

# 이익유연화가 기업 가치 및 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향: 여성임원의 역할을 중심으로

신재은(주저자)  
고려대학교 기업경영연구원  
(jaeun84@gmail.com)  
이건(교신저자)  
창원대학교 회계학과  
(gunlee@changwon.ac.kr)

본 연구에서는 기업의 이익유연화가 기업 가치 및 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 설명하는데 있어 여성임원의 존재여부를 결정요인으로 살펴봤다. 선행연구에 따르면, 경영자는 다음 두 가지 목적에서 이익유연화를 수행한다. 첫째는 이익변동성을 줄임으로써 투자자에게 의미 있는 사적정보를 제공하며 이를 통해 기업 가치를 제고하기 위한 목적이며, 둘째는 경영자 자신의 기회주의적 효용을 증대시키기 위한 것이다. 본 연구에서는 이 중 첫 번째 목적, 즉, 기업 가치 증대를 위한 이익유연화에 초점을 맞추어 기업에 여성임원이 존재하는 경우 기업의 이익유연화가 기업 가치 및 회계정보의 가치관련성에 긍정적인 영향을 미치는지 살펴보고자 했다. 다시말해 여성임원이 존재하는 경우 기업 내 다양한 관점을 가져 오고, 여성임원의 경우 남성임원에 비하여 윤리적이고 신뢰성이 높다는 선행연구에 따라 기업의 이익유연화가 기업 가치 및 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향이 기업 내 여성임원의 보유여부에 따라 달라질 것으로 예측했다.

임원의 성별에 대한 공시가 2013년 11월부터 의무화되었기 때문에 2014년 이후의 자료를 사용해 여성임원의 보유여부 및 보유비율을 산출했으며, 2014년부터 2016년까지 4,000 기업-연도를 대상으로 실증분석을 수행했다. 연구결과는 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 기업 내 여성임원이 존재하는 경우 그리고 기업 내 여성임원 비율이 높은 경우 이익유연화가 기업 가치를 증대시키는 것으로 나타났다. 이는 임원구성의 성별다양성이 높은 기업의 경우 경영자 개인의 기회주의적 동기보다는 이익변동성 감소를 통한 기업 가치 증대를 위한 목적으로 이익유연화를 수행하는 것으로 해석될 수 있다. 둘째, 기업에 여성임원이 존재하는 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 회계정보의 가치관련성이 높으며, 나아가 여성임원이 존재하는 기업의 경우 이익유연화의 정도가 높아질수록 회계정보의 가치관련성이 증가하는 것으로 나타났다. 이는 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화가 기회주의적 유인이 아닌 투자자에게 사적정보를 제공하기 위한 목적으로 수행되는 것으로 해석될 수 있다. 본 연구는 이익유연화가 기업에 긍정적 영향을 가져오는지 여부에 있어 여성임원의 존재여부가 결정요인으로 작용함을 보였다는 점에서 의의가 있다.

주제어: 여성임원, 이익유연화, 기업 가치, 가치관련성

## 1. 서론

본 연구에서는 기업의 이익유연화가 기업 가치 및 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 설명함에 있어 여성임원의 존재여부를 결정요인으로 살펴봤다.

선행연구에 따르면 기업의 이익유연화는 주로 다음의 두 가지 목적에서 수행된다. 첫째는 이익변동성을 줄임으로써 미래 이익에 대한 사적정보를 전달하기 위한 목적이고, 둘째는 경영자 자신의 효용을 위해, 즉 자신의 보상을 높이거나 자신의 임기나 지위를 보장하기 위한 목적이다. 둘 중 어떠한 목적으로

이익유연화가 수행됐는지에 따라 이익유연화는 기업 가치를 증가시키고 회계정보의 가치관련성을 개선시킬 수도, 혹은 반대되는 결과를 가져올 수도 있다. 본 연구에서는 여성임원이 존재하는 경우 기업의 이익유연화가 기업 가치 증대 및 회계정보의 가치관련성 개선에 미치는 영향이 달라지는지 여부를 실증 분석했다.

기업의 경영자가 이익변동성을 줄이는 방향으로 회계처리 방법을 선택한다는 점은 널리 받아들여진 사실이다. Graham, Harvey, and Rajgopal(2005)의 설문결과에 따르면 96.9%의 압도적 비중의 경영자들은 유연화 된 이익을 선호하며, 경영자들이 이익유연화를 선호하는 이유로는 투자자들이 미래 이익을 예측하는데 있어 이익유연화가 도움을 줄 것으로 생각하는 것으로 나타났다.<sup>1)</sup> 이러한 맥락에서 선행연구에서는 경영자들이 투자자들에게 의미 있는 사적정보를 제공하고 이를 통해 기업 가치를 제고하기 위한 목적으로 이익유연화를 선호한다는 증거를 제시하고 있다(Beidleman, 1973; Bannister and Newman, 1996; Subramanyam, 1996; Dichev and Tang, 2009). 구체적으로, 이익유연화는 재무분석가 이익예측의 정확성을 높이고(Beidleman, 1973), 투자자들에게 긍정적으로 평가되어 높은 주식수익률을 가져오며(Tucker and Zarowin, 2016), 자본비용을 감소시킨다(Li and Richie, 2009)는 결과가 제시되었다. 이처럼 이익유연화는 기업의 사적정보에 대한 정보불균형을 일부 해소한다는 측면에서 자본시장에서 긍정적인 영향을 가져온다.

이에 비하여 경영자가 기회주의적으로 자신의 효용을 증대시키고자 이익유연화를 수행하는 경우 반

대로 정보를 왜곡(garble)시키는 결과를 초래할 수 있다. 경영자는 자신의 보상을 극대화하거나 자신의 지위를 지키고자, 혹은 시장에서의 이익 기대치에 부응하고자 하는 기회주의적 이익유연화 유인을 지닌다(Healy, 1985; Fudenberg and Tirole, 1995; Bergstresser and Philippon, 2006). 경영자 개인적 효용 증대를 위한 이익유연화는 이익이 지닌 정보성을 왜곡시켜 회계정보의 가치관련성을 악화시키고 기업 가치 하락으로 이어질 수 있다.<sup>2)</sup> 최근 연구로는 Chen, Kim, and Yao(2017)에서 이익유연화가 기업의 주가폭락위험(stock price crash risk)과 양(+)의 관계가 있음을 보이며, 이익유연화는 사적정보를 전달한다는 긍정적인 측면보다 안좋은 이익 정보를 숨기고자 하는 기회주의적 측면이 더 강하다고 해석하고 있다. 이처럼 이익유연화 행위를 바라보는 관점은 크게 두 가지로 나뉘며, 이익유연화가 기업 및 외부 이해관계자들에게 바람직한 결과를 가져오는지 여부에 대해서는 최근까지도 의견이 갈리고 있다.

이익유연화가 기업의 사적정보 전달을 위한 목적으로 수행될 수도 있고, 경영자의 기회주의적 유인으로 수행될 수도 있다는 점은 이익유연화 행위가 바람직한 결과를 초래하는지 여부 있어 경영자의 의도가 중요한 역할을 하는 것으로 생각할 수 있다. 즉, 경영자가 자신이 지닌 사적정보를 투자자에게 전달하고자 하는 좋은 의도(good intent)로 이익유연화를 수행한다면 투자자는 기업에 대한 기대위험을 낮추어 기업 가치를 향상시키고 회계정보의 가치관련성을 제고시킬 것으로 예측할 수 있다. 이에 비해 경영자가 자신의 기회주의적 효용을 얻고자 이익유연

1) Graham et al.(2005)의 설문결과에 따르면 외부이해관계자들에게 가장 유용한 회계정보로는 이익(51%), 매출액(12%), 그리고 영업현금흐름(12%) 순으로 나타났다.

2) Graham et al.(2005)의 설문결과에 따르면 설문대상자의 78%가 이익유연화를 위해 장기가치를 희생할 용의가 있다고 답했다.

화를 한다면 이는 이익의 정보성을 왜곡(garble)하여 기업 가치 하락을 초래하고 회계정보의 가치관련성을 낮출 것으로 예상할 수 있다. 본 연구에서는 이익유연화가 앞서 살펴본 두 가지 유인 중 어느 것에서 비롯된 것인지에 있어 여성임원의 보유여부가 설명변수로 작용할 것으로 기대했다.

기업의사결정에 있어 경영자 속성(managerial traits)에 따른 영향을 살펴본 연구 중 일부 연구에서는 성별다양성이 미치는 영향을 분석했다. 구체적으로, 기업 내 여성임원이 존재하는 경우 남성임원으로만 구성된 경우에 비해 다양한 관점 및 독립적 의견을 제공함으로써 기업 성과를 제고시킬 수 있고(Carter, Simkins, Simpson, 2003; Adams and Ferreira, 2009), 여성임원의 경우 남성에 비해 보다 높은 도덕적 기준(moral standard)을 지함에 따라 기회주의적 행동을 적게 하는 경향이 있다(Bernardi and Arnold, 1997). 성별 차이에 따른 기업 이익의 특성을 살펴본 선행연구로는 Barua, Davidson, and Rama(2010)와 Srinidhi, Gul, Tsui(2011)에서 기업 내 여성임원이 있는 경우 재량적발생액을 통한 이익조정의 수준이 감소되고 이에 따라 이익의 질이 향상되는 것을 보고했다.

본 연구에서는 이익유연화의 효과에 대한 상반된 견해가 존재하는 가운데 기업 내 여성임원을 보유하는 경우 이익유연화가 기업 가치 및 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향이 달라지는지 여부를 살펴보고자 했다. 구체적으로, 기업 내 여성임원이 있는 경우 성별다양성 측면에서 다양한 관점 및 독립적인 의견을 가져오므로(Carter et al., 2003; Adams

and Ferreira, 2009) 기업이 이익유연화를 하는 경우 기회주의적 유인 보다는 기업 가치를 제고하기 위한 목적으로 수행될 것으로 기대할 수 있다. 또한, 여성임원의 경우 남성보다 윤리적(ethical)이고 신뢰성이 높다(trustworthy)는 점에 있어서도(Sunden and Surette, 1998; Schubert, 2006) 이익유연화를 하는 경우 개인적인 보상이나 지위를 위한 기회주의적 유인이 아닌 투자자들에 대해 사적정보를 전달하여 이익의 정보성을 높이기 위한 좋은 의도로 수행할 것으로 예측할 수 있다. 본 연구에서는 여성임원을 보유하는 경우 이익유연화가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치며, 기업 내 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화가 회계정보의 가치관련성에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 가설을 설정했다.

실증연구에 있어서는 2014년부터 2016년까지 유가증권 및 코스닥 시장에 상장된 4,000개 기업-연도가 표본으로 사용됐다. 2013년 11월 금융감독원은 정기공시에 기재되는 임원현황표에 임원의 성별을 의무적으로 추가하도록 했다. 이는 상장회사 여성임원의 비중을 높이기 위한 취지로 경제협력개발기구(OECD)의 권고를 수용한 것이다.<sup>3)</sup> 이에, 본 연구에서는 임원의 성별에 대한 공시가 의무적으로 적용된 시기인 2014년 이후의 표본을 사용해 여성임원 보유여부 및 보유비율을 산출하여 사용했다.<sup>4)</sup>

분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 여성임원의 비율이 높은 경우 이익유연화가 기업 가치에 미치는

3) 금융감독원 기업공시서식 작성기준 제9-1-1조(임원의 현황), 2013.11.29. 시행.

4) 본 연구에서 사용한 표본기간 이전에도 여성임원에 대한 연구가 진행된 바 있다. 하지만 과거에 이루어진 여성임원에 대한 선행연구들은 여성임원이 존재함에도 공시를 하지 않아서 표본에 포함되지 않는 문제가 존재한다고 볼 수 있다. 반면, 본 연구는 공시가 의무화된 이후의 기간만을 이용해 여성임원이 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업을 상대적으로 정확히 구분했다는 표본상의 장점이 있다.

긍정적인 영향이 커지는 것으로 나타났다. 더불어 이러한 결과는 이익유연화에 대한 의사결정에 직접적인 영향력이 적을 것으로 판단되는 사외이사를 전체 임원의 구분에서 제외한 이후에도 유지됐다. 이상의 결과는 기업 내 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화가 투자자들에게 보다 정보성이 높은 이익을 제공함으로써 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석될 수 있다.<sup>5)</sup> 둘째, 여성임원이 존재하는 경우 그렇지 않은 기업에 비해 회계정보의 가치관련성이 높으며, 나아가 여성임원이 존재하는 경우에는 이익유연화의 정도가 높아질수록 회계정보의 가치관련성이 높아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 여성임원이 있는 경우 이익유연화의 동기 측면에서 경영자 개인의 기회주의적 유인이 아닌 투자자들의 이익 예측가능성을 증가시키고자 하는 사적정보 전달의 유인으로 행해진 것으로 해석할 수 있다.

이익유연화에 대한 기존 선행연구에서는 이익의 변동성이 큰 경우 투자자들의 미래 이익 예측에 있어 불확실성이 높아지므로 이익유연화는 이를 방지함으로써 회계정보의 유용성을 높일 수 있다고 주장했다(Dichev and Tang, 2009; Kirschenheiter and Mulemand, 2002). 본 연구에서는 여성임원이 존재하는 경우 그렇지 않은 기업에 비해 이익유연화가

기업가치 및 회계이익의 질에 보다 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상해 이와 일관된 결과를 제시했다는 점에 의의가 있다. 본 연구는 다음의 공헌점을 지닌다. 첫째, 이익유연화의 효과에 대해 최근까지도 긍정적인 영향을 가져오는지 부정적인 영향을 가져오는지에 대한 상반된 시각이 존재한다. 본 연구에서는 여성임원의 보유 여부에 따라 이익유연화에 따른 영향이 달라질 수 있다는 결과를 제시함으로써 이익유연화의 효과에 대한 연구를 확장했다. 둘째, 해외의 경우 여성의 사회진출이 비교적 활발하게 이루어짐에 따라 성별다양성에 대한 연구가 많이 진행되고 있으나, 국내의 경우 여성의 경영활동 참여가 미미함에 따라 성별다양성 관련 연구도 부진한 상황이다.<sup>6)</sup> 본 연구는 여성 임원에 대한 관심이 시작된 2013년 말 이후의 최근 자료를 사용해 여성임원의 보유가 이익유연화를 통한 기업 가치 및 회계정보의 가치관련성에 미치는 긍정적인 영향을 실증적으로 확인함에 따라 여성임원할당제 등 여성임원의 기업 활동 참여에 대한 정책적 시사점을 제공한다.<sup>7)</sup>

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 2장은 이익유연화 및 여성임원의 보유에 관한 선행연구를 정리하고 가설을 설정한다. 3장은 본 연구의 가설을 검증하기 위한 모형과 표본에 대한 설명을 하고 4장

- 5) 추가적으로, 본 연구에서 사용된 표본을 이익유연화 수준에 따라 4분위로 구분하여 이익유연화의 정도가 높은 기업과 낮은 기업 모두에서 본 연구의 결과가 일관되게 나타나는지 확인하고자 했다. 분석 결과, 이익유연화가 낮은 기업을 대상으로 한 분석에서는 본 연구의 관심변수인 이익유연화와 여성임원 보유 간의 교호항에 대해 통계적으로 유의미한 양(+)의 결과가 나타났으나, 이익유연화가 높은 기업을 대상으로 한 분석에서는 유의미한 결과가 나타나지 않았다. 이익유연화는 그 수행에 있어 비용을 수반하며, 경영자는 이익유연화에 따르는 비용과 이득을 비교해 의사결정을 내린다(Trueman and Titman, 1988). 소표본 분석 결과 이익유연화 수준이 높은 기업의 경우 유의미한 결과가 나타나지 않은 것은 추가적인 이익유연화에 따르는 비용이 효의 대비 커지며, 여성임원을 보유하는 경우에도 추가적인 이익유연화 노력에 대해 유의미한 기업가치 상승 효과가 없는 것으로 해석할 수 있다.
- 6) 미국의 지배구조 분석기관인 GMI Ratings에서 45개 국가의 5,977개 기업을 대상으로 조사한 보고서에 따르면 2013년 1월말 기준 한국기업의 이사회 내 여성비율은 1.9%로 미국(11.7%), EU(14.8%), 홍콩(9.5%) 대비 여성의 경영활동 참여가 현저히 미미한 상황이다.
- 7) 여성임원할당제란 여성임원의 수를 증가시키기 위한 방법으로 EU국가들을 중심으로 시행되고 있다. 일례로, 노르웨이의 경우 법률에서 정한 비율(40%)를 채우지 못하였을 경우 벌금을 가하거나 보조금을 제한하는 제도를 최초로 도입해 시행하고 있으며, 스페인이나 프랑스 등 타 유럽 국가에도 확산되고 있다(Burke and Vinnicombe, 2008).

은 본 연구의 실증 분석 결과를 제시한다. 마지막으로 5장은 본 연구의 결론을 제시한다.

## II. 선행연구 및 가설설정

### 2.1 이익유연화에 관한 선행연구

이익유연화는 기업의 경영자가 다양한 회계처리방법을 이용해 보고이익의 변동성을 줄이는 행위로 정의될 수 있다. 이익유연화는 투자자들의 미래이익 예측에 있어 불확실성을 감소시켜준다는 점에서 의의가 있지만, 이익유연화 행위를 바라보는 관점은 크게 두가지로 나뉘며, 이익유연화가 바람직한지 여부에 대해서는 최근까지도 의견이 갈리고 있다.

첫 번째로, 선행연구에서는 경영자들이 투자자들에게 의미있는 사적정보를 제공하고 이를 통해 기업 가치를 제고하기 위한 목적으로 이익유연화를 선호한다는 증거를 제시하고 있다(Beidleman, 1973; Bannister and Newman, 1996; Subramanyam, 1996). Dichev and Tang(2009)와 Kirschenheiter and Mulemand(2002)에 따르면 이익의 변동성이 클 경우 투자자들이 미래 성과를 예측하는데 있어 불확실성이 높아지므로 이익유연화는 이를 방지함으로써 회계정보의 유용성을 높일 수 있다고 주장했다. 자본시장 관점에서 이익유연화가 투자자에게 긍정적인 영향을 미치는지 살펴본 연구로는 Tucker and Zarowin(2006)은 이익유연화가 미래 성과에 대한 불확실성을 감소키는 역할을 하며, 이러한 불확실성 감소는 미래 주가수익률에 양의 결과를 가져온다고 주장하였으며, Allayannis and Simko(2009)에서는 이익유연화가 미래불확실성으로 초래

되는 평가절하(market discount)를 해소시킴으로써 기업 가치를 제고시킨다는 결과를 제시했다. 그 외에도 이익유연화가 투자자들에게 긍정적으로 평가되어 높은 주식수익률 및 낮은 자기자본비용을 가져오며(Francis et al., 2004; Tucker and Zarowin, 2016), 재무분석가 이익예측의 정확성을 높이고(Beidleman, 1973), 기업의 경영위험 및 부채비용을 낮추는 결과가 제시되었다(Trueman and Titman, 1988).

이에 비해 이익유연화는 경영자의 기회주의적 행동의 수단으로 사용되어 기업 이익의 정보성을 왜곡하거나 안 좋은 성과를 숨기는데 이용될 수 있다. 전통적으로 이익유연화는 경영자의 기회주의적 이익조정의 방법 중 하나로 인식되어 왔다. 구체적으로, 보고이익이 시장에서의 이익예측치에 비해 낮을 경우 경영자는 낮은 보상을 받거나 자신의 지위를 빼앗길 수 있기 때문에 이익을 증가시키는 회계처리방법을 택하는 반면, 보고이익이 시장 이익예측치에 비해 크게 높은 경우에는 다음 회계기간으로 이익을 이연함으로써 미래 발생할 손실에 대비할 수 있다. 이처럼 경영자는 자신의 보상을 극대화하거나 자신의 자리를 지키고자, 혹은 시장에서의 이익 기대치에 부응하고자하는 기회주의적 이익유연화 유인을 지니게 되는데(Healy, 1985; Fudenberg and Tirole, 1995; Bergstresser and Philippon, 2006), 경영자 개인적 효용 증대를 위한 이익유연화는 이익이 지닌 정보성을 왜곡시켜 기업 가치 하락을 초래하고 회계정보의 가치관련성을 오히려 악화시킬 수 있다.

최근 연구로 이익유연화를 바라보는 두 가지 관점에 대해 Chen et al. (2017)에서는 이익유연화가 기업의 주가폭락위험(stock price crash risk)과 양(+)의 관계가 있음을 보이며, 이익유연화는 사적정보를 전달한다는 긍정적인 측면보다 안 좋은 이익

정보를 숨기고자 하는 기회주의적 측면이 더 강하다고 해석하고 있다. 이는 이익유연화가 자본시장에서 주식가격의 하방위험 증폭이라는 부정적인 영향을 가져온다는 측면에서 이익변동성 감소가 자본위험 하락이라는 긍정적 영향을 가져온다는 측면과는 반대되는 결과를 제시하고 있다.

## 2.2 여성임원의 보유에 따른 영향에 관한 선행연구

기업의사결정에 있어 경영자 개인적 속성(managerial traits)에 따른 영향을 살펴본 연구 중 일부 연구에서는 성별다양성이 미치는 영향을 분석했다. 하지만 여성의 상층부(upper-echelon management) 진출이 최근 20여년에 비로소 급격히 증가했고(Hambrick, and Mason, 1984; Hillman, Cannella, and Harris, 2002), 연구주제로서 여성임원의 중요성이 인식된 기간 또한 길지 않기 때문에 여성이 기업 의사결정에 미치는 영향에 대한 선행연구는 현재까지 많지 않은 상황이다(임미희 · 이지환, 2017).

여성임원의 보유에 따른 영향을 살펴본 선행연구에서는 크게 두 가지 측면에서 여성임원의 보유가 기업에 차별적인 영향을 줄 수 있음을 제시하고 있다. 첫 번째로 성별다양성 측면(gender-diversity)에서 여성임원이 존재하는 경우 남성임원만 존재하는 경우에 비해 다양한 관점 및 독립적 의견을 제공함으로써 보다 효과적으로 기업의 성과를 제고시킬 수 있다(Carter et al., 2003; Adams and Ferreira, 2009). Carter et al.(2003)은 여성임원의 경우 남성에 비해 높은 독립성(independence) 및 능동성(activism)을 보이며, 여성임원을 보유하는 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 기업성과 및 기업 가치가 높아진다는 결과를 제시했다. 또한, Adams and Ferreira(2009)은 여성임원의 경우 남성의

학연, 지연으로 이루어진 네트워크(old-boy network)에 포함되어 있지 않기 때문에 보다 독립적인 관점을 제공하고 경영자 성과에 대한 강한 감독을 수행한다고 주장했다.

두 번째로 경제심리학적 관점에서 여성은 남성과는 다른 기본적인 속성을 지니고 있다. 즉, 여성은 남성보다 리스크회피도(risk averse)가 높으며 보다 윤리적(ethical)이고 보수적인(conservative) 속성을 지닌다는 점에서 기업의 의사결정에 차별적 영향을 가져올 수 있다(Sunden and Surette, 1998; Schubert, 2006). Bernardi and Arnold(1997)은 여성임원은 남성임원에 비해 보다 높은 도덕적 기준(moral standards)을 보유함에 따라 의사결정에 있어 기회주의적 행동을 적게하는 경향이 있다고 주장하였고, MacLeod Heminway(2007)은 여성의 경우 남성보다 높은 신뢰성(trustworthiness)을 지니며 기업의 재무공시를 임의로 조정할 가능성이 낮다고 주장했다. 그 외에도 Barber and Odean(2001)에서는 여성이사(female directors)의 경우 남성보다 과신하는 경향(overconfidence)이 낮아 경영자의 성과를 감독함에 있어 보다 높은 검증기준을 적용한다고 제시했다.

최근 연구에서는 여성임원의 보유에 따른 이익의 질 효과를 살펴보았다(Barua et al., 2010; Srinidhi et al., 2011). 구체적으로, Barua et al.(2010)은 CFO의 성별이 이익의 질에 어떠한 영향을 미치는지 분석한 결과 위험회피적인 여성이 회계기준을 더 잘 준수함에 따라 여성 CFO가 있는 기업의 경우 보다 낮은 수준의 재량적발생액을 보고하는 것을 확인했으며, Srinidhi et al.(2011)는 기업내 여성임원이 있는 경우 재량적발생액을 통한 이익조정이 감소되는 것을 보이며 이를 이익의 질이 향상된 것으로 해석했다. 주식가격의 정보성(stock price

informativeness) 측면에서는 Gul, Srinidhi, and Ng(2011)에서 이사회 내 여성의 비율이 높을수록 기업고유의 주가에 대한 정보유용성이 증가하는 결과를 제시했다. 마지막으로 Francis, Hasan, Park, and Wu(2015)에서는 CFO의 성별이 남성에서 여성으로 변경된 시기를 전후로 비교분석한 결과, CFO가 여성으로 변경된 이후에 재무보고에 있어 보수주의 (conservatism)의 정도가 증가하는 결과를 보였다.

여성임원 보유에 따른 영향을 살펴본 국내 연구는 2013년 이전까지 기업내 여성임원 보유여부에 대한 데이터 활용이 어려웠고 여성의 경영활동 참여가 미미함에 따라 진행이 더디게 이뤄졌다.<sup>8)</sup> 먼저, 임미희·이지환(2017)에서 미국기업을 대상으로 실증 분석을 수행한 결과 여성 임원의 경우 박애주의 (benevolence)와 모든 사람의 복지를 이해하고 보호하는 보편주의(universalism)를 중시하는 속성에 따라 기업의 CSR(Corporate Social Responsibility) 참여가 증대되는 결과를 보였다. 국내 자료를 이용해 여성임원 보유에 따른 이익의 질 효과를 살펴본 연구로는 김수인·홍지연(2015)에서 여성임원과 재량적발생액 간의 음(-)의 관계를 보이며 여성임원의 참여가 회계투명성 강화에 기여한다는 결과를 제시했고, 전경민·신영직·김현표(2017)에서는 이사회 구성의 다양성이 가져오는 효과를 살펴봄에 여성임원과 실물이익조정(real earnings management) 간에 음(-)의 관계를 보였다. 또한, 기업가치 측면에서 김태형·송준협(2015)은 2006년부터 2013년까지 국내 상장기업들 대상으로 사업보고서 상의 여성임원에 대한 정보를 발췌해 이용함으로써 여성임

원의 최고경영층 참여여부가 토빈Q로 측정된 기업 가치에 양(+)의 영향을 미치는 것을 보여 Carter et al.(2003)와 일치하는 결과를 제시했다. 마지막으로 김용수·오용락(2017)은 회계정보의 주가관련성 측면에서 여성임원의 비율이 높을수록 초과이익과 순자산의 주가관련성은 높아지는 결과를 제시했다.

### 2.3 가설의 설정

이익유연화가 기업의 사적정보 전달을 위한 목적으로 수행될 수도 있고, 경영자의 기회주의적 유인으로 수행될 수도 있다는 점은 이익유연화 행위가 바람직한 결과를 초래하는지 여부에 있어 경영자의 의도가 중요한 역할을 할 것으로 생각할 수 있다. 즉, 경영자가 자신이 지닌 사적정보를 투자자에게 전달하고자 하는 좋은 목적(good intent)으로 이익유연화를 수행한다면 투자자는 기업에 대한 기대위험을 낮추어 기업 가치를 향상시키고 회계정보의 가치관련성을 증가시킬 것으로 생각할 수 있다. 이에 비해 경영자가 자신의 기회주의적 효용을 얻고자 이익유연화를 한다면 이는 이익의 정보성을 왜곡 (garble)하여 기업 가치를 하락시키고 회계정보의 가치관련성을 낮출 것으로 예상할 수 있다. 본 연구에서는 기업의 이익유연화의 동기가 위의 두 가지 중 어느 것에서 비롯된 것인지에 있어 여성임원의 보유여부 및 보유비율이 설명변수로 작용할 것으로 기대했다.

기업에서 여성임원을 보유하는 것에 대한 장점으로 는 앞선 선행연구 서술에서 설명된 바와 같이 성

8) 최근 30대 그룹 267개사를 대상으로 조사한 결과 상근 임원 8652명 중 여성은 280명 (3.2%)에 그쳐 해외와는 달리 국내의 경우 여성의 경영활동이 훨씬 미흡한 수준임을 알 수 있다. 더불어, 부서별로는 여성임원의 36%가 경영기획지원 부문에, 2.3%가 재무부문에 소속되어 있는 것으로 나타났다(중앙 Sunday, 2018.10.27, 여직원 900명 중 1명 꼴 임원 승진, 경영지원에 36% 편중). 국내의 경우 여성의 경영활동 참여가 매우 저조한 상황이라는 점에서 본 연구의 실증분석에 있어 한계를 지닌다.

별다양성(gender-diversity)를 가져온다는 측면에서 다양한 관점 및 독립적 의견을 제공한다는 점과, 심리학적 측면에서 여성의 윤리성과 도덕성이 기업의 기회주의적 행태를 완화시킬 수 있다는 점을 들 수 있다. 회계 분야에서의 성별차이에 대한 연구는 재량적 발생액에 집중되어 있으며, 여성임원이 있는 경우 재량적 발생액을 통한 이익조정이 감소된다는 결과를 제시하며 이를 이익의 질 향상으로 해석하고 있다(Barua et al., 2010; Srinidhi et al., 2011). 하지만 재량적발생액의 크기는 이익의 질로 해석하는데 있어 한계를 지닌다. 즉, 재량적발생액의 크기를 이용해 이익의 질을 측정하는 경우 양(+ )의 재량적발생액은 이익의 질을 낮추는 쪽으로, 음(-)의 재량적발생액은 이익의 질을 높이는 쪽으로 해석이 되지만, 양(+ )의 재량적발생액은 경영자가 향후 기대되는 미래 성과의 개선에 대한 신호(signaling)로 해석될 수 있으며, 음(-)의 재량적발생액은 미래 손실발생 시기에 대비해 경영자가 기회주의적으로 남겨두는 보유분(reserve)로 해석될 수 있다. 이에, 본 연구에서는 이익유연화를 중심으로 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화가 기업 및 외부 이해관계자들에게 긍정적인 영향을 미치는지 여부를 살펴보고자 했다.

구체적으로, 본 연구에서는 기업의 이익유연화가 기업 가치 및 기업 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향에 있어 여성임원의 보유여부 및 보유비율이 어떠한 영향을 주는지 살펴봄으로써 기업내 여성임원이 있는 경우의 이익유연화 효과를 파악하고자 했

다.<sup>9)</sup> 기업내 여성임원이 있는 경우 성별다양성 측면에서 남성임원으로만 구성되어있는 경우보다 독립적인 관점에서 경영자 성과를 감독하기 때문에 경영자의 사적이익을 위한 기회주의적 이익조정 수준이 낮아질 것으로 기대할 수 있다. 또한, 남성에 비해 리스크회피도(risk averse)가 높으며 보다 윤리적(ethical)이고 신뢰도가 높다는(trustworthy) 속성을 지닌다는 점에서 이익유연화를 통해 투자자들에게 보다 정보성이 높은 이익을 제공할 것으로 생각했다. 즉, 여성임원이 있는 경우 이익유연화의 동기 측면에서 경영자 개인의 기회주의적 유인이 아닌 투자자들의 이익 예측가능성을 증가시키고자 할 것으로 생각해 이익유연화가 기업에 대한 기대위험을 낮추어 기업 가치를 향상시키고 회계정보의 가치관련성을 증가시킬 것으로 예측했다. 이에, 본 연구에서는 다음과 같은 두 가지 가설을 대립가설의 형태로 설정하고 실증분석을 진행했다.

가설 1: 기업 내 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화는 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 2: 기업 내 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화는 회계정보의 가치관련성에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

국내 자료를 이용해 여성임원의 역할을 살펴본 기존 연구로는 김태형·송준협(2015)에서 여성임원의 최고경영층 참여여부가 기업가치에 양(+ )의 영

9) 기업에서 여성임원을 보유하는 경우 재량적발생액과 음(-)의 관계가 있다는 선행연구와는 달리, 본 연구에서는 기업내 여성임원 보유여부와 이익유연화의 정도 간의 관계를 직접적으로 살펴보는 않았다. 여성임원이 전반적인 이익조정 수준을 낮춘다면 이익유연화의 정도도 낮아질 것으로 생각할 수 있으나, 여성임원의 리스크회피 속성으로 미래의 이익이나 손실에 대한 정보를 미리 투자자에게 알리고자 하는 경우 이익유연화의 정도를 높일 것으로 예상할 수 있다. 하지만, 여성임원의 보유여부에 따른 이익유연화의 정도를 살펴보는 경우 이익유연화가 두 가지 상반된 동기 중 어떠한 동기로 수행됐는지 판단하는데 한계를 지닌다.

향을 미치는 것을 보였고, 김수인·홍지연(2015)은 여성임원의 경영활동 참여가 회계투명성 강화에 기여한다는 결과를 제시했다. 본 연구는 이익유연화에 초점을 맞추므로써 여성임원이 기업가치 및 회계이익의 질에 긍정적 영향을 미치는 경로 중 하나으로써 이익유연화를 제시하고자 한다.

### III. 연구모형 및 연구표본

#### 3.1 연구모형

본 연구의 첫 번째 가설은 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다. 본 연구는 이러한 가설의 검증에 위해 김정옥·신유진(2016)의 연구를 참조해 아래와 같은 회귀모형(1)을 설정했다.

$$\begin{aligned}
 tq &= \beta_0 + \beta_1 smt + \beta_2 femaleD \\
 &\quad (or\ femaleR) + \beta_3 smt \times femaleD \\
 &\quad (or\ femaleR) + \beta_4 size + \beta_5 chgroa \\
 &\quad + \beta_6 lev + \Sigma firm + \Sigma year + \varepsilon \quad (1)
 \end{aligned}$$

- tq* : 토빈Q, 보통주와 우선주의 시장가치와 부채의 합을 총자산으로 나눈 값.
- smt* : 재량적 발생액의 변동액과 당기순이익에서 재량적 발생액을 차감한 금액의 변동액 간에 상관계수를 t-4부터 t기까지 기업별로 구한 값에 -1을 곱한 값.
- femaleD* : 여성임원이 존재하면 1, 아니면 0인 더미변수임. 단 아래와 같이 각 변수에 따라 임원에 포함하는 직위의 범위가 다름.
- femaleD1* : 모든 임원 기준으로 여성임원이 존재하면 1, 아니면 0인 더미변수.

- femaleD2* : 모든 임원에서 사외이사를 제외한 임원 기준으로 여성임원이 존재하면 1, 아니면 0인 더미변수.
- femaleR* : 여성임원의 비율. 단 아래와 같이 각 변수에 따라 임원에 포함하는 직위의 범위가 다름.
- femaleR1* : 여성임원의 수를 모든 임원의 수로 나눈 값.
- femaleR2* : 여성임원의 수를 모든 임원에서 사외이사를 제외한 임원의 수로 나눈 값.
- size* : 총 자산에 자연로그를 취한 값.
- chgroa* : 총자산 수익률의 변동액.
- lev* : 총 부채를 총 자산으로 나눈 값.

회귀모형(1)의 종속변수는 토빈Q(*tq*)이다. 이는 보통주와 우선주의 시장가치와 부채의 합을 총자산으로 나누어 측정했다. 이익유연화의 측정치(*smt*)는 Tucker and Zarowin (2006)의 방법론을 이용해 측정했다. 구체적으로 Kothari, Leone, and Wasley(2005)에 의해 수정된 성과조정 Jones 모형을 이용해 재량적 발생액을 추정했고, 당기순이익에서 재량적 발생액을 차감해 재량적 발생액 반영 전 이익(Pre-discretionary income)을 계산했다. 이후 재량적 발생액의 변동액과 재량적 발생액 반영 전 이익의 변동액 간의 상관계수를 기업별로 t-4기부터 t기 까지 측정해 이를 이익유연화의 측정치로 보았다. 해석의 편의를 위해 해당 측정치에 -1을 곱하였으며, *smt*값이 커질수록 이익유연화의 수준이 증가함을 나타낸다.

여성임원에 관한 변수는 기업 내 여성임원의 보유 여부를 나타내는 *femaleD* 변수와 여성임원의 비율을 나타내는 *femaleR*로 구분된다. 또한 *femaleD* 변수와 *femaleR* 변수는 임원을 정의하는 기준에 따라 각각 *femaleD1*과 *femaleD2*, 그리고 *femaleR1*과 *femaleR2*로 구분된다. *femaleD1*과 *femaleR1*의 경우 모든 직위에 있는 임원을 기준으로 여성임

원의 존재여부 및 비율을 측정했고, *femaleD2*와 *femaleR2*의 경우 모든 임원 중 사외이사를 제외한 임원을 기준으로 여성임원의 존재여부 및 비율을 측정했다. 사외이사의 경우 이익조정이나 이익유연화에 대한 의사결정에 대한 직접적인 영향력이 적을 것이라 판단됐기 때문에 연구의 강건성을 위해 사외이사를 제외한 임원을 대상으로 여성임원의 존재여부와 비율을 측정한 변수를 추가로 분석에 사용했다.

본 연구의 관심변수는 이익유연화를 나타내는 *smt* 변수와 여성임원의 보유여부(*femaleD*) 또는 보유비율(*femaleR*)을 나타내는 변수간의 교호변수이다. 만약 가설 1과 같이 기업 내 여성임원이 존재하고 여성임원의 비율이 높은 경우 이익유연화가 상대적으로 높은 정보성을 가짐으로써 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다면 교호변수의 계수  $\beta_3$ 는 유의한 양(+)의 값을 가질 것이다.

본 연구의 두 번째 가설은 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화가 회계정보의 가치관련성에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다. 두 번째 가설 검증을 위해 다음의 회귀모형(2)을 설정했다.

$$price = \beta_0 + \beta_1 eps + \beta_2 bps + \varepsilon \quad (2)$$

*price* : 기말 수정주가

*eps* : 주당순이익

*bps* : 주당순자산

회계정보의 가치관련성에 관한 실증분석은 주로 표본을 구분해 회귀모형(2)의 수정  $R^2$ 를 비교하는 형태로 이루어진다. 즉, 기업의 주식가격(*price*)을 주당순이익(*eps*)과 주당순자산(*bps*)이 얼마나 설명하는지를 이용함으로써 회계정보의 가치관련성을 측정한다(Nwaeze, 1998). 이러한 연구모형은 Ohlson

(1995)의 가치평가 모형에 기초하며 일반적으로 주당순이익의 계수  $\beta_1$ 과 주당순자산의 계수  $\beta_2$ 는 모두 유의한 양(+)의 값을 갖는다. 본 연구는 가설 2 검증을 위해 전체표본을 여성임원의 존재여부 및 이익유연화의 수준에 따라 하위표본으로 구분한 뒤 각각의 하위표본에 대한 회귀모형(2)의 수정  $R^2$ 를 비교한다. 만약 가설 2와 같이 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화에 따라 투자자들에 대한 정보성이 증가한다면 여성임원이 존재하고 이익유연화 수준이 높은 하위표본에서 다른 하위표본에 비해 상대적으로 높은 회계정보의 가치관련성이 관찰될 것이다.

### 3.2 연구표본

본 연구의 가설검증을 위한 표본의 기간은 2014년부터 2016년까지이며, 이 기간 동안 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 기업 중 다음과 같은 조건을 충족하는 기업을 표본으로 선정했다. 구체적인 표본 선정 과정은 <표 1>의 Panel A에 나타나있다.

먼저, TS-2000이 제공하는 임원 및 직원 등에 관한 사항 자료를 통해 수집할 수 있는 표본은 5,697 기업-연도였다. 이후 t기부터 t-4까지의 이익유연화 측정치(*smt*)를 구할 수 없는 1,066 기업-연도를 제거하고, 실증분석에 필요한 재무자료(TS-2000) 및 주가 자료(KIS-VALUE)를 구할 수 없는 631 기업-연도를 제거한 결과, 최종 4,000 기업-연도를 연구 표본으로 선정했다.

<표 1>의 Panel B는 연도별 표본의 분포를 나타낸다. 표의 상단은 모든 임원을 대상으로 임원을 정의했을 때 여성임원이 존재하는 기업의 분포를 나타내며, 표의 하단은 모든 임원 중 사외이사를 제외한 후 임원을 정의했을 때 여성임원이 존재하는 기업의

〈표 1〉 표본 선정 및 표본 분포

Panel A: 표본 선정

표본선정과정	표본(기업-연도)
2014년부터 2016년까지 TS2000에서 임원현황에 대한 정보를 구할 수 있는 기업	5,697
제거: 이익유연화 측정치를 구할 수 없는 기업	(1,066)
제거: 실증분석에 필요한 변수를 KIS-Value, TS2000으로부터 구할 수 없는 경우	(631)
최종표본	4,000

Panel B: 연도별 표본 분포

모든 직위의 임원 대상				
연도	여성임원 존재 표본(기업-연도) (A)	여성임원 비존재 표본(기업-연도) (B)	합계 (A) + (B)	여성임원 비율 (A)/(A) + (B)
2014	316	1,007	1,323	23.89%
2015	320	1,004	1,324	24.17%
2016	348	1,005	1,353	25.72%
총 표본	984	3,016	4,000	24.60%
사외이사 제외 임원 대상				
연도	여성임원 존재 표본(기업-연도) (A)	여성임원 비존재 표본(기업-연도) (B)	합계 (A) + (B)	여성임원 비율 (A)/(A) + (B)
2014	301	1,022	1,323	22.75%
2015	305	1,019	1,324	23.03%
2016	330	1,023	1,353	24.39%
총 표본	936	3,064	4,000	23.40%

분포를 나타낸다. 상단의 표를 살펴보면, 평균적으로 약 24.6%의 기업에 여성임원이 존재하고 있음을 보이고 있다. 또한 여성임원이 존재하는 기업의 비율은 여성임원에 대한 공시가 시작된 이후 2014년부터 매년 증가하는 추세를 알 수 있다.

## IV. 실증분석결과

### 4.1 기술통계 및 상관관계 분석

〈표 2〉는 본 연구에서 사용되는 변수의 기술통계량을 나타낸다.<sup>10)</sup> 먼저 여성임원을 보유한 기업들

10) 제시된 변수 중 더미변수를 제외한 모든 연속변수의 1%미만 값과 99%초과 값은 각각 1%, 99%의 값으로 조정했다(winsorization).

〈표 2〉 기술통계량

변수명	평균	표준편차	P25	중위수	P75
<i>femaleD1</i>	0.246	0.431	0	0	0
<i>femaleD2</i>	0.234	0.423	0	0	0
<i>femaleR1</i>	0.030	0.063	0	0	0
<i>femaleR2</i>	0.032	0.071	0	0	0
<i>smt</i>	0.665	0.424	0.554	0.857	0.955
<i>tq</i>	1.468	1.026	0.875	1.121	1.643
<i>size</i>	19.001	1.341	18.088	18.742	19.622
<i>chgroa</i>	-0.001	0.103	-0.031	-0.001	0.029
<i>lev</i>	0.385	0.205	0.217	0.380	0.535
<i>price</i>	23112.55	52897.06	3344.11	6520.00	16400.00
<i>eps</i>	986.43	3627.36	-54.00	213.00	856.00
<i>bps</i>	19222.52	45016.61	2399.56	5259.38	11674.26

〈변수정의〉

- femaleD* : 여성임원이 존재하면 1, 아니면 0 인 더미변수임. 단 아래와 같이 각 변수에 따라 임원에 포함하는 직위의 범위가 다름.
- femaleD1* : 모든 임원 기준으로 여성임원이 존재하면 1, 아니면 0인 더미변수.
- femaleD2* : 모든 임원에서 사외이사를 제외한 임원 기준으로 여성임원이 존재하면 1, 아니면 0인 더미변수.
- femaleR* : 여성임원의 비율. 단 아래와 같이 각 변수에 따라 임원에 포함하는 직위의 범위가 다름.
- femaleR1* : 여성임원의 수를 모든 임원의 수로 나눈 값.
- femaleR2* : 여성임원의 수를 모든 임원에서 사외이사를 제외한 임원의 수로 나눈 값.
- smt* : 재무적 발생액의 변동액과 당기순이익에서 재무적 발생액을 차감한 금액의 변동액 간에 상관계수를 t-4부터 t기까지 기업별로 구한 값에 -1을 곱한 값.
- tq* : 토빈Q, 보통주와 우선주의 시장가치와 부채의 합을 총 자산으로 나눈 값.
- size* : 총 자산에 자연로그를 취한 값.
- chgroa* : 총자산 수익률의 변동액.
- lev* : 총 부채를 총 자산으로 나눈 값.
- price* : 기말 수정주가.
- eps* : 주당순이익.
- bps* : 주당순자산.

나타내는 변수인 *femaleD1*의 평균은 0.246으로써 전체 표본기업 중 약 24.6%의 표본기업에서 여성 임원을 보유하고 있음을 의미한다. 임원의 분류에서 사외이사를 제외할 경우에도(*femaleD2*) 약 23.4%의 표본기업 내 여성임원이 있는 것으로 확인했다. 이는 표본기업 4개 중 약 1개 기업에서 여성임원을 보유하는 것을 나타내지만, 기업 내 여성임원의 비율을 나타내는 변수인 *femaleR1* (*femaleR2*)을 살펴보면 평균이 0.030(0.032)으로써 기업 내 임

원 10명 중 여성임원의 비율은 0.3명 수준인 것으로 나타나 여성의 경영활동 참여가 매우 저조한 것을 확인할 수 있다.

〈표 3〉은 본 연구에서 사용되는 변수 간의 상관관계를 나타낸다. 기업 내 여성임원 보유여부(*femaleD1*과 *femaleD2*) 및 보유비율(*femaleR1*과 *femaleR2*)은 기업 가치(*tq*) 및 주가 수준(*price*)과 양(+)의 관계를, 부채비율(*lev*)과는 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 기업내 여성임원의 보유여부(*femaleD1*

〈표 3〉 변수간의 상관계수

변수명	<i>femaleD1</i>	<i>femaleD2</i>	<i>femaleR1</i>	<i>femaleR2</i>	<i>smt</i>	<i>tq</i>	<i>size</i>	<i>chgroa</i>	<i>lev</i>	<i>price</i>	<i>eps</i>	<i>bps</i>
<i>femaleD1</i>	1	0.968	0.837	0.796	-0.018	0.153	0.100	-0.006	-0.081	0.187	0.106	0.111
<i>femaleD2</i>	0.968	1	0.804	0.822	-0.009	0.148	0.106	-0.003	-0.086	0.189	0.108	0.116
<i>femaleR1</i>	0.987	0.952	1	0.951	-0.064	0.186	-0.094	-0.018	-0.092	0.042	-0.010	-0.028
<i>femaleR2</i>	0.956	0.988	0.964	1	-0.066	0.181	-0.103	-0.011	-0.095	0.032	-0.014	-0.031
<i>smt</i>	-0.028	-0.022	-0.041	-0.036	1	-0.148	0.133	-0.073	-0.029	0.051	0.049	0.061
<i>tq</i>	0.131	0.125	0.144	0.137	-0.190	1	-0.233	-0.002	-0.085	0.146	0.000	-0.136
<i>size</i>	0.051	0.058	0.003	0.011	0.157	-0.309	1	0.029	0.153	0.483	0.370	0.502
<i>chgroa</i>	0.000	0.001	-0.002	-0.001	-0.048	0.038	0.024	1	-0.018	0.010	0.176	0.009
<i>lev</i>	-0.073	-0.078	-0.080	-0.084	-0.025	0.007	0.150	0.006	1	-0.114	-0.186	-0.126
<i>price</i>	0.131	0.139	0.097	0.104	0.127	0.132	0.511	0.038	-0.221	1	0.731	0.806
<i>eps</i>	0.059	0.065	0.032	0.039	0.179	-0.075	0.402	0.318	-0.294	0.577	1	0.687
<i>bps</i>	0.060	0.068	0.021	0.029	0.245	-0.388	0.648	0.016	-0.253	0.782	0.622	1

1) 굵은 글씨로 표시된 상관계수는 1%수준에서 유의함.

2) 변수정의는 〈표 2〉를 참조할 것.

과 *femaleD2*) 및 보유비율(*femaleR1*과 *femaleR2*)과 이익유연화(*smt*) 간의 상관관계를 살펴보면 여성임원 보유여부(*femaleD1*과 *femaleD2*)와 이익유연화 정도(*smt*)는 통계적으로 유의한 상관관계가 나타나지 않았으나 여성임원 보유비율(*femaleR1*과 *femaleR2*)과 이익유연화 정도(*smt*)는 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 본 연구는 기업 내 여성임원 보유여부에 따른 이익유연화의 효과를 보는데 목적이 있으며 기업 내 여성임원 보유여부가 이익유연화 정도에 미치는 영향은 해석상의 어려움으로 실증분석을 진행하지는 않았다. 다만, 상관관계를 통해 기업 내 여성임원의 비율이 높은 경우 이익유연화 정도는 낮으며 기업 가치는 높게 나타나는 것을 확인했다. 그 외에 이익유연화(*smt*)와 기업가치(*tq*)간에는 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

#### 4.2 회귀분석 결과

〈표 4〉는 여성임원을 보유한 기업의 이익유연화가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 가설 1의 실증분석 결과이다. 모형(1)은 모든 임원을 기준으로 여성임원의 존재여부를 구분한 더미변수인 *femaleD1*을 여성 보유여부 변수로 사용하였고, 모형(2)는 모든 임원에서 기업 내 이익유연화 의사결정에 대한 영향력이 낮을 것으로 생각되는 사외이사를 임원의 구분에서 제외한 더미변수인 *femaleD2*을 여성 보유여부 변수로 사용했다. 또한 기업 가치는 토티Q를 이용해 측정했다.

먼저 모형(1)에 대한 회귀분석 결과를 살펴보면, 본 연구의 관심변수인 이익유연화 변수(*smt*)와 여성 보유여부 변수(*femaleD1*) 간의 교호항인 *smt* \* *femaleD1*에 대한 계수가 통계적으로 유의한 수준에서 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 여

성임원이 존재하는 경우 이익유연화가 상대적으로 높은 정보성을 갖고 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 한편, 기존 선행연구에서 여성임원의 보유가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과 (Carter et al. 2003)를 제시하는데 비해, 본 연구의 여성 보유여부(*femaleD1*)에 대한 계수 값은 음(-)의 방향이 나타났다. 하지만, 이익유연화 변수와 여성 보유여부 변수 간의 교호항인 *smt \* femaleD1*에 대한 양(+)의 계수 값 (0.417)이 여성 보유여부를 나타내는 변수 *femaleD1*에 대한 음(-)의 계수의 절대값 (0.294)보다 더 큰 것으로 나타나 선행연구와 일관되게 여성임원이 존재하

는 경우의 기업 가치가 여성임원이 존재하지 않는 경우의 기업 가치보다 높은 결과를 보여주고 있다.<sup>11)</sup> 더불어, 이익유연화(*smt*)에 대한 계수를 보면 -0.101로 나타나 여성임원이 존재하지 않는 기업의 경우에는 10%의 유의성으로 이익유연화가 기업 가치에 부정적인 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다. 이는 이익유연화가 기업 및 투자자들에게 긍정적인 영향을 가져오는지 부정적인 영향을 가져오는지에 대한 혼재된 관점이 존재하는 가운데 여성임원이 존재하는 경우에 한해 이익유연화가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 결과로 해석된다.

여성 보유여부에 대한 변수로 *femaleD2*를 사용

〈표 4〉 여성임원 존재 여부 및 이익유연화가 기업 가치에 미치는 영향

변수	종속변수 = <i>tq</i>			
	모형(1)		모형(2)	
	<i>femaleD = femaleD1</i>		<i>femaleD = femaleD2</i>	
	Coefficient Estimates	t-statistics	Coefficient Estimates	t-statistics
<i>Intercept</i>	7.297***	3.43	7.231***	3.40
<i>smt</i>	-0.101*	-1.73	-0.080	-1.33
<i>femaleD</i>	-0.294**	-2.12	-0.261*	-1.80
<i>smt * femaleD</i>	0.417***	3.19	0.353***	2.65
<i>size</i>	-0.310***	-2.73	-0.307***	-2.70
<i>chgroa</i>	-0.265	-1.58	-0.271	-1.62
<i>lev</i>	-0.076	-0.29	-0.087	-0.33
firm-fixed effect	Included		Included	
Year-fixed effect	Included		Included	
Observations	4,000		4,000	
Adj. R-squared	0.743		0.743	

1) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄. t-statistic는 Huber-White's robust t-statistics을 나타냄.  
 2) 변수정의는 〈표 2〉를 참조할 것.

11) *femaleD1*와 *smt \* femaleD1* 변수의 계수 차이에 대한 검증결과,  $t=7.51$ 로 1% 수준에서 유의했다. 또한 *femaleD1*와 *smt \* femaleD1* 변수의 계수 합에 대한 검증결과는  $t=1.67$ 로 10% 수준에서 유의했다.

하고 있는 모형(2)의 결과에서도  $smt * femaleD2$ 에 대한 계수가 통계적으로 유의한 수준에서 양(+)의 값을 갖는 것을 확인했다. 이는 임원의 구분에서 사외이사를 제외하더라도 여성임원을 보유한 기업의 이익유연화가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 나타낸다. 즉, 여성임원이 있는 경우 이익유연화는 수행 동기 측면에서 경영자 개인의 기회주의적 유인이 아닌 투자자들의 이익 예측가능성을 증가시키고자 하는 유인으로 수행되고 결과적으로 이익유연화가 기업 가치 상승을 초래하는 것으로 확인했다.

〈표 5〉는 여성임원 보유에 대한 변수로 여성임원 비율( $femaleR$ )을 사용해 기업내 여성임원 비율이 높은 경우 이익유연화가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는지 여부에 대하여 실증분석한 결과이다.

여성임원 비율( $femaleR$ )을 이용한 실증분석 결과인 〈표 5〉는 여성 보유여부( $femaleD$ )를 이용한 실증분석 결과인 〈표 4〉와 정성적으로 동일하게 해석될 수 있다. 구체적으로,  $femaleR1$ 을 사용한 모형(1) (모형(2))에서 이익유연화 변수와 여성 보유 비율 변수간의 교호항인  $smt * femaleR1(smt * femaleR2)$ 에 대한 계수가 2.366(1.835)로 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 앞선 〈표 4〉에서와 마찬가지로 기업 내 여성임원의 비율이 높은 경우 성별 다양성 측면에서 독립적 관점을 가져오고 기회주의적 유인의 이익조정 행위를 억제시킴으로써 결과적으로 이익유연화가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석될 수 있다. 이익유연화( $smt$ )에 대한 계수는 음(-)의

〈표 5〉 여성임원 비율 및 이익유연화가 기업 가치에 미치는 영향

변수	종속변수 = $tq$			
	모형(1) $femaleR = femaleR1$		모형(2) $femaleR = femaleR2$	
	Coefficient Estimates	t-statistics	Coefficient Estimates	t-statistics
<i>Intercept</i>	7.432***	3.47	7.341***	3.43
<i>smt</i>	-0.083	-1.45	-0.067	-1.15
<i>femaleR</i>	-1.750**	-2.05	-1.475*	-1.89
$smt * femaleR$	2.366***	2.97	1.835***	2.62
<i>size</i>	-0.318***	-2.78	-0.313***	-2.74
<i>chgroa</i>	-0.274	-1.63	-0.275	-1.64
<i>lev</i>	-0.067	-0.25	-0.077	-0.29
firm-fixed effect	Included		Included	
Year-fixed effect	Included		Included	
Observations	4,000		4,000	
Adj. R-squared	0.743		0.743	

1) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄. t-statistic는 Huber-White's robust t-statistics을 나타냄.  
2) 변수정의는 〈표 2〉를 참조할 것.

방향으로 나타났지만 통계적으로 유의하지는 않았다.

종합적으로 기업에 여성임원이 존재하는 경우 그리고 여성임원이 비율이 높은 경우 기업의 이익유연화가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인하여 가설 1과 일관되는 결과를 제시했다.<sup>12)</sup>

다음으로 <표 6>은 여성임원을 보유한 기업의 이익유연화가 회계정보의 가치관련성 측면에서 차별적인 영향을 미칠 것인지에 대한 분석 결과를 보여준다. 먼저 Panel A에서는 전체표본을 대상으로 여성임원 존재여부에 따라, 그리고 이익유연화 수준에 따라 회계정보의 가치관련성이 차별적 모습을 보이는지 살펴보았다. 먼저, 여성임원 존재 여부에 따른 구분을 살펴보면 여성임원이 존재하는 경우 ( $femaleDI=1$ ), 여성임원이 존재하지 않는 경우 ( $femaleDI=0$ )에 비해 기업의 주식가격( $price$ )에 대한 주당순이익( $eps$ )과 주당순자산( $bps$ )의 설명력(Adj. R-squared)이 높은 것을 확인했다. 구체적으로, 기업내 여성임원이 있는 경우 기업의 주식가격에 대한 회계정보의 설명력이 75.4%인 반면, 기업내 여성임원이 없는 경우 회계정보의 설명력은 68%에 그치는 것으로 나타났다. 또한, 이익유연화 수준에 따라 세 개의 그룹 (LOW, MED, HIGH)로 나누어 회계정보의 가치관련성을 살펴본 결과, 이익유연화 수준이 중간 이상인 MED와 HIGH인 경우 주식가격에 대한 설명력이 각각 72.5%, 72.6%로 나타났다지만, 이익유연화 수준이 낮은 그룹인 LOW의 경우 주식가격에 대한 설명력이 68.4%에 불과한

것으로 나타났다.

<표 6>의 Panel B는 본 연구의 가설 2에 대한 검증으로써 전체 표본을 여성임원의 존재여부 및 이익유연화의 수준에 따라 하위표본으로 구분한 뒤 각각의 하위표본에 대한 회계정보의 가치관련성을 비교하여 보여준다. 여성임원이 존재하는 표본( $femaleDI=1$ )의 경우를 먼저 살펴보면 이익유연화의 정도가 LOW, MED, HIGH로 높아짐에 따라 모형의 수정  $R^2$ 로 측정되는 회계정보의 가치관련성이 70.5%, 75.7%, 그리고 80.3%로 선형적 증가추세를 보이는 것을 확인했다. 이에 비해 여성임원이 존재하지 않는 표본( $femaleDI=0$ )의 경우는 이익유연화의 정도와 회계정보의 가치관련성 간에 선형적 관계가 나타나지 않으며 이익유연화가 가장 높은 그룹인 HIGH의 경우 회계정보의 가치관련성이 67.4%로 나타나 이익유연화가 낮은 그룹인 LOW의 경우의 70.2%에 비해 회계정보의 가치관련성이 낮은 것으로 나타났다. 즉, Panel A에서 이익유연화 수준이 높은 경우(MED와 HIGH)가 이익유연화 수준이 낮은 경우(LOW)에 비하여 회계정보의 가치관련성이 높은 현상은 여성임원이 존재하는 표본( $femaleDI=1$ )에서 비롯되는 것을 확인했다. 결론적으로, 혼재된 선행연구의 결과와 같이 이익유연화가 언제나 회계정보의 가치관련성을 높이는 것은 아니며, 본 연구의 경우 기업내 여성임원이 존재하는 경우에 한해서 이익유연화가 회계정보의 가치관련성에 긍정적인 영향을 미치는 결과를 제시한다.<sup>13)</sup>

12) 추가적으로, 내생성을 통제하고자 propensity score matching(PSM)을 수행함으로써 본 연구의 분석결과가 달라지는지 확인했다. 기업의 규모, 성과, 부채비율을 기본 변수로 propensity score를 산출한 후 여성임원을 보유한 기업(treated sample)과 여성임원을 보유하지 않은 기업(control sample)으로 propensity score가 유사한 표본을 매칭했다(propensity score 5%이내, without replacement). 분석 결과, 본 연구의 관심변수인  $smt * femaleDI$ 이 유의한 양(+)의 값을 지니는 것으로 나타남으로써 내생성을 통제할 후에도 본 연구의 결과가 유효함을 확인했다.

13) 사외이사를 제외한 임원을 대상으로 여성임원의 존재여부를 측정된  $femaleDI$  변수를 기준으로 표본을 구분한 경우에도 이상의 결과와 질적으로 동일한 결과가 나타났다.

〈표 6〉 여성임원 및 이익유연화가 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향

Panel A : 전체 표본, 여성임원 존재 여부, 이익유연화 수준별 회계정보의 가치관련성

Variable	종속변수 = price					
	전체표본	여성임원 존재 여부에 따른 구분		이익유연화 수준에 따른 구분		
		<i>femaleD1</i> = 1	<i>femaleD1</i> = 0	LOW	MED	HIGH
<i>Intercept</i>	5,306.444*** (11.79)	9,728.677*** (9.68)	4,629.362*** (8.93)	5,240.705*** (7.35)	6,076.369*** (8.37)	4,226.790*** (5.22)
<i>eps</i>	4.914*** (8.63)	6.498*** (6.03)	3.745*** (6.38)	2.789*** (3.10)	6.036*** (7.09)	6.292*** (5.89)
<i>bps</i>	0.674*** (15.31)	0.714*** (8.93)	0.605*** (11.91)	0.833*** (10.97)	0.577*** (9.10)	0.620*** (7.67)
Observations	3,841	959	2,882	1,240	1,298	1,303
Adj. R-squared	0.708	0.754	0.680	0.684	0.725	0.726

Panel B : 여성임원 존재 여부와 이익유연화 수준에 따른 회계정보의 가치관련성

Variable	종속변수 = price					
	여성임원 존재하는 표본 ( <i>femaleD1</i> = 1)			여성임원이 존재하지 않는 표본 ( <i>femaleD1</i> = 0)		
	LOW	MED	HIGH	LOW	MED	HIGH
<i>Intercept</i>	10,705.822*** (5.91)	11,533.713*** (6.44)	6,219.107*** (3.88)	4,168.105*** (5.95)	5,351.033*** (6.97)	4,008.082*** (4.21)
<i>eps</i>	5.046** (2.33)	7.528*** (5.16)	7.120*** (3.69)	1.760*** (3.64)	4.247*** (5.73)	5.563*** (4.43)
<i>bps</i>	0.831*** (5.48)	0.619*** (5.31)	0.697*** (5.00)	0.741*** (10.19)	0.506*** (9.11)	0.576*** (5.98)
Observations	325	338	296	915	960	1,007
Adj. R-squared	0.705	0.757	0.803	0.702	0.720	0.674

1) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄. 괄호안의 숫자는 Huber-White's robust t-statistics을 나타냄.

### 4.3 추가분석

마지막으로, 본 절에서는 강건성 분석을 위해 이익유연화를 다른 방법으로 측정해 추가분석으로 제시한다. 앞서의 분석에서는 이익유연화의 측정치 (*smt*)로 Tucker and Zarowin(2006)의 방법론

에 따라 재량적 발생액의 변동액과 재량적 발생액 반영 전 이익의 변동액 간의 상관계수를 기업별로 t-4기부터 t기 까지 측정해 사용했다. 본 절에서는 이익유연화의 측정치로 Leuz, Nanda, and Wysocki (2003)의 방법에 따라 t-4기부터 t기 까지 당기순 이익(NI)과 영업현금흐름(CFO)의 표준편차( $\sigma_{NI}$ ,

〈표 7〉 추가분석: Leuz et al.(2003)에 따라 이익유연화를 측정한 회귀분석 결과

변수	종속변수 = $tq$			
	모형(1)		모형(2)	
	$femaleD = femaleD1$		$femaleD = femaleD2$	
	Coefficient Estimates	t-statistics	Coefficient Estimates	t-statistics
<i>Intercept</i>	5.483**	2.51	5.416**	2.48
$smt_{Leuz}$	-0.029	-1.21	-0.029	-1.23
<i>femaleD</i>	0.084	1.00	0.086	0.97
$smt_{Leuz} * femaleD$	0.101**	2.25	0.113**	2.37
<i>size</i>	-0.218*	-1.88	-0.215*	-1.85
<i>chgroa</i>	-0.269	-1.56	-0.274	-1.60
<i>lev</i>	-0.174	-0.63	-0.179	-0.65
firm-fixed effect	Included		Included	
Year-fixed effect	Included		Included	
Observations	4,000		4,000	
Adj. R-squared	0.734		0.734	

1) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄. t-statistic는 Huber-White's robust t-statistics을 나타냄.  
 2)  $smt_{Leuz} = t-4$ 기부터  $t$ 기 까지 당기순이익(NI)과 영업현금흐름(CFO)의 표준편차( $\sigma_{NI}$ ,  $\sigma_{CFO}$ )를 각각 계산한 후  $\sigma_{NI}$ 를  $\sigma_{CFO}$ 로 나누어 -1을 곱한 값.

$\sigma_{CFO}$ )를 각각 계산한 후  $\sigma_{NI}$ 를  $\sigma_{CFO}$ 로 나누어 측정했다( $smt_{Leuz} = \sigma_{NI}/\sigma_{CF}$ ).  $smt$  변수와 마찬가지로  $smt_{Leuz}$ 도 값이 작아질수록 이익유연화 정도가 높은 기업에 해당하므로 측정치에 대해 (-1)을 곱해 분석에 사용했다.

〈표 7〉에서는 회귀모형식(1)에서 이익유연화 측정치로  $smt_{Leuz}$ 를 사용해 분석한 결과를 제시한다. 모형(1)은  $femaleD1$ 을 여성 보유여부 변수로, 모형(2)는  $femaleD2$ 을 여성 보유여부 변수로 사용한

결과이다. 분석결과를 보면 Leuz et al.(2003)에 의 방법에 따라 측정된 이익유연화 변수( $smt_{Leuz}$ )를 사용한 경우에도 이익유연화 변수( $smt_{Leuz}$ )와 여성 보유여부 변수( $femaleD1$ ) 간의 교호항인  $smt_{Leuz} * femaleD1$ 에 대한 계수가 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 〈표 4〉의 결과와 정확히 일치하는 것으로 본 연구에서의 실증분석 결과가 이익유연화 측정 방법에 의해 영향을 받지 않는다는 것을 보여준다.<sup>14)</sup>

14) 본 연구의 주요 분석에서는 이익유연화 측정치로 Tucker and Zarowin (2006)의 방법론을 사용했고, 추가분석에서는 Leuz et al.(2003)의 방법론을 사용해 강건성을 확인했다. 다만, 이와 같은 두 가지 이익유연화 측정치는 당기와 과거 4년간의 자료를 이용해야 하는 반면, 본 연구에서 사용된 여성 임원 관련된 자료는 2014-2016년 3년에 대해서만 사용 가능하다는 한계점이 존재한다. 이익유연화의 측정 기간과 여성임원에 대한 자료 사용 기간 간의 차이에 대한 우려를 해소하고자 별도의 추가 분석을 통해 이익유연화의 측정치로 여성임원 자료가 존재하는 2014-2016년 3년간의  $\sigma_{NI}/\sigma_{CF}$ 를 측정해 2016년도에 대해서만 회귀분석을 수행했다. 분석 결과, 이익유연화 변수와 여성 보유여부 변수 간의 교호항에 대해 통계적으로 유의한 양(+)의 값이 확인되어, 과거 자료를 이용한 이익유연화 측정치 사용에 대한 우려를 해소했다.

## V. 결론

본 연구는 기업 내 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화가 기업 가치 및 회계정보의 가치관련성에 긍정적인 영향을 미치는지를 실증적으로 분석했다. 이익유연화가 자본시장에 가져오는 효과에 있어서는 투자자들이 미래 이익을 예측하는데 있어 도움을 주어 기업 가치를 높이고 기업의 자본비용을 감소시킨다는 의견이 있는 반면, 이익이 지닌 정보성을 왜곡(garble)시키고 추가폭락위험을 높이는 등 부정적 효과가 있다는 상반된 의견이 제시되고 있다. 이처럼 이익유연화가 바람직한 결과를 가져오는지 여부에 대해 최근까지도 의견이 갈리는 상황에서 본 연구는 여성임원의 보유여부에 따라 이익유연화가 가져오는 영향이 달라질 것으로 예상했다.

본 연구의 연구결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 기업 내 여성임원이 존재할 경우 그리고 기업 내 여성임원의 비율이 높은 경우 이익유연화가 기업 가치를 증대시키는 것으로 나타났다. 이는 임원구성에 있어 성별다양성이 높은 기업의 경우 경영자 개인의 기회주의적 동기보다는 이익변동성 감소를 통한 기업 가치 증대를 위한 목적으로 이익유연화를 수행하는 것으로 해석될 수 있다. 둘째, 기업에 여성임원이 존재하는 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 회계정보의 가치관련성이 높으며, 나아가 여성임원이 존재하는 경우에는 이익유연화의 정도가 높아질수록 회계정보의 가치관련성이 증가하는 것으로 나타났다. 이는 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화가 기회주의적 유인이 아닌 투자자에게 사적정보를 제공하기 위한 목적으로 수행되는 것으로 해석될 수 있다.

최근 유럽국가를 중심으로 여성의 경영활동 참여를 증진시키려는 노력이 이루어지고 있으며, 일례로

노르웨이의 경우에는 기업이 법률에서 정한 여성임원 비율(40%)을 채우지 못하였을 경우 벌금 등의 페널티를 가하는 형태의 여성할당제도를 시행하고 있다. 이는 여성임원이 기업에 가져오는 긍정적 효과를 반영하고자 하는 제도적 노력이라 할 수 있다. 이에 비해 한국의 경우는 여성의 경영활동 참여 수준이 미미하며, 이에 따라 성별다양성 관련 연구도 부진한 상황이다. 본 연구는 여성임원이 존재하는 경우 이익유연화가 기업 가치 및 회계정보의 가치관련성에 긍정적인 영향을 미치는 결과를 제시함으로써 여성임원의 존재에 따른 긍정적 영향 측면에서 실증적 증거를 제시했다는 데 의의가 있다.

본 연구는 그러나 여성임원에 대한 공시가 2013년 말에 되어서야 이루어졌기 때문에 표본이 2014년 이후의 기간으로 한정된다는 점에 한계점을 지닌다. 단, 이전에 이루어진 여성임원에 대한 선행연구들은 여성임원이 존재함에도 공시를 하지 않아서 표본에 포함되지 않는 문제가 존재하지만 본 연구는 공시가 의무화된 이후의 기간만을 이용해 여성임원이 존재하는 기업과 그렇지 않는 기업을 비교적 정확히 구분했다는 표본상의 장점이 있다. 향후 데이터 분석에 사용가능한 공시 기간이 늘어나고 여성의 경영활동이 증가함에 따라 추후 여성임원에 대한 연구가 활발히 이루어지고 본 연구의 한계점이 완화될 것으로 기대한다.

## 참고문헌

- 김수인·홍지연(2015), "이사회 내 여성 임원의 수가 기업 투명성에 미치는 영향," *국제회계연구*, 59, 69-100.

- 김용수 · 오용락(2017), "여성임직원비율과 여성직원 재직 기간이 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향," **세무와 회계저널**, 18(4), 173-193.
- 김정옥 · 신유진(2016), "관계회사간 내부거래와 회계정보의 가치관련성 및 이들과관계에 이익조정과 지분율과 리도가 미치는 영향," **회계학연구**, 41(4), 165-214.
- 김태형 · 송준협(2015), "여성의 TMT 참여가 기업의 경영성과 및 대리인비용에 미치는 영향," **산업경제연구**, 28(3), 1267-1282.
- 임미희 · 이지환(2017), "이사회의 여성 멤버가 기업의 사회적 책임에 미치는 영향," **경영학연구**, 46(3), 691-714.
- 전경민 · 신영직 · 김현표(2017), "이사회 다양성과 실제이익조정," **회계저널**, 26(3), 33-77.
- Adams, R. B., and D. Ferreira(2009), "Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance," *Journal of Financial Economics*, 94 (2): 291-309.
- Allayannis, G. and P. J. Simko(2009), "Earnings Smoothing, Analyst Following and Firm Value," Available at: <https://ssrn.com/abstract=1361228>, accessed 16 March 2010.
- Bannister, J. W. and H. A. Newman(1996), "Accrual Usage to Manage Earnings Toward Financial Analysts' Forecasts," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 7(3): 259-278.
- Barber, B.M. and T. Odean(2001), "Boys will be boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment," *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Barua, A., L. F. Davidson, D. V. Rama, and S. Thiruvadi(2010), "CFO Gender and Accruals Quality," *Accounting Horizons* 24 (1): 25-39.
- Beidleman, C. R.(1973), "Income Smoothing: The Role of Management," *The Accounting Review*, 48(4): 653-667.
- Bergstresser, D. and T. Philippon(2006), "CEO Incentives and Earnings Management," *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511-529.
- Bernardi, R. and D. Arnold(1997), "An Examination of Moral Development within Public Accounting by Gender, Staff Level, and Firm," *Contemporary Accounting Research*, 14(4), 653-68.
- Burke, R. J., and S. Vinnicombe(2008), "Women on Corporate Boards of Directors: International Issues and Opportunities," *Women on Corporate Boards of Directors: International Research and Practice*, 1-11.
- Carter, D. A., B. J. Simkins, and W. G. Simpson (2003), "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value," *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Chen, C., J. B. Kim, and L. Yao(2017), "Earnings Smoothing: Does It Exacerbate or Constrain Stock Price Crash Risk?," *Journal of Corporate Finance*, 42, 36-54.
- Dichev, I. D., and V. W. Tang(2009), "Earnings Volatility and Earnings Predictability," *Journal of accounting and Economics*, 47(1-2), 160-181.
- Francis, B., I. Hasan, J. C. Park, and Q. Wu (2015), "Gender Differences in Financial Reporting Decision Making: Evidence from Accounting Conservatism," *Contemporary Accounting Research*, 32(3), 1285-1318.
- Fudenberg, D. and J. Tirole(1995), "A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents," *Journal of Political Economy*, 103(1), 75-93.
- GMI Ratings(2013), GMI Ratings' 2013 Women on Boards Survey.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal(2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting*

- and Economics*, 40(1), 3-73.
- Gul, F., B. Srinidhi, and A. C. Ng(2011), "Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices?," *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 314-338.
- Hambrick, D. C. and P. A. Mason(1984), "Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers," *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Healy, P. M.(1985), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107.
- Hillman, A. J., A. A. Cannella, and I. C. Harris (2002), "Women and racial minorities in the boardroom: How do Directors differ?," *Journal of Management*, 28(6), 747-763.
- Kirschenheiter, M. and N.D. Melumad(2002), "Can 'Big Bath' and Earnings Smoothing Co-exist as Equilibrium Financial Reporting Strategies?," *Journal of Accounting Research*, 40(3), 761-796.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley(2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- Leuz, C., Nanda, D., and P. D. Wysocki(2003), "Earnings management and investor protection: an international comparison," *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.
- Li, S. and N. Richie(2010), "Income Smoothing and the Cost of Debt," Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1621760>, accessed 7 June 2010.
- MacLeod Heminway, J.(2007), "Sex, Trust, and Corporate Boards," *Hastings Women's Law Journal*, 18, 173-93.
- Nwaeze, E. T.(1998), "Regulation and the Valuation Relevance of Book Value and Earnings: Evidence from the United States," *Contemporary Accounting Research*, 15(4), 547-573.
- Ohlson, J. A.(1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.
- Schubert, R.(2006) "Analyzing and Managing Risks - on the Importance of Gender Difference in Risk Attitudes," *Managerial Finance*, 32, 706-15.
- Srinidhi, B., F. A. Gul, and J. Tsui(2011), "Female Directors and Earnings Quality," *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1610-1644.
- Subramanyam, K. R.(1996), "The Pricing of Discretionary Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 22(1), 249-281.
- Sunden, A. and B. Surette(1998), "Gender Differences in the Allocation of Assets in Retirement Savings Plans," *American Economic Review*, 88, 207-211.
- Trueman, B., and S. Titman(1988), "An Explanation for Accounting Income Smoothing," *Journal of Accounting Research*, 127-139.
- Tucker, J. W. and P. A. Zarowin(2006), "Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?," *The Accounting Review*, 81(1), 251-270.

# Earnings smoothing, Firm Value, and Value Relevance of Accounting Information: The Role of Female Executives

Jae Eun Shin\* · Gun Lee\*\*

## Abstract

This study examines the effect of earnings smoothing on firm value and the value relevance of accounting information with focusing on the role of female executives. Where there exist extant research on the effect of earnings smoothing, it is still an open question whether earnings smoothing is beneficial or detrimental to a firm and its outside stakeholders. On one hand, managers may smooth earnings to communicate their private information about the future prospect of the firm. In such a case, a smooth stream of earnings is more informative and thus value-adding. On the other hand, managers may smooth earnings for their own opportunistic incentives leading to garbled earnings information. This study examines the role of female executives in determining whether earnings smoothing increases or decreases firm value and the value relevance of accounting information. Specifically, with prior literature suggesting that female executives provide independent views to the firm and that female executives tend to be more ethical, and trustworthy compared to male executives, we examine whether the effect of earnings smoothing is different for firms with female executives versus firms without female executives.

We use Korean data from year 2014 to 2016 with 4,000 firm-year observations. The main findings of this paper are as follows. First, for firms with female executives, earnings smoothing is shown to increase firm value. The results remain the same when we exclude outside directors from the definition of female executives. This result is consistent with the prediction that firms

---

\* Institute for Business Research & Education at Korea University, First Author

\*\* Changwon National University, Corresponding Author

with gender-diverse executives conduct earnings smoothing to increase the value of the firm by providing private information about the firm. Second, we find that the value relevance of accounting information is higher for firms with female executives when compared with firms that are composed of all-male executives. Furthermore, more importantly, we find that for firms with female executives, value relevance of accounting information increases with the extent of earnings smoothing. This result can be interpreted as firms with female executives smoothing earnings with an intent to increase the informativeness of earnings, as opposed to executives' self-serving private incentives.

Our study contributes to the existing literature in two ways. First, this study sheds new light on the long-held ongoing debate over the beneficial versus detrimental effects of earnings smoothing by introducing the role of female executives. Second, globally, female participation on corporate management is gaining more interest in recent days. However, due the lack of female executives in Korea, research on the effect of female executives on corporate decisions is scarce. By providing evidence of the role of female executives in increasing firm value and the value relevance of accounting information, our results provide policy implications on female participation on corporate management.

Key words: female executives, earnings smoothing, firm value, value relevance

- 
- 저자 신재은은 현재 고려대학교 기업경영연구원 연구위원이다. 고려대학교 정경대학 경제학과를 졸업하였으며, 서울대학교에서 회계 전공 경영학석사를, 그리고 고려대학교에서 회계 전공 경영학박사를 취득하였다. 주요 연구분야는 이익에 대한 시장 반응, 이익 조정 및 조세회피 등이다.
  - 저자 이건은 현재 창원대학교 회계학과 조교수이다. 고려대학교 경영대학에서 회계 전공 경영학 박사를 취득하였으며, 주 연구분야는 기업의 재무보고행태, 기업지배구조 등이다.