Journal of Digital Convergence
Vol. 18. No. 6, pp. 157-166, 2020

ISSN 2713-6434 / eISSN 2713-6442
https://doi.org/10.14400/JDC.2020.18.6.157

# 경영자 능력이 이익유연화에 미치는 영향

이은주
부산대학교 경영학 박사

# The effect of managerial ability on income smoothing

Eun-Ju Lee
Ph.D, Business School, Pusan Natiional University

요 약 기업은 이익유연화를 통해 보고이익의 변동성과 자본비용을 관리함으로써 경영성과 측정에 영향을 주는 다양한 행위들을 수행한다. 기업의 경영성과는 경영자 능력과 밀접하게 관련되어 있음에도 불구하고, 이들의 관계를 체계적으로 규명한 연구는 매우 부족한 실정이며, 분석결과에서도 일관된 결과를 제시하지 못하고 있다. 따라서 본 연구에서는 Demerjian et al.(2012)에서 제시된 경영자 능력의 측정치를 사용하여 경영자 능력과 이익유연화의 관련성에 초점을 두고 분석해 보고자 하였다. 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 경영자 능력과 이익유연화는 1% 수준에서 유의한 양의 관계가 나타나는 것으로 확인하였다. 경영자가 이익유연화를 하는 경우 우수한 능력의 경영자가 미래에 대한 정확한 예측을 통해 더 이익유연화를 잘 하는 것으로 해석할 수 있다. 우수한 능력을 가진 경영자는 보다 정확한 예측을 통해 이익의 변동성을 감소시키는 이익유연화를 할 유인이 높다는 본 연구의 기대와 동일한 결과이다. 따라서 본 연구는 우수한 능력을 가진 경영자가 이익유연화 전략을 더 효과적으로 수행함을 실증적으로 분석하였다는데 연구의 공헌도가 존재한다.

주제어 : 경영자능력, 이익유연화, 경영성과, 이익관리, 경영자 능력가설

Abstract Firms perform various actions that affect management performance measurement by managing the volatility and capital cost of reported income through income smoothing. This study attempted to analyze with a focus on the relationship between managerial competence and income smoothing. Therefore, this study attempted to analyze and focus on the relationship between managerial competency and profit softening using a measure of managerial competency presented in Demerjian et al. (2012). The results of the analysis are as follows. It was confirmed that there was a significant positive relationship between manager ability and income smoothing at the 1% level. When managers make income, it can be interpreted that managers with superior ability can make profits better by accurately predicting the future. It is the same result as the expectation of this study that managers with excellent ability have high incentives to soften profits by reducing profit volatility through more accurate forecasting. Therefore, this study empirically analyzed that managers with excellent abilities are more effective in implementing income smoothing strategies.

Key Words : management ability, income smoothing, corporate performance, income management, Managerial Ability Hypothesis

*This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea (NRF-2019S1A5B5A07091712)
*Corresponding Author : Eun-Ju Lee(grace_chu@pusan.ac.kr)
Received March 27, 2020 Revised May 22, 2020
Accepted June 20, 2020 Published June 28, 2020

# 1. 서론

## 1.1 연구동기

경영자로부터 보고되는 기업의 이익은 경영성과에 대한 대표적인 성과측정치로서 이해관계자들이 경영자의 경영성과를 평가하는데 중요한 자료로 이용되고 있다. 보고이익에 대해 기업에서는 발생주의 회계 및 경영자의 재량권을 통해 투자와 비용지출 등을 관리하고 있으며, 기업가치 극대화 혹은 경영자 효용 극대화를 위해 이익을 조정한다는 다양한 선행연구들이 제시되었다[1-6]. 기존 선행연구들에서 제시된 경영자의 이익조정행위의 동기로 이익유연화 동기, 경영자 보너스 제도가설, 부채비율 가설, 정치적 비용가설, 법인세 절감 등이 다양하게 존재하나 가장 대표적인 것이 이익유연화 동기와 경영자 보너스 제도 가설이다. 먼저 경영자가 수행하는 이익관리를 이익유연화 가설에서 찾고자 하는 선행연구들은 이익유연화가 가지는 세금효과, 기업가치 향상 등의 다양한 효익으로 인해 많은 기업이 이익유연화를 선호하고 있으며, 이러한 이유로 경영자 역시 이익유연화를 한다고 제시하였다. 경영자 보너스 제도가설은 경영자가 자신의 보상을 극대화할 목적으로 이익을 조정한다는 가설로, 이익조정을 사적이익을 추구하기 위해 인위적으로 이익을 왜곡하는 행위로 간주하였다.

경영자의 보고이익 전략 중 하나인 이익유연화에 대하여'회사의 실현된 이익을 의도적으로 변동(fluctuation)시켜 위험을 완화시킬 목적으로 경영자가 재량적으로 재무보고를 사용하려는 시도'로 정의하고 있다[7].

이익유연화는 기업이 보유하고 있는 미래 이익에 대한 사적 정보(private information)를 이해관계자에게 알리기 위한 경영자의 전략의 일환이며, 이해관계자에게 미래이익 및 영업현금흐름의 예측가능성을 향상시킨다는 점에서 긍정적 정보효과가 있다[3, 8]. 그러나 이익유연화가 당기에 실현된 이익을 인위적으로 조정하여 미래이익을 왜곡할 수 있음을 시사하는 선행연구도 존재한다[9-11]. 경영자는 자신의 사적이익을 극대화시키기 위해 재량적으로 이익유연화 전략을 수행 할 수 있다. 예를 들어 경영자는 과다한 이익을 축소인식(reserve)하여 불확실한 미래에 대비함으로서 자신의 직위 및 경영자 보상의 극대화를 노릴 유인이 있다[4]. 이러한 경우 이익유연화는 이익의 질을 감소시켜 이해관계자에게 잘못된 정보를 제공하는 부정적인 영향을 미칠 것이다.

이처럼 경영자의 이익관리 전략으로 수행되는 이익유연화는 부정적인 측면과 긍정적인 측면이 양립한다고 볼 수 있다[11]. 이익유연화 전략이 발생주의 회계시스템의 산출물로서 발생주의 하에서의 이익은 기업에 유입되는 현금흐름에 대하여 유용한 정보를 제공한다는 긍정적인 역할이 존재하지만, 이익유연화의 방법으로 사용되는 발생액(accrual)은 기업의 실제 성과를 과대계상 혹은 과소계상시킬 수 있으므로 이러한 기업의 회계선택방법이나 이익관리 등의 전략을 고려할 때 이익유연화는 정보의 유용성(decision usefulness)이나 이익의 질이 우수한 측정치가 아닐 수도 있다는 것이다. 그렇지만 경영자가 재량적으로 보고한 이익이 항상 비정보적 역할을 한다고 간주할 수는 없을 것이다.

우수한 능력의 경영자는 회계기간 내에 발생할 수 있는 예측할 수 있는 여유 및 부족한 양을 더 잘 평가할 수 있으며, 낮은 능력의 경영자보다 효과적으로 전략을 이행할 수 있다.

기업은 높은 경영성과를 바탕으로 새로운 투자자를 신규 주주로 확보하고 주주들로부터 더 많은 투자를 이끌어내기 위해 보다 우수한 능력을 가진 경영자에게 경영활동에 대한 의사결정을 위임하게 된다. 따라서 경영자의 중요한 자질 중 하나는 기업의 경영성과를 향상시키는 것이라고 볼 수 있다. 경영자는 경영성과에 따라 자신의 의사결정에 대한 결과를 평가받으며 명성 및 평판을 구축하게 되므로 경영자는 자신의 노력을 투입하여 경영성과를 향상시키기 위한 전략을 수행하며 경영자의 의사결정에 따른 구체적이고 가시적인 높은 경영성과는 전문경영인으로서 자신의 가치를 높이기 위한 경영자의 의도이기도 하다. 이러한 관점에서 경영성과를 향상시키는 경영자의 능력에 대한 연구의 중요성이 부각된다.

따라서 본 연구에서는 경영자 능력이 이익유연화 에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

## 1.2 연구목적

기업은 이익유연화를 통해 보고이익의 변동성과 자본비용을 관리함으로써 경영성과 측정에 영향을 주는 다양한 행위들을 수행한다. 경영성과와 관련된 다양한 현상들은 경영자의 능력과 밀접한 관련성이 존재함에도 불구하고, 이들의 관계를 체계적으로 규명한 연구는 매우 부족한 실정이며, 실증결과 역시 일관된 결과를 제시하지 못하고 있다. 하지만 경영자 능력에 대한 보다 정확한 측정치가 개발되면서 경영자 능력에 대한 보다 포괄적이고 체계적인 분석이 가능하게 되었다[13]. 이에 본 연구에서

는 경영자 능력과 이익유연화의 관계를 체계적으로 분석하고자 한다. 본 연구의 목적을 살펴보면 다음과 같다.

본 연구는 경영자 능력이 이익유연화에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 선행연구에 따르면 이익유연화는 보고이익의 변동성, 자본비용, 그리고 파산가능성을 감소시킴으로써 자본시장에 긍정적인 역할을 수행한다. 이익유연화의 경우 현재 및 미래이익의 관계를 통해 보고이익을 지속적이고 일관된 방향을 관리하는 것이 중요하므로 경영자의 능력이 무엇보다 중요하다고 주장하였다[14]. 또한 우수한 경영자일수록 경영자 고용시장에서 유리한 위치를 선점하기 위해 자신의 명성 및 경력 유지가 중요할 것이다. 이 경우 유연화 된 이익이 자본시장에서 호의적인 반응을 가져온다면 경영자 능력이 높을수록 자신의 명성효과를 위해 보고이익을 유연화 할 것이다. 마지막으로 경영자 능력이 높을수록 경영자의 자기과신 성향이 증가하며 과대투자(가치파괴적인 인수 및 합병 등)를 초래할 것이라는 실증적 증거를 제시하였다[15]. 이 경우 경영자 능력이 높을수록 과대투자를 수행한다면 그 투자안에 대한 자금조달을 용이하게 할 목적으로 보고이익을 유연화 할 유인을 가질 것으로 기대한다.

## 2. 선행연구 및 가설설정

이익유연화와 관련된 선행연구를 통해서 이익유연화에 많은 동기와 이익유연화가 이해관계자에게 이익이 되기도 하지만, 다른 이해관계자를 희생시켜 경영자에게 이익을 주는 것에 대해 논의하였다. 반복적 또는 영구적 이익에 대한 이익유연화는 복잡한 이익 보고전략이다. 미래이익에 대한 예측을 바탕으로 예측에 대한 보고된 이익을 조정하는 방법을 결정할 수 있어야 한다. 선행연구[14]에서는 이익유연화가 현재의 기간을 원활하게하기 위해 현재의 수익을 늘리거나 줄이고, 미래의 이익을 유연하게하기 위해 여유분을 쌓을 것을 요구하였다. 이와 같이 이익유연화는 경영자의 상당한 선견지명을 필요로 하며, 미래에 기업이 직면할 상황을 예측하고 이익유연화로 인한 보고의 영향을 예상할 수 있어야 한다.

우수한 경영자가 미래이익을 더 잘 예측할 수 있으며 따라서 이익유연화에 대한 적절한 추세를 판단함을 주장하였다[16,17]. 또한, 우수한 능력의 경영자는 낮은 능력의 경영자보다 선택된 전략을 구현하는데 더 효과적임을 주장하는 연구도 다수 존재한다[18-21]. 이들은 우수한 능력을 가진 경영자는 의사결정에 있어 보다 나은 전략을 수립하며, 이익을 재공시할 가능성이 낮음을 확인하였다.

시장의 기대에 보다 근접한 보고이익은 이익유연화의 많은 이점 중 하나라고 할 수 있다. 시장의 기대이익을 지속적으로 초과하는 기업에 대하여 시장 프리미엄이 존재함을 다수의 연구에서 제시하였다[22, 23].

우수한 경영자의 우수한 예측과 판단은 높은 이익의 질에 반영됨을 주장하였으며[20], 후속연구[24]에서는 경영자 능력이 이익유연화와 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 우수한 능력을 가진 경영자가 우수한 예측능력과 판단을 바탕으로 이익유연화를 하거나 이익조정을 할 수 있다는 증거를 제시하였다.

많은 연구들에서 이익유연화는 회계이익의 유용성을 증가시키며 기업 및 이해관계자에게 순기능적인 역할을 수행한다는 견해를 제시하고 있다. 구체적으로 이익유연화는 보고이익의 정보내용을 향상시키고[13, 25] 지속적으로 시장의 기대이익을 충족시키기 때문에 기업의 주식가치와 양(+)의 관련성을 가진다는 실증적 증거들이 제시되고 있다[22, 23]. 즉, 선행연구에 따르면 미래의 불확실한 상황에 대응한 이익관리를 통한 이익유연화 전략은 이익의 변동성을 감소시킴으로써 주주들의 부를 증가시키며 기업의 미래 경영성과에 대한 정보의 질을 높일 수 있음을 제시하고 있다[3].

반복적이거나 영구적 이익에 대한 이익유연화를 위해서는 경영자의 보다 높은 미래 예측 능력이 요구된다. 가령 경영자는 사전적으로 미래이익을 예측하고, 그 예측에 따라 사후적으로 보고이익을 조정하는 방법을 결정할 수 있어야 한다. 이와 관련하여 경영자의 이익유연화는 당기 및 미래성과에 대한 관계를 통해 이루어진다고 주장하였다[14]. 구체적으로, 당기성과가 나쁘고 미래성과가 좋을 경우 경영자는 미래 회계이익 중 일부를 당기성과에 반영하여 양(+) 재량적 발생액을 증가시키는 반면, 당기 성과가 높고 미래성과가 낮을 것으로 예상되는 경우 음(-)의 재량적 발생액을 통하여 당기 성과 중 일부를 미래로 이연한다는 실증적 증거를 제시하였다. 이와 같이, 이익유연화는 기업이 직면할 수 있는 미래 상황을 예상하고 그에 대한 보고이익의 영향을 예측해야 하므로 경영자의 높은 예측 능력이 요구된다.

우수한 능력의 경영자일수록 상대적으로 높은 정보력과 진보적인 예측력으로 양(+)의 순현재가치를 가지는 투자 안에 투자할 가능성이 높다고 주장하였다[26]. 다른 선행연구에서는 이익유연화에 대한 유용성의 경우 경영자 능력이 높을수록 증가한다는 실증적 증거를 제시하였다[27]. 뿐만 아니라 또한 우수한 경영자가 이익을 더 잘

예측할 수 있고, 경영자의 능력에 따라 이익이 유연하게 움직일 수 있는 적절한 추세를 식별할 수 있다고 주장하였다[16, 17]. 이와 같이 상기 언급한 선행연구들에 따르면 우수한 능력의 경영자는 낮은 능력의 경영자보다 이익유연화 전략을 구현하는데 더 효과적임을 시사한다. 이는 우수한 능력의 경영자는 낮은 능력의 경영자보다 미래 불확실성에 대한 예측력이 뛰어나며, 결과적으로 더 나은 재무 및 투자 의사결정을 수행하여 향후 보고이익을 수정할 가능성이 낮다는 것을 의미한다[18-20].

한편, 경영자의 명성유지 측면에서도 경영자의 능력과 이익유연화 전략 사이에서 양(+)의 관계를 가질 가능성이 높다. 우수한 능력을 가진 경영자는 사회적으로 명성이 뛰어날 것이며 이는 경영자 고용시장에서 기업과의 고용관계에서 유리한 위치를 차지하고, 향후 자신의 높은 보상과 연결되기 때문에 높은 명성을 유지하기 위해 노력할 유인이 존재할 것이다[28]. 따라서 이익유연화가 기업의 보고이익에 대한 변동성을 감소시켜 보고이익을 적절한 기대수준으로 유지하여 자본시장의 호의적인 반응을 이끌기 위한 경영자의 전략인 점을 고려할 때, 사회적 명성이 높고 우수한 능력을 가진 경영자일수록 자신의 명성 유지를 위해 이익유연화 전략을 실행할 유인이 높다는 것이다. 따라서 경영자의 명성 유지 측면에서 경영자 능력과 이익유연화 전략 간에는 양(+)의 관계가 존재할 가능성이 있다.

그러나 이러한 경우에는 앞서 경영자 능력에 대한 유연화의 긍정적인 측면이 아닌 이익유연화 자체가 보고이익의 변동성을 줄이기 위해 기업의 경영활동 및 보고이익에 대한 경영진의 의도적인 개입으로 정의될 수도 있다[29-32]. 또 다른 선행연구에서는 능력이 높은 경영자일수록 자신의 명성유지를 위해 기회주의적인 행위에 대한 가능성이 증가함을 주장하였는데, 구체적으로 능력이 높은 경영자일수록 기업가치 파괴적인 인수합병을 통해 자신의 명성과 부를 극대화하기 위한 기회주의적 선택을 한다는 실증적 증거를 제시하였다[15]. 이와 관련하여 경영자 능력에 따라 과대투자 현상이 증가하며, 이는 경영자의 자기과신 성향에 기인된다고 주장하였다 즉, 능력이 높은 경영자는 자기과신 성향이 높고, 이는 과대투자를 초래하며, 이러한 과대투자가 기업가치 파괴적인 투자로 이어질 수 있다고 주장하였다.

이와 같이 경영자 능력이 높을수록 경영자의 자기과신 성향에 따라 과대투자 현상이 발생한다면, 경영자는 투자안에 대한 자금을 보다 유리하게위해 보고이익을 유연화할 필요가 있다. 즉, 이익유연화를 통해 이익의 변동성을 줄임으로써 자본비용을 감소하여 투자안에 대한 자금조달을 보다 용이하게 할 유인이 존재한다. 이 경우 역시 경영자 능력은 이익유연화와 양(+)의 관계가 있을 것으로 기대한다.

이상의 내용을 통해 본 연구에서는 우수한 능력의 경영자는 그렇지 않은 경영자와 비교하여 불확실한 미래상황에 대한 예측능력이 뛰어나며, 자신의 명성과 부의 극대화를 위해 이익을 유연화 할 유인이 존재한다. 이러한 논의를 바탕으로 다음과 같이 본 연구의 첫 번째 가설을 설정한다.

**H1 : 경영자의 능력이 높을수록 이익유연화와 정(+)의 관계가 나타날 것이다.**

## 3. 연구설계 및 표본선정

본 연구의 목적은 DEA(Data Envelopment Analysis)에 의해 측정된 경영자의 능력이 이익유연화에 어떠한 영향을 미치는지 실증하는데 있다. 본 회귀분석모형은 연도더미와 산업더미를 사용하여 연도 및 산업고정효과(year fixed effect, industry fixed effect)를 반영하고 있으며, 모든 변수들의 극단치는 1% 수준으로 조정(winsorization)한다. 산업은 한국표준산업분류기준(KSIC)의 중분류 기준을 따라 최근산업으로 분류한다.

본 연구의 가설인 경영자 능력이 이익유연화에 미치는 영향을 검증하기 위한 모형으로 다음과 같은 연구모형을 사용한다.

상기의 연구모형은 경영자 능력이 이익유연화에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 본 연구에서는 경영자 능력에 대한 변수인 $MA$의 측정을 위해 선행연구[13]에서 제시된 측정치를 사용한다. 가설에서 언급하였듯이 이익유연화는 보다 많은 경영자의 능력이 요구된다. 경영자는 미래이익에 대한 예측을 바탕으로 보고이익을 조정하므로 이익유연화 전략은 경영자의 상당한 예측 능력을 필요로 하며, 기업이 직면할 수 있는 미래 상황을 예상하고 이익을 보고할 수 있어야 한다. 따라서 우수한 능력을 가진 경영자는 미래 기업의 상황을 더 잘 예측할 수 있으며, 미래 상황에

대한 계획을 바탕으로 이익유연화를 더 잘 수행할 수 있을 것이다. 이 경우에 경영자 능력과 이익유연화의 관계는 양(+)의 유의한 관계를 가질 것으로 기대된다. 경영자 능력이 이익유연화와 통계적으로 양(+)의 유의한 관계를 가진다는 본 연구의 가설이 지지된다면, 경영자 능력을 나타내는 변수($MA$)의 계수인 α1이 통계적으로 양(+)의 유의한 값을 가질 것이다. 반면에 우수한 능력의 경영자는 그렇지 않은 경영자보다 더 나은 재무 및 투자 의사결정을 수행하며 보고된 이익을 수정할 가능성이 낮다. 또한 우수한 능력을 가진 경영자의 경우 이익유연화로 인해 자신의 명성에 해를 끼치게 된다면 이익유연화를 피하려는 유인이 존재할 것이다. 따라서 이 경우에 경영자 능력과 이익유연화 사이의 관계는 부(−)의 관계를 가질 것으로 예상되며, 경영자 능력을 나타내는 변수($MA$)의 계수인 α1이 통계적으로 유의한 음(−)의 값을 가질 것이다.

$$\begin{aligned} Smooth_{i,t} = \alpha_0 &+ \alpha_1 MA_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t} \\ &+ \alpha_3 RET_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} \\ &+ \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 MTB_{i,t} \\ &+ ID_j + YD_t + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

| | |
|---|---|
| $MA$ | 경영자 능력의 측정치 |
| $Smooth1$ | 이익유연화 (corr(△재량적발생액, △당기순이익−비재량적 발생액)) |
| $Smooth2$ | 이익유연화 (std(NI)/std(CFO)) |
| $ROA$ | 총자산이익률 |
| $RET$ | 주식수익률 |
| $\leq V$ | 부채비율 |
| $SIZE$ | 기업규모 |
| $MTB$ | 기업의 성장성 |
| $ID$ | 산업더미 |
| $YD$ | 연도더미 |

## 3.1 경영자능력의 측정

본 연구에서는 경영자의 능력과 이익유연화의 관련성을 검증하기 위하여 선행연구[13]에서 제시한 경영자 능력 측정치를 이용한다. 경영자의 능력은 주어진 자원을 활용하여 최대한의 산출물을 획득하는 효율성에 기반하며 기업의 경영 효율성에 영향을 미치는 기업특성요인들을 제거한 나머지를 경영자의 능력으로 정의한다. 새로운 경영자 능력 측정치가 제시된 이후 경영자 능력 점수를 활용하여 다양한 경영 현상들을 설명하기위한 연구가 다수 진행되었다. 경영자 능력과 이익의 질 간의 관련성에 대해 확인하였으며[20], 경영자 능력과 조세회피수준의 관련성을 확인하였다[33]. 경영성과를 창출하기 위한 경영자의 경영 효율성을 경영자의 능력으로 보고 1단계에서 DEA방법을 사용하여 기업의 상대적 효율성 측정치를 생성하였으며, 2단계에서는 DEA에 의해 측정된 기업의 전체 효율성에서 효율성에 영향을 미칠는 기업의 고유특성을 토빗 회귀분석(Tobit regression)을 통해 제거한 후 남은 잔차를 경영자의 능력 측정치로 간주하였다.

### 3.1.1 기업효율성 측정

Demerjian et al.(2012a)은 동일한 경제적 자원을 활용하여 더 높은 성과를 달성하거나, 동일한 성과를 달성하는데 투입된 경제적 자원을 최소화하는 효율성 중에서 경영자가 재량권을 가지고 있다고 생각되는 부분을 경영자 능력으로 보았다.

능력이 높은 경영진은 회사 자산 구매결정을 좀 더 효율적으로 할 것으로 기대하였으며, 경영진이 구매 및 매각결정에 상당한 재량권을 가지고 있기 때문에 투입물에 유형자산과 무형자산을 고려하였다. 또한 매출원가와 판매 및 일반관리비도 수익의 창출에 기여하므로 투입물에 포함하였다.

유형자산(PPE), 무형자산(Intangible asset; Intan), 매출원가(cost of good sold; CoGS), 판매 및 일반관리비(Selling, General and Administrative Expenses; SG&A)를 투입물로 사용한다. 효율적인 경영자는 자산 또는 비용 등의 자원에 대비하여 수익을 최대한 창출할 것이며, 산출물은 매출액(Sales)을 사용하여 측정한다. 따라서 본 연구에서도 국내 기업에 특성에 맞게 Demerjian et al.(2012a)의 투입자원을 수정한 고창열 등(2013)의 추정방법을 이용하였으며, 동일 산업에 속한 기업의 상대적 효율성측정방법은 다음과 같다.

$$\max_v \theta = \frac{Sales}{v_1 CoGS + v_2 SGnA + v_3 PPE + v_4 Intan}$$

| | |
|---|---|
| $Sales$ | 매출액 |
| $CoGS$ | 매출원가 |
| $SGnA$ | 판매비와 관리비 |
| $PPE$ | 유형자산(유형자산−토지−건설중인자산) |
| $Intan$ | 무형자산 |

### 3.1.2 토빗회귀분석을 이용한 경영자 능력의 측정

$$FirmEfficiency_{i,t} = \alpha + \alpha_1 \mathrm{Ln}Asset_{i,t} + \alpha_2 MarketShare_{i,t} + \alpha_3 FCFI_{i,t} + \alpha_4 Agei_{i,t} + \alpha_5 BS_{i,t} + \alpha_6 FC_{i,t} + YD + \epsilon_{i,t}$$

| | |
|---|---|
| $FirmEfficiency_{i,t}$ | DEA방식에 의한 기업 효율성 점수 |
| $LnAsset_{i,t}$ | Ln(총자산) |
| $MarketShare_{i,t}$ | 매출액/산업에 속한 기업의 매출액 합 |
| $FCFI_{i,t}$ | 잉여현금흐름(=영업이익-△운전자본-투자금액)이 0보다 크면 1, 아니면 0 |
| $AGE_{i,t}$ | 회사상장 후 경과연수 |
| $BS_{i,t}$ | 사업부 수 |
| $FC_{i,t}$ | 외화환산계정(외화환산이익, 외화환산손실, 외환차익, 외환차손)의 절대크기 합/매출액 |
| $YD$ | 연도 더미 |

DEA방법에 의해 측정된 기업효율성 측정치는 기업 고유의 요인에 의한 효율성과 경영자의 능력을 포함한다. 경영자에게 귀속되는 효율성을 분리하기 위해 Demerjian et al.(2012a)은 기업규모(Assets), 시장점유율(Market Share), 잉여현금흐름(Free Cash Flow), 기업수명(Firm Age), 사업부분수(Business Segment), 외환계정(Foreign Currency) 등 6가지의 기업고유요인을 기업의 총 효율성점수에서 제외하였다.

본 연구에서도 기업의 효율성을 기업 차원의 효율성과 경영자 효율성으로 구분하고 다음의 6가지 기업고유요인을 회귀분석에 포함하여구한 기업 효율성으로 보고 총 효율성에서 기업 효율성을 차감한 값을 경영자 효율성으로 측정하였다.

## 3.2 이익유연화

### 3.2.1 수정 Jones 모형

이익유연화는 회계기준에서 허용되는 범위 내에서 이익의 비정상적인 변동을 감소시키기 위해 기업의 경영자가 시도하는 전략의 일환으로 정의될 수 있다[7]. 먼저 이러한 기초적인 개념을 기초로 재량적 발생액 대리변수 변동(△DA)과 당기순이익-비재량적 발생액 변동(△PDI) 간의 음(-)의 값을 이익유연화의 대리변수로 사용한다[9]. 이 측정치는 경영자로부터 보고된 이익을 유연하게 하기위해 재량적 발생액을 사용하여 사전에 보고이익을 관리한다는 이익관리의 시계열을 기본으로 가정한다. 보다 많은 이익유연화는 △DA와 △PDI는 음의 상관관계가 있다고 전제한다.

재량적 발생액은 신용정책에 따른 매출채권의 증가, 대손충당금 및 평가손실 등의 과소계상, 연구개발비, 정액법, 원가법 등의 자산에 대한 회계 기준의 적용과 해석을 바탕으로 의도적으로 조정된 금액이라 할 수 있다. 따라서 재량적 발생액은 실제 발생액에서 비재량적 발생액을 차감한 것이 재량적 발생액으로 정의된다. 영업활동으로 인한 현금흐름과 실제 발생액의 합계액을 순이익으로 나타낼 수 있으며, 실제 발생액은 재고자산 증가 등 영업활동에서 정상적으로 발생하는 비재량적 발생액과 경영자가 자의적으로 조정할 수 있는 재량적 발생액의 합계액을 의미한다.

재량적 발생액을 측정하기 위하여 수정 Jones 모형을 사용하여 추정한다[34]. 추정모형은 다음과 같다.

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = a_0\left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + a_1\left(\frac{\triangle REV_t - \triangle AR_t}{A_{t-1}}\right) + a_2\left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}}\right) + \epsilon_t$$

$$DA_t = \left(\frac{TA_t}{A_{t-1}}\right) - \left(\hat{a_0}\left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + \hat{a_1}\left(\frac{\triangle REV_t - \triangle AR_t}{A_{t-1}}\right) + \hat{a_2}\left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}}\right)\right)$$

| | |
|---|---|
| $TA_t$ | t년도 총발생액(당기순이익-영업활동으로 인한 현금흐름) |
| $\triangle REV_t$ | t년도 매출액 변화분 |
| $\triangle AR_t$ | t년도 매출채권 변화분 |
| $PPE_t$ | t년도 설비자산(유형자산-토지-건설중인자산) |
| $A_{t-1}$ | t-1년도 총자산 |

위 모형을 추정하기 매년 동일 산업 내 모든 기업을 대상으로 횡단면 회귀분석을 한다. 비재량적 발생액(NDA)은 위 식에서 추정된 값이며 재량적 발생액(DA)는 NDA에서 실제 발생액 간의 잔차를 나타낸다. 사전에 계산된 재량적 이익(PDI)은 당기순이익(NI)에서 비재량적 발생액(NDA)을 차감하여 계산된다. 이러한 방법을 기초로 이익의 유연성에 대한 척도는 재량적 발생액 변동(ΔDA)과 사전-재량적 이익변동(ΔPDI)간의 상관관계로 측정된다. 즉 Corr(ΔDA, ΔPDI)이며 , 당기부터 과거 5년간의 관측치로부터 측정된다. 여기서 보다 높은 음(-)의 상관관계가 나타나는 이익유연화를 보다 많이하는 기업으로 해석된다.

둘째, 이익유연화의 측정치로서 영업활동으로 발생한 현금흐름의 변동 분산에 대한 당기순이익의 분산비율(σ

NI/σCFO)이 사용된다. 이 측정치는 영업활동으로 인해 발생한 현금흐름(CFO)의 변동에 대한 이익유연화의 영향에 초점을 맞춘다. 영업활동 현금흐름의 변동성에 비하여 당기순이익 변동성이 낮으면 경영자는 보다 더 많이 이익유연화를 하고 있는 것으로 판단된다.

재량적 발생액 변동과 조정전 순이익변동의 상관계수인 은 음(−)의 상관계수 수치가 높을수록 더 많은 이익유연화를 하는 것으로 해석되므로 해석상의 편의를 위해 (−1)을 곱하여 사용한다. 당기순이익의 표준편차와 영업현금흐름의 표준편차의 비율로 측정된 의 값은 비율이 높을수록 이익유연화를 덜 하는 것을 의미하므로 역시 (−1)을 곱하여 변수 값이 클수록 이익유연화의 수준이 높은 것으로 해석할 수 있도록 조정하였다. 이익유연화 측정치의 정의는 다음과 같다.

| | |
|---|---|
| $Smooth1$ | corr(△재량적발생액, △당기순이익−비재량적 발생액) * (−1) |
| $Smooth2$ | std(NI)/std(CFO) * (−1) |

상술한 주요 변수를 포함하여 본 연구에 사용된 통제변수를 간단히 요약하면 다음과 같다.

| Variable | Definition |
|---|---|
| $MA$ | t기 경영자 능력 |
| $Smooth1$ | corr(△재량적발생액, △당기순이익−비재량적 발생액) |
| $Smooth2$ | std(N)I/std(CFO) |
| $ROA$ | $\frac{\text{당기순이익}_{i,t}}{\text{총자산}_{i,t}}$ |
| $RET$ | $\frac{(t\text{년도 종가}) - (t-1\text{년도 종가})}{t-1\text{년도 종가}}$ |
| $\leq V$ | $\frac{\text{총부채}_{i,t}}{\text{총자산}_{i,t}}$ |
| $SIZE$ | $\ln(\text{총자산}_{i,t})$ |
| $MTB$ | $\frac{\text{자산의 시장가치}_{i,t}}{\text{자산의 장부가치}_{i,t}}$ |
| $ID$ | 표본이 j산업이면 $ID_j$=1, 아니면 0 |
| $YD$ | 표본이 t연도이면 $YD_t$=1, 아니면 0 |

## 3.3 표본 선정 및 자료 수집

본 연구의 목적은 경영자 능력이 이익유연화에 미치는 영향을 살펴보는 것이다. 구체적으로 경영자 능력에 따라 이익유연화 전략에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석한다.

본 연구에서는 경영자 능력에 관한 대리변수로, 선행연구[13]에서 개발된 점수를 사용하였다. 본 연구를 수행하기 위해 본 연구에서는 다음의 조건을 충족하는 기업을 대상으로 연구표본을 구성하였다. 가설검증을 위한 실제 분석대상 기간은 2004년부터 2017년이지만 분석에 사용될 변수 중 일부는 5년 전 자료를 필요로 하므로, 2000년부터 2017년까지 유가증권 시장 및 코스닥에 상장된 기업들을 표본으로 선정하였다.

① 2000년 − 2017년 기간동안 한국증권거래소에 상장된 기업
② 금융업을 제외한 12월 결산법인
③ TS−2000, Fn−Guide 및 DART에서 재무제표 자료를 획득할 수 있는 기업
④ 자본잠식기업 제외

# 4. 연구결과

## 4.1 기술통계량 및 상관관계 분석

본 연구의 연구모형에서 사용된 변수에 대한 기술통계량은 Table 1에 제시되어 있다.

본 연구에서는 경영자 능력에 대한 대리변수로 선행연구[13]에서 개발된 MA점수를 이용하였다. 본 연구의 표본 수는 11,139개 기업−연도이다.

실증분석에 앞서 본 연구의 회귀모형에 사용된 변수들을 대상으로 상관관계 분석을 실시하였다. 변수들 간의 상관관계 분석결과는 Table2에 제시되어 있으며 전체표본에 대한 Pearson 및 Spearman 상관관계를 나타내고 있다. 경영자 1인당 현금보상에 영향을 미칠 것으로 예상되어 통제변수로 고려한 경영성과, 수익률, 부채비율, 기업규모, 성장성 모두 경영자능력 변수와 통계적으로 유의한 관계를 가지는 것으로 나타났다.

Table 1. Descriptive Analysis

| | N | Mean | Min | Median | Max |
|---|---|---|---|---|---|
| (1) | 11,139 | 0.009 | −0.609 | 0.050 | 0.352 |
| (2a) | 11,139 | −0.191 | −0.994 | −0.287 | 0.980 |
| (2b) | 11,139 | −1.094 | −7.136 | −0.746 | −0.062 |
| (3) | 11,139 | 0.017 | −0.484 | 0.029 | 0.273 |
| (4) | 11,139 | 0.195 | −0.721 | 0.022 | 3.397 |
| (5) | 11,139 | 0.401 | 0.032 | 0.402 | 0.867 |
| (6) | 11,139 | 18.778 | 16.497 | 18.558 | 22.833 |
| (7) | 11,139 | 1.478 | 0.211 | 1.013 | 8.769 |

상관관계에 대한 분석결과를 살펴보면 독립변수들 사이의 상관계수 값이 대부분 낮은 상관관계를 보이는 것으로 나타났다. 본 연구의 주요변수인 경영자 능력과 이익유연화 변수의 상관관계에서 1%수준으로 유의한 양(+)의 상관관계가 나타나 경영자 능력과 이익유연화가 정(+)의 관계를 가질 것이라는 본 연구의 기대를 지지하는 상관관계 결과라고 볼 수 있다. 독립변수들 간의 다중공선성이 존재하는 지 여부를 확인하기 위해 분산팽창지수(Variance Inflation Factor : VIF) 검증을 실시한 결과 변수들이 대부분 2 이하의 값이 나타나 다중공선성에 문제가 없는 것으로 판단되었다.

Table 2. Correlation analysis

| | (1) | (2a) | (2b) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (1) | 1 | 0.114 (0.00) | 0.257 (0.00) | 0.242 (0.00) | 0.072 (0.00) | 0.133 (0.00) | 0.020 (0.03) | −0.16 (0.00) |
| (2a) | 0.114 (0.00) | 1 | 0.379 (0.00) | 0.083 (0.00) | 0.009 (0.33) | −0.02 (0.09) | 0.005 (0.57) | −0.03 (0.00) |
| (2b) | 0.257 (0.00) | 0.379 (0.00) | 1 | 0.204 (0.00) | 0.075 (0.00) | −0.04 (0.00) | 0.143 (0.00) | −0.18 (0.00) |
| (3) | 0.242 (0.00) | 0.083 (0.00) | 0.204 (0.00) | 1 | 0.275 (0.00) | −0.32 (0.00) | 0.143 (0.00) | 0.073 (0.00) |
| (4) | 0.072 (0.00) | 0.009 (0.33) | 0.075 (0.00) | 0.275 (0.00) | 1 | −0.06 (0.00) | 0.030 (0.00) | 0.268 (0.00) |
| (5) | 0.133 (0.00) | −0.02 (0.09) | −0.04 (0.00) | −0.32 (0.00) | −0.06 (0.00) | 1 | 0.147 (0.00) | 0.021 (0.02) |
| (6) | 0.020 (0.03) | 0.005 (0.57) | 0.143 (0.00) | 0.143 (0.00) | 0.030 (0.00) | 0.147 (0.00) | 1 | −0.17 (0.00) |
| (7) | −0.16 (0.00) | −0.03 (0.00) | −0.18 (0.00) | 0.073 (0.00) | 0.268 (0.00) | 0.021 (0.02) | −0.17 (0.00) | 1 |

## 4.2 실증분석결과

본 연구의 가설은 경영자 능력과 이익유연화의 관계에 대해 검증하는 것을 목적으로 한다. 경영자가 수행하는 이익유연화 전략에는 많은 동기가 존재하며 경영자는 이익유연화의 효익을 얻기위해 이익유연화를 실행할 유인이 있고, 따라서 우수한 능력을 가진 경영자와 이익유연화가 어떠한 관계를 가지는 지 분석해보고자 한다.

Table3은 경영자 능력이 이익유연화 전략에 영향을 미칠 것이라는 가설에 대해 이익유연화 변수 $Smooth1$을 사용한 회귀분석 결과이다. 분석결과, 이익유연화 변수 중 재량적 발생액 변화분(△DA)과 당기순이익−비재량적발생액 변화분(△PDI)의 상관계수로 측정한 에 대한 경영자 능력($MA$)의 계수 α1은

Table 3. Regression Analysis (hypothesis)

$$Smooth_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MA_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t} + \alpha_3 RET_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 MTB + ID_j + YD_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

| Variable | Smooth1$_{i,t}$ coff | t−value |
|---|---|---|
| $a$ | −0.112 | −0.58 |
| $MA$ | 0.187 | 5.90*** |
| $ROA$ | 0.288 | 4.96*** |
| $RET$ | −0.025 | −2.66*** |
| $\leq V$ | −0.099 | −3.21*** |
| $SIZE$ | −0.017 | −3.52*** |
| $MTB$ | −0.001 | −0.23 |
| $ID$ | $included$ | |
| $YD$ | $included$ | |
| Adj. $R^2$ | 0.026 | |
| F−value | 10.12*** | |
| Obs. | 11,139 | |

*, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의적임을 의미함.

0.187로 1% 수준(t값 5.90)에서 유의한 양의 값으로 나타났다.

당기순이익의 표준편차를 영업활동 현금흐름의 표준편차로 나눈 이익유연화의 측정변수인 $Smooth2$의 분석결과는 Table 4에 제시되어있다. 경영자 능력($MA$)의 계수 값이 0.807로 1% 수준(t값 13.25)에서 유의한 양의 값이 나타났으며, 가설에 대한 분석결과 우수한 능력을 가진 경영자가 기회주의적인 목적에서 이익유연화 전략을 시행한다는 본 가설을 지지하는 결과이다.

$Smooth1$과 $Smooth2$로 측정된 두 개의 이익유연화 변수에서 경영자 능력($MA$)과 유의한 양(+)의 관계가 나타남에 따라 경영자 능력이 높을수록 이익유연화의 수준이 유의하게 증가한다는 것을 의미한다. 따라서 가설을 지지하는 결과로 나타났다.

Table 4. Regression Analysis (hypothesis)

$$Smooth_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MA_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t} + \alpha_3 RET_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 MTB + ID_j + YD_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

| Variable | Smooth2$_{i,t}$ coff | t−value |
|---|---|---|
| $a$ | −3.151 | −8.42*** |

| | | |
|---|---|---|
| *MA* | 0.807 | 13.25*** |
| *ROA* | 1.767 | 15.83*** |
| *RET* | −0.005 | −0.32 |
| ≤ *V* | 0.021 | 0.36 |
| *SIZE* | 0.042 | 4.4*** |
| *MTB* | −0.046 | −5.61*** |
| *ID* | *included* | |
| *YD* | *included* | |
| Adj. $R^2$ | 0.107 | |
| F−value | 41.77*** | |
| Obs. | 11,139 | |

*, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의적임을 의미함.

## 5. 결론

본 연구의 목적은 경영자 능력과 이익유연화의 관련성에 초점을 두고 분석해 보고자 하였다. 구체적으로 경영자 능력에 따라 경영자의 이익유연화 전략에 차별성이 존재하는지를 살펴본다. 분석을 위해 경영자 능력을 측정하기 위한 변수로 DEA를 사용하여 측정된 변수를 사용하였으며[13], 이익유연화를 측정하기 위해 수정 Jones 모형의 재량적 발생액과 비재량적발생액의 상관계수, 당기순이익과 영업현금흐름의 표준편차를 각각 사용하여 검증하였다.

상기의 연구목적을 분석하기 위해 본 연구에서는 경영자 능력과 이익유연화 간의 관계에 관한 가설을 설정하고, 2004년부터 2017년까지 유가증권시장 및 코스닥 시장에 상장된 기업을 바탕으로 실증 분석 하였다.

분석결과를 요약하면 다음과 같다. 경영자 능력과 이익유연화는 1% 수준에서 유의한 양의 관계가 나타나는 것으로 확인하였다. 경영자가 이익유연화를 하는 경우 우수한 능력의 경영자가 미래에 대한 정확한 예측을 통해 더 이익유연화를 잘 하는 것으로 해석할 수 있다. 경영자 능력가설에 따라, 우수한 능력의 경영자는 자신의 능력을 시장에 알리기를 원하며, 주주 및 외부이해관계자들에게 자신의 능력을 인정받기를 원한다. 우수한 능력을 가진 경영자는 보다 정확한 예측을 통해 이익의 변동성을 감소시키는 이익유연화를 할 유인이 높다는 본 연구의 기대와 동일하게 나타났다. 기업의 입장에서 이익의 변동성 감소는 다양한 효익이 존재하므로 우수한 능력을 가진 경영자와의 계약을 통해 이익 유연화의 효익을 얻고자 할 것이다. 따라서 본 연구는 우수한 능력을 가진 경영자가 이익유연화 전략을 더 효과적으로 수행함을 실증적으로 분석하였다는데 연구의 공헌도가 존재한다. 그러나 본 연구는 우수한 능력을 가진 경영자가 이익유연화를 더 잘 수행함에 있어 추가적인 제약요건들은 고려하지 못하고 분석을 수행하였다. 다른 조건들을 고려하였을 때 차별적인 결과가 나타날 것이라고 기대하며 향후 연구에서 연구주제가 확장되길 기대한다.

## REFERENCES


[1] Chaney, P. K., & Lewis, C. M. (1995). Earnings management and firm valuation under asymmetric information. *Journal of Corporate Finance, 1(3−4)*, 319−345.

[2] Kirschengeiter, and N.D. Melumad, "Earnings quality and smoothing", *Working paper, University of Illinois at Chicago and Columbia University*, 2007.

[3] Trueman, B., & Titman, S. (1988). An explanation for accounting income smoothing. *Journal of accounting research*, 127−139.

[4] Healy, P. (1985). The impact of bonus schemes on the selection of accounting principles. *Journal of Accounting and Economics, 7(1−3)*, 85−107.

[5] Holthausen, R. W., Larcker, D. F., & Sloan, R. G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of accounting and economics, 19(1),* 29−74.

[6] Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1998). The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation. *Accounting Review*, 235−253.

[7] Beidleman, C. R. (1973). Income smoothing: The role of management. *The Accounting Review, 48(4)*, 653−667.

[8] Collins, D. W., Kothari, S. P., Shanken, J., & Sloan, R. G. (1994). Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneuos return−earnings association. *Journal of Accounting and Economics, 18(3)*, 289−324.

[9] Myers, J. N., Myers, L. A., & Skinner, D. J. (2007). Earnings momentum and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance, 22(2),* 249−284.

[10] Bowen, R. M., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2008). Accounting discretion, corporate governance, and firm performance. *Contemporary accounting research, 25(2)*, 351−405.

[11] Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics, 50(2−3)*, 344−401.

[12] Trueman, B., & Titman, S. (1988). An explanation for accounting income smoothing. *Journal of accounting research*, 127-139.

[13] Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2012). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review, 88(2)*, 463-498.

[14] DeFond, M. L., & Park, C. W. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of accounting and economics, 23(2)*, 115-139.

[15] Malmendier, U., & Tate, G. (2009). Superstar ceos. T*he Quarterly Journal of Economics, 124(4)*, 1593-1638.

[16] Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts?. *Journal of accounting and economics, 8(1)*, 53-71.

[17] Baik, B., D. Farber, and S. Lee. 2011. "CEO Ability and Management Earnings Forecasts", *Contemporary Accounting Research. 28*, 1645-1668.

[18] Aier, J. K., Comprix, J., Gunlock, M. T., & Lee, D. (2005). The financial expertise of CFOs and accounting restatements. *Accounting Horizons, 19(3)*, 123-135.

[19] Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. The Quarterly Journal of Economics, 118(4), 1169-1208.

[20] Demerjian, P., Lev, B., McVay, S., 2013. Managerial ability and earning quality. *The Accounting Review 88*, 463-498

[21] Holcomb, T. R., Holmes Jr, R. M., & Connelly, B. L. (2009). Making the most of what you have: Managerial ability as a source of resource value creation. *Strategic management journal, 30(5)*, 457-485.

[22] Barth, M. E., Elliott, J. A., & Finn, M. W. (1999). Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research, 37(2)*, 387-413.

[23] Kasznik, R., & McNichols, M. F. (2002). Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices. *Journal of Accounting research, 40(3)*, 727-759.

[24] Demerjian, P., Lewis-Western, M., & McVay, S. (2017). How does intentional earnings smoothing vary with managerial ability?. *Journal of Accounting, Auditing & Finance,* 0148558X17748405.

[25] Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of accounting and economics, 22(1-3)*, 249-281.

[26] Chemmanur, T. J., & Paeglis, I. (2005). Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics, 76(2)*, 331-368.

[27] Baik, B., S. Choi, D. B. Farber, Jingling Zhang. 2012. The Incentives for Tax Planning. *Journal of Accounting and Economics. 53 (1-2),* 391-411.

[28] Falato, A., Li, D., & Milbourn, T. (2011). To each according to his ability? CEO pay and the market for CEOs. *Unpublished working paper, Washington University in St Louis*.

[29] Acharya, V. V., & Lambrecht, B. M. (2015). A theory of income smoothing when insiders know more than outsiders. *The Review of Financial Studies, 28(9)*, 2534-2574.

[30] Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2005). The long-run equity risk premium. *Finance Research Letters, 2(4)*, 185-194.

[31] Lambert, R. A. (1984). Income smoothing as rational equilibrium behavior. *Accounting Review*, 604-618.

[32] Moses, O. D. (1987). Income smoothing and incentives: Empirical tests using accounting changes. Accounting Review, 358-377.

[33] Park, J., C. Y. Ko, H. Jung, and Y. Lee. 2015. Managerial Ability and Tax Avoidance : Evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics. March 2015(Online)*"

[34] Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). *Detecting earnings management. Accounting review*, 193-225.

이 은 주(Eun-Ju Lee) [정회원]

· 2012년 2월 : 부산외국어대학교 회계세무행정학과(경영학사)
· 2016년 2월 : 부산대학교 경영학과(경영학석사)
· 2019년 2월 : 부산대학교 경영학과(경영학박사)
· 관심분야 : 재무회계
· E-Mail : grace_chu@pusan.ac.kr