



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사학위논문

경영자의 인상관리 행동이
경영자의 교체에 미치는 영향

2016년 2월

서울대학교 대학원

경영학과 경영학 전공

윤 경 한

경영자의 인상관리 행동이 경영자의 교체에 미치는 영향

지도교수 박 선 현

이 논문을 경영학석사학위논문으로 제출함

2015년 11월

서울대학교 대학원

경영대학 경영학전공

윤 경 한

윤경한의 석사학위논문을 인준함

2015년 12월

위 원 장 박철순(인)

부 위 원 장 박남기(인)

위 원 박선현(인)

국 문 초 록

경영자의 인상관리 행동이 경영자의 교체에 미치는 영향

서울대학교 대학원
경영학과 경영학전공
윤경한

본 연구는 최고경영자(CEO)의 교체에 영향을 미치는 선행요인으로서 최고경영자의 인상관리 활동의 특성을 밝히는 데 초점을 맞추고 있다. 인상관리 행동의 Too much of good thing effect를 기초로 하여 최고경영자의 인상관리 활동으로서 이익조정이 과도할 경우 최고경영자의 교체로 이어진다는 가설을 제시하였다.

경영자의 인상관리 활동으로서 이익조정을 재량적 발생액으로 측정하여 최고경영자의 교체에 미치는 영향을 측정한 결과, 경영자의 과도한 이익조정활동은 최고경영자의 교체와 관련이 있음이 나타났으며, 가시성이 높은 기업의 경우에도 이익조정활동과 경영자 교체간에 양의 상관관계가 있음을 발견하였다.

본 연구의 결과는 최고경영자의 이익조정이 경영자의 교체가능성을 증가시키고 있음에 대한 실증적 증거를 제공함으로써 기존연구들에서 최고경영자 교체원인으로 제시되어온 저조한 경영성과와 기업지배구조

및 이사회 변수 이외에도 경영자의 인상관리 활동으로서 이익조정이
경영자 교체의 직접적인 요인 중 하나가 될 수 있음을 보여주고 있다.

주 제 어 : 인상관리, 이익조정, 최고경영자 교체, Too much of good
thing effect

학 번 : 2014-20487

목 차

1. 연구 배경 및 목적	1
2. 이론적 배경	5
2.1 인상관리와 관련된 선행연구	5
2.1.1 인상관리와 기업경영	5
2.1.2 인상관리의 전략	7
2.2 이익조정의 TMGT 효과	9
2.2.1 이익조정의 긍정적 결과	9
2.2.2 이익조정의 부정적 결과	10
3. 연구가설	13
3.1 이익조정과 경영자 교체	13
3.2 이익조정과 최고경영자 유형	14
3.3 이익조정과 기업 가치성	15
4. 연구방법	17
4.1 연구대상 및 자료수집	17
4.2 변수	18
4.2.1 종속변수	18
4.2.2 독립변수	19
4.2.3 통제변수	20
4.3 분석방법	20
5. 연구결과	23
6. 결론	27
참고문헌	30
Abstract	42

1. 연구 배경 및 목적

기업지배구조와 관련하여 최고경영자와 이사회에 우선적인 관심사 중 하나가 바로 최고경영자 교체이다(Zhang & Rajagopalan, 2005). 최고경영자의 교체는 기업 외부의 이해관계자뿐만 아니라 이사회, 종업원 등 내부 이해관계자들에게도 중요한 사건이기에 각 관계자의 이목이 집중되는 중요한 이벤트이다. 또한 기업전략의 수립과 실행 등 경영활동에 중요한 변화를 초래할 수 있고, 기업의 성장과 가치에 큰 영향을 미친다(Giambatista et al., 2005; Kesner & Sebor, 1994). 따라서 많은 연구들이 경영자 교체의 선행요인(Cannella & Shen, 2001; Ocasio, 1994; Zajac & Westphal, 1996), 경영자 교체 유형(Kesner & Dalton, 1994; Shen & Cannella, 2002b), 경영자 교체 후 성과(Cannella & Rowe, 1995; Allen et al., 1979; Pfeffer & Davis-Blake, 1986) 등을 통하여 최고경영자 교체와 관련한 실증연구가 진행되었다.

특히 최고경영자 교체의 선행요인에 대한 연구에서는 기업의 저조한 성과가 경영자의 교체로 이어진다는 결과를 내놓았다(Huson et al., 2001; Kesner & Sebor, 1994). 하지만 부진한 성과가 경영자의 교체를 가져오는 유일한 원인은 아니며 이를 조직 내외의 관점에서 바라보는 연구들이 등장하였다. 이사회는 최고경영자 교체를 수행하는 주체로(Weisbach, 1988; Zajac & Westphal, 1996) 이사회에 영향력이 경영자 교체에 중요한 영향을 미친다(Boeker & Goodstein, 1993; Giambatista et al., 2005; Zajac & Westphal, 1996). 반면 기업이 처한 상황에 따라 강해지기도 한다(Datta & Rajagopalan, 1998; Ocasio,

1999). 또한 기업의 성과 자체가 교체에 영향을 미치는 것이 아니라
예상에 미치지 못하는 성과가 경영자 교체의 원인이 된다는 주장도
있다(Puffer & Weintrop, 1991). 이렇듯 기업의 성과와 경영자
교체간의 복잡하고 불확실한 관계는 경영자의 성과와 능력을 평가하는
데 이사회가 고려해야 할 요인이 많기 때문이다. 이사회는 기업의
성과를 평가할 때 경영자의 능력과 기업이 처한 상황을 고려해야 할
뿐만 아니라 성과를 치장하려는 경영자의 과도한 행위를 걸러낼 수
있어야 한다.

이를 해결하고자 본 연구에서는 가시적이며 합법적인 인상관리의
수단으로서 이익조정이 경영자의 교체에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.
이익조정이란 GAAP의 범위 내에서 기업의 회계적 이익 성과에 영향을
주는 경영자의 재량적 회계선택이다(Davidson et al., 2004; Defond &
Park, 1997; Healy & Wahlen, 1999). 이익조정은 기업의 경영진에
의해 의도적으로 실시되며, 이러한 의도적 행동은 효과적인 인상관리
수단이다(Davidson et al., 2004). 하지만 과도할 경우에는 Too much
of good thing 효과(Pierce & Aguinis, 2013)를 가져오게 될 것이며
이는 인상관리에도 적용(Baron, Eder, & Ferris, 1989)되기 때문에,
이익조정을 통한 인상관리에도 적용될 것이라고 상정하였다. 또한
경영자가 지속적으로 이익을 조정하고, 그러한 경영자의 행동이
시장참여자에 의해 인지될 경우에는 기업은 시장에서 신뢰를 잃게 되고
기업가치는 심각하게 훼손될 수 있다. 따라서 과도한 이익조정으로부터
초래되는 일련의 사태를 방지하기 위해 이사회를 포함한 기업의
내부통제시스템은 경영자의 이익조정이 일정 수준 이상이 되었음을
감지할 경우 경영자 교체에 대한 의사결정을 수행할 것으로 예측할 수

있다.

본 연구에서는 최고경영자의 과도한 이익조정 행위가 잠재적으로 기업에 초래할 수 있는 심각한 피해를 고려하여 이에 대한 견제수단으로 경영자의 이익조정 행위가 내부통제시스템의 감사와 견제로 인해 경영자 자신의 교체가능성을 증폭시키는 경향이 있는지를 실증적으로 규명하고자 한다. 최고경영자 교체 동인으로 지적되어 온 저조한 경영성과 및 지배구조변수를 고려한 후에도 경영자의 교체 가능성과 연관되어 있는가를 로지스틱 회귀분석을 이용하여 검증하고자 하였다. 뿐만 아니라 최고경영자의 교체가 기업이 처한 상황에 따라 다양한 맥락 속에서 이루어지며 교체상황이 상이함에 따라 최고경영자의 이익조정 행위가 교체에 미치는 영향이 교체유형별로 달라질 수 있음을 고려하여 최고경영자 내외부 환경을 고려하여 이익조정이 교체 가능성에 미치는 영향이 존재하는지도 검토하였다.

본 연구에서는 1998년부터 2007년까지의 표본기간 동안 최고경영자의 교체를 확인할 수 있는 640개의 기업표본을 분석에 이용하였으며 주요한 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 개별 최고경영자의 임기 중 실행된 이익조정의 규모가 클수록 최고경영자의 교체가능성이 증가하는 것으로 나타났다. 둘째, 가시성이 높은 기업의 경우 최고경영자의 인상관리 행동으로서 이익조정이 증가할수록 최고경영자의 교체가능성이 증가하는 것으로 나타났다. 셋째, 외부에서 영입된 최고경영자의 인상관리 행동으로서 이익조정은 최고경영자의 교체에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

본 연구는 기존 연구와 중요한 차별성을 갖는다. 첫째, 이익조정분야의 선행연구들은 이익조정현상의 존재여부에 관해 연구한 반면, 본

연구에서는 인상관리 행동으로서 수행된 이익조정이 최고경영자 자신의 교체가능성과 관련성을 가지는가에 초점을 맞추었다. 둘째, 최고경영자 교체의 원인으로 고려되어온 저조한 기업성과와 기업지배구조 외에도 최고경영자의 이익조정이 포함될 수 있으며 경영자교체와 같은 기업의 내부의사결정에도 유의한 영향을 미칠 수 있다는 것이다.

2. 이론적 배경

2.1 인상관리와 관련된 선행연구

2.1.1 인상관리와 기업경영

인상관리는 기업의 이해관계자나 정보사용자가 느끼는 인상을 통제하고 조작하여 그들의 인식에 전략적으로 영향을 미쳐 결국 그들의 의사결정에 관여하는 활동이다(Barrick & Mount, 1996; Merkl-davies & Brennan, 2007). 따라서 인상관리는 기업 경영을 위한 리더십의 중요한 요소로서 인식되어 왔다

경영진은 여러 이벤트를 통해서 이해관계자들에게 자신의 인상을 긍정적으로 형성하기 위해 노력한다. 인상관리 행동을 통해, 조직 내 의사결정자들은 자신들에 대한 이해관계자들의 인식에 영향을 미친다(Elsbach & Sutton, 1992). 그들의 연구결과에 따르면 불법적이거나 논란이 예상되는 단체의 정책과 행동목표는 일반적으로 해당 조직의 외부인들로부터 부정적인 인상을 갖게 한다. 더 나아가 해당 조직을 둘러싼 외부인들이 조직목표와 행동 강령등에 반하는 지지를 하는 경우 조직운영에 어려움을 겪을 수도 있다. 이러한 어려움을 피하고 반대 세력으로부터 지지를 얻어내기 위해서 미디어 노출을 통해 조직 외부인 들에게 일반적인 사회 통념과 합치되는 자신들의 목표(ex. 자연보호, AIDS에 대한 관심 촉구)를 제시하고 정당성을 인정 받는 인상관리 행동을 통해 미디어에 노출된 시청자로부터 지지를 얻어낼 수 있다고 하였다.

인상관리 행동은 기업의 전략 변화에도 영향을 미친다(Fiss & Zajac,

2006). 독일 상장 기업 112개의 1990년에서 2000년사이 자료를 사용하여 주주중시 경영전략의 채택 요인 및 그 경제적 효과를 상징적 동조(조직이 기술적인 필요에 의해서 관행을 도입하는 경우와는 달리 외부의 강제에 의해서 도입하는 경우에는 겉으로는 도입하지만 실제로는 실행하지 않는 현상)의 관점에서 분석하였다. 이해관계자 모형(Balance Frame)으로 유명한 독일에서도 1990년 대부터는 주주중심 모형(Acquiescence Frame)이 사회적 정당성을 얻기 시작했는데, 이러한 제도적 압력과 외부인식에 부합하기 위해 기업은 상징적 동조를 선택할 수 있다는 것이다. 주주중시 경영 전략의 상징적 동조란 이를 공식적으로 천명은 하지만 스톡옵션이나 관련 회계시스템 등 실제로 주주중심 경영에 부합되는 관리정책들은 채택하지 않는 경우로 보았다. 분석 결과는 상징적 동조는 위와는 전혀 반대 방향에서도 발생한다는 것이었는데, 주주중심 모형과 대조되는 이해관계자 모형을 천명한 경우 역설적으로 실제로 주주중심 경영에 부합되는 관리정책들을 더 많이 채택하고 있었다는 것이다.

Westphal 과 Stern(2005)은 최고경영자에 대한 경영진의 인상관리 행동은 타회사의 이사임명에 관한 최고경영자의 도움에 영향을 주는 것을 확인하였다. Forbes 500대 기업을 대상으로 설문조사를 통한 실험 결과, 최고경영자에게 자신과의 의견이 동일함을 강조하거나 호의를 주는 등의 아첨을 한 경영진은 최고경영자가 이사로 재직중인 회사에 이사로 임명되거나 최고경영자가 타 회사의 이사회 겸임 네트워크(Board interlock network)로 간접적으로 연결되어 있는 기업에 이사로 임명되는 현상을 발견하였다.

또한 경영진의 보상에도 인상관리 행동이 영향을 미치는 것으로

나타났다(Zajac & Westphal, 1995). 그들의 연구결과에 따르면 CEO는 다양한 네트워크를 통하여 자신들의 이사회 멤버들과 사회적 관계를 맺고 있으며, 또한 그것을 활용하여 자신의 임금에 영향력을 행사하곤 한다. 이들은 CEO와 이사회들 사이에 인구통계학적 유사성이(나이, 직무경로, 또는 교육배경)높을수록 CEO의 임금수준이 높다는 사실을 밝혔다. 다시 말해 인구통계학적 유사성이 증가 할수록 기업의 이사회는 최고경영자를 더 많은 보상을 주고 보유해야 할 기업의 자산으로 인식하는 경향이 높아진다. 결과적으로 CEO는 더 많은 보상을 얻기 위해 다양한 사회적 방법을 동원하여 이사회와의 유사성을 높이기 위해 노력한다.

이와 같은 연구결과들로 미루어 보아, 일반적으로 기업의 경영자는 인상관리 행동을 통해 그들이 목표로 삼은 이해관계자의 정보환경을 경영자에게 유리하게 관리한다(Westphal & Graebner, 2010).

2.1.2 인상관리의 전략

경영진은 은폐와 공헌(Concealment & Attribution)이라는 두 가지 행동을 통해 인상관리 전략을 수행한다(Merkl-davies & Brennan, 2007). 그들에 따르면 은폐행동은 기업에 관한 부정적인 뉴스를 축소하거나 긍정적인 뉴스를 확대하는 방법을 말하며, 공헌행동은 실패보다 성공에 대해 더 많은 보상을 요구하는 방법을 말한다. 또한 인상관리 전략을 1개의 공헌행동과 6개의 은폐행동으로 구분하였다. 조직의 성과를 자신의 공으로 돌리는 것이 공헌행동이며 6가지 은폐행동은 보도자료를 읽기 어렵게 만들거나(reading ease manipulation) 설득적인 언어를 사용하여(rhetoric manipulation)

부정적인 뉴스를 숨기는 것이다. 다른 4가지는 긍정적 단어나 테마나 기업성과를 강조(thematic manipulation)하고, 정보가 제공되는 방법을 시각적으로 통제(visual and structural manipulation), 기업의 성과를 호의적으로 보여주는 방법을 기회주의적으로 선택(performance comparison), 기업의 성과를 호의적으로 보여주는 특정 수치를 보여줌(choice of earnings number)으로써 긍정적인 뉴스를 강조하는 방법이다. 특히 기업성과를 기회주의적으로 조정하는 인상관리행동은 이익조정과 관계가 깊다. 경영자는 이익조정을 통해 기업의 성과를 부각시키는 방법을 사용하여 이해관계자로부터 긍정적 인식을 얻어내고, 이를 통해 이익조정과 인상관리를 직접적으로 연결 짓는 선행연구들이 존재한다(Davidson et al., 2004; Healy & Wahlen, 1999; Merkl-davies & Brennan, 2007). 예를 들어 Davidson (2004)등은 주요 이해관계자들을 설득하는 주요 전략으로서 이익조정을 연구하였으며, CEO는 긍정적 결과를 이끌어내는 높은 기대치에 부응하기 위해 이익조정을 사용한다고 주장하였다. 언어적 수사나 상징적 변화와 관련한 다른 인상관리행동 연구(Westphal & Graebner, 2010; Westphal & Zajac, 1994)와 마찬가지로 이익조정을 통한 인상관리행동은 기업의 전략을 본질적으로 수정하거나 경영의 기본요소를 변경하지 않는다. 기업의 경영자는 비교적 쉽게 보고이익에 큰 영향을 미칠 수 있고(Healy & Wahlen, 1999), 이는 감독기관(SEC나 금융감독원)이 감지하고 감독하는 것이 매우 어렵기 때문이다(Graham, Harvey, & Rajgopal, 2005). 게다가 경영자의 행동을 감시해야 하는 이사회는 일반적으로 기업의 일상적인 경영활동(재무제표에 기록되는 숫자입력)에 관여하기 보다는 기업의

중요한 정책결정이나 전략수립 (M&A 의사결정 등) 검토에 그들의 자원을 사용한다. 따라서 경영자는 이해 관계자들로부터 긍정적인 인상을 이끌어내는 인상관리의 방법으로 이익조정을 사용한다.

2.2 이익조정의 Too much of good thing effect

(Baron et al., 1989)는 구직활동 인터뷰에 대한 연구를 통해 면접자들의 긍정적인 반응을 이끌어 내는 인상관리에 대한 연구를 수행하였다. 그의 연구에 따르면 적당한 수준의 인상관리는 응시자의 평가에 긍정적인 영향을 미치지만 과도한 인상관리는 응시자가 정직하지 못하다는 인식으로 연결되어 낮은 평가를 받게 됨을 발견하였으며 이를 “Too much of a good thing” 현상이라 하였다. Pierce & Aguinis (2013)는 긍정적인 현상을 가져올 것이라고 생각한 여러 선행변수가 기대와는 다르게 부정적인 결과를 가져오는 변수로 작용하는 현상을 전략과 조직행동 분야에 걸쳐 정리하였고, 이러한 현상을 “Too much of a good thing” 이라 하였다. 이러한 현상은 이익조정을 통한 인상관리에서도 나타난다. 이익조정은 기업과 경영자에게 긍정적인 결과를 가져오기도 하지만 그 정도가 지나칠 경우 부정적인 결과를 가져온다.

2.2.1 이익조정의 긍정적 결과

이익조정(Earnings management)이란 GAAP(Generally Accepted Accounting Principle)의 범위 내에서 기업의 회계적 이익 성과에

영향을 주는 경영자의 재량적 회계선택이다(Davidson et al., 2004; Defond & Park, 1997; Healy & Wahlen, 1999). 이익조정을 통해 기업과 경영자는 긍정적인 효과를 누리고 있다는 연구결과들이 존재하고 있다. 이러한 주장들은 경영자의 이익조정행위에는 비용이 내재되어 있다는 것을 의미한다. 만약 그렇지 않다면 경영자의 이익조정행위는 무제한적으로 발생할 것이기 때문이다. Barth et al., (1999)는 경영자가 지속적으로 보고이익을 조정하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 높은 기업가치를 지니게 된다고 하였고, 경영자는 자신의 보상을 증가시키기 위한 정당성이 필요하며 이 과정에서 이익조정을 사용하는 것으로 나타났다(Efendi, Srivastava, & Swanson, 2007). 또한 내부자의 주식매도가 기업이 비정상적으로 많은 발생액을 가지고 있을 때(기업가치가 증가) 증가하는 것으로 나타났으며(Beneish & Vargus, 2002) 경영자의 직업안정성을 위해서 이익조정을 활발하게 사용하는 것으로 나타났다(Defond & Park, 1997). 이러한 경영자의 이익조정은 결국 기업의 성과를 조작하여 시점에 따라 다르게 보여줄 뿐 기업의

2.2.2 이익조정의 부정적 결과

경영자의 이익조정은 결국 기업의 성과를 조작하여 시점에 따라 다르게 보여주는 착시효과이고 미래의 성과를 재단하는데 과거의 성과보다 현재의 성과에 더 많은 가중치를 두기 때문에 발생한다(Fudenberg & Tirole, 1995). 게다가 지나친 이익조정^①은 행위에 내재된 비용을 발생시킨다. 그 비용은 관련 규제기관을 통한

^① 대부분의 기업에 해당하는 최적의 이익조정은 0이며 이사회가 이익조정의 발생을 적발하는 데에는 비용이 발생한다(Hermalin & Weisbach, 2007)

지적이나 재무제표 재작성과 같은 기업의 신용과도 관련되어 있다. 그 정도가 심한 경우 외부 이해관계자로부터 경영자 교체 압력이 가해질 수 있으며 기업의 내부통제체도가 정상적으로 작동할 경우에는 선제적 대응을 통해 경영자의 교체를 진행할 수도 있다.

이익을 조정하는 기업은 공시 투명성과 진실성에 관해 시장내 평판을 잃고 손해를 입는 것으로 나타났다(Graham et al., 2005). 이익조정으로 인해 기업이 입은 손해는 경영자 교체의 결정요인으로 작용한다. 이와 관련한 초기의 연구로 Desai et al.,(2006)은 SEC의 감리제도를 통하여 이익분식이 적발된 기업을 이용하여 이익조정과 최고경영자 교체간의 관련성을 검증하였다. 분석결과, 지적기업의 최고경영자가 2년 이내에 교체되는 경향이 대응집단에 비해 현저히 높은 것으로 나타났으며, 교체된 경영자는 이직비율 또한 대응집단에 비해 현저히 낮은 것으로 나타나 이익조정이 기업뿐 아니라 경영자에게도 심각한 비용을 초래한다고 지적하였다. 이들의 연구를 확장하여 Agrawal & Cooper, (2007)는 보고이익을 상향조정하여 재무제표를 재작성한 기업을 대상으로 CEO와 CFO의 교체경향을 분석하였으며, 재무제표 재작성과 최고경영자 교체간의 유의한 상관관계가 있음을 발견하였다. Hennes et al.,(2007)은 경영자가 의도적으로 이익을 조정한 기업과 단순한 회계처리 오류나 기준해석 실수로 재무제표를 재작성한 기업을 대상으로 경영자의 교체가능성과 보고이익의 왜곡에 대한 관계를 검증한 결과, 의도적으로 보고이익조정이 발생한 기업의 최고경영자가 교체되는 경향이 보다 크게 나타나고 있음을 발견하였다. 또한 Hazarika et al., (2012)은 최고경영자 교체 직전의 이익조정 수준이 경영자의 강제교체와 관련이 있는지를 검증하였다. 그 결과, 교체직전 년도에

발생액을 이용하여 이익을 조정하는 기업의 최고경영자는 강제적 교체를 통해 새로운 경영자로 교체될 가능성이 증가하는 것으로 나타났다.

또한 최근의 연구들은 경영자의 과도한 인상관리 행동으로서 이익조정이 경영자의 교체에 직접적인 원인이 될 수 있음을 지적하고 있다.

3. 연구가설

3.1 이익조정과 경영자교체

기업의 경영자는 이사회나 투자자, 금융기관과 미디어와 같은 주요 이해관계자로부터 포괄적인 지지를 얻기 위해 인상관리 전략을 취한다. 이에 관한 실증적인 연구들에 의하면 경영자의 긍정적인 이미지가 확립되면 주요 관계자로부터 지지를 얻게 되고(Elsbach & Sutton, 1992) 투자자로부터 호의적인 평가를 얻게 된다(Westphal & Graebner, 2010). 하지만 이익조정에 관한 연구들에서는 최고경영자가 재임기간 중의 보상극대화, 자신의 명성과 경력관리, 의사결정 권한의 확대와 같은 효과를 누리고자 회계적 재량권을 이용하여 보고이익을 기회주의적으로 조정하는 경우를 보고하고 있다(Beneish & Vargus, 2002; Defond & Jiambalvo, 1994; Defond & Park, 1997; Efendi et al., 2007). 이러한 최고경영자의 기회주의적 이익조정은 채무제표를 왜곡하게 되고 자본시장 참여자에게 기업의 정보투명성에 대한 신뢰를 약화시키게 되어 기업의 자본비용 상승의 원인이 될 수 있으며, 이익조정이 과도하게 진행되는 경우에는 회계기준 위반으로 규제당국에 의해 적발되어 기업에 막대한 소송비용과 추가적인 감시비용을 유발할 뿐만 아니라 규제기관의 지속적인 감시로 인해 기업활동이 제약 받을 수도 있다. 더 나아가 경영자가 과도한 이익조정을 실행할 경우 최고경영자에 대한 이해관계자 집단의 신뢰가 약화되어 결과적으로 최고경영자의 교체가능성이 증가될 수 있다. 다시 말해 최고경영자의 이익조정은 효과적인 인상관리 수단인 동시에 경영자의 교체가능성을

증가시키는 원인이 될 수도 있다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

<가설 1> 최고경영자의 이익조정이 증가할수록 최고경영자의 교체가능성이 높아진다.

3.2 최고경영자 유형

최고경영자 유형은 출신형태에 따라 기업 내부에서 승진발탁이 되느냐, 아니면 기업 외부에서 영입되어 선임되느냐에 관한 것이며(Kesner & Sebor, 1994; Shen & Cannella, 2002a) 많은 선행연구들이 최고경영자의 출신에 대해 연구해왔다. 내부승진자의 경우에는 기업의 내부사정에 정통하여 리더십 공백을 줄이며, 최고경영자 교체로 인한 조직 내 혼란을 완화시킬 수 있다(Zhang & Rajagopalan, 2004). 따라서 내부승진에 의한 교체는 주로 기업성과가 좋은 경우에 나타나는 경향이 있다(Shen & Cannella, 2002b). 반면, 외부영입을 통한 최고경영자 교체는 새로운 환경요구에 대응하기 위하여 기업에 전략적 변화를 유발하며 현 상황에서 기업이 어려움을 느끼고 있는 특정 자원에 대한 의존성을 줄여주는 역할을 담당한다. 따라서 외부영입에 의한 교체는 주로 기업성과가 나쁜 경우에 나타난다는 것(Boeker & Goodstein, 1993)을 고려하면 외부에서 영입된 최고경영자는 성과를 향상시켜야 하는 유인이 존재하며 이는 활발한 인사관리 활동으로서 이익조정을 실행할 유인이 된다. 또한 외부에서 영입된 경영자는 전임경영자와의 이해관계에 구애를 받지 않기 때문에 과감한 이익조정의

의사결정을 내릴 수 있을 것이다. 따라서 이러한 외부영입 CEO의 인사관리 행동은 기업의 내부통제시스템이 정상적으로 작동한다면 적발될 위험이 증가하게 될 것이다.

<가설 2> 외부에서 영입된 최고경영자의 경우, 이익조정이 증가할 수록 최고경영자의 교체가능성이 높아진다.

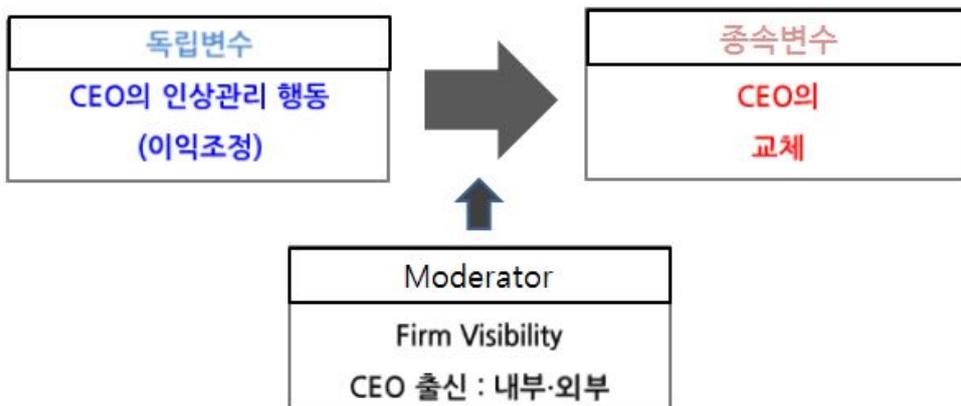
3.3 기업 가시성

사전적인 의미에서 가시성은 현상이 인지되거나 주목받는 정도를 의미한다. 기업이 가시적이라는 것은 해당 기업을 둘러싼 이해관계자들에 의해 쉽게 인지된다는 것을 말한다. 가시성이 높은 기업은 이해관계자들로부터 쉽사리 주목의 대상이 되어(Bansal & Clelland, 2004) 더 많은 제도적 압력과 복잡한 이해관계를 가지게 된다. Bansal & Clelland(2004)은 가시성이 높은 기업은 내·외부로부터 사회적 정당성을 얻기 위해서는 이해관계자들의 요구에 반응해야만 한다고 주장한다. 실증연구 결과들은 가시성 정도와 사회정치적 압력에 대한 조직의 반응의 능동성 간에는 긍정적 관계가 있음을 보여주고 있다(Goodstein, 1994; Simons & Ingram, 1995). Goodstein(1994)의 연구는 가시성이 높은 기업들이 당국이나 언론으로부터 쉽사리 주목을 받아 그렇지 않은 기업들보다 더 큰 제도적 압력을 받게 된다는 결과를 보여주고 있다. Simons(1995)도 가시성이 높은 기업들이 가족-일 이슈와 관련한 제도적 압력에 대해 더 긍정적으로 반응을 하고 있음을 보여주고 있다. 이들은 기업의 가시성이 규제당국, 언론, 공중으로부터

주목 받는 정도에 대한 유용한 대리변수라고 주장하고 있다. 결국, 기업은 가시성에 커지면 주변 이해관계자로부터 받는 관심의 정도가 증가되고, 과도한 인상관리 행동이 적발될 가능성이 높아지며 제재의 수준도 커지게 될 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

<가설 3> 가시성이 높은 기업의 최고경영자의 경우, 이익조정이 증가할 수록 최고경영자의 교체가능성이 높아진다.

제시된 3가지 가설을 도식화 하면 다음과 같다.



<그림 - 1>

4. 연구방법

4.1 연구대상 및 자료수집

본 연구는 1998년부터 2007년까지 최고경영자의 교체가 발생한 국내기업을 표본으로 삼아 진행하였다. 본 연구는 10년간 470개의 기업을 대상으로 최고경영자의 인상관리(이익조정)에 따른 교체 가능성에 대한 연구를 진행하였다.

우리나라 기업은 지배구조 특성상 CEO 선정에 어려움이 따른다. CEO(대표이사)가 2명 이상 존재하는 기업이 많기 때문이다. 본 연구에서는 최종적으로 사업보고서에 서명한 사람을 최고경영자로 선정하였다. 외부 이해관계자에게 공개되는 사업보고서에 최종적으로 서명한 사람은 그 내용에 직접적인 책임을 진다는 뜻이기 때문이다 (서정일 & 장호원, 2010). 서명자가 2명 이상 존재하는 기업의 경우, 먼저 서명한 사람을 CEO로 선정하였다. 각 연도별 분석 대상은 <표-1> 과 같다.

<표-1>

연도	최고경영자비교체	최고경영자교체	총합계
1998	253	8	261
1999	321	38	359
2000	323	63	386
2001	341	65	406
2002	343	85	428
2003	368	70	438
2004	349	101	450
2005	381	79	460
2006	404	61	465
2007	449	4	453
총합	3532	574	4106

4.2 변수

4.2.1 종속변수

본 연구의 종속변수는 최고경영자의 교체이다. 최고경영자의 교체시점을 구분하기 위해 우선, 사업보고서에 나타난 최고경영자가 직전년도 사업보고서 상에 명시된 최고경영자와 다를 경우 최고경영자가 당해에 교체된 것으로 간주하고 이후 이에 해당하는 기업의 수시공시자료 및 Fn-Guide database상의 기업연혁자료, 그리고 신문검색을 통해 확인된 정보에 기초하여 최고경영자의 정확한 교체일자 및 재임기간을 파악하였다.

나아가 본 연구에서는 최고경영자의 영입유형과 기업의 가시성에 따라 인상관리(이익조정)와 최고경영자 교체가능성 간의 관련성이 차이를

보이는지를 실증적으로 검증하고자 한다. 신입경영자의 영입유형은 공시자료와 TS-2000 database의 경영인 정보자료, 그리고 신문검색을 통해 파악하였으며 사내 승진, 또는 계열사에서 영입되었으면 내부승진으로 그 외에는 외부영입으로 구분한다. 기업의 가시성을 측정하기 위한 주요 변수는 기업규모이다. 일반적으로 기업의 규모가 클수록 그 기업에 대한 인지도와 가시성이 높은 경향이 있으며 기존의 연구에서도 기업의 규모를 가시성을 측정하는데 사용하였다(Goodstein, 1994). 본 연구에서는 자산의 로그값으로 규모를 측정하였다.

4.2.2 독립변수

본 연구에서 독립변수는 최고경영자의 이익조정액을 나타내는 지표로서 재량적 발생액을 사용하였다. 순이익은 영업활동으로 인한 현금흐름과 발생액으로 구성된다. 발생액을 측정하기 위한 방법으로는 손익계산서의 당기순이익에서 현금흐름표의 영업현금흐름을 차감하는 방법과 재무상태표 항목을 비교하여 발생액을 유추하는 방법을 들 수 있다. 재무상태표에 보고된 수치는 이익조정 반영정도가 크지 않으므로 당기순이익과 영업현금흐름의 차이로 발생액을 정의하는 것이 바람직하고 국내의 여러 선행연구에서도 대체로 이런 방법으로 발생액을 정의하고 있다(전규안 등, 2004;최종서와 문승엽, 2005). 이에 따라 본 연구에서 발생액을 다음과 같이 정의한다.

$$TAC_t = NI_t - CFO_t$$

여기서,

TAC_t : t기의 총발생액

NI_t : t기의 당기순이익

CFO_t : t기의 영업활동으로 인한 현금흐름

재량적 발생액을 추정하기 위하여 다수의 선행연구에서 널리 사용된 산업별 횡단면분석에 의한 수정 Jones모형(Dechow et al., 1995)을 이용하여 비재량적 발생액의 기대치를 산출한 후 실제 발생액에서 비재량적 발생액의 기대치를 차감하였다. 구체적으로 비재량적 발생액의 기대치는 관측치가 10개 이상 있는 산업표본을 사용하여 산업-연도별로 다음과 같은 회귀식을 추정하여 구한다. 여기서 추정표본은 표본 기간 중 최고경영자가 교체되지 않은 기업들로 구성된다. 즉 이익조정이 의심되는 최고경영자 교체 기업을 제외한 기업을 추정표본으로 삼아 연도별-산업별 횡단면 회귀분석을 통해 정상발생액 추정모형의 회귀계수를 도출한 후 이를 동일한 연도에 동일한 산업에 속하는 최고경영자 교체 기업의 실제 독립변수 값에 곱하여 최고경영자 교체기업의 정상발생액 추정치를 계산하게 된다.이 후 최고경영자 교체 표본에서 사후적으로 관찰된 종속변수의 실제 값에서 추정치를 차감한 금액으로 재량적 발생액을 구한다.^②

^② 총발생액을 재량적 및 비재량적 부분으로 나눌 경우 총발생액 중 매출액 및 감가상각과 관련된 부분은 경영자가 수시로 좌우하기 힘들다는 가정 아래 총발생액 중 이들 항목과 관련된 부분을 비재량적 발생액으로 구분하는 모형을 제시하였다. Jones(1991) 모형은 총발생액 중에서 매출액 변화와 직접적으로 관계되는 부분을 모두 비재량적 발생액으로 간주하고 있다. 하지만 실무적으로 회계기말에 외상매출의 가속.이연 인식을 통하여 이익조정을 행할 수 있으며 Dechow et al.(1995)는 이에 착안하여 매출액 증가분 중에서 외상매출 변화분을 제외한 현금매출 변화분을 포함하도록 하였다.

$$\frac{TAC_t}{Asset_{t-1}} = \beta_1 \frac{1}{Asset_{t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta REV_t - \Delta REC_t)}{Asset_{t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_t}{Asset_{t-1}} + w_t$$

$$DAMJ_t = \frac{TAC_t}{Asset_{t-1}} - \left[\beta_1 \frac{1}{Asset_{t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta REV_t - \Delta REC_t)}{Asset_{t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_t}{Asset_{t-1}} \right]$$

여기서,

$Asset_{t-1}$: t-1기말의 자산총계

ΔREV_t : t기의 매출액변화 = t기 매출액 - (t-1)기 매출액

ΔREC_t : t기의 매출채권 변동분 = t기 매출채권 - (t-1)기 매출채권

PPE_t : t기의 감가상각 대상 유형자산

$DAMJ_t$: 수정 Jones 모형을 이용한 t기의 재량적 발생액

다시 말해 위 모델에서 총 발생액은 보고된 당기순이익과 영업활동으로 인해 발생한 현금흐름의 차이이며 총 발생액중 비재량적 발생액은 기업의 자산과 설비와 관련이 있는 매출, 자산, 감가상각비가 늘어나면 증가하게 된다. 총 발생액과 비재량적 발생액의 차이가 재량적 발생액이며 양(+)의 값을 갖는 재량적 발생액은 회계이익을 증가시키기 위해 발생액이 사용되었다는 것을 의미하고 음(-)의 값을 갖는 발생액은 회계이익을 줄이기 위해 발생액이 사용되었음을 의미한다.

이에 더하여 본 연구에서는 (Klein, 2002)의 연구에 따라 이익조정 측정치의 절대값을 사용한다. 이는 재량적 발생액이 보고이익의 증가 혹은 감소에 사용될 수 있기 때문에 재량적 발생액의 절대값을 사용함으로써 방향(+,-)에 관계없이 규모만을 고려하고자 함이다.

4.2.3 통제변수

본 연구는 기존의 연구들이 경영자 교체에 영향을 미치는 요소로 제시한 기업 규모, 기업 성과, 부채비율, 외국인투자비율, CEO의 나이, 산업, 연도를 통제변수로 포함했다.

기업의 전략적 선택에 중요한 영향을 미치는 변수로서(Wiersema & Bantel, 1992) 기업규모는 TS-2000에서 얻은 최고경영자 교체 직전연도의 기업의 시장가치에 자연로그 값을 취한 값으로 정의하였다(Wiersema & Zhang, 2011). 기업의 성과는 기업의 총자산을 순이익으로 나눈 ROA(Return On Asset)으로 측정하였으며, 최고경영자의 고용안정성에 직접적인 영향을 미치는 전 연도의 기업 성과를 ROA로 사용하여 통제하였다(서정일 & 장호원, 2010). 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 비율로 정의하였는데, 기업의 부채는 경영자에 대한 내부감시기능을 강화하는 역할을 함에 따라(Gilson & Vetsuypens, 1993) 최고경영자의 교체와 양의 상관관계가 있을 것으로 예상된다. 또한 외국인 투자자와 관련하여 외국인 투자지분을 고려하였다. 기업의 가치와 경영투명성을 중시하는 경향이 강한 외국인 주주가 경영자 교체에 미치는 영향을 통제하였다(신현한, 2005). 최고경영자의 연령도 일정 나이를 기준으로 퇴직을 권유하는 국내기업의 관행을 보았을 때, 최고경영자의 교체에 영향을 미칠 수 있다고 판단하여 통제변수에 포함하였다.

4.3 분석방법

본 연구는 가설 검증을 위해 통계 분석 도구인 SPSS 22를 사용하여 로지스틱 회귀분석을 실시하였다.

5. 연구결과

<표-2>는 본 연구에 포함된 모든 변수에 대한 기술 통계와 상관관계를 보여주고 있다. 결과를 보면 몇 가지 변수 간에 통계적으로 유의미한 수준의 상관계수가 발견되었다. 그래서 다중공선성을 확인하기 위해 변량증폭요인(Variance Inflation Factor, VIF)을 조사하였다. 각 변수들의 VIF값은 1.01~1.42로 나타나 보편적 판단기준인 10보다 작으므로 다중공선성의 문제는 없다고 판단하였다.

	평균	표준편차	CEO_교체	연도	산업	나이	ROA	부채비율	기업가치	외국인지분율	재량적발생액
CEO_교체	0.14	0.35	1.00								
연도	2002.86	2.77	0.13	1.00							
산업	8.00	2.26	-0.04	-0.01	1.00						
나이	0.09	0.29	-0.08	0.05	-0.02	1.00					
ROA	1.05	1.10	-0.03	0.08	0.04	0.02	1.00				
부채비율	4.66	1.01	0.05	-0.05	-0.15	-0.08	-0.26	1.00			
기업가치	10.97	2.25	0.09	0.28	-0.06	0.00	0.12	0.02	1.00		
외국인지분율	9.00	14.79	0.03	0.16	-0.04	-0.03	0.24	-0.08	0.48	1.00	
재량적발생액	3.92	2.07	0.09	0.07	-0.13	-0.05	0.02	0.21	0.36	0.26	1.00

<표-2> 기술 통계 및 상관 분석

<표-3>은 로지스틱 회귀분석 결과를 나타낸 표이다. 분석결과 총 3개의 가설 중 2개의 가설이 지지되었다.

	가설1	가설2	가설3
	회귀계수	회귀계수	회귀계수
	(WALD값)	(WALD값)	(WALD값)
상수항	-7.157 42.655***	-7.256 43.685***	-7.048 41.095***
재량적발생액	0.058 4.594*	-	-
CEO유형 X 재량적발생액	-	0 2.125	-
기업가시성 X 재량적발생액	-	-	0.003 4.359*
기업가치	0.104 9.731**	0.129 16.991***	0.097 7.877**
부채비율	0.13 6.51*	0.147 8.572*	0.128 6.213*
ROA	-0.085 3.456	-0.094 4.21*	-0.084 3.36†
외국인지분율	-0.005 1.991	-0.004 1.346	-0.006 2.081
dummy_age	-1.041 20.835	-1.047 21.11	-1.039 20.756
연도	포함	포함	포함
산업	포함	포함	포함
Hosmer와 Lemeshow 검정	0.631	0.857	0.213
분류정확도	0.86	0.86	0.86
Nagelkerke R2	0.113	0.112	0.113

†p < 0.1; *p < 0.05; **p < 0.01; ***p < 0.001(

<표-3> 로지스틱 회귀분석 결과

세가지 분석의 검증 결과를 살펴 보면, 모두 Hosmer와 Lemeshow의 검정을 통하여 회귀모형의 적합성을 살펴본 결과 $p > 0.05$ 이므로 모형이 적합하다고 할 수 있다.

가설 1은 인사관리활동으로서 이익조정이 증가할수록 최고경영자의 교체가능성이 높아진다고 하였는데 결과를 보면 재량적 발생액의 계수가 양(+)의 방향으로 통계적으로 유의하게 나타났다. ($\beta = 0.058, p < 0.05$) 이는 최고경영자의 이익조정이 커질수록 교체될 확률이 높다는 가설1을 지지한다.

가설 2는 외부에서 영입된 최고경영자의 이익조정이 증가할수록 교체가능성이 높아진다고 하였는데, 계수는 아무런 방향을 나타내지 않았으며 통계적으로도 유의하지 않았다.

가설 3은 가시성이 높은 기업의 최고경영자의 이익조정이 증가할수록 교체가능성이 높아진다고 하였는데, 계수가 양(+)의 방향으로 통계적으로 유의하게 나타났다. ($\beta = 0.003, p < 0.05$)

6. 결론

본 연구는 최고경영자의 인상관리 행동의 한 수단으로서 이익조정이 최고경영자의 교체에 미치는 영향을 실증분석 하였다. 특히 CEO의 교체환경과 관련하여 내부환경인 CEO의 영입유형과 외부환경인 기업의 가시성을 moderator로 활용하여 인상관리 수단으로서의 이익조정이 경영자 교체와 어떤 관련이 있는지 보았다.

경영자의 이익조정은 기업에 악영향을 미칠 가능성이 존재하기 때문에 기업은 경영자의 사적 이익추구행위를 견제하기 위해 내부통제시스템을 강화하여 왔다. 이러한 경우 내부통제 시스템이 효율적으로 작동한다는 전제하에서 경영자의 이익조정은 이해관계자의 신뢰를 저해시켜 경영자의 퇴출가능성을 증가시킬 가능성이 존재한다. 본 연구에서는 1998년부터 2007년까지 경영자 교체표본을 선별하였고 인상관리 수단으로서의 이익조정을 측정하기 위해 Jones모형 (Dechow et al., 1995)을 기반으로 하여 재량적 발생액을 측정하고 이를 경영자의 인상관리 행동의 지표로 삼아 연구를 진행하였다.

연구결과를 요약하면, 첫째, 개별 최고경영자가 실행된 이익조정의 규모가 클수록 최고경영자의 교체가능성이 증가하는 것으로 나타났다. 이는 경영자의 과도한 인상관리는 이해관계자로부터 경영자에 대한 신뢰를 떨어뜨려 최고경영자의 교체가능성이 상승한다는 것을 의미한다.

둘째, 가시성이 높은 기업의 경우 최고경영자의 인상관리 행동으로서 이익조정이 증가할수록 최고경영자의 교체가능성이 증가하는 것으로 나타났다. 가시성이 높은 기업은 주변 이해관계자로부터 받는 관심의 정도가 증가되고, 최고경영자의 과도한 인상관리 행동이 적발될

가능성이 높아지며 제재의 수준도 커지게 될 것임을 의미한다.

셋째, 외부에서 영입된 최고경영자의 인상관리 행동으로서 이익조정은 최고경영자의 교체에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 외부에서 영입된 최고경영자의 경우 성과를 향상시켜야 하는 유인이 존재하고 이는 활발한 인상관리 활동을 수행할 유인으로 작용할 수 있으며 내부통제시스템이 정상적으로 작동한다면 내부승진 경영자에 비해 적발될 가능성이 높아질 것이라는 기존의 일반적인 생각과는 달리 경영자의 교체에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

본 연구는 다음과 같이 시사하는 점이 있다. 먼저 인상관리 행동에서 비롯된 경영자의 이익조정행위는 이해관계자들로부터의 경영자 행위에 대한 신뢰를 저해하여 경영자 자신의 교체 가능성을 높여 퇴출될 수 있음을 보여주고 있다. 이는 경영자의 인상관리를 위한 자의적인 회계이익조정이 이해관계자 집단에게 경영자의 행위에 대한 불신을 심화시켜 자신에게 큰 비용이 될 수 있음을 제시한다.

그리고 최고경영자의 재임기간 동안의 이익조정이 자신의 교체가능성을 증폭시키고 있는 증거가 발견된 사실은 이익조정이 금융당국에 의해 적발되지 않더라도 경영자에 대한 이해관계자집단의 신뢰성을 저하시키는 동인이 되어 결국 최고경영자가 교체될 수 있음을 제시하는 것이며 이는 국내 상장기업에서의 경우 경영자의 행위를 감시하고 견제하는 통제시스템이 어느 정도 효율적으로 운영되고 있음을 시사한다.

한편, 본 연구는 몇 가지 한계점을 가지고 있어 향후 연구에서 발전적으로 보완해야 할 필요가 있다. 첫째, 본 연구에서 제시한 인상관리 행동으로서 이익조정 이외에 최고경영자의 인터뷰나 기고문

또는 주주서한과 같은 다른 형태의 인상관리 행동이 존재할 수 있으며 본 연구에서 사용된 척도로는 경영자의 전반적인 인상관리 행동을 측정하는데 한계가 있을 수 있다. 둘째, 본 연구의 결과가 최고경영자 교체직전의 이익조정과 최고경영자의 교체 간에 유의적인 관련성이 보여주기에는 하나 최고경영자 교체가능성에 영향을 미칠 수 있는 경영자의 임기변수가 고려되지 않았다. 셋째, 전임 경영자의 이익조정행위를 고려하여 최고경영자의 교체를 자발적 비자발적 교체로 나누어 분석해야 보다 설득력 있는 연구결과가 도출되었을 것이다.

참고문헌

- Agrawal, a., & Cooper, T. (2007). Corporate Governance Consequences of Accounting Scandals : Evidence from Top Management , CFO and Auditor Turnover Corporate. *2Nd Annual Conference on Empirical Legal*, (March), 43.
- Bansal, P., & Clelland, I. (2004). Talking Trash: Legitimacy, Impression Management, and Unsystematic Risk in the Context of the Natural Environment. *Academy of Management Journal*, 47(1), 93–103.
- Baron, R. A., Eder, R. W., & Ferris, G. R. (1989). Impression management by applicants during employment interviews: The “too much of a good thing” effect. *The Employment Interview: Theory, Research, and Practice.*, 204–215.
- Barrick, M. R., & Mount, M. K. (1996). Effects of impression management and self–deception on the predictive validity of personality constructs., *81*(3), 261–272.
- 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.
- Beneish, M. D., & Vargus, M. E. (2002). Insider Trading, Earnings Quality, and Accrual Mispricing. *The Accounting Review*, 77(4), 755–791.
- Boeker, W., & Goodstein, J. (1993). PERFORMANCE AND SUCCESSOR CHOICE : THE MODERATING EFFECTS OF GOVERNANCE. *Academy of Management*, 36(1), 172–186.
- Cannella, A. a., & Rowe, W. G. (1995). Leader capabilities, succession, and competitive context: A study of professional baseball teams. *The Leadership Quarterly*, 6(1), 69–88.

- Cannella, A. a., & Shen, W. (2001). So close and yet so far: Promotion versus exit for CEO heirs apparent. *Academy of Management Journal*, *44*(2), 252–270.
- Datta, D. K., & Rajagopalan, N. (1998). Industry Structure and CEO Characteristics: An Empirical Study of Succession Events. *Strategic Management Journal*, *19*(9), 833–852.
- Davidson, W. N., Jiraporn, P., Kim, Y. S., Nemec, C., Iii, W. N. D., & Nemec, C. (2004). Management , and Agency Theory Linked references are available on JSTOR for this article : EARNINGS MANAGEMENT FOLLOWING DUALITY–CREATING SUCCESSIONS : ETHNOSTATISTICS , IMPRESSION MANAGEMENT , AND AGENCY THEORY, *47*(2), 267–275.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, *70*(2), 193–225.
- Defond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, *17*(1–2), 145–176.
- Defond, M. L., & Park, C. W. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, *23*(2), 115–139.
- Desai, H., Hogan, C. E., & Wilkins, M. S. (2006). The reputational penalty for aggressive accounting: Earnings restatements and management turnover. *Accounting Review*, *81*(1), 83–112.
- Efendi, J., Srivastava, A., & Swanson, E. P. (2007). Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors. *Journal of Financial Economics*, *85*(3), 667–708.
- Elsbach, K. D., & Sutton, R. I. (1992). Acquiring Organizational Legitimacy Through Illegitimate Actions: a Marriage of Institutional and Impression Management Theories. *Academy of*

- Management Journal*, 35(4), 699–738.
- Fiss, P. C., & Zajac, E. J. (2006). The symbolic management of strategic change: Sensegiving via framing and decoupling. *Academy of Management Journal*, 49(6), 1173–1193.
- Fudenberg, D., & Tirole, J. (1995). A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents. *Journal of Political Economy*, 103(1), 75–93.
- Giambatista, R. C., Rowe, W. G., & Riaz, S. (2005). Nothing succeeds like succession: A critical review of leader succession literature since 1994. *The Leadership Quarterly*, 16(6), 963–991.
- Gilson, S. C., & Vetsuypens, M. R. (1993). CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, XLVIII(2), 425–458.
- Goodstein, J. D. (1994). Institutional Pressures and Strategic Responsiveness: Employer Involvement in Work–Family Issues. *Academy of Management Journal*, 37(2), 350–382. \
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3 – 73. \
- Hazarika, S., Karpoff, J. M., & Nahata, R. (2012). Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 44–69. \
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, (June), 1–194.
- Hennes, K., Leone, A., & Miller, B. (2007). Management Intent and CEO and CFO Turnover around Earnings Restatements: Evidence from the Post–Enron Era. *Working–Paper*.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2007). Transparency and

- Corporate Governance, (January), 1–28.
- Huson, M. R., Parrino, R., & Starks, L. T. (2001). and CEO Turnover : A Long–Term Perspective, *LVI*(6), 2265–2297.
- Kesner, I. F., & Dalton, D. R. (1994). Top Management Turnover and Ceo Succession: an Investigation of the Effects of Turnover on Performance. *Journal of Management Studies*, *31*(September), 701–713.
- Kesner, I. F., & Sebor, T. C. (1994). Executive Succession : Past , Present & Future, *20*(2), 327–372.
- Klein, A. (2002). Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, *33*(06), 357–400.
- Merkl–davies, D. M., & Brennan, N. M. (2007). Title Discretionary disclosure strategies in corporate narratives : incremental information or impression management? Author (s) Merkl–Davies , Doris M . ; Brennan , Niamh Publication Date Publication information *Journal of Accounting Literature* , 26 : *Journal of Accounting Literature*, *26*, 116–196.
- Michael Patrick Allen, S. K. P. and R. E. L. (1979). Johnson Graduate School of Management , Cornell University formance : A Recalci– trant Problem Revisited. *Administrative Science Quarterly*, *24*(2), 167–180.
- Ocasio, W. (1994). Political Dynamics and the Circulation of Power: CEO Succession in U.S. Industrial Corporations. *Administrative Science Quarterly*, *39*(2), 285–312.
- Ocasio, W. (1999). Institutionalized Action and Corporate Governance: The Reliance on Rules of CEO Succession, *44*(2), 384–416.
- Pfeffer, J., & Davis–Blake, a. (1986). Administrative Succession and Organizational Performance: How Administrator Experience Mediates the Succession Effect. *Academy of*

- Management Journal*, 29(1), 72–83.
- Pierce, J. R., & Aguinis, H. (2013). The Too-Much-of-a-Good-Thing Effect in Management. *Journal of Management*, 39(2), 313–338.
- Puffer, S. M., & Weintrop, J. B. (1991). Corporate performance and CEO turnover: The role of performance expectations. *Administrative Science Quarterly*, 36(1), 1–19.
- Shen, W., & Cannella, A. a. (2002a). Power dynamics within top management and their impacts on CEO dismissal followed by inside succession. *Academy of Management Journal*, 45(6), 1195–1206.
- Shen, W., & Cannella, A. a. (2002b). Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure. *Academy of Management Journal*, 45(4), 717–733.
- Simons, T., & Ingram, P. (1995). INSTITUTIONAL AND RESOURCE DEPENDENCE DETERMINANTS OF RESPONSIVENESS TO WORK–FAMILY ISSUES. *Academy of Management Journal*, 38(5), 1386–1407.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431–460.
- Westphal, J. D., & Graebner, M. E. (2010). A Matter of Appearances: How Corporate Leaders Manage the Impressions of Financial Analysts about the Conduct of Their Boards. *Academy of Management Journal*, 53(1), 15–44.
- Westphal, J. D., & Stern, I. (2005). the Other Pathway To the Boardroom: Interpersonal Influence Behavior and Board Appointments. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, 8(1), A1–A6.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (1994). Substance and Symbolism in Ceos' Long–Term Incentive Plans. *Academy of Management*,

8(1), 232–236.

- Wiersema, M. F., & Bantel, K. a. (1992). Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change. *Academy of Management Journal*, 35(1), 91–121.
- Wiersema, M. F., & Zhang, Y. (2011). CEO DISMISSAL: THE ROLE OF INVESTMENT ANALYSTS. *Strategic Management Journal*, 32(11), 1161–1182.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (1995). Accounting for the Explanations of CEO Compensation: Substance and Symbolism. *Administrative Science Quarterly*, 40(2), 283–308.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (1996). Who Shall Succeed? How CEO/Board Preferences and Power Affect the Choice of New CEOs. *Academy of Management Journal*, 39(1), 64–90.
- Zhang, Y., & Rajagopalan, N. (2004). When the known devil is better than an unknown god: An empirical study of the antecedents and consequences of relay CEO successions. *Academy of Management Journal*, 47(4), 483–500.
- Zhang, Y., & Rajagopalan, N. (2005). Grooming for the Top Post and Ending the CEO Succession Crisis,. *Organizational Dynamics*, 35(1), 96–105.
- 서정일, & 장호원. (2010). 최고 경영자(CEO), 최고 경영진(TMT), 기업 소유구조간의 상호작용이 R&D 투자에 미치는 영향. *전략경영연구*, 13(1), 29–49.
- 신현한장진호. (2005). 01801881.pdf. *경영학연구*, 34(1), 289–311.

ABSTRACT

Effect of CEO's impression management On CEO turn-over

Kyung han Yoon
Department of Business Administration
The Graduate School
Seoul National University

This paper investigates that CEO turn-over which is preceded by CEO's impression management. Using 'Too much of a good thing effect' of impression management, I hypothesize that excessive impression management of CEO can lead to CEO change.

I measure discretionary Accruals as CEO's impression management and its effect on CEO turn-over, there is strong relation between excessive impression management of CEO and CEO turn-over. Also in the case of high firm visibility, has same relation between earnings management and CEO turn-over.

My results provide an empirical evidence in support of assumptions that CEO's opportunistic earnings management activities serve as one of the causes leading to CEO turnover.

Keywords : Impression management, Earnings management, CEO turn-over, Too much of good thing effect