

최고경영자 교체 빈도와 이익의 질
CEO Turnover ratio and Earnings Quality

김 용 태 (서강대학교)

박 상 수 (서강대학교)

이 아 영 (서강대학교)

최고경영자 교체 빈도와 이익의 질

CEO Turnover ratio and Earnings Quality

김용태 Yongtae Kim*

박상수 Sang-Su Park**

이아영 A-Young Lee**

<개 요>

최고경영자의 교체는 기업의 영업활동, 투자활동, 재무활동 등의 경영 활동뿐만 아니라 회계 정책, 회계 추정 등 기업 내 회계시스템 전반에 변화를 초래하는 중요한 사건이라 할 수 있다. 선행연구에 의하면 최고경영자 교체 전후에 자산 상각이 많이 발생하고 있으며, 또한 새로운 최고경영자의 부임 초기에 이익조정이 많이 이루어지는 것이 보고되었다. 최고경영자의 잦은 교체로 이러한 자산 상각과 이익조정이 자주 일어나면 발생액과 이익은 큰 폭의 변동을 보이게 될 것이다. 따라서 최고경영자 교체가 빈번하게 발생하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 이익의 질이 떨어질 것이다.

실증 분석 결과는 이러한 가설과 일치하였다. Dechow와 Dichev(2002)가 개발한 이익의 질 측정치를 이용하여 분석한 결과, 최고경영자 교체율이 높은 회사가 이익의 질이 현저히 낮았다. 최고경영자 교체율에 따라 전체 표본을 4개 그룹으로 나누고, 최고경영자 교체율 상위 그룹과 하위 그룹간의 발생액 표준편차와 Dechow와 Dichev 모형에 의한 이익의 질을 비교하였다. 발생액 표준편차와 이익의 질 모두 유의적인 차이를 보였다. 다중회귀분석의 경우에서도 최고경영자 교체율이 높아질수록 이익의 질은 유의적으로 떨어졌다.

본 연구는 최고경영자의 빈번한 교체가 이익의 질에 좋지 않은 영향을 미친다는 것을 보임으로써 최고경영자 교체의 영향에 관한 연구 범위를 확대하였고, 이익의 질에 영향을 주는 요인에 최고경영자 교체율을 추가할 수 있다는 시사점을 제공한다.

한글색인어: 최고경영자 교체, 이익의 질, 발생액, 이익 변동

* 서강대학교 경영학과 교수

** 서강대학교 경영학과 박사과정

I. 서 론

최고경영자(CEO)는 기업가치를 극대화하기 위해 기업의 경영전략을 수립하고, 이를 실행하는 역할을 수행한다. 특히 급변하는 기업환경과 치열한 경쟁 하에서 최고경영자가 수립하는 경영전략과 이에 따른 경영 활동은 기업의 미래 운명을 좌우할 수 있다. 최고경영자의 교체는 기업의 영업활동, 투자활동, 재무활동 등의 경영활동뿐만 아니라 회계 정책, 회계 추정 등 기업 내 회계시스템 전반에 변화를 초래하는 중요한 사건이라 할 수 있다.

최고경영자 교체가 중요함에도 불구하고 금융위기 이전에는 최고경영자 교체에 대한 관심이 그리 높지 않았다. 소유경영자 중심의 기업지배구조, 국내 금융시장 및 상품시장에 대한 낮은 개방 수준 등으로 인하여 최고경영자의 중요성에 대한 인식이 미미하였기 때문이다. 하지만 외환위기 이후 정부가 글로벌 스탠더드라는 이름 하에 미국식 제도를 도입하고, 경영환경도 글로벌화되면서 전문경영자로서 CEO의 중요성이 부각되었다. 자본시장 개방 이후 주식시장에서 외국인 투자자의 영향력이 확대되었고, 이들은 기업지배구조, CEO의 역량 등을 반영하여 주가를 평가하였다. 그 결과 주식시장에서 투자자들은 국민은행의 김정태, 한국전기초자의 서두칠 등 소위 스타 CEO의 선임 및 퇴임 여부에 민감히 반응하였다.

최고경영자 교체에 대한 국내연구는 금융위기 이후 그리고 최근 들어 증가 추세를 보이고 있다. 최고경영자 교체 연구는 주로 최고경영자 교체의 결정 요인, 최고경영자 교체와 경영성과의 관계, 그리고 최고경영자 교체에 따른 주가반응 등에 대하여 이루어졌다.

최고경영자는 기업의 재무제표 작성의 최종책임자로 회계처리에 중대한 영향력을 미칠 수 있기 때문에 교체 전후에 어떠한 회계 행태가 이루어지고 있는지도 관심사항이다. Strong과 Meyer(1987)는 자산 상각의 가장 중요한 요인이 경영자 교체라는 것을 밝혔고, 특히 외부에서 새로운 경영자가 부임할 때 자산 상각이 많이 이루어진다는 것을 입증하였다. Francis 등(1996)은 경영자 교체 시점에 재량적 자산상각이 많이 일어남을 보였다. Pourciau(1993)는 최고경영자의 비정상적 교체가 일어난 기업의 경우, 새로 부임하는 최고경영자는 부임하는 해에 가급적 비용을 많이 인식하여 이익을 줄인다는 것을 보였다.

최고경영자의 교체 시점에서 매출채권, 재고자산, 유형자산 등의 상각이 빈번히 발생하고, 이익조정이 이루어진다면 발생액과 이익은 큰 폭의 변동을 보이게 될 것이다. 따라서 최고경영자 교체가 빈번하게 발생하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 이익의 질이 떨어질 것이다.

재무제표는 현금주의가 아닌 발생주의 회계에 의해 보고되고 있다. 투자자들은

발생주의 회계를 통해 산정된 이익이 경제적 실체를 제대로 반영하고 있는지, 즉 이익의 질에 대해 많은 관심을 기울인다. 현금주의 회계와 발생주의 회계의 차이는 발생액으로 나타난다. 발생액의 변동성이 크다면 발생주의 이익이 영업현금흐름과 안정적인 관계를 갖지 못하기 때문에 이익의 질은 떨어진다고 할 수 있다. Dechow와 Dichev(2002)는 이익의 질을 영업현금흐름에 의해 설명되지 않는 발생액의 변동성으로 측정하였다. Dechow와 Dichev는 이익의 질을 측정하기 위해 발생액을 전기, 당기, 그리고 차기 영업현금흐름과의 회귀식의 관계로 나타내고, 발생액 중 전기, 당기, 그리고 차기 영업현금흐름으로 설명되지 않는 부분인 회귀식의 잔차의 변동성을 통해 이익의 질을 측정하였다.

본 논문은 최고경영자의 교체 빈도와 이익의 질 관계를 실증 분석하였다. Dechow와 Dichev가 개발한 이익의 질 측정치를 이용하여 분석한 결과, 최고경영자 교체율이 높은 회사가 이익의 질이 현저히 낮았다. 최고경영자 교체율에 따라 전체 표본을 4개 그룹으로 나누고, 최고경영자 교체율 상위 그룹과 하위 그룹간의 발생액 표준편차와 Dechow와 Dichev 모형에 의한 이익의 질을 비교하였다. 발생액 표준편차와 이익의 질 모두 유의적인 차이를 보였고, 다중회귀분석의 경우에서도 최고경영자 교체율이 높아질수록 이익의 질은 유의적으로 떨어졌다.

본 연구의 구성은 다음과 같이 이루어졌다. 제 2장에서는 선행연구를 살펴보고, 가설을 설정했다. 제3장에서는 표본 및 연구방법을 설계하고, 제4장에서는 실증분석 결과를 살펴보았다. 제5장은 본 연구의 결론이다.

II. 선행 연구 및 가설 설정

2.1. 최고경영자의 교체에 관한 연구

2.1.1. 최고경영자 교체와 경영 성과

최고경영자의 교체를 결정하는 요인은 경영성과, 지배구조, 최고경영자의 지분보유율 등을 들 수 있고, 이 중 경영성과가 가장 중요한 요인으로 꼽힌다. Ocasio(1999)의 연구에 의하면 경영성과가 경쟁기업이나 동종 업종에 비해 나쁜 기업의 최고경영자 교체 가능성이 높았다. Weisbach(1988)는 이사회가 내부 이사보다는 주로 외부이사로 구성되어 있는 경우에는 최고경영자의 교체와 경영성과는 밀접하게 관련이 있다고 하였지만, Denis 등(1997)은 최고경영자의 소유 지분이 높을 경우에는 경영성과가 나쁘더라도 교체가 쉽지 않음을 보였다. 최고경영자의 소유 지분율이 높은 경우에는 이사회에 의한 내부감시기능과 외부시장 규율의 영향력이 축

소되기 때문이다.

신현한과 장진호(2005)는 국내기업을 대상으로 최고경영자 교체에 영향을 미치는 요인을 연구하였다. 최고경영자 교체에 영향을 미치는 요인으로 경영성과, 전문경영자, 대규모 기업집단 등을 분석하였다. 이들의 연구 결과에 따르면 경영성과가 좋지 않을수록 최고경영자 교체 확률이 증가하였고, 전문경영자의 교체 확률은 소유경영자의 교체 확률보다 확연히 높았다. 하지만 대규모 기업집단에 속한 기업의 최고경영자라고 해서 특별히 교체 확률이 높지는 않았다.

최고경영자 교체 이후 경영성과는 개선되는 것으로 나타나고 있다. Denis와 Denis(1995)는 이사회가 성과가 좋지 않은 최고경영자를 교체하는 경우 기업의 경영성과가 향상됨을 발견하였다. 신현한, 장진호(2003)는 최고경영자 교체와 경영성과의 변화를 살펴본 결과, 최고경영자 교체 이전에는 최고경영자 교체그룹의 경영성과가 비교제그룹보다 유의적으로 낮았으나, 이러한 차이는 최고경영자 교체 이후 2년도부터는 유의하지 않았다고 보고하고 있다.

2.1.2. 최고경영자 교체와 주가 반응

최고경영자 교체와 주가 반응에 대한 연구는 투자자들은 최고경영자 교체에 대해서 어떻게 받아들이고 있는지, 즉 Good News로 인식하는지 Bad News로 인식하는지에 대한 연구이다. 최고경영자 교체가 주가에 미치는 영향에 관한 외국 선행연구는 일관된 결론을 내리지 못하고 있다. Weisbach(1988), Denis와 Denis(1995) 등은 최고경영자 교체 공시일에 유의한 양의 초과수익률이 나타나고 있다고 보고하고 있다. 하지만 Beatty & Zajac(1987)는 공시일에 유의한 음의 초과수익률이 나타남을 보였고, Warner 등(1988)은 공시일에 유의한 초과수익률이 나타나지 않았다고 보고하고 있다.

우리나라의 경우 최고경영자 교체에 대해 투자자들은 대체로 부정적으로 인식하고 있는 것으로 나타났다. 외환위기 이전의 최고경영자 교체를 분석 대상으로 하여 주가 반응을 살펴본 결과, 최고경영자 공시 시점의 초과수익률은 음이었다. 심동석(2000)은 1993년부터 1997년까지 159건의 표본을 대상으로 최고경영자 교체에 따른 주가반응을 살펴보았다. 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않는 경우 정보 공표 이전 1일부터 공표 이후 8일까지 -1.746%의 초과수익률이 나타났고, 이는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. 전임자가 다른 회사의 대표이사로 임명되는 경우에도 음의 주가반응을 보였으나 이는 통계적으로 유의하지는 않았다. 오희장(2002)은 1993년부터 1997년 7월까지 최고경영자가 교체되었다고 공표된 기업을 대상으로 주식시장의 반응을 살펴보았다. 최고경영자의 교체가 공표된 날의 초과수

익률은 -0.67%였고, 이는 통계적으로 1% 수준에서 유의하였다. 또한 전체 검증기간 (-15 ~ +15) 동안에 최고경영자가 교체된 표본의 평균 비정상수익률은 -0.08%를 기록하였다. 이는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의적이었다.

2.1.3. 최고경영자 교체와 이익 조정

Strong과 Meyer(1987)는 경영자 교체가 자산 상각(Asset write-off) 결정의 가장 중요한 요인이라고 하였다. 특히 외부에서 새로운 경영자가 부임할 때 자산 상각이 많이 이루어졌다. 최고경영자의 교체와 자산 상각간의 양의 관계는 최고경영자 교체를 통해 기업은 구조조정 등을 실시하고, 기존 투자와 관련이 없는 경영자, 즉 외부에서 영입된 최고경영자가 선임되면 구조조정이 더 많이 일어난다는 가설과 일치하는 결과이다.

Dechow와 Sloan(1991)은 최고경영자 교체 이전에 전임 최고경영자가 단기 이익을 높이기 위해 연구개발비를 줄이고 있는지를 분석하였다. Dechow와 Sloan은 경영자 교체 여부, 보수 등은 회계 성과에 연동되어 있기 때문에 R&D비용이나 광고비 등을 줄임으로써 단기 이익을 늘리고, 경영자의 효용을 극대화할 수 있다는 것이다. 이들이 R&D비용, 광고비 등에 관심을 기울인 것은 경영자의 "Horizon Problem"이 심각하게 나타날 수 있는 항목이기 때문이다. R&D비용, 광고비 등은 발생 시점에 비용으로 처리해야 하지만 기대되는 수익은 미래에 발생한다. 최고경영자의 임기가 불확실하거나 임기가 얼마 남지 않은 경우에는 장기 관점이 아닌 단기 관점에서 행동할 것이고, 이 경우 최고경영자는 미래 이익을 희생하면서 단기 이익을 높이기 위해 R&D비용이나 광고비 등을 줄이려는 행태를 보일 것이다.

Dechow & Sloan은 R&D, 광고비 비중이 크고, 최고경영자의 보상과 회계 이익간에 밀접한 관계가 있고, 최고경영자의 부와 주가간의 연계가 약할수록 퇴임을 앞둔 최고경영자는 R&D비용, 광고비 등을 더 줄인다는 가설을 세웠다. 1979년부터 1989년까지 매출액 대비 R&D 비율이 5%를 상회하는 업종(three-digit SIC 산업) 중 1989년 Forbes의 보상 서베이에 포함되어 있는 58개 기업을 대상으로 분석을 실시하였다. 실증 분석 결과, 최고경영자가 직무를 마치고 떠나는 마지막 연도에 단기 보너스 극대화를 위해 연구개발비를 줄이는 경향이 나타났다. 하지만 CEO가 스톡 옵션을 많이 가지고 있거나 CEO의 승계 프로세스(Relay Process)가 있는 경우에는 R&D비용의 축소가 심각하지 않았다.

Pourciau(1993)는 최고경영자 교체를 정상적(Routine) 교체와 비정상적(Non-routine) 교체로 구분하고, 비정상적 교체에서 이익 조정이 많이 일어날 것이

라고 보았다. 최고경영자의 정상적(Routine) 교체 프로세스 상에서 후임 최고경영자는 전임 최고경영자가 퇴임하기 이전에 결정되고, 일정 기간 동안 최고경영자의 권한은 순차적으로 옮겨진다. 전임 최고경영자는 이사회에 남아서 후임 최고경영자의 경영 성과를 모니터링하는 역할을 수행한다. 이러한 정상적 교체 하에서는 전임 최고경영자와 후임 최고경영자간에 이해상충이 발생할 여지가 적다. 전임 최고경영자도 후임 최고경영자가 성공하기를 바란다. 후임 최고경영자가 실패하면 전임 최고경영자도 후임자를 선택하는 안목이 없다는 등의 비난을 받고 일정 부분 책임을 질 수 밖에 없다. 이처럼 정상적 교체 하에서는 전임 최고경영자와 후임 최고경영자의 이해관계가 일치하고, 전임 최고경영자가 이사회에서 자신의 성과를 모니터링하고 있기 때문에 후임 최고경영자가 전임 최고경영자의 실적을 부정하는 등의 형태로 이익 조정을 실시할 유인이 작다.

하지만 비정상적(Non-routine) 교체 하에서는 전임 최고경영자와 후임 최고경영자 모두 이익 조정을 할 유인이 발생한다. 전임 최고경영자는 더 많은 보상, 임기 연장, 다른 회사에 이직 등을 얻기 위해 이익조정을 통해 성과를 개선하려는 유인이 있다. 후임 최고경영자는 자신의 재임기간 동안의 성과를 개선하기 위해 부임 첫 해에 대규모 상각(write-off) 등을 실시하려는 유인이 있다. 경영자 인센티브 동기 외에도 새로운 최고경영자는 회계정책이나 회계추정 등에 있어 기존 최고경영자와는 다른 시각을 가질 수 있기 때문에 자산 상각이 발생할 수도 있다. Pourciau는 1985년부터 1988년까지 비정상적(Non-routine) 최고경영자 교체가 일어난 73개 기업을 대상으로 최고경영자 교체 전후에 이익조정이 일어나는지를 분석하였다. 연구 결과 새로 부임하는 최고경영자는 부임하는 해에 가급적 비용을 많이 인식하여 이익을 줄인다는 것을 입증하였다. 하지만 전임 최고경영자가 이익 조정을 실시한다는 결과는 얻지 못하였다.

Francis 등(1996)은 재량적 자산상각(Discretionary Asset Write-offs)의 결정 요인과 자산 상각에 대한 투자자들의 반응을 살펴보았다. 이들은 경영자가 재량적으로 자산상각을 할 수 있는 재고자산 상각(Inventory write-down), 영업권 상각(Goodwill write-off), 유형자산 상각(PPE write-down), 구조조정 부담(Restructuring charges) 등에 초점을 맞추었다. 이들은 기업의 재량적 자산 상각은 경영자 교체 시점에서 많이 발생하였다는 결과를 보고하였다. 투자자들은 재량적 자산 상각에 대하여 평균적으로는 음의 반응을 보였다. 하지만 자산 상각의 항목에 따라 다른 반응을 보였다. 재고자산 상각에 대하여는 통계적으로 유의한 음의 초과 수익률을 보였지만, 구조조정 비용에 대해서는 통계적으로 유의한 양의 반응을 보였다.

2.2. 이익의 질(Quality of Earnings)에 관한 연구

Palepu(2004) 등은 회계 정보가 기업 실체를 얼마나 반영하고 있는지를 통해 회계의 질(Accounting Quality)을 판단할 수 있음을 언급하였다. 회계의 질에 영향을 미치는 요인으로 회계규정에 의한 잡음(Noise from accounting rules), 예측 오차(Forecast error), 경영자의 회계선택(Manager's Accounting Choices) 등을 들고 있다. 회계의 질에 영향을 미치는 요인들은 현행 재무제표가 현금주의 회계가 아닌 발생주의 회계에 입각하여 작성되기 때문에 기인하는 것이며, 따라서 회계의 질을 판단하기 위해서는 발생주의 회계이익과 영업현금흐름간의 관계를 살펴보아야 한다.

발생액(Accruals)은 이익(E: Earnings)과 영업현금흐름(CF: Cash Flow)의 차이이다. 이를 수식으로 정리하면 다음과 같다.

$$E_t = CF_t + Accruals_t \quad (1)$$

이익은 실제현금흐름(Actual Cash Flow)이 아닌 기대현금흐름(Expected Cash Flow)을 반영한다. 발생주의 회계에 의해 산정된 이익은 현금주의 회계의 이익, 즉 영업현금흐름보다 일정기간 동안의 기업 성과를 더욱 정확히 산정한다. Dechow(1994)는 이익과 주가의 관계와 영업현금흐름과 주가의 관계를 비교했고, 현금흐름보다 이익이 주가와 밀접한 관계가 있음을 보였다. 하지만 발생주의 회계 상의 이익을 산정하기 위해서는 미래에 대한 가정과 예측이 필요하고, 경영자의 회계 선택 등으로 인하여 기업의 경제적 실체와는 왜곡된 정보를 투자자에게 전달할 우려도 있다.

이익의 질은 발생액의 변동성에 의해 설명될 수 있다. 만일 기업의 동일한 회계 정책을 적용하고, 경영자의 회계선택도 없다면 이익과 현금흐름은 안정적인 관계를 보일 것이다. 이 경우 발생액의 변동성은 크지 않을 것이다. 하지만 대규모 자산 상각이나 이익조정이 빈번하다면 이익과 현금흐름의 갭은 커지고, 그 결과 발생액의 변동성도 클 것이다. 따라서 발생액의 변동성이 작은 기업은 큰 기업에 비해 이익의 질이 높다고 할 수 있다.

발생액의 변동은 예측 오차, 경영자의 회계선택에 의해서도 나타날 수 있지만 영업 호조 등으로 인해 매출액과 매출채권이 증가하여, 즉 기업의 경제적 실체가 변화하여 일어날 수도 있다. 따라서 기업의 사업 여건의 변화에 의해 발생액이 변동이 확대되었음에도 불구하고 이익의 질이 떨어진다고 판단할 수 있다. 이런 문제를 완화하기 위해서는 발생액을 기업의 사업 여건의 변화로 인한 부분과 그렇지 않은 부

분을 구분하는 것이 필요하다. Johns(1991)는 발생액을 비재량적(Non-discretionary) 부분과 재량적(Discretionary) 부분으로 나눌 수 있는 모형을 제시하였다. 비재량적 발생액은 매출, 투자 확대 등 사업 여건의 전반적인 변화로 인하여 발생하는 부분이고, 재량적 발생액은 경영자의 회계선택 등으로 인하여 발생하는 부분으로 총발생액에서 비재량적 발생액을 차감하여 계산된다. 따라서 이익의 질은 재량적 발생액의 변동성으로 측정할 수 있다. 기업의 재량적 발생액의 변동성이 낮다면 높은 기업에 비해 이익의 질이 높다고 할 수 있다¹⁾.

하지만 Fields (2001) 등은 회계 선택(accounting choice)에 관한 논문을 검토하면서 존스 모형이나 수정 존스 모형 등을 통해 산정한 재량적 발생액이 정확하지 않다는 것을 지적하고 있다. 재량적 발생액을 통해 이익조정 여부를 판단하는 경우 오류가 발생할 수 있다는 것이다.

Dechow와 Dichev(2002)는 발생액과 전기, 당기, 차기 영업현금흐름과의 관계를 이용하여 이익의 질을 측정할 수 있는 모형을 개발했다. 이들은 이익의 질을 측정하기 위해 이익, 영업현금흐름, 발생액의 관계에서 출발하여 발생액을 전기, 당기, 차기 영업현금흐름과의 관계로서 나타냈다.

첫째, 당기 영업현금흐름을 이익 반영 시점에 따라 구분하였다. 이익은 전기에 반영되지만 현금흐름은 당기에 발생하는 부분, 이익과 현금흐름 모두 당기에 발생하는 부분, 이익은 차기에 반영되지만 현금흐름은 당기에 발생하는 부분으로 구분하였다. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$CF_t = CF_t^{-1} + CF_t^+ + CF_t^{+1} \quad (2)$$

식 (2)에의 우변 항에서 위 첨자는 이익 반영 시점이고, 아래 첨자는 현금흐름이 발생하는 시점이다. CF_t^{-1} 은 현금흐름은 당기에 발생하였지만, 이익은 전기에 반영된 경우로 매출채권의 회수 등이 그 예이다. CF_t^+ 는 현금흐름과 이익 반영 시점이 동일한 부분이고, CF_t^{+1} 는 현금흐름은 당기에 발생하였지만 이익은 차기에 반영되는 부분으로, 현금을 주고 재고자산을 구매하는 경우가 이에 해당한다.

둘째, 발생액을 발생(Accrual)과 이연(Deferral)으로 나누고, 발생액은 개설(Opening)되고 마감(Closing)될 수 있다는 것을 이용하여 현금흐름으로 나타냈다²⁾.

1) 재량적 발생액은 원래 시계열 자료를 가지고 추정을 하였으나 시계열자료를 얻기 어렵거나 또는 시계열분석이 가능해도 분석대상기업이 속한 산업의 공통적 요인을 고려할 수 있는 이점 때문에 최근 들어서는 횡단면 회귀모형을 이용하여 추정하고 있다.

2) Dechow와 Dichev는 모든 발생액은 1기간 내에 개설되어, 마감된다는 가정을 하였다. 즉, 당기 발생액은 차기에 실제 현금흐름이 발생함으로써 소멸한다는 의미이다.

먼저 발생액을 세분하였는데, 이를 수식으로 나타내면 다음과 같다.

$$A_t = A_{CF_{t+1/t}}^O + A_{CF_{t/t-1}}^C + A_{CF_{t/t+1}}^O + A_{CF_{t-1/t}}^C \quad (3)$$

식 (3)에서 우변의 첫 번째와 두 번째 항은 현금의 수취나 지급은 아직 이루어지지 않았지만 당해 기간에 이미 수익이나 비용으로 인식한 경우이다. 즉, $A_{CF_{t+1/t}}^O$ 에서 위 첨자는 발생액(Accrual)이 개설되었다는 의미이고, 아래 첨자는 현금흐름이 발생하는 시점이다. $A_{CF_{t+1/t}}^O$ 는 이익은 당기에 발생하지만 현금흐름은 차기에 반영되는 발생액 계정이 개설된 것이고, 이를 현금흐름으로 나타내면 $A_{CF_{t+1/t}}^O = CF_{t+1}^t + \varepsilon_{t+1}^t$ 가 된다. 발생액 계정을 현금흐름으로 나타낼 때 유의해야 할 사항은 추정오차이다. 이익을 먼저 인식하고, 차후에 현금흐름이 발생하는 경우에는 추정오차가 발생하게 된다. 예를 들어, 실제 매출채권의 회수는 예상 매출채권의 회수와 정확히 일치하지 않을 것이다. 세 번째와 네 번째 항은 이미 현금의 수취나 지급은 이루어졌으나 당해 기간에 아직 수익이나 비용이 발생되지 않아 차기 수익이나 비용으로 인식하는 것을 의미한다. 현금을 먼저 받고 수익이나 비용 인식이 추후에 일어나는 경우에는 추정오차가 발생하지 않는다. 식 (3)의 우변에서 발생액 계정에 해당하는 현금흐름을 대입하면 아래 식으로 나타낼 수 있다.

$$A_t = CF_{t-1}^t - (CF_t^{t+1} + CF_t^{t-1}) + CF_{t+1}^t + \varepsilon_{t+1}^t - \varepsilon_t^{t-1} \quad (4)$$

식 (4)의 우변의 첫 번째 항은 영업현금흐름은 전기에 발생하였지만 이익은 당기에 반영되는 부분, 두 번째와 세 번째 항은 당기 현금흐름이지만 이익에는 전기와 차기에 반영되는 부분, 네 번째 항은 차기 영업현금흐름이지만 당기 이익에 반영되는 부분이고, $\varepsilon_{t+1}^t - \varepsilon_t^{t-1}$ 는 추정오차이다. 위의 식은 발생액을 영업현금흐름과 추정오차로 구분한 것이다.

셋째, 이익을 전기, 당기, 미래 영업현금흐름과의 관계식으로 나타내었다. 식 (2)와 (4)를 식 (1)에 대입하여 정리하면 아래와 같은 식을 얻을 수 있다.

$$E_t = CF_{t-1}^t + CF_t^t + CF_{t+1}^t + \varepsilon_{t+1}^t - \varepsilon_t^{t-1} \quad (5)$$

식 (5)는 이익을 전기, 당기, 차기 영업현금흐름과 추정오차로 나타낸 것이다.

발생액의 질을 측정하는 실증모형은 식 (4)에서 도출된다. 식 (4)는 발생액과 현

금흐름의 이론적 관계이지만, 현실에서는 당기 현금흐름을 전기 이익과 관련된 현금흐름, 당기 이익과 관련된 현금흐름, 차기 이익과 관련된 현금흐름으로 나눌 수가 없다. 따라서 식 (4)의 실증모형은 아래의 식과 같다.

$$\Delta WC_t = b_0 + b_1 CFO_{t-1} + b_2 CFO_t + b_3 CFO_{t+1} + \varepsilon_t \quad (6)$$

식 (6)에서 ΔWC (순운전자본의 증감분)는 대차대조표 접근 방식에 의한 발생액이며, CFO는 현금흐름표상의 영업활동으로 인한 현금흐름이다. 식 (6)에서 잔차(ε)는 현금흐름에 의해 설명되지 않은 발생액이고, 잔차는 발생액의 추정오차(estimation error)를 의미하게 된다. 결국 이익의 질은 잔차의 변동성을 통해 측정된다.

2.3. 가설 설정

선행연구에 의하면 최고경영자 교체 전후에 자산 상각이 빈번하고 이익조정이 많이 나타나고 있다. 새로 부임한 최고경영자는 자신의 재임기간 동안 경영성과를 개선하려는 유인, 회계거래에 대한 시각 차이 등으로 인해 자산 상각 등을 실시한다. 자산 상각 등으로 인해 자신의 재임기간 동안에 기존 부실로 인한 손실 악화를 회피할 수 있을 뿐만 아니라 생산물량 확대, 기말 재고자산 증가 등으로 향후 성과 향상을 기대할 수 있다.

새로운 최고경영자가 자산 상각 등을 실시하는 회계연도에 이익은 줄어들지만, 다음 회계연도부터는 그 효과가 양으로 반전되면서 이익은 늘어나게 된다. 따라서 새로운 최고경영자 부임 시점의 경영성과는 실제 성과보다 더욱 악화되고 이후에는 실제 성과보다 더욱 개선되는 효과를 초래하게 된다. 최고경영자 교체 전후에 이익 변동은 확대되는데, 기업의 최고경영자가 자주 바뀌게 되면 이익과 발생액의 변동성은 클 수밖에 없을 것이다. 그러므로 최고경영자 교체가 빈번하게 발생하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 발생액과 이익의 변동이 클 것이고, 이익의 질은 떨어질 것이다.

가설: 최고경영자 교체가 빈번한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 이익의 질이 떨어진다.

III. 표본 및 연구 방법

3.1 표본의 선정

이익의 질을 측정하기 위해서는 현금흐름표가 필요하므로, 현금흐름표 정보가 이용 가능한 1994년부터 2004년까지를 분석기간으로 설정하였다. 표본은 한국증권선물거래소 내 유가증권시장에 상장된 비금융기업 중 한국신용평가정보(KIS-LINE)의 최고경영자에 관한 정보가 최소 7년(1998년 ~ 2004년) 이상 존재하는 기업이다. 최고경영자 교체와 이익의 질의 관계에 대한 비교적 장기간의 분석을 위해서는 일정 기간 이상 동안의 최고경영자 교체에 관한 정보가 필요하다. 이런 조건을 충족하는 표본 수는 542개 기업이다.

3.2. 연구방법

3.2.1. 최고경영자의 교체율

본 논문에서 최고경영자는 한국신용평가정보(KIS-LINE)에서 제공하는 경영진 구성과일 중 기업 내 직급 순위가 1인 사람으로 정의된다. 예를 들어, 2004년도 말 LG전자의 직급순위 1위는 김쌍수이고, SK(주)는 최태원이다. 최고경영자 교체는 해당연도의 최고경영자가 직전연도의 최고경영자와 다른 경우이다. 예를 들어, 2003년도 말 LG전자의 최고경영자는 김쌍수이지만, 2002년도 말 LG전자의 최고경영자는 구자홍이다. 최고경영자 교체율은 최고경영자 교체가 전체 분석기간 동안에 몇 번이나 이루어졌는가를 의미한다. 한국전력공사의 예를 살펴보면, 전체 분석기간(1994년 ~ 2004년) 중 4명의 최고경영자가 교체되었으므로, 최고경영자 교체율은 36%(4/11)이다.

3.2.2. 이익의 질

이익의 질에 대한 측정은 발생액의 변동성, 이익지속성계수, 그리고 Dechow와 Dichev 모형(이하 DD모형)에 의한 잔차의 변동성을 이용하였다. 첫째, 발생액의 변동성은 발생액의 표준편차로 계산하였다. 발생액은 당기순이익에서 현금흐름표 상의 영업활동으로부터의 현금흐름을 차감한 값이다.

둘째, 이익의 질을 이익지속성 계수로 측정하였다. 이익지속성 계수는 아래 회귀식의 회귀계수(b) 값이다.

$$Earning_t = a + bEarning_{t-1} + \varepsilon_t \quad (7)$$

여기서,

Earning=당기순이익(NI)/전기 자산총계

이익지속성 계수는 당기 이익이 미래 기간에도 계속적으로 유지되는 정도를 나타낸다. 이익지속성 계수가 낮다는 것은 이익에 일시적 이익(Transitory Earnings) 등의 비중이 높아 미래에 현재의 이익 수준을 기대할 수 없다는 것이다. 이익지속성 계수가 낮은 기업은 높은 기업에 비해 이익의 질이 떨어진다고 생각할 수 있다.

셋째, DD모형에 의한 이익의 질은 아래 회귀모형의 잔차의 표준편차이다.

$$\Delta WC_t = b_0 + b_1 CFO_{t-1} + b_2 CFO_t + b_3 CFO_{t+1} + \varepsilon_t$$

여기서,

WC = [(유동자산 - 현금 자산) - (유동부채 - 단기 차입금 - 유동성장기부채)]

현금 자산 = 현금 및 현금등가물 + 단기금융상품 + 유가증권

CFO = 현금흐름표상의 영업활동으로 인한 현금흐름

3.2.3. 연구모형

최고경영자 교체율과 이익의 질을 분석하기 위해 차이 분석과 다중회귀분석을 실시하였다. 첫째, 최고경영자 교체율 상위 그룹과 하위 그룹의 이익의 질을 비교하였다. 전체 표본을 최고경영자 교체율에 따라 4개 그룹으로 나누고, 최고경영자 교체율 상위 그룹과 하위 그룹의 이익의 질을 분석하였다.

둘째, 최고경영자 교체율에 따라 이익의 질이 어떻게 달라지는지를 분석하기 위해 다중회귀분석을 실시하였다. 다중회귀분석의 모형은 다음과 같다.

$$EQ = \beta_0 + \beta_1 TR + \beta_2 PNE + \beta_3 SD(Sales) + \beta_4 OC + \beta_5 \text{Log}(TA) + v \quad (8)$$

여기서,

EQ: DD모형에 의한 이익의 질

TR: 기업별 최고경영자 교체율

PNE: 기업별 적자 비율

SD(Sales): 매출액 변동성

OC: $360/(\text{매출액}/\text{매출채권}) + 360/(\text{매출원가}/\text{재고자산})$

Log(TA): 자산 총계의 자연대수 값

v: 잔차

다중회귀모형의 독립변수 중 최고경영자의 교체율을 제외한 다른 변수들은 이익의 질에 영향을 미칠 수 있는 통제변수이다. Dechow와 Dichev(2002)는 선행연구들을 토대로 이들 변수와 이익의 질의 관계를 예상하였다.

첫째, 기업별 적자 비율과 잔차의 표준편차와 양의 관계를 가질 것으로 예상된다. 즉 기업별 적자 비율이 높을수록 이익의 질은 떨어질 것이다. 기업 성과가 적자라는 것은 정상적인 영업 활동을 수행하지 못했다는 것을 의미하고, 이로 인해 대손상각이나 구조조정 비용 등이 커질 수가 있다. 정상적인 영업 활동이 수행되지 않는 상황에서 미래를 추정하는 것은 더욱 어려울 것이므로 추정오차 등은 커질 것이다.

둘째, 매출액의 변동성과 잔차의 표준편차 사이에도 양의 관계가 예상된다. 매출액의 변동성이 높다는 것은 사업 환경의 불확실성이 크다는 것을 의미하고, 높은 불확실성에 의해 추정 오차가 커질 수 있다. 따라서 매출액 변동성이 높을수록 이익의 질은 떨어진다.

셋째, 기업의 영업주기와 잔차의 표준편차와는 양의 관계가 예상된다. 기업의 영업주기가 길다는 것은 생산, 판매, 대금회수 등에 오랜 기간이 소요된다는 것이고, 이에 따라 대손충당금의 설정 등에 있어 추정오차가 발생할 가능성이 커진다. 기업의 영업주기가 길수록 이익의 질은 떨어진다.

넷째, 기업 규모와 잔차의 표준편차와는 음의 관계가 예상된다. 기업 규모가 클수록 다양한 사업 포트폴리오의 영위, 예측 가능한 기업 운영 등으로 인하여 추정오차가 줄어들 것이다. 기업규모가 작을수록 이익의 질은 떨어진다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술 통계량

최고경영자 교체율이 연도별, 업종별 등에 따라 어떠한 특징을 보이는지를 살펴 보았다. 1994년부터 2004년까지 연도별로 최고경영자의 교체 비율을 분석한 결과, 금융위기 직후 최고경영자의 교체율이 높았다. 금융위기 이전의 연도별 최고경영자 교체 비율은 1994년 13.9%, 1995년 14.9%, 1996년은 14.3%이었으나, 금융위기 직후에는 6 ~ 11 % 포인트 상승하여 1997년은 20.1%, 1998년 23.8%, 1999년 24.9%로 증가하였다. 1999년 이후 최고경영자의 연도별 교체 비율은 점차 하락하여 2004년 17.2%까지 떨어졌다.

최고경영자의 교체율을 기업별로 살펴보면, 전체 분석기간(1994년~2004년) 동안

최고경영자가 전혀 교체되지 않은 기업은 148개(27.3%)였고, 1번 교체된 기업은 92개(17.3%)였다. 최고경영자 교체율이 10% 이하인 기업이 전체에서 차지하는 비중이 44.6%로 높게 나타난 데는 이는 상당수 기업의 최고경영자가 소유경영자이기 때문이다. 최고경영자 교체율이 30%를 상회하는 기업은 120개(22.1%)였다.

< 표 1 > 최고경영자의 교체 특성

패널 A. 연도별 최고경영자(CEO)¹⁾ 교체 비율

연도	표본 수 (개)	최고경영자 교체 기업 수(개)	교체 비율 ²⁾ (%)
1994	439	61	13.9
1995	463	69	14.9
1996	491	70	14.3
1997	523	105	20.1
1998	542	129	23.8
1999	542	135	24.9
2000	542	94	17.3
2001	542	101	18.6
2002	542	99	18.3
2003	542	95	17.5
2004	542	93	17.2
합계	5,710	1,051	18.4

패널 B. 기업별³⁾ 최고경영자 교체율 분포

구간	기업 수 (개)	비율 (%)
무교체	148	27.3
0~10% 미만	92	17.0
10~20% 미만	99	18.3
20~30% 미만	83	15.3
30~40% 미만	65	12.0
40~50% 미만	29	5.4
50~60% 미만	19	3.5
60~70% 미만	7	1.3
70% 이상	0	0.0
합계	542	100

패널 C. 업종별⁴⁾ 최고경영자 교체율

업종	기업 수 (개)	교체율 (%)
제조업	418	17.3
전기, 가스 등	9	24.0
건설업	34	22.4
도·소매업	40	24.5
운수업	16	15.5
통신업	4	29.3
기타	21	18.8
합계	542	18.4

1) 최고경영자: 한국신용평가정보의 경영진 구성파일 중 기업 내 직급 순위 값이 1인 사람

2) 교체 비율 = 최고경영자 교체 기업 수 / 표본 수

- 3) 분석기간(1994 ~ 2004) 동안 기업별 최고경영자 교체율의 분포임.
 기업별 최고경영자 교체율 = 기업별 최고경영자 교체 횟수/기업별 최고경영자 정보가 존재하는 연도의 수
 4) 통계청의 한국표준산업분류의 대분류 기준임.

최고경영자 교체율을 업종별로 살펴보면, 운수업(15.5%)과 제조업(17.3%)이 낮았고, 통신업(29.3%), 도, 소매업(24.5%), 전기, 가스, 수도사업(24.0%) 등이 높았다. 통신업, 전기, 가스, 수도사업 등의 교체율이 높은 것은 사업 성격상 공공부문이 많아 일정 재임기간이 끝나면 통상적으로 교체되기 때문이다.

< 표 2 >는 이익, 영업현금흐름, 발생액 등의 기술 통계량이다. 영업현금흐름(CFO)은 현금흐름표상의 영업활동으로 인한 현금흐름이다. 영업현금흐름을 전기 자산총계로 나누어 표준화한 값의 평균은 1.26%이었고, 순운전자본 증감분(ΔWC)을 전기 자산총계로 나누어 표준화한 값의 평균은 0.23%이었다. 당기순이익(NI)을 전기 자산총계로 나누어 표준화한 값의 평균은 0.46%이었다. 당기순이익에서 영업현금흐름을 차감하여 계산한 발생액(Accruals)은 -0.78%이고, 분석기업의 기업-연수 자산 평균은 7,894억 원 이었다.

< 표 2 > 기술 통계량

(단위: %)

변수	표본 수	평균	표준편차	1사 분위 값	중간 값	3사 분위 값
CFO	5,844	1.26	2.64	0.00	1.26	2.64
ΔWC	5,956	0.23	3.90	-0.82	0.22	1.34
NI	5,956	0.46	8.83	0.08	0.55	1.37
Accruals	5,844	-0.78	9.45	-2.10	-0.76	0.47
Total Assets (억 원)	5,956	7,893	30,571	688	1,578	4,084

- 1) CFO = 현금흐름표상의 영업활동으로 인한 현금흐름/전기 자산총계
 2) ΔWC = (당기 WC - 전기 WC)/전기 자산총계
 $WC = [(유동자산 - 현금 자산) - (유동부채 - 단기 차입금 - 유동성장기부채)]$
 현금 자산 = 현금 및 현금등가물 + 단기금융상품 + 유가증권
 3) NI = 당기순이익/전기 자산총계
 4) Accruals = NI - CFO
 5) Total Assets: 자산 총계

4.2. 최고경영자 교체율 상위 그룹과 하위 그룹의 이익의 질 비교

DD 모형에 의한 이익의 질을 측정하기 위해서는 발생액과 전기, 당기, 차기 영업 현금흐름간의 회귀분석을 통해 회귀계수를 추정하는 것이 필요하다. < 표 3 >은 DD모형에 의한 이익의 질을 측정하기 위한 회귀분석의 결과이다. 선행연구는 당기

발생액과 전기 영업현금흐름은 양의 관계, 당기 발생액과 당기 영업현금흐름은 음의 관계, 당기 발생액과 차기 영업현금흐름간에는 양의 관계가 있음을 보였다. < 표 3 >의 회귀계수의 값은 이러한 선행연구와 일치하는 결과를 보이고 있다. 전기 영업현금흐름의 회귀계수(b_1) 값의 평균은 0.225이었고, 당기 영업현금흐름의 회귀계수(b_2) 값의 평균은 -0.634, 차기 영업현금흐름의 회귀계수(b_3) 값의 평균은 0.048이었다. 모형의 적합성을 나타내는 수정 결정계수(Adj. R^2)값의 평균은 0.422이었다.

< 표 3 > 발생액과 영업현금흐름간의 회귀분석

변수	평균	1사 분위 값	중간 값	3사 분위 값
절편	0.006 (7.78)	-0.001	0.006	0.013
b_1	0.225 (8.96)	-0.046	0.208	0.463
b_2	-0.634 (-22.72)	-0.919	-0.660	-0.344
b_3	0.048 (2.21)	-0.195	0.057	0.283
수정 결정계수 (Adj. R^2)	0.422	0.142	0.502	0.770

()는 t값임.

위의 표는 아래의 회귀식의 결과 값이다.

$$\Delta WC_t = b_0 + b_1 CFO_{t-1} + b_2 CFO_t + b_3 CFO_{t+1} + \varepsilon_t$$

최고경영자 교체율과 이익의 질의 관계를 분석하기 위해, 최고경영자 교체율에 따라 전체 표본을 4개 그룹으로 나누었다. 1분위 그룹은 분석기간 동안 최고경영자 교체가 낮은 148개 기업으로 구성되었고, 4분위 그룹은 분석기간 동안 최고경영자 교체가 높은 148개 기업이다. 1분위에 속한 기업을 ‘하위 그룹’, 4분위에 속한 기업을 ‘상위 그룹’으로 명명하고, 두 그룹간의 이익의 질을 비교하였다. 하위 그룹의 최고경영자 교체율은 0%, 즉 분석기간 동안 최고경영자 교체가 없는 기업으로만 구성되었고, 상위 그룹의 최고경영자 교체율의 평균은 40.3%이었다.

첫째, 최고경영자 교체율 상위 그룹과 하위 그룹간에 발생액 표준편차는 유의적인 차이를 보였다. 최고경영자 교체율 상위 그룹의 발생액 표준편차는 5.8%인 반면, 하위 그룹의 발생액 표준편차는 1.9%이었다. 상위 그룹의 발생액 표준편차는 하위 그룹의 3배 수준이었다. 이는 최고경영자 교체율 상위 그룹의 발생액의 변동이 훨씬 높다는 것을 의미한다. 상위 그룹과 하위 그룹의 발생액의 표준편차 차이는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다.

둘째, 최고경영자 교체율 상위 그룹과 하위그룹의 이익지속성계수를 비교하였다.

최고경영자 교체율 상위 그룹의 이익지속성계수는 0.184이었고, 하위 그룹의 이익지속성계수는 0.269였다. 최고경영자 교체율이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 현재 이익이 향후에도 지속될 가능성이 낮음을 의미한다. 상위 그룹과 하위 그룹간의 이익지속성계수의 차이는 10% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다.

셋째, 최고경영자 교체율 상위 그룹과 하위 그룹의 DD모형에 의한 이익의 질을 비교하였다. 최고경영자 교체율 상위 그룹의 DD모형에 의한 이익의 질(잔차의 표준편차)은 0.027, 하위 그룹의 이익의 질은 0.012이었다. 최고경영자 교체율 상위 그룹은 하위 그룹에 비해 영업현금흐름에 의해 설명되지 않은 발생액의 변동이 훨씬 컸다. 상위 그룹과 하위 그룹의 DD모형에 의한 이익의 질 차이는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다.

< 표 4 > 최고경영자 교체 상위 그룹과 하위 그룹간의 이익의 질 비교

구분	평균		평균 차이: t값
	상위 그룹 (상위 25%)	하위 그룹 (하위 25%)	
최고경영자 교체 비율 (%)	41.6	0.0	49.73***
발생액(Accruals)의 표준편차(%)	5.8	1.9	2.58***
이익지속성계수	0.184	0.269	-1.59
DD모형의 이익의 질	0.027	0.012	4.51***

*** : 1% 유의수준에서 유의함.

** : 5% 유의수준에서 유의함.

* : 10% 유의수준에서 유의함.

1) 최고경영자 교체율: 각 기업별 최고경영자 교체율임.

기업별 최고경영자 교체율 = 기업별 최고경영자 교체 횟수/기업별 최고경영자 정보가 존재하는 연도의 수

2) 발생액의 표준편차

$$\text{발생액} = \text{NI} - \text{CFO}$$

3) 이익지속성계수: 아래 회귀식의 회귀계수 값임.

$$Earning_t = a + bEarning_{t-1} + \varepsilon_t$$

Earning: 당기순이익/전기 자산총계

4) 이익의 질: 아래 회귀식의 잔차(ε)의 표준편차이다.

$$\Delta WC_t = b_0 + b_1 CFO_{t-1} + b_2 CFO_t + b_3 CFO_{t+1} + \varepsilon_t$$

4.3. 다중회귀분석

최고경영자 교체율에 따라 이익의 질이 달라지는지를 분석하기 위해 다중회귀분석을 실시한 결과는 < 표 5 >에 나타나 있다. 종속변수는 DD모형에 의한 이익의 질이고, 독립변수로는 최고경영자 교체율과 통제변수가 사용되었다. 통제변수는 적

자 비율, 매출액 변동성, 영업주기, 그리고 기업 규모 등이다.

전체 표본을 대상으로 다중회귀분석을 실시한 결과, 최고경영자 교체율의 회귀계수 값은 0.035이었고, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. 이러한 결과는 최고경영자 교체율이 높아질수록 이익의 질이 떨어진다는 것을 의미한다. 이익의 질은 발생액 중 전기, 당기, 차기 영업현금흐름으로 설명되지 않는 부분인 잔차의 표준편차이므로, 잔차의 표준편차가 클수록 이익의 질은 떨어지는 것이다. 통제변수의 회귀계수 값은 예상과 동일한 결과를 나타냈다. 기업의 적자 비율이 높을수록, 매출액 변동성이 클수록, 영업주기가 길수록, 기업 규모가 작을수록 이익의 질이 낮았다. 이러한 통제변수들도 통계적으로 유의하였다.

< 표 5 > 이익의 질과 최고경영자 교체율간의 다중회귀분석

변수	회귀계수 (t값)	
	전체 표본	최고경영자 교체가 있는 표본
절편	0.024* (1.82)	0.023 (1.30)
TR	0.035*** (5.82)	0.045*** (5.11)
PNE	0.021*** (4.80)	0.021*** (3.84)
SD(Sales)	0.002* (1.77)	0.001 (0.99)
OC	0.00003** (2.38)	0.00003** (2.33)
Log(TA)	-0.003* (-1.72)	-0.003 (-1.52)
수정 결정계수(Adj. R ²)	0.161	0.149
관측치	542	394

*** : 1% 유의수준에서 유의함.

** : 5% 유의수준에서 유의함.

* : 10% 유의수준에서 유의함.

위의 표는 아래의 회귀식의 결과 값이다.

$$EQ = \beta_0 + \beta_1 TR + \beta_2 PNE + \beta_3 SD(Sales) + \beta_4 OC + \beta_5 Log(TA) + v$$

1) 종속변수인 이익의 질(EQ)은 아래 회귀식의 잔차(ε)의 표준편차이다.

$$\Delta WC_t = b_0 + b_1 CFO_{t-1} + b_2 CFO_t + b_3 CFO_{t+1} + \varepsilon_t$$

2) TR: 각 기업별 최고경영자 교체율

기업별 최고경영자 교체율 = 기업별 최고경영자 교체 횟수/기업별 최고경영자 정보가 존재하는 연도의 수

3) PNE: 기업별 적자 비율

4) SD(Sales): 매출액 변동성

5) OC: 각 기업의 영업 주기

영업 주기 = $360/(\text{매출액}/\text{매출채권}) + 360/(\text{매출원가}/\text{재고자산})$

6) Log(TA): 자산 총계의 자연대수 값

최고경영자 교체가 한 번도 없었던 기업을 제외하고 다중회귀분석을 실시한 결과, 최고경영자 교체율의 회귀계수 값이 더욱 커졌다. 전체 표본의 최고경영자 교체율의 회귀계수 값은 0.035이었고, 최고경영자 교체가 있는 표본을 사용할 경우 최고경영자 교체율의 회귀계수 값은 0.045이었다. 이는 최고경영자 교체가 있는 경우에 최고경영자 교체율과 이익의 질의 관계가 더욱 커진다는 의미이다.

V. 결론

최고경영자는 기업의 재무제표 작성의 최종책임자로 회계처리에 중대한 영향력을 미칠 수 있다. 선행연구에 의하면 최고경영자 교체 전후에 자산 상각이 많이 이루어지고 있는 것으로 나타나고 있다. 또한 새로운 최고경영자의 부임 초기에 이익조정이 많이 이루어지는 것이 보고되었다. 최고경영자의 잦은 교체로 이러한 자산 상각과 이익조정이 자주 되풀이되면 발생액과 이익은 큰 폭의 변동을 보이게 될 것이다. 따라서 최고경영자 교체가 빈번하게 발생하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 이익의 질이 떨어질 것이다.

실증 분석 결과는 이러한 가설과 일치하였다. 최고경영자 교체율 상위 그룹의 이익의 질은 하위그룹에 비해 훨씬 떨어졌고, 이는 통계적으로 유의하였다. 다중회귀분석의 경우에도 최고경영자 교체율이 높아질수록 이익의 질은 유의적으로 낮았다.

본 연구는 최고경영자의 빈번한 교체가 이익의 질에 좋지 않은 영향을 미친다는 것을 보임으로써 최고경영자 교체의 영향에 관한 연구 범위를 확대하였다. 또한 이익의 질에 영향을 주는 요인에 최고경영자 교체율을 추가함으로써 이익의 질에 관한 연구에 시사점을 제공한다. 후속 연구에서는 자본시장에서 투자자들이 최고경영자의 교체율이 높은 기업들의 이익의 질이 낮다는 사실을 인지하고 이들 기업의 이익에 대한 차별적인 반응을 보이는지에 대한 분석이 필요할 것이다.

<REFERENCES>

- 김권중, 김문철, 전중열(2004), "신규 상장기업의 이익조정동기," 회계학연구 제29권 제4호, 87~116.
- 신현한, 장진호(2003), "소유구조가 최고경영자 교체에 미치는 영향," 금융학회지 제8권 2호, 15~39.
- 신현한, 장진호(2003), "최고경영자 교체에 따른 경영성과 변화," 재무연구 제16권 2호, 231~256.
- 신현한, 장진호(2005), "최고경영자 교체에 영향을 미치는 요인분석: 경영성과, 전문경영자, 대규모기업집단," 경영학연구 제34권 제1호, 289~311.
- 심동석(2000), "최고경영자 교체공시와 주가반응," 경영학연구 제29권 제4호, 685~710.
- 오희장(2002), "최고경영자의 교체와 주식시장의 반응," 회계학연구 제27권 제1호, 55~80.
- 정규언(1992), "경영자 변경과 이익이연행위," 회계학연구 제14권, 27~48.
- Beatty, R.P. and E.J. Zajac (1987), "CEO change and firm performance in large corporations: succession effects and manager effects," Strategic Management Journal 8, 305~317.
- Dechow, P.M. (1994), "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals", Journal of Accounting and Economics 18, 3~42.
- Dechow, P.M. and Ilia D. Dichev (2002), "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors", Accounting Review 77, 35~59.
- Dechow, P.M., S.P. Kothari, and R.L. Watts (1998), "The relation between earnings and cash flows", Journal of Accounting and Economics 25, 133~168.
- Dechow, P.M. and R.G. Sloan (1991), "Executive incentives and the horizon problem," Journal of Accounting and Economics 14, 51~89.
- Dechow, P.M., R.G. Sloan, and A.P. Sweeney (1995), "Detecting Earnings

- Management," *Accounting Review* 70, 193~225.
- Denis, D.J. and D.K. Denis (1995), "Performance changes following top management dismissals," *Journal of Finance* 4, 1029~1057.
- Denis, D.J., D.K. Denis, and Atulya Sarin (1997), "Ownership structure and top executive turnover," *Journal of Financial Economics* 45, 193~221.
- Fields, T.D, T.Z. Lys, and L. Vincent (2001), "Empirical research on accounting choice," *Journal of Accounting and Economics* 31, 255~307.
- Francis, J., Hanna, D., Vincent, L.(1996), "Causes and effects of discretionary asset write-offs, *Journal of Accounting Research* 34(Suppl.), 117~134.
- Hribar, P. and D.W. Collins (2002), "Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Evidence," *Journal of Accounting Research* 40, 105~134.
- Johhs, J.J. (1991), "Earnings Management During Important Relief Investigations," *Journal of Accounting Research* 29, 193~228.
- Kothari, S.P, A.J. Leone, and C.E. Wasley (2005), "Performance matched discretionary accrual measures," *Journal of Accounting and Economics* 39, 163~197.
- Occasio, W. (1999), "Institutionalized Action and Corporate Governance: The Reliance on Rules of CEO Succession," *Administrative Science Quarterly* 44, 384~416.
- Palepu, K.G., P.M. Healy, and V.L. Bernard(2004), "Business Analysis and Valuation," *South-Western*.
- Pourciau, Susan (1993), "Earnings management and nonroutine executive changes," *Journal of Accounting and Economics* 16, 317~336.
- Teoh, S. H., IVO Welch, and T.J. Wong (1998), "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings," *Journal of Finance*, 1935~1974.
- Strong, J.S. and J.R. Meyer (1987), "Asset Writedowns: Managerail Incentives and Security Returns," *Journal of Finance*, 643~661.
- Warner, J.B., R.L. Watts, and K.H. Wruck (1988), "Stock prices and top management changes," *Journal of Financial Economics* 20, 461~492.
- Weisbach, M.S. (1988), "Outside directors and CEO turnover," *Journal of Financial Economics* 20, 431~460.