

최고경영자 취임 초기 회계수치의 가치관련성

공경태*

<요 약>

본 논문에서는 신임 최고경영자가 취임 초기에 우호적인 시장의 평판, 높은 보상 및 계약 연장 등의 개인적 혜택을 목적으로 이익 조정 등을 통한 보고 이익의 과다 계상 행태로 인한 기업의 실질 이익과 보고 이익간에 괴리가 생겨 기업의 가치관련성에 영향을 미칠 것으로 예상하였다. 이러한 가치관련성의 변화를 살펴보기 위하여 2004년부터 2014년까지 11년간을 연구기간으로 선정하고 최고경영자 교체기업의 가치관련성을 미교체기업과 비교하고, 신임경영자의 취임 초기의 가치관련성 변화를 재임 후반기와 비교하여 실증분석하였다. 연구방법으로는 Ohlson(1995)의 가치평가식을 이용하여 기업의 순이익 및 순자산 장부가치에 대한 차별적 가치평가계수를 추정하는 방법을 적용하였다. 연구기간동안 14,373 관찰치를 대상으로 하여 최고경영자를 교체한 2,971 관찰치의 상대적 가치관련성의 변화를 분석하였고, 신임경영자의 취임 초기 이익조정 행태가 가치관련성에 미치는 영향을 분석하기 위하여 4,810 관찰치의 가치관련성의 변화를 분석하였다. 실증분석의 주요한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 전체표본에 대한 분석에서 최고경영자를 교체한 기업의 순이익은 가치관련성이 하락하는 반면 순자산 장부가치의 그것은 상승하는 경향이 관찰되었다. 이는 최고경영자의 이익조정으로 순이익 수치가 기업의 실질가치의 변동 간의 괴리가 증폭됨에 따라 순이익의 가치관련성이 저하된 반면, 신임 최고경영자의 'big bath' 등의 보수적인 회계처리로 인하여 순자산장부가치가 실질가치에 보다 접근하는 결과가 나타나 장부가치의 가치관련성은 향상된 것으로 판단된다. 둘째, 신임 최고경영자의 취임 초기에 순이익의 가치관련성은 하락하였으나 순자산 장부가치의 가치관련성은 상승한 것으로 나타났다. 이러한 현상도 최고경영자 교체기업의 분석 결과와 같이 신임경영자의 이익조정 등의 행태가 시장에 부정적인 영향을 미쳐 주당순이익의 가치관련성은 감소하였지만, 최고경영자의 취임 초기 보수적인 회계처리로 주당순자산의 가치관련성은 증가한 것으로 보인다. 본 연구는 2004년부터 국내 상장사를 대상으로 최고경영자 취임 초기의 이익조정 행태로 인한 가치관련성을 국내 최초로 분석한 결과를 제공하였다는 점에서 공헌점을 갖는다.

핵심주제어: 최고경영자, 취임초기, 가치관련성, 이익조정

I. 서론

최고경영자의 취임 초기와 재임기간 말기에 발생하는 이익조정에 관하여 여러 연구가 이루어져 왔다. 선행연구에서는 신임 최고경영자는 취임 첫해에 비용과 손실을 과다하게 계상하여 이익을 줄이는 즉, big-bath를 취하고 이후 연도에 보고이익을 늘이는 형태의 이익조정을 한다고 하였다(Strong and Meyer, 1987; Elliott and Show, 1988; DeAngelo, 1988; Pourciau, 1993). 그러나 최고경영자의 재임기간 말기의 이익조정에 관하여 퇴직 후 이직 가능성을 높이기 위하여 재임기간 마지막 년도에 보고이익을 상향조정하는 것으로 예측하였지만 실증결과는 상반되게 나타났다(Dechow and Sloan, 1991; Pouciau, 1993; Murphy and Zimmerman, 1993).

곽영민과 최종서(2011)는 최고경영자의 교체유형에 따라 이익조정 행태를 분석하여 전임경영자가 자발적으로 퇴임하고 신임경영자가 외부에서 영입되는 경우에는 교체연도에 양의 이익조정이 관찰된 반면 신임경영자가 내부에서 승진된 경우에는 이익조정의 증거가 발견되지 않았다고 하였다. 한편 전임경영자가 강제로 퇴임하고 신임경영자가 회사내부에서 승진된 경우에는 전임경영자의 재임 마지막년도에는 양의 이익조정이 관찰되고 신임경영자의 취임 첫해에는 음의 이익조정이 관찰되었다고 하였다. 그러나 전임경영자가 강제 퇴임하고 신임경영자가 외부에서 영입되는 상황에서는 이익조정 현상이 관찰되지 않았다고 보고하였다.

Ali and Zhang(2015)는 최고경영자의 취임 3년 동안 재량적 발생액은 유의하게 높고 연구개발비와 같은 재량적 비용은 낮다고 하였다. 최고경영자 취임 3년간 투자수익률(ROA)은 후반기

에 비하여 약 25% 높게 계상되었고 그 차이는 기관투자자의 주식보유비율이 높고, 재무분석가가 많고, 사외이사 비율이 높을수록 적어진다고 하였다. 이러한 결과는 신임 최고경영자는 취임 초기에 그들의 능력을 시장에 우호적으로 영향을 미쳐, 높은 보상, 재임용, 경영권 보호 등의 혜택의 유인에 의한 것이라고 하였다. 또한 최고경영자의 재임기간 마지막 연도의 재량적 발생액을 실증 분석한 결과, 이익의 과대 계상액은 다른 기간과 비교하여 유의하게 높지 않았으나 취임 초기를 통제된 후에는 이익의 과대 계상액이 높게 나타났다고 하였다. 그리고 Desai et al.(2006)과 Hazarika et al.(2012)의 연구에서 무능한(low ability) 최고경영자에 의하여 취임 초기의 이익 과대 계상 가능성을 확인하기 위하여 유능한(high ability) 최고경영자¹⁾에 해당하는 표본을 재구성하여 실증 분석한 결과도 여전히 취임 초기의 이익 과대계상이 관찰되었다. 또 강건성 분석으로 재량적 발생액 대신에 비정상적재량적 비용(광고비, 연구개발비, 판매비와관리비)와 대손상각(write-off) 변수를 사용하여 실증 분석한 결과도 유사한 것으로 보고하고 있다. Ali and Zhang(2015)의 연구는 대다수의 선행연구가 최고경영자 취임 첫해와 마지막 연도의 이익 조정에 집중한 것과는 달리, 최고경영자가 경력관리를 위하여 재임 후반기 보다는 취임 초기에 이익을 과다 계상하는 유인이 존재한다는 것을 규명한 최초의 논문이라고 할 수 있다.

국내 선행연구들도 최고경영자의 교체년도의 big-bath 현상을 관찰하고, 전임 경영자가 재임 마지막 연도에 자신의 효용을 증대시키기 위하여 보고이익을 조정하고 있음을 기술하고 있다(정규언, 1992; 이아영 등, 2007, 2009; 곽영민과 최종서, 2011). 최고경영자 교체에 따른 가치관련

1) Ashiq and Zhang(2015)의 연구에서는 최고경영자의 재임기간이 장기(6년 이상 또는 9년 이상)인 경우를 유능한 경영자로 보았다.

성의 연구로서 오웅락 등(2010)은 최고경영자를 교체한 기업의 교체연도에 big bath 등의 이익조정유인이 시장에 부정적인 영향을 미쳐 최고경영자를 교체하지 않은 기업보다 가치관련성이 낮다고 보고하였다. 본 논문은 최고경영자 교체에 따른 가치관련성의 변화를 교체연도에 국한하지 않고 확장하여 취임 초기의 보고이익의 과다계상 행태가 실질이익과의 괴리로 심화되어 가치관련성에 영향을 미칠 것으로 추정하여 최고경영자 취임 초기의 가치관련성의 변화를 검증하고자 하였다.

II. 선행연구 및 가설의 설정

시장은 신임 최고경영자에 대한 과거 업무 경력에 대한 정보가 부족하기 때문에 신임 최고경영자의 취임 초기의 성과를 위주로 평가를 하게 된다(Gibbons and Murphy, 1992; Fama, 1980; Holmstrom, 1982, 1999). 따라서 신임 최고경영자는 시장에서 좋은 평가를 받기 위하여 취임 초기의 성과를 개선하는데 열중한 유인이 발생하게 되고, 더 나아가 이익을 과대 계상하려고 할 것이다. 최고경영자의 이익 과대계상을 시장이 탐지하게 된다면 최고경영자의 평판에 악영향을 미치게 되어 해고될 수도 있지만 최고경영자는 초기의 저조한 실적으로 퇴임하는 것보다는 장기간 재임하기 위하여 초기 이익과대계상의 선택을 선호할 것이다(Desai et al., 2006; Milbourn, 2003). 그러나 신임 최고경영자가 초기의 양호한 경영성과로 인하여 재임에 성공한다면 장기간 근속한 유능한 최고경영자는 재임 후반기에는 초기의 실적개선을 위한 위험한 투자기회와 이익과대계상 행태로부터 안전한 투자와 투명한 보고이익을 선호할 것이다(Diamond 1989).

최고경영자 교체에 관련한 이익조정에 대한 국

내연구로서 광영민과 최종서(2011)는 최고경영자의 교체와 관련한 전임 및 신임경영자의 이익조정 행태가 전임경영자의 퇴임유형(자발적퇴임, 강제적퇴임)과 신임경영자의 영입유형(외부영입, 내부승진)을 4가지의 유형으로 분류하여 분석하여 전임경영자가 자발적으로 퇴직하고 신임경영자가 외부영입되는 경우 취임 첫해가 양의 이익조정이 발생하고 전임경영자가 강제로 퇴임하며 신임경영자가 회사내부에서 승진된 경우에는 전임경영자의 재임 마지막년도에는 양의 이익조정이 관찰되는 반면 신임경영자의 취임 첫해에는 음의 이익조정이 관찰되었다. 그러나 전임경영자가 강제적 퇴임, 신임경영자가 외부영입되는 상황에서는 이익조정 현상이 관찰되지 않았다고 보고하였고, 이러한 결과는 전임경영자의 퇴임과 신임경영자의 영입유형이 어떠한 조합을 이루느냐에 따라 최고경영자의 이익조정 유인과 기회가 차별화될 수 있음을 제시한다고 하였다.

최고경영자 교체에 따른 가치관련성에 대한 국내 연구로서 오웅락 등(2010)은 최고경영자 교체 여부 및 소유구조의 차이에 따라 회계정보의 주가관련성에 차이가 있는지를 분석한 결과 최고경영자가 교체된 기업의 주당순이익 및 순자산의 주가관련성이 최고경영자가 교체되지 않는 기업보다 낮은 것으로 나타났으며, 그 이유는 최고경영자가 교체되는 연도에 'big bath' 등의 이익조정이 나타남으로써 회계정보의 낮은 신뢰성이 자본시장에서도 부정적인 정보로 인식되고 있음을 보여주고 있다고 보고하였다.

최고경영자가 취임 초기 개인적 혜택을 목적으로 보고이익을 부풀리기 위하여 재량적 발생액을 과다하게 계상하는 이익조정 행태에 대하여, 회계정보의 정보적 관점(information perspective)에서는 경영자가 재량적 발생액을 이용하여 기업의 미래수익성에 대한 사적정보를 시장에 제공하므로 이익의 유용성을 향상시키는 역할을 한다고

볼 수도 있지만 경영자가 재량적 발생액을 이용하여 이익을 왜곡시키고 투자자에게 그릇된 정보를 제공하므로 이익의 유용성을 감소시킬 수 있다고 볼 수도 있다. Subramanyam(1996)의 연구에서는 재량발생액은 영업현금흐름이나 비재량이익에 비하여 주식수익률에 대한 추가적 설명력이 있다고 하고, 이는 시장에서 경영자의 재량적 회계처리에 대하여 가치를 부여하는 것으로 재량적 발생액이 경영자의 사적 정보를 시장에 제공하고 있고 특정상황에서 경영자가 재량발생액을 기회주의적으로 이용하여 시장에 그릇된 정보를 제공하여 이익의 유용성을 감소시킬 수 있으나 시장 전체적으로 보면 기회주의적 왜곡보다는 기업의 미래 수익성에 대한 사적 정보를 제공하는 역할이 더욱 크다고 하였다. 그러나 국내 선행연구에서는 이익조정이 많이 행해지면 회계이익의 신뢰성 하락이 회계이익의 정보효과를 감소시킨다고 하였다(최종서 1998; 김정재 2000).

그러나 정보적 관점과 맥락을 달리하는 측정적 관점(measurement perspective)에 기반한 가치관련성 측면에서는 최고경영자가 취임 초기 기회주의적 이익조정 행위는 기업의 실질가치를 설명하는 보고이익의 능력을 저하시켜 주가와 회계이익의 관계, 즉 회계정보의 가치관련성에 영향을 줄 수 있을 것이다. 또한 경영자 노동시장에서 합리적인 경영자라면 자신의 시장가치를 높게 평가 받기 위하여 기업의 시장가치를 최대화하려는 동기를 갖게 되며, 기업의 시장가치를 극대화하기 위해 기업의 자본비용을 최소화하기 위해 신뢰성 있는 모든 정보를 시장에 공개하려고 할 것이지만 신임 경영자의 취임 초기의 이익조정 행위 회계정보의 신뢰성을 하락시켜 기업가치를 감소시킬 수 있을 것이다. 따라서 연구에서는 최고경영자 취임 초기의 보고이익의 가치관련성에 대하여 다음과 같이 연구가설을 제시한다.

가설 1: 최고경영자의 취임 초기의 기업의 가치 관련성은 재임 후기와 비교하여 차이를 보일 것이다.

III. 연구설계

1. 가설의 검증방법

본 연구에서는 최고경영자의 교체에 따른 가치관련성의 변화를 검증하기 위하여 최고경영자 교체 기업의 교체연도의 가치관련성의 변화를 살펴보기 위해 최고경영자 교체기업의 교체연도를 식별하는 더미변수, 그리고 이러한 더미변수와 당기순이익 및 순자산의 장부가치의 상호교류향을 추가하는 형태로서 Ohlson(1995)의 기본모형을 확장하였으며, 이에 관한 실증모형을 표기하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 P = & \beta_0 + \beta_1 EPS + \beta_2 BPS + \beta_3 Change \\
 & + \beta_4 EPS \times Change + \beta_5 BPS \times Change \\
 & + \beta_7 NEPS + \sum YD + \sum IND + \epsilon
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

여기서,

- P*: 12월 말 종가
- EPS*: 주당순이익
- BPS*: 주당순자산
- Change*: 최고경영자 교체연도이면 1, 아니면 0인 더미변수
- NEPS*: 주당순이익이 음(-)이면 주당순손실 금액, 아니면 0
- $\sum YD$: 연도더미; $\sum IND$: 산업더미

모형(1)에서의 주요 검증변수인 *EPSXChange*는 최고경영자를 교체한 기업의 주당순이익의 가치관련성 변화를, *BPSXChange*는 주당순자산의 가치관련성 변화를 각각 미교체기업의 그것과 비교분석하기 위해 투입되었다. β_4 와 β_5 가 양(+)의 값을 가지면 미교체기업에 비해 교체기업

의 회계수치의 가치관련성이 높음을 제시하는 것이 되나 반대로 음(-)의 값을 가지면 가치관련성이 낮음을 나타내게 된다. 한편, 주당손익이 적자인 경우, 시장반응은 흑자인 경우와 체계적인 차이를 지니므로²⁾ 연결주당순이익이 0보다 작은 경우를 별도로 분리시키기 위한 변수로 NEPS를 추가하였다(Hayn 1995).

최고경영자의 취임 초기³⁾의 이익조정으로 보고이익과 기업가치의 실질과의 괴리현상을 파악하기 위한 연구가설의 검증모형은 다음 식(2)와 같다. 연구모형 (2)에서의 주요 검증변수 EPS×EarlyYear는 신입경영자의 취임 초기의 주당순이익의 가치관련성 변화를, BPS×EarlyYear는 주당순자산의 가치관련성 변화를 비교제기업과 비교하기 위하여 투입되었다.

$$P = \beta_0 + \beta_1 EPS + \beta_2 BPS + \beta_3 EarlyYear + \beta_4 EPS \times EarlyYear + \beta_5 BPS \times EarlyYear + \beta_7 NEPS + \sum YD + \sum IND + \epsilon \quad (2)$$

여기서,

P: 12월 말 증가

EPS: 주당순이익

BPS: 주당순자산

EarlyYears: 최고경영자 취임 2년 이내이면 1, 아니면 0인 더미변수

NEPS: 주당순이익이 음(-)이면 주당순손실 금액, 아니면 0

$\sum YD$: 연도더미; $\sum IND$: 산업더미

2. 표본선정 및 자료수집

본 연구의 표본은 2004년부터 2014년까지의 기간 동안 유가증권상장기업과 코스닥시장상장기업 중 다음의 기준에 부합하는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 2004년부터 2014년까지 최고경영자의 교체가 이루어진 기업
- (2) 금융업 또는 지주회사에 해당하지 않는 기업
- (3) 자본잠식이 아닌 기업
- (4) 결산일이 12월 말인 기업
- (5) Fn-Guide 자료 추출 가능한 기업

최고경영자 교체와 관련된 정보와 재무적 자료는 Fn-Guide 데이터베이스로부터 입수하였다. 연구기간을 2004년부터 최근기간인 2014년으로 선정하였고, 금융업과 지주회사는 업종 및 재무제표 구성의 차이로 인하여 표본에서 제외하였고 자본잠식 기업은 재무구조악화에 따른 정보력의 왜곡을 통제하기 위하여 제외하였다.

<Table 1>의 Panel A에서는 표본의 구성 현황을, Panel B에서는 표본의 산업별 분포를, Panel C에서는 연도별 최고경영자 교체기업 수를 표시하고 있다. 우선 Panel A에서 2004년부터 2014년까지 11년간 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 12월 말 결산법인에 해당하는 표본수 19,250개 중에서 FnGuide 데이터베이스로부터 자료추출이 불가능한 표본 3,047개, 업종이 금융업과 지주회사에 해당하는 표본 1,760개, 자본잠식 회사에 해당하는 표본 70개를 제외하고 최종표본수는 14,373개이다. Panel B에서는 표본의 업종별 분포를 표시하고 있는데, 전자업종(electronics)에 해당하는 표본이 2,274개로서 가장 많았다. Panel C에서는 연도별 최고경영자를 변경한 기업의 수를 표시하고 있는데, 2004년에는 148번, 2014년에는 338번 교체를 하였으며 11년간 총 최고경영자 교체횟수는 2,971번에 달한다.

2) Hayn(1995)의 연구에서 주주들은 청산권(liquidation option)을 행사할 수 있기 때문에 손실이 계속 지속될 경우는 기업을 청산할 수 있으므로 기업의 손실 보고에 대하여 덜 민감하게 반응한다고 추론을 제시하였다. 실증연구를 수행한 결과 이익의 가치관련성 회귀계수는 실제로 손실에 비해 3배정도 더 크다는 사실을 확인할 수 있었다.

3) 최고경영자 교체는 2004년부터 2014년까지 국내 유가증권상장기업과 코스닥시장상장기업에서 3,478회 이루어졌으며 신입 최고경영자의 재임기간의 평균(mean)은 2.35년, 중위수(median)는 2년으로 산정되어 취임 초기를 2년으로 결정하였다.

<Table 1> Sample Selection and Classifications

Panel A : Sample selection																							
Number of firms, listed KOSPI and KOSDAQ from 2004 to 2014 with their account closing in December 31.												19,250											
(Exclude) firms, whose data are unavailable from FnGuide												(3,047)											
(Exclude) Financial institutions and holding companies												(1,760)											
(Exclude) Negative capital												(70)											
Total sample size												14,373											
Panel B: Industry distribution																							
Industry						Number						Industry						Number					
Wholesale trade						734						Rubble and plastics						414					
Food products						473						Basic metal						763					
Chemicals						948						Electronics						2,274					
Pharmaceutical, Medicinal						828						Electrical equipment						545					
Publishing and Printing						735						Other machinery						1,230					
General construction						380						Motor vehicles and trailers						705					
Retail trade						179						Architectural, Engineering						101					
Fabricated Metal						345						Other Transport Equipment						175					
Other Non-metallic Mineral						345						Textiles						197					
Computer Programming						209						Pulp, Paper						301					
Manufacture of Furniture						91						Others						2,401					
												Total						14,373					
Panel C: Frequency of CEO' Turnovers by year																							
Year	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total											
Freq.	148	232	256	246	294	291	276	267	284	339	338	2,971											

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계

주요 검증모형에 포함된 모든 변수는 극단치의 영향을 완화시키기 위해 변수의 측정치가 상하위 1%를 초과하는 값을 1% 및 99%의 값으로 조정(winsorization)하여 분석에 사용하였다. <Table 2>에서는 가치관련성 검증모형에 사용

되는 주요변수인 주당순이익과 주당순자산에 대한 기술통계치를 제시하고 있다. Panel A에서는 전체 표본(14,373개)의 주당순이익과 주당순자산의 기술통계치를, Panel B에서는 최고경영자를 변경한 하위표본(2,971개)의 기술통계치를, Panel C에서는 신입경영자 취임 후 2년간의 기술통계치를 표시하고 있다.

<Table 2> Descriptive Statistics

	Mean	Std. dev.	1st Quartile	Median	3rd Quartils
<i>P</i>	18,416	42,772	2,275	5,160	14,100
Panel A: All sample(n=14,373)					
<i>EPS</i>	1,363	4,560	-19	298	1,101
<i>BPS</i>	18,232	40,389	2,461	5,162	13,497
<i>NEPS</i>	-238	823	-19	0	0
Panel B: Sample switching CEO(n=2,971)					
<i>EPS×CEO_Change</i>	1,518	5,688	-240	150	1,089
<i>BPS×CEO_Change</i>	21,485	47,302	1,768	4,995	16,946
Panel C: Sample of firms in the new CEO' early years of service(n=4,810)					
<i>EPS×EarlyYear</i>	1,540	5,507	-172	180	1,139
<i>BPS×EarlyYear</i>	21,297	46,497	1,845	5,071	16,991

(Note 1) Variable definitions: *P* = Stock price on the end of year; *EPS* = Earning per share; *BPS* = Book value per share; *EPS×Change* = Earnings per share of firms switching CEO; *BPS×Change* = Book value per share of firms switching CEO; *EPS×EarlyYear*=Earning per share of firms for 2 years after inauguration of new CEO; *BPS×EarlyYear*=Book value per share of firms for 2 years after inauguration of new CEO; *NEPS* = Equals *EPS* if earning per share is negative, zero, otherwise.

표본기간 중 12월말 주가 평균은 18,416원이고 중위수는 5,160원으로서 주가의 평균이 중위수보다 훨씬 높게 나타나고 있다. 이는 국내 주식시장의 주가분포가 현저한 양의 비대칭성(right-skewed)을 지니고 있음을 반영한다. Panel A에서 제시된 결과에 의하면 총표본의 주당순이익 평균은 1,363원이고 중위수는 298원이며 주당순자산 평균은 18,232원이고 중위수는 5,162원이다. Panel B에서 표본기업 가운데서 최고경영자를 교체한 기업의 주당순이익은 평균과 중위수가 각각 1,518원, 150원이며 주당순자산은 21,485원과 4,995원으로 나타나 이들 기업의 주당순이익과 주당순자산이 전체평균에 비해 상대적으로 높은 수준에 있음을 알 수 있다. Panel C에서 보고되는 신임 최고경영자 취임 후 2년간의 주당

순이익의 평균과 중위수가 각각 1,540원, 180원, 그리고 주당순자산의 그것은 21,297원과 5,071원으로서 다른 표본에 비교하여 높게 나타나고 있다.

<Table 3>에서 Panel A는 가치평가식의 추정에 사용되는 주가, 주당순이익, 주당순자산 및 최고경영자를 교체한 기업의 주당순이익과 주당순자산을 나타내는 변수인 *EPS×Change*, *BPS×Change*의 Pearson 상관계수를, Panel B에서는 그리고 최고경영자 취임 초기의 주당순이익과 주당순자산을 표시하는 *EPS×Early*, *BPS×Early*사이의 Pearson 상관계수를 나타내고 있다. 모든 주요변수 간에는 통계적으로 유의한 양의 상관관계가 존재함이 확인된다.

<Table 3> Pearson's Correlation Coefficients

Panel A: Correlation with firms switching CEO(n=14,373)				
	<i>EPS</i>	<i>BPS</i>	<i>EPS×Change</i>	<i>BPS×Change</i>
<i>P</i>	0.81(<.00)	0.82(<.00)	0.45(<.00)	0.45(<.00)
<i>EPS</i>		0.76(<.00)	-	-
<i>EPS×Change</i>				0.80(<.00)
Panel B: Correlation with firms in the new CEO' early years (n=14,373)				
	<i>EPS</i>	<i>BPS</i>	<i>EPS×Early</i>	<i>BPS×Early</i>
<i>P₁</i>	0.81(<.00)	0.82(<.00)	0.57(<.00)	0.56(<.00)
<i>EPS</i>		0.76(<.00)	-	-
<i>EPS×Early</i>				0.79(<.00)

(Note 1) *, **, *** indicate significance at 10%, 5%, 1% levels respectively.

(Note 2) Variable definitions: see <Table 2>

2. 가치관련성 검증

최고경영자를 교체한 기업의 순이익 및 순자산의 가치관련성이 미변경기업에 비해 차이를 보이는지를 검증하기 위한 OLS분석을 실시하였다. Ohlson(1995)의 수준형 가치평가식을 최고경영자 교체 더미변수와 순순실 더미변수 확장시킨 회귀식의 추정결과는 <Table 4>에 나타나 있다. 회귀식 중 Model 1은 최고경영자를 변경한 기업의 가치관련성의 변화를 분석한 모형이며, Model 2는 최고경영자 취임 초기의 가치관련성의 변화를 분석한 모형이다.

분석결과에 의하면 순이익(*EPS*)과 순자산(*BPS*) 변수는 모두 유의한 양(+의 계수부호를 나타내며 순순실 더미변수인 *NEPS* 또한 모든

경우에 있어서 음(-)의 값을 가져 기대와 일치한다. Model 1에서 주된 관심변수인 최고경영자 교체 더미변수(*Change*)와 *EPS* 및 *BPS*의 교차항의 경우 전자는 유의한 음(-)의 계수부호, 후자는 유의한 양(+의 계수부호를 시현하고 있는데 이는 최고경영자 교체 기업의 순이익의 가치관련성은 저하하는 반면 순자산의 가치관련성은 향상되고 있음을 나타낸다. 이러한 결과는 오ونغ락 등(2010)의 연구와 비교하면 최고경영자 교체한 기업의 주당순이익의 가치관련성이 낮다는 점에서 선행연구 결과와 일치하지만 주당순자산의 가치관련성이 높다는 측면에서는 상이하다.

<Table 4> Regression: Differential Value Relevance Analysis

$$\text{Model 1: } P = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS} + \beta_2 \text{BPS} + \beta_3 \text{Change} + \beta_4 \text{EPS} \times \text{Change} + \beta_5 \text{BPS} \times \text{Change} + \beta_7 \text{NEPS} + \sum \text{YD} + \sum \text{IND} + \epsilon$$

$$\text{Model 2: } P = \beta_0 + \beta_1 \text{EPS} + \beta_2 \text{BPS} + \beta_3 \text{Early Year} + \beta_4 \text{EPS} \times \text{Early Year} + \beta_5 \text{BPS} \times \text{Early Year} + \beta_7 \text{NEPS} + \sum \text{YD} + \sum \text{IND} + \epsilon$$

Variables	Predicted Sign	Model 1		Model 2	
		Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>		2,260	10.48***	2,178	9.30***
<i>EPS</i>	(+)	5.128	68.20***	5.093	61.18***
<i>BPS</i>	(+)	0.413	51.27***	0.403	45.53***
<i>Change(EarlyYear)</i>	(-)	-19.785	-0.04	365	0.91
<i>EPS×Change</i>	(-)	-0.473	-3.65***		
<i>BPS×Change</i>	(-)	0.074	4.89***		
<i>EPS×EarlyYear</i>	(+/-)			-0.265	-2.26**
<i>BPS×EarlyYear</i>	(+/-)			0.072	5.35***
<i>NEPS</i>		-6.052	-24.98***	-6.026	-24.93***
<i>Year Dummy</i>		Included		Included	
<i>Industry Dummy</i>		included		included	
<i>Observations</i>		14,373		14,373	
<i>F-statistics</i>		7,950***		7,922***	
<i>Adj. R-square</i>		0.7674		0.7678	

(Note 1) *, **, *** indicate significance at 10%, 5%, 1% levels, respectively

(Note 2) Variable definitions: see (Table 2)

한편 Model 2에서 주된 관심변수인 최고경영자 취임 초기 더미변수(EarlyYear)와 EPS 교차항의 경우 유의한 음(-)의 계수부호를 나타내고, BPS 교차항의 경우는 유의한 양(+)의 계수 부호를 시현하고 있는 데, 이는 최고경영자 교체 기업의 순이익의 가치관련성은 저하하지만 순자산의 가치관련성은 향상된 것으로 나타났다. 이러한 현상은 신입경영자의 취임 초기의 ‘big bath’ 등의 이익조정 행태가 시장에 부정적으로 영향을 미쳐 주당순이익의 가치관련성은 감소하지만 보수적인 회계처리가 장부가치를 실질가치에 접근하게 하여 주당순자산의 가치관련성을 상승시킨 것으로 해석할 수 있다. 그러나 ‘big bath’의 회계처리가 경영자의 영업권의 손상차손 계상과 같이 회수가능액에 대한 경영자의 주관적인 재

량에 의하여 결정될 경우 기업의 실질가치와 회계정보의 괴리가 심화된다면 가치관련성은 하락할 것이므로 해석에 신중을 기할 필요가 있을 것이다.

V. 결 론

본 논문에서는 신입 최고경영자가 취임 초기에 우호적인 시장의 평판, 높은 보상 및 계약 연장 등의 개인적 혜택을 목적으로 이익 조정 등을 통한 보고 이익의 과다 계상 행태로 인한 기업의 실질 이익과 보고 이익간에 괴리가 생겨 기업의 가치관련성에 영향을 미칠 것으로 예상하였다. 이러한 가치관련성의 변화를 살펴보기 위

해 2004년부터 2014년까지 11년간을 연구기간으로 선정하고 최고경영자 교체기업의 가치관련성을 미교체기업과 비교하고, 신입경영자의 취임 초기의 가치관련성 변화를 재임 후반기와 비교하여 실증분석하였다. 연구방법으로는 Ohlson (1995)의 가치평가식을 이용하여 기업의 순이익 및 순자산 장부가치에 대한 차별적 가치평가계수를 추정하는 방법을 적용하였다. 연구기간동안 14,373 관찰치를 대상으로 하여 최고경영자를 교체한 2,971 관찰치의 상대적 가치관련성의 변화를 분석하였고, 신입경영자의 취임 초기 이익조정 행태가 가치관련성에 미치는 영향을 분석하기 위하여 4,810 관찰치의 가치관련성의 변화를 분석하였다. 실증분석의 주요한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 전체표본에 대한 분석에서 최고경영자를 교체한 기업의 순이익은 가치관련성이 하락하는 반면 순자산 장부가치의 그것은 상승하는 경향이 관찰되었다. 이는 최고경영자의 이익조정으로 순이익 수치와 기업의 실질가치의 변동 간의 괴리가 증폭됨에 따라 순이익의 가치관련성이 저하된 반면, 신입 최고경영자의 'big bath' 등의 보수적인 회계처리로 인하여 순자산장부가치가 실질가치에 보다 접근하는 결과가 나타나 장부가치의 가치관련성은 향상된 것으로 판단된다. 둘째, 신입 최고경영자의 취임 초기에 순이익의 가치관련성은 하락하였으나 순자산 장부가치의 가치관련성은 상승한 것으로 나타났다. 이러한 현상도 최고경영자 교체기업의 분석 결과와 같이 신입경영자의 이익조정 등의 행태가 시장에 부정적인 영향을 미쳐 주당순이익의 가치관련성은 감소하였지만, 최고경영자의 취임 초기 보수적인 회계처리로 주당순자산의 가치관련성은 증가한 것으로 보인다. 본 연구는 2004년부터 국내 상장사를 대상으로 최고경영자 취임 초기의 이익조정 해태로 인한 가치관련성을 국내 최

초로 분석한 결과를 제공하였다는 점에서 공헌점을 갖는다. 그러나 본 연구는 최고경영자의 교체유형에 따른 가치관련성을 분석하지 않은 한계점을 가지고 있다. 향후 연구에는 최고경영자의 다양한 교체유형에 따른 취임 초기의 가치관련성의 차이를 비교·분석하는 연구를 기대해 본다.

참고문헌

1. 광명민·최종서(2011), 최고경영자 교체유형과 이익조정 행태간의 관련성, *회계학연구* 36(2), 129-184.
2. 김정재(2000), 이익수준과 이익변동의 부호 및 이익조정 가능성에 따른 정보효과 차이분석, *회계학연구* 25(3), 1-28.
3. 오용락·이용규·공경태(2000), 경영자 교체와 소유구조가 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향, *세무와 회계저널* 11(4), 305-322.
4. 이아영·전성빈·박상수(2007), 최고경영자 교체와 이익조정, *회계학연구* 32(2), 117-150.
5. 이아영·전성빈·박상수·최종학(2009), 최고경영자의 교체이유와 내부승진 및 외부영입 최고경영자의 이익조정 수준의 차이, *회계학연구* 34(2), 45-78.
6. 정규언(1992), 경영자변경과 이익이연행위, *회계학연구* 14(1), 27-48.
7. 최종서(1998), 재량적 발생조정이 이익구성요소의 정보효과에 미치는 영향, *회계학연구* 23(4), 81-117.
8. Ashiq A., Weining Z.(2015), CEO tenure and earning management, *Journal of Accounting and Economics* 59, 60-79.
9. DeAngelo, L(1988), Managerial competition,

- information costs and corporate governance: the use of accounting performance measure in proxy contests, *Journal of Accounting and Economics* 10, 3 - 36.
10. Dechow, P. M., Sloan, R.(1991), Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation, *Journal of Accounting and Economics* 14, 51-89.
 11. Desai, H., Hogan, C. E., Wilkins, M. S.(2006), The reputational penalty for aggressive accounting: earnings restatements and management turnover, *Accounting Review* 81, 83 - 112.
 12. Diamond, D. W.(1989), Reputation acquisition in debt markets, *Journal of Political Economics* 97, 828 - 862.
 13. Elliott, J., Shaw, W.(1988), Write-Offs as accounting procedures to manage perceptions, *Journal of Accounting Research* 26(Suppl.), S91 - S119.
 14. Fama, E. F.(1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88, 288 - 307.
 15. Gibbons, R., Murphy, K. J.(1992), Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: theory and evidence, *Journal of Political Economy* 100, 468 - 505.
 16. Hayn, C.(1995), The Information Content of Losses, *Journal of Accounting and Economics* 20(September), 125-153.
 17. Hazarika, S., Karpoff, J. M., Nahata, R.(2012), Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management, *Journal of Financial Economics* 104, 44 - 69.
 18. Holmstrom, B.(1982), Moral hazard in teams, *Bell Journal of Economics* 13, 324 - 340.
 19. Holmstrom, B.(1999), Managerial incentive problems: a dynamic perspective, *Review of Economic Studies* 66, 183 - 198.
 20. Milbourn, T.(2003), CEO reputation and stock-based compensation, *Journal of Financial Economics* 68, 233 - 262.
 21. Murphy, K. J., Zimmerman, J. L.(1993), Financial performance surrounding CEO turnover, *Journal of Accounting and Economics* 16, 273-315.
 22. Ohlson, J. A.(1995), Earnings, book values, and dividends in equity valuation, *Contemporary Accounting Research*, 1, 661-687.
 23. Pourciau, S.(1993), Earnings management and non-routine executive changes, *Journal of Accounting and Economics* 16, 317-336.
 24. Strong, J., Meyer, J.(1987), Asset write downs; managerial incentives and security returns, *Journal of Finance* 42, 643-661
 25. Subramanyam, K. R.(1996), The pricing of discretionary accrual, *Journal of Accounting Economics* 22. 249-281.

Abstract

The Value Relevance of Accounting Numbers in the New CEO's Early Years of Service

Gong, Kyung-Tae*

In this research, The new CEO is expected to increase a reporting income through earning management for individual benefit such as a good reputation, high compensation and CEO' s contract extension in the early years of service, of which may influence value relevance of the accounting numbers. We investigate the change of value relevance from 2004 to 2014, compare firms with a change of CEO and firms with non-change of CEO and analysis the value relevance in the early years and in the late years of the new CEO.

The results of research are as follows. First, value relevance of EPS of firms with change of CEO are decreased, whereas value relevance of BPS are increased in the regression of all sample. Second, value relevance of EPS are decreased, whereas value relevance of BPS are increased in the early years of the new CEO. This research makes a contribution to provide the first proof about influence of value relevance by the earning management in the early years of the new CEO in Korea.

Key Words: CEO, Early years of Service, Value relevance, Earning management

* Professor, Dept. of Business Administration, Jeonju University(primary author), kgong@jj.ac.kr