1>에서 표본 내 경영자의 약 39%가 임기 첫 두 해에 속하고, 약 18%는 임기 마지막 해에 속했다. 첨부하지 않은 변수로서 표본 내 경영자 임기는 약 4.6년으로 나타났다. 경영자 임기가 평균 4년 언저리로 축소되어가는 경향은 경영자들의 장기투자 기피 등 단기지향성의 원인일 수 있다(Antia et al. 2010). Jones(1991) 이익조정 변수의 평균은 -0.02이고 수정존스(Dechow et al. 1995) 이익조정 변수의 평균은 0.04인데, 두 변수의 절댓값 버전은 0.054로 동일하다. 이는 두 변수가 비슷한 수준의 이익조정 측정치를 산출하면서 이익조정을 음(-)과 양(+)으로 분류하는 데에서 차이가 나타났다는 것을 의미한다. 총자산대비 광고비(*adv*)와 연구개발비(*rnd*)는 0.7%와 0.6%로 비슷한 수준을 보여주었다. 판매관리비에서 광고비와 연구개발비를 제외한 나머지 부분(*main\_sga*)은 총자산대비 14.8%로 나타났다. 비정상광고비(*disexp\_adv*)와 비정상연구개발비(*disexp\_rnd*) 변수는 대략 -0.04에서 0.06 사이에 분포하고 있다. 레버리지(*lev*)의 평균은 0.467로서 표본 내 기업은

총자산의 약 47%에 해당하는 총부채를 보유하고 있다. 또한 평균적으로 자산 대비 1.8%의 당기순이익을 보여주고 있고(*roa*), 이는 손실기업이 21.8%에 달하는 점의 영향을 받았다고 할 수 있다(*loss*). 매출액성장률(*growth*)은 평균 5.8%정도이며, 21.2%의 기업은 전년대비 10% 이상 늘어난 규모로 부채 또는 증자를 행했다(*funding*). 업력수(*age*), 최대주주지분율(*maj*), 외국인지분율(*for*)은 모두 자연로그를 취한 변수이며, 원 데이터의 평균은 각각 37년, 44.16%, 10.57%이다. 경영자지분율(*ceoown*)의 평균은 10.9%이며, 표본 내 67.5%의 기업이 대형회계법인(*big*)의 감사를 받고 있었다. 감사보수(*auditfee*)와 감사시간(*audithour*)은 모두 자연로그를 취한 변수로서 원변수는 평균 약 1억5천만원과 약 2,116시간으로 나타나, 최준혁·김세로나(2019)와 비슷하다. 즉, 본 연구에서 사용된 표본도 상대적으로 규모가 작은 감사반의 고객이 배제된 채 회계법인의 고객에 한정되어 있다고 볼 수 있다. 마지막으로 99.7%의 기업은 적정의견을 받았으며(*opin*), 전체 표본의 14.3%만이 초도감사인의 감사를 받고 있었다(*first*).

〈그림 4-1〉 임기 연도별 재량적 발생액과 재량적 비용의 변화



다음으로, <그림 4-1>은 표본 중 다수가 그에 속하는 1~4년 차 경영자의 임기 각 해 동안의 발생액 이익조정과 재량적 비용의 표본 내 수준 변화를 그래프로 나타냈다. 본 연구가 이용한 표본 내에서 재량적 발생액은 *jda*보다 *mjda*가 약간 높게 측정되었고, 3년차에는 평균이 음(-)으로 전환되는 모습도 보였지만, 전반적으로는 1~2년차와 4년차에서 이익조정의 수준이 다른 기간에 비해 높다고 할 수 있다. 임기 평균이 4년을 약간 초과하므로 상당수 마지막 해 더미는 이 이익조정 수준이 다시 회복되는 4년차의 상황을 반영할 것으로 예측된다. 아울러 임기 1~2년차 사이에 이익조정 수준에 큰 차이가 없다는 것과 임기 첫 해 *big bath* 현상이 표본 내에서는 관찰되지 않았다는 점도 특기할 만하다.

반대로, <그림 4-1>에서 재량적 비용은 임기가 진행되면서 증가하다가 3년차에 정점을 보이고 4년차부터 다시 감소하는, 재량적 발생액의 추세와 반대되는 모습을 보였다. 경영자가

단기 이익을 극대화하기 위해 재량적 비용을 감소시킬 수 있다는 지적을 고려해 본다면, 발생액 이익조정에서 관찰된 결과와 일관된 패턴이라고 할 수 있다. 물론 경영자의 임기는 본 연구의 표본 내에서 최대 16년까지 다양하지만, 표본 내에서는 다수 경영자들이 4년을 약간 초과하는 임기를 가지고 있다는 점을 생각해 본다면, 4년차에서 다시 재량적 발생액이 증가하고 재량적 비용이 감소 추세를 보이기 시작한 것은 상당수 경영자들의 임기 말기 장기적 시야 상실이 반영된 결과일 수 있다. 본 연구에서는 이와 같은 표본의 특징을 반영하여, 임기 1~2년 더미를 임기 마지막 해 더미와 함께 관심변수로 투입하였다.

<표 4-2>에서는 상관관계분석 결과가 제시되어 있다. 지면관계상 상관관계분석은 통제변수들을 제외하고 관심변수와 종속변수에 한정하였다. 임기초기더미(*ceofirst*)와 임기말기더미(*ceolast*)는 모두 발생액 이익조정(*jda*, *mjda*)과 유의하지 않으면서 그 절댓값(*abs\_jda*, *abs\_mjda*)과는 유의한 양(+)의 관계를 보여준다. 따라서 상관관계 분석상으로는 이익상향 이익조정과 이익하향 이익조정이 혼재된 모습을 보여주고 있다. 또한 재량적비용(*adv*, *rnd*)과는 기본적으로 음(-)의 관계를 보여주고, 특히 임기초기더미(*ceofirst*)와 광고선전비(*adv*) 사이에 음(-)의 유의한 관계가 확인된다. 다만, 비정상재량적비용(*disexp\_adv*, *disexp\_rnd*)은 유의한 상관관계가 나타나지 않았다. 하지만 상관관계 분석은 다른 영향요인에 의한 피상적 관계를 포함하고 있으므로, 변수통제가 동반된 회귀분석을 통해 결론을 찾아가기로 한다.

〈표 4-2〉 주요변수의 상관관계분석

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) <i>ceofirst</i>	1										
(2) <i>ceolast</i>	0.039 0.121	1									
(3) <i>jda</i>	-0.004 0.862	-0.018 0.469	1								
(4) <i>mjda</i>	-0.001 0.955	0.002 0.952	0.923 <.0001	1							
(5) <i>abs_jda</i>	0.049 0.050	0.067 0.008	0.099 <.0001	0.119 <.0001	1						
(6) <i>abs_mjda</i>	0.051 0.042	0.061 0.015	0.159 <.0001	0.164 <.0001	0.916 <.0001	1					
(7) <i>adv</i>	-0.092 0.001	-0.035 0.192	-0.003 0.914	-0.005 0.840	0.014 0.588	0.002 0.926	1				
(8) <i>rnd</i>	-0.028 0.302	-0.013 0.638	-0.016 0.554	-0.015 0.566	0.011 0.676	-0.004 0.878	0.121 <.0001	1			
(9) <i>main_sga</i>	-0.044 0.102	-0.048 0.070	-0.067 0.012	-0.052 0.050	0.012 0.659	0.014 0.612	0.398 <.0001	0.014 0.589	1		
(10) <i>disexp_adv</i>	-0.041 0.104	0.036 0.158	-0.086 0.001	-0.090 0.000	0.064 0.011	0.057 0.024	0.290 <.0001	0.030 0.266	0.061 0.022	1	

(11)	-0.034	0.039	-0.014	-0.003	0.010	0.003	0.024	0.116	0.040	0.053	1.000
<i>disexp_rnd</i>	0.182	0.120	0.573	0.902	0.705	0.920	0.378	<.0001	0.137	0.037	

1) 숫자는 피어슨 상관계수와 p값을 나타냄.

2) 변수 설명은 연구모형(1) 하단 변수 설명 참조

## 4.2. 회귀분석결과

### 4.2.1. 경영자 임기 초기 및 말기의 이익조정

<표 4-3>에서는 경영자의 임기 초기 2년을 더미로 한 임기초기변수(*ceofirst*)와 임기 마지막 해를 더미로 한 임기말기변수(*ceolast*)가 발생액이익조정(*jda*, *mjda*)에 미치는 영향에 대한 실증 결과가 제시되어 있다. 임기 초기 더미는 유의한 양(+)의 값을 보여주었으나, 임기 마지막 해에 대해서는 타 기간 대비 유의한 이익조정 수준 증가가 나타나지 않았다. 따라서 임기 초기 경영자가 발생액 이익조정에 주력할 것이라는 가설 1-1은 뒷받침되었지만, 말기 경영자가 동일하게 행동할 것이라는 가설 2-1은 확인되지 못했다.

<표 4-3>의 실증에서 통제변수들은 레버리지가 커질수록(*lev*), 손실이 나타날수록(*loss*), 최대주주지분율과 외국인지분율이 증가할수록(*maj*, *for*), 그리고 대형회계법인의 고객일수록(*big*) 이익조정 수준이 감소하고, 반대로 성과가 좋고(*roa*) 외부자금수요가 커질수록(*funding*) 상향의 이익조정 수준이 증가한다는 결과를 보여주고 있다.

<표 4-4>는 재량적 비용에 대한 실증 결과이다. Panel A에서 임기 초기 더미는 광고선전비에 대해 1% 수준에서 유의하게, 연구개발비에 대해서는 10% 수준에서 유의한 감소가 관찰되었지만, 임기 말기에 대해서는 유의한 재량적 비용의 감소가 관찰되지 않았다. 즉, 임기 말기에 대해서는 발생액 이익조정에 대한 실증 결과와 마찬가지로 재량적 비용에서도 뚜렷한 결과를 확인할 수 없었다. 따라서 이 결과만으로는 가설 1-2는 확인되었지만 2-2는 뒷받침되지 못했다고 할 수 있다. <표 4-4>부터는 지면관계상 통제변수 보고를 생략했으며, 통제변수들은 유사한 결과를 보여주었다.

<표 4-4>의 Panel B는 판매관리비에서 광고선전비 및 연구개발비를 제외한 나머지 부분에 대한 경영자 임기의 영향을 실증한 결과이다. 해당 부분은 기업의 경영활동에 연동되거나 항상적으로 지출되는 유지·관리적 부분을 크게 포함하고 있으므로, 경영자의 자의적 비용 축소의 여지가 상대적으로 작다고 할 수 있다. 실증 결과는 이와 같은 예측을 뒷받침하여, 임기 초기와 말기 모두 유의한 결과가 나타나지 않았다.

<표 4-3>과 <표 4-4>의 임기 마지막 해(*ceolast*)에 관한 결과는 두 기간을 함께 고려할 때 마지막 해에서도 발생액 및 실제이익조정을 유의하게 관찰한 Ali and Zhang(2015)의 결과와는 배치된다. 그러나 임기 말기 경영자의 이익조정 행태(*horizon problem*)에 관한 기존 연구

들의 상당수가 뚜렷한 결과를 얻지 못했던 부분과는 오히려 일관된 결과이다.

〈표 4-3〉 경영자 임기 초기와 말기가 발생액이익조정에 미치는 영향

	(1) <i>jda</i>	(2) <i>jda</i>	(3) <i>jda</i>	(4) <i>mjda</i>	(5) <i>mjda</i>	(6) <i>mjda</i>
<i>ceofirst</i>	0.008** (1.992)		0.008** (2.035)	0.008** (2.019)		0.008** (2.093)
<i>ceolast</i>		0.004 (0.866)	0.005 (0.961)		0.007 (1.510)	0.008 (1.609)
<i>size</i>	0.003 (1.141)	0.004 (1.253)	0.003 (1.067)	0.003 (0.918)	0.003 (0.987)	0.002 (0.798)
<i>lev</i>	-0.027* (-1.960)	-0.028** (-2.073)	-0.026* (-1.923)	-0.013 (-0.964)	-0.014 (-1.055)	-0.012 (-0.903)
<i>roa</i>	0.338*** (25.054)	0.339*** (25.022)	0.339*** (25.071)	0.312*** (23.275)	0.313*** (23.276)	0.313*** (23.327)
<i>cur</i>	0.000 (0.152)	0.000 (0.093)	0.000 (0.187)	0.001 (1.069)	0.001 (1.030)	0.001 (1.126)
<i>loss</i>	-0.009* (-1.659)	-0.008 (-1.473)	-0.009* (-1.652)	-0.013** (-2.423)	-0.012** (-2.229)	-0.013** (-2.412)
<i>growth</i>	-0.002 (-1.244)	-0.002 (-1.237)	-0.001 (-1.228)	-0.001 (-0.693)	-0.001 (-0.677)	-0.001 (-0.667)
<i>funding</i>	0.011** (2.335)	0.011** (2.353)	0.010** (2.260)	0.009** (2.048)	0.009** (2.025)	0.009* (1.929)
<i>age</i>	-0.002 (-0.827)	-0.003 (-0.908)	-0.002 (-0.781)	-0.002 (-0.527)	-0.002 (-0.582)	-0.001 (-0.452)
<i>maj</i>	-0.023*** (-4.756)	-0.023*** (-4.730)	-0.023*** (-4.695)	-0.018*** (-3.677)	-0.017*** (-3.620)	-0.017*** (-3.583)
<i>for</i>	-0.005*** (-3.715)	-0.005*** (-3.757)	-0.005*** (-3.705)	-0.004*** (-3.073)	-0.004*** (-3.112)	-0.004*** (-3.059)
<i>ceowon</i>	0.009 (0.549)	0.006 (0.378)	0.009 (0.589)	0.016 (1.007)	0.014 (0.860)	0.017 (1.074)
<i>big</i>	-0.014*** (-2.792)	-0.013*** (-2.668)	-0.014*** (-2.822)	-0.012** (-2.512)	-0.012** (-2.407)	-0.013** (-2.567)
<i>auditfee</i>	-0.005 (-0.948)	-0.005 (-0.931)	-0.005 (-0.936)	-0.005 (-0.895)	-0.005 (-0.871)	-0.005 (-0.877)
<i>audithour</i>	-0.001 (-0.222)	-0.001 (-0.247)	-0.001 (-0.227)	0.001 (0.134)	0.000 (0.104)	0.001 (0.125)
<i>opin</i>	0.060* (1.811)	0.059* (1.799)	0.061* (1.857)	0.016 (0.494)	0.017 (0.516)	0.019 (0.574)
<i>first</i>	-0.005 (-1.049)	-0.004 (-0.865)	-0.005 (-1.042)	-0.004 (-0.749)	-0.003 (-0.553)	-0.004 (-0.736)
Constant	0.015 (0.260)	0.012 (0.203)	0.015 (0.252)	0.050 (0.860)	0.047 (0.795)	0.050 (0.846)
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,572	1,572	1,572	1,572	1,572	1,572
R-squared	0.388	0.386	0.388	0.352	0.351	0.353
F	16.82	16.72	16.54	14.41	14.36	14.22

1) 괄호안은 t값을 나타냄. 2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1



〈표 4-4〉 경영자 임기 초기와 말기가 재량적비용에 미치는 영향

Panel A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>disexp_adv</i>	<i>disexp_adv</i>	<i>disexp_adv</i>	<i>disexp_rnd</i>	<i>disexp_rnd</i>	<i>disexp_rnd</i>
<i>ceofirst</i>	-0.000** (-2.299)		-0.000** (-2.265)	-0.001* (-1.821)		-0.001* (-1.739)
<i>ceolast</i>		0.000 (0.681)	0.000 (0.558)		0.001 (1.567)	0.001 (1.471)
Constant	-0.005 (-1.371)	-0.004 (-1.302)	-0.005 (-1.370)	-0.003 (-0.553)	-0.002 (-0.500)	-0.002 (-0.551)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,572	1,572	1,572	1,572	1,572	1,572
R-squared	0.036	0.033	0.036	0.042	0.041	0.043
F	0.902	0.828	0.893	1.056	1.043	1.073

Panel B	(1)	(2)	(3)
	<i>disexp_main_sga</i>	<i>disexp_main_sga</i>	<i>disexp_main_sga</i>
<i>ceofirst</i>	-0.003 (-1.469)		-0.003 (-1.402)
<i>ceolast</i>		0.003 (1.278)	0.003 (1.201)
Constant	-0.041 (-1.336)	-0.039 (-1.294)	-0.041 (-1.335)
control var.	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,572	1,572	1,572
R-squared	0.022	0.021	0.023
F	0.541	0.533	0.554

1) 괄호안은 t값을 나타냄. 2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

#### 4.2.2. 감사품질을 고려한 경영자 임기 초기 및 말기의 이익조정

다음으로, 아래 <표 4-5>는 감사품을 고려할 때 어떤 차이가 발생하는가를 실증한 결과들이 제시되어 있다. 우선 Panel A의 대형회계법인(*big*)의 고객 표본에서의 실증 결과는 발생액 이익조정에 대해 유의한 상향의 이익조정 흔적이 나타나지 않았다. 이는 대형회계법인의 고객인 경영자는 임기 초거나 말기와 같은 이익상승 유인이 강한 구간에서도 이익조정을 행하지 못한다는 것으로 해석된다.

다른 한편, Panel B의 중소형회계법인(*non-big*)의 고객 표본에 대한 실증에서는 임기 초기

와 말기 모두 유의한 양(+)의 발생액 이익조정이 관찰되었다. 이러한 결과로 <표 4-5>는 감사품질에 따라 경영자의 임기 단계별 이익조정 행태가 달라진다는 결과를 보여준다. 또한, <표 4-3>에서 임기 마지막 해에 발생액 이익조정에 있어 유의한 결과를 보이지 않은 것과 달리, <표 4-5> Panel B의 결과는 모니터링 수준이 낮을 때는 경영자가 임기 초기 뿐만 아니라 말기에도 발생액을 이용하여 상향의 이익조정을 실시하는 것을 알 수 있다. 낮은 감사품질로 인해 경영자에 대한 감시·감독 수준이 낮아진다면 이익조정 유인이 큰 임기 마지막 해 경영자들은 발생액을 활용하여 이익조정을 충분히 실시한다는 것을 나타낸다. 이는 가설 3-1을 지지하는 결과이다.

<표 4-5> 감사인 크기별 경영자 임기 초기와 말기가 발생액이익조정에 미치는 영향

Panel A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
big	<i>jda</i>	<i>jda</i>	<i>jda</i>	<i>mjda</i>	<i>mjda</i>	<i>mjda</i>
<i>ceofirst</i>	0.007 (1.499)		0.007 (1.470)	0.005 (1.119)		0.005 (1.154)
<i>ceolast</i>		-0.002 (-0.371)	-0.001 (-0.226)		0.002 (0.305)	0.002 (0.416)
Constant	-0.064 (-0.927)	-0.064 (-0.936)	-0.063 (-0.924)	-0.053 (-0.776)	-0.054 (-0.790)	-0.053 (-0.780)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,061	1,061	1,061	1,061	1,061	1,061
R-squared	0.381	0.380	0.381	0.351	0.351	0.352
F	11.27	11.20	11.06	9.902	9.870	9.721

Panel B	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
non-big	<i>jda</i>	<i>jda</i>	<i>jda</i>	<i>mjda</i>	<i>mjda</i>	<i>mjda</i>
<i>ceofirst</i>	0.015* (1.777)		0.014* (1.755)	0.020** (2.372)		0.020** (2.354)
<i>ceolast</i>		0.030*** (2.760)	0.030*** (2.744)		0.032*** (2.814)	0.031*** (2.798)
Constant	0.256 (1.627)	0.231 (1.486)	0.264* (1.690)	0.471*** (2.910)	0.434*** (2.706)	0.479*** (2.983)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	511	511	511	511	511	511
R-squared	0.506	0.510	0.514	0.435	0.437	0.444
F	9.205	9.381	9.302	6.921	7.000	7.040

1) 괄호안은 t값을 나타냄. 2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

아래 <표 4-6>과 <표 4-7>은 감사인 크기별로 재량적 비용에 미치는 차별적인 영향에 관한 가설 3-2의 실증 결과이다. <표 4-6>은 대형회계법인(*big*)의 고객을 대상으로 분석한 결과이고, <표 4-7>은 중소형 회계법인(*non-big*)의 고객인 경영자에 대한 분석 결과를 나타낸다.

우선, <표 4-6>에 의하면 대형회계법인(*big*)의 고객에 대해서 임기 초기에 경영자는 광고선전비에 한해서 재량적 비용을 유의하게 감소시켰으며, 연구개발비와 판매관리비의 나머지 부분에 대해서는 유의한 영향을 미치지 못했다. 이는 대형회계법인의 고객이 발생액 이익조정을 억제당하였기 때문에, 미래 성과에 악영향을 줄 가능성이 더 높은 실제이익조정으로 이익조정의 선택지를 바꾼 결과로 해석된다. 다만, Panel A에서 임기 말기에 대해 비정상연구개발비는 유의한 양(+)의 값을 보여 주어 기대와 반대로 나타났는데, 이는 대형회계법인의 고객이 상대적으로 많은 이해관계자와 지배구조의 관여가 얹혀 있는 규모가 큰 기업인 경우가 많고, 따라서 전임자가 아닌 자신이 확립하여 진행하기로 되어 있는 프로젝트까지 중단시킬 정도의 자의성을 누리기는 힘들었기 때문일 수 있다.

다음으로, 아래 제시된 <표 4-7>은 중소형 회계법인(*non-big*)의 고객인 경영자가 실제이익조정을 임기 기간별로 어떻게 행하는지를 실증한 결과이다. 대형회계법인의 고객과 반대로 재량적비용을 감소시키지는 않는 것으로 나타났는데, 이는 중소형 회계법인의 고객사는 <표 4-5> Panel B의 결과와 같이 이미 발생액 이익조정을 통해 원하는 목표를 어느 정도 달성했기 때문으로 볼 수 있다. 다만, <표 4-7>의 Panel B에서는 중소형회계법인 고객사의 경영자는 임기 초반 판관비에서 광고비와 연구개발비를 제외한 부분(*main S&A*)에 대해서 오히려 자의적 감소를 시킨다는 결과가 나타났다. 이는 중소형회계법인의 고객이 상대적으로 크기가 작은 경우가 많고, 이 경우 판관비 중 광고선전비와 연구개발비의 비중이 상대적으로 낮으며, 따라서 규모가 큰 판관비의 나머지 부분에서도 일부 존재하는 인적자원관리, 정보기술관리, 고객관리 등 미래 성과와 연관된 부분들(Enache and Srivastava 2017; Banker et al. 2019)을 상대적으로 더 조절한 결과일 수 있다.

전반적으로 <표 4-6>과 <표 4-7>의 결과는 실제이익조정에 관해서는 발생액 이익조정을 얼마나 자유롭게 행할 수 있었는가에 따라 대형회계법인과 중소형회계법인의 고객들 사이에 행동이 다를 것이라는 가설 3-2를 뒷받침한다.

본 연구의 실증 결과는 재량적 이익조정과 실제이익조정 사이의 대체관계를 보여 준 기존 선행연구(Cohen et al. 2008; Zang 2012)와 일치하는 결과라고 할 수 있다. 즉, 대형회계법인의 감사대상인 기업은 높은 모니터링 수준으로 인해 경영자에게 이익조정 동기가 있는 상황에서도 재량적 이익조정을 실시하기 힘들어, 차선으로 실제 이익조정을 선택하는 경향을 보인 것이다. 이와는 달리, 중소형 회계법인의 감사를 받는 기업의 경영자는 상대적으로 낮은 모니터링 수준으로 인해 재량적 이익조정을 통해 충분히 상향의 이익조정 유인을 충족할 수 있었으므로, 굳이 실제이익조정을 선택할 필요가 없었다고 볼 수 있다.

〈표 4-6〉 감사인 크기별 경영자 임기 초기와 말기가 재량적비용에 미치는 영향(1)

Panel A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
big	<i>disexp_adv</i>	<i>disexp_adv</i>	<i>disexp_adv</i>	<i>disexp_rnd</i>	<i>disexp_rnd</i>	<i>disexp_rnd</i>
<i>ceofirst</i>	-0.001*** (-2.608)		-0.001** (-2.549)	-0.000 (-1.316)		-0.000 (-1.123)
<i>ceolast</i>		0.000 (0.710)	0.000 (0.455)		0.001** (2.023)	0.001* (1.902)
Constant	-0.004 (-1.051)	-0.004 (-0.986)	-0.004 (-1.048)	0.004 (0.866)	0.004 (0.903)	0.004 (0.876)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,061	1,061	1,061	1,061	1,061	1,061
R-squared	0.051	0.046	0.052	0.075	0.077	0.078
F	0.916	0.813	0.905	1.363	1.403	1.401

Panel B	(1)	(2)	(3)
big	<i>disexp_main_sga</i>	<i>disexp_main_sga</i>	<i>disexp_main_sga</i>
<i>ceofirst</i>	-0.002 (-0.926)		-0.002 (-0.824)
<i>ceolast</i>		0.003 (1.066)	0.003 (0.979)
Constant	-0.033 (-0.984)	-0.033 (-0.960)	-0.033 (-0.979)
control var.	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,061	1,061	1,061
R-squared	0.052	0.052	0.053
F	0.931	0.935	0.931

1) 괄호안은 t값을 나타냄. 2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

〈표 4-7〉 감사인 크기별 경영자 임기 초기와 말기가 재량적비용에 미치는 영향(2)

Panel A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
non-big	<i>disexp_adv</i>	<i>disexp_adv</i>	<i>disexp_adv</i>	<i>disexp_rnd</i>	<i>disexp_rnd</i>	<i>disexp_rnd</i>
<i>ceofirst</i>	-0.000 (-0.602)		-0.000 (-0.599)	-0.001 (-1.385)		-0.001 (-1.384)
<i>ceolast</i>		0.000 (0.437)	0.000 (0.433)		-0.000 (-0.051)	-0.000 (-0.058)
Constant	-0.018* (-1.700)	-0.017 (-1.639)	-0.018* (-1.679)	-0.033** (-2.322)	-0.031** (-2.219)	-0.033** (-2.320)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	511	511	511	511	511	511
R-squared	0.073	0.072	0.073	0.092	0.088	0.092
F	0.657	0.654	0.648	0.851	0.815	0.835

Panel B	(1)	(2)	(3)
non-big	<i>disexp_main_sga</i>	<i>disexp_main_sga</i>	<i>disexp_main_sga</i>
<i>ceofirst</i>	-0.008* (-1.904)		-0.008* (-1.898)
<i>ceolast</i>		0.007 (1.205)	0.007 (1.198)
Constant	-0.104 (-1.144)	-0.086 (-0.948)	-0.099 (-1.092)
control var.	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled
Obs.	511	511	511
R-squared	0.091	0.087	0.094
F	0.844	0.803	0.854

1) 괄호안은 t값을 나타냄. 2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

### 4.3. 추가분석

#### 4.3.1. 절댓값을 취한 측정치를 이용한 분석

본절의 추가분석에서는 지금까지의 분석에 이용된 변수를 달리 투입해 강건성을 점검해 보았다. 우선, <표 4-8>에서는 절댓값을 취한 변수(*adb\_jda*, *abs\_mjda*)를 사용하여 가설을 검증한 결과를 제시했다. 임기 초기와 말기 모두 유의한 양(+)의 결과가 나타났으며, 특히 임기 초기에 대해서는 특별한 유의도나 계수값의 증가가 없는 반면 임기 말기는 유의도나 계수값

이 크게 증가한 결과를 보였다. 이는 본 연구의 표본 내에서는 임기 초기보다 임기 말기의 경영자에게서 오히려 이익상향 이익조정과 이익하향 이익조정이 혼재되어 있음을 의미하며, 임기 말기 경영자에게서 big bath를 발견한 Pourciau(1993)의 연구와 일맥 상통하는 결과일 수 있다.

〈표 4-8〉 경영자 임기 초기와 말기가 발생액이익조정(절댓값)에 미치는 영향

	(1) <i>abs_jda</i>	(2) <i>abs_jda</i>	(3) <i>abs_jda</i>	(4) <i>abs_mjda</i>	(5) <i>abs_mjda</i>	(6) <i>abs_mjda</i>
<i>ceofirst</i>	0.006* (1.883)		0.007** (2.013)	0.008** (2.338)		0.008** (2.481)
<i>ceolast</i>		0.011*** (2.630)	0.012*** (2.724)		0.012*** (2.846)	0.012*** (2.964)
Constant	0.364*** (7.048)	0.360*** (6.985)	0.363*** (7.038)	0.342*** (6.938)	0.338*** (6.860)	0.341*** (6.929)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,572	1,572	1,572	1,572	1,572	1,572
R-squared	0.254	0.256	0.258	0.241	0.242	0.245
F	9.049	9.128	9.058	8.430	8.491	8.479

1) 괄호안은 t값을 나타냄. 2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

#### 4.3.2. 조정된 발생액 이익조정 측정치를 이용한 분석

다음으로, 본 연구의 주 분석에서 사용한 발생액이익조정 변수를 수정해 투입해 보았다. Jones(1991) 및 Dechow et al.(1995) 등 존스 유형 모형에 가해진 주된 비판은 모형에 정상 발생액에 대한 결정요인들이 충분히 투입되지 못하다는 것이다(Bernard and Skinner 1996). 이 경우 모형의 설명력이 떨어지게 되어 2종오류가 나타나게 되거나, 반대로 성장기업과 같이 정상 발생액이 증가하는 경우에는 정상 발생액도 재량적인 요소로 판정하여<sup>2)</sup> 1종오류가 나타날 수도 있다. 선행연구들은 특히 영업활동현금흐름, ROA, 그리고 성장률 등 성과와 관련된 변수들을 추가하는 등의 일종의 성과통제 모형을 통해 이 문제를 완화하는 것을 제안해 왔다(Jeter and Shivakumar 1999; Dechow and Dichev 2002; McNichols 2002; Kothari et al. 2005; Allen et al. 2013). 따라서 본 연구에서는 영업활동현금흐름 외에도 성장률을 함께 통제하여 이익조정 모형을 구성해 보기로 한다. 모형은 앞의 식 (3)을 아래와 같이 변형하여 이용한다.

2) McNichols(2000)에 의하면 기업의 장기성장은 재량적발생액과 유의한 상관관계에 있다. 이것은 발생액의 결정요인으로서 당기 매출액의 변동을 투입하는 것만으로는 부족하다는 점과 함께, Jones 류 모형에서 측정된 재량적발생액에는 비재량적 요소가 포함되어 있다는 점을 암시한다.

$$TA_t/A_{t-1} = a_0(1/A_{t-1}) + a_1(\Delta REV_t/A_{t-1}) + a_2(PPE_t/A_{t-1}) + \alpha_3(OCF) + \alpha_4(growth) + \epsilon_t$$

..... (9)

여기에서,

$TA$  : 당기순이익에서 영업활동현금흐름을 차감하여 구한 총발생액;  $A$  : 총자산;  $\Delta REV$  : 매출액 증분;  $\Delta REC$  : 전기매출채권증분;  $PPE$  : 감가상각대상자산;  $OCF$  : 영업활동현금흐름;  $growth$  : 매출액성장을

실증 결과는 <표 4-9>와 같다. Jones(1991) 모형에 대해서는 유의한 결과가 나타나지 않았으나, Dechow et al.(1995)의 수정존스 모형에 대해서는 초기와 말기를 함께 고려할 때 유의한 결과가 얻어졌으며, 특히 임기 마지막 해에 대해 유의한 결과가 나타났다. 그러나 마지막 해에 관해서는 결과가 혼재되고 있는 바, 해석에 유의를 기해야 할 것으로 여겨진다.<sup>3)</sup>

<표 4-9> 경영자 임기 초기와 말기가 조정 발생액 이익조정에 미치는 영향

	(1) <i>jda</i>	(2) <i>jda</i>	(3) <i>jda</i>	(4) <i>mjda</i>	(5) <i>mjda</i>	(6) <i>mjda</i>
<i>ceofirst</i>	0.004 (1.270)		0.004 (1.312)	0.005 (1.624)		0.005* (1.728)
<i>ceolast</i>		0.003 (0.858)	0.003 (0.919)		0.008** (2.127)	0.008** (2.207)
Constant	0.106** (2.384)	0.105** (2.344)	0.106** (2.375)	0.089* (1.925)	0.086* (1.866)	0.088* (1.908)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,572	1,572	1,572	1,572	1,572	1,572
R-squared	0.509	0.508	0.509	0.507	0.508	0.509
F	27.49	27.46	27.03	27.31	27.38	27.00

1) 괄호안은 t값을 나타냄. 2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

#### 4.3.3. 수준변수인 재량적비용 측정치를 이용한 분석

<표 4-10>은 본 연구에서 사용한 비정상재량적비용 대신 재량적비용의 원변수를 총자산으로 스케일링한 수준변수를 투입한 결과이다. 본 연구의 주분석에서 이용한 재량적비용 변수는 비정상모형에 의거한 것이므로, 모형이 가진 한계에 의해 결과가 달라질 수 있다. 따라서 재량적비용의 원변수를 이용하여 동일한 결과가 나오는지 확인해 보고자 하였다.<sup>4)</sup>

3) 추가분석으로 Kothari et al.(2005)를 적용했을 때에는 본문의 기본 분석과 거의 동일하게 임기 초기에서만 일관되게 유의하고, 임기 말기는 전혀 유의하지 않은 결과를 얻었다.

4) 물론, 원변수는 기업의 비재량적 펀더멘털 퍼포먼스에 의한 증감이 통제되지 않은 변수이므로, 비정

본 절의 분석결과는 <표 4-5>와 유사하게 광고선전비에서 유의한 감소가 나타났으며, 차이점은 광고선전비에서 임기 말기 더미도 유의하다는 점과, 연구개발비는 유의하지 않다는 것이다. 따라서 두 분석에서 모두 강건한 결과는 임기 초기의 광고선전비라고 할 수 있다.

<표 4-10> 경영자 임기 초기와 말기가 재량적비용에 미치는 영향(2)

Panel A	(1) <i>adv</i>	(2) <i>adv</i>	(3) <i>adv</i>	(4) <i>rnd</i>	(5) <i>rnd</i>	(6) <i>rnd</i>
<i>ceofirst</i>	-0.003*** (-3.572)		-0.003*** (-3.699)	-0.000 (-0.343)		-0.000 (-0.329)
<i>ceolast</i>		-0.002* (-1.792)	-0.002** (-2.033)		0.000 (0.236)	0.000 (0.214)
Constant	-0.039*** (-2.762)	-0.039*** (-2.721)	-0.039*** (-2.742)	0.018* (1.837)	0.018* (1.835)	0.018* (1.834)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,572	1,572	1,572	1,572	1,572	1,572
R-squared	0.287	0.282	0.289	0.327	0.327	0.327
F	8.604	8.406	8.557	10.41	10.41	10.25

Panel B	(1) <i>main_sga</i>	(2) <i>main_sga</i>	(3) <i>main_sga</i>
<i>ceofirst</i>	-0.004 (-0.457)		-0.005 (-0.552)
<i>ceolast</i>		-0.015 (-1.459)	-0.015 (-1.491)
Constant	0.054 (0.406)	0.057 (0.425)	0.057 (0.423)
control var.	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,572	1,572	1,572
R-squared	0.443	0.443	0.444
F	17.01	17.06	16.81

1) 괄호안은 t값을 나타냄. 2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

#### 4.3.4. 수준변수인 재량적비용 측정치를 이용한 감사품질의 영향 분석

다음의 <표 4-11> 및 <표 4-12>는 재량적비용의 수준변수를 대형회계법인과 중소형회계

상모형에 비해 더 나은 선택지라고 말할 수는 없다.



법인에 각각 투입한 결과이다. 유의한 실증 결과는 대형회계법인의 고객에서 임기 초기 및 말기 광고선전비에 국한된다. 따라서 <표 4-6>에서 대형회계법인(big)의 고객사일 경우 비정상연구개발비가 임기 마지막 해에 오히려 양(+)으로 유의한 기대 밖의 결과와 <표 4-11>에서 임기 말기의 광고선전비가 유의하게 감소하는 부분은 본 연구의 공통된 결론으로 제시하기 어렵다고 할 수 있다.

<표 4-11> 감사인 크기별 경영자 임기 초기와 말기가 재량적비용에 미치는 영향(3)

Panel A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
big	adv	adv	adv	rnd	rnd	rnd
<i>ceofirst</i>	-0.004*** (-3.704)		-0.004*** (-3.956)	-0.000 (-0.322)		-0.000 (-0.259)
<i>ceolast</i>		-0.003** (-2.156)	-0.003** (-2.562)		0.000 (0.641)	0.000 (0.611)
Constant	-0.075*** (-4.416)	-0.074*** (-4.354)	-0.075*** (-4.416)	0.010 (0.975)	0.010 (0.975)	0.010 (0.972)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,061	1,061	1,061	1,061	1,061	1,061
R-squared	0.356	0.350	0.360	0.428	0.428	0.428
F	8.813	8.596	8.826	11.94	11.95	11.76

Panel B	(1)	(2)	(3)
big	main_sga	main_sga	main_sga
<i>ceofirst</i>	-0.003 (-0.293)		-0.004 (-0.415)
<i>ceolast</i>		-0.014 (-1.176)	-0.015 (-1.212)
Constant	0.076 (0.472)	0.078 (0.481)	0.077 (0.477)
control var.	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,061	1,061	1,061
R-squared	0.488	0.489	0.489
F	15.23	15.27	15.02

1) 괄호안은 t값을 나타냄. 2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

한편, 중소형회계법인 표본(non-big)에 대한 <표 4-12>의 실증 결과에서는 <표 4-7>과 마찬가지로 광고선전비와 연구개발비의 유의한 감소가 나타나지 않았다. 또한 나머지 판매관

리비에서 유의한 감소가 나타났던 부분은 <표 4-12>의 레벨모형에서는 나타나지 않았다. 따라서 중소기업 회계법인에 대해서는 앞선 분석과 동일하게 실제이익조정의 영향이 나타나지 않았다고 결론 내릴 수 있다.

<표 4-12> 감사인 크기별 경영자 임기 초기와 말기가 재량적비용에 미치는 영향(4)

Panel A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
non-big	<i>adv</i>	<i>adv</i>	<i>adv</i>	<i>rnd</i>	<i>rnd</i>	<i>rnd</i>
<i>ceofirst</i>	0.000 (0.307)		0.000 (0.264)	-0.002 (-1.554)		-0.002 (-1.559)
<i>ceolast</i>		0.003 (1.435)	0.003 (1.424)		0.000 (0.214)	0.001 (0.262)
Constant	0.034 (1.308)	0.033 (1.303)	0.034 (1.315)	0.087*** (3.019)	0.089*** (3.107)	0.087*** (3.016)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	511	511	511	511	511	511
R-squared	0.601	0.603	0.603	0.364	0.360	0.364
F	10.09	10.18	9.969	3.833	3.764	3.755

Panel B	(1)	(2)	(3)
non-big	<i>main_sga</i>	<i>main_sga</i>	<i>main_sga</i>
<i>ceofirst</i>	0.001 (0.070)		0.000 (0.034)
<i>ceolast</i>		0.017 (1.176)	0.017 (1.172)
Constant	0.637*** (3.085)	0.638*** (3.099)	0.638*** (3.091)
control var.	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled
Obs.	511	511	511
R-squared	0.737	0.738	0.738
F	18.82	18.92	18.52

1) 괄호안은 t값을 나타냄. 2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

#### 4.3.5. 경영자의 연령을 고려한 분석

본 연구에서의 임기 마지막 해에 보이는 혼재된 결과는 마지막 해 경영자에게 주어지는 환경이 단일하지 않기 때문일 수 있다. 다수의 마지막 해에 대한 연구들이 은퇴 시점을 단기 지향성(horizon problem)을 나타내는 지표로 이해했던 이유는(Dechow and Sloan 1991; Murphy and Zimmerman 1993; Bryan et al. 2000; Cheng 2004; Antia et al. 2010; McClelland et al. 2012), 경력 관리 필요성이 사라지고 기업의 장기 성과가 자신의 보상과 무관해진 은퇴 임박 경영자들이 임기 마지막 해 도덕적 해이가 가장 잘 나타날 수 있는 대상일 수 있기 때문이다. <표 4-13>은 재량적 발생액 모형에 65세 이상 고연령층 더미를 추가한 결과이다. 고연령층 더미(*age65*)는 유의하거나 유의하지 않은 양(+)을 나타내 기대와 동일한 방향이지만, 임기 초기 및 말기 고연령층에 대해서는 오히려 상호작용항(*age65\*ceofirst*와 *age65\*ceolast*)에서 음(-)의 결과가 나타나, 초기와 말기 더미의 양(+)의 계수값을 거의 상쇄시키는 것을 볼 수 있다. 즉 예상과는 달리, 경영자가 고연령일수록 임기 초기 및 말기에 상향의 이익조정을 실시하지 않는다는 것을 보여준다.

〈표 4-13〉 경영자 임기 초기, 말기 및 고연령이 발생액이익조정에 미치는 영향

	(1) <i>jda</i>	(2) <i>jda</i>	(3) <i>jda</i>	(4) <i>mjda</i>	(5) <i>mjda</i>	(6) <i>mjda</i>
<i>age65</i>	0.008 (1.556)	0.003 (0.683)	0.010* (1.910)	0.007 (1.497)	0.003 (0.635)	0.009* (1.800)
<i>ceofirst</i>	0.015*** (2.890)		0.015*** (2.940)	0.014*** (2.822)		0.015*** (2.896)
<i>age65</i> <i>x ceofirst</i>	-0.016** (-2.086)		-0.016** (-2.064)	-0.015* (-1.943)		-0.015* (-1.930)
<i>ceolast</i>		0.012* (1.652)	0.012* (1.740)		0.014** (2.038)	0.015** (2.131)
<i>age65</i> <i>x ceolast</i>		-0.014 (-1.466)	-0.014 (-1.492)		-0.013 (-1.386)	-0.014 (-1.416)
Constant	0.013 (0.228)	0.017 (0.282)	0.019 (0.314)	0.048 (0.824)	0.051 (0.868)	0.053 (0.902)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Ind.&Year	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,572	1,572	1,572	1,572	1,572	1,572
R-squared	0.389	0.387	0.391	0.353	0.352	0.355
F	16.35	16.20	15.88	14.01	13.91	13.65

1) 괄호안은 t값을 나타냄. 2) \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

특히, 고연령층을 모형에 포함할 경우, 임기 초기(*ceofirst*) 뿐만 아니라 말기 더미(*ceolast*)의 계수값이 <표 4-3>과 비교하여 모두 유의도가 개선된 양(+)의 계수값이 보여지고 있다. 이는 오히려 65세 미만인 경영자에게서 초기와 말기에 단기지향적 현상이 두드러진다는 것을 의미한다. 이익을 상향시키는 말기의 단기지향성이 성과를 개선해 계약을 갱신하거나 차후의 고용을 위한 경력 관리 필요성에 의한 것이라면, 고연령을 통제한 <표 4-13>의 결과가 그에 더 부합하는 결과를 보여준 것이라고 할 수 있다.

#### 4.3.6. 경영자의 임기를 분리한 분석

본 연구에서는 임기 변수로 초기 2년을 이용하였는데, 선행연구는 임기 각 해를 분리 투입하여 임기 둘째 해와 셋째 해에서 유의한 양(+)을 보고했다(Ali and Zhang 2015). 따라서 추가분석으로 초기 임기 첫 3년을 나누어 투입해 보았다. 첨부하지 않은 실증 결과는 본 연구의 표본에서는 임기 둘째 해에서만 유의한 결과가 나타남을 보여주었다. 또한, 임기 첫째만을 변수로 투입하였을 때에도 유의한 결과가 나타나지 않았다. 이는 첫째에 *big bath*를 보고하는 경우가 잦은 일부 선행연구들과 본 연구를 조화시켜줄 수도 있는 결과이다. 즉, 본 연구가 보여준 결과는 임기 첫 해 경영자는 일정 이익조정과 *big bath*, 또는 아직 그와 같은 행동을 개시하기 힘든 단계에 있을 수 있어 연구 조건에 따라 결과가 반드시 *big bath*가 관찰되지 않을 수도 있지만, 둘째 해 경영자는 보다 안정적이고 일관적으로 자신의 임기 다른 기간 대비 가장 높은 수준의 이익조정을 수행한다는 것이기 때문이다.

마지막으로, 본 연구의 표본에서 경영자의 임기 평균이 4년대 중반이라는 점은 해외선행연구와 일관되나(Antia et al. 2010), 본 연구모형을 적용하는 데 문제를 일으킬 수 있다. 즉, 임기 초기 2년과 말기 1년, 그리고 그 사이의 기간을 고려할 때 최소 4년 이상의 임기가 있어야 안정적으로 모형의 장점을 발휘할 수 있을 것이다. 첨부하지 않은 분석에서 임기의 최댓값이 1~2년인 단기 경영자 표본에서는 전혀 유의한 결과가 나타나지 않았고, 반면 임기 5년 이상 연임에 성공한 장기 경영자 표본에서도 유의한 결과가 거의 나타나지 않아, 본 연구의 결과에 영향을 미친 경영자는 3~4년의 임기 최댓값을 가지는 경영자 집단이라는 것을 알 수 있었다. 그런데 임기 5년 이상 장기 연임에 성공한 경영자들은 분석 결과 평균적으로 높은 지분율을 임기 초반부터 보유한 경영자들로서, 본 연구가 이론적으로 상정하고 있는 임기 초반 불안정한 지위를 확고히 하기 위해 이익조정을 조기에 실시하는 경영자에 해당하지 않았을 수 있다. 즉, 본 연구가 상정하는 경영자는 주로 평균에 해당하는 임기 4년을 수행하고 사임하는, 불안정한 지위와 회의적인 시선을 이익조정으로 단기에 극복하려 하는 경영자라고 할 수 있다.<sup>5)</sup>

5) 전체 표본을 경영자 지분율 분위별로 나누어 실증했을 경우에도, 표본 내 지분율 중앙값 이하 그룹(지분율 3.8% 이하이고 절반 이상이 지분율 0을 보여준다)에서만 전체 표본에서 나타난 유의한 결

## V. 결 론

본 연구는 경영자의 임기 초기와 말기가 장기 투자 보다는 당장의 보고이익을 극대화 할 동기가 상대적으로 큰 구간이라고 보고, 해당 구간에 대해 상장기업 표본을 이용해 이를 실증분석한 연구이다. 선행연구에서 임기말에 대한 결과가 뚜렷한 일치점을 보이지 못해 왔던 것에 비추어 Ali and Zhang(2015)이 두 구간을 동시에 모형에 고려할 경우 이 문제가 해소될 수 있음을 제시한 부분이 일정한 결과를 도출하는데 가치가 있으리라 보았다. 그러나 본 연구의 실증 결과에서도 임기말에 대해서는 상대적으로 혼재된 결과가 나타났다. 이를 통해 Ali and Zhang(2015)의 모형이 임기말의 단기지향성에 관한 검증 문제를 해소할 수 있는 강력한 모형이라는 결론은 얻지는 못했다.

본 연구의 주요 실증 결과는 다음과 같다. 임기 초기에 대해서는 상대적으로 뚜렷한 상향의 이익조정이 발견되었다. 그러나 임기 말기는 모형에 따라 결과가 엇갈리는 모습을 보여주었다. 임기 말에 대해서는 부호가 있는 이익조정에 대해서는 유의하지 않지만 절댓값 측정치 이익조정에 대해서는 뚜렷한 결과가 얻어져, 임기 말기 경영자 중에는 이익상향과 하향이 뒤섞여 있을 가능성이 나타났다. 이는 Pourciau(1993)의 연구에서 임기 말기에서 오히려 big bath가 관찰된 것과 일맥상통하는 결과이다. 반면 임기 초기에 유의한 상향의 이익조정 경향이 일관되게 발견되는 것은, 본 연구의 표본 내에서 첫 해 big bath 현상은 상대적으로 뚜렷하지 않은 결과라고 볼 수 있다.

재량적 비용과 관련해서는 임기 초기에 뚜렷한 재량적 비용의 감소가 관찰되었으며, 이는 주로 광고선전비에 대해서만 일관되게 나타났다. 대형회계법인의 고객 기업과 나머지를 대비한 실증에서는 대형회계법인의 감사를 받는 경영자들이 임기 초기와 말기에 발생액 이익조정 대신 실제이익조정을 선택하고, 반대로 중소형회계법인의 감사를 받는 경영자들은 실제이익조정 대신 발생액이익조정을 선택하는 모습을 보여주어, 양자가 대체적 관계에 있다는 선행연구(Cohen et al. 2008; Zang 2012)를 뒷받침하는 결과를 얻었다.

기존 연구들은 임기에 따른 경영자의 행동 변화에 대해 경영자 교체 시기와 같은 임기 특정 시점을 연구의 중심에 놓고, 경영자 교체로 인한 전후의 변화를 관찰하는 형태의 연구 설계로 해당 분석을 실시하는 경우가 많다. 그런데 이러한 형태의 연구는 두 다른 경영자를 대상으로 교체 전후에 기업의 경영활동에 어떤 변화가 나타나는지 확인하는 것이다. 이와 달리

---

과가 동일하게 보여졌으며, 이들 지분율 하위그룹 중에서도 ROA가 중위수 이하인 그룹에서만 다시 전체 표본과 일관되는 유의한 결과가 나타났다. 따라서 “임기 초반 경영자들이 지배구조로부터의 불신을 극복하기 위해 조기 성과 극대화를 노리는“ 본 연구의 결론을 설명하는 이론이 적용되는 대상은 지분율이 낮고 임기 초기 성과가 낮은 그룹에 한정된다고 볼 수 있다.

본 연구는 동일 경영자의 임기 내에서 서로 다른 기간들의 효과를 비교하는 연구 방법론을 이용하여 경영자 임기의 효과를 검증하였다. 한 경영자의 임기 내에서 행동 변화를 완전히 비교해 보기 위해서는 해당 경영자의 임기 나머지 기간 대비 특정 기간이 어떻게 다른지를 관찰하여야 한다고 보며, 이런 측면에서 본 연구는 일정한 연구 의의가 있다고 볼 수 있다.

이상의 시사점에도 불구하고 본 연구의 표본 내에서는 말기 효과를 일관되게 검증하지 못하였는데, 이는 경영자의 임기 종료의 유형별로 경영자의 동기도 달라질 수 있기 때문인 것으로 판단된다(Murphy and Zimmerman 1993; Pourciau 1993; Wells 2002; 곽영민과 최종서 2011). 신임경영자의 경우에도 선임 유형은 중요한 고려사항일 수 있다(이아영 등 2009). 그러나 본 연구자들이 가지고 있는 자료에서는 경영자의 임기 종료 사유를 명확하게 파악하기 어려웠다. 따라서 이 부분은 본 연구의 한계라고 할 수 있다. 경영자마다 처한 조건이 다르므로 조건을 세분화해서 연구한다면 보다 좋은 결과가 나타날 것이지만, 주어진 자료의 한계로 이 부분은 후속 연구의 과제로 남겨두기로 하였다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재 신청되지 않았음을 확인함.”

## 참고문헌

- 곽영민, 최종서. 2011. 최고경영자 교체유형과 이익조정 행태간의 관련성. *회계학연구*. 제 36권 제2호 : 129-184. <http://www.kaa-edu.or.kr/>
- 노준화, 왕현선. 2005. 경영자 변경이 감사인 교체에 미치는 영향. *회계·세무와 감사 연구*. 제42권 : 1-26. <https://www.kicpa.or.kr/>
- 노준화, 왕현선. 2006. 감사인의 변경 시기가 감사품질에 미치는 영향 -경영자 임기와 감사인 변경을 중심으로. *세무와 회계저널*. 제7권 제3호 : 29-51. <https://www.koreataxation.org/>
- 신상훈, 김선미. 2018. 수주산업의 감사보수의 재량적 발생액과의 관계. *경영학연구*. 제47권 제2호 : 221-250. <http://doi.org/10.17287/kmr.2018.47.2.221>
- 이명곤, 인창열, 최지환. 2019. 감사투입시간과 감사품질 및 이익투명성. *회계정보연구*. 제37권 제3호 : 95-125. <http://doi.org/10.29189/KAIAAIR.37.3.05>
- 이아영, 전성빈, 박상수, 최종학. 2009. 최고경영자의 교체이유와 내부승진 및 외부영입 최고경영자의 이익조정 수준의 차이. *회계학연구*. 제34권 제2호 : 45-78. <http://www.kaa-edu.or.kr/>
- 최종서, 곽영민, 백정환. 2012. 이익조정과 최고경영자 교체가능성의 관련성-생존분석을 중심으로. *회계·세무와 감사 연구*. 제54권 제1호 : 355-400. <http://dx.doi.org/10.22781/kicpa.2012.54.1.355>
- 최준혁, 김새로나. 2019. 감사수익성이 감사노력의 효과에 미치는 영향: 직급별감사시간을 중심으로. *회계·세무와 감사 연구*. 제61권 제1호 : 277-308. <http://dx.doi.org/10.22781/kicpa.2019.61.1.277>
- Ali, A., and W. Zhang. 2015. CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*. 59(1) : 60-79. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.11.004>
- Allen, E. J., C. R. Larson, and R. G. Sloan. 2013. Accrual reversals, earnings and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*. 56(1) : 113-129. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.05.002>
- Antia, M., C. Pantzalis, and J. C. Park. 2010. CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Corporate Finance*. 16(3) : 288-301. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.01.005>
- Banker, R. D., R. Huang, R. Natarajan, and S. Zhao. 2019. Market Valuation of Intangible Asset: Evidence on SG&A Expenditure. *Accounting Review*. 94(6) : 61-90. <http://doi.org/10.2308/accr-52468>
- Beasley, M. S. 1996. An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director

- Composition and Financial Statement Fraud. *Accounting Review*. 71(4) : 443-465.  
<https://www.jstor.org/stable/248566>
- Becker, C. L., M. L. Defond, J. Jambalvo, and K. R. Subramanyam. 1998. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*. 15(1) : 1-24. <http://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00547.x>
- Bernard, V. L., and D. J. Skinner. 1996. What motivates managers' choice of discretionary accruals? *Journal of Accounting and Economics*. 22(1-3) : 313-325.  
[http://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00431-4](http://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00431-4)
- Brickley, J. A., J. S. Linck, and J. L. Coles. 1999. What happens to CEOs after they retire? New evidence on career concerns, horizon problems, and CEO incentives. *Journal of Financial Economics*. 52(3) : 341-377.  
[http://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00012-4](http://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00012-4)
- Cheng, S. 2004. R&D Expenditures and CEO Compensation. *Accounting Review*. 79(2) : 305-328. <https://www.jstor.org/stable/3203246>
- Cohen, D. A., A. Dey, and T. Z. Lys. 2008. Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *Accounting Review*. 83(3) : 757-787.  
<https://www.jstor.org/stable/30244500>
- Commerford, B. P., D. R. Hermanson, R. W. Houston, and M. F. Peters. 2016. Real Earnings Management: A Threat to Auditor Comfort? *Auditing: A Journal of Practice & Theory*. 35(4) : 39-56. <http://doi.org/10.2308/ajpt-51405>
- DeAngelo, L. E. 1981. Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*. 3(3) : 183-199. [http://doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90002-1](http://doi.org/10.1016/0165-4101(81)90002-1)
- DeAngelo, L. E. 1988. Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests. *Journal of Accounting and Economics*. 10(1) : 3-36.  
[http://doi.org/10.1016/0165-4101\(88\)90021-3](http://doi.org/10.1016/0165-4101(88)90021-3)
- Dechow, P. M., and I. D. Dichev. 2002. The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *Accounting Review*. 77(s-1) : 35-59.  
<https://www.jstor.org/stable/3203324>
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *Accounting Review*. 70(2) : 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Dye, R. A. 1993. Auditing Standards, Legal Liability, and Auditor Wealth. *Journal of Political Economy*. 101(5) : 887-914. <https://www.jstor.org/stable/2138601>
- Elliott, J. A., and W. H. Shaw. 1988. Write-Offs As Accounting Procedures to Manage Perceptions. *Journal of Accounting Research*. 26 : 91-119.



<http://doi.org/10.2307/2491182>

- Enache, L., and A. Srivastava. 2018. Should Intangible Investments Be Reported Separately or Commingled with Operating Expenses? New Evidence. *Management Science*. 64(7) : 3446-3468. <http://doi.org/10.1287/mnsc.2017.2769>
- Eshleman, J. D., and P. Guo. 2014. Do Big 4 Auditors Provide Higher Audit Quality after Controlling for the Endogenous Choice of Auditor? *Auditing: A Journal of Practice & Theory*. 33(4) : 197-219. <http://doi.org/10.2308/ajpt-50792>
- Francis, J. R., E. L. Maydew, and H. C. Sparks. 1999. The Role of Big 6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*. 18(2) : 17-34. <https://doi.org/10.2308/aud.1999.18.2.17>
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*. 40(1-3) : 3-73. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Hambrick, D. C., M. A. Geletkanycz, and J. W. Fredrickson. 1993. Top Executive Commitment to the Status Quo: Some Tests of Its Determinants. *Strategic Management Journal*. 14(6) : 401-418. <https://www.jstor.org/stable/2486752>
- Hazarika, S., J. M. Karpoff, and R. Nahata. 2012. Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. *Journal of Financial Economics*. 104(1) : 44-69. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.10.011>
- Hribar, P., and D. W. Collins. 2002. Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. *Journal of Accounting Research*. 40(1) : 105-134. <http://doi.org/10.1111/1475-679X.00041>
- Huang, H.-W., R. J. Parker, Y. Yun-Chia Anderson, and L. Yi-Hung. 2014. CEO Turnover and Audit Pricing. *Accounting Horizons*. 28(2) : 297-312. <http://doi.org/10.2308/acch-50706>
- Jones, J. J. 1991. Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*. 29(2) : 193-228. <http://doi.org/10.2307/2491047>
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*. 39(1) : 163-197. <http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Kuang, Y. F., B. Qin, and J. L. Wielhouwer. 2014. CEO Origin and Accrual-Based Earnings Management. *Accounting Horizons*. 28(3) : 605-626. <http://doi.org/10.2308/acch-50810>
- Jayaraman, S., and T. Milbourn. 2015. CEO Equity Incentives and Financial Misreporting: The Role of Auditor Expertise. *Accounting Review*. 90(1) : 321-350.

<http://doi.org/10.2308/accr-50854>

- Jensen, M. C., and C. W. Smith. 2000. Stockholder, manager, and creditor interests: Applications of agency theory. In *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, edited by M. C. Jensen: Harvard University Press, 136-167. <http://doi.org/10.2139/ssrn.173461>
- Jeter, D. C., and L. Shivakumar. 1999. Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: effectiveness in detecting event-specific earnings management. *Accounting and Business Research*. 29(4) : 299-319. <http://doi.org/10.1080/00014788.1999.9729590>
- Kim, Y., H. Li, and S. Li. 2015. CEO Equity Incentives and Audit Fees. *Contemporary Accounting Research*. 32(2) : 608-638. <http://doi.org/10.1111/1911-3846.12096>
- Khurana, I. K., and K. K. Raman. 2004. Litigation Risk and the Financial Reporting Credibility of Big 4 versus Non-Big 4 Audits: Evidence from Anglo-American Countries. *Accounting Review*. 79(2) : 473-495. <https://www.jstor.org/stable/3203253>
- Lee, C. 2011. New evidence on what happens to CEOs after they retire. *Journal of Corporate Finance*. 17(3) : 474-482. <http://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.01.004>
- Lennox, C. S. 1999. Audit Quality and Auditor Size: An Evaluation of Reputation and Deep Pockets Hypotheses. *Journal of Business Finance & Accounting*. 26(7-8) : 779-805. <http://doi.org/10.1111/1468-5957.00275>
- McClelland, P. L., V. L. Barker, and W.-Y. Oh. 2012. CEO career horizon and tenure: Future performance implications under different contingencies. *Journal of Business Research*. 65(9) : 1387-1393. <http://doi.org/10.1016/j.jbusres.2011.09.003>
- McNichols, M. F. 2002. Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *Accounting Review*. 77(s-1) : 61-69. <https://www.jstor.org/stable/3203325>
- Moore, M. L. 1973. Management Changes and Discretionary Accounting Decisions. *Journal of Accounting Research*. 11(1) : 100-107. <http://doi.org/10.2307/2490283>
- Murphy, K. J., and J. L. Zimmerman. 1993. Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics*. 16 (1-3) : 273-315. [http://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90014-7](http://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90014-7)
- Kalyta, P. 2009. Accounting Discretion, Horizon Problem, and CEO Retirement Benefits. *Accounting Review*. 84(5) : 1553-1573. <http://doi.org/10.2308/accr.2009.84.5.1553>
- Klein, B., and K. B. Leffler. 1981. The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance. *Journal of Political Economy*. 89(4) : 615-641. <https://www.jstor.org/stable/1833028>

- Pourciau, S. 1993. Earnings management and nonroutine executive changes. *Journal of Accounting and Economics*. 16(1-3) : 317-336.  
[http://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90015-8](http://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90015-8)
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*. 42 (3):335-370.  
<http://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Strong, J. S., and J. R. Meyer. 1987. Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns. *The Journal of Finance*. 42(3) : 643-661. <http://doi.org/10.2307/2328376>
- Wells, P. 2002. Earnings management surrounding CEO changes. *Accounting & Finance*. 42(2) : 169-193. <http://doi.org/10.1111/1467-629X.00073>
- Xie, B., W. N. Davidson, and P. J. DaDalt. 2003. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*. 9(3) : 295-316. [http://doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00006-8](http://doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00006-8)
- Zang, A. Y. 2012. Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. *Accounting Review*. 87(2) : 675-703.  
<https://doi.org/10.2308/accr-10196>

# CEO Tenure and Earnings Management

## - Do CEOs Show Short-termism at the Beginning and Ending of Their Tenure? -

Choi, Jun-hyeok\* · Kim, Saerona\*\*<sup>6)</sup>

### 〈Abstract〉

[Purpose] CEOs may have different motivations for earnings management, depending on which stage of tenure they are in. It is needed to test whether CEOs in their early years show short-term performance maximization to drive trust from the market and the governance structures. At their final stage, they may again lose a long-term perspective to ensure their job security.

[Methodology] We tested how the level of earnings management changes as tenure progresses, especially for their early years and the final year, using Ali and Zhang(2015)'s model.

[Findings] The level of accrual earnings management in the early years of CEO tenure was significantly higher than the rest of the tenure. However, test results for the final year was not. We conjecture that CEOs in their early years generally have a motivation to boost their profits, while managers at the end of their tenure act more diversely depending on their given conditions. Second, regarding discretionary expenses, only the early years' advertising expenses show consistently lower results. There were no significant and consistent test results for R&D or any other discretionary expenses for the last year. Finally, we discovered that the new CEOs using audit services of the big 4 did not rely on accrual-based earnings management while using real earnings management. On the other hand, CEOs with non-big auditors show positive accrual earnings management and no real earnings management. Managers may select real earnings management only after the good monitoring blocks accrual earnings management.

[Implications] The test model we employed has an advantage compared to other models whose interest is generally fixed at a certain point in time or event, since to verify the impact of tenure on a person it is necessary to fix the person, not a timing.

Key Words : CEO tenure, early years of tenure, terminal year, accrual earnings management, discretionary expense

\* First author, Research Assistant Professor, Department of Accounting, Dongguk University

\*\* Corresponding author, Assistant Professor, Department of Accounting, Gyeongsang National University