

ARTICLE

## 경영자의 자기과신적 어조(tone)에 대한 감사인의 반응

### The Auditors' Responses to Management's Overconfident Tone

신혜정<sup>a</sup> · 김수인<sup>b</sup> · 선우희연<sup>c</sup>

Hyejeong Shin<sup>a</sup> · Su-In Kim<sup>b</sup> · Hee-Yeon Sunwoo<sup>c</sup>

<sup>a</sup> 제1저자, 부산대학교 경영학과 조교수, Assistant Professor, School of Business, Pusan National University (E-mail: hyejeong.shin@pusan.ac.kr)

<sup>b</sup> 교신저자, 홍익대학교 상경학부 조교수, Assistant Professor, College of Business Management, Hongik University (E-mail: suinkim@hongik.ac.kr)

<sup>c</sup> 공동저자, 세종대학교 경영학부 조교수, Assistant Professor, College of Business Administration, Sejong University (E-mail: hysunwoo@sejong.ac.kr)

**개요** 본 연구는 최고경영자의 자기과신적 성향에 대해 감사인이 이를 감사업무 수행시 고려하는지에 대해 분석하였다. 최고경영자의 자기과신적 성향이 강할수록 공격적인 형태로 기업을 경영하면서 재무정보를 생산하는 과정이 효과적으로 운영되지 못한다. 따라서 재무보고의 품질이 낮을 가능성이 있다. 또한 감사인은 자기과신 성향이 강한 경영자를 덜 신뢰할 수 있다. 그러므로 이런 두 가지 측면에서 경영자의 자기과신 성향에 대한 감사인의 인식은 감사위험 평가에 반영이 되고, 이는 감사시간과 감사보수의 증가로 나타날 수 있다. 본 연구에서는 각 회사의 홈페이지에 게시된 경영자 인사말을 DICTION 프로그램을 이용하여 텍스트 분석하여 자기과신 성향 정도를 측정하였다. 경영자 어조 중 활동성 어조, 낙관주의 어조, 확실성 어조 정도를 자기과신 성향의 대응치로 사용하였다. 실증분석 결과 활동성 어조의 사용빈도가 증가할수록 감사시간과 감사보수는 유의적으로 증가하였다. 낙관주의 어조에서는 일부 분석에서는 감사노력이 증가한다는 유의한 결과가 일부 관찰되었다. 확실성 어조에서는 일관되게 유의적이지 않은 결과가 나타났다. 이러한 결과는 강건성 분석에서도 동일하게 나타났다. 본 연구는 비재무적 정보도 기업의 인지된 위험 파악을 위해 사용될 수 있다는 것을 보여줌으로써, 기업을 둘러싼 이해관계자들에게 중요한 시사점을 제공한다.

**한글색인어** 최고경영자, 자기과신 성향, 감사위험, 감사노력, 텍스트 분석

**ABSTRACT** We investigate the association between management overconfident tone and the level of audit effort measured by audit fees and hours. Prior studies suggest that firms led by overconfident managers are likely to initiate risky investments, report low quality financial statements, and have material weaknesses in internal control system. These characteristics, combined together, result in higher audit risk. In addition, auditors assess audit risk based on the credibility of management through client-auditor communications. If auditors perceive overconfident managers as less credible, they assess audit risk higher, leading to more audit effort. In empirical analysis, we first collect the CEO's letter in each web site of sample firms. We then perform textual analysis using DICTON program to classify the tone in the letter into three different types of managerial overconfidence: activity, optimism, and certainty. We find that activity tone is significantly associated with audit hours and audit fees. Optimistic tone is weakly associated with the audit hours and audit fees in some analyses. In contrast, certainty tone has no significant association with audit hours and audit fees. Our findings are robust to a battery of analyses, including 2-stage least square analysis and control of alternative overconfidence measures. This paper extends prior research on management characteristics in auditing. By showing the usefulness of non-financial information, which is rarely examined in prior studies, this study contributes to auditing literature in various respects.

**KEYWORDS** CEO, management overconfidence, audit risk, audit efforts, textual analysis

## I. 서론

본 연구에서는 최고경영자의 자기과신적 어조(overconfident tone)에 대해 감사인이 어떻게 반응하는지를 연구하였다. 최고경영자의 특성은 기업 전반의 정책이나 의사결정 과정에 영향을 주는데 (Hambrick and Mason 1984), 회계감사기준에서는 이 같은 경영자의 특성을 파악하여 감사절차를

Received 01 September 2021, Revised 16 December 2021, Accepted 06 January 2022

† Corresponding author: suinkim@hongik.ac.kr

수립할 때 반영하도록 한다(Public Company Accounting Oversight Board 2010; Committee of Sponsoring Organization 2013; 회계감사기준 300). 따라서 경영자의 성향은 감사인이 평가하는 피감사기업의 고유위험과 통제위험에 영향을 줄 수 있으며 구체적으로, 다음과 같은 두 가지 측면에서 감사인은 자기과신적 성향을 가진 최고경영자의 행동에 반응할 수 있다.

첫째, 선행연구에 의하면 자기과신적 성향을 가진 경영자는 안전성을 추구하기 보다는 위험을 선호하는 의사결정을 하는 경향이 있어 기업이 재무적 곤경에 놓일 가능성이 높다(Malmendier and Tate 2008; Ben-David et al. 2013). 또한 자기과신 성향이 강한 경영자는 정보를 생산하고 취득하는데 과소 투자하고(Goel and Thakor 2008), 내부통제제도를 효과적으로 운영하기 위한 투자를 하지 않는다(Hsieh et al. 2014; 김경혜와 최경수 2020). 따라서 자기과신적 성향을 가진 경영자가 운영하는 기업의 재무보고 품질이 낮을 가능성이 있다(Ahmed and Duellman 2013; Ham et al. 2017; Hribar and Yang 2016; Presley and Abbott 2013; Schrand and Zechman 2012; 김수인 등 2020; 유혜영과 김새로나 2015).

둘째, 경영자의 특성은 실제 재무보고의 품질뿐만 아니라, 재무제표의 인지된 신뢰성(source credibility)에도 영향을 줄 수 있다(Beaulieu 2001; Lyon and Maher 2005). 투자자가 위험을 과소평가하는 자기과신적 성향의 경영자가 제공한 정보를 덜 신뢰한다는 연구 결과는(Felleg et al. 2012; Hilary and Hsu 2011) 정보의 신뢰도에 따라 정보이용자가 차별적으로 반응한다는 증거이다(Beaulieu 1994; Birnbaum and Stegner 1979). 감사인 역시 경영자의 성실성(integrity)이나 경영자와의 커뮤니케이션 과정에서 받는 경영자에 대한 인상에 따라 감사증거에 대한 신뢰도를 다르게 평가한다는 증거가 제시되고 있다(Dikolli et al. 2020; Greiner et al. 2020; Kizirian et al. 2005; Lyon and Maher 2005).

이런 두 가지 이유로 감사인이 과신성향이 강한 경영자가 있는 피감사기업에서 중요왜곡표시위험이 높다고 판단한다면, 감사위험을 낮추기 위하여 입증감사 범위를 확대하고 추가적인 감사인원을 투입하는 등 더 많은 감사노력을 기울일 것이다. 그 결과 감사시간과 감사보수가 증가할 가능성이 있다. 이런 측면에서 감사인이 어떠한 경영자 특성을 감사위험에 반영하는지를 확인하는 것은 중요한 연구과제이지만 경영자의 특성을 신뢰성 있게 측정하는 것은 매우 어려운 일이다(Ham et al. 2017). 더욱이 감사인이 감사과정에서 이루어지는 커뮤니케이션 등을 통해 경영자의 성향을 어떻게 평가하는지에 대해서 기업 외부에서 직접적으로 관찰하는 데에는 한계가 있다.

그렇지만 경영자가 사적 커뮤니케이션을 통해 전달하는 인상은 공적으로 발표되는 연설문이나 대화 내용에도 반영될 수 있다(Feng and Li 2014; Greiner et al. 2020). 예를 들어 회계학 분야가 아닌 다른 학문 분야에서 진행된 연구들에서는 기업의 홈페이지에 게시된 대표이사 인사말이 경영자의 특성을 반영하고 있다고 보고하였다(장민호 2012; 최혜린 등 2020). 회계학 분야에서도 강창수(2018), 김수인 등(2020), 그리고 육근효(2018) 등이 동일한 접근방법을 사용한 바 있다.

이에, 본 연구는 국내 기업의 홈페이지에 게시된 영문 대표이사 인사말을 이용해 경영자의 자기

과신적 성향 정도를 측정하였다. 구체적으로, DICTION 프로그램을 이용하여 대표이사 인사말의 어조(tone)를 분석하여, 활동성(activity), 낙관주의(optimism), 확실성(certainty)의 세 종류의 어조를 경영자의 자기과신 성향을 나타내는 어조로 정의하였다. ‘활동성’은 변화, 아이디어의 실행, 관성을 회피하는 특성으로서(Hart 2000), 개인의 성취와 행동을 강요하는 언어의 사용빈도로 측정된다(Badaracco 2001). ‘낙관주의’는 만족감과 성공을 강조하고 어려운 점(hardship)을 과소평가하는 특성을 나타내며(Hart 2000), 인상관리 이론(impression theory) 관점에 따르면 경영자가 외부의 기대에 영향을 미치기 위한 사용되는 어조이다(Bowen et al. 2005). ‘확실성’은 권위적이고 유연하지 못한 특성을 나타내며(Hart 2000), 이러한 어조를 가진 경영자는 자신에 대한 복종과 충성심을 요구하는 경향이 있다(Giessner and Van Quaquebeke 2010).

2018년도 유가증권 시장과 코스닥에 상장된 기업 중 영문 대표이사 인사말 자료가 있는 기업 1,059 기업을 대상으로 분석한 결과,<sup>1)</sup> 활동성 어조의 사용빈도가 증가할수록 감사시간과 감사보수는 유의적으로 증가하였다. 낙관주의 어조에서는 일부 분석에서 유의하게 나타났다. 반면 확실성 어조에서는 일관되게 유의적인 결과가 나타나지 않았다. 내생성 통제를 위한 2-stage least square(2SLS) 분석과 재무제표로부터 추출한 자기과신 성향 변수를 포함한 분석 및 표준화된 과신 성향 어조 변수를 이용한 추가 분석에서도 일부 결과가 약해지기는 하지만 여전히 활동성 어조와 감사시간과 감사보수는 유의한 관계가 있었다. 그러나 확실성 어조에서는 일관되게 유의적인 결과가 발견되지 않았다. 추가분석 결과, 재무건전성이 낮은 기업, 추가분석에서는 지배구조가 취약한 기업, 산업경쟁도가 낮은 기업에서 주요 분석 결과가 두드러지는 것으로 나타났다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 경영자의 인사말에 나타난 비재무적 정보인 어조가 경영자의 특성을 반영하며, 이러한 경영자 특성이 감사인의 피감사기업에 대한 감사범위 결정과 관련되어 있다는 것을 보여주었다. 이는 기업의 외부인이 경영자 인사말에 드러난 어조를 통해 경영자의 특성을 파악하여 의사결정에 참조한다는 것을 의미한다. 따라서 본 연구를 바탕으로, 감사인 이외에도 재무분석가나 투자자와 같은 기업 외부의 정보이용자가 경영자의 성향이나 공시 자료의 신뢰성을 평가하는데 경영자의 인사말을 이용할 수 있을 것이다.

둘째, 기업 외부에서는 경영자의 특성을 직접적으로 관찰할 수 없으므로, 관련 국내외 연구들은 대부분 재무제표로부터 관찰되는 투자성향이나 배당성향을 이용하여 경영자의 자기과신성향 정도를 측정하였다(Ahmed and Duellman 2013; Schrand and Zechman 2012; 김상미 등 2018). 그러나 본 연구에서는 비재무적 자료인 경영자의 언어를 통해 경영자의 성향을 보다 직접적으로 측정하고자 하였으며, 재무자료로부터 계산한 자기과신 성향과 관련된 변수들을 통제한 이후에도 비재무적 자료가 경영자의 특성을 나타내는 유용한 지표가 될 수 있음을 보여주었다. 본 연구를 바탕으로, 앞으로 후속연구들도 경영자의 언어나 기타 비재무자료를 이용한 분석을 풍부하게 실시할 수 있을

1) 실증분석에 사용된 자료는 김수인 등(2020)이 사용한 1,075개의 표본 중 본 연구에 사용된 변수들이 모두 이용 가능한 표본들이다.

것이다.

셋째, 본 연구의 분석 결과 활동성 어조에 따라 감사인의 평가가 다르게 나타난 반면 다른 어조에서는 일관된 결과를 발견하지 못했다. 이는 확실성 어조도 감사보수에 영향을 미친다는 해외 연구 결과(Greiner et al. 2020)와는 차이가 있다. 그러나 본 연구의 결과는 세 요소 중 활동성만이 기업의 실질활동이익조정과 관련되어 있다는 김수인 등(2020)의 결과와는 일관된다. 국내외 연구결과가 이 같은 차이점은, 자기과신 성향이 세부적 형태로 구분될 수 있다는 선행연구(Ben-David et al. 2013)와 함께 고려할 때, 국내 경영자의 특성이 외국 기업 경영자의 특성과 구분되어 논의되어야 한다는 점을 시사한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 선행연구를 검토하고, 이를 토대로 가설을 도출한다. 제 III장에서는 연구모형을 설계하고, 표본선정 과정과 자료수집에 대하여 기술한다. 이어지는 제 IV장에서는 실증분석한 결과를 보고하고, 마지막으로 제 V장에서는 연구내용의 요약 및 결론을 제시한다.

## II. 선행연구와 가설설정

### 2.1 경영자 자기과신 성향에 대한 연구

경영자의 특성에 따른 재무보고에 차이에 대한 연구들은 국내외에서 활발히 이루어져 왔다. 경영자의 재무보고에 대한 태도는 외부에서 직접적으로 관측 가능하지 않다. 그렇지만 경영자의 나이, 성별, 교육 등과 같은 객관적인 특성이 경영자의 가치와 인식을 반영할 수 있다는 점에서(Hambrick and Mason 1984) 이를 이용한 연구가 진행되었다. 그러나 이 같은 연구는 인구통계학적 특성에 대한 단순한 가정에 기반하기에 경영자의 특성을 세밀하게 측정하기에는 한계가 존재한다(Colbert et al. 2014; Nadkarni and Chen 2014).

이런 선행연구들과 달리, 외부적으로 직접 관찰되지 않는 심리적인 특징인 경영자의 자기과신 성향을 경영자 주식보상 계약, 스톡옵션 행사, 투자성향 등의 방법을 이용하여 측정한 연구도 진행되었다. Ahmed and Duellman(2013)은 경영자의 자기과신 성향이 강할수록 보수주의가 낮아진다는 결과를 보고하였다. 국내 자료를 사용한 유혜영과 김새로나(2015)도 이와 유사한 발견을 보고하였다. 또한 자기과신 성향이 강한 경영자는 미래이익을 낙관적으로 예측하는 설정하는 편향(bias)가 발생할 수 있다(Weinstein and Kelin 1996). Hribar and Yang(2016)은 자기과신 성향이 강할수록 이익예측 보고를 더 많이 하지만, 이익예측치는 낙관적 편의로 인해 정확성이 낮다고 하였다. 또한 미래이익예측치에 대한 낙관적 편의로 인하여 경영자는 후속 기간에 재무제표를 왜곡해 보고할 가능성이 높다(Schrand and Zechman 2012). Hsieh et al. (2014)은 자기과신적 성향의 경영자는

Sarbanes-Oxley Act를 엄격하게 지키려는 경향이 덜하다는 결과를 보고하였다. 정현욱과 이강일(2021)은 자기과신적 성향을 가진 경영자가 경영하는 기업은 순자산의 가치관련성은 감소하고 이익의 가치관련성은 증가한다고 보고하였다. 즉 투자자들도 경영자의 특성에 따라 다르게 반응한다는 것이다.

이와 같이 경영자의 자기과신 성향에 따라 기업의 정보환경과 재무보고 품질이 달라진다면, 경영자의 특성에 따라 감사인 역시 차별적으로 반응할 수 있다. Mitra et al. (2019)은 경영자의 자기과신 성향이 높을수록 감사보수가 높다는 결과를 제시하면서, 자기과신 성향이 높은 기업에 대해 감사인이 추가적인 감사노력을 투입하고 소송위험을 프리미엄으로 반영한다고 해석하였다. 국내에서도 경영자의 자기과신 성향이 감사위험에 미치는 영향에 대한 연구가 이루어졌다. 김상미 등(2018)은 감사인은 자기과신 성향이 높은 경영자가 있는 기업의 감사위험을 높게 인식하므로 더 많은 감사보수를 받는다는 것을 발견하였다. 신보선과 우용상(2018)은 자기과신 성향이 높은 경영자는 공격적인 재무보고를 하는 경향이 있으므로, 경영자-감사인 간 적절한 회계처리 방법을 둘러싼 의견불일치가 증가한다고 하였다.

이상에서 설명한 연구들은 재무제표에 추출된 자료를 이용하여 투자규모나 배당정책의 적정성 혹은 경영자의 주식보상 옵션(stock option)의 크기를 이용하여 경영자의 자기과신적 성향을 측정하였다. 그러나 재무제표에 기반한 대응치는 경영자의 특징뿐만 아니라 기업의 성과나 감사인의 특징이 반영되었을 가능성이 높기 때문에 경영자의 자기과신적 성향을 독립적으로 측정하지 못한다는 한계가 있다(Schrand and Zechman 2012; Lee et al. 2017).

이러한 한계점을 극복하기 위하여 비재무적 자료를 이용한 접근방법을 사용한 연구들이 존재한다. 예를 들어 Ham et al. (2017)은 경영자의 자아도취 성향(narcissism)을 사업보고서의 나타난 경영자 서명의 크기로 측정하였다. 분석 결과 서명의 크기가 클수록 자아도취 경향은 증가하고 재무보고 품질은 낮아지는 것으로 나타났다. 실험 연구인 Johnson et al. (2013)은 감사인이 경영자의 자아도취 성향에 대해 어떻게 평가하는지 조사하였다. 이들은 감사인에게 경영자와의 대화 상황을 제시하여 경영자의 자아도취 성향 정도를 판단하도록 하였다. 분석결과 감사인은 자아도취 성향을 가진 경영자가 높은 위험을 감수하고 성실성 수준이 낮아 부정행위와 관련되어 있을 위험이 높다고 판단한다고 보고하였다. Kizirian et al. (2005)은 감사조서(working paper)에 나타난 감사인의 경영자 성실성(integrity) 평가수치를 이용하여 경영자의 성실성에 따라 감사인이 차별적으로 반응하는지를 연구하였다. 이들은 고유위험과 통제위험을 고려한 이후에도 경영자의 특성에 따라 감사인의 반응이 달라진다는 결과를 보고하였다. Dikolli et al. (2020)은 경영자가 주주에게 발송한 서한을 분석하여 경영자의 행동적 성실성(behavioral integrity) 정도를 측정하였고, 그 결과에 따라 감사보수가 영향을 받는다고 보고하였다.



## 2.2 경영자 어조(management tone)에 대한 연구

경영기조(tone at the top)란 조직의 최고경영진에 의해 조직 전체가 가지게 된 공유된 윤리가치 집합으로 정의되며 이러한 경영기조는 회계부정과 내부통제에 영향을 미치는 요인 중 하나이다 (Gunz and Thorne 2015; Treadway Commission 1987). 많은 경우에 이러한 경영기조는 말로써 실행되고 이루어지기 때문에 최고경영자의 말은 공식적 또는 비공식적 형태로든 의미를 가진다 (Amernic et al. 2010; Bozzolan et al. 2015). 이러한 점에서 기업에서 생산하는 텍스트를 통해 경영자의 특성을 포착하려는 연구가 활발히 이루어지고 있다.

회계학 분야에서 경영자 어조에 대한 연구는 Hart(2000)가 DICTION 프로그램을 이용하여 측정된 경영자의 다섯 가지 어조, 즉 활동성(activity), 낙관주의(optimism), 확실성(certainty), 현실성(realism), 공통성(commonality) 어조를 소개한 이후 이 방법을 이용한 연구들이 시작되었다. Sydserff and Weetman(2002)은 DICTION 프로그램을 이용하여 투자신탁(investment trust)의 사업 보고서에 나타난 경영자의 어조를 측정하고, 성과가 좋은 투자신탁과 성과가 나쁜 투자신탁 간에 경영자 어조에 차이가 있는지를 분석하였다. 그 결과 두 그룹 간에는 활동성과 낙관주의 어조에 차이가 있다는 결과를 제시하였다. 특히 활동성은 성과가 나쁜 그룹에서 나타났으며 낙관주의는 성과가 좋은 그룹에서 두드러졌다. Patelli and Pedrini(2015)는 경영자의 주주서한(shareholder letter)에 나타난 어조와 공격적 재무보고의 관계를 분석하였다. 분석 결과 확실성 어조가 강할수록 공격적 재무보고 경향이 있고, 현실성과 공통성 성향이 나타난 기업에서는 공격적 재무보고 경향이 감소하는 것으로 나타났다. Surroca et al. (2016)은 경영자의 위험선호도와 주주서한에 나타난 경영자의 어조 간의 관계를 분석하였다. 위험을 선호하는 경영자와 중립적인 태도를 가진 경영자 모두에게 활동성 어조가 높게 나타났지만 위험 회피 성향의 경영자에게서는 낮게 나타났다. Huang et al. (2014)은 긍정적인 의미의 단어와 부정적인 의미의 단어가 사용된 비중의 차이를 낙관적 어조로 정의하여 분석한 결과, 보도자료에 과도하게 긍정적인 어조가 나타난 기업은 향후 3년의 이익 및 현금흐름 성과가 좋지 않은 것으로 나타났다. Buchholz et al. (2018)은 자아도취 성향의 경영자가 있는 기업의 사업보고서에서 낙관주의적 어조가 나타나며, 사업보고서에서 낙관적인 어조가 경영자의 자아도취 성향과 기업의 투자의사결정 간의 관계를 강화시킨다는 결과를 보고하였다.

본 연구와 직접적으로 관련된, 경영자의 어조에 대해 감사인이 반응하는지에 대한 연구는 Greiner et al. (2020)에 의해 이루어졌다. 이들은 경영자의 어조가 재무제표에 대해 감사인이 인지하는 신뢰성(source credibility)에 영향을 미칠 것으로 예상하였다. 경영자가 발송한 주주서한을 텍스트 분석하여 나타난 경영자의 어조에 따라 감사인이 차별적으로 반응하는지를 분석한 결과, 경영자의 확실성과 낙관성 어조가 강할수록 감사보수가 증가하고, 공통성 어조가 강할수록 감사보수는 감소한다는 결과를 보고하였다.

최근 국내에서도 경영자의 어조에 대한 연구가 이루어지고 있다. 강창수(2018)는 영문 연차보고

서나 지속가능보고서의 주주서한을 텍스트 분석하여 어조와 재량적 발생액과의 관계를 분석하였다. 육근효(2018)는 지속가능보고서에 포함된 언어의 특성, 즉, 가독성, 감성지수, 1인칭 대명사나 미래지향적 표현의 사용빈도와 지속가능성 성과에 대해 조사하였다. 최혜린 등(2020)은 기업 홈페이지의 경영자 인사말을 이용하여 측정된 경영자의 낙관주의 어조와 배당성향 간의 관계를 분석하였다. 김수인 등(2020)은 영문 홈페이지에 나타난 경영자 인사말에 나타난 경영자의 자기과신적 성향의 어조를 측정하여 실질활동이익조정과의 관계를 연구하였다. 이상의 내용을 종합해 보면, 다양한 연구들이 텍스트에 나타난 경영자의 어조를 이용해서 경영자의 특성을 측정하여 분석에 사용하고 있다는 점을 알 수 있다.

### 2.3 가설 설정

감사위험(audit risk)은 피감사기업의 고유위험(inherent risk), 통제위험(control risk)에 따라 높아지며, 외부감사인은 설정된 목표 감사위험을 일정 수준으로 낮추기 위하여 적발위험(detection risk) 수준을 결정한다. 즉 외부감사인은 피감사기업의 고유위험과 통제위험에 영향을 미칠 수 없으므로 이러한 위험이 높은 기업에 더 많은 감사노력을 투입하여 전체적인 감사위험을 낮추게 된다. 회계감사기준 300에서는 감사계획을 수립할 때 사업에 대한 이해, 경영자의 철학과 경영방식을 포함한 피감사기업의 이사회 및 조직구조 등을 고려하도록 규정하고 있다. 경영자의 철학과 경영방식은 기업의 경영기조(tone at the top)를 결정하며, 이러한 경영기조는 기업의 재무보고 과정에 큰 영향을 미치기 때문이다.

전술한 것처럼, 경영자의 자기과신적 성향은 두 가지 측면에서 감사위험을 높일 수 있다. 첫째, 경영자의 과신성향이 클수록 고유위험과 통제위험이 높아질 수 있다. 자기과신적 성향을 가진 경영자는 위험을 선호하여 무리한 투자를 진행하는 등 공격적 의사결정을 하는 경향이 있어 기업이 재무적 곤경에 놓일 가능성이 높다(Malmendier and Tate 2008; Ben-David et al. 2013). 또한 자기과신 성향이 강한 경영자는 정보를 생산하고 취득하는데 과소 투자하고(Goel and Thakor 2008), 내부 통제제도를 효과적으로 운영하기 위한 투자를 하지 않는다(Lin et al. 2014; Hsieh et al. 2014; 김경혜와 최경수 2020). 결과적으로 이러한 기업들은 공격적인 재무보고 행태를 보여, 낮은 품질의 재무보고 수준을 가질 가능성이 있다(Ahmed and Duellman 2013; Ham et al. 2017; Hribar and Yang 2016; Presley and Abbott 2013; Schrand and Zechman 2012; 김수인 등 2020).

둘째, 경영자의 자기과신적 성향은 감사인이 인식하는 경영자에 대한 신뢰성에 영향을 미친다(Beaulieu 2001; Lyon and Maher 2005). 초도 감사인은 경영진에 대한 공시된 정보를 바탕으로 신뢰성을 평가하며, 계속 감사인은 지배구조와의 커뮤니케이션을 비롯한 직접적인 경험을 통해 경영자에 대한 신뢰성을 판단하게 된다(Feng and Li 2014; Johnson et al. 2013). 감사인은 경영자에 대한 신뢰도에 따라 경영자가 제공하는 감사증거에 대한 신뢰도를 다르게 평가하는데(Dikolli et al.

2020; Kizirian et al. 2005; Lyon and Maher 2005; 김상미 등 2018), 자기과신 성향이 높은 경영자에 대해 신뢰도가 낮다면 감사증거 역시 신뢰하지 않을 가능성이 있다(Johnson et al. 2013).

이런 두 가지 이유에서 감사인이 피감사기업의 감사위험이 높다고 판단한다면, 이를 목표감사위험 이하로 낮추기 위하여 입증감사 범위를 확대하고 더 많은 감사노력을 기울일 것이다(권수영과 기은선 2011). 그 결과 감사시간과 감사보수가 증가할 가능성이 있다(Dikoli et al. 2020; Mitra et al. 2019; 김상미 등 2018).

이처럼 감사인의 감사노력에 영향을 미치는 경영자의 성향은 경영자가 구사하는 언어에 반영될 수 있다(Bochkay et al. 2019; Craig and Amernic 2018; Dikolli et al. 2020). 외부감사인이 경영자 특성을 감사위험 평가에 반영한다면 텍스트에 나타난 경영자의 어조에 따라 감사노력이 달라질 것이다. 구체적으로, 회계감사기준(315-6)에서는 기본적 위험평가절차 중의 하나로 경영진 등의 기업 내부의 관련자와의 질의 응답을 제시하고 있는데, 이 같은 과정에서 드러난 경영자의 성향은 피감회사가 제시하는 재무정보가 담고 있는 감사위험을 제대로 평가하는데 큰 영향을 미칠 것이다. 또한 재무보고와 관련된 내부통제는 기업 시스템의 일부로서 기본적으로 경영진의 의지에 따라 그 효과성이 결정된다. 따라서 통제위험의 평가에 있어서도 재무적 지표로 드러나지 않는 경영자의 성향을 파악하게 된다면 감사위험을 적절히 평가하는데 도움이 될 것이다. 다시 말해, 경영자의 과신성향이 높거나 경영자가 신뢰를 주지 못하는 어조가 관측 된다면 감사인이 인식하는 고유위험과 통제위험은 높아진다. 따라서 감사인은 감사위험을 낮추기 위해 추가적인 감사를 수행하는 등 더 많은 노력을 투입할 가능성이 높다(Greiner et al. 2020).<sup>2)</sup> 이러한 견해에 따라 다음과 같이 본 연구의 가설을 제시한다.

*가설 1: 경영자 인사말에 자기과신적 어조가 강할수록 더 많은 감사노력을 투입한다.*

Ben-David et al. (2013)은 자기과신 성향이 여러 형태의 경영자를 포괄하는 개념이며 미래의 성과를 낙관하는 낙관주의 성향(optimism), 변동성을 과소평가하는 오측정 성향(miscalibration), 그리고 자신이 통제할 수 없는 부분을 통제할 수 있다는 믿음(illusion of control)을 갖는 경영자의 세 가지 형태로 분류할 수 있다고 하였다. DICTION을 통해 추출 가능한 어조 중에서는 공격적인 의사결정을 하는 경영자에게서 활동성, 낙관주의 및 확실성 어조가 강하게 보이는 것으로 드러났다. 구체적으로, 활동성은 행동을 강요하고 개인의 성취와 관련된 용어의 사용에 따라 증가한다. Patelli and Pedrini(2015)는 활동성 어조가 자아도취적 자기과신(narcissistic self confidence)을 반영

2) 그러나 만약 감사인이 이런 경영자의 특성을 감사계획에 반영하지 못한다면 감사노력 수준과 이런 특성들은 관련성이 없을 수도 있을 것이다. 이는 자기과신 경향이 강한 경영자들이 감사보수를 감사인과 협의하는 과정에서 자신이 경영하는 기업의 회계품질을 높이 평가하고 이에 대한 감사인의 의견을 받아들이지 않는 상황에서 발생가능하다(Duellman et al. 2015).



하며 긍정적인 미래성과나 변화를 실행하기 위한 능력에 대한 강조로 나타난다고 하였다 (Badaracco 2001; Bénabou and Tirole 2002). 그러므로 이들은 경영자의 활동성 어조가 윤리적 리더쉽과 재무보고 품질의 근본적인 요소인 신뢰성을 감소시킨다고 하였다. 한편, 활동성 어조는 대표성 편향(representative bias)을 나타낸다. 객관적인 근거보다 신뢰성이 낮은 정보를 과신하는 경향인 대표성 편향(Lakonishok et al. 1994)은 경영자들이 자신의 행동에 높은 가치를 부여하는 것으로 나타날 수 있다(Fogarty and Rogers 2005). 그러므로 자신의 의사결정을 정당화하고자 할 때 활동성 어조가 강조될 수 있다(Mokoteli and Taffler 2009). Surroca et al. (2016)은 위험을 선호도가 높은 경영자에게서 활동성 어조가 높게 나타난다고 하였다. 실증적으로 경영 성과가 좋지 않은 기업의 보고서에 활동성을 강조하는 어조가 많이 사용되고 경향이 보고되기도 하였다(Sydserrf and Weetman 2002).

낙관주의는 칭찬과 만족과 관련한 용어의 사용에 따라 증가하며 인상관리 이론(impression theory) 관점에서 경영자가 외부의 기대에 영향을 미치기 위한 사용되는 어조이다(Bowen et al. 2005). 낙관적인 경영자는 미래 이익성장률이나 투자 성과를 과대 평가하는 경향을 보인다(Hackbarth 2008, Malmendier et al. 2011). 낙관적인 경영자 역시 긍정적인 면에 중점을 두고 자신의 부정적인 경험에는 집중하지 않는 태도를 보인다(Carver and Scheier 2002). Ataullah et al. (2018)은 경영자의 낙관적인 어조와 그들의 행동이 일치되는지를 분석하여, 투자자에게 긍정적인 기업성과 인식시키기 위하여 낙관적인 어조를 사용한다는 결과를 보고하였다.

확실성은 권위주의적으로 말하는 경향과 관련이 있으며, 완전성을 강조하고 망설임을 회피하는 언어들도 포함한다. 따라서 확실성 어조를 보이는 경영자는 자신에 대한 복종과 충성심을 요구하는 경향이 있고(Giessner and Van Quaquebeke 2010) 타협을 용납하지 않는 권위적인 경영자에게서 확실성 어조가 나타난다(Patelli and Pedrini 2015). Eshraghi and Taffer(2012)과 Boulton and Campbell(2016) 등에서 경영자의 자기과신 성향을 나타내는 변수로 확실성 어조를 사용하여 재무 의사결정에 대한 분석을 실시하였다. Greiner et al. (2020)은 확실성 어조가 사실적 증거(factual evidence)에 대한 검증을 약화시킨다는 점에서 감사인의 전문가적 의구심과 배치되기 때문에 재무 정보에 대한 신뢰성 인식에 영향을 줄 수 있다고 하였다. 이러한 선행연구들에 비추면 보면, 활동성, 낙관주의 및 확실성 어조가 자기과신 성향을 나타낼 수 있으므로 이들 어조를 이용하여 분석을 진행한다.

### Ⅲ. 연구 설계

#### 3.1 연구모형

본 연구에서는 앞에서 설명한 것처럼 경영자의 자기과신 성향과 감사노력 사이의 관계에 대한

가설을 실증 분석한다. 이 분석을 위한 연구모형은 선행연구들을 참조하여 아래와 같이 식 (1)에 제시한다. 감사노력의 정도는 감사시간과 감사보수의 두 가지 대용변수(proxy)로 측정한다.

$$LAF_{t+1} (LAH_t) = \beta_0 + \beta_1 Act_t + \beta_2 Opt_t + \beta_3 Cert_t + \beta_4 TW_t + \beta_5 SIZE_t + \beta_6 INVREC_t + \beta_7 QUICK_t + \beta_8 ROA_t + \beta_9 LOSS_t + \beta_{10} LEV_t + \beta_{11} CONFM_t + \beta_{12} FOR_t + \beta_{13} BIG4_{t+1} (BIG4_t) + \beta_{14} FIRST_{t+1} (FIRST_t) + \beta_{15} OPINION_t + \beta_{16} DA_t + \epsilon_t \quad (1)$$

여기서,

<i>LAF (LAH)</i>	: 감사보수(감사시간)의 자연로그 값;
<i>Act</i>	: DICTION에서 산출된 활동성 점수;
<i>Opt</i>	: DICTION에서 산출된 낙관주의 점수;
<i>Cert</i>	: DICTION에서 산출된 확실성 점수;
<i>TW</i>	: 경영자 인사말의 총 단어 수의 자연로그 값;
<i>SIZE</i>	: 시가총액의 자연로그 값;
<i>INVREC</i>	: (재고자산+매출채권)/총자산;
<i>QUICK</i>	: (유동자산-재고자산)/유동부채;
<i>ROA</i>	: 당기순이익/총자산;
<i>LOSS</i>	: 당기순손실이면 1, 아니면 0;
<i>LEV</i>	: 총부채/총자본;
<i>CONFM</i>	: 연결자회사 수의 자연로그 값;
<i>FOR</i>	: 외국인지분율;
<i>BIG4</i>	: BIG4 감사인이면 1, 아니면 0;
<i>FIRST</i>	: 초도감사면 1, 아니면 0;
<i>OPINION</i>	: 감사의견이 적정의견이면 1, 아니면 0;
<i>DA</i>	: 성과 대응 재량적 발생액(Kothari et al. 2005).

본 연구의 종속변수인 감사노력은 감사보수(*LAF*)과 감사시간(*LAH*)로 측정하였다. 감사인이 감사위험을 낮추기 위해 입증감사의 범위를 확인하는 감사노력을 투입할수록 감사보수와 감사시간은 증가하기 때문이다(권수영과 기은선 2011).<sup>3)</sup>

본 연구의 관심변수인 경영자의 자기과신적 어조는 회계문헌에서 자주 사용되는 DICTION 프로

3) 통계적으로는 거의 동일한 의미이지만, 본 연구에서는 식 (1)의 종속변수로 비정상감사보수나 비정상감사시간을 이용한 분석도 수행하였다. 그 결과가 본 연구에 보고된 결과와 동일하기 때문에 별도로 언급하지 않는다.

그램을 이용하여 경영자의 활동성, 낙관주의, 확실성의 세 어조의 점수로 측정하였다(Cho et al. 2010; Henry 2006; Rogers et al. 2011; Surroca et al. 2016, Greiner et al. 2020).<sup>4)5)</sup>

그 외 감사보수 및 감사시간에 영향을 주는 요인으로 선행연구들을 참조하여 다양한 통제변수를 포함하였다(김상미 외 2018, 권수영과 기은선 2011).<sup>6)</sup> 감사보수는 전기의 기업의 재무자료를 근거로 차기 초에 결정되는 반면 감사노력은 당기에 결정되므로, 경영자 어조에 대한 감사인의 반응을 측정하기 위해 감사보수는 차기의 수치를, 감사시간은 당기의 수치를 이용하였다. 또한 감사인 특성을 반영하는 통제변수(*BIG4* 및 *FIRST*)는 종속변수의 시점에 맞추어 포함하였다. 분석에 사용된 연속변수는 극단치의 영향을 제거하기 위해 각 변수값의 상하위 1% 값을 기준으로 극단치를 조정(winsorization)하였으며, 산업별 차이점을 통제하기 위해 산업별 클러스터링(clustering) 표준편차를 이용하였다.

### 3.2 표본의 선정

본 연구에서는 경영자 인사말에 나타난 어조를 언어분석 프로그램인 DICTION으로 측정한다. DICTION은 영어를 기반으로 한 프로그램이므로 거래소 상장기업과 코스닥 상장기업 중 기업 홈페이지의 영문 대표이사 인사말을 게재한 기업을 대상으로 하였다.<sup>7)</sup> 2018년 말 기준으로 영문 홈페이지가 있는 거래소 및 코스닥 상장기업은 1,151개 기업이었다. 이 중 결산 시점의 차이로 인해 비교가능성이 저하되는 것을 방지하기 위해 12월 결산법인이 아닌 기업은 표본에서 제외하였고, 금융업은 재무제표 계정 과목 등의 특성이 다른 업종들과 상이하므로 표본에서 제외하였다. 추가

4) DICTION 프로그램은 문서를 의미구조에 기초한 31개의 언어범주로 분류된 10,000개의 검색어로 이루어진 사전을 바탕으로 분석을 수행하며, 제시된 문서에서 유추할 수 있는 어조의 특성변수를 생성한다(Hart 2000; Sydserrif and Weetman 2002).

5) DICTION을 이용한 각 어조 변수의 구체적인 추출 방법은 아래의 식과 같다.

Master Variable	Formula
Activity	[Aggression + Accomplishment + Communication + Motion] - [Cognition + Passivity + Embellishment]
Optimism	[Praise + Satisfaction + Inspiration] - [Blame + Hardship + Denial]
Certainty	[Tenacity + Leveling + Collectives + Insistence] - [Numerical Terms + Ambivalence + Self Reference + Variety]

6) 규모(SIZE)가 큰 기업일수록 감사하는데 더 많은 시간이 소요될 것이므로 감사시간 및 감사보수가 증가할 것으로 예상된다. *INVREC*와 *CONFM*은 감사업무의 복잡성을 나타내는 변수로서, 복잡성이 증가할수록 감사노력이 더 투입될 것이다. 유동성(*QUICK*)이 높은 기업은 감사위험이 상대적으로 낮을 것으로 예상되고, 수익성(*ROA* 및 *LOSS*)이 낮은 기업일수록 경영자의 기회주의적 성향이 높아 감사위험도 높을 것으로 예상된다. 부채비율(*LEV*)이 높으면 재무 안정성이 낮은 것으로 감사위험이 높아지고, 외국인지분율(*FOR*)이 높으면 고품질의 감사서비스에 대한 수요가 증가하므로 감사노력이 증가한다. 또한 감사인의 특성을 나타내는 변수들(*BIG4*, *FIRST*, *OPINION*)도 통제변수로 포함하였다. 대형 감사인이 감사한 경우, 초도감사의 경우, 그리고 비적정의견을 받은 경우는 감사노력이 더 많이 투입될 것으로 기대한다. 마지막으로 *DA*는 재량적 발생액이 감사시간 및 감사보수에 영향을 미칠 수 있으므로 포함하였다.

7) 개별 기업 홈페이지에 게재된 대표이사의 영문 인사말 자료는 최혜린, 변진호, 박경희에게서 제공받았다. 동일한 자료는 김수인 등(2020)에도 사용된 바 있다.

적으로 재무 데이터를 획득할 수 없는 기업을 제외하여 총 1,059개의 기업을 최종 표본으로 선정하였다.

## IV. 분석 결과

### 4.1 기초 통계량

<Table 1>에는 실증분석에 이용된 변수들의 기초 통계량을 제시하였다. 종속변수인 감사보수 및 감사시간의 측정치(*LAF*, *LAH*)의 평균은 각각 18.5720, 7.1773로 나타났다. 본 연구의 관심변수인 경영자 자기과신 성향의 측정치인 활동성(*Act*), 낙관주의(*Opt*), 확실성(*Cert*)의 평균은 각각 49.4099, 52.3731, 45.1351로서, 활동성(*Act*), 낙관주의(*Opt*), 확실성(*Cert*)의 값이 클수록 경영자 자기과신 성향이 큰 것으로 해석한다. 이들 세 변수는 중위수와 평균이 거의 유사한 것과 표준편차 값이 평균과 비교해서 크지 않으므로, 특별히 큰 극단치가 존재할 것으로 판단되지 않는다.

기타 통제변수들의 기초 통계량을 살펴보면, 경영자 인사말의 길이(*TW*)의 평균은 5.3062이다.<sup>8)</sup> 표본기업들의 기업규모의 측정치인 *SIZE*는 평균이 25.7605이다. 재고자산 및 매출채권의 비율(*INVREC*) 및 재고자산을 제외한 유동자산의 비율(*QUICK*)의 평균은 각각 0.2653과 2.7242이다. 총자산이익률(*ROA*) 평균은 0.0057이고, 당기순손실(*LOSS*)의 평균은 0.3050로 나타나 표본기업의 약 30%가 손실을 보고하였다. 부채비율(*LEV*)과 연결자회사 수(*CONFM*)의 평균은 각각 1.0819, 1.3679로 나타났다. 외국인 주주가 주식을 소유한 비율(*FOR*)은 약 7% 정도이며, 약 47%의 표본기업이 Big 4 감사인(*BIG4*)으로부터 외부감사를 받았다. 초도감사(*FIRST*)와 감사의견(*OPINION*)의 평균은 각각 0.2002와 0.9896으로 나타나 약 20%의 표본기업들이 초도감사를 받았고, 대부분의 표본기업들의 감사의견은 적정의견임을 알 수 있다. 마지막으로 재량적 발생액(*DA*)의 평균은 0.0086이다. 전반적으로 변수들의 분포는 이상치를 보이지 않는다.<sup>9)</sup>

8) 이 수치를 환산해 보면, 경영자 인사말의 평균 길이는 약 200단어에 해당한다.

9) 평균값이나 중위수에 비해 최대값이 매우 큰 경우는 *QUICK*과 *LEV*의 두 변수다. 이 두 변수를 제외하고 회귀분석을 수행해도 관심변수에 대한 분석결과는 크게 변동되지 않았다. 따라서 만약 극단치가 존재한다고 하더라도, 그 극단치가 분석결과에 미치는 영향은 미미하다고 판단할 수 있다.

<Table 1> Descriptive Statistics

Variables	Mean	Median	Max	Min	SD
<i>LAF</i>	18.5720	18.4207	21.2539	16.1181	0.7992
<i>LAH</i>	7.1773	7.0076	9.5295	5.3753	0.6971
<i>Act</i>	49.4099	49.4400	54.0700	44.0900	1.7936
<i>Opt</i>	52.3731	52.2200	56.8400	49.7300	1.4584
<i>Cert</i>	45.1351	45.0200	54.0500	38.0300	3.2011
<i>TW</i>	5.3062	5.3132	6.3886	4.2767	0.4017
<i>SIZE</i>	25.7605	25.5193	30.2654	23.0793	1.2965
<i>INVREC</i>	0.2653	0.2510	0.6444	0.0000	0.1428
<i>QUICK</i>	2.7242	1.2438	66.3118	0.1636	5.8721
<i>ROA</i>	0.0057	0.0226	0.2108	-0.5595	0.1027
<i>LOSS</i>	0.3050	0.0000	1.0000	0.0000	0.4606
<i>LEV</i>	1.0819	0.7730	11.9779	0.0493	1.1999
<i>CONFM</i>	1.3679	1.3863	4.6634	0.0000	0.9881
<i>FOR</i>	0.0730	0.0315	0.5637	0.0000	0.1016
<i>BIG4</i>	0.4759	0.0000	1.0000	0.0000	0.4997
<i>FIRST</i>	0.2002	0.0000	1.0000	0.0000	0.4003
<i>OPINION</i>	0.9896	1.0000	1.0000	0.0000	0.1014
<i>DA</i>	0.0086	0.0034	0.4188	-0.3363	0.0894

- 1) This table reports the descriptive statistics for the variables used in the main analysis (Equation (1)).
- 2) Definitions of the variables are as follows: *LAF* (*LAH*) = the natural logarithm of audit fees (audit hours); *Act* = Activity score by DICTION; *Opt* = Optimism score by DICTION; *Cert* = Certainty score by DICTION; *TW* = the natural logarithm of the number of total words in CEO's greeting; *SIZE* = the natural logarithm of the market value of equity; *INVREC* = sum of inventory and account receivable divided by total assets; *QUICK* = current assets minus inventory divided by current liability; *ROA* = net income divided by total assets; *LOSS* = indicator variable equals to 1 if net loss and 0 otherwise; *LEV* = total liability divided by total equity; *CONFM* = the natural logarithm of the number of consolidated subsidiaries; *FOR* = foreign investor's shareholding ratio; *BIG4* = indicator variable equals to 1 if a firm's auditor is one of the Big 4 auditors and 0 otherwise; *FIRST* = indicator variable equals to 1 if a firm's auditor is an initial auditor and 0 otherwise; *OPINION* = indicator variable equals to 1 if audit opinion is unqualified opinion and 0 otherwise; *DA* = performance matched discretionary accrual (Kothari et al. 2005).

#### 4.2 상관관계 분석

<Table 2>에서는 본 연구에서 사용한 변수들 간의 피어슨(Pearson) 상관관계를 제시하였다. 감사 시간과 감사보수의 자연로그 값인 *LAF* 와 *LAH*는 활동성 어조(*Act*), 낙관주의 어조(*Opt*), 확실성 어조(*Cert*)와 모두 유의한 양(+)*의 상관관계를 보인다. 이는 가설의 예측을 지지하는 결과로서, 경영자의 자기과신 성향이 증가하면 감사노력이 증가한다는 것을 의미한다.*

자기과신성향의 측정변수인 활동성(*Act*), 낙관주의(*Opt*), 확실성(*Cert*) 간의 상관관계를 살펴보면, 활동성(*Act*)은 확실성(*Cert*)은 양(+)*의 상관관계(0.30)가 있었으나 낙관주의(*Opt*)와는 유의적인*



상관관계가 없었다. 그러나 낙관주의(*Opt*)와 확실성(*Cert*)은 유의한 양(+의 관계(0.45)가 있는 것으로 나타났다. 이는 각 어조가 경영자의 독특한 특성과 함께 공통적인 특성들도 동시에 포착하고 있음을 보여준다. 기타 통제변수들 간의 상관관계는 다중공선성 등의 문제를 일으킬만한 사항이 발견되지 않았다.

〈Table 2〉 Correlation Analysis

	LAF	LAH	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1. <i>Act</i>	<b>0.16</b>	<b>0.17</b>	<b>1.00</b>														
2. <i>Opt</i>	<b>0.16</b>	<b>0.16</b>	-0.04	<b>1.00</b>													
3. <i>Cert</i>	<b>0.13</b>	<b>0.13</b>	<b>0.30</b>	<b>0.45</b>	<b>1.00</b>												
4. <i>TW</i>	<b>0.20</b>	<b>0.19</b>	<b>0.40</b>	<b>0.46</b>	<b>0.83</b>	<b>1.00</b>											
5. <i>SIZE</i>	<b>0.69</b>	<b>0.65</b>	<b>0.12</b>	<b>0.14</b>	<b>0.14</b>	<b>0.20</b>	<b>1.00</b>										
6. <i>INVREC</i>	-0.04	-0.04	-0.02	0.01	0.02	0.01	<b>-0.15</b>	<b>1.00</b>									
7. <i>QUICK</i>	<b>-0.17</b>	<b>-0.17</b>	-0.04	-0.07	-0.04	-0.05	-0.02	<b>-0.20</b>	<b>1.00</b>								
8. <i>ROA</i>	<b>0.05</b>	<b>0.07</b>	<b>0.03</b>	<b>0.05</b>	<b>0.07</b>	0.04	<b>0.22</b>	<b>0.08</b>	0.02	<b>1.00</b>							
9. <i>LOSS</i>	-0.05	-0.06	-0.00	-0.05	-0.06	-0.02	<b>-0.19</b>	<b>-0.07</b>	-0.01	<b>-0.69</b>	<b>1.00</b>						
10. <i>LEV</i>	<b>0.29</b>	<b>0.28</b>	<b>0.05</b>	<b>0.08</b>	0.05	0.06	-0.04	<b>0.09</b>	<b>-0.23</b>	<b>-0.29</b>	<b>0.23</b>	<b>1.00</b>					
11. <i>CONFM</i>	<b>0.60</b>	<b>0.63</b>	<b>0.14</b>	<b>0.08</b>	<b>0.11</b>	<b>0.13</b>	<b>0.48</b>	0.00	<b>-0.10</b>	<b>0.07</b>	<b>-0.08</b>	<b>0.22</b>	<b>1.00</b>				
12. <i>FOR</i>	<b>0.44</b>	<b>0.42</b>	<b>0.07</b>	<b>0.11</b>	<b>0.06</b>	<b>0.11</b>	<b>0.54</b>	<b>-0.09</b>	-0.00	<b>0.19</b>	<b>-0.17</b>	-0.06	<b>0.36</b>	<b>1.00</b>			
13. <i>BIG4</i>	<b>0.56</b>	<b>0.59</b>	0.04	<b>0.10</b>	<b>0.07</b>	<b>0.11</b>	<b>0.37</b>	-0.02	-0.02	<b>0.12</b>	<b>-0.11</b>	<b>0.06</b>	<b>0.26</b>	<b>0.29</b>	<b>1.00</b>		
14. <i>FIRST</i>	-0.02	0.02	-0.02	-0.01	-0.06	-0.04	<b>-0.06</b>	0.01	0.01	-0.04	<b>0.06</b>	<b>0.10</b>	-0.04	<b>-0.10</b>	<b>-0.15</b>	<b>1.00</b>	
15. <i>OPINION</i>	<b>-0.12</b>	-0.02	-0.03	0.01	<b>0.07</b>	0.02	0.04	0.06	0.01	<b>0.14</b>	<b>-0.09</b>	<b>-0.22</b>	0.01	0.04	-0.01	-0.02	<b>1.00</b>
16. <i>DA</i>	<b>-0.09</b>	<b>-0.11</b>	-0.05	<b>-0.11</b>	-0.03	-0.02	<b>-0.08</b>	<b>0.16</b>	<b>0.11</b>	<b>0.11</b>	-0.03	-0.05	-0.02	<b>-0.10</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.08</b>	0.05

1) This table reports Pearson correlations among variables used in the empirical analysis. Refer to Table 1 for the definition of the variables.

2) The numbers in bold represent the significant correlations at the 5% level.

### 4.3 회귀분석 결과

〈Table 3〉의 Panel A는 식 (1)을 이용하여 경영자 인사말에 나타난 활동성(*Act*), 낙관주의(*Opt*), 확실성(*Cert*) 어조와 감사보수(*LAF*) 사이의 관계에 대한 회귀분석 결과를 보여준다. *Act*, *Opt*, *Cert*

의 각 어조변수에 대한 분석 결과는 각각 열 (1), 열 (2), 열 (3)에 보고하고 세 관심변수를 모두 포함한 결과는 열(4)에 보고하였다. 열(1)을 보면 *Act*의 회귀계수가 0.0160으로서, 5% 수준( $t$ -statistics = 2.371)에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 활동성 어조가 강하게 나타날수록 감사보수가 증가한다는 것을 의미한다.<sup>10)</sup> 그러나 열(2)에 보고한 *Opt*와 열(3)에 보고한 *Cert*의 회귀계수는 유의한 값이 나타나지 않았다, 열(4)에서 세 변수를 모두 한 회귀식에 포함하여 분석을 한 결과, *Act*의 계수가 열(1)과 마찬가지로 통계적으로 유의적이다. *Opt*의 계수값(0.0181)은 한계적으로 유의한 것으로 나타난다( $t$ -statistics = 2.003). *Cert*의 회귀계수는 여전히 유의하지 않았다. 종합하면 감사인들은 활동성 어조 및 낙관적 어조에 나타난 경영자의 자기과신적 특성을 감사보수에 반영하는 것을 알 수 있다.

통제변수의 결과는 선행연구와 대체로 유사하게 나타난다. 구체적으로, 기업의 규모(*SIZE*), 부채 비율(*LEV*), 연결자회사 수(*CONFM*), 외국인지분율(*FOR*), Big 4 회계법 인 여부(*BIG4*), 초도감사 (*FIRST*)가 유의한 양(+)의 회귀계수를 가지고 있으며, 당좌비율(*QUICK*)과 감사의견(*OPINION*)은 유의한 음(-)의 회귀계수를 보이는 것으로 나타났다. *TW*(경영자 인사말의 총 단어 수의 자연로그 값)은 모든 분석에서 유의적이지 않은데, 이는 경영자 인사말의 길이(length)는 감사인의 판단에 영향을 미치지 않는다는 것을 의미한다.

식 (1)을 이용하여 경영자 인사말에 나타난 활동성(*Act*), 낙관주의(*Opt*), 확실성(*Cert*) 어조와 감사시간(*LAH*) 사이의 관계에 대한 회귀분석을 실시한 결과는 <Table 3>의 Panel B에 제시하였다. 표의 구성은 Panel A와 동일하다. Panel B의 열(1)에서 *Act*의 회귀계수가 0.0223으로서, 1% 수준 ( $t$ -statistics = 2.927)에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 활동성 어조가 강하게 나타날수록 감사시간이 증가한다는 것을 의미한다. 그러나 열(2)에 보고한 *Opt*와 열(3)에 보고한 *Cert*의 회귀 계수는 유의한 값이 나타나지 않았다. 열(4)에서 세 변수를 모두 한 회귀식에 포함하여 분석을 한 경우는 *Act*의 계수값(0.0258)이 열(1)과 마찬가지로 통계적으로 유의적이다. *Opt*의 계수값(0.0168)은 열(2)과는 달리 한계적이지만 유의적인 것으로 나타났다( $t$ -statistics = 2.006). 열(3)과 마찬가지로 *Cert*의 회귀계수는 유의한 값이 나타나지 않았다.

이상의 결과를 종합하면, 감사인이 활동성 어조가 높은 기업을 감사할 때 더 많은 감사노력을 투입하는 것으로 해석할 수 있다. 낙관주의 어조도 일부 분석에서 감사노력을 더 많이 투입한다는 것이 관찰되었지만, 유의적인 결과가 도출되지 않은 분석도 있으므로 결과가 명확하지 않다. 반면 확실성 어조는 감사노력 수준과 유의적인 관련성이 존재하지 않은 것으로 나타났다.<sup>11)12)</sup>

10) 열(1)에 보고한 결과의 경제적 중요성은 다음과 같다. 감사보수를 포함한 다른 모든 변수들을 증위수 값으로 설정하고 열(1)에 보고한 계수값을 이용하여 예측 감사보수를 추정했을 때, *Act*의 값이 증위수(49.4400)에서 표준편차 (1.7936) 만큼 적은 수치(47.6464 = 49.4400 - 1.7936)에서 증위수보다 표준편차만큼 큰 수치(51.2336 = 49.4400 + 1.7936)로 증가하면 예측 감사보수가 증위수 대비 약 5.91% 상승한다. 이 정도의 감사보수 상승분은 경제적으로 중요하다 할 수 있다.

11) 통제변수에 대한 분석결과는 Panel A와 거의 유사하다.

〈Table 3〉 Regression Analyses Results

Panel A: Effect of CEO Overconfidence on Audit Fees

Dependent variable=	(1)	(2)	(3)	(4)
	LAF	LAF	LAF	LAF
<i>Constant</i>	10.5207 (14.481)***	10.7613 (15.950)***	11.2442 (17.561)***	9.6938 (12.382)***
<i>Act</i>	0.0160 (2.371)**			0.0195 (2.962)***
<i>Opt</i>		0.0094 (0.989)		0.0181 (2.003)**
<i>Cert</i>			-0.0079 (-1.092)	-0.0085 (-1.310)
<i>TW</i>	0.0494 (1.449)	0.0621 (1.655)	0.1295 (1.993)*	0.0703 (0.992)
<i>SIZE</i>	0.2643 (11.917)***	0.2643 (11.695)***	0.2640 (11.828)***	0.2631 (11.923)***
<i>INVREC</i>	0.0800 (0.623)	0.0744 (0.578)	0.0754 (0.588)	0.0781 (0.614)
<i>QUICK</i>	-0.0090 (-4.263)***	-0.0090 (-4.226)***	-0.0091 (-4.418)***	-0.0089 (-4.002)***
<i>ROA</i>	-0.0799 (-0.597)	-0.0717 (-0.534)	-0.0582 (-0.435)	-0.0820 (-0.625)
<i>LOSS</i>	0.0571 (1.288)	0.0600 (1.397)	0.0576 (1.346)	0.0560 (1.306)
<i>LEV</i>	0.1182 (5.632)***	0.1175 (5.472)***	0.1189 (5.544)***	0.1175 (5.730)***
<i>CONFM</i>	0.1856 (9.079)***	0.1887 (8.967)***	0.1887 (9.218)***	0.1862 (9.288)***
<i>FOR</i>	0.3114 (2.417)**	0.3028 (2.324)**	0.3004 (2.284)**	0.2931 (2.280)**
<i>BIG4</i>	0.5797 (18.500)***	0.5777 (18.813)***	0.5771 (18.875)***	0.5793 (18.906)***
<i>FIRST</i>	0.1817 (6.441)***	0.1829 (6.383)***	0.1818 (6.198)***	0.1788 (6.282)***
<i>OPINION</i>	-0.5211 (-3.676)***	-0.5336 (-3.606)***	-0.5194 (-3.704)***	-0.5103 (-3.746)***
<i>DA</i>	0.0231 (0.127)	-0.2396 (-1.632)	0.0055 (0.030)	0.0469 (0.254)
Adj. R <sup>2</sup>	0.7461	0.7225	0.7453	0.7466
N	1,059	1,059	1,059	1,059

12) 이와 같은 결과는 Greiner et al. (2020)의 확실성 어조가 감사보수와 관련되어 있다는 결과와 구분된다. Greiner et al. (2020)은 활동성 어조에 대한 분석은 실시하지 않고 공통성(commonality) 어조, 낙관주의, 확실성 어조를 이용하여 경영자의 어조가 감사인의 인지된 신뢰성에 미치는 영향에 대해 연구를 수행하였기 때문에 나타난 차이로 보인다. 또한 국내기업의 경영자와 해외기업의 경영자의 자기과신적 성향이 드러나는 어조가 상이한 현상이 반영됐을 가능성이 있다. 또한 주석4)에서 제시했듯이 자기과신적 성향이 강한 경영자의 경우, 감사보수 협의과정이나 감사를 수행하는 과정에서 회사의 회계처리에 자신감을 가지고 감사인의 의견을 받아들이지 않을 가능성이 연구 결과에 반영되었을 수 있다.

Panel B: Effect of CEO Overconfidence on Audit Hours

	(1)	(2)	(3)	(4)
Dependent variable=	<i>LAH</i>	<i>LAH</i>	<i>LAH</i>	<i>LAH</i>
<i>Constant</i>	0.1774 (0.251)	0.7907 (1.277)	1.1146 (1.903)*	-0.6438 (-1.009)
<i>Act</i>	0.0223 (2.927)***			0.0258 (3.871)***
<i>Opt</i>		0.0066 (0.704)		0.0168 (2.006)*
<i>Cert</i>			-0.0039 (-0.559)	-0.0040 (-0.612)
<i>TW</i>	0.0040 (0.119)	0.0324 (0.912)	0.0688 (1.045)	-0.0029 (-0.044)
<i>SIZE</i>	0.1990 (10.300)***	0.1993 (10.034)***	0.1991 (10.152)***	0.1983 (10.450)***
<i>INVREC</i>	0.0195 (0.248)	0.0120 (0.149)	0.0128 (0.159)	0.0187 (0.241)
<i>QUICK</i>	-0.0092 (-4.277)***	-0.0092 (-4.256)***	-0.0092 (-4.394)***	-0.0090 (-4.043)***
<i>ROA</i>	0.0156 (0.098)	0.0301 (0.191)	0.0378 (0.239)	0.0100 (0.064)
<i>LOSS</i>	0.0572 (1.647)	0.0606 (1.746)*	0.0593 (1.705)*	0.0571 (1.676)*
<i>LEV</i>	0.0972 (6.247)***	0.0968 (6.017)***	0.0976 (6.095)***	0.0962 (6.399)***
<i>CONFM</i>	0.2064 (11.291)***	0.2105 (11.249)***	0.2104 (11.543)***	0.2068 (11.440)***
<i>FOR</i>	0.2253 (1.619)	0.2168 (1.470)	0.2164 (1.490)	0.2130 (1.492)
<i>BIG4</i>	0.5157 (25.407)***	0.5121 (25.187)***	0.5123 (24.770)***	0.5143 (25.398)***
<i>FIRST</i>	0.1661 (5.256)***	0.1653 (5.267)***	0.1648 (5.281)***	0.1640 (5.261)***
<i>OPINION</i>	0.0719 (0.592)	0.0557 (0.468)	0.0634 (0.515)	0.0768 (0.614)
<i>DA</i>	-0.2345 (-1.631)	0.0267 (0.144)	-0.2529 (-1.733)*	-0.2093 (-1.437)
Adj. R <sup>2</sup>	0.7251	0.7452	0.7224	0.7255
N	1,059	1,059	1,059	1,059

1) The Equation (1) is used to perform ordinary least square regression analysis. Panel A (B) reports the regression results when the dependent variable in the equation is *LAF (LAH)*.

2) Refer to Table 1 for the definition of the variables.

3) The values without (within) parenthesis represent coefficient (t-value).

4) \*\*\*, \*\*, and \* indicate significance at 1%, 5% and 10% levels respectively (two-tailed).

#### 4.4 2단계 회귀분석 결과

본 연구의 종속변수인 감사시간 및 감사보수의 측정치와 관심변수인 경영자 어조를 이용한 경영자 자기과신 성향 측정치들은 관찰되지 않은 기업의 특성으로 인한 내생성의 문제가 있을 가능성이 있다(Evans et al. 2015). 이에 <Table 4>에서는 내생성을 통제한 two-stage least squares(2-SLS)를 이용한 분석 결과를 제시하였다. 선행연구들(Larcker 2003)에 따라, 1단계에서는 활동성, 낙관주의, 확실성 점수의 제공의 값( $Act^2$ ,  $Opt^2$ ,  $Cert^2$ )을 각각의 변수의 도구변수(instrumental variable)로 사용하고 식 (2)의 통제변수들을 모두 포함하여 활동성, 낙관주의, 확실성 점수의 예측치( $Pred\_Act$ ,  $Pred\_Opt$ ,  $Pred\_Cert$ )를 측정하였다. 2단계에서는 1단계를 통해 추정된 활동성, 낙관주의, 확실성 점수( $Pred\_Act$ ,  $Pred\_Opt$ ,  $Pred\_Cert$ )를 각각  $Act$ ,  $Opt$ ,  $Cert$  대신 식 (1)에 포함하여 분석을 실시하였다.<sup>13)</sup>

분석 결과는 <Table 4>에 보고하였다. Panel A에 보고된 1단계의 결과에서는 도구변수인  $Act^2$ ,  $Opt^2$ ,  $Cert^2$ 의 회귀계수(각각 0.0102, 0.0095, 0.0107)가 모두 유의한 값으로 나타나 각 어조인  $Act$ ,  $Opt$ ,  $Cert$ 를 예측하는데 유의하다는 것을 알 수 있다.

Panel B는 종속변수를 감사보수로 한 2단계의 결과를 보여준다. 열(1)에서는 관심변수인  $Pred\_Act$ 의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 반면, 열(2)와 열(3)에 나타난 분석 결과에서는  $Pred\_Opt$  및  $Pred\_Cert$ 에 대한 2SLS 추정 계수는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 세 어조 변수를 모두 포함한 열(4)의 결과에서는  $Pred\_Act$ 와  $Pred\_Opt$ 의 회귀계수가 유의한 값을 가졌다. 감사시간을 종속변수로 한 Panel C에서도 비슷한 결과를 보고한다. <Table 3>에 제시한 결과와 종합하여 판단하면, 감사인은 활동성 어조로 드러난 경영자의 자기과신성향을 감사노력 및 감사보수에 반영한다고 결론내릴 수 있다. 그러나 <Table 3>이 결과에서와 마찬가지로 낙관주의 어조에서는 분석에 따라 일관되지 않은 결과가 나타나 감사인의 감사노력과의 관계를 명확히 설명하기 어렵다.

13) 이렇게 하여 추정된 예측치 값이 2단계의 도구변수로 타당하지 판단하기 위해 Durbin-Wu-Hausman Test를 실시하였다. 그 결과  $Act$ 와  $Cert$ 의 두 변수의 경우는  $\chi^2$  수치의 p-value의 값이 10%를 넘어 제공값이 적절한 도구변수라는 통계값을 얻었다.  $Opt$ 의 경우는 내생변수가 아니라는 결과를 얻었으나, 다른 변수와의 일관성을 위해 제공값을 도구변수로 사용하였다.



〈Table 4〉 Two-stage Least Squares Results for Activity Tone

Panel A. First stage results

Dependent variable=	<i>Act</i>	<i>Opt</i>	<i>Cert</i>
<i>Constant</i>	24.7204 (312.260)***	26.4357 (719.000)***	22.2840 (150.100)***
<i>Act</i> <sup>2</sup>	0.0102 (445.910)***		
<i>Opt</i> <sup>2</sup>		0.0095 (998.190)***	
<i>Cert</i> <sup>2</sup>			0.0107 (225.770)***
<i>TW</i>	-0.0210 (-4.030)***	0.0007 (0.280)	0.2015 (9.610)***
<i>SIZE</i>	-0.0018 (-0.870)	-0.0015 (-1.290)	-0.0067 (-1.200)
<i>INVREC</i>	0.0254 (2.670)***	0.0025 (0.360)	0.0116 (0.460)
<i>QUICK</i>	0.0004 (1.700)*	-0.0004 (-1.880)*	-0.0001 (-0.120)
<i>ROA</i>	-0.0026 (-0.180)	0.0153 (1.180)	-0.0641 (-1.150)
<i>LOSS</i>	-0.0009 (-0.210)	0.0007 (0.360)	-0.0199 (-1.680)*
<i>LEV</i>	0.0010 (0.890)	0.0003 (0.350)	0.0022 (0.560)
<i>CONFM</i>	0.0002 (0.110)	-0.0012 (-1.020)	-0.0095 (-1.970)**
<i>FOR</i>	0.0158 (1.010)	-0.0115 (-1.090)	0.0199 (0.510)
<i>BIG4</i>	-0.0005 (-0.140)	0.0024 (1.250)	0.0031 (0.300)
<i>FIRST</i>	0.0018 (0.420)	0.0015 (0.760)	-0.0105 (-1.060)
<i>OPINION</i>	-0.0087 (-1.850)*	0.0082 (1.100)	0.1088 (2.440)**
<i>DA</i>	-0.0067 (-0.450)	-0.0084 (-0.820)	-0.0204 (-0.470)
Adj. R <sup>2</sup>	0.999	0.9997	0.998
F value	18,966.220	138,475.480	17,791.030
N	1,059	1,059	1,059

Panel B. Second stage results (Audit fee)

Dependent variable=	(1) <i>LAF</i>	(2) <i>LAF</i>	(3) <i>LAF</i>	(4) <i>LAF</i>
<i>Constant</i>	10.5213 (14.713)***	10.7640 (16.299)***	11.2418 (17.901)***	9.6956 (12.545)***
<i>Pred_Act</i>	0.0160 (2.379)**			0.0195 (2.943)***
<i>Pred_Opt</i>		0.0093 (1.003)		0.0181 (2.010)**
<i>Pred_Cert</i>			-0.0076 (-1.086)	-0.0084 (-1.310)
Control variables	Included	Included	Included	Included
Adj. R <sup>2</sup>	0.746	0.745	0.745	0.747
Chi <sup>2</sup>	3,049.887	3,317.791	2,476.458	3,987.851
N	1,059	1,059	1,059	1,059

Panel C. Second stage results (Audit hours)

Dependent variable=	(1) <i>LAH</i>	(2) <i>LAH</i>	(3) <i>LAH</i>	(4) <i>LAH</i>
<i>Constant</i>	0.1779 (0.255)	0.8063 (1.327)	1.1072 (1.923)*	-0.6243 (-0.986)
<i>Pred_Act</i>	0.0223 (2.930)***			0.0257 (3.804)***
<i>Pred_Opt</i>		0.0063 (0.677)		0.0163 (1.944)*
<i>Pred_Cert</i>			-0.0032 (-0.458)	-0.0034 (-0.512)
Control variables	Included	Included	Included	Included
Adj. R <sup>2</sup>	0.725	0.723	0.722	0.726
Chi <sup>2</sup>	2,537.914	2,451.397	2,971.402	3,325.396
N	1,059	1,059	1,059	1,059

- 1) The Equation (1), after replacing *Act* with *Act*<sup>2</sup> is used for the first-stage logit regression analysis. In the second-stage, Equation (1), after replacing *Act* with predicted value of *Act* (*Pred\_Act*) is used for the ordinary least square regression analysis.
- 2) Definitions of the variables are as follows: *Act*<sup>2</sup> = square value of *Act*, *Pred\_Act* = predicted value of *Act* from first stage. Refer to Table 1 for the definition of the other variables.
- 3) The values without (within) parenthesis represent coefficient (t-value).
- 4) \*\*\*, \*\*, and \* indicate significance at 1%, 5% and 10% levels respectively (two-tailed).

#### 4.5 강건성분석

다음으로 주요 결과의 강건성을 확인하기 위한 분석을 실시하였다. 첫째, 경영자 자기과신성향으로 이용된 다른 측정치를 통제하고도 본 분석 결과가 유의하게 나타나는지를 분석하였다. 선행 연구에서 사용된 재무제표를 이용한 과대투자(OCI)와 배당성향(OC2) 정도로 자기과신성향 변수를 측정하여(Deshmukh et al. 2013; Hsieh et al. 2014; Hribar and Yang 2016; Schrand and Zechman 2012; 신보선과 우용상 2018; 정현욱과 이강일 2021; 차명기 등 2016)<sup>14)</sup> 분석을 실시하였다. <Table 5>의 Panel A에 제시된 결과는,<sup>15)</sup> <Table 3> 및 <Table 4>의 결과와 동일함을 알 수 있다. 특히, 과대투자(OCI)는 유의하지 않았으며 배당성향(OC2) 정도는 음(-)의 방향으로 유의적으로 나타나 기존 연구와 일관된 결과를 보였다.

둘째, 본 연구에서 감사노력의 대용치로서 사용한 감사보수는 감사시간과 시간당 감사보수의 두 가지 요소에 의해 결정된다. 따라서 경영자의 자기과신적 성향이 시간당 감사보수에 영향을 미치는지를 분석하였다. 만약 감사인들이 경영자의 성향이 위험하다고 판단한다면, 감사인은 위험 프리미엄을 감사보수에 반영하기 위해 시간당 감사보수를 향상시키거나, 또는 시간당 임금이 더 높은 경력이 많은 감사인을 더 감사업무에 투입해서 시간당 감사보수가 증가할 수도 있다. 본 연구 결과가 이러한 상황을 반영하는지 알아보기 위해, 감사보수를 감사시간으로 나눈 후 로그를 취한 시간당 감사보수(AFPAH)를 식 (1)의 종속변수로 이용하여 분석을 수행하였다. <Table 5>의 Panel B에 보고된 분석 결과, 세 가지 자기과신 측정치들은 모두 유의적이지 않았다. 이 결과와 앞에서 보고한 결과를 종합하면, 감사인은 자기과신적 성향이 강한 경영자가 경영하는 기업을 감사할 때 감사시간을 더 많이 투입하여 감사를 수행하지만 위험 프리미엄을 반영하여 시간당 감사보수를 더 많이 받지는 않는다는 것으로 해석된다.<sup>16)</sup>

셋째, 관심변수의 이상치가 분석 결과에 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위하여 어조 변수를 다음의 세 가지로 측정하여 분석을 수행하였다. 첫째, 세 관심변수를 각 변수의 원래 값(raw value)에서 중위수를 차감한 값을 표준편차로 나누어 표준화한 값을 이용하였다. 둘째, 세 관심변수를 십분위로 나누어 이용하였다. 셋째, 세 관심변수를 오분위로 나누어 이용하였다. 세 가지 경우 모두 본 연구의 주요 결과와 다르지 않아 본 연구의 발견이 이상치에 영향을 받아 나타난 것으로는 판단되지

14) 선행연구에서는 경영자의 자기과신 성향이 높을수록 더 많은 자본적 지출이 이루어지고, 배당을 덜 하는 경향(Deshmukh et al. 2013; 차명기 등 2016)이 있다고 보고 하였다. 이러한 관점에서 자본적 지출 규모(OCI = (현금흐름표상 투자활동 중 유형자산 취득으로 인한 현금유출 / 전기 유형자산) - 산업 평균 값)와 배당성향(OC2 = 배당 / 전기 총자산)를 선행연구에 따라 측정하여 경영자의 자기과신 성향을 측정하였다. 즉 자본적 지출 규모가 산업 평균보다 클수록 또는 배당성향이 작을수록 자기과신 성향이 강한 경영자라고 정의하였다.

15) <Table 5>에서는 통제변수에 대한 결과가 앞서 보고한 것과 크게 다르지 않으므로 지면관계상 생략한다. 또한 Panels A, B 및 C에서는 종속변수를 LAH로 한 결과는 LAF의 결과와 거의 같으므로 이 역시 추가적으로 보고하지 않았다.

16) 또는 감사투입 입력의 구성을 변화시키지 않는다고도 볼 수 있다. 입력구성이 변화되어 더 고임금을 받는 경력자 회계사들이 더 많이 감사과정에 투입된다면 시간당 감사보수가 상승할 수 있기 때문이다. 그러나 투입입력의 구성을 변화시키더라도 항상 일정한 시간당 감사보수를 요구하므로 시간당 보수가 변하지 않을 가능성도 있기 때문에, 정확한 내부자료 없이는 이 발견의 원인이 무엇인지를 알 수 없다.

않는다. <Table 5>의 Panel C는 이 세 가지 방법 중 첫 번째 방법을 사용한 결과를 보여준다.

<Table 5> Regression Results for Robustness Checks

<Panel A> Including Other Proxies of Managerial Overconfidence

Dependent variable=	(1) <i>LAF</i>	(2) <i>LAF</i>	(3) <i>LAF</i>	(4) <i>LAF</i>
<i>Constant</i>	10.6166 (14.574)***	10.7357 (15.737)***	11.2632 (17.404)***	9.7598 (12.348)***
<i>Act</i>	0.0143 (2.100)**			0.0179 (2.663)**
<i>Opt</i>		0.0107 (1.101)		0.0186 (1.973)*
<i>Cert</i>			-0.0070 (-0.945)	-0.0078 (-1.162)
<i>OC1</i>	0.0086 (0.851)	0.0106 (1.070)	0.0099 (0.994)	0.0096 (0.973)
<i>OC2</i>	-4.4029 (-3.836)***	-4.6582 (-3.997)***	-4.5396 (-3.933)***	-4.4032 (-3.779)***
Control variables	included	included	included	included
Adj. R <sup>2</sup>	0.749	0.748	0.748	0.749
N	1,059	1,059	1,059	1,059

<Panel B> Using Audit Fees per Audit Hours as a Dependent Variable

Dependent variable=	(1) <i>AFPAH</i>	(2) <i>AFPAH</i>	(3) <i>AFPAH</i>	(4) <i>AFPAH</i>
<i>Constant</i>	10.8706 (36.004)***	11.3518 (27.046)***	10.9822 (45.435)***	11.2986 (20.218)***
<i>Act</i>	0.0028 (0.691)			0.0009 (0.205)
<i>Opt</i>		-0.0087 (-1.425)		-0.0085 (-1.311)
<i>Cert</i>			-0.0000 (-0.005)	0.0009 (0.136)
Control variables	included	included	included	included
Adj. R <sup>2</sup>	0.054	0.055	0.053	0.053
N	1,059	1,059	1,059	1,059

<Panel C> Using the Standardized Measure of Managerial Overconfidence

Dependent variable=	(1) LAF	(2) LAF	(3) LAF	(4) LAF
Constant	11.3105 (17.576)***	11.2517 (16.576)***	10.8902 (14.102)***	11.2231 (14.469)***
Act	0.0313 (2.371)**			0.0382 (2.962)***
Opt		0.0149 (0.989)		0.0289 (2.003)*
Cert			-0.0272 (-1.092)	-0.0294 (-1.310)
Control variables	included	included	included	included
Adj. R <sup>2</sup>	0.746	0.745	0.745	0.747
N	1,059	1,059	1,059	1,059

- 1) Panel A reports the results of ordinary least square regression with Equation (1), after including OC1 and OC2. Panel B reports the results of ordinary least square regression with Equation (1), after replacing the dependent variable with log of audit fees per audit hours (AFPAH). Panel C reports the results of ordinary least square regression with Equation (1), after replacing the independent test variables with standardized value.
- 2) Variable definitions: *OC1* = cash outflow to purchase fixed assets divided by lagged fixed asset - industry mean of cash outflow to purchase fixed assets/lagged fixed assets, *OC2* = dividend/lagged total assets, *AFPAH*= ln(audit fees / audit hours). Refer to Table 1 for the definition of the other variables. In the Panel C, *Act* is measured by (raw value - median) / standard deviation.
- 3) The values without (within) parenthesis represent coefficient (t-value).
- 4) \*\*\*, \*\*, and \* indicate significance at 1%, 5% and 10% levels respectively (two-tailed).

#### 4.6 기업 특성에 따른 추가 횡단면 분석

본 연구는 확실하고 낙관적인 어조로 표현되는 과신성향을 가진 경영자가 경영하는 기업의 감사 보수 및 감사시간이 높음을 제시하였다. 이러한 관계가 어떠한 기업에서 두드러지게 나타나는지 살펴보기 위해 몇 가지 횡단면 분석을 수행하였다. 첫째, 재무건전성에 따라 경영자의 어조에 따른 감사시간과 감사보수의 차이가 차별적으로 나타나는지를 분석하였다. 재무건전성을 영업현금흐름이 0보다 큰 기업과 0보다 작은 기업으로 구분하여 분석한 결과를 Table 6의 Panel A에 보고하였다. 재무건전성이 좋은 기업, 즉 영업현금흐름이 0보다 큰 기업에서는 감사시간에서만 활동성 어조에서 10% 수준의 유의한 결과가 나타났다. 반면, 영업현금흐름이 0보다 작은 기업에서는 감사시간과 감사보수에 대한 분석 모두에서 활동성 어조가 유의하게 양(+)의 값을 가졌다. 따라서 감사인이 재무건전성이 낮은 기업에서 경영자의 자기과신적 성향을 반영하는 것으로 해석할 수 있다.

다음으로 기업의 지배구조에 따라 경영자의 어조에 따른 감사인의 반응의 관계에 차이가 있는지를 확인하기 위하여 분석을 실시하여 그 결과를 Panel B에 보고하였다. 지배구조의 건전성은 코옵



티드 이사(co-opted directors) 비중으로 측정하였다. 코옵티드 이사 비중의 중위수를 기준으로 표본을 구분하여 분석한 결과, 중위수 이상의 표본에서 활동성 어조와 낙관적 어조가 감사보수와 감사시간에 대한 분석에서 유의한 양(+)의 계수값을 가졌으나 중위수 미만의 표본에서는 모든 어조가 통계적으로 유의하지 않았다. 따라서 지배구조가 취약한 기업에서 감사인이 경영자의 특성에 대해 더 민감하게 반응하는 것으로 해석할 수 있다.

산업경쟁도 역시 경영자의 자기과신적 어조에 대한 감사인의 반응에 영향을 미칠 수 있으므로 산업경쟁도를 Herfindahl and Hirschman Index(HHI)로 측정하여, 중위수를 기준으로 표본을 구분하여 분석을 실시하였다. 산업경쟁도가 높은 기업에서는 외부의 감시 등으로 인해 자체적으로 고품질의 재무정보를 제공하고자 하는 유인이 높지만 산업경쟁도가 낮은 기업은 그러한 유인이 상대적으로 낮다(손성규 등 2014). Panel C에 제시한 분석 결과에 의하면 산업경쟁도가 낮은 산업(low HHI)에 속한 기업에서 활동성 어조는 유의한 반면 산업경쟁도가 높은 산업(high HHI)에 속한 기업에서는 그렇지 않았다. 그러므로 감사인은 재무정보 품질이 낮을 가능성이 있는 산업경쟁도가 낮은 기업에서 자기과신이 강한 경영자의 어조에 따라 감사노력을 더욱 기울인 것으로 해석된다.<sup>17)</sup>

<Table 6> Cross-sectional analyses controlling for firm characteristics

<Panel A> sub-sample by operating cash flows level

Dependent variable=	Operating cash flows $\geq$ 0		Operating cash flows $<$ 0	
	LAF	LAH	LAF	LAH
Constant	9.6666 (11.149)***	-0.9709 (-1.038)	11.4063 (7.783)***	0.9460 (0.757)
Act	0.0075 (1.052)	0.0155 (1.706)*	0.0369 (2.046)**	0.0452 (3.213)***
Opt	0.0133 (1.307)	0.0181 (1.506)	0.0191 (1.160)	0.0123 (0.845)
Cert	-0.0065 (-1.140)	0.0031 (0.417)	-0.0179 (-1.382)	-0.0172 (-1.407)
Control variables	included	included	included	included
Adj. R <sup>2</sup>	0.7985	0.7611	0.6169	0.6218
N	750	750	309	309

17) 본문에 보고하지는 않았지만, 주요 분석결과는 실질활동이익조정 정도가 높은 기업에서 더 두드러지게 나타났다. 이는 실질활동이익조정 정도가 높아 감사인이 감사위험이 높다고 평가된 기업을 감사할 때 경영자의 어조를 감사노력에 더 반영하는 것으로 해석된다.

<Panel B> sub-sample by co-opted director level

Dependent variable=	High co-opted director ratio		Low co-opted director ratio	
	LAF	LAH	LAF	LAH
<i>Constant</i>	9.1667 (9.445)***	-1.3932 (-1.625)	10.3274 (9.963)***	0.0765 (0.075)
<i>Act</i>	0.0282 (2.530)**	0.0371 (3.716)***	0.0071 (0.890)	0.0100 (1.421)
<i>Opt</i>	0.0261 (1.733)*	0.0293 (2.343)**	0.0131 (0.909)	0.0109 (0.762)
<i>Cert</i>	-0.0001 (-0.005)	0.0067 (0.738)	-0.0202 (-2.202)**	-0.0181 (-2.132)**
Control variables	included	included	included	included
Adj. R <sup>2</sup>	0.7536	0.7332	0.7421	0.7300
N	547	547	512	512

<Panel C> sub-sample by industry competition

Dependent variable=	High HHI		Low HHI	
	LAF	LAH	LAF	LAH
<i>Constant</i>	7.9813 (7.836)***	-2.0697 (-2.472)**	11.7070 (12.740)***	1.0728 (1.261)
<i>Act</i>	0.0255 (4.119)***	0.0343 (4.147)***	0.0109 (1.029)	0.0161 (1.591)
<i>Opt</i>	0.0264 (1.491)	0.0175 (1.168)	0.0056 (0.480)	0.0116 (1.058)
<i>Cert</i>	-0.0053 (-0.618)	-0.0077 (-0.842)	-0.0078 (-1.015)	0.0004 (0.051)
Control variables	included	included	included	included
Adj. R <sup>2</sup>	0.8014	0.7640	0.6765	0.6757
N	474	474	585	585

- 1) The Equation (1) is used to perform ordinary least square regression analysis.
- 2) Refer to Table 1 for the variable definitions.
- 3) The values without (within) parenthesis represent coefficient (t-value).
- 4) \*\*\*, \*\*, and \* indicate significance at 1%, 5% and 10% levels respectively (two-tailed).

## V. 결 론

### 5.1 연구발견의 요약

본 연구는 최고경영자의 인사말에 나타난 경영자의 자기과신적 어조를 분석하여 감사인이 이를 감사위험에 반영하는지를 연구하였다. 자기확신이 강한 최고경영자는 공격적인 회계처리를 하고 미래 이익을 낙관적으로 예측하는 등 재무보고 위험이 높다는 선행연구의 발견이 다수 제시된 바 있다. 그러므로 감사인은 자기과신 성향이 강한 경영자가 있는 기업의 감사위험을 높게 평가할 수 있고, 그에 따라 많은 감사노력을 감사과정에 투입할 가능성이 높다. 이런 가능성을 확인하기 위해, 본 연구에서는 홈페이지에 게시된 최고경영자 인사말에 나타난 세 가지 어조, 즉 활동성, 낙관주의, 확실성 어조를 자기과신적 성향을 가진 경영자의 어조로 정의하여 분석을 실시하였다. 2018년도 유가증권 및 코스닥 시장 상장 기업 1,059 기업을 대상으로 한 분석 결과, 활동성 어조가 강할수록 감사시간과 감사보수가 유의적으로 증가하는 결과가 발견되었다. 낙관주의 어조는 일부 분석에서 감사시간 및 감사보수와 유의적인 관련성이 있는 것으로 나타났으나, 확실성 어조는 유의한 결과가 나타나지 않았다. 이런 결과는 여러 추가적인 분석에서도 강건한 것으로 나타났다.

본 연구를 제외하면 국내에서는 아직까지 경영자의 어조를 분석한 연구가 드물다. 본 연구를 참조하여 앞으로 동일한 접근방법을 사용하는 연구들이 더 많이 수행될 수 있을 것이며, 규제기관이나 감사인들, 그리고 투자자들도 본 연구의 발견을 참조하여 여러 의사결정에 이용할 수 있을 것이다. 예를 들어 규제기관은 경영자의 자기과신 성향을 판단하여 감독과정에 활용할 수 있을 것이며, 감사인들은 앞으로 경영자의 다른 특성들도 분석하여 감사위험이나 감사증거의 신뢰성을 판단할 수 있을 것이다. 투자자들도 경영자의 특성에 따라 투자의사결정에 반영할 수 있을 것이다.

### 5.2 본 연구의 한계점

그러나 이런 연구 결과에도 불구하고 본 연구에는 다음과 같은 여러 한계점도 존재한다. 첫째, 본 연구에 사용된 경영자의 자기과신 성향에 대한 자료는 2018년에 한정된다. 따라서, 본 연구의 일부 통계적으로 유의하지 않은 결과들은 적은 표본수로 인해 통계적 검정력(statistical power)이 부족하기 때문일 수도 있다. 또한 2018년에 한정되어 수집된 경영자 특성은 피감사기업의 특성과 명확하게 구분되지 않을 수 있다. 본 연구에서는 여러 피감사기업의 특성을 통제하려는 노력으로 이 같은 한계점을 극복하려 노력했지만, 향후 다년도 자료를 통해 인사말에 드러난 자기과신성향의 변동이 감사보수 및 감사시간의 변동을 초래하는지 확인해본다면 본 연구의 질문에 보다 확실한 증거가 될 것이다. 둘째, 본 연구에 사용된 자료는 영문으로 작성된 대표이사의 인사말을 분석해서 추출한 것이다. 장민호(2012)에 의하면 번역된 경영자 인사말에서도 경영자의 차이를 포착할 수 있다. 그럼에도 불구하고 영문 자료에 국내 기업의 경영자의 성향이 정확하게 반영되지 않을 가능성은 여

전히 남아있다. 셋째, 본 연구는 인사말 자료에 한정하여 경영자의 자기과신 특성을 분석하였다. 따라서 주주총회, 재무분석가들이나 기관투자자들을 대상으로 한 IR 활동, 언론과의 인터뷰 등에 드러나는 경영자 특성을 종합적으로 아우르는 데에는 한계가 있음을 인지해야 한다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 감사인이 업무를 수행함에 있어, 전반적인 감사위험에 중대한 영향을 미칠 수 있는 경영자의 성향을 비재무자료에 드러난 정보를 이용하여 파악한다는 실증 결과를 제시했다는 데 그 의의가 있다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재신청되지 않았으며, 한국회계학회 연구윤리규정을 준수하여 작성되었음을 확인함”

## REFERENCES

- Ahmed, A. S. and S. Duellman. 2013. Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* 51 (1): 1-30.
- Amernic, J., R. Craig, and D. Tourish. 2010. *Measuring and assessing tone at the top using annual report CEO letters*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Ataullah A, A. Vivian, and B. Xu. 2018. Optimistic disclosure tone and conservative debt policy. *Abacus* 54 (4): 445-484.
- Badaracco, J. J. 2001. We don't need another hero. *Harvard Business Review* 79 (8): 120-6.
- Beaulieu, P. R. 1994. Commercial lenders' use of accounting information in interaction with source credibility. *Contemporary Accounting Research* 10 (2): 557-585.
- Beaulieu, P. R. 2001. The effects of judgments of new clients' integrity upon risk judgments, audit evidence, and fees. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 20 (2): 85-99.
- Ben-David, I., J. R. Graham, and C. R. Harvey. 2013. Managerial miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics* 128 (4): 1547-1584.
- Bénabou, R. and J. Tirole. 2002. Self-confidence and personal motivation. *The Quarterly Journal of Economics* 117 (3): 871-915.
- Birnbaum, M. H. and S. E. Stegner. 1979. Source credibility in social judgment: Bias, expertise, and the judge's point of view. *Journal of Personality and Social Psychology* 37 (1): 48-74.
- Bochkay, K., R. Chychyla, and D. Nanda. 2019. Dynamics of CEO disclosure style. *The Accounting Review* 94 (4): 103-140.
- Boulton, T. J. and T. C. Campbell. 2016. Managerial confidence and initial public offerings. *Journal of Corporate Finance* 37: 375-392
- Bowen, R. M., A. K. Davis, and D. A. Matsumoto. 2005., Emphasis on pro forma versus GAAP earnings in quarterly press releases: Determinants, SEC intervention, and market reactions. *The Accounting Review* 80 (4): 1011-1038.

- Bozzolan, S., C. H. Cho, and G. Michelon. 2015. Impression management and organizational audiences: The Fiat group case. *Journal of Business Ethics* 126 (1): 143-165.
- Buchholz, F., R. Jaeschke, K. Lopatta, and K. Maas. 2018. The use of optimistic tone by narcissistic CEOs. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 31 (2): 531-562.
- Carver, C. S. and M. F. Scheier. 2002. The hopeful optimist. *Psychological Inquiry* 13 (4): 288-290.
- Cha, M. K., S. S. Kim, and K. J. Hwang. 2016. Managerial overconfidence and corporate tax avoidance. *Accounting Information Review* 34 (4): 441-485. [printed in Korean]
- Choi, H. R., K. H. Park, and J. Byun. 2020. The effect of managerial overconfidence on dividend policy. *Korean Journal of Financial Management* 37 (2): 169-192 [printed in Korean]
- Colbert, A. E., M. R. Barrick, and B. H. Bradley. 2014. Personality and leadership composition in top management teams: Implications for organizational effectiveness. *Personnel Psychology* 67 (2): 351-387.
- Committee of Sponsoring Organizations (COSO). 2013. *Internal Control—Integrated Framework*. New York, NY: AICPA.
- Cho, C. H., R. W. Roberts, and D. Patten. 2010. The language of U.S. corporate environmental disclosure. *Accounting, Organizations and Society* 35 (4): 431-443.
- Craig, R. and J. Amernic. 2018. Are there language makers of hubris in CEO letters to shareholders? *Journal of Business Ethics* 149 (4): 973-986.
- Deshmukh, S., A. M. Goel, and K. M. Howe. 2013. CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation* 22 (3): 440-463.
- Dikolli, S. S., T. Keusch, W. J. Mayew, and T. D. Steffen. 2020. CEO behavioral integrity, auditor responses, and firm outcomes. *The Accounting Review* 95 (2): 61-88.
- Duellman, S., H. Hurwitz, and Y. Sun. 2015. Managerial overconfidence and audit fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 11 (2): 148-165.
- Evans, J. H. III, M. Feng, V. Hoffman, D. Moser, and W. A. Van der Stede. 2015. Points to consider when self-assessing your empirical accounting research. *Contemporary Accounting Research* 32 (3): 1162-1192.
- Eshraghi, A. and R. Taffler. 2012. Fund manager overconfidence and investment performance: evidence from mutual funds. *Working Paper*.
- Felleg, R., F. Moers, and A. Renders. 2012. Investor reaction to higher earnings management incentives of over-optimistic CEOs. *The Accounting Review* 85 (6): 1951-1984.
- Feng, M. and C. Li. 2014. Are auditors professionally skeptical? Evidence from auditors' going-concern opinions and management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 52 (5): 1061-1085.
- Fogarty, T. J. and R. K. Rogers. 2005. Financial analysts' reports: an extended institutional theory evaluation. *Accounting, Organizations and Society* 30 (4): 331-356.
- Giessner, S. and N. Van Quaquebeke. 2010. Using a relational models perspective to understand normatively appropriate conduct in ethical leadership. *Journal of Business Ethics* 95 (1): 43-55.
- Goel, A. M. and A. V. Thakor. 2008. Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *Journal of Finance* 63 (6): 2737-2784.
- Greiner, A., L. Patelli, and M. Pedrini. 2020. Characteristics of managerial tone priced by auditors: Evidence based on

- annual letters to shareholders of large US Firms. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 39 (2): 139-161.
- Gunz, S. and L. Thorne. 2015. Introduction to the special issue on tone at the top. *Journal of Business Ethics* 126 (1): 1-2.
- Hackbarth, D. 2008. Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43 (4): 843-881.
- Ham, C., M. Lang, N. Seybert, and S. Wang. 2017. CFO narcissism and financial reporting quality. *Journal of Accounting Research* 55 (5): 1089-1135.
- 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.
- Hart, R. P. 2000. *DICTION 5.0: The Text Analysis Program*. Austin, TX: Digitex.
- Henry, E. 2006. Market reaction to verbal components of earnings press releases: Event study using a predictive algorithm. *Journal of Emerging Technologies in Accounting* 3 (1): 1-19.
- Hilary, G. and C. Hsu. 2011. Endogenous overconfidence in managerial forecasts. *Journal of Accounting and Economics* 51 (3): 300-313.
- Hribar, P. and H. Yang. 2016. CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research* 33 (1): 204-227.
- Hsieh, T. S., J. C. Bedard, and K. M. Johnstone. 2014. CEO overconfidence and earnings management during shifting regulatory regimes. *Journal of Business Finance & Accounting* 41 (9-10): 1243-1268.
- Huang, X., S. H. Teoh, and Y. Zhang. 2014. Tone management. *The Accounting Review* 89 (3): 1083-1113.
- Jang, M. -R. 2012. CEO gender and readability : of CEO greetings translation. *Interpreting and Translation Studies* 16 (2): 69-83. [printed in Korean]
- Johnson, E. N., J. R. Kuhn Jr., B. A. Apostolou, and J. M. Hassell. 2013. Auditor perceptions of client narcissism as a fraud attitude risk factor. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 32 (1): 203-219.
- Jung, H. -U. and K. -I. Lee. 2021. Managerial overconfidence and value relevance. *Korean Accounting Journal* 30 (1): 197-230. [printed in Korean]
- Kang, C. -S. 2018. An effect of tone at the top on accounting transparency. *Korean Review of Corporation Management* 9 (1): 91-108. [printed in Korean]
- Kim, K. H. and K. S. Choi. 2020. CEO overconfidence and superiority of internal control personnel in accounting. *Korean Accounting Journal* 29 (6): 1-36. [printed in Korean]
- Kim, S. I., H. Shin, and K. H. Park. 2020. The analysis of management overconfident tone and real activities earnings management. *Korean Accounting Journal* 29 (5): 1-39. [printed in Korean]
- Kim, S. M., H. J. Shin, and S. I. Kim. 2018. The impact of managerial overconfidence on audit fees. *Accounting & Auditing Research* 60 (1): 67-95 [printed in Korean]
- Kizirian, T. G., B. W. Mayhew, and L. D. Sneathen Jr. 2005. The impact of management integrity on audit planning and evidence. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 24 (2): 49-67.
- Kwon, S. Y. and E. S. Ki. 2011. The effect of accruals quality on the audit hour and audit fee. *Korean Accounting Review* 35 (4): 95-137. [printed in Korean]
- Larcker, D. 2003. Discussion of “Are executive stock options associated with future earnings?” *Journal of Accounting*



- and Economics* 36 (1/3): 91-103.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1994. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance* 49 (5): 1541-1578.
- Lee, J. M., B. H. Hwang, and H. Chen. 2017. Are founder CEOs more overconfident than professional CEOs? Evidence from S&P 1500 companies. *Strategic Management Journal* 38 (3): 751-769.
- Lin, Y. C., Y. C. Wang, J. R. Chiou, and H. W. Huang. 2014. CEO characteristics and internal control quality. *Corporate Governance: An International Review* 22 (1): 24-42.
- Lyon, J. D. and M. W. Maher. 2005. The importance of business risk in setting audit fees: Evidence from cases of client misconduct. *Journal of Accounting Research* 43 (1): 133-151.
- Malmendier, U. and G. Tate. 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics* 89 (1): 20-43.
- Malmendier, U., G. Tate, and J. Yan. 2011. Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance* 66 (5): 1687-1733.
- Mitra, S., B. Jaggi, and T. Al-Hayale. 2019. Managerial overconfidence, ability, firm-governance and audit fees. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 52 (3): 841-870.
- Mokoteli, T. and R. Taffler. 2009. The roles of cognitive bias and conflicts of interest in analyst stock recommendations. *Journal of Business Finance & Accounting* 36: 384-418.
- Nadkarni, S. and J. Chen. 2014. Bringing yesterday, today, and tomorrow: CEO temporal focus, environmental dynamism, and rate of new product introduction, *Academy of Management Journal* 57 (6): 1810-1833.
- National Commission on Fraudulent Financial Reporting (the Treadway Commission). 1987. Report of the National commission on Fraudulent Financial Reporting. New York, NY: NCFRR.
- Patelli, L. and M. Pedrini. 2015. Is tone at the top associated with financial reporting aggressiveness? *Journal of Business Ethics* 126 (1): 3-19.
- Presley, T. J. and L. J. Abbott. 2013. CEO overconfidence and the incidence of financial restatement. *Advances in Accounting* 29 (1): 74-84.
- Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). 2010. *Identifying and Assessing Risks of Material Misstatement*. Auditing Standard No. 12. Washington, DC: PCAOB.
- Rogers, J. L., A. Van Buskirk, and S. L. C. Zechman. 2011. Disclosure tone and shareholder litigation. *The Accounting Review* 86 (6): 2155-2183.
- Ryu, H. Y. and S. -R. -N. Kim. 2015. Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Korean Accounting Review* 40 (6): 41-80. [printed in Korean]
- Schrand, C. M. and S. L. Zechman. 2012. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics* 53 (1-2): 311-329.
- Shin, B. -S. and Y. -S. Woo. 2018. The effect of CEO's overconfidence on auditor - client disagreement. *Review of Accounting and Policy Studies* 23 (3): 39-64. [printed in Korean]
- Sohn, S., I. Shin, and M. Lee. 2014. Product market competition and audit fee decisions. *Korean Accounting Review* 39 (6): 229-265. [printed in Korean]
- Surroca, J., D. Prior, and J. A. Tribo Gine. 2016. Using panel data dea to measure CEOs' focus of attention: An appli-

- cation to the study of cognitive group membership and performance. *Strategic Management Journal* 37 (2): 370-388.
- Sydserff, R. and P. Weetman. 2002. Developments in content analysis: a transitivity index and DICTION scores. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 15 (4): 523-545.
- Weinstein, N. D. and W. M. Klein. 1996. Unrealistic optimism: Present and future. *Journal of Social and Clinical Psychology* 15 (1): 1-8.
- Yook, K. 2018. CEOs talk about social responsibilities and sustainable performance: Applications of text mining approach. *Korean Accounting Journal* 27 (1): 253-279. [printed in Korean]

### 국내 참고 문헌

- 강창수. 2018. Tone at the top이 회계투명성에 미치는 영향. *기업경영리뷰* 9 (1): 91-108.
- 권수영, 기은선. 2011. 발생액의 질이 감사시간 및 감사보수에 미치는 영향에 관한 연. *회계학연구* 35 (4), 95-137.
- 김경혜, 최경수. 2020. 경영자의 자기과신 성향과 내부회계 담당인력의 우수성. *회계저널* 29 (6): 1-36.
- 김상미, 신희정, 김수인. 2018. 경영자 과신성향이 감사보수에 미치는 영향. *회계, 세무와 감사연구* 60 (1): 67-95
- 김수인, 신혜정, 박경희. 2020. 경영자의 자기과신적 Tone과 실질활동 이익조정. *회계저널* 29 (5): 1-39.
- 신보선, 우용상. 2018. 최고경영자의 과신성향이 경영자-감사인간의 의견불일치에 미치는 영향. *회계와정책연구* 23 (3): 39-64.
- 손성규, 신일항, 이명건. 2014. 상품시장 경쟁과 감사보수 결정. *회계학연구* 39(6): 229-265.
- 유혜영, 김새로나. 2015. 경영자의 과신성향이 재무보고 방식에 미치는 영향: 보수주의를 중심으로. *회계학연구* 40 (6): 41-80.
- 육근효. 2018. CEO 의 사회적 책임 메시지와 지속가능성 성과의 관계: Text Mining 접근법의 활용. *회계저널* 27 (1): 253-279.
- 장민호. 2012. CEO 성(性)과 가독성-CEO 인사말 번역을 중심으로. *통번역학연구* 16 (2): 69-83.
- 정현욱, 이강일. 2021. 경영자의 과대확신과 회계정보의 가치관련성. *회계저널* 30 (1): 197-230.
- 차명기, 김수성, 황국재. 2016. 경영자의 자기과신 성향과 조세회피. *회계정보연구* 34 (4): 441-485.
- 최혜린, 박경희, 변진호. 2020. 텍스트 분석을 이용한 경영자 과신과 기업의 배당정책. *재무관리연구* 37 (2): 169-192.