creative commons
COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

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

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

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

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

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

博士學位論文

經營者能力이 自己資本費用과 情報非對稱에 미치는 영향

The Effects of Managerial Ability on the Cost of Equity Capital and the Information Asymmetry

濟州大學校 大學院

會計學科

高 奉 助

2016年 2月

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

經營者能力이 自己資本費用과 情報非對稱에 미치는 영향

指導敎授 高 成 孝

高 奉 助

이 論文을 經營學 博士學位論文으로 提出함

2016年 2月

高奉助의 經營學 博士學位論文을 認准함

審査委員長 李 相 奉

委 員 吳 成 烈

委 員 金 東 郁

委 員 金 奉 鉉

委 員 高 成 孝

濟州大學校 大學院

2016年 2月

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

The Effects of Managerial Ability on the Cost of Equity Capital and the Information Asymmetry

Bong-jo Ko

(Supervised by professor Seong-hyo Ko)

A thesis submitted in partial fulfillment of the requirement for the degree of Doctor of Accounting

2016. 2.

This thesis has been examined and approved.

Thesis Director, Seong-hyo Ko, Prof. of Accounting

Seong Hyo Ko

The Accounting Department

GRADUATE SCHOOL

JEJU NATIONAL UNIVERSITY

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

목 차

국문요지 ····· v

I. 서론

1. 연구동기 ····· 1
2. 연구목적 ····· 3
3. 연구방법과 논문의 구성 ····· 5

II. 이론적 배경 및 선행연구 검토

1. 이론적 배경 ····· 8

1) 자본시장과 기업가치 ····· 8

2) 경영자능력과 자본비용 및 정보비대칭의 관계 ····· 11

(1) 기업가치와 경영자능력 ····· 11
(2) 경영자능력과 자기자본비용 ····· 16
(3) 경영자능력과 정보비대칭 ····· 19
(4) 경영자능력 측정이론 ····· 20

2. 선행연구 검토 ····· 24

1) 경영자능력 ····· 24
2) 자기자본비용 ····· 28
3) 정보비대칭 ····· 31

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

III. 가설설정 및 연구방법

1. 가설설정 ····· 37
1) 경영자능력과 자기자본비용 ····· 37
2) 경영자능력과 정보비대칭 ····· 39
3) 정보비대칭 수준과 경영자능력 및 자기자본비용 ····· 42
4) 대규모기업집단 소속여부와 경영자능력 및 정보비대칭 ····· 43

2. 연구방법 ····· 45
1) 연구모형 ····· 45
2) 변수측정과 연구표본 ····· 48

Ⅳ. 연구결과

1. 경영자능력과 자기자본비용 ····· 56
2. 경영자능력과 정보비대칭 ····· 63
3. 경영자능력과 자기자본비용 및 정보비대칭 ····· 66
1) 정보비대칭과 경영자능력 및 자기자본비용 ····· 66
2) 대규모기업집단 소속여부와 경영자능력 및 정보비대칭 ····· 69

Ⅴ. 결론 ····· 71

【참고문헌】 ····· 75

ABSTRACT ····· 89

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

【 표 차 례 】

<표 1> 경영자능력에 대한 선행연구 분류 ····· 25
<표 2> 선행연구들의 자기자본비용 측정방법 ····· 30
<표 3> 자기자본비용에 관련된 선행연구 ····· 31
<표 4> 선행연구들의 정보비대칭 측정방법 ····· 33
<표 5> 표본기업의 선정 ····· 54
<표 6> 표본의 산업별 분포 ····· 55
<표 7> 기술통계량 ····· 56
<표 8> 주요변수들의 상관관계분석 ····· 57
<표 9> 경영자능력이 높은 기업과 낮은 기업의 단일변량분석 ····· 58
<표 10> 경영자능력과 자기자본비용의 회귀분석 ····· 59
<표 11> 내생성을 통제한 회귀분석 ····· 61
<표 12> 강건성분석 ····· 62
<표 13> 기술통계량 ····· 63
<표 14> 피어슨 상관관계분석 ····· 64
<표 15> 경영자능력이 높은 기업과 낮은 기업의 단일변량분석 ····· 65
<표 16> 경영자능력과 정보비대칭의 회귀분석 ····· 65
<표 17> 경영자능력과 자기자본비용 및 정보비대칭 ····· 66
<표 18> 재무분석가의 수를 정보비대칭의 대용치로 이용한 추가분석 ····· 68
<표 19> 경영자능력과 정보비대칭 및 대규모기업집단 ····· 69

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

【 그 림 차 례 】

<그림 1> 기업경영활동과 돈의 흐름 ····· 15
<그림 2> 자본 및 회계정보 구성도 ····· 17
<그림 3> DEA 방법에 의한 기업 효율성 측정 그래프 ····· 23
<그림 4> 연구모형 ····· 44

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

국문요지

본 논문의 목적은 자기자본비용과 정보비대칭에 대하여 경영자능력이 미치는 영향을 연구하는 것이다. 추가로 경영자능력이 자기자본비용에 미치는 영향의 정도가 정보비대칭수준에 따라 달라지는지, 또한 대규모기업집단 소속여부에 따라 경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향의 정도가 달라지는지에 대하여 실증 연구하였다. 본 논문에 사용된 경영자능력측정치는 Demerjian et al.(2012), 고창열 외(2013), Park et al.(2015)의 선행연구를 따른다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 경영자능력이 높은 경영자는 외부투자자들이 인식한 위험을 감소시켜 외부투자자들이 요구하는 수익률을 낮춘다. 이러한 결과는 기업을 경영하는 경영자능력이 높을수록 외부이해관계자들은 미래 경영성과와 현금흐름에 대해 불확실성을 낮게 인식하여 자기자본비용을 낮게 요구하는 결과라 해석할 수 있다.

둘째, 경영자능력이 높을수록 자발적 공시를 통해 외부투자자의 불확실성에 따른 정보 위험이 줄어들어 정보비대칭이 감소하는 것으로 확인됐다. 이러한 결과는 경영자능력이 높을수록 효율적인 정보환경을 강화하여 정보비대칭을 낮추는 결과로 해석가능하다.

셋째, 정보비대칭이 큰 집단에서 경영자능력과 자기자본비용의 관계는 통계적으로 유의하지 않았지만, 정보비대칭이 작은 집단에서는 경영자 능력과 자기자본비용이 통계적으로 유이한 음(−)의 관계가 나타났다. 이러한 결과는 정보비대칭이 큰 상황에서는 경영자의 능력과 관계없이 자기자본비용이 결정되지만 정보비대칭이 작은 상황에서는 외부이해관계자들이 경영자능력을 더 잘 인지하여 경영자능력이 자기자본비용에 유의적인 음(−)의 영향을 미침을 의미한다.

넷째, 대규모기업집단 소속여부에 따라 대규모기업집단인 경우 경영자능력과 정보비대칭은 음(−)의 관계를 보였으나 통계적으로 유의하지 않았고, 대규모기업집단에 속하지 않은 기업집단에 대한 분석결과 경영자능력과 정보비대칭은 통계적으로 유의한 음(−)의 관계를 보였다. 이러한 결과는 대규모기업집단의 경우 경영자능력과 관

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

계없이 정보비대칭의 수준을 낮추고 있는 것으로 해석할 수 있다.

본 논문이 선행연구들과 차별성을 가지는 의의는 경영자능력이 자기자본비용 및 정보비대칭에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다는 점이다. 또한 정보비대칭 수준에 따른 경영자능력의 자기자본비용에 대한 영향 정도와 대규모기업집단 소속여부에 따른 경영자능력의 정보비대칭에 대한 영향 정도에 대해서도 실증적으로 분석되었다는 것이다. 무엇보다 본 논문은 경영자능력의 중요성을 투자, 재정적 의사결정, 정보환경 등과 관련시켜 파악했다는 점에서 의의가 있다.

주제어 : 경영자능력, 내재자기자본비용, 정보비대칭, 자료포락분석

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Ⅰ. 서 론

1. 연구동기

근대 이후 인류는 자본주의의 확장으로 인해 현대사회는 자본주의 경제체계 내에서 움직이고 있다. 자본주의 경제체계의 발전과정에서 기업은 자본가 1인 기업에서 가족단위의 자본가집단의 족벌기업을 거쳐 주식회사 형태로 복잡하게 변화하였다. 주식회사 시대로 접어들면서 기업은 기업가치를 높여 투자자를 주주로 확보하고 더 많은 주주들의 투자를 끌어내기 위해 경영활동을 전문경영인에게 맡기게 된다.

현대 기업사회에서 가장 중요한 경영자 역할 중 하나가 기업가치를 높이는 일이다. 기업의 가치창출을 위한 모든 기업전략의 실행과 성과가 전적으로 경영자의 책임으로 돌려진다. 구체적이고 가시적인 경영성과를 통해 기업가치를 높이는 것은 경영자가 전문경영인으로서 자신의 가치를 높이기 위한 것이기도 하다.

전문경영자는 기업가치로서 자신의 경영활동을 평가받고 또한 경영자로서의 능력을 인정받는다. 따라서 경영자의 경영활동은 기업가치를 높이는 데에 집중하게 된다. 이런 관점에서 볼 때, 기업가치에 대한 연구의 중요성이 대두되므로 경영자 개인의 성품이나 명망에 집중하였던 경영자능력을 기업가치와 관련시켜 연구할 필요성이 있다.

기업가치는 일반적으로 미래 예측기간을 설정하여 다년간에 대한 배당, 이익, 현금흐름 등을 예측하고, 그 미래 예측치를 현재가치로 계산하여 산출된다. 여기서 현재가치 계산을 위한 할인율은 기업의 자본비용이 일반적으로 사용된다. 따라서 경영자능력과 자본비용이 밀접한 관계가 있을 것으로 판단할 수 있다. 능력이 높은 경영자는 투자를 촉진시키고 자본비용을 감소시켜 기업가치를 높이게 된다.

한편 경영자는 투자자들에게 신뢰를 주기 위하여 기업 경영의 투명성을 증대시키려고 할 것이고 이는 정보비대칭 감소를 위한 경영행위로 나타날 수 있다. 이와 반대로 경영자가 투자자들의 신뢰를 저해시킬 수 있다고 판단되는 정보의 유출을 차단

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

하기 위해 정보비대칭을 심화시키는 경영행위를 취할 수도 있다. 이와 같은 상반된 예상은 선행연구들에서도 나타난다. 경영자능력이 높을수록 공시의 횟수와 질이 높아진다는 연구결과(Baik et al., 2011)와 능력이 높은 경영자가 능력이 낮은 경영자보다 예측능력이 높기 때문에 재무보고의 질 또는 이익의 질이 높아진다는 연구결과들(Trueman, 1986; Milbourn, 2003; Demerjian et al., 2013)은 경영자능력과 정보비대칭과의 음(−)의 관계를 확인한 바 있다. 이와 반대로 능력이 높은 경영자가 기회주의적인 행위를 할 가능성이 높다고 판단하여 외부이해관계자들이 보수적인 회계처리를 요구하는 경우가 있으며(Ball and Shivakumar, 2005), 능력이 높은 경영자가 지속적인 성과달성과 목표이익의 달성을 위해 이익조정을 할 가능성이 높고, 이익조정행위는 정보비대칭을 높이는 역할을 수행한다는 연구결과들(Malmendier and Tate, 2009; 배종일·김진태, 2012)은 경영자능력과 정보비대칭간 양(+)의 관계를 확인시켜준다.

기업의 입장에서 기업가치를 높이는 경영자를 원하는 경우에도, 경영자의 입장에서 경영능력을 최대치로 인정받기 위해 기업가치를 높이기 위해 노력하는 경우에도, 기업가치의 측정에서 자본비용은 중요한 요인이 되고 있다. 또한 투자자의 입장에서 신뢰할 수 있는 기업정보의 투명성을 원하는 경우에도, 기업의 입장에서 투자자에게 정보의 투명성으로 투자를 유인하거나 신뢰를 떨어뜨릴 수 있는 정보를 차단하는 경우에도, 또 다른 측면에서 경영자가 의도적으로 정보비대칭을 완화하거나 심화시키는 경우든, 정보비대칭은 자본비용과 함께 기업과 경영자와 투자자의 관계에서 중요한 변수이다. 그러므로 경영자의 능력을 측정하고 경영자능력과 자기자본비용, 정보비대칭의 관계를 분석하는 것은 의미있는 작업이다. 자기자본비용 감소 및 정보비대칭 완화를 위한 노력이 경영자의 경영 행위이며 분명한 경영자책임 임에도 불구하고, 경영성과 및 기업가치를 나타내는 지표인 자기자본비용을 직접적으로 경영자능력과 관련하여 연구한 사례는 거의 없었기 때문에 더욱 그렇다.

본 연구는 경영자의 이러한 경영현상을 실증적으로 측정하고 이를 경영자능력과 관련하여 분석하고자 한다. 기업가치 평가지표는 경영자능력과 관계되고 이를 실증적으로 분석하는 일은 매우 중요한 일이다. 또한 기업가치의 평가지표들을 회계정보

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

에서 확인하는 것이 자본시장연구의 주된 흐름이다. 따라서 본 논문에서는 경영자능력을 기업가치의 평가지표인 회계정보를 통해 측정하고, 기업과 자본시장의 연결고리인 자기자본비용 및 정보비대칭에 경영자능력이 미치는 영향을 분석하고자 한다.

2. 연구목적

기업에 대한 회계정보를 분석하면서 가지게 되는 기본적인 질문들은 기업의 이익을 높이거나 낮추는 요인, 자본비용을 낮추거나 높이는 요인 등 기업가치에 영향을 미치는 요인들에 대한 것이었다. 기업가치와 관련된 이러한 현상들이 경영자능력과 관련되어 있음에도 경영자능력과 관련한 연구사례는 거의 없었다. 하지만 경영자능력에 대한 보다 정확한 측정치가 개발되면서, 기업가치에 영향을 미치는 경영자능력에 대한 연구가 가능하게 되었다(Demerjian et al., 2012; 2013; 고창열 외, 2013; Park et al., 2015).

따라서 회계정보를 통해 경영자능력치를 이용한 본 연구의 목적을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 경영자능력이 기업의 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

경영자능력이 자기자본비용에 미치는 영향과 관련하여, 능력이 높은 경영자가 자기자본비용을 낮출 것이라고 단순히 예상해볼 수 있지만, 오히려 능력이 높은 경영자가 불확실성으로 인하여 자기자본비용을 높이게 될 수도 있다. 따라서 본 논문에서 우선적으로 검증하고자 하는 것은 경영자능력이 자기자본비용에 미치는 영향관계를 확인하는 것이다.

둘째, 경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

경영자의 경영활동이 정보비대칭과 관련이 있기에(배종일·김진태, 2012), 경영자능력이 자기자본비용에 미치는 경로에 정보비대칭 상황이 어떠한 영향을 미치는지를 분석하고자 한다. 기업의 자기자본비용에 영향을 미치는 요인들로서 보수주의(김우영·고종권, 2009), 세금(고종권, 2009a; 2009b), 기업전략(김현희 외, 2010), 산업

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

집중도(임승연, 2012), 투명성(이호영 외, 2013; 황국재·김기범, 2013), 사회적 책임(이윤경·고종권, 2013) 등이 선행연구들에서 분석되었지만, 경영자능력과 관련한 연구는 이루어지지 않았다. 마찬가지로 정보비대칭에 대한 선행연구들에서도 경영자의 이익조정행위와 관련시킨 분석은 이루어졌으나(배종일·김진태, 2012), 경영자능력과 관련시켜 분석한 경우는 없었다. 본 논문에서는 경영자능력을 자기자본비용, 정보비대칭과 관련시켜 분석하고자 한다.

셋째, 경영자능력이 자기자본비용에 미치는 경로에 정보비대칭 상황이 어떠한 영향을 끼치는지에 대한 분석이다. 경영자능력이 자기자본비용 및 정보비대칭에 미치는 영향이 확인될 경우, 정보비대칭의 수준에 따라 경영자능력이 자기자본비용에 미치는 영향정도가 달라지는지를 분석하고자 한다.

넷째, 대규모기업집단 소속여부에 따라 경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향이 다른지도 분석하고자 한다. 왜냐하면 우리나라의 경우 대규모기업집단 소속 여부는 경영자능력보다 경영현상에 더 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

본 논문의 중요한 의의는 자기자본비용과 및 정보비대칭을 경영자능력과 관련시켜 분석하는데 있다. Demerjian et al.(2012)에 의해 경영자능력측정치가 개발된 이후 이를 한국상황에 적용하여 경영자능력이 경영성과 및 조세회피에 미치는 영향에 대한 연구가 진행되었으나(고창열 외, 2013; Park et al., 2015), 경영자능력을 자기자본비용 및 정보비대칭과 관련시켜 분석한 연구는 거의 없다. 그러므로 회계정보를 이용한 경영자능력측정치를 활용한 연구의 확장이라는 점 역시 본 논문이 큰 의미라고 할 수 있다. 경영자능력과 정보비대칭 및 자기자본비용은 외부투자자들이 투자를 결정할 때 중요한 요인으로 고려된다는 점에서, 본 논문의 분석결과는 외부 투자자들의 합리적 투자의사결정에도 도움을 줄 수 있을 것이다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

3. 연구방법과 논문의 구성

본 논문에서는 경영자능력을 기업가치와 관련하여 실증적으로 분석하고자 한다. 기업가치와 관련된 경영자능력은 자본시장에서 자기자본비용 줄이는 데 영향을 미칠 것이라고 가정할 수 있기 때문에 선행연구 검토를 기초로 가설을 설정한다. 경영자가 기업가치를 확인할 수 있는 관리회계나 기업가치를 외부투자자들에게 제공하는 재무회계의 측면에서 경영자는 정보비대칭 상황을 낮추거나 높임으로써 경영자 자신의 가시적 능력을 높일 수 있을 것이다. 그러므로 본 논문은 경영자능력이 자기자본비용 및 정보비대칭에 미치는 영향에 관하여 실증적으로 분석한다.

경영자능력에 대한 선행연구들은 경영자 개별특성 및 외부명성이라는 경영자 특성을 살피는 것에 집중되어 있었다. Fee and Hadlock(2003)이 산업조정주식수익률을 경영자능력을 측정하기 위한 대용치로 사용한 이래 경영자능력 대용치 개발에 대한 연구들이 이어졌다. 그런데, Demerjian et al.(2012)이 기업의 회계정보를 이용한 기업의 효율성 측정치에서 기업자체의 특성요인을 제거한 경영자능력측정치를 제시하였고, 고창열 외(2013)가 이를 한국적 상황에 적용함으로써 경영자능력을 측정할 수 있는 방법이 개발되었다. Demerjian et al.(2012)의 경영자능력측정치에 사용된 요소는 유형자산, 무형자산의 영업권, 기타무형자산, 매출원가, 판매 및 일반관리비, 운영리스, 연구개발비 등 7개 요소이다. 고창열 외(2013)는 Demerjian et al.(2012)의 7개 요소 중에서 영업권, 운영리스, 연구개발비가 국내기업들에서 발견하기 어렵기 때문에 이를 제거하고 4개의 투입물을 이용하여 분석하였다. 본 논문에서도 고창열 외(2013)를 따라 유형자산, 무형자산, 매출원가, 판매 및 일반관리비를 이용하여 경영자능력치를 산출한다.

다음으로 자기자본비용과 정보비대칭을 측정하고 경영자능력치와의 영향관계를 살펴본다. 투자자는 기업가치가 높은 기업에 투자하고, 경영자는 기업가치 극대화를 위해 노력하는데 기업가치는 일반적으로 (현금흐름/할인율)로 표현된다. 현재까지 현금흐름과 관련된 많은 연구들이 이루어졌음에도 할인율과 관련된 논문은 미미하다. 또한 일반적으로 타인자본비용보다 자기자본비용이 일반 기업에서 차지하는 비

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

중이 크므로 자기자본비용을 경영자능력과 관련시켜 분석할 필요가 있다.

자기자본비용을 측정하기 위한 방법은 김우영·고종권(2009), 고종권(2009a;2009b), 조중석·조문희(2010), 이호영 외(2013), 이윤경·고종권(2014)이 사용한 방식을 따른다. 이상의 선행연구들은 Easton(2004)의 PEG 모형과 MPEG 모형 및 GM 모형 그리고 세 모형의 추정치에 대한 평균값으로 자기자본비용을 측정하였다.

정보비대칭을 측정하기 위한 변수로는 박희진 외(2014)가 사용한 매수-매도 호가 차이를 사용한다. 정보비대칭에 경영자능력에 따른 정도를 확인하고 정보비대칭 정도에 따라 경영자능력이 자기자본비용에 미치는 영향이 달라지는지를 분석했다. 또한 대규모기업집단 소속여부에 따라 경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향에 차이가 있는지도 확인한다.

본 논문의 실증분석을 위한 연구자료는 2000년부터 2014년까지 15년이다. 그리고 유가증권시장에 상장되어 있고, 비금융업에 속하는 12월 결산법인을 대상으로 분석한다. 이 중 관리종목 및 자본잠식 기업, 경영자능력 및 재무정보 결측기업 등을 최초 표본에서 제외하였다.

본 논문의 내용은 다음과 같이 구성되었다.

제2장에서는 이론적 배경과 선행연구를 검토한다. 이론적 배경으로 자본시장과 기업가치, 경영자능력과 자본비용 및 정보비대칭의 관계, 경영자능력 측정이론을 검토한다. 경영자능력 측정이론은 효율성분석이론과 자료포락분석법(DEA)에 초점을 둔다. 그리고 경영자능력, 자기자본비용, 정보비대칭에 대한 선행연구들을 검토하고 본 논문과의 차이를 확인한다. 본 논문에서는 기업가치를 높이기 위한 경영자의 경영활동을 효율성분석이론과 자료포락분석법(DEA)을 활용하여 실증적으로 분석한다. 구체적으로 경영자능력이 자기자본비용과 정보비대칭에 미치는 영향을 분석한다. 경영자능력과 관련하여 최근에 Demerjian et al.(2012) 등이 측정한 경영자능력측정치[1)]

1) 경영자능력에 대한 대용치들이 선행연구들에서 사용되었지만, 기업의 특성요인을 제외한 경영자 능력 측정치를 제안한 Demerjian et al.(2012; 2013)과 이를 한국 상황에 적용한 고창열 외(2013)와 Park et al.(2015)의 방법론이 경영자능력을 회계정보와 관련시켜 직접적으로 측정한 최신의 이론이기에 본 논문에서는 고창열 외(2013)와 Park et al.(2015)의 경영자능력측정치(MA)를 사용하려

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

와 이를 한국상황에 적용한 고창열 외(2013)와 Park et al.(2015)의 경영자능력을 경영성과 및 조세회피와 관련하여 분석한 연구의 후속연구로 경영자 능력이 정보비대칭 및 자기자본비용에 미치는 영향에 대해 실증적으로 분석한 것이다.

제3장에서는 가설을 설정하고 연구방법에 대해 설명한다. 경영자능력이 높을수록 투자자들이 낮은 요구수익률을 제시하여 자기자본비용이 낮아질 것으로 예상되지만, 능력이 높은 경영자가 위험부담이 높은 투자를 결정하는 경우 투자자들이 높은 할인율을 요구하게 되어 자기자본비용이 높아질 것으로 예상되기도 한다. 따라서 첫째, 경영자능력이 자기자본비용에 미치는 영향에 대한 가설을 설정한다.

둘째, 경영자능력과 정보비대칭의 관계에 대한 상반된 예측이 가능하다는 가설을 설정한다.

셋째, 정보비대칭 수준에 따라 경영자능력이 자기자본비용에 미치는 영향에 차이가 있다는 가설을 설정한다.

넷째, 경영자능력 측정치가 기업가치에서 기업고유의 특성을 제외한 값이기에 한국의 대규모기업집단의 기업고유의 특성이 경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향을 상쇄할 가능성이 있으므로, 이를 확인하기 위해 가설을 설정한다.

가설을 검증하기 위하여, 경영자능력 측정치와 PEG모형, MPEG모형, GM모형과 세 모형의 추정치에 대한 평균값으로 자기자본비용을 측정하고, 매도-매수가의 평균을 매도-매수호가차이로 나눈 값의 일별 평균에 적용하여 정보비대칭을 측정한 후 연구모형을 제시한다.

제4장에서 실증분석을 통해 가설을 검증하고 그 연구결과를 제시한 후 이를 해석한다.

제5장 결론에서는 분석결과를 확인하고 본 논문의 의의 및 한계를 살펴본다.

고 한다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Ⅱ. 이론적 배경 및 선행연구 검토

1. 이론적 배경

1) 자본시장과 기업가치

(1) 자본시장연구

현대사회의 경제활동에서 회계의 발전은 새롭게 등장한 자본시장을 반영한다. 자본시장은 미래에 발생할 자본이득에 대한 청구권을 나타내는 자본자산이 거래되는 현장으로, 자원을 효율적으로 배분하기 위한 의사결정기구의 역할을 수행한다(반선섭 외, 2011: 479). 자본시장에서 주가로 표시되는 기업가치는 기업의 미래 배당금 지급능력에 달려있고, 미래 배당금 지급능력은 기업의 자체적 요인에 의해 달라질 수 있으므로, 회계정보와 기업가치를 연결하는 자본시장연구가 시도되고 있다.

자본시장연구(capital market research)는 회계정보가 자본시장에 알려질 때 주가변동이나 주식거래량 변동과 같은 자본(증권)시장의 반응을 분석함으로써 해당 회계정보가 유용성이 있는지를 평가하는 연구이다.

자본시장연구를 통해 회계학연구의 초점이 정보적 접근법으로 전환되어 회계정보와 주가, 즉 기업가치와의 관련성을 강조하게 된다. 기업의 가치는 미래의 현금흐름과 미래현금흐름에 대한 불확실성인 위험의 정도에 따라 달라진다. 불확실성이 존재하고 시장이 불완전할 경우, 가격이 완전한 역할을 하지 못하기 때문에 가격 이외의 다른 정보에 의존하여 투자자들이 기업가치를 평가하게 된다. 투자자들의 기업가치 평가에 도움을 주는 것이 바로 회계정보이다(반선섭 외, 2011: 474-476). 근대 이전에 내부자료로 기록되던 회계가 근대 이후 특히 주식시장의 활성화라는 현대의 기업활동에서 기업의 정보를 확인할 수 있게 하는 회계로 발전된 것이다. 기업의 경영활동 측면에서도 자본시장의 투자자 입장에서도, 회계정보는 경영활동과 투자행위의 판단지표로 기능한다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

(2) 기업가치평가

자본시장에서 투자자가 기업가치를 판단하는 지표인 회계정보는 반대로 경영활동을 분석하고 기업가치를 평가하는 도구이기도 하다. 기업의 경영자는 기업환경으로부터 물적, 재무적 자원을 취득하고 이를 사용하여 기업의 투자자들을 위해 가치를 창출하는 책임을 지고 있다(Palepu et al., 송인만 외 역, 2004: 20). 경영성과 평가의 핵심은 사업활동으로부터 얼마만큼의 가치창조가 이루어졌느냐에 달려있다. 가치창출에 기여한 정도가 공정하게 평가되어야 이에 따른 적정한 보상이 주어진다. 이때 평가지표로 사용되는 것이 투자규모, 자금조달방법 등이 종합적으로 고려되어 측정된 부가가치 정보이다(강효석 외, 2002: 40). 그러므로 경영분석은 경영자의 경영활동이 기업가치를 창출하고 있는지에 대한 분석이며, 분석자료는 재무제표가 된다. 재무제표를 이용하여 경영전략, 회계정책 및 회계전략, 영업, 투자, 재무관리 및 현금흐름정보 등의 경영분석이 시도된다.

기업에서는 경영계획과 성과목표를 제공하기 위해 예측을 필요로 하고, 분석가는 기업의 미래전망에 대한 견해를 투자자에게 전달하기 위해 예측을 필요로 한다. 예측은 재무제표상의 다양한 요소들의 통계값들을 기업가치 추정치의 형태로 적절하게 요약하는 것이다. 예측을 기업가치의 추정치로 전환하는 과정이 가치평가이다. 다양한 가치평가방법이 있으나, 자본시장과 관련하여 중요한 방법은 배당할인에 근거한 모형이다. 왜냐하면 주주에게 주가는 미래배당의 현가이기 때문이다.

배당할인에 근거한 가치평가모형으로 배당할인모형, 초과이익할인모형/ROE모형, 잉여현금흐름할인모형 등이 있다(Palepu et al., 송인만 외 역, 2004: 182-223). 경영성과에 따라 경영활동에 대한 보상이 주어진다고 할 때, 또한 경영분석이 자본시장과 관련된 전망분석으로 변화되는 상황에서, 경영성과로 나타나는 경영자능력의 판단근거도 기업가치와 관련되어 제시될 필요가 있다.

경영분석의 대상인 경영활동 중에서 핵심적인 것이 자금조달활동이다. 자금조달활동은 투자와 영업활동에 필요한 자금을 조달하는 방법을 결정하는 것이다. 자금조달환경과 관련된 주요 결정사항은 자본구조의 결정과 이익의 배분이다. 기업활동에 필

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

요한 자금은 자기자본과 타인자본으로 구분할 수 있다. 타인자본에는 1년 이내에 상환해야하는 단기부채와 상환기간이 1년 이상인 장기부채가 있으며, 자기자본은 주식을 발행하여 조달한 자본으로 이자를 지급하지 않는 대신에 정기적인 배당을 지급해야 한다(양성국, 2010:29-33). 이러한 자금조달활동은 기업에서 수행하는 투자결정 및 기업의 모든 활동에 영향을 미치므로, 이 과정에서 비용절감의 문제가 경영자능력과 직접적으로 관련된다.

(3) 기업가치와 회계정보

회계정보는 기업내부의 비밀이라고도 볼 수 있는데, 이에 대한 완전한 투명성을 요구하기가 어렵다. 그럼에도 불구하고 투자를 유치하기 위해서는 이를 자본시장에 제공해야 한다. 기업이 자신의 내부정보를 외부에 노출시키기를 꺼려하는 만큼 투자자는 기업의 내부정보를 확인하지 않고 선뜻 투자를 결정하기가 어렵다. 정보비대칭 문제가 발생하는 것이 바로 이 지점이다.

기업의 경영활동 뿐만 아니라 모든 경제주체는 경제적 의사결정을 위해 사전에 필요한 정보를 수집하고 분석함으로써 위험부담을 줄이고 높은 수익을 보장받을 수 있다. 경제적 의사결정을 위해 필요한 정보 중에 가장 핵심이 되는 것이 회계정보이다. 특히 생산 및 판매활동을 통해 이윤을 추구하는 기업의 경우, 원재료를 구입하고 노동력을 투입하여 제품이나 서비스를 생산한 후 이를 판매하는 영업활동에 반드시 재산의 변동과 돈의 흐름인 재무상태의 변동을 계산하는 회계시스템을 갖추어야 한다(김혁 외, 2010: 24-26). 회계시스템이 경제적 의사결정과정에서 필수적이기 때문이다.

기업이 산출하는 회계정보를 이용하는 주요 정보이용자는 투자자, 금융기관, 경영자 등이다. 투자자와 금융기관은 투자 또는 대출 하려는 기업의 재무상태와 영업성적 등을 분석하여 투자의사결정이나 신용의사결정을 하는데, 이러한 의사결정에서 회계정보가 매우 중요한 정보가 된다. 투자자와 금융기관의 의사결정에 대한 회계정보를 중심과제로 하는 회계가 재무회계(financial accounting)이다(김혁 외, 2010:

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

29-30).

이상봉과 고성효(2014)에 따르면, 재무제표는 특정기업의 경영성과와 현재의 재무상태를 나타내는 성적표이다. 재무제표의 정보는 공개적으로 공시되는 정보이기 때문에 누구나 쉽게 접근할 수 있는 정보일 뿐만 아니라 기업경영의 결과에 관한 가장 기본적이고 포괄적인 정보의 원천이다. 그러므로 재무제표에 내포된 재무정보를 적절하게 잘 활용하면 투자결정에 적합한 유용한 정보를 얻을 수 있다(이상봉·고성효, 2014: 133).

회계정보는 기업을 경영하는 경영자에게 매우 중요한 정보로서 활용된다. 아무리 사업이 잘 된다고 하더라도 현금흐름이 원활하지 않으면 부도 등이 나서 사업이 망할 수 있기 때문에 경영자에게는 현금 흐름에 대한 정보가 무엇보다도 중요하다. 또한 생산한 제품과 서비스의 가격결정이나 영업확장 등을 위해서 원가에 대한 정보와 경영관리를 위한 회계정보가 필요하다. 경영활동의 바른 의사결정을 위한 회계정보를 중심과제로 하는 회계가 관리회계이다(김혁 외, 2010: 30-31). 현대사회의 발전과정에서 재무회계와 관리회계의 중요성은 더욱 커지고 있다.

2) 경영자능력과 자기자본비용 및 정보비대칭

(1) 기업가치와 경영자능력

기업에서 경영 활동은 이익을 목표로 투입과 산출의 과정을 관리하는 것이다(임창희, 2011). 경영자가 경영활동을 통해 관리해야 하는 대상은 첫 번째가 자본이며, 다음이 인적 자원, 재무자원, 물적자원, 정보자원 등의 자원이고, 여기에 기업가 정신을 덧붙일 수 있다(김명학, 2010; 임창희, 2011). 특히 자본은 기업의 필수적 생산요소로서, 기업은 주식 발행 및 차입 등의 방식을 통하여 필요 자금을 마련한다. 자본 조달과 관련한 경영활동이 미숙하면 부도가 나든지 이자만 물어주고 이익을 내지 못하는 상황이 초래될 수 있다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

이윤을 추구하는 영리 기업에서 경영자는 경영활동을 통해 경영성과를 보여야 한다. 이는 기업의 경영자에게 기업 가치를 높여야 할 책임이 부여되어 있다는 것을 의미한다. 특히 소유와 경영이 분리되어온 기업조직의 발전과정에서 전문경영체제가 등장으로 경영자는 경영활동에 대한 주주들의 제약을 거의 받지 않고 경영활동의 자율성을 지니게 되었으나, 투자자들의 투자동기를 촉진, 그리고 경영 활동의 가시적 성과를 위해서 기업 가치를 높여야 하는 책임성을 동시에 지니고 있다.

제품과 서비스를 생산, 판매하여 이윤을 창출하는 일체의 기업활동에서(임창희, 2011: 95), 경영의 관리 대상이 자본과 자원이고 경영자의 경영활동이 경영성과로 드러나야 한다면, 경영자능력에 대한 평가는 자본관리와 자원관리를 통해 확인되어야 할 것이다[2]. 경영자능력을 경영자의 자질로 설명한 임창희(2011)는 경영자 자질을 개념적 자질(상황판단능력, conceptional skills), 인간관계 자질(대인관계능력, human skills), 전문적 자질(현장실무능력, technical skills)로 구분한다. 최고경영자라면 조직을 전체적으로 파악하면서 조직의 각 부문은 서로 어떤 연관이 있으며 한 부문에서의 변화가 조직 전체에 어떤 영향을 미칠 것인가를 예측할 수 있어야 한다. 그리고 조직이 갖고 있는 능력과 자원은 환경과 어떤 관계를 맺고 있는지 눈에 들어와야 하며 또한 주어진 정보를 분석할 때에는 장기적이고 모든 분야를 동시에 고려하는 능력도 필요하다. 이러한 상황판단능력으로서의 개념적 자질은 회사의 전략계획 수립에 중요하므로 최고경영층일수록 더 요구되는 덕목이다. 다음으로, 인간관계 자질은 다른 사람과의 대인관계능력으로서 모든 계층의 경영자에게 똑같이 필요하다. 사장, 작업반장, 팀장 등 지휘책임자라면 구성원들과 원만한 관계를 유지하면서 그들의 사기를 북돋아주고 서로 조정해 주며 협조를 이끌어 내는 탁월한 인간관

2) 기업은 원료, 생산설비, 기술, 정보, 통신장비와 컴퓨터 등이 없이는 생산이 불가능한데 이러한 것들은 그냥 생기는 것이 아니라 돈을 지불해야 하므로 돈은 필수적 생산요소이다. 이 자본(capital)은 자체적으로 마련할 수도 있으며 주식을 발행하든지 차입해서 이용할 수 있다. 이를 잘 경영하지 않으면 부도가 나든지 이자만 물어주고 이익은 못 낸다. 자원은 물적 자원과 인적 자원으로 구분할 수 있는데, 물적 자원(material resources)은 토재, 산림, 공장입지, 천연자원 등 자연 상태인 것과 정보나 기술 등이 해당한다. 경영을 하는 사람도 생산을 하는 사람도 아이디어를 내는 사람도 모두 인적 자원(human resources)이며, 이들을 잘 관리하지 못한다면 만사가 헛일이 된다. 그래서 기업경영은 사람경영이라고도 한다(임창희, 2011:96-97).

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

계능력이 가장 필수적이라고 할 수 있다. 그리고 경영자라면 외부 다른 조직(혹은 팀) 사람들과 교환과 협상과 협조를 하면서 자기 조직(혹은 팀)의 목표를 달성해 가기 때문에 구성원들보다 훨씬 많은 인간적 자질이 필요한 것이다. 마지막으로 전문적 자질은 업무적 자질, 기술적 자질이라고도 할 수 있는데 일선경영자가 과업 담당자에게 지시, 상담, 감독하기 위해서는 현장의 실무를 처리하는 일에 능통해야 한다. 최고경영층은 실무자와 접촉할 기회가 적지만 반장, 조장, 과장, 팀장 등의 일선경영자는 실무진들이 업무를 처리하는 현장에서 그들을 대하기 때문에 실무처리능력이 담당자들보다 더 많아야 한다(임창희, 2011: 103-105).

경영자능력에 대한 경영학적 연구는 대체로 임창희(2011)의 원론적 설명에 기초하여 접근해왔다. 경영자의 능력을 경영자의 자질로 이해하고 분석하기 때문에, 분석의 주 내용은 경영자의 경영스타일이나, 특성, 성공 및 실패 사례에 그치게 된다. 경영학적 접근에서 경영자 능력에 대한 평가가 기업가치가 높은 기업의 경영자에 대한 사후적 평가로 이루어져온 것은 바로 이러한 원론적 이해에 기초한다.

성공사례로서의 기업을 선정하고 그 기업의 경영자가 가지고 있는 특성을 확인함으로써 성공하는 경영자상을 제시하는 데에 집중되었던 것이다[3]. 구체적으로 살피면, 경영자의 경영스타일(Bertrant and Schoar, 2003)이나 재직기간, 나이, 배경유형 등(임성준과 정형철, 2001)을 통해 성공사례가 되는 경영자의 특성을 제시하거나, 자기편향의 자신감이나 자만감(Bilet and Quian, 2008; Malmendier and Tate, 2005)으로 인한 실패사례를 제시하는 것이 경영자 능력에 대한 연구로 수행되어왔다. 경영자능력에 대한 과거의 연구들이 경영자 개인의 특성에 대한 연구에 한정되어있다는 문제의식에서 기업의 성과를 경영자의 능력으로 보려는 연구들이 시도되었다. 구체적으로 경영자능력을 산업조정주식수익률과 경영자보상수준으로 확인

3) 경영자의 능력과 조직의 성과를 연결하는 이론적 접근의 출발점은 리더십 이론이라고 할 수 있다. Hambrick(1989)은 전략적 리더십이 경영진의 심리적 특성 및 관찰가능한 인구통계학적 특성을 밝혀내고 경영진의 업무수행방식을 파악하여 조직의 성과를 궁극적으로 예측하는 것이라고 정의하였다. 전략적 리더십 이론은 Hambrick and Mason(1984)의 최고경영층이론(UEP: Upper Echelon Theory)이 발전되어 나타난 것인데, 나이, 재직기간, 교육수준, 사회경제적 배경, 재무적 지위 등 최고경영층의 인구통계학적 특성을 관찰하여 경영자 능력을 확인할 수 있다는 입장이며, 설문조사가 주된 접근방식이었다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

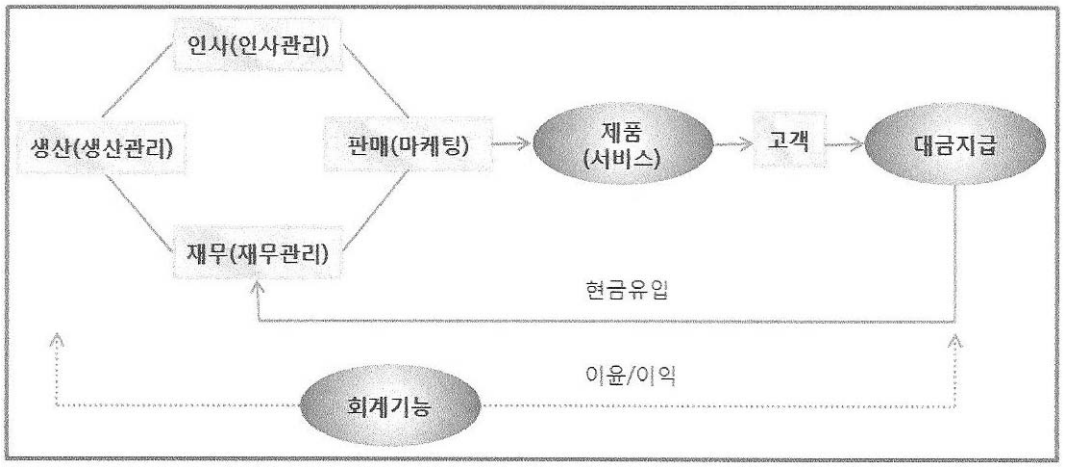
하려는 연구들(Fee and Hadlock, 2003; Rajigopal et al., 2006; Tervio, 2008; Carter et al., 2010; Chang et al., 2010)이 나타나기 시작한 것이다.

성공사례나 실패사례를 통해 경영자를 연구하는 것은 소유경영자 시대에 적합한 방법이었을 것이다. 그러나 소유와 경영이 분리되어가는 기업의 발전과정에서 경영자 유형은 소유경영자와 고용경영자 그리고 전문경영자의 세 가지로 분류된다(김명학, 2010: 69-70; 임창희 2012: 113-116). 자본과 경영이 분리된 전문경영체제하에서 주주들로부터 경영활동에 대한 제약을 그다지 받지 않는 경영자능력은 경영활동으로 평가되어야 하며, 경영자의 경영활동은 경영성과로 평가되어야 한다. 경영과정의 경영활동에서 경영자능력을 평가하기 위해 확인해야 할 것이 자본과 자원에 대한 관리라고 할 수 있다. 특히 개인의 사적 소유인 자본이 소수의 기업소유자에게서만 나오는 것이 아니라 다수의 투자자들을 통해서 집적되는 현재의 주식회사 상황에서 경영자능력을 자본의 흐름을 통해서 평가하는 것은 당연한 일이라 할 것이다. 바로 이 점이 자본의 흐름을 회계학적 접근으로 파악해야하는 이유이고, 또한 자본의 흐름을 통해 경영자능력에 회계학적 접근이 시도되어야 하는 이유이다.

재화 및 용역으로 자원을 변환하고 이들을 소비자에게 판매 또는 이전하는 것을 측정 및 보고하는 정보시스템이 바로 회계이다(신홍철·정영기, 2013: 13). 기업의 경영활동이 돈의 흐름과 관련하여 어떻게 수행되고 있는지를 그림으로 살펴보면, <그림 1>과 같다.

<그림 1>에서 보는 바와 같이, 기업은 재무활동을 통하여 돈(자금)을 조달한 후 제조설비를 구입하거나 공장건설 투자 또는 반도체 부품 등 원재료 구입에 자금을 사용하게 된다. 물론 전형적인 인사관리활동을 통해 생산현장에서 일하는 근로자 및 판촉활동을 벌이는 영업사원의 급료를 지급하고 판촉비 명목으로 현금이 쓰인다. 이렇게 썰물처럼 빠져나간 돈(자금)이 결실을 맺어 제품과 서비스의 생산과 판매로 이어져 소비자가 구입하고 그 대금을 구입처에 지급하게 되면 밀물처럼 기업에 돈이 밀려들어오게 된다. 여기에서 썰물(현금 유출)과 밀물(현금 유입)의 차이가 바로 그 기업이 벌어들인 이익(또는 이윤)이 된다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY



<그림 1> 기업경영활동과 돈의 흐름[4)]

<그림 1>의 하단에 위치한 회계기능은 기업경영활동에 있어 돈(자금)의 흐름을 자동차의 계기판처럼 일목요연하게 보여주기 위한 분석도구라고 할 수 있다. 아무리 좋은 차라도 차의 운행상태를 보여주는 계기판이 없다면 무척 힘들 것이다. 과연 규정속도로 달리고 있는지, 연료는 충분한지 그리고 기기의 이상은 없는지 등을 제대로 알 수 없기 때문이다. 과속을 해서 벌금을 물거나, 언제 기름이 바닥날지 몰라 주유소를 지나치게 될 때마다 기름을 넣어야 할지 말아야 할지 고민하게 될 것이다. 마찬가지로 기업의 경영활동에서도 계기판의 역할은 막중하다. 생산-판매-고객의 대금지금으로 이어지는 영업순환사이클에서 자금의 순환이 원활한지 아닌지를 제대로 짚어서 보여주는 회계라는 계기판 덕분에 종업원들에게 월급날에 급료를 제대로 줄 수 있으며, 공장설비나 연구개발투자에 필요한 자금을 확보할 수 있게 된다(신홍철·정영기, 2013: 10-11). 회계가 기업활동의 계기판에 비유할 수 있다면, 기업활동의 책임을 맡은 경영자의 능력 역시 계기판에서 확인될 수 있어야 한다.

특히 현대의 기업은 많은 사람들로부터 투자를 받고 투자증서, 즉 주식을 발행함으로써 설립되고 운영되기 때문에, 최고경영자(CEO, Chief Executive Officer)는 회계정보의 공시를 통해 일정시점의 재정상태를 보여주는 재무상태표와 일정기간 기업이 벌어들인 이익이 얼마인지를 보여주는 포괄손익계산서와 같은 회계보고서를 통해

4) 신홍철·정영기(2013: 10)의 <그림 1-2>에서 따옴.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

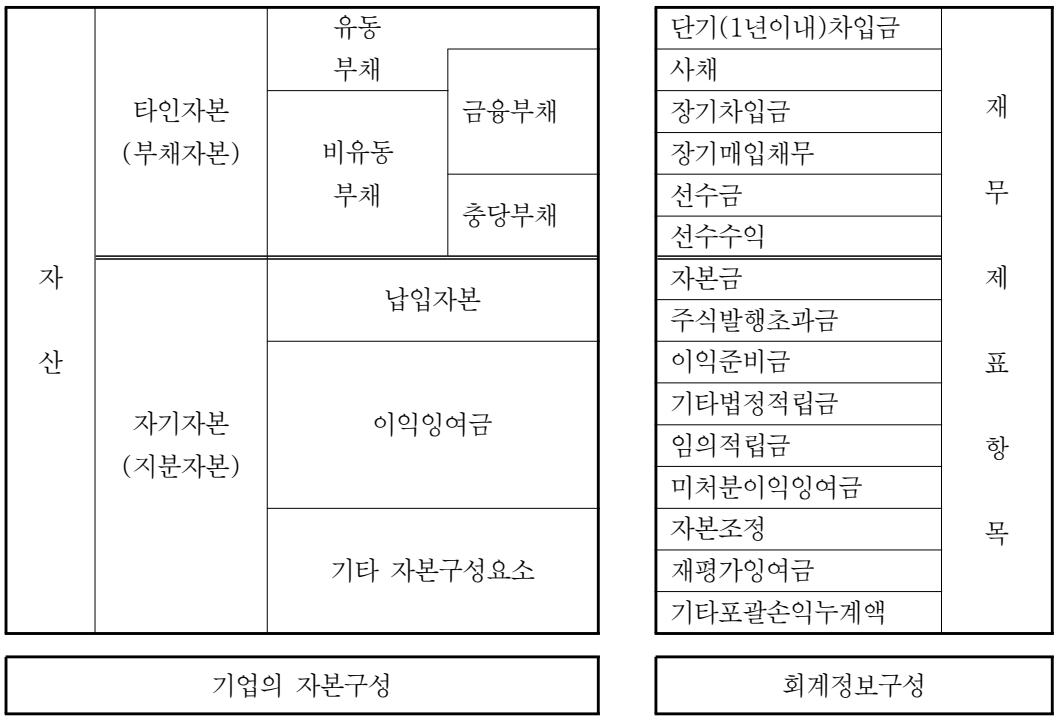
기업을 얼마나 효과적이고 효율적으로 경영했는지를 주주를 비롯한 여러 이해관계자에게 공표해야 한다. 그러므로 경영자에게나 주주들에게나 또 자금을 대출한 은행의 입장에서도 재화 및 용역으로 자원을 변환하고 이들을 소비자에게 판매 또는 이전하는 것을 측정 및 보고하는 회계 정보시스템에 의존하게 된다. 물론 주주와 경영자의 관계 사이에는 이해상충(conflict of interest)의 문제가 발생할 수 있는데, 이로 인해 자발적 공시에 경영자가 개입하여 회계정보를 왜곡시키는 일이 발생할 수도 있다. 회계감사가 이러한 왜곡의 문제를 바로잡을 수 있는 통로라는 점에서 회계는 경영활동의 계기판인 셈이다(신홍철·정영기, 2013: 12-18). 이런 여러 이유로 경영자의 경영활동이 경영자 개인의 특성이나 자질이 아니라 경영자의 경영활동기간 동안 노출된 회계정보에 의해 파악되어야 한다.

그러면, 회계학적으로 경영자의 능력을 어떻게 측정할 것인가? 효율성을 분석하는 것이 답이 될 수 있다. 다음 절에서 효율성 분석 이론과 효율성을 분석하기 위한 방법인 자료포락분석(DEA)에 대하여 살펴볼 것이다. 하지만 경영자의 경영활동이 자본시장에서 기업가치를 높이는 데 목적이 있고, 기업은 정보비대칭 수준을 높이거나 낮춤으로써 기업가치 평가를 조절할 수 있다는 점에서, 자본시장과 정보비대칭에 대한 이론적 검토를 거치기로 한다.

(2) 경영자능력과 자기자본비용

기업활동에서 필요한 자금을 조달하는 방법은 두 가지이다. 하나는 돈을 빌리는 것이고, 다른 하나는 지분(주식)을 발행하는 것이다. 이것이 기업의 자본 구성이다. <그림 2>는 기업의 자산을 타인자본과 자기자본으로 나누어 이를 구성하고 있는 요소들을 회계정보 시스템의 재무제표 항목과 비교하여 그림으로 정리한 것이다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY



<그림 2> 자본 및 회계정보 구성도[5)]

<그림 2>에서 보는 바와 같이, 채권자로부터 조달한 자금이 부채자본(debt capital)이고, 투자자에게 지분을 팔아 생긴 자본이 지분자본(equity capital)이다. 부채자본의 청구권자는 기업이 아니므로 타인자본이라 하고 지분자본의 청구권자는 소유주이므로 자기자본이라 한다(이대선 외, 1998: 43). 자기자본은 주주들이 주머니에서 출자한 납입자본(paid-in capital)과 납입자본을 운용하여 벌은 순이익 중 배당으로 사외에 유출된 금액을 제외한 이익잉여금(retained earning), 그리고 이 두 가지 요소에 속하지 않은 기타자본구성요소를 합한 것이다. 즉, 발생원천의 관점에서 자기자본은 출자액과 순이익 이외에 기업과 주주와의 거래에서 발생된 손익, 기타포괄손익에 해당하는 자산재평가차익, 매도가능금융자산평가손익 등의 요소로 구성되어 있다(신홍철·정영기, 2013: 434-438).

타인자본이든, 자기자본이든 자본을 조달하는 과정에서 비용이 초래되기 마련이다. 기업에서 이자를 갚는 행위는 영업활동에 필요한 자본을 사용한 대가로서 부담

5) 신홍철·정영기(2013: 438)의 <그림 11-1>을 확대하여 재구성함.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

하는 자본비용(cost of capital)에 해당한다. 자본비용은 경제적 가치에 기초한 투자수익률 개념이므로 자본구성비율도 시장가치에 의해 추정되어야 한다. 타인자본의 경우 이자율의 변동이 크지 않은 때에는 장부가치와 시장가치의 차이가 작으므로 장부가치를 순금융부채의 시장가치로 사용할 수 있으나, 부채 조달 후에 이자율의 큰 변동이 있는 때에는 장부가치와 시장가치의 차이가 커지므로 장부가치를 사용할 수 없고 직접 시장가치를 추정해야 한다. 타인자본(cost of debt)의 추정은 부채항목의 시장가치와 시장이자율을 통해 측정할 수 있는데, 이 역시 이자율의 변동에 따라 측정시점이 달라져야 하며 세율 역시 반영되어야 한다. 자기자본비용(cost of equity)의 추정은 투자위험과 기대수익률의 관계로 측정할 수 있다(김권중·김문철, 2007: 372-393).

주주의 기대수익률(expected return)로 대표되는 자기자본비용을 추정하기 위해 사후적(ex-post realized) 방법과 사전적(ex-ante) 방법이 사용된다. 주식의 사후 평균 수익률 즉 실현수익률을 자기자본비용의 대용치로 이용하는 방법이 주로 사용되어왔으나, Fama and French(1997)가 실제로 실현수익률로 추정한 자기자본비용이 기업 수준뿐만 아니라 산업 수준에서도 상당히 부정확함을 지적함으로써 사후적 추정에 대한 비판이 제기되었다. 이와 관련하여 Elton(1999)과 Lundblad (2007)은 실증연구를 통해 표본 기간을 충분히 오래 늘려도 실현수익률에 포함된 정보효과가 제거되지 않아서 실현수익률과 기대수익률간에 차이가 많이 나타나는 문제가 있음을 지적하였다. 사후적으로 추정하는 방식에 대한 문제제기 이후 주주 지분의 가치평가모형을 적극적으로 활용하는 방법이 제시되었다. 개별주식의 가격이 주주 지분의 본질가치라고 가정하고 애널리스트들이 추정하는 주당순이익의 예측치를 이용하여 가치평가모형에서의 할인율, 즉 내재적 자기자본비용(Implied cost of equity capital)을 역산하는 방식이다. 내재적 자기자본비용을 구하기 위해 초과이익모형(Residual Income Model: Claus and Thomas, 2001; Gebhardt et al., 2001)과 초과이익성장모형(Abnormal Earning Growth Model: Gode and Mohanram, 2003; Easton, 2004)이 개발되었다. 초과이익모형은 배당할인모형을 기본으로 배당과 당기순이익 및 자기자본(순자산) 증감 사이의 일정한 관계(Clean Surplus Relation: CSR)를 전

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

제로 하여 유도된 모형으로서, 주로 회계정보에 근거하여 주주지분의 가치를 산출하는 모형이다. 초과이익성장모형은 배당할인모형을 기본으로 하여 유도한 주주지분 가치평가 모형이라는 점에서 초과이익모형과 비슷하지만, 기대이익과 기대이익의 초과성장에 초점을 두어 순자산의 장부가치 대신 자본화된 기대이익을 사용하고 있다는 점이 다르다. 초과이익모형에서는 재무상태표 정보(순자산의 장부가치)가 필요하지만, 초과이익성장모형에서는 기대이익 정보만을 이용한다. PEG(price-earning-growth)와 PE(price-earning)가 초과이익성장모형의 특수형태이다.

사후 실현수익률과 비교했을 때, 내재적 자기자본비용이 주주의 기대 요구수익률의 대용치로서 갖는 장점은 내재적 자기자본비용이 본질적으로 미래관점의 측정치라는 점과, 특정한 자산 가격결정모형에 국한하지 않고 어떠한 가격결정모형에도 연결되어있지 않으므로 잘못된 자산 가격결정모형에서 자유롭다는 점이다. 내재적 자기자본의 유용성을 제시하는 연구결과들로는 Gebhardt et al.(2001)과 Claus and Thomas(2001)를 들 수 있다(백복현, 2012).

타인자본비용 및 자기자본비용과 경영자능력의 관계를 분석할 때 고려해야 할 문제는 어느 편이 경영자능력의 영향을 더 크게 받느냐는 것이다. 일반적 기업의 경우 자본비용 중 자기자본비용이 높아 경영자능력은 자기자본비용에 더 큰 영향을 미친다고 판단할 수 있다. 또한 타인자본비용은 경영자능력보다 금리변동 등의 경영환경 외부적 변화에 따라 더 큰 영향을 받는다는 점에서, 경영자능력은 타인자본비용 보다 자기자본비용과 관련하여 파악되는 것이 보다 적절할 것이다. 사전적으로 측정되는 내재자기자본비용이 회계정보와 더 연관이 깊다는 점에서 이 논문은 경영자능력과 내재자기자본비용에 대한 관계를 분석하는 것이 될 것이다.

(3) 경영자능력과 정보비대칭

기업의 건전성을 확인할 수 있는 지표는 회계보고서와 재무제표라고 할 수 있다. 회계란 관리자나 이해관계자들이 올바른 의사결정을 내리는 데 필요한 재무적 사건

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

이나 거래를 기록, 분류, 요약, 해석하는 일련의 과정을 의미하며, 재무적 거래는 재화와 용역의 구매나 판매, 보험의 구매, 급여 지급, 자재의 사용을 포함한다.

회계의 중요한 목적 중 한 가지는 기업의 재무상태와 운영성과를 올바로 평가하고 올바른 의사결정을 내리기 위해 관리자를 도와주는 것이고, 또 다른 목적은 종업원, 소유주, 채권자, 공급자, 노동조합, 지역사회의 활동가, 투자자, 정부를 포함하는 이해관계자들에게 기업의 경제활동과 관련된 재무정보를 보여주는 것이다.(Nickels et al., 권구혁 외 역, 2012: 504-505). 이러한 회계의 목적을 기업의 내부와 외부로 구분하여 다시 살펴보면, 하나의 목적은 기업내부의 의사결정과 경영활동을 위한 것이고, 다른 목적은 기업외부에 기업가치를 판단하기 위한 정보를 제공하기 위한 것이다. 여기서 회계정보의 투명성 문제가 대두된다. 투자를 유인하기 위해 부실한 정보는 숨기고 유리한 정보는 노출시키는 경영활동이 발생할 수 있기 때문이다. 기업의 입장에서 정보비대칭은 그리 문제될 것이 없겠지만, 투자자의 입장에서는 정보비대칭 정도가 투자위험과 직결될 수 있는 큰 문제이다.

(4) 경영자능력 측정이론

생산 활동을 통한 이윤 확대가 기업의 목표이다. 기업의 생산 활동은 투입과 산출이라는 과정으로 이루어지는 바, 투입한 노력이나 자원과 비교하여 거두어들인 성과의 비율이 효율성이다. 효율성은 절대효율성(absolute efficiency)과 상대효율성(relative efficiency)의 개념으로 구분되는데, 대부분의 경제활동에서는 상대적인 경쟁력이 주요 관심대상이므로 통상 상대효율성의 개념을 사용한다. 개별단위 기업의 투입대비 산출의 비율은 절대적 효율성이며, 기업들의 효율성 중에서 최고치와 비교하여 상대적으로 나타내는 값이 상대적 효율성이다. 상대적으로 효율이 높다는 것은 동일한 자원을 투입하고도 더 높은 성과를 거두었거나, 동일한 성과를 얻는데 소요된 자원이 더 적다는 것을 의미하며, 효율이 낮는 것은 그 반대를 의미한다(이정동·오동현, 2012: 1). 기업의 효율성을 경영자능력과 관련하여 분석하고자 할 때, 필요

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

한 것은 상대적인 경쟁력이 주요 관심대상이므로 개별기업의 절대적 효율성보다 상대적 효율성이 비교되어야 한다.

경제학 분야에서 Koopman(1951)은 효율성을 다른 산출의 감소나 투입의 증가 없이 산출을 증가시킬 수 없거나 투입을 감소시킬 수 없을 때라고 정의하면서, 파레토(Pareto)의 효율상태와 연결시켰다. 파레토의 효율상태는 다른 사람의 효용을 감소하지 않고서는 한 사람의 효용을 증가시킬 수 없는 상태를 의미한다. Shephard (1953)가 거리함수 개념으로 경제학적 관점에서 효율성 측정의 이론적 근거를 제시하고 Farrell(1957)이 표본기업 자료에 선형계획법을 이용해 비효율성을 실증적으로 측정하였다. Farrell(1957)의 실증연구는 경제학 분야와 경영과학 분야 모두에서 DEA발전의 선구적 연구로 인정받고 있다. Farrell(1957)의 연구를 확장하여 DEA 분야의 발전에 있어 중요한 출발점이 된 것은 CCR(Chames, Cooper and Rhodes, 1978)의 연구였다. CCR은 효율성의 개념과 선형계획법을 결합하여 비율모형을 선형모형으로 전환하였다. 선형계획법 기반의 DEA모형이 만들어진 것이다(이정동·오동현, 2012: 4-7).

자료포락분석(DEA: Data Envelopment Analysis)은 다수의 투입과 다수의 산출이 복합적으로 존재하는 상황 하에서 단일한 상대효율성 값을 쉽게 도출하기 위해 개발된 방법이다. 일반적인 회귀분석에서는 생산함수를 추정하기 위해서 잔차의 분포에 대해 특정한 통계적 가정을 도입하지만, DEA에서는 이 잔차에 대해 어떠한 통계적 가정을 할 필요가 없으며, 주어진 자료만으로 생산관계를 추정하여 효율성을 계산하므로 분석하는 사람의 자의적 판단이 개입될 여지가 상대적으로 적다. 뿐만 아니라 생산함수의 형태에 대해서도 가정을 하지 않고 비모수적으로 추정하기 때문에 분석자의 자의적 판단에 따른 함수형태 설정의 오류를 피할 수 있다. 이렇게 다수재 상황, 비통계적, 비모수적이라는 장점으로 최근 20년간 DEA는 효율성을 분석하기 위한 주요 방법론으로 자리 잡았다(이정동·오동현, 2012: 2-3).

효율성 평가는 유사한 의사결정단위(DMU: Decision Making Unit)간의 상대적 평가이므로 DMU 상호간에 성격이 유사해야 하며, 상대적 평가에 필요한 자유도(degree of freedom)를 확보하기 위해 투입요소변수와 산출물변수의 수에 비해 충

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

분한 수의 DMU가 있어야 한다(안태식·박정식, 1997). DEA값은 비교할 DMU 중에서 가장 효율성이 높은 DMU의 효율성점수를 1로 하여 0 에서 1 사이의 상대적 점수로 부여되므로, 관측치의 개수가 많을수록 바람직하고(오동일, 2000), 투입 및 산출 변소 수의 최소 3배 이상이 권장되고 있다(Banker et al., 1984; 김건위·최호진, 2005). 관측치 개수가 중요한 이유로는 DEA가 신뢰도 측정이 불가하다는 점을 들 수 있다. 또한 통계적 가정 하에서 추정치(estimate)들은 그 값이 존재할 수 있는 확률적 범위를 제공하는 신뢰구간을 가지지만, 통상적인 DEA에서 도출되는 효율성 값은 통계적 가정을 활용하지 않고 단지 주어진 자료로부터 계산된 값들이므로, 통계적으로 어느 정도 신뢰할 만한 것인지를 확인할 방법이 없다(이정동·오동현, 2012: 245-246).

DEA를 통해 측정된 값는 DMU간의 상대적 효율성 점수일 뿐이므로 효율성 원인 분석을 위해서는 추가분석이 필요하다. 효율성 원인 분석은 DEA를 통해 측정된 효율성 척도를 종속변수로, 효율성에 영향을 미칠 것으로 짐작되는 잠재적인 변수들을 독립변수로 놓아 이들 사이의 관계를 회귀 분석하는 절차로 진행된다.

절차상 첫째, DEA 효율성 척도를 측정하고, 둘째 효율성의 결정요인을 회귀분석한다는 의미에서 2단계 분석법(two-stage approach)이라고 하며, 토빗 회귀(Tobit regression)를 이용한 추정법이 주로 활용된다(이정동·오동현, 2012: 249).

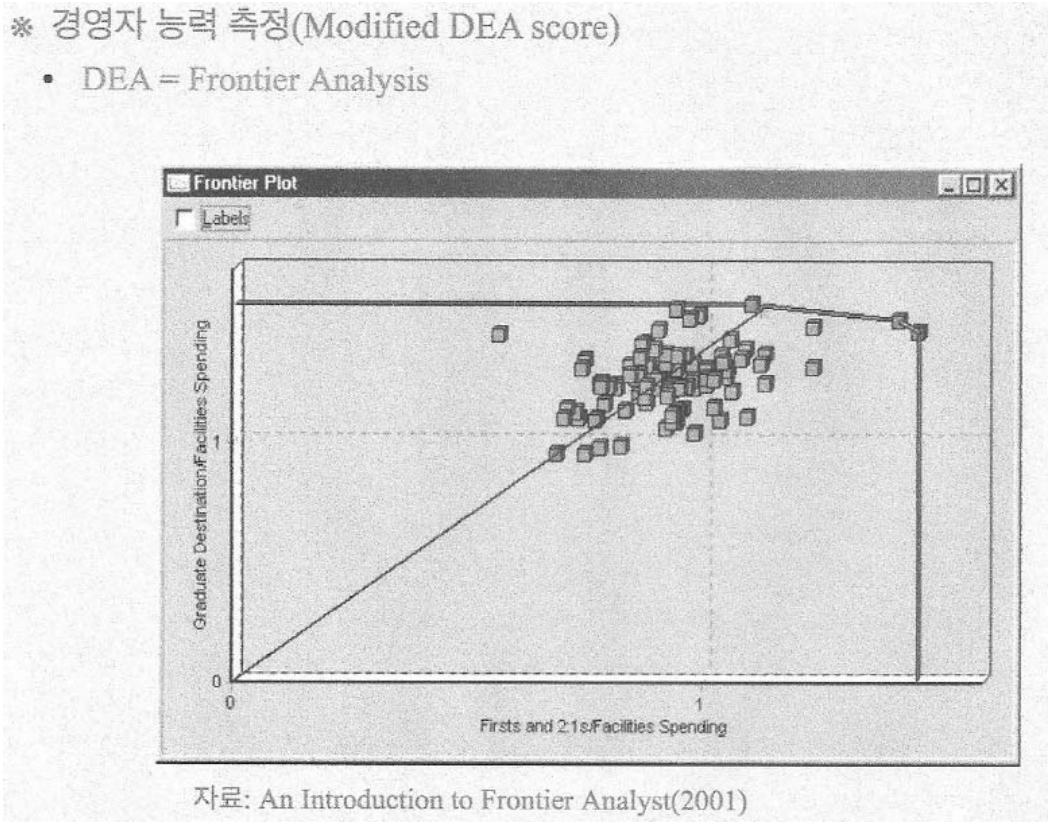
그렇다면, 효율성 개념에 의해 경영자능력을 어떻게 측정할 것인가? 효율성 측정과 관련한 가장 단순한 방법은 가장 중요한 투입과 산출을 각각 하나씩 선택하여 이 둘간의 비율을 제시하는 절대효율성을 구하는 것이다. 이 값을 상호비교하면 상대효율성을 얻을 수 있다. 그러나 다수의 투입과 산출이 복합적으로 존재하는 상황에서는 단일한 상대효율성 값을 쉽게 도출하기 위하여 DEA를 이용하는 것이 편리하다(이정동·오동현, 2012: 2).

DEA를 통해 경영자능력 측정치를 제시한 Demerjian et al.(2012)의 방법을 한국에서 적용한 고창열 외(2013)와 Park et al.(2015)에 의하면, 경영자능력은 상대적인 비교에 의해 판단되는 것이다. 따라서 비교 기업들의 상대적 효율성을 먼저 구한 다음 각각의 기업들에서 경영자능력에 해당하지 않는 부분들을 제거한 잔차인 경영

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

자능력치를 토빗회귀분석으로 산출한다.

DEA 효율성 측정을 위한 산출식의 결과화면은 <그림 3>과 같이 표시된다. 자세한 내용은 2절의 선행연구 분석에서 살펴보기로 한다.



<그림 3> DEA 방법에 의한 기업효율성 측정 그래프

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

2. 선행연구 검토

1) 경영자능력

기업의 경영자 선택은 이윤 창출과 이윤의 극대화를 위한 전략적 선택[6]의 하나이다. 전략적 선택 이론에서 경영자는 지배집단과 동일시될 수 있지만, 전문경영인을 고용하는 추세에 따라 경영 능력은 지배집단의 전략적 선택의 한 항목으로 자리매김된다. 경영자 능력이라는 변수를 기업의 성과와 연결시킴으로써 경영자의 고용과 해고가 이루어지곤 한다. 그러므로 경영자능력에 대한 판단은 기업 성과라는 결과에 대한 분석으로 가능하다.

경영자능력에 대한 선행연구들은 경영자의 특성에 대한 연구들과 경영자능력을 측정하고 이를 경영성과들과 비교하려는 연구들로 구분할 수 있다. 경영자능력에 대한 선행연구들을 고창열 외(2013)와 Park et al.(2015)은 4개의 범주로 구분한 바 있다. 고창열 외(2013)와 Park et al.(2015)이 분류한 4개의 범주는 경영자의 스타일 또는 인구통계학적 특성, 경영자의 명성 또는 외부노출 정도, 경영자능력 대용치, 경영자 특성효과 등이었다. 이를 재구성하여 경영자 특성과 경영자능력 측정으로 구분하고 경영자 특성을 경영자 개별특성과 외부명성으로, 경영자능력 측정을 대용치와 측정치로 나누어 정리한 것이 <표 1>이다.

<표 1>에서 정리한 경영자능력에 대한 선행 연구를 살펴보면, 내부적 개별특성과 외부적 명성으로 나타나는 경영자 능력은 기업의 성과 및 가치에 영향을 미치거나 경영자 개인의 가치 향상에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 경영자 능력에 대한 지표를 설정하기 위한 경영자 능력 대용치를 개발하는 연구들도 한 축을 이루고 있다.

---

6) 전략적 선택 이론에 따르면, 조직구조는 재량을 지닌 관리자들의 전략적 선택에 의해 결정된다. 구조적 상황이론을 비판하면서 전략적 선택이론을 제기한 차일드(J. Child)는 구조적 상황이론에서 조직구조의 결정 요인으로 간주하고 있는 환경·기술·규모 등은 지배집단(dominant coalition)의 전략적 선택을 제약하는 제약 요인에 불과하며, 조직구조를 결정하는 절대적인 요인은 지배집단들의 이해관계와 권력이라고 주장한다(이종수, 2009).

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

<표 1> 경영자능력에 대한 선행연구 분류

범주		연구자	연구내용
경영자 특성	개별특성	Bertrant and Schoar(2003)	경영스타일(style)과 기업의 성과 및 보상 관련성
		Billet and Qian(2008)	자기편향(self-attribution bias)의 자신감 과도화 결과
		Malmendier and Tate(2005)	자만감으로 인한 경영자의 기업 투자정책에 왜곡
		Chatterjee and Hambrick(2007)	나르시시즘의 6가지 측정치를 이용한 분석으로 최고경영자의 나르시시즘이 조직의 전략변화와 관련성이 있음을 밝힘
		Lieberman et al(1990)	미국과 일본의 자동차산업에서 경영자특성효과가 생산성에 영향을 미침을 확인
		Bertrand and Schoar(2003)	경영자의 스타일이 연구개발과 인수·합병 등 투자 및 재무의사결정에 영향을 미침
	외부명성	Francis et al.(2008)	명성이 높은 경영자가 더욱 기회주의적인 지대추구(rent-seeking)행위를 수행하여 이익의 질이 감소함
		유재욱(2007)	최고경영자들의 외부네트워크가 기업성과에 영향 미침
		임성준과 정형철(2001)	재직기간, 나이, 배경유형, 대외연결능력 등 CEO특성과 산업특성의 적합성이 높은 경우 기업성과가 높음
		Milbourn(2003) Rajgopal et al.(2006) Francis et al.(2008) Baik et al.(2011)	언론노출정도를 경영자능력측정치로 정의하여 분석
경영자능력 측정	대용치	Fee and Hadlock(2003)	경영자능력의 측정치로 산업조정주식수익률을 사용. 높은 수익률을 보이는 기업의 최고경영자들은 다른 기업에 의해 더 고용되고 있고, 새로운 기업에서 더 높은 임금을 받고 있음
		Rajgopal et al.(2006)	경영자 재능을 언론노출정도와 기업의 산업조정 ROA로 측정하여 외부고용기회와 양(+)의 관계임을 밝힘
		Tervio(2008), Carter et al.(2010) Chang et al(2010)	경영자보상수준을 경영자능력의 대용치로 이용
	측정치	Demerjian et al(2012), 고창열(2013), 고창열외 (2013), Park et al(2015)	기업의 회계정보를 이용하여 기업의 효율성 측정치에서 기업특성요인을 제거한 경영자능력측정치 제시

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

먼저, 경영자능력을 경영자 개별특성으로 파악하고자 한 연구들을 살펴보면, Lieberman et al(1990)이 미국과 일본의 자동차산업에서 경영자 특성효과가 생산성에 영향을 미치고 있음을 확인하였고, Bertrant and Schoar(2003)가 경영스타일과 기업의 성과 및 보상 관련성을 분석한 이후에 경영자의 스타일이 연구개발과 인수합병 등 투자 및 재무의사결정에 영향을 미친다는 점을 확인하였다. 이후 Malmendier and Tate(2005)는 자만감으로 인해 경영자의 기업 투자정책이 왜곡될 수 있음을 분석하였으며, Chatterjee and Hambrick(2007)이 나르시즘의 6가지 측정치를 이용한 분석으로 최고경영자의 나르시즘이 조직의 전략변화와 관련성이 있음을 밝혔다. Billet and Qian(2008)은 자기편향의 자신감이 과도할 경우에 나타나는 결과들을 조사하였다.

다음으로, 경영자능력을 경영자 외부명성으로 파악하고자 한 연구들을 살펴보면, 임성준과 정형철(2001)이 재직기간, 나이, 배경유형, 대외연결능력 등 CEO특성과 산업특성의 적합성이 높을 경우 기업성과가 높게 나타남을 확인하였고, 유재욱(2007)이 최고경영자들의 외부네트워크가 기업성과에 미치는 영향을 분석하였다. Francis et al.(2008)은 명성이 높은 경영자가 더욱 기회주의적인 지대추구행위를 수행하여 이익의 질이 감소할 수 있음을 보여주기도 하였다. Milbourn(2003), Rajgopal et al.(2006), Francis et al.(2008), Baik et al.(2011) 등의 연구에서는 언론노출정도를 경영자능력측정치로 사용하였다.

경영자능력을 측정할 수 있는 구체적인 지표들을 개발하지 못하였던 이상의 연구들에 비해 Fee and Hadlock(2003)이 산업조정수익률을 경영자능력의 측정치로 사용함으로서 경영자능력대용치에 대한 연구들이 시도되었다. Fee and Hadlock(2003)은 높은 수익률을 보이는 기업의 최고경영자들이 다른 기업에 의해 더 많이 고용되고 있음과 새로운 기업에서 더 높은 임금을 받고 있음을 들어 산업조정수익률이 경영자능력의 측정치로 타당하다고 주장하였다. Rajgopal et al.(2006)은 경영자 재능을 언론노출정도와 기업의 산업조정 ROA로 측정하여 외부고용기회와 양(+)의 관계임을 밝혔으며, Tervio(2008), Carter et al.(2010), Chang et al(2010) 등은 경영자보상수준을 경영자능력의 대용치로 이용하였다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

이상의 연구들이 경영자의 인구통계학적 특징 등 경영자특성을 경영자능력으로 분석하거나 경영자의 외부적 명성을 지표로 경영자 능력을 확인하고자 한 것과 달리, Demerjian et al.(2012)과 고창열 외(2013), Park et al.(2015) 등은 기업의 회계정보를 이용하여 기업의 효율성 측정치에서 경영자에게 영향을 미치는 기업특성요인을 제거한 경영자능력 측정치를 제시하였다(Demerjian et al., 2012; 2013; 고창열 외, 2013; Park et al., 2015). Demerjian et al.(2012)은 경영자의 과거 교육이나 연봉 또는 언론에 노출된 명성이나 인간관계의 스타일 등을 경영자의 능력에 대한 지표로 삼을 경우, 기업가치와 직접적인 연결이 사실상 불가능하다고 판단하였다. 경영자능력을 기업가치와 연결시키려면 경영자능력의 효율성이 분석되어야 한다는 것이다. 경영자가 기업가치에서 어떠한 효율성으로 자리하고 있느냐가 Demerjian et al.(2012)의 문제의식이었다(Demerjian et al., 2012: 1229).

Demerjian et al.(2012)의 문제의식은 기업이 소유경영체제에서 전문경영체제로 전환된 상황에서 성공한 기업인으로서의 경영자상보다 기업가치를 높이는 경영자상을 요구하는 상황에서 비롯되었다고 할 수 있다. 실제로 Demerjian et al.은 경영자의 투자결정과 이에 대한 경영성과를 평가하는 문제와 연봉 이외의 성과급을 지불하는 문제, 다양한 이해관계자로 구성된 기업지배구조의 경제적 효용성 문제, 생산성의 국가간 차이의 문제에 직면하여 수치화가 불가능한 과거의 경영자능력 대용치를 대신하는 새로운 경영자능력 측정치가 필요하다고 판단하였다(Demerjian et al., 2012: 1229). Demerjian et al.(2012; 2013)은 경영자능력을 수치로 측정할 수 있는 방법을 상대적인 효율성을 측정함으로써 찾고자 하였고, 결국 상대적 효율성을 측정하는 하나의 방법인 자료포락분석(DEA)를 이용하여 기업가치에서 기업고유의 특성을 제거한 경영자능력치를 제시하였다.

Demerjian et al.(2012)에 앞서 Baik et al.(2011)은 경영자능력을 측정할 수 있는 지표로 언론노출정도, 수정된 DEA점수, 산업조정ROA를 제시한 바 있다. 경영자의 이익 예측 공시에 대한 시장의 반응을 경영자 능력으로 포착하고 이를 분석한 것이다. 그에 따르면, 이익을 예측하는 경향과 이를 공시하는 빈도가 경영자 능력이 높을수록 증가하였다. Demerjian et al.(2012)이 수정된 DEA점수를 이용한 경영자

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

능력 측정치를 제시한 이후, Demerjian et al.(2013)는 이익의 질과 경영자능력의 관계를 분석하였고, Park(2013)은 원가의 하방경직성과 경영자능력의 관계를 분석하였다. 고창열 외(2013)는 이를 경영자능력 측정치가 국내 기업의 경영자능력을 확인하는 데에도 적용될 수 있음을 보여주었고, Park et al.(2015)은 경영성과 및 조세회피에 영향을 미치는 경영자능력을 분석하면서 경영자능력 측정치를 이용하였다.

2) 자기자본비용

자본비용은 기업가치를 평가하는 중요한 요소이다. 기업의 자본비용은 시장가치의 최대치를 가능하게 하는 적정자본구조 상태의 가중평균자본비용(WACC)으로, 자기자본비용, 타인자본비용, 적정자본구조, 법인세율 등으로 구성된다. 투자자 입장에서 볼때, 기업성과를 신뢰할 수 있는 기업가치를 평가하기 위해 자기자본비용이 낮아질 것을 기대한다. 자기자본비용은 기업투자를 통해 기대수익율을 높이고자 하는 투자자들에게 있어 투자를 결정하는 요인이 된다.

김우영·고종권(2009)은 회계이익(법인세차감전순이익)과 세무이익(각사업년도소득금액)의 차이를 통해 기회주의적인 이익조정을 시도할 수 있다는 연구(Penman, 2001)와 보수주의가 이득과 손실에 대한 비대칭적인 검증력을 요구하여 경영자의 기회주의적 행위를 제한하고 경영자의 편의를 감소시켜 계약비용을 감소시킨다는 연구(Watts, 2003a) 등에 착안하여 보수주의가 자기자본비용을 낮춘다는 점을 제시하였다. 한편 고종권(2009a; 2009b)은 배당세율과 법인세율의 인하가 자기자본비용에 미치는 영향과 세금 및 자본구조가 자기자본비용에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 이상의 연구들에서 자기자본비용 추정을 위해 사용된 방법은 Easton(2004)의 PEG모형과 MPEG모형 및 Gode and Mohanram(2003)의 GM모형이다. 각 모형에 따른 자기자본비용 추정치간의 상관관계가 높다는 이유로 고종권(2009a; 2009b)은 개별 모형의 추정치가 아닌 평균값을 사용하였다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

김현희·전홍민·유용근(2010)은 개별기업의 산업간 다각화가 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하면서, Gebhardt et al.(2001)의 RIVC모형과 RIVI모형에서 산출된 각각의 자기자본비용의 평균치를 자기자본비용의 대용치로 이용하였다. Ahn et al.(2008)의 연구결과에 따라 잔여이익할인모형(Ohlson 1995)에 기반한 자기자본 측정치가 여타 다른 방식들보다 한국기업들의 자기자본비용을 측정하는 방법으로 더 적절하다고 판단했다는 것이 이유였다.

이호영·박현영·이영한(2013)에 따르면, 자기자본의 추정모형에는 초과이익성장모형(abnormal earnings growth valuation model: OJ 모형)과 잔여이익평가모형(residual income valuation model: RIV 모형)이 있고, Ohlson and Juettner-Nauroth의 OJ 모형에는 Easton(2004) 모형과 Gode and Mohanram(2003) 모형이 있다. RIV 모형은 clean surplus 가정에 기반한 것이지만, OJ 모형은 기대이익과 기대이익의 성장만을 고려하고 기업의 배당정책이나 clean surplus에 대한 가정을 전제하지 않는다.

자기자본비용은 기업가치를 평가하는 핵심요인이지만, 객관적인 수치로는 드러나지 않는 어려움이 있다. 회계분야에서는 1990년대말 이후 재무분석가의 이익예측치를 투자자 이익기대치의 대용치로 간주하고 이를 기업가치모형에 대입한 후 그로부터 산출되는 기업가치 예측치와 주식시장에서 관찰되는 주가가 상호 일치하도록 하는 할인율을 자기자본비용의 측정방식으로 사용해왔다(김현희 외, 2010). RIVC 모형과 RIVI 모형으로 접근하는 이러한 방식이 다른 방식을 이용하여 산출된 자기자본비용 측정치에 비하여 정확하다고 주장되기도 한다(Ahn et al, 2008). 이러한 이유로 주가이익비율을 이익성장율로 나눈 값인 PEG비율을 이용하여 자기자본비용을 추정하는 방식과 여기에 배당을 변수에 포함한 MPEG 모형을 제시한 Easton(2004)의 방식을 이용하는 연구들이 등장하였다.

선행연구들을 자기자본비용 측정방식에 따라 검토한 내용을 표로 정리하면 <표 2>와 같이 나타낼 수 있다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

<표 2> 선행연구들의 자기자본비용 측정방식

추정모형	선행연구목록
잔여이익평가모형 RIVC RIVI	Lee et al. (1999) Gebhardt et al. (2001) Claus and Thomas (2001) Liu et al. (2002) Ahn et al. (2008) 김현희 외 (2010)
초과이익성장모형 PEG MPEG GM	Ohlson and Juettner-Nauroth (2000) Gode and Mohanram (2003) Easton (2004) 김우영·고종권 (2009) 고종권 (2009a; 2009b) 조중석·조문희 (2010) 이호영 외 (2013) 이윤경·고종권(2013)

선행연구들의 자기자본비용 측정방식에 대한 검토 외에 자기자본비용에 대하여 국내의 선행연구들이 주목해온 주요한 영향요인들을 살펴보면 다음과 같다. 다음의 <표 3>에서 구분하여 제시한 바와 같이 선행연구들은 보수주의, 세금 및 자본구조, 기업전략의 다각화 경향, 소수 기업에의 산업집중도, 회계투명성 또는 정보비대칭, 사회적 책임 등을 자기자본비용에 영향을 미칠 수 있는 요인들로 설정하고 연구를 진행해왔다. 이러한 영향요인들은 기업의 경영활동과 관련이 있다. 따라서 경영자능력에 따라 영향요인들의 영향정도가 달라질 수 있을 것이다. 그럼에도 불구하고 경영자능력이 자기자본비용에 미치는 영향을 직접적으로 연구한 사례는 거의 제시된 바가 없다. 본 논문에서는 경영자능력이 자기자본에 미치는 영향에 대한 연구를 진행하고 그 결과를 제시하려고 한다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

<표 3> 자기자본비용에 관련된 선행연구

영향요인	연구자	연구 내용
보수주의	김우영·고종권(2009)	보수주의가 회계이익과 세무이익의 차이에 미치는 영향과 보수주의가 내재자본비용에 미치는 영향
세금	고종권(2009a)	배당세율과 법인세율의 인하가 내재자본비용에 미치는 영향
	고종권(2009b)	세금과 자본구조가 내재자본비용에 미치는 영향
기업전략	김홍민 외(2010)	개별기업의 다각화 전략을 자기자본비용과 관련시킴
산업집중	임승연(2012)	산업속성의 대용치로 Herfindal-Hirshman 지수를 사용하여 산업부문의 소수기업집중도가 내재자기자본비용에 미치는 영향을 확인
투명성	이호영 외(2013)	한국회계학회의 회계투명성평가지수를 사용하여 회계투명성과 자기자본비용의 관련성을 분석
	황국재·김기범(2013)	회계정보의 자발적 공시의 질이 높을수록 정보비대칭 문제에 대한 투자자들의 우려를 완화하여 타인자본비용을 낮출 수 있음을 확인
사회적책임	이윤경·고종권(2013)	사회적책임 활동이 우수한 기업일수록 내재자본비용이 낮음을 확인

3) 정보비대칭

정보비대칭은 시장의 거래주체간의 정보보유의 차이를 의미한다. 경영자는 기업내부의 정보를 선별하여 외부에 공개하거나 공개하지 않을 수 있다. 이 경우 경영자는 투자유치를 증대하거나 기업가치에 대한 시장의 인식을 고려하여 공개할 정보를 결정하기 마련이다. 보유정보의 유무가 권력관계의 핵심으로 작용하기도 하는 자본주

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

의 사회에서 정보비대칭성은 거래 주체들간의 합리적인 선택을 방해할 수 있다. Akerlof(1970), Arrow(1973) 등의 경제학자들이 처음 정보비대칭 문제를 제기한 이후, Gonedes et al.(1976)이 이를 회계정보에 적용할 것을 제안하면서 회계학에서 정보비대칭과 관련된 다양한 연구들이 진행되었다.

한국 상황에서 정보비대칭성에 대한 문제 제기는 외국인투자자들로부터 시작된다. 안윤영·신현한·장진호(2005)는 재무분석가의 수가 많고, 이익예측오차 및 재량적발생액이 낮은 기업에서 외국인지분율이 높다는 점에 착안하여, 정보비대칭이 낮은 기업을 외국인투자자가 선호한다는 점을 확인한 바 있다. 외국인투자자들은 타국 주식시장에서 현지투자자에 비해 정보열위에 놓이게 되므로 정보비대칭문제에 직면하게 되므로(Kang and Stulz, 1997; Lewis, 1999; Coval and Moskowitz, 1999; Lin and Shiu, 2003) 자신들에게 익숙하거나 잘 알려진 기업의 주식을 선호한다는 것이다(안윤영 외, 2005: 113). 따라서 외국인투자는 기관투자형태의 주요주주로서 투자기업에 대한 정보공개를 지속적으로 요구하게 된다.

정보비대칭에 대한 선행연구는 이익의 질, 발생액 변동이 정보비대칭의 수준을 반영하고 있음을 보여준 연구(Abbody et al., 2005; Francis et al., 2005; 조중석·조문희, 2010)로 이어졌다. 외국인 지분율이 정보비대칭에 미치는 영향을 분석한 연구(Choi et al., 2013)도 나타났다. 외국인투자자 뿐만 아니라 자국내투자자들에게서도, 기업의 내재가치를 평가하는 중요한 정보 중의 하나로 인식되고 있는 회계이익은 정보이용자들의 투자의사결정이나 대출의사결정 등과 같은 경제적 의사결정에 많은 영향을 미치는 것도 확인되었다(김문철·최관, 1999; 전영순, 2003; 문상혁 외, 2006).

보수주의적 회계처리는 정보우위에 있는 정보이용자에게 유리하게 작용하기 때문에(문상혁 외 2006), 회계정보의 투명성에 대한 시장의 요구가 나타나게 된다. 박희진 외(2014)에 따르면, 기업의 이익투명성이 낮을 경우 투자자들은 경제적인 의사결정을 수행하기 위해 이익정보 이외의 사적정보를 취득하기 위해 추가비용을 지불하게 되고, 나아가서 정보의 한계취득원가가 투자자마다 상이하게 되므로 시장참여자간에서 정보비대칭이 심화된다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

정보비대칭에 대한 이러한 문제의식으로 선행연구들이 진행되었으나, 어떠한 변수로 정보비대칭을 측정해야 할 것인지에 대해서는 다음의 <표 4>에서 보는 바와 같이 선행연구들의 정보비대칭 측정방식이 다양하게 나타난다.

<표 4> 선행연구들의 정보비대칭 측정방법

선행연구	측정변수
Lang & Lundholm(1993) Leuz & Verrecchia(2000) 조중석·조문희(2006)	주식수익률변동성 (일별수익률 표준편차)
안윤영 외(2005)	재무분석가 수, 이익예측 오차, 재량적 발생액
문상혁 외(2006)	주식수익률, 규모조정수익률
심충진(2008)	상대수익률, 초과수익률
조중석·조문희(2010)	일별주식수익률 변동성, 연간주식거래회전율
배종일·김진태(2012)	상대수익률, 초과수익률, 절대수익률
김태규(2012)	기업규모, 주식수익률변동성, 신용등급
박재영·이동녕(2012)	주가변동성
이윤경·고종권(2013)	거래량회전율, 재무분석가이익예측 분산, 수익률변동성
이호영 외(2013)	회계투명성평가지수
박희진 외(2014)	이익투명성(주가수익률에 대한 이익정보) 정보비대칭(매수-매도 호가차이)

앞에서 언급한 바와 같이, 안윤영 외(2005)는 외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계를 분석하여 외국인지분율이 높은 기업일수록 재무분석가 수가 증가하고 이익예측 오차 및 재량적 발생액이 감소함을 발견함으로써, 외국인투자자가 투자기업의 정보

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

비대칭 완화에 공헌하는 효과적인 외부감시주체로서의 역할을 수행하고 있음을 확인하였다. 안윤영 외(2005)는 재무분석가 수, 이익예측오차, 재량적 발생액을 정보비대칭의 측정변수로 사용하였다.

심충진(2008)은 세무조사 이후 추징세액이 있는 기업의 정보비대칭성이 낮아졌음을 확인하였으며, 배종일·김진태(2012)는 경영자의 이익조정 행위와 정보비대칭의 관계를 분석하였다. 김태규(2012)는 신용등급 하락 기업의 정보비대칭이 신용등급 상승 기업보다 높다는 점을 확인한 후 신용등급 변경 공표가 정보비대칭 완화에 효과적임을 제시하였다.

심충진은(2008)은 Lang and Lundholm(1993)과 Leuz and Verricchia(2000) 그리고 조중석·조문희(2006)의 연구에서 사용한 주식수익률변동성을 정보비대칭 측정변수로 사용하였고, 배종일·김진태(2012)는 상대수익률, 절대수익률, 초과수익률을 사용하였으며, 김태규(2012)는 기업규모, 주식수익률변동성, 신용등급을 정보비대칭의 대리변수로 사용하였다.

본 논문은 정보비대칭 및 자기자본비용에 경영자능력이 영향을 미치는지를 분석하려는 것이다. 정보비대칭 및 자기자본비용에 대한 선행연구로는 이윤경·고종권(2013)과 박희진 외(2014)의 연구를 들 수 있다. 이윤경·고종권(2013)은 Comprix et al.(2011)의 모형을 따라 거래량회전율(Turnover), 재무분석가 이익예측분산(Dispersion), 수익률변동성(VarRet)을 정보비대칭에 대한 측정치로 사용하여, 기업의 사회적 책임이 내재자기자본비용과 정보비대칭에 미치는 영향을 분석하였다. 박희진·신호영·고종권(2014)은 이익투명성 및 정보비대칭과 자기자본비용 간의 영향관계를 분석하여 이익투명성이 높은 기업일수록 자본비용이 유의하게 감소한다는 점을 확인하였다

박희진 외(2014)가 설정한 이익투명성 개념은 회계투명성의 한 측면이다. 정보비대칭이 투자자에게 제공되는 회계정보의 불투명성을 가리킨다는 점에서 회계투명성은 정보비대칭을 포괄하는 개념이다. 회계투명성에 영향을 미치는 개별 기업 내부의 요인들은 기업의 지배구조와 경영의 투명성, 회계 및 감사 시스템, 공시, 회계정보

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

의 내용 등으로 구분된다(이호영 외, 2013). 정보비대칭에 대한 측정치가 명확하게 제시되지 못한 채, 수익률 등의 변수들을 대용치로 사용하고 있는 상황에서 이호영 외(2013)는 회계투명성 지표를 사용하여 회계투명성과 자기자본비용의 관계를 분석한 바 있다.

이호영 외(2013)는 한국회계학회가 평가한 2011년 회계투명성평가지수를 회계투명성의 지표로 사용하였다. 한국회계학회의 2011년 회계투명성평가지수는 2010년 국내의 상장기업 전체를 대상으로 분석한 것으로 회계정보이용자 중심의 포괄적 평가지표라는 것이 이유였다. 그러나 박희진 외(2014)는 회계투명성 개념이 포괄적이고 결정요소 또한 복합적이기 때문에 적절한 대용치를 고안해야 할 필요가 있음을 지적하면서 이익정보의 이익투명성을 측정하는 데에 초점을 맞추었다.

박희진 외(2014)는 Cheng and Subramanyam(2008)과 Barth et al(2013)이 제시한 이익투명성 측정치를 국내기업에 적용하였다. Cheng and Subramanyam(2008)과 Barth et al(2013)의 이익투명성 측정치의 구성요소는 이익과 주가정보이다. 특히 Barth et al(2013)이 주가수익률에 대한 이익정보(이익수준 및 이익변화)의 설명력을 기초로 이익투명성을 측정한 것을 우리나라 상황에 적용한 박희진 외(2014)가 국내기업의 이익투명성을 측정하기 위해 사용한 변수는 연간주식수익률과 시장조정초과수익률이다.

박희진 외(2014)의 연구에서 주목할 것은 기존의 정보비대칭 측정변수였던 수익률을 이익투명성 측정변수로 사용하면서, 정보비대칭을 측정하기 위한 대리변수로 매수-매도 호가차이를 이용하였다는 점이다. 매수-매도 호가 차이는 주식시장에서의 실거래를 기준으로 측정될 수 있으므로 보다 더 실제적인 측정이 될 수 있다는 장점이 있다.

매수-매도 호가차이를 측정하는 구체적인 방법은, 일별 최종매도호가와 최종매도호가의 차이를 최종매도호가와 최종매수호가의 평균값으로 나누어 일별스프레드를 구한 후 일별로 측정된 스프레드를 연도별로 평균하여 기업-연도별 스프레드를 측정하는 것이다. 계산된 스프레드 값의 평균(중위수)보다 크면(입력값 1) 정보비대칭이 높은 기업집단을 의미하며 낮으면(입력값 0) 정보비대칭이 낮은 기업집단을 의

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

미한다. 본 논문에서는 박희진 외(2014)를 따라 매수-매도 호가차이를 정보비대칭을 측정하는 변수로 사용하고자 한다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Ⅲ. 가설설정 및 연구방법

1. 가설설정

1) 경영자능력과 자기자본비용

경영자능력은 기업의 중요한 조직자산 중 하나이다. 그리고 경영자의 궁극적 목표는 기업가치의 극대화이다. 기업가치는 미래현금흐름과 할인율로 구성되어 있고, 경영자능력은 이 두가지 구성요소 모두에 영향을 미치는 요인이다. Demerjian et al.(2012)에 따르면, 경영자능력은 기업의 한정된 자원을 최대한 효율적으로 활용하여 최대의 산출물을 이끌어내는 것이다. 선행연구의 결과에서 보는 바와 같이 능력이 높은 경영자는 미래현금흐름의 수준을 높이는 전략을 선택하여 기업가치의 극대화를 추구할 것으로 예상할 수 있다(Demerjian at al., 2012; 고창열 외, 2013; Andreou et al., 2013).

일반적으로 경영자능력이 높을수록 효율적인 자원관리를 통해 산출물을 극대화하여 기업의 가치를 높일 것이므로, 투자자들은 추가적인 위험프리미엄을 요구하지 않을 것이다. 이 경우 기업의 내재자기자본비용은 감소할 것으로 예상할 수 있다. 그러나 경영환경의 복잡성과 불확실성으로 인해 기업의 경영활동에 따른 위험요인이 증가하면 기업의 경영활동을 수행하는 경영자의 능력이 위험요인으로 작용할 수도 있다. 기업의 각종 의사결정의 주체인 경영자의 능력은 기업의 잠재적 위험에 대한 정보이며 투자자의 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 정보이기 때문이다. 그러므로 외부투자자들에 의해 결정되는 할인율은 다음과 같이 두 방향으로 예측할 수 있다.

첫째, 경영자능력은 기업의 품질을 나타내는 요인으로 투자자들에게 인식되고 있다(Andreou et al., 2013). 능력이 우수한 경영자는 기업의 내재가치를 효율적이고 신뢰성있게 전달하고 이해관계자와의 잠재적인 갈등을 완화시켜 해당 기업의 불확실성을 감소시킬 것이다. 또한, 능력이 높은 경영자는 능력이 낮은 경영자보다 높은

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

순현재가치를 실현하는 투자안에 투자할 것이다(Chemanur and Paeglis, 2005). 이는 능력이 높은 경영자가 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 사건의 발생가능성을 감소시킴으로써 투자자들이 인식하는 위험을 감소시켜 기업의 위험을 낮게 인식한 투자자들이 요구하는 할인율을 낮출 것이다. 따라서 경영자능력이 높을수록 자기자본비용은 낮아질 것으로 예상할 수 있다.

반면, 능력이 낮은 경영자가 각종 외부환경에 적절히 대응할 수 없게 되면, 기업의 잠재적인 위험이 상승될 것이고, 이는 투자자들에게 위험요인이 된다. 이 경우 투자자들은 능력이 낮은 경영자에 대해 위험이 크다고 인식하여 추가적인 위험 프리미엄을 요구할 것이다. 따라서 기업의 자기자본비용은 증가할 것으로 예상할 수 있다. 이와 같이, 경영자능력과 자기자본비용간에 음(−)의 관계가 존재할 수 있다.

둘째, 회사의 이익을 경영자와 외부투자자가 나누어 갖는다고 할 때 높은 경영자 보상 수준은 외부투자자 몫을 감소시킬 위험이 있다고 투자자들에게 인식되기도 한다(Eisfeldt and Papanikolaou, 2013; Mishira, 2014). 경영자능력이 높을수록 한정된 자원을 효율적으로 이용하여 산출을 극대화하므로 능력이 높은 경영자가 능력이 낮은 경영자보다 더 많은 수익 창출을 목적으로 위험부담이 높은 투자안에 투자할 가능성이 높다.

능력이 높은 경영자가 능력이 낮은 경영자보다 경영자 시장에서 경영자로 다시 채용될 확률이 높다(Dasgupt and Ding, 2010)는 점도 자신이 채용된 기업의 수익을 보다 크게 창출하기 위해 위험을 무릅쓴 투자를 결정할 가능성을 높일 수 있다.

따라서 능력이 높은 경영자는 능력이 낮은 경영자보다 높은 위험에 투자할 유인을 가진다. 즉, 능력이 높은 경영자는 능력이 낮은 경영자보다 투자의 위험수준을 낮출 유인이 적다. 기업의 투자안에 대한 이런 위험을 외부투자자들이 인지한다면 능력이 우수한 경영자가 경영하는 기업의 투자금에 대해 능력이 낮은 경영자가 경영하는 기업에 비해 더 높은 수익률을 요구할 수 있다(Chen et al., 2011). 즉, 투자자들은 이러한 기업의 위험을 반영하여 능력이 낮은 경영자보다 능력이 높은 경영자에게 높은 할인율을 요구할 것이다. 결국 경영자능력과 자기자본비용 간에는 양(+)의 관계가 존재할 가능성이 있다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

이와 같이 경영자능력과 기업의 자기자본비용의 관계에 대해 상반된 예측이 가능하다. 일반적으로 경영자능력이 높을수록 투자자들이 낮은 요구수익률을 제시하여 자기자본비용이 낮아질 것으로 예상되지만, 능력이 높은 경영자가 위험부담이 높은 투자를 결정할 수 있으므로 이를 반영하여 투자자들이 높은 할인율을 요구하게 되어 자기자본이 높아질 것으로 예상할 수도 있다. 능력이 높은 경영자일수록 투자자들이 낮은 수익률을 요구할 수도 있고 능력이 높은 경영자일수록 투자자들이 높은 수익률을 요구할 수도 있다는 것이다. 이에 따라 본 연구에서는 다음과 같은 가설 1을 설정하였다.

가설 1) 경영자능력에 따라 기업의 자기자본비용에 영향을 미칠 것이다.

2) 경영자능력과 정보비대칭

기업의 회계투명성은 외부의 투자를 유인하는 요인이 되기도 하지만 방해하는 요인이 될 수도 있다. 상대적으로 정보우위에 있는 투자자들은 정보비대칭 상황에서 보수주의적 회계처리를 선호한다(문상혁 외, 2006)는 것은 회계투명성을 높여야한다는 주장이 상대적으로 기업정보에 열세적인 투자자들의 요구임을 보여준다. 외국인투자자가 정보비대칭이 낮은 기업을 선호했던(안윤영 외, 2005) 것은 투자 초기 단계에서 외국인투자자들의 정보열세가 이유였던 것으로 보인다. 회계투명성 상승이 반드시 투자촉진 요인으로 작용하는 것은 아니다.

기업에 대한 신뢰가 투자결정요인에서 핵심사항인 것을 감안할 때, 신용등급의 하락이 차별적인 주가 반응으로 나타날 수 있지만 신용등급의 상승은 주가반응에 별다른 영향을 미치지 않는 것으로 보고된 바 있다(Holthausen and Leftwitch, 1986; Goh and Ederington, 1993, 1999; Dichev and Piotroski, 2001; Jorion et al., 2005; Jorion and Zhang, 2007; Kim and Nabar, 2007; 주상룡, 2001; 박현섭·송인만, 2005; 김태규, 2012). 기업 외부에서 기업 가치를 평가할 수 있는 또 다른 요소

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

는 세무조사 결과이다. 세무조사 후 회계부정사항이나 추징세액이 공시되면 세무조사 이전에 정보비대칭이 컸음을 반증하는 것으로 인식된다. 정보비대칭이 높을수록 감리지적을 받을 확률이 높다(박재영·이동녕, 2012)는 점도 이를 확인시켜 준다. 세무조사 결과 추징세액이 발생할 경우 경영자는 정보비대칭을 완화하기 위해 노력하게 된다(심충진, 2008).

세무조사, 감리지적, 신용등급 등이 정보비대칭에 영향을 미친다면, 경영자능력은 정보비대칭에 어떠한 영향을 미칠 것인가? 경영자능력이 기업의 한정된 자원을 최대한 효율적으로 활용하여 최대의 산출물을 이끌어내는 능력(Demerjian et al., 2012)이기에 경영자는 정보비대칭에 대해서도 적극적으로 개입할 것이다. 경영자능력이 정보비대칭을 감소시킬 것인지 증대시킬 것인지에 대해서는 두 가지 상반된 예상이 가능하다.

우선, 능력이 높은 경영자는 기업활동과 관련된 정보를 자발적으로 공시하여 보다 효과적으로 외부투자자에게 기업의 가치를 전달할 것으로 예상할 수 있다. Healy and Palpu(1995)는 자본시장에서 자금 조달을 해야 하는 경영자가 자발적 공시를 통해 정보의 비대칭성을 감소시킬 수 있음을 제기하였고, Baik at al.(2011)는 경영자의 능력은 자발적 경영자이익예측의 정도, 정확성, 가치관련성과 밀접한 관련성을 가지고 있는 것으로 확인하였다.

경영자능력이 높으면 재무보고의 질이 높으며(Trueman, 1986; Milboum, 2003), 경영자능력이 높은 경우 기업의 이익의 질 또한 높게 나타난다(Demerjian et al., 2013). 평판이 좋은 경영자가 기업의 본질적 가치를 외부이해관계자들에게 신뢰성 있게 잘 전달할 수 있다(Chemmanur et al., 2009). 선행연구들을 종합해보면, 이익의 질이 높다는 것은 이익 정보가 기업의 가치변화를 보다 잘 설명한다는 것을 의미하므로 이익의 질이 높을수록 기업의 불확실성에 따른 정보위험이 줄어든다고 말할 수 있다. 이와 같이 경영자능력과 정보비대칭은 음(−)의 관계가 존재할 수 있다.

반대로, 능력이 높은 경영자가 기업내부의 정보를 외부이해관계자에게 노출시키지 않음으로써 정보비대칭이 심화될 수도 있다. 선행연구들에서도 경영자능력이 정보비대칭을 높인다는 견해가 존재한다(Bebchuk et al., 2002; Malmendier and Tate,

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

2009; Baranchuk et al., 2011). 능력이 높은 경영자는 이사회에 높은 압력을 행사하여 과도한 보상을 이끌어낼 수 있다(Hermalin and Weisbach, 1998; Bebchuk et al., 2002). 또한 능력이 높은 경영자는 이익목표의 달성을 위해 이익조정을 할 가능성이 높다(Malmendier and Tate, 2009).

경영자의 이익조정행위[7]가 정보비대칭 상황에서 더 용이하게 이루어진다는 점에서 경영자가 정보비대칭이 높은 상황을 초래할 수도 있다(Treuman and Titman, 1998). 능력이 높은 경영자가 경영 안정화를 목적으로 이익평준화를 꾀하려고 이익조정행위를 시도할 경우, 정보비대칭이 심화될 수 있다.

권수영 외(2010)는 장기적인 조세 절감, 경영자의 안정적 지위 확보, 안정적인 순이익의 시계열흐름을 통한 불확실성 감소효과, 파산가능성에 대한 부정적 평가 감소 등이 이익평준화를 시도하는 원인이라고 지적한 바 있다. 한편 자발적 공시이론에 따르면 저조한 주가수준과 이익수준 앞에서 해고위험에 직면한 경영자는 적극적인 공시를 통해 위험수준을 조절할 가능성이 높다(Healy and Paepu, 2001).

반대로 언제든 다른 기업으로 옮겨갈 가능성도 높고 경영성과도 훌륭한 능력이 높은 경영자는 소극적인 공시를 통해 정보비대칭 수준을 높여 경영자 개인의 이익을 추구할 가능성이 존재한다. 이와 같이 경영자능력과 정보비대칭간의 양(+)의 관계가 존재할 수 있다.

선행연구들은 대체로 정보비대칭을 경영자의 자금조달 행위 및 이익조정 행위와 관련하여 분석하고 있다. 자금조달 및 이익조정 행위들은 경영자의 경영활동에 포함된 것이므로, 경영자능력은 정보비대칭에 영향을 미치는 것으로 추정할 수 있다. 능력이 높은 경영자가 정보를 공개함으로써 정보비대칭을 감소시켜 외부투자자들의 신뢰 및 자금조달을 얻어내려고 할 것이다. 이 경우 경영자능력이 높을수록 정보비대칭이 감소할 것으로 예상할 수 있다. 하지만, 능력이 높은 경영자가 이익조정행위를 적극적으로 꾀하려고 의도적으로 정보를 공개하지 않거나 왜곡시키려는 상황이 발생

7) 손실회피, 이익평준화, 재무분석가 이익예측치 등을 이익조정행위의 유인으로 들 수 있다(Burgstahler and Dichev, 1997; Burgstahler and Eames, 1998; 송인만 외, 2004; 김지홍 외, 2008; Cohen et. al., 2008; Gunny, 2009; Legget et al., 2009; 권수영 등, 2010; 김정교 외, 2011).

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

할 수 있을 것이다. 이 경우 경영자능력이 높을수록 정보비대칭이 심화될 것으로 예상할 수도 있다. 이러한 견해를 종합해보면, 경영자능력과 기업의 정보비대칭의 관계에 대해 다음과 같은 가설 2를 설정하였다.

가설 2) 경영자능력에 따라 기업의 정보비대칭에 영향을 미칠 것이다.

3) 정보비대칭 수준과 경영자능력 및 자기자본비용

가설 1의 검증 결과 경영자능력이 자기자본비용의 수준에 영향을 미치는 것으로 나타난다면, 이러한 영향이 정보비대칭의 수준이 다른 기업에서도 유의하게 나타나는지를 추가적으로 확인할 수 있을 것이다. 이익투명성이 높을수록 자기자본비용을 낮춘다는 최근의 연구결과(박희진 외, 2014)를 놓고 판단해볼 때, 정보비대칭과 자본비용은 양(+)의 효과를 나타낸다고 할 수 있다. 박희진 외(2014)의 연구결과에 따르면, 이익투명성이 높은 기업일수록 자본비용이 유의하게 감소한다. 또한 이익투명성의 증가가 자본비용을 감소시키는 음(−)의 효과는 정보비대칭이 높은 집단에서 더 작게 나타났다. 박희진 외(2014)는 이익투명성이 증가함에 따라 자본비용이 감소하는 이유가 정보비대칭의 완화에서 기인한다고 결론지었다. 이외에도 정보비대칭이 높을수록 자본비용이 높아진다는 연구결과는 다양하게 존재한다(Amihud and Mendelson, 1986; Easley and O'Hara, 2004; Hughes et al., 2007; 조중석·조문희, 2007).

구체적으로 살펴보면 Amihud and Mendelson(1986)은 정보비대칭이 높은 상황에서 주식의 매수매도호가차이는 커질 것이고 이는 거래비용을 발생시켜 자기자본비용을 높일 것이라고 주장하였다. Easley and O'Hara(2004)는 사적정보를 취득한 외부투자자와 취득하지 못한 투자자 사이에 정보비대칭이 발생하여 정보를 획득하지 못한 투자자는 높은 위험프리미엄을 요구한다고 주장하였다. 이는 정보비대칭의 수준이 높은 기업에 대해 외부투자자들이 정보위험을 크게 인식하여 요구수익률을 높게

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

설정함을 의미한다. 만약 외부이해관계자들이 경영자능력을 판단하여 자기자본비용의 요구를 달리한다면 정보비대칭의 수준이 낮아 정보위험이 작을 경우 경영자능력과 자기자본비용간의 음(-)의 관계가 더 강하게 나타날 것이다. 따라서 정보비대칭이 큰 기업과 작은 기업에서 경영자능력이 자기자본비용에 미치는 영향이 차이가 있는지를 확인하고자 다음과 같은 가설3을 설정하였다.

가설 3) 정보비대칭 수준에 따라 경영자능력은 기업의 자기자본비용에 미치는 영향에 차이가 있을 것이다.

4) 대규모기업집단 소속여부와 경영자능력 및 정보비대칭

가설 2의 검증결과 경영자능력이 정보비대칭의 수준에 영향을 미치는 것으로 나타난다면 이러한 영향이 대규모기업집단 소속여부에 의해서도 유의하게 나타나는지를 추가적으로 확인하고자 한다. 대규모기업집단은 일반기업에 비해 사후규제 및 시장의 감시기능이 강화되어 있다. 또한 외부이해관계자들은 규모가 크고 시장점유율이 높은 대규모기업집단에 대해 보다 자세하고 정확한 정보를 요구한다. 그리고 대규모기업집단에는 많은 재무분석가들과 기관투자자 및 외국인투자자들이 주시하고 있어 경영활동에 대한 적극적인 감시가 가능하다. 따라서 대규모기업집단에 속한 기업은 대규모기업집단에 속하지 않은 기업에 비해 정보비대칭 수준이 감소할 것이다(박희진 외, 2012).

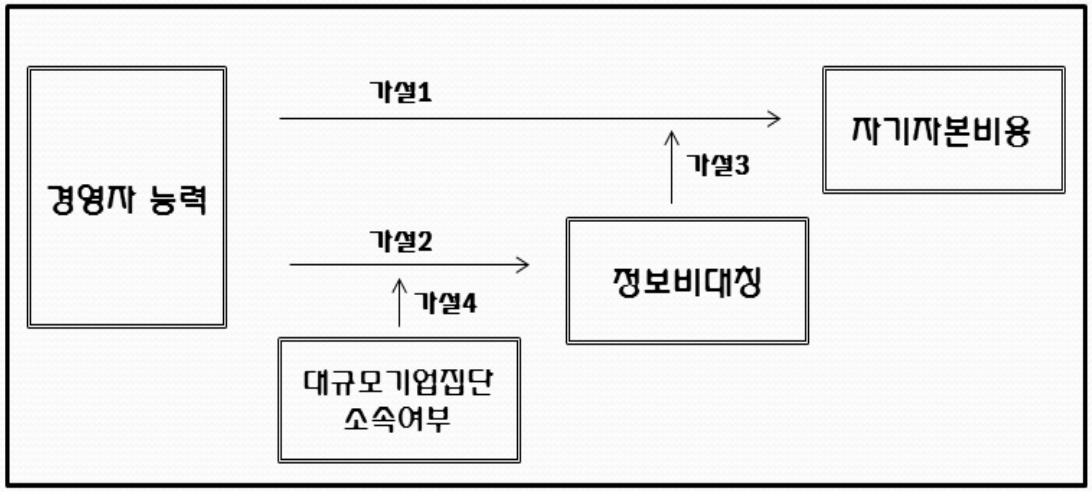
하지만 국내외 대규모기업집단은 다양한 지배구조 및 순환출자 등 복잡한 출자구조 등의 특성으로 인해 외부투자자들이 계열회사의 출자구조 자료를 수집하고 기업집단 차원의 의사결정 정보에 접근하거나 개별기업에 미치는 직·간접적인 영향력을 분석하기도 어렵기 때문에 정보비대칭 현상이 대규모기업집단에 속하지 않은 기업들에 비해 더 크게 발생할 수도 있다.

이러한 대규모기업집단의 소속여부가 정보비대칭에 영향을 미치는 상반된 견해를

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

확장하면 경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향도 대규모기업집단의 소속여부에 따라 차이가 있을 것으로 판단할 수 있다. 즉 대규모기업집단에 속한 기업의 경우 경영자능력이 정보비대칭을 감소시키는 영향이 강화될 수도 있고 약화될 수도 있을 것이다. 따라서 대규모기업집단에 속한 기업과 속하지 않은 기업에서 경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향에 차이가 있는지를 확인하고자 다음과 같은 가설 4를 설정하였다.

가설 4) 대규모기업집단 소속여부에 따라 경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향에 차이가 있을 것이다.



<그림4> 연구모형

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

2. 연구방법

1) 연구모형

(1) 경영자능력과 자기자본비용

경영자능력이 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하기 위해 설정한 가설 1을 검증하기 위해 사용된 연구모형은 다음과 같다.

$$CoC = \alpha_1 + \beta_1 MA + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 BETA + \beta_5 BM + \beta_6 CV + \beta_7 PTROA + \sum YEAR + \sum IND + \epsilon \quad (1)$$

<변수설명>

CoC : PEG모형, MPEG모형과 GM모형, 세모형의 추정치에 대한 평균을 이용하여 추정한 내재자기자본비용의 평균

- r_{peg} : PEG모형을 이용하여 추정한 내재자기자본비용
- r_{mpeg} : MPEG모형을 이용하여 추정한 내재자기자본비용
- r_{GM} : GM형을 이용하여 추정한 내재자기자본비용

MA : 경영자능력 측정치

$SIZE$: ln (시가총액)

LEV : 총부채/자기자본

$BETA$: 시장모형을 이용하여 추정한 베타

BM : 장부가치 - 시장가치 비율

CV : 재무분석가 이익예측치의 변동계수

$PTROA$: 법인세차감전순이익/전기총자산

$YEAR$: 연도더미변수

IND : 산업더미변수

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

식(1)은 경영자능력이 높을수록 기업의 자기자본비용이 높아지는지를 검증하는 모형이다. 경영자능력을 나타내는 MA의 계수 β_1이 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타낸다면 경영자능력이 높을수록 자기자본비용이 증가함을 나타내며, MA의 계수(β_1)가 통계적으로 유의한 음(−)의 값을 나타낸다면 경영자능력이 높을수록 자기자본비용이 감소함을 의미한다. 한편 자본비용이 경영자 능력에 의해 결정되는 것이 아니라 경영자의 통제를 벗어나는 요인들에 의해 결정된다면 경영자 능력과 자본비용은 통계적으로 유의한 관계를 가지지 않을 것이다.

선행연구에 따라 자본비용에 영향을 줄 것으로 예상되는 기업규모, 부채비율, 베타, 장부가치−시장가치비율, 재무분석가 이익예측치의 변동계수, 법인세차감전순이익 등을 통제변수로 사용하였으며 연도더미와 산업더미를 추가하였다. 기업규모는 클수록 유동성이 크며 이해관계자가 증가하고 공시정보의 양이 많기 때문에 불확실성에 의한 위험프리미엄은 낮아진다(Fama and French 1992; Gode and Mohanram 2003; Botosan and Plumlee 2005). 부채비율은 재무위험을 나타내는 지표로 부채비율이 높을수록 재무위험이 크다(Francis et al. 2005). 베타는 체계적 위험을 나타내는 것으로 체계적 위험이 높을수록 자기자본비용은 높아진다(Sharpe 1964; Fama and French 1997; Sengupta 1998). 장부가치−시장가치비율은 기업규모와 체계적 위험이 측정하지 못하는 기타위험을 통제하기 위해 모형에 추가하였다(Fama and French 1992). 재무분석가 이익예측치의 변동계수는 예측대상기업의 정보부족을 의미하고 기업의 정보환경의 불확실성을 반영한다(Botosan and Plumlee 2005). 자기자본비용에 영향을 미치는 연도별 변수를 통제하고 산업별 특성을 통제하기 위해 연도더미와 산업더미변수를 추가하였다.

(2) 경영자능력과 정보비대칭

경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향을 분석하기 위한 가설 2를 검증하기 위해 사용된 연구모형은 다음과 같다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

$$BAS = \alpha_1 + \beta_1 MA + \beta_2 SIZE + \beta_3 PTROA + \beta_4 TURNOVER + \beta_5 VARRET + \sum IND + \sum YEAR + \epsilon$$

<변수설명>

BAS = 일별 (매도매수호가차이/매도가매수가평균)의 평균

MA = 경영자능력 측정치

$SIZE$ = ln(시가총액)

$PTROA$ = 법인세차감전순이익/전기총자산

$TURNOVER$ = (일일거래량/상장주식수)의 1년 평균

$VARRET$ = 일별주식수익률의 1년 표준편차

IND = 산업더미변수

$YEAR$ = 연도더미변수

모형에서 경영자의 능력이 높을수록 정보비대칭이 낮아진다면 MA의 계수 β_1은 통계적으로 유의한 음(−)의 값으로 예상되고, 경영자의 능력이 높을수록 정보비대칭이 높아진다면 MA의 계수는 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 예상된다.

본 모형에서는 정보비대칭과 관련된 선행연구에 따라 정보비대칭에 영향을 줄 것으로 예상되는 변수들을 통제변수로 사용하였다. 규모가 큰 기업은 규모가 작은 기업에 비해 정보비대칭을 줄이기 위해 더 많은 정보를 자발적으로 공시할 것으로 기대한다(Foster, 1986; 이정화와 손성규, 2005). 기업규모를 통제하기 위해 상장주식수의 자연로그값을 이용하였다(Comprix et al., 2011). 주가가 높은 주식은 오래동안 보유할 가능성이 높으므로 거래량회전율과는 음(−)의 관계가 예상된다(Cheng et al., 2008). 반면 가격이 높은 주식은 수익률의 변동성이 클 수 있다. PTROA는 수익성을 나타내며 수익성이 좋은 기업은 정보비대칭이 감소할 것으로 예상된다(Comprix et al., 2011). 수익률변동성은 기업의 불확실성을 나타내며 변동성이 클 경우 정보비대칭이 클 것으로 예상된다(Cheng et al., 2008). 마지막으로 산업의 특성과 연도의 특성효과를 통제하기 위해 산업더미변수와 연도더미변수를 통제하였다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

2) 변수측정과 연구표본

(1) 경영자능력

Demerjian et al.(2012)은 기업의 회계정보를 이용하여 기업의 효율성 측정치를 산정한 후 이 효율성 측정치에서 기업자체의 특성요인을 제거하여 산출하는 경영자 능력 측정방법을 제시하였고, 고창열 외(2013)는 Demerjian et al.(2012)의 경영자 능력 측정방법론을 우리나라 시장에 수정하여 적용하였다. Demerjian et al.(2012)의 경영자능력 측정방법론은 2단계 분석방법에 의해 측정된다. 먼저 자료포락분석(DEA: Data Envelope Analysis)을 이용하여 기업의 효율성 측정치를 산출한다. 기업의 효율성 측정치는 과거의 주식수익률 또는 자산수익률 등은 기업 특유의 특성에 영향을 받는 한계가 존재한다. 따라서 DEA로 산출된 기업의 총효율성 측정치에서 경영자 능력에 영향을 미칠 것으로 예상되는 기업고유의 특성 요인을 토빗 회귀분석을 이용하여 제거한다. 즉, 경영자에게 도움을 주는 요인과 경영자에게 어려움이 되는 기업 특성 요인의 영향을 기업의 총효율성 측정치에서 제거한 후 기업의 효율성에서 설명되지 않는 부분을 경영자의 효율성으로 정의한다. 이를 좀 더 자세히 설명하면 다음과 같다.

① 1단계: DEA(Data Envelopment Analysis)에 의한 기업효율성 측정

Demerjian et al.(2012)은 주어진 자원을 이용하여 최대의 수익을 창출하는 효율성 중에서 경영자의 몫이라고 생각되는 부분을 경영자 능력으로 보았다. 이들은 투입자원으로 유형자산, 영업권, 기타무형자산, 운영리스, 연구개발비, 매출원가, 판매 및 일반관리비 등 7개의 요소를 이용하였으나, 우리나라의 경우 영업권, 운영리스, 연구개발비가 나타나는 기업들이 극히 소수여서 고창열 외(2013)의 연구에서는 유형자산, 무형자산, 매출원가, 판매 및 일반관리비 등 4개의 투입자원을 이용하였다. Thanassoulis et al. (1987), Spottiswoode(2000)등의 선행연구에서 DEA모형의 차별성을 높이기 위해 소수의 투입물 또는 산출물 사용을 권고한 점 등을 참고하여

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

본 연구에서도 이를 수용하였다. 또한 산출물은 영업수익을 이용한다. 이에 따라 동일산업에 속한 기업의 상대적 효율성은 다음과 같이 산출한다.

$$\max_{v}\theta = \frac{SALES}{v_1 COGS + v_2 SGNA + v_3 PPE + v_4 INTN} \quad (2)$$

<변수설명>

Sales: 영업수익

COGS: 매출원가

SG&A: 판매 및 일반관리비

PPE: 유형자산(=유형자산-토지-건설중인자산-미착자산)

INTN: 무형자산

② 2단계: 토빗 회귀분석을 이용한 경영자능력 측정

Demerjian et al.(2012)은 기업효율성 측정치에는 경영자능력에 영향을 미치는 기업특유의 요인이 존재하기 때문에 기업규모(Assets), 시장점유율(Market Share), 자유현금흐름(Free Cash Flow), 설립 후 경과연수(Firm Age), 사업부분수(Business Segment), 외환관련계정(Foreign Currency) 등 6가지 기업특유요인을 기업의 총 효율성에서 제거하였다(고창열 외 2013; 이건 외 2015). 6가지를 기업특유요인으로 기업효율성에 영향을 미치는 변수임을 제시한 이유는 다음과 같다. 첫째, 기업규모가 크고 시장점유율이 높은 경영자는 외부와의 협상에서 유리한 위치를 차지할 것이다. 둘째, 가용한 현금 즉 자유현금흐름을 많이 보유한 기업의 경영자는 더 효과적으로 순현가를 지닌 투자안에 투자할 가능성이 높다. 셋째, 기업의 생애주기를 나타낼 수 있는 설립후 경과연수가 기업의 투자기회에 영향을 미칠 것이다. 넷째, 사업부문이 많을수록 경영진이 효율적으로 기업을 경영하는 것에 어려움을 겪을 것이다. 다섯째, 환율의 영향을 많이 받는 기업은 복잡한 의사결정에 직면할 것이다. 이상의 내용을 바탕으로 식(3)을 이용하여 산업별로 연도특성효과를 포함한 토빗 회귀분석을 수행하고 기업의 효율성에 기여하는 경영자능력을 측정하기 위해 잔차를

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

도출한다.

[토빗 회귀분석에 의한 경영자능력 측정]

$$FIRMEFFICIENCY_{i,t} = \alpha + \beta_1 LNASSET_{i,t} + \beta_2 MS_{i,t} + \beta_3 FCFI_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 BS_{i,t} + \beta_6 FC_{i,t} + YRDUM + \epsilon_i \quad (3)$$

<변수설명>

FIRMEFFICIENCYi,t: DEA방식에 의한 기업의 효율성 점수

LNASSETi,t : 총자산의 자연로그값

MSi,t : 매출액/t기 산업에 속한 기업의 매출액 합

FCFIi,t : 자유현금흐름(=영업이익-Δ운전자본-투자금액)이 0보다 크면 1, 아니면 0

AGEi,t : 회사상장 후 경과연수

BSi,t : 사업부문수

FCi,t : 외화환산계정(외화환산이익, 외화환산손실, 외환차익, 외환차손)의 절대크기 합/매출액

YRDUM : 연도 더미

(2) 자기자본비용

자기자본비용을 구하기 위해 학계에서 많이 사용되고 있는 방법은 초과이익모형(Residual Income Model)에 의한 방법(Claus and Thomas 2001; Gebhardt et al. 2001)과 초과이익성장모형(Abnormal Earnings Growth Model)에 의한 방법(Gode and Mohanram 2003; Easton 2004)이다. 초과이익모형은 당기순이익 및 자기자본(순자산) 증감 사이의 일정한 관계(CSR: Clean Surplus Relation)를 전제로 유도된 모형이다. 여기서 초과이익이란 주주의 기대이익을 초과하는 이익을 의미한다. 초과이익성장모형은 기대이익과 기대이익의 초과성장에 초점을 두어 순자산의 장부가치 대신 자본화된 기대이익을 사용한다.

자기자본비용을 추정하기 위하여 본 연구에서는 Easton(2004)이 제시한 PEG모형

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

과 MPEG모형, Gode and Mohanram(2003)이 제시한 GM모형 등에 의한 세 가지 추정치의 평균치를 사용하였다. 김우영·고종권(2009), 고종권(2009a;2009b), 조중석·조문희(2010), 이호영 외(2013), 이윤경·고종권(2014) 등은 세 모형의 추정치에 대한 평균값으로 자기자본비용을 측정하였다. 본 연구에서도 세가치 측정방법의 측정오차를 줄이기 위해 세 가지 측정치의 평균값(COC)을 분석에 추가하였다.

PEG 모형에 따른 자기자본비용은 다음과 같이 추정한다.

$$r_{peg} = \sqrt{(FEPS_{t+2} - FEPS_{t+1}) \ / \ P_{t-1}} \qquad (4)$$

<변수설명>

$FEPS_{i,t+1}, FEPS_{i,t+2}$ = 각각 t+1기말, t+2기말 예측주당순이익

P_{t-1} = t년도 기초주가

PEG 모형에 기대배당을 포함한 MPEG 모형은 주당배당금이 0인 경우 PEG 모형의 추정치와 같아진다.

$$r_{mpeg} = (DPS_{t+1} + \sqrt{DPS_{t+1}^2 + 4 \times P_t \times (FEPS_{t+2} - FEPS_{t+1})} \ ) \ / \ 2P_t \qquad (5)$$

<변수설명>

DPS_{t+1} = 1년 후의 주당배당 예측치(FEPS2 >= FEPS1 > 0).

GM모형은 다음의 Ohlson and Juettner-Nauroth(2003)모형을 이용하여 자기자본비용을 추정하였다. 장기성장률은 물가상승 효과를 고려하기 위해 무위험이자율에 3%를 차감하여 산출하였다. GM모형을 최초로 제시한 Gode and Mohanram(2003)은 무위험이자율에 3%를 차감하여 산출하였고(Gode and Mohanram, 2003: 403), 우리나라의 경우 2000-2014년 평균 소비자물가지수가 2.9%임을 감안할 때 3%의 적용은 받아들일만한 수준으로 판단하여 사용하였다[8].

8) [소비자물가상승률]

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

국가통계포털에서 관리하고 있는 금리 중 무위험이자율이라고 할 수 있는 것들은 국민주택채권 1종(5년), 국고채(1년, 3년, 5년, 10년, 20년, 30년), 통안증권(1년, 91일물, 2년물)이 있다. 이 중에서 2000년에서 2014년까지 이자율이 모두 존재하지 않는 국고채(20년, 30년)과 통안증권(91일물)을 제외하고 하나를 선택하여 사용할 수 있다. 국내의 선행연구에서 국고채(3년)을 사용하는 경우도 있고(조중석·조문희, 2010), 통안증권(1년)을 사용하는 경우도 있는데(이윤경·고종권, 2013; 박희진 외, 2014), 본 논문에서는 통안증권(1년)을 사용하였다[9].

$$r_{GM} = A + \sqrt{A^2 + (\frac{FEPS_{t+1}}{P_{t+1}})(g_2 - (r_f - 0.03))} \qquad (6)$$

<변수설명>

A = 1/2 ((r_f − 0.03) + DPS_{t+1} / P_t)

g_2 = 단기성장률 ($FEPS_{t+2}$/ $FEPS_{t+1}$ - 1)

r_f : 무위험이자율(1년만기 통안증권 수익률)

Y	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	평균
R	2.3	4.1	2.8	3.5	3.6	2.8	2.2	2.5	4.7	2.8	3	4	2.2	1.3	1.3	**2.9**

자료: 국가통계포털(kosis)

9) [A국민주택채권, B국고채, C통안증권의 수익률]

구분	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
A(5년)	8.50	6.66	6.47	4.93	4.45	4A.66	5.07	5.42	5.79	5.10	4.59	4.11	3.43	3.16	2.98
B(1년)	7.690	5.450	5.190	4.420	3.920	3.970	4.680	5.190	5.120	2.910	2.950	3.420	3.120	2.660	2.437
B(3년)	8.300	5.680	5.780	4.550	4.110	4.270	4.830	5.230	5.270	4.040	3.720	3.620	3.130	2.790	2.589
B(5년)	8.670	6.210	6.260	4.760	4.350	4.520	4.960	5.280	5.360	4.640	4.310	3.900	3.240	3.000	2.836
B(10년)	7.760	6.860	6.590	5.050	4.730	4.950	5.150	5.350	5.570	5.170	4.770	4.200	3.450	3.280	3.183
B(20년)	-	-	-	-	-	-	5.370	5.440	5.600	5.390	4.980	4.340	3.530	3.460	3.375
B(30년)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.130	3.570	3.460
C(1년)	**7.810**	**5.450**	**5.190**	**4.420**	**3.920**	**3.970**	**4.670**	**5.210**	**5.330**	**2.980**	**3.030**	**3.550**	**3.140**	**2.660**	**2.445**
C(91일물)	-	-	-	-	-	-	4.590	5.000	4.960	2.120	2.360	3.300	3.130	2.600	2.391
C(2년물)	8.240	5.740	5.720	4.590	4.090	4.240	4.830	5.330	5.470	3.840	3.670	3.710	3.160	2.750	2.529

자료: 국가통계포털(kosis)

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

마지막으로 세 가지 측정치의 평균값(COC)은 다음의 식에 의하여 산출하였다.

$$COC=(r_{peg}+r_{mpeg}+r_{GM})/3 \qquad (7)$$

(3) 정보비대칭

정보비대칭에 대한 측정치로는 매도매수호가차이(BAS)를 사용한다. 매도매수호가차이(BAS)는 Chiang and Venkatesh(1986)에 의해 제안된 이후 널리 사용되고 있는 정보비대칭 측정치이다. 매도매수호가차이는 선행연구들을 반영하여 일별 매도매수호가차이를 일별 매도가와 매수가의 평균값으로 나누어 일별스프레드를 구하고 이를 연도별로 평균하여 측정하였다(Andreou et al., 2013; Choi et al., 2013; 라채원 외, 2006).

(4) 연구표본의 설정

본 연구의 분석 대상기간은 2000년부터 2014년까지이며, 이 기간 동안 매년 12월말 현재 유가증권시장에 상장된 기업 중 연구의 목적을 달성하기 위해 다음의 표본의 선정기준을 적용하였다.

① 12월말 결산 비금융기업
② 자본잠식이 아닌 기업
③ 본 연구에 필요한 자료의 수집이 불가능한 기업 제외
④ 재무분석가의 예측정보 입수가능 기업

재무제표의 특성 등 일반적인 특성이 상이하여 다른 업종과 비교하기 어려운 금융업을 영위하는 기업은 제외한 12월말 결산 제조기업을 대상으로 하였으며, 재무분석

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

가 이익예측치에 편의가 발생할 가능성이 큰 자본잠식된 기업은 제외하였다. 다음의 <표 5>는 표본기업의 선정결과이다.

<표 5> 표본기업의 선정

표본선정기준	가설 1의 표본 수	가설 2의 표본수
12월 결산 비금융업에 속하는 기업	9,202	9,202
자본잠식기업 제외	(89)	(89)
본 연구에 필요한 자료의 수집이 불가능한 기업 제외	(7,233)	(1,779)
최종표본	1,880	7,334

연구에 필요한 재무자료는 상장사협의회의 데이터베이스인 TS2000와 NICE신용평가정보(주)의 재무제표자료 데이터베이스인 KIS-VALUE를 이용하였으며, 재무분석가 이익예측치 자료는 Fn-guide를 이용하였다. 특히 재무분석가 이익예측치가 존재하지 않는 등 본 연구에 필요한 자료의 수집이 불가능한 기업은 제외하고 모든 변수의 상위와 하위 1%이내에 해당하는 값을 각 변수의 상·하위 1% 값으로 조정(winsorization)하여 극단치의 영향을 제거하였다. 이 결과 본 연구의 최종표본은 가설 1을 검증하기 위한 1,880기업-연도와 가설 2를 검증하기 위한 7,334기업-연도이다. 가설 1에 대한 표본 수가 작은 이유는 사전적으로 자기자본비용을 추정하기 위해 재무분석가 예측치가 존재하지 않는 기업들이 제외되었기 때문이다. 가설 2의 표본 수를 가설1의 표본 수로 낮추어 분석하였을 때에도 결과에서 차이가 발생하지 않았다.

선정된 표본은 총 15개 산업으로 분류되었다. <표 6>에서 보는 바와 같이, 서비스업이 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 화학, 고무 제조업이 그 뒤를 따랐다. 가설 1의 표본에서 서비스업은 394개 기업-연도로 전체의 20.96%이고, 화학, 고무 제조업이 213개 기업-연도로 전체의 11.33%이다. 가설 2의 표본에서는 서비스업 등이 1,700개 기업-연도로 23.18%이며, 화학, 고무 제조업이 921개 기업-연도로 전체의

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

12.56%이다.

표본의 산업별 분포는 <표 6>과 같다.

<표 6> 표본의 산업별 분포

산업	가설 1의 표본		가설 2의 표본	
	N	구성비(%)	N	구성비(%)
식료품, 음료 제조업	125	6.65	587	8.01
섬유, 의복 제조업	55	2.93	147	2.01
목재, 종이 제조업	30	1.60	37	0.5
화학, 고무 제조업	213	11.33	921	12.56
의약품 제조업	78	4.15	376	5.12
비금속 제조업	35	1.86	136	1.85
금속 제조업	105	5.59	473	6.45
전자, 의료, 정밀제조업	164	8.72	574	7.83
전기, 장비 제조업	142	7.55	472	6.43
자동차, 운송장비 제조업	140	7.45	390	5.32
전기, 가스공급업	61	3.24	164	2.24
건설업	137	7.29	620	8.45
도소매업	157	8.35	539	7.35
운송업	44	2.34	198	2.7
서비스업 등	394	20.96	1,700	23.18
계	1,880	100	7,334	100

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Ⅳ. 연구결과

1. 경영자능력과 자기자본비용

1) 기술통계량 및 상관관계 분석

<표 7>은 주요변수들의 기술통계량이다.

세 가지 모형에 의한 자기자본비용 r_{peg}, r_{mpeg}, r_{GM}의 평균값은 각각 0.157, 0.169, 0.168이다. 세 가지 모형의 자기자본비용의 평균값으로 측정한 COC는 평균이 0.165, 표준편차는 0.070이다. 경영자능력 측정치의 평균값은 −0.006이고 표준편차는 0.094이다.

<표 7> 기술통계량

변수	N	평균값	표준편차	최소값	중간값	최대값
COC	1,880	0.165	0.070	0.031	0.151	0.474
r_{peg}	1,880	0.157	0.069	0.028	0.143	0.472
r_{mpeg}	1,880	0.169	0.071	0.038	0.155	0.472
r_{GM}	1,880	0.168	0.071	0.022	0.155	0.479
MA	1,880	−0.006	0.094	−0.972	−0.001	0.639
SIZE	1,880	27.389	1.667	24.048	27.294	31.146
LEV	1,880	1.024	0.820	0.079	0.843	4.748
BETA	1,880	0.888	0.368	0.131	0.864	1.748
BM	1,880	1.159	0.912	0.151	0.879	4.800
CV	1,880	0.213	0.172	0.010	0.160	0.999
PTROA	1,880	0.079	0.074	−0.137	0.071	0.290

주 1. 변수정의

COC : PEG모형, MPEG모형과 GM모형을 이용하여 추정한 내재자본비용의 평균

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

r_{peg} : PEG모형을 이용하여 추정한 내재자기자본비용

r_{mpeg} : MPEG모형을 이용하여 추정한 내재자기자본비용

r_{GM} : GM모형을 이용하여 추정한 내재자기자본비용

MA : 경영자능력

SIZE : 시가총액 자연로그 값

LEV : 총부채 / 자기자본

BETA : 베타

BM : 장부가치-시장가치 비율

CV : 재무분석가 이익예측치의 변동계수

PTROA : 법인세차감전순이익 / 전기총자산

<표 8>은 주요변수들의 피어슨 상관관계분석 결과이다.

<표 8> 주요변수들의 상관관계분석

	COC	r_{peg}	r_{mpeg}	r_{GM}	MA	SIZE	LEV	BETA	BM	CV
r_{peg}	0.990*									
r_{mpeg}	0.996*	0.976*								
r_{GM}	0.997*	0.978*	0.996*							
MA	0.015	0.018	0.015	0.011						
SIZE	-0.279*	-0.243*	-0.305*	-0.283*	-0.056*					
LEV	0.287*	0.294*	0.281*	0.281*	0.014	0.030				
BETA	0.105*	0.133*	0.085*	0.096*	0.077*	0.231*	0.262*			
BM	0.338*	0.299*	0.369*	0.340*	0.033	-0.499*	0.070*	-0.078*		
CV	0.354*	0.382*	0.334*	0.341*	-0.027	0.076*	0.179*	0.116*	0.055*	
PTROA	-0.313*	-0.325*	-0.304*	-0.305*	0.104*	0.156*	-0.398*	-0.144*	-0.352*	-0.359*

주 1. 변수에 대한 설명은 <표 7>을 참조.

2. *는 5%수준에서 유의함을 의미.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

3가지 방식에 의한 자기자본비용이 모두 서로 통계적으로 매우 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 그리고 경영자능력 측정치와 자기자본비용은 유의한 상관관계를 보이지 않는다. 기업규모, 부채비율, 베타, 장부가치-시장가치비율, 재무분석가 예측분산, 법인세차감전순이익 등 통제변수들은 모두 자기자본비용과 유의한 상관관계를 보이고 있다.

2) 단일변량분석

<표 9>는 경영자능력이 높은 기업으로 분류된 집단과 경영자능력이 낮은 기업으로 분류된 집단 간의 자기자본비용을 포함한 주요변수에 대한 차이분석 결과이다. 자기자본비용은 4가지 측정치 모두 경영자능력이 높은 기업과 낮은 기업에서 집단 간 유의한 차이를 보이는 것으로 나타났다.

<표 9> 경영자능력이 높은 기업과 낮은 기업의 단일변량분석

변수	경영자능력이 높은 기업		경영자능력이 낮은 기업		t값
	N	평균	N	평균	
COC	940	0.168	940	0.161	2.08 *
r_{peg}	940	0.161	940	0.154	2.11 *
r_{mpeg}	940	0.172	940	0.165	2.03 *
r_{GM}	940	0.171	940	0.164	2.07 *
SIZE	940	27.452	940	27.327	1.62
LEV	940	1.049	940	0.999	1.32
BETA	940	0.875	940	0.900	-1.47
BM	940	1.184	940	1.135	1.16

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

CV	940	0.230	940	0.196	4.28 **
PTROA	940	0.064	940	0.093	−8.68 **

주 1. 변수에 대한 설명은 <표 7>을 참조.

2. **, *는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 의미.

3) 회귀분석

<표 10>은 경영자능력과 자기자본비용의 회귀분석 결과이다. 경영자능력은 모든 자기자본비용 측정치와 통계적으로 5% 수준에서 유의한 음(−)의 관련성을 보였다. 이러한 결과는 경영자능력이 높을수록 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 사건의 발생가능성을 감소시키고 회사의 내재가치를 효율적이고 신뢰성 있게 전달한다는 견해를 뒷받침한다. 경영자능력과 자기자본비용의 회귀분석 결과 능력이 높은 경영자는 외부투자자들이 인식하는 위험을 감소시켜 외부투자자들이 요구하는 수익률을 낮추는 것으로 해석할 수 있다.

<표 10> 경영자능력과 자본비용의 회귀분석

$$CoC = \alpha_1 + \beta_1 MA + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 BETA + \beta_5 BM + \beta_6 CV + \beta_7 PTROA + \sum YEAR + \sum IND + \epsilon$$

변수	COC		r_{peg}		r_{mpeg}		r_{GM}	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값	계수	t값
Intercept	0.456	16.85 ***	0.433	16.32 ***	0.473	17.31 ***	0.462	16.52 ***
MA	−0.028	−2.09 **	−0.026	−1.96 **	−0.028	−2.10 **	−0.030	−2.15 **

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

SIZE	−0.012	−13.04 ***	−0.012	−12.74 ***	−0.013	−13.36 ***	−0.012	−12.71 ***
LEV	0.020	11.02 ***	0.020	11.08 ***	0.021	11.15 ***	0.020	10.59 ***
BETA	0.024	5.80 ***	0.028	6.91 ***	0.022	5.16 ***	0.023	5.25 ***
BM	0.019	9.70 ***	0.017	8.86 ***	0.021	10.62 ***	0.019	9.40 ***
CV	0.075	9.03 ***	0.080	9.78 ***	0.071	8.44 ***	0.075	8.68 ***
PTROA	0.051	2.39 **	0.037	1.80 *	0.063	2.93 **	0.052	2.37 **
연도더미	포함		포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함		포함	
Obs(N)	1,880		1,880		1,880		1,880	
Adj R-Sq	44.92%		45.93%		45.46%		42.65%	

주 1. 변수에 대한 설명은 <표 7>을 참조.

2. ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미.

본 연구에서는 추가적으로 경영자능력이 자기자본비용에 미치는 영향 분석에서 제기되는 내생성 문제를 고려하였다. 경영자능력과 자기자본비용의 관련성을 경영자능력이 높기 때문에 자기자본비용이 낮은 것이 아니라 자기자본비용이 낮은 기업에서 경영자능력이 높게 나오는 것으로 해석할 수도 있다. 본 연구는 이러한 설명변수의 내생성을 통제하기 위해 Chen et al.(2011)에서 제시된 방법의 하나인 종속변수의 과거치(CoC_{t-1})를 모형에 포함하는 방법을 이용하였다. <표 11>은 종속변수의 과거치를 모형에 포함하는 방법에 대한 분석결과로 MA의 계수는 여전히 5% 수준에서 유의한 음(−)의 값으로 나타났다. 이 결과는 <표 10>과 일관된 결과로 본 연구의 결과가 내생성 문제로 인해 달라지지 않는다는 것을 보여주고 있다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

<표 11> 내생성을 통제한 회귀분석

$$CoC_t = \alpha_1 + \beta_1 MA_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 BETA_t + \beta_5 BM_t + \beta_6 CV_t + \beta_7 PTROA_t + \beta_8 CoC_{t-1} + \sum YEAR + \sum IND + \epsilon$$

변수	COC		r_{peg}		r_{mpeg}		r_{GM}	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값	계수	t값
Intercept	0.377	11.65 ***	0.366	11.52 ***	0.386	11.9 ***	0.377	11.33 ***
MA	−0.033	−2.13 **	−0.035	−2.31 **	−0.031	−2.00 **	−0.033	−2.04 **
SIZE	−0.010	−8.94 ***	−0.010	−8.92 ***	−0.010	−9.12 ***	−0.010	−8.64 ***
LEV	0.015	7.40 ***	0.015	7.52 ***	0.015	7.41 ***	0.015	7.16 ***
BETA	0.022	4.86 ***	0.026	5.69 ***	0.020	4.45 ***	0.021	4.38 ***
BM	0.019	7.94 ***	0.017	7.29 ***	0.020	8.69 ***	0.018	7.68 ***
CV	0.057	5.52 ***	0.064	6.30 ***	0.053	5.04 ***	0.055	5.15 ***
PTROA	0.040	1.71 *	0.031	1.35	0.049	2.09 **	0.040	1.67 *
COC_{t-1}	0.186	7.24 ***	0.170	6.73 ***	0.192	7.45 ***	0.196	7.39 ***
연도더미	포함		포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함		포함	
Obs(N)	1,315		1,315		1,315		1,315	
Adj R-Sq	50.96%		51.88%		51.46%		48.96%	

주 1. COC_{t-1}은 네 가지 내재자기자본 측정치의 전년도 값. 기타변수의 설명은 <표 7>을 참조.

2. ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

4) 강건성분석

자기자본비용 산정을 위한 초과이익성장모형은 초과이익모형과 달리 기초 장부가치를 활용하지 않고 미래이익추정치만으로 자기자본비용을 계산하기 때문에 재무분석가의 예측 낙관주의(analyst forecast optimism)의 영향을 더 크게 받을 수 있다. 이를 극복하기 위해 Hail and Leuz(2006, 2009) 및 Chen et al.(2011)은 재무분석가 예측오차를 통제변수로 포함하고 있다. 본 연구에서는 연구의 강건성을 높이고자 재무분석가예측오차(AFE)를 통제변수에 포함하여 추가적으로 분석하였다.

<표 12> 강건성분석

$$CoC=\alpha_1+\beta_1 MA+\beta_2 SIZE+\beta_3 LEV+\beta_4 BETA+\beta_5 BM$$
$$+\beta_6 CV+\beta_7 PTROA+\beta_8 AFE+\Sigma YEAR+\Sigma IND+\varepsilon$$

변수	(1)		(2)	
	재무분석가 예측오차 통제		기업 클러스터링	
MA	−0.042*	(0.011)	−0.042*	(0.010)
SIZE	−0.012**	(0.000)	−0.012**	(0.000)
LEV	0.020**	(0.000)	0.020**	(0.000)
BETA	0.025**	(0.000)	0.025**	(0.000)
BM	0.022**	(0.000)	0.022**	(0.000)
CV	0.052**	(0.000)	0.052**	(0.000)
PTROA	0.036	(0.138)	0.036	(0.152)
AFE	−0.000	(0.645)	−0.000	(0.558)
Constant	0.377**	(0.000)	0.377**	(0.000)
Obs(N)	1,238		1,238	
R-Squared	0.500		0.500	

주 1. AFE = | 재무분석 이익예측치−실측치 | /전기총자산

2. 기타 변수는 <표 7>을 참조.

3. pval in parentheses

4. **, *은 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 의미

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

강건성 분석결과 <표 12>의 (1)과 같이 재무분석가 이익예측오차를 통제변수에 포함하여도 경영자능력과 자기자본비용의 관계는 통계적으로 유의한 음(−)의 관계를 확인할 수 있다.

일반회귀분석에서는 t값을 과대평가할 수 있기 때문에 실증결과의 유의성을 보다 강건하게 하기 위해 기업별 클러스터 분석을 포함한 분석을 추가적으로 수행하였다. <표 12>의 (2)에서 보는 바와 같이 기업별 클러스터 분석을 포함한 결과에서도 경영자능력과 자기자본비용은 통계적으로 유의한 음(−)의 관계가 확인되어 가설 1의 실증결과가 유지됨을 확인할 수 있다.

2. 경영자능력과 정보비대칭

1) 기술통계량 및 상관관계분석

<표 13>은 주요변수들의 기술통계량이다. 정보비대칭을 나타내는 BAS는 평균값이 0.014이고, 경영자능력을 나타내는 MA의 평균은 -0.004 이다.

<표 13> 기술통계량

변수	N	평균값	표준편차	최소값	중간값	최대값
BAS	7344	0.014	0.015	0.001	0.007	0.122
MA	7344	−0.004	0.104	−1.058	−0.004	0.891
SIZE	7344	25.593	1.751	22.607	25.263	30.514
PTROA	7344	0.044	0.089	−0.291	0.043	0.284
TURNOVER	7344	0.012	0.018	0.000	0.006	0.109
VARRET	7344	0.031	0.012	0.011	0.029	0.066

1) 변수정의

BAS : Bid−Ask−Spread

MA : 경영자능력

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

SIZE : 시가총액 자연로그 값
PTROA : 법인세차감전순이익 / 전기총자산
TURNOVER : (일일거래량/상장주식수)의 1년 평균
VARRET : 일별주식수익률의 1년 표준편차

<표 14>는 변수들의 피어슨 상관관계분석 결과이다. 정보비대칭을 나타내는 BAS와 경영자능력을 나타내는 MA의 상관관계는 5%수준에서 유의하지 않았다 (10%수준에서는 유의). BAS와 모든 통제변수들과는 5%에서 유의한 상관관계를 보였다. MA는 SIZE와 통계적으로 유의한 상관관계를 보이며, SIZE는 PTROA, TURNOVER, VARRET 등의 변수와 통계적으로 유의한 상관관계를 보이고 있다.

<표 14> 피어슨 상관관계분석

변수	BAS	MA	SIZE	PTROA	TURNOVER
MA	−0.021				
SIZE	−0.281*	0.008			
PTROA	−0.028*	0.250*	0.294*		
TURNOVER	−0.155*	−0.023	−0.238*	−0.202*	
VARRET	0.055*	−0.029	−0.302*	−0.241*	0.633*

1) 변수에 대한 설명은 <표 13>을 참조
2). *는 5%수준에서 유의함을 의미.

2) 단일변량분석

<표 15>는 경영자능력이 높은 기업으로 분류된 집단과 경영자능력이 낮은 기업으로 분류된 집단간의 정보비대칭을 포함한 변수들에 대한 차이분석 결과이다. 단일변량분석에서는 경영자능력이 높은 기업과 낮은 기업에서 집단간 유의한 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

<표 15> 경영자능력이 높은 기업과 낮은 기업의 단일변량분석

변수	경영자능력이 높은 집단		경영자능력이 낮은 집단		t값
	N	평균	N	평균	
BAS	3,672	0.014	3,672	0.014	1.11
SIZE	3,672	25.553	3,672	25.634	−1.98 **
PTROA	3,672	0.021	3,672	0.066	−22.66 ***
TURNOVER	3,672	0.012	3,672	0.012	1.49
VARRET	3,672	0.031	3,672	0.031	1.51

1) 변수에 대한 설명은 <표 13>을 참조

2) ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미.

3) 회귀분석

<표 16>은 경영자능력과 정보비대칭의 회귀분석 결과이다. 경영자능력은 정보비대칭과 통계적으로 5% 수준에서 유의한 음(−)의 관련성을 보였다. 이러한 결과는 경영자능력이 높을수록 기업의 이익의 질도 높고 기업 활동과 관련된 정보를 자발적으로 공시하여 보다 효과적으로 외부투자자에게 기업의 가치를 전달하므로 기업의 불확실성에 따른 정보위험이 줄어들어 정보비대칭의 수준이 감소하는 것으로 해석이 가능하다.

<표 16> 경영자능력과 정보비대칭의 회귀분석

변수	계수	t값
Intercept	0.087	47.58 **
MA	−0.003	−3.58 *
SIZE	−0.003	−45.69 **
PTROA	0.001	0.61 **
TURNOVER	−0.140	−18.16 **
VARRET	−0.044	−3.15 **

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

산업더미	포함
연도더미	포함
Obs(N)	7,334
Adj R-Sq	70.78%

1) 변수에 대한 설명은 <표 13>을 참조

2) **, *는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 의미.

3. 경영자능력과 자기자본비용 및 정보비대칭

1) 정보비대칭과 경영자능력 및 자기자본비용

가설 1의 검증결과 경영자능력이 높은 경우 자기자본비용의 수준이 낮아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 가설 1을 설정하는 과정에서 제시했듯이 능력이 높은 경영자의 경우 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 사건의 발생가능성을 감소시키므로 외부투자자들이 요구하는 수익률이 감소하기 때문이라고 해석할 수 있다. 그러나 자기자본비용의 수준을 높이는 정보비대칭이 높은 상황에서도 경영자능력이 자기자본비용을 낮추는지는 확인할 필요가 있다.

<표 17>은 정보비대칭이 상이한 상황에서 경영자능력과 자기자본비용 간의 관계에 차이가 존재하는지 알아보고자 설정한 가설3의 검증결과를 나타낸다.

<표 17> 경영자능력과 자기자본비용 및 정보비대칭

$$CoC = \alpha_1 + \beta_1 MA + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 BETA + \beta_5 BM + \beta_6 CV + \beta_7 PTROA + \sum YEAR + \sum IND + \epsilon$$

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

패널 A : 정보비대칭이 큰 집단

변수	COC		r_{peg}		r_{mpeg}		r_{GM}	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값	계수	t값
Intercept	0.620	13.45 ***	0.586	13.02 ***	0.653	13.98 ***	0.622	12.88 ***
MA	−0.022	−1.18	−0.019	−1.04	−0.024	−1.27	−0.024	−1.20
SIZE	−0.018	−10.77 ***	−0.017	−10.49 ***	−0.019	−11.21 ***	−0.018	−10.26 ***
LEV	0.023	7.19 ***	0.022	7.09 ***	0.024	7.42 ***	0.023	6.82 ***
BETA	0.017	2.53 **	0.025	3.69 ***	0.013	1.89 *	0.014	1.98 **
BM	0.013	4.75 ***	0.012	4.49 ***	0.015	5.23 ***	0.013	4.37 ***
CV	0.069	4.88 ***	0.075	5.48 ***	0.062	4.36 ***	0.068	4.67 ***
PTROA	0.033	0.99	0.026	0.79	0.043	1.28	0.030	0.87
산업더미	포함		포함		포함		포함	
연도더미	포함		포함		포함		포함	
Obs(N)	940		940		940		940	
Adj R-Sq	43.33%		43.18%		45.01%		40.59%	

패널 B : 정보비대칭이 작은 집단

변수	COC		r_{peg}		r_{mpeg}		r_{GM}	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값	계수	t값
Intercept	0.343	8.86 ***	0.326	8.48 ***	0.349	9.01 ***	0.355	8.99 ***
MA	−0.037	−1.99 **	−0.038	−2.06 **	−0.035	−1.87 *	−0.038	−2.02 **
SIZE	−0.009	−6.74 ***	−0.009	−6.56 ***	−0.009	−6.80 ***	−0.009	−6.79 ***
LEV	0.020	9.12 ***	0.020	9.17 ***	0.020	9.22 ***	0.020	8.89 ***
BETA	0.036	6.52 ***	0.037	6.92 ***	0.034	6.30 ***	0.035	6.30 ***
BM	0.020	7.09 ***	0.017	6.12 ***	0.022	7.87 ***	0.021	7.22 ***
CV	0.083	8.34 ***	0.087	8.85 ***	0.079	8.03 ***	0.082	8.08 ***
PTROA	0.053	1.98 **	0.037	1.38	0.064	2.40 **	0.059	2.14 **
산업더미	포함		포함		포함		포함	
연도더미	포함		포함		포함		포함	
Obs(N)	940		940		940		940	
Adj R-Sq	51.11%		52.36%		51.15%		49.58%	

주 1. 변수에 대한 설명은 <표 7>을 참조.

2. ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

본 연구는 매수매도호가차이(Bid-ask spread)를 매수매도호가평균값으로 나눈 값을 정보비대칭을 나타내는 변수로 사용하였으며 정보비대칭의 수준을 중위수를 기준으로 정보비대칭이 큰 집단과 작은 집단으로 구분하여 가설 1의 검증모형과 동일한 회귀분석을 수행하여 가설 3을 검증하였다.

<표 17>의 패널A는 정보비대칭이 큰 집단에 대한 분석결과를 나타낸다. 정보비대칭이 큰 집단에서는 경영자능력과 자기자본비용이 음(-)의 관계를 보였으나 통계적으로 유의하지 않았다. 반면 정보비대칭이 작은 집단에 대한 분석결과를 나타낸 패널B에서는 경영자능력과 자기자본비용이 통계적으로 유의한 음(-)의 관계로 나타났다.

이러한 결과는 정보비대칭이 큰 집단에서는 경영자능력이 자기자본비용에 미치는 영향이 감소함을 의미한다. 다시 말해 외부투자자는 기업의 정보위험이 상대적으로 작은 상황에서 경영자능력을 인식하여 요구수익률은 낮추고 있는 것으로 해석할 수 있다.

가설3)의 분석결과의 강건성을 높이기 위해 재무분석가의 수를 정보비대칭의 대용치로 사용하여 추가분석을 수행하였다. 즉, 재무분석가의 수를 중위수로 하여 재무분석가의 수가 작은 집단과 재무분석가의 수가 큰 집단으로 나누어 COC를 종속변수로 하는 추가분석을 수행하였다. 분석결과 재무분석가의 수가 작은 집단에서는 MA의 계수가 통계적으로 유의하지 않았으며, 재무분석가의 수가 큰 집단에서는 MA의 계수가 5%유의수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 이러한 결과는 앞의 가설3)의 실증분석결과와 일치하며 강건성을 높이는 결과라 할 수 있다.

<표 18> 재무분석가의 수를 정보비대칭의 대용치로 이용한 추가분석

변수	재무분석가 수	
	작은 집단	큰 집단
MA	-0.011	**-0.059****
	(0.543)	**(0.037)**
SIZE	-0.007***	-0.019***

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

	(0.000)	(0.000)
LEV	0.020***	0.018***
	(0.000)	(0.000)
BETA	0.024***	0.031***
	(0.000)	(0.000)
BM	0.026***	0.016***
	(0.000)	(0.000)
CV	0.044***	0.056***
	(0.005)	(0.000)
PTROA	0.005	0.053
	(0.855)	(0.184)
AFE	0.000	-0.000
	(0.529)	(0.430)
Constant	0.267***	0.554***
	(0.000)	(0.000)
연도더미	포함	포함
산업더미	포함	포함
Observations	602	636
R-squared	0.630	0.444

주 1. APE = | 재무분석 이익예측치-실측치 |/전기총자산
2. 기타 변수는 <표 7>을 참조.
3. 괄호간은 p값을 의미하며 ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미.

2) 대규모기업집단 소속여부와 경영자능력 및 정보비대칭

<표 19>는 대규모기업집단 소속여부에 따라 경영자능력과 정보비대칭 간의 관계에 차이가 존재하는지 알아보고자 설정한 가설4의 검증결과를 나타낸다.

<표 19> 경영자능력과 정보비대칭 및 대규모기업집단

변수	대규모기업집단 소속 집단		대규모기업집단 소속 아닌 집단	
	계수	t값	계수	t값
Intercept	0.078	22.26 ***	0.083	30.74 ***
MA	−0.003	−1.54	−0.004	−3.49 **
SIZE	−0.003	−22.61 ***	−0.003	−27.31 ***
PTROA	0.010	3.98 ***	−0.001	−0.41 ***
TURNOVER	−0.298	−9.97 ***	−0.135	−17.34 ***
VARRET	0.006	0.18	−0.025	−1.68 *

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

산업더미	포함	포함
연도더미	포함	포함
Obs(N)	1,816	5,528
Adj R-Sq	54.24%	75.34%

1) 변수에 대한 설명은 <표 13>을 참조.

2) ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미.

가설 2의 검증결과 경영자능력이 높은 경우 정보비대칭의 수준이 낮아지는 것으로 나타났다. 본 연구에서는 대규모기업집단의 소속여부를 기준으로 집단을 구분하여 가설 2의 검증모형과 동일한 회귀분석을 수행하였다. 대규모기업집단 소속 집단에 대한 분석결과 경영자능력과 정보비대칭은 음(-)의 관계를 보였으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 반면 대규모기업집단에 속하지 않는 집단에 대한 분석결과 경영자능력과 정보비대칭은 통계적으로 유의한 음(-)의 관계로 나타났다. 이러한 결과는 대규모기업집단에서는 경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향이 감소함을 의미한다. 다시 말해 대규모기업집단과 경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향이 보완적인 관계에 있는 것으로 해석할 수 있다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Ⅴ. 결론

경영자능력은 기업의 가치를 결정하는 중요한 요소이다. 기업가치를 구성하는 요소는 미래현금흐름과 할인율로 구분할 수 있다. 경영자능력이 미래현금흐름 등의 경영성과에 미치는 영향은 선행연구에서 다루어진 반면 경영자능력이 기업가치와 밀접하게 관련된 자본비용과 어떠한 관련성을 가지는지에 대해서는 연구가 많지 않다. 본 연구에서는 경영자의 다양한 특성 중에서 경영자능력과 자기자본비용의 관련성을 살펴보았다. 능력이 높은 경영자는 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 사건의 발생가능성을 감소시켜 투자자들이 인식하는 위험을 감소시킬 것이다. 이에 따라 경영자의 능력이 높은 기업일수록 투자자들은 기업의 위험을 낮게 인식하여 낮은 할인율을 요구할 것이다. 한편 능력이 높은 경영자는 능력이 낮은 경영자보다 더 많은 수익을 창출하기 위해 위험이 높은 투자안에 투자할 가능성이 높다. 또한 우수한 능력의 경영자에게 지급할 높은 보상의 수준은 외부투자자 몫을 감소시킬 위험이 있으므로 외부 투자자는 능력이 우수한 경영자가 경영하는 기업의 투자금에 대해 더 높은 수익률을 요구할 수 있다. 본 논문에서는 이와 같은 경영자능력과 자본비용의 관계에 대한 상반된 견해를 확인하기 위해 2000년부터 2014년까지 유가증권에 상장된 기업의 회계정보를 이용하여 실증분석을 하였다.

실증분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 경영자 능력과 내재자기자본비용의 관련성을 분석한 결과 경영자능력과 자기자본비용은 통계적으로 유의한 음(−)의 관계임을 확인하였다. 이러한 결과는 경영자능력이 높을수록 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 사건의 발생가능성을 감소시키고 회사의 내재가치를 효율적이고 신뢰성 있게 전달하여 내재자기자본비용이 낮아진다는 견해를 뒷받침한다. 즉, 능력이 높은 경영자는 외부투자자들이 미래 경영성과와 현금흐름에 대해 인식하는 불확실성을 감소시켜 외부투자자들이 요구하는 수익률을 낮추는 것으로 해석할 수 있다. 추가적으로 경영자능력과 자기자본비용의 음(−)의 관련성은 내생성문제로 인해 달라지지 않음을 확인하였고, 재무분석가의

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

예측낙관주의 영향을 통제하기 위해 재무분석가 예측오차를 통제한 모형의 분석결과에서도 경영자능력과 자기자본비용의 관계는 통계적으로 유의한 음(−)의 관계임을 확인하였다. 또한, 실증결과의 유의성을 보다 강건하게 하기 위한 기업별 클러스터 분석을 포함한 결과에서도 경영자능력과 자기자본비용은 통계적으로 유의한 음(−)의 관계가 확인되었다.

둘째, 경영자 능력과 정보비대칭의 관련성을 분석한 결과 경영자능력은 정보비대칭과 통계적으로 유의한 음(−)의 관련성을 보였다. 이러한 결과는 경영자능력이 높을수록 효율적인 정보환경을 강화하여 정보비대칭을 낮추는 결과로 해석 가능하다. 선행연구에 따르면 경영자의 능력이 높으면 재무보고의 질 및 이익의 질이 높고, 평판이 좋은 경영자가 기업의 본질적 가치를 외부이해관계자들에게 신뢰성있게 잘 전달한다. 이익의 질이 높다는 것은 이익정보가 기업의 가치변화를 보다 잘 설명한다는 것을 의미하므로 이익의 질이 높을수록 기업의 불확실성에 따른 정보위험이 줄어든다. 결국 능력이 높은 경영자는 기업활동과 관련된 정보를 자발적으로 공시하여 보다 효과적으로 기업의 불확실성을 감소시켜 외부이해관계자들에게 긍정적인 미래성과에 대한 확신을 갖도록 할 것이다. 결과적으로 실증결과 확인된 경영자능력과 정보비대칭의 유의한 음(−)의 관련성은 경영자능력이 높을수록 외부투자자의 불확실성에 따른 정보 위험이 줄어들어 정보비대칭이 감소함을 의미한다.

셋째, 정보비대칭의 수준에 따라서 경영자능력과 자기자본비용의 관련성에 차이가 발생하는지 확인한 결과 정보비대칭이 큰 집단에서는 통계적으로 유의하지 않았지만, 정보비대칭이 작은 집단에서는 경영자 능력과 자기자본비용이 통계적으로 유이한 음(−)의 관계가 확인되었다. 이러한 결과는 정보비대칭이 큰 상황에서는 경영자의 능력이 내재자기자본비용에 미치는 영향이 감소함을 의미한다. 다시 말해 외부투자자는 기업의 정보위험이 상대적으로 작은 상황에서 경영자의 능력을 인식하여 요구수익률은 낮추고 있는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 정보비대칭이 큰 상황에서는 경영자의 능력과 관계없이 내재자기자본비용이 결정되지만 정보비대칭이 작은 상황에서는 외부이해관계자들이 경영자의 능력을 더 잘 인지하여 경영자의 능력이 내재자기자본비용에 유의적인 영향을 미침을 의미한다. 실증결과의 강건성을 높이고자

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

재무분석가의 수를 중위수로 하여 재무분석가의 수가 작은 집단과 재무분석가의 수가 큰 집단으로 나누어 추가분석을 수행한 결과에서도 동일한 결과를 확인할 수 있었다.

넷째, 대규모기업집단 소속여부에 따른 경영자능력과 정보비대칭의 관련성을 분석한 결과 대규모기업집단인 경우 경영자능력과 정보비대칭은 음(−)의 관계를 보였으나 통계적으로 유의하지 않았고, 대규모기업집단에 속하지 않은 기업의 경영자능력과 정보비대칭은 통계적으로 유의한 음(−)의 관계를 보였다. 이러한 결과는 대규모기업집단의 경우 경영자능력과 관계없이 정보비대칭의 수준을 낮추고 있는 것으로 해석할 수 있다. 대규모기업집단은 일반기업에 비해 사후규제 및 시장의 감시기능이 강화되어 있다. 또한 외부이해관계자들은 규모가 크고 시장점유율이 높은 대규모기업집단에 대해 보다 자세하고 정확한 정보를 요구한다. 그리고 대규모기업집단에는 많은 재무분석가들과 기관투자자 및 외국인투자자들이 활동하고 있어 경영활동에 대한 적극적인 감시가 가능하다. 결국 경영자능력과 정보비대칭의 관련성이 대규모기업집단인 경우 통계적으로 유의하지 않게 나타난 실증결과는 대규모기업집단에 속한 기업은 낮은 정보비대칭 수준을 유지할 것이므로 정보비대칭의 수준에 경영자능력이 추가적인 영향을 미치지 않는 것으로 해석이 가능하다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다.

첫째, 경영자능력과 내재자기자본비용간의 관계를 분석함으로써 경영자능력이 기업가치에 영향을 미치는 추가적인 경로를 파악하였다. 본 연구는 경영자의 능력과 내재자기자본비용의 직접적인 관련성을 살펴본 논문이라는 점에서 의의가 있다.

둘째, 투자안에 대한 평가시 경영자의 능력에 따라 할인율이 달라질 수 있음을 확인하였다. 이러한 결과는 경영자의 능력이 기업의 투자와 재무정책에 지대한 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

셋째, 경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향에 대한 상반된 견해에 대해 실증분석을 통해 확인했다는데 의미가 있다. 또한 경영자능력에 대한 연구를 정보비대칭으로 확장했으며 경영자가 경영성과뿐만 아니라 정보비대칭의 수준도 결정할 수 있음

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

을 확인하였다. 경영자의 능력이 기업의 정보환경과 투자 및 재무환경에 중요한 영향을 미칠 수 있다는 점을 감안할 때 본 연구의 결과는 관련 연구에 중요한 기초자료로 활용될 것으로 판단한다.

마지막으로, 정보비대칭과 대규모기업집단에 대해서 살펴본 선행연구를 확장하여 대규모기업집단 여부에 따른 경영자능력이 정보비대칭의 관계에 미치는 영향에 대해 분석했다는 점에서 의의가 있다.

본 연구의 한계점은 내재자기자본비용의 선정에 필요한 재무분석가 예측치가 존재하는 기업이 많지 않아 자료의 제약이 존재한다는 점이다. 또한 초과이익모형에 의한 내재자기자본비용 등 더욱 다양한 측정치를 이용한 분석을 수행하지 못한 점이다. 그리고 우리나라 증권시장과 같이 주식의 가격변동이 매우 심한 경우 어떤 시점의 주식가격과 재무분석가 이익예측치를 사용하여 내재자기자본비용을 산정하느냐에 따라 실증분석 결과에 영향을 미칠 수 있다는 한계가 존재한다.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

참고문헌

<국내연구>

강효석, 이원흠, 조장연. 2002. 『기업가치평가론』. 홍문사.

고종권. 2009a. “배당세율과 법인세율의 인하가 내재자본비용에 미치는 영향”. 세무학연구 제26권 제3호 : 9-44.

_____. 2009b. “세금과 자본구조가 내재자본비용에 미치는 영향”. 세무학연구 제26권 제4호 : 87-123.

고창열, 박준호, 정훈, 유관희. 2013. “DEA를 이용한 경영자 능력이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구”. 관리회계연구 제13권 제1호 : 165-200.

권구혁, 박광태, 박주영, 장정주, 최우석, 최진남, 홍광헌 공역. 2012. William G. Nickels et al. Understanding Business. 『경영학의 이해』. 생능출판사.

김건위, 최호진. 2005. “DEA기법 적용상의 유의점에 관한 연구”. 회계정보연구 제26권 제3호.

김경태. 2006. “감사품질이 이익의 질과 자본비용에 미치는 영향”. 회계학연구 제31권 제3호.

김권중, 김문철. 2007. 『재무제표분석과 가치평가』. 창민사.

김명학. 2010. 『창조와 혁신의 변주곡 경영학 콘서트』. 학현사.

김문철, 최관. 1999. “이익의 질의 개념에 관한 연구”. 한국회계학회 제8권 제1호: 221-249.

김우영, 고종권. 2009. “보수주의와 회계이익-세무이익의 차이 및 내재자본비용과의 관계에 관한 연구”. 회계학연구 제34권 제1호 : 27-65.

김정교, 유순미, 김현진. 2012. “실제이익조정이 자본비용에 미치는 영향”. 국제회계연구 제44집 : 23-48.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

김태규. 2012. “정보비대칭과 신용등급 변경 공표의 효과”. 재무관리연구 제29권 제2호 : 165-188.

김혁, 백원선, 백태영. 2010. 『회계와 사회』. 신영사.

김현희, 전홍민, 유용근. 2010. “개별기업의 산업간 다각화가 자기자본비용에 미치는 영향 - 한국기업을 중심으로”. 회계학연구 제35권 제1호 : 1229-3296.

라채원, 주인기, 신현한. 2013. “국내 자본시장의 질적 향상을 위한 XBRL 시스템 도입효과에 관한 연구”. 회계·세무와 감사연구 제43집 : 337-373.

문상혁, 박종국, 신세나. 2006. “정보비대칭성에 따른 보수주의의 차별적 인식”. 회계학연구 제31권 제3호 : 215-242.

박재영, 이동녕. 2012. “회계부정 지적 기업의 경영자 보상과 정보비대칭에 관한 연구”. 회계정보연구 제30권 제3호 : 409-430.

박지혜. 2015. “기업집단 지배구조의 특성이 계열회사의 정보비대칭과 주가동조화에 미치는 영향”. 한양대학교 박사학위논문.

박현섭, 송인만. 2005. “회사채 신용등급에 관한 차별적 시장반응”. 회계학연구 제30권 제2호 : 277-305.

박희진, 신호영, 고종권 2014. “이익투명성 및 정보비대칭과 자기자본비용”. 회계저널 제23권 제4호 : 43-78.

반선섭, 박창래, 여은정. 2011. 『IFRS시대의 회계이론』. 신영사.

배종일, 김진태 2012. “기업의 이익조정 형태에 따른 정보의 비대칭성에 관한 연구”. 세무와 회계저널 제13권 제2호 : 141-172.

백복현. 2012. “내재적 자기자본비용(Implied cost of equity capital)”. SBL칼럼. Seoul Business Letter.

송인만 외 공역. 2004. Krishna G. Palepu et al. *Business Analysis & Valuation Using Financial Statements*. 『재무제표를 이용한 경영분석과 가치평가』. 신영사.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

송인만, 백원선, 박현섭. 2004. “손실 보고를 회피하기 위한 이익조정”. 회계저널 제13권 제2호 : 29-51.

신홍철, 정영기. 2013. 『IFRS 회계학원론』. 청람

심충진. 2008. “세무조사와 정보의 비대칭성”. 회계저널. 제17권 제4호 : 267-289.

안윤영, 신현한, 장진호. 2005. “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계”. 회계학연구 제30권 제4호 : 109-131.

안태식, 박정식. 1997. “한국 지방공사 의료원의 생산성 평가와 비교”. 한국병원경영학회지 제2권 제1호 : 22-47.

양성국. 2010. 『사회 속의 기업? 기업 속의 사회?』. 서울: 도서출판 청람.

오동일. 2000. “가중치에 대한 제약 및 분석 표본수에 따른 DEA효율성과 참조집단의 변화에 대한 실증연구”. 경영학연구 제29권 제4호 : 748-768.

이건, 한승수, 김응길. 2015. “경영자 능력이 보수주의에 미치는 영향에 관한 연구”. 회계학연구 제40권 3호 : 257-297.

이대선, 고완석, 안태식, 최관. 1998. 『회계학원론』. 율곡.

이상봉, 고성효. 2014. “재무제표 정보를 이용한 가치투자전략”. 산경논집 제 33호 : 111-134.

이윤경, 고종권. 2013. “기업의 사회적 책임이 내재자본비용과 정보비대칭에 미치는 영향”. 회계저널 제22권 5호 : 159-193.

이정동, 오동현. 2012. 『효율성분석이론: DEA 자료포락분석법』. 지필미디어.

이정화, 손성규. 2005. “기업지배구조와 회계정보공시와의 관계에 대한 실증연구". 회계학연구 제30권 제3호 : 33-69.

이종수. 2009. 『행정학 사전』. 대영문화사.

이호영, 박현영, 이영한. 2013. “회계투명성과 자기자본비용의 관련성에 관한 연구 - 한국회계학회의 회계투명성평가지수를 중심으로”. 회계저널 제22권 제6호 : 219-252.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

임성준, 정형철. 2001. “산업특성과 CEO 특성간의 관계 및 이들간의 적합성이 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구”. 전략경영연구 제4권 제1호 : 1-23.

임승연. 2012. “산업집중도와 내재자기자본비용”. 회계학연구 제37권 제1호 : 191-228.

임창희, 2012. 『경영학원론』 파주: 학현사. 2012.

전영순. 2003. “외국인투자자 및 국내 기관투자가의 투자의사결정과 회계이익의 질(Quality)”. 경영학연구 제32권 제4호: 1001-1032.

전홍민. 2014. “경영자 지분율이 자기자본비용에 미치는 영향 -한국기업을 중심으로-”. 세무와 회계저널 제15권 제1호: 9-29.

정성환, 유승원. 2012. “자율공시와 보수주의가 자기자본비용에 미치는 영향”. 회계학연구 제37권 제1호 : 267-308.

조중석, 조문희. 2006. “분기보고공시와 정보비대칭”. 회계저널 제15권 제2호 : 59-72.

조중석, 조문희. 2010. “발생액 변동이 정보비대칭, 이익예측과 자본비용에 미치는 영향”. 회계저널 제19권 제3호 : 175-199.

주상룡. 2001. “회사채신용등급 변경이 주가에 미치는 영향에 관한 연구”. 한국증권학회지 제29권 제1호 : 221-243.

최관, 박종일, 최성호. 2013. “IFRS 도입이 회계의 질에 미친 영향과 경제적 효과: 문헌검토와 미래연구에 대한 제안”. 회계학연구 제38권 제2호 : 525-591.

최연식, 황인이, 송승아. 2012. “정보비대칭과 다차원적 업무하에서 CEO의 노력배분”. 회계저널 제21권 제5호 : 255-292.

황국재, 김기범. 2013. “자발적 공시의 질이 타인자본비용에 미치는 영향”. 회계저널 제22권 제3호 : 369-397.

황이석, 이우종, 임승연. 2008. “국내주식시장에서의 자기자본비용 추정에 관한 연구”. 회계학연구 제33권 제1호 : 97-125.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

<국외 연구>

Aboody D, J. Hughes, and J. Liu. 2005. "Earnings Quality, Insider Trading, and Cost of Capital", *Journal of Accounting Research.* 43(5) : 651-673.

Ahn, S. Y., S. M. Cha, Y. W. Ko., and Y. K. Yoo. 2008. Implied Cost of Equity Capital in Earnings based Valuation Model: Evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies.* 37 : 599-626.

Akerlof, G. A. 1970. "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics.* 84 : 488-500.

Amihud, Y., and H. Mendelson. 1986. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics.* 17(2) : 223-249.

Anderson, R., A. Duru, and D. Reeb. 2009. "Founders, Heirs, and Corporate Opacity in the United States", *Journal of Financial Economics.* 92 : 205-222.

Andreou, P. C., D. Ehrlich, and C. Louca. 2013. "Managerial Ability and Firm Performance: Evidence from the Global Financial Crisis", *Working Paper.*

Arrow, K. J. 1973. "Higher Education as Filter", *Journal of Public Economics.* 2 : 193-216.

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

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

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

391-411.

Ball, R. and L. Shivakumar. 2005. "Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness", *Journal of Accounting and Economics.* 39(1) : 83-128.

Bamber, L., J. Jiang, and I. Wang. 2010. "What' my style? The Influence of Top Managers on Voluntary Corporate Financial Disclosure", *The Accounting Review.* 85 : 1131-1162.

Baranchuk, N., G. MacDonald, and J. Yang. 2011. "The Economics of Super Managers", *Review of Financial Studies.* 24 : 3321-3368.

Barth, M. E., Konchitchki, Y., and Landsman, W. R. 2013. "Cost of Capital and Earning Transparency". *Journal of Accounting and Economics.* 55 (2-3): 206-224.

Bebchuk, L. A., J. Fried, and D. Walker. 2002. "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation", *University of Chicago Law Review.* 69 : 751-846.

Bertrand, M., and A. Schoar. 2003. "Managing with Style: the Effect of Managers on Firm Policies", *Quarterly Journal of Economics.* 118 : 1169-1208.

Billett, M.T., and Y. Qian. 2008. "Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-attribution Bias from Frequent Acquirers". *Management Science.* 54 : 1037-1051.

Botosan, C., and M. Plumlee. 2002. "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital". *Journal of Accounting Research.* 40(1) : 21-40.

Botosan, C., and M. Plumlee. 2005. "Assessing Alternative Proxies for the

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Expected Risk Premium". *The Accounting Review*. 80(1) : 21-53.

Carter, M.E., F. Franco, and I. Tuna. 2010. "Premium Pay for Executive Talent: An Empirical Analysis". Working paper. Boston College and London Business School.

Chang, Y.Y., S. Dasgupta, and G. Hilary. 2010. CEO "Ability, Pay, and Firm Performance". *Management Science.* 56, 1633-1652.

Chatterjee, A., and D.C. Hambrick. 2007. "It's All about Me: Narcissistic Chief Executive Officers and Their Effects on Company Strategy and Performance". *Administrative Science Quarterly.* 52, 351-386.

Chemmanur, T. J., I. Paeglis, and K. Simonyan. 2009. "Management Quality, Financial and Investment Policies, and Asymmetric Information", *Journal of Financial and Quantitative Analysis.* 44(5) : 1045-1079.

Chen, K., Z. Chen, and K. Wei. 2011. "Agency Costs of Free Cash Flow and the Effect of Shareholder Rights on the Implied Cost of Equity Capital", *Journal of Financial and Quantitative Analysis.* 46(1) : 171-207.

Cheng, M. and Subramanyam, K. R. 2008. "Analyst Following and Credit Ratings". Contemporary Accounting Research. 25 (4): 1007-1044.

Cheng, M., D. Dhaliwal, and M. Neamtiu. 2008. "Banks' Asset Securitization and Information Opacity", *University of Arizona, Working Paper.*

Chiang, R., and P. C. Venkatesh. 1986. "Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread : A Case Study of Earnings and Dividends Announcements", *Journal of Finance.* 41 : 1089-1102.

Cho, S., C. Lee, and R. Pfeiffer. 2012. "Corporate Social Responsibility

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Performance Information and Information Asymmetry", *Journal of Accounting and Public Policy.* 32(1) : 71-83.

Choi, J., K. Lam, H. Sami, and H. Zhou. 2013. "Foreign Ownership and Information Asymmetry", *Asia-pacific Journal of Financial Studies.* 42 : 141-166.

Claus, J., and J. Thomas. 2001. "Equity Premia as low as three percent? Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets". *Journal of Finance.* 56 : 1629-1666.

Comprix. J., R. Graham, and J. Moore. 2011. "Empirical Evidence on the Impact of Book-tax Differences on Divergence of Opinion among Investors". *Journal of the American Taxation Association.* 33 (1): 51-78.

Coval, J. D. and Moskowitz, J. J. 1999. "Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios". *Journal of FinaNce.* 54 : 2045-2073.

Dasgupta, S. and F. Ding. 2010. "Search Intermediaries, Internal Labor Markets, and CEO Pay". Working Paper.

Dhaliwal, D., O. Z. Li, A. H. Tsang, and Y. G. Yang. 2011. "Voluntary Non-financial Disclosure and the Cost of Equity Capital: the Case of Corporate Social Responsibility Reporting", *The Accounting Review.* 86(1) : 59-100.

Demerjian, P., B. Lev, and S. McVay. 2012. "Quantifying managerial Ability: A New Measure and Validity Tests". *Management Science.* 58(7) : 1229-1248.

Demerjian, P., B. Lev, M. Lewis, and S. McVay. 2013. "Managerial Ability and Earnings Quality". *The Accounting Review.* 88(2) : 463-498.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Dichev, L. D. and J. D. Piotroski. 2001. "The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Changes". *Journal of Finance*. 56 : 173-204

Easley, D. and O'Hara, M. 2004. "Information and the Cost of Capital". *The Journal of Finance.* 47 (2): 427-465.

Easton. P. 2004. "PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital". *The Accounting Review.* 79 (1): 73-95.

Eisfeldt, A., and D. Papanikolaou. 2013. "Organization Capital and the Cross-section of Expected Returns". *The Journal of Finance.* 68 : 1365-1406.

Elton, E., 1999. "Presidential Address: Expected Return, Realized Return, and Asset Pricing Tests", *Journal of Finance.* 54 : 1199-1220.

Fama, E., and K. French. 1992. "The Cross-section of Expected Stock Return". *The Journal of Finance.* 47(2) : 427-465.

Fama, E. and K. French, 1997. "Industry Costs of Equity". *Journal of Financial Economics.* 43 : 153-194.

Fee, C. E., and C. J. Hadlock. 2003. "Raids, Rewards, and Reputations in the Market for Managerial Talent". *Review of Financial Studies.* 16 : 1315-1357.

Foster, G. 1986. *Financial Statement Analysis* (2nd ed.). Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Francis, J., A. H. Huang, S. Rajgopal, and A. Y. Zang. 2008. CEO Reputation and Earnings Quality", *Contemporary Accounting Research.* 25 : 109-147.

Francis, J., R. Lafond, P. Olsson, and K. Schipper. 2005. "The Market

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Pricing of Accruals Quality". *Journal of Accounting and Economics.* 39 : 295-327.

Gabaix, X., and A. Landier. 2008. "Why has CEO pay increased so much?" *Quarterly Journal of Economics.* 123 : 49-100.

Gebhardt. L., C. Lee, and B. Swaminathan. 2001. "Toward an Implied Cost of Capital". Journal of Accounting Research. 39: 135-176.

Gode. D. and Grier. S. 2003. "Inferring the Cost of Capital using the Ohlson-Juettner Model". *Review of Accounting Studies*. 8: 399-431.

Goh, J. C. and L. H. Ederington. 1993. "Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders?". *Jornal of Finance*. 48 : 2001-2008.

Goh, J. C. and L. H. Ederington. 1999. "Cross-sectional Variation in the Stock Market Reaction to Bond Rating Changes". *Quarterly Review of Economics and Finance*. 39 : 101-112.

Gonedes, N. J., N. Dopuch, and S. H. Penman. 1976. "Disclosure Rules, Information-Production, and Capital Market Equilibrium: The Case of Forecast Disclosure Rules", *Journal of Accounting Research.* 14(1) : 89-137.

Healy, P. M., and K. G. Palepu. 2001. "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting and Economics.* 31 : 405-439.

Hermalin, B., and M. Weisbach. 1998. "Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO", *The American Economic Review.* 88(1) : 96-118.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Holthausen, R. W. and R. W. Leftwich. 1986. "The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices". *Journal of Financial Economics*. 76 : 57-89.

Hou, K., and D. Robinson. 2006. "Industry Concentration and Average Stock Returns". *Journal of Finance.* 61 : 1927-1956.

Huang, H., Q. Wang, and X. Zhang. 2009. "The Effect of CEO Ownership and Shareholder Rights on Cost of Equity Capital". *Corporate Governance.* 9 : 255-270.

Hughes, J. S., J. Liu, and J. Liu. 2007. "Information Asymmetry, Diversification, and Cost of Capital". *The Accounting Review.* 82 : 705-730.

Jorion, P. and G. Zhang, 2007. "Informaion Effects of Bond Rating Changes : The Role of the Rating Prior to the Announcement". *Journal of Fixed Income*. 16 : 45-59.

Jorion, P., Z. Liu, and C. Shi. 2005. "Informational Effects of Regulation FD, Evidence from Rating Agencies". *Journal of Financial Economics*. 76 : 309-330.

Kang, J. K. and Stulz, R. M. 1997. "Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan". *Journal of Financial Economics.* 46 : 3-28.

Kaplan, R., and D. Norton. 2004. "Measuring the Strategic Readiness of Intangible Assets", *Harvard Business Review*.

Kim, Y. and S. Nabar. 2007. "Bankruptcy Probability Changes and the Differential Informativeness of Bond Upgrades and Downgrades". *Journal of Banking and Finance*. 31 : 3843-3861.

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Lewis, K. K. 1999. "Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption". *Jornal of Economics: Literature* 37 : 571-608.

Lieberman, D., G. Hartshorn, M. Lieberman, R. Peralta, and A. Gentry. 1990. "Forest Dynamics at La Selva Biological Station, 1969-1985". *Four Neotropical Rainforests*. Yale University Press, New Haven, Connecticut, USA 509-521.

Lin, Chihusang, H. and Shin Cheng-Yi. 2003. "Foreign Ownership in the Taiwan Stock Market- an Empirical Analysis". *Journal of Multinational Financial Management.* 13 : 19-41.

Lundblad, C. 2007. "The Risk Return Tradeoff in the Long Run: 1836-2003". *Journal of Financial Economics.* 85(1) : 123-150.

Malmendier, U., and G. Tate. 2009. "Superstar CEOs", *Quarterly Journal of Economics.* 124 : 1593-1638.

Milbourn, T. 2003. "CEO Reputation and Stock-based Compensation", *Journal of Financial Economics.* 68 : 233-262.

Mishira, D. R. 2014, "The Dark Side of CEO Ability: CEO General Managerial Skills and Cost of Equity Capital". Working Paper.

Park, J. H. 2013. *Managerial Ability and SG&A Cost Behavior*. Ph.D. Dissertation. Seoul National University.

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

Penman, S. H., 2010. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 4Th edition. McGraw-Hill.

Phillips J. Pincus and S. Rego. 2003. "Earnings Management : New Evidence

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

based on Deferred Tax Expense". *The Accounting Review.* 78(2) : 491-521.

Rajgopal, S., T. Shevlin, and V. Zamora. 2006. "CEOs' Outside Employment Opportunities and the Lack of Relative Performance Evaluation in Compensation Contracts", *The Journal of Finance.* 61(4) : 1813-1844.

Rose, N. L., and A. Shepard. 1997. "Firm Diversification and CEO Compaensation: Managerial Ability or Executive Entrenchment?". *The RAND Journal of Economics.* 28(3) : 489-514.

Schrand, C. M., and S. H. Zechman. 2012. "Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting". *Journal of Accounting and Economics.* 53(1-2) : 311-329.

Sengupta, P. 1998. "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt". *The Accounting Review.* 73 (4) : 459-474.

Sharpe, W. 1964. "Capital Asset Prices, a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk". *Journal of Finance.* 19 : 425-442.

Sohn, S., Y. Oh, M. Kang, and C. Bae. 2014. "The Effect of CEO Change on Information Asymmetry", *The Journal of Applied Business Research.* 30(2) : 527-540.

Spottiswoode, C. 2000. *Improving Police Performance*. Public Services Productivity Panel. HM Treasury. London.

Tervio, M., 2008. "The Difference that CEOs make: An Assignment Model Approach". *The American Economic Review.* 98, 642-668.

Thanassoulis, E., R. Dyson, and M. Foster. 1987. "Relative Efficiency Assessments Using Data Envelopment Analysis: an Application to Data on Rates Departments". *Journal of the Operational Research*

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

Society. 38(5): 397-411.

Trueman, B. 1986. "Why do Managers voluntarily release earnings forecasts?". *Journal of Accounting and Economics*. 8 : 53-71.

Trueman, B. and S. Titman, 1998. "An Explanation for Accounting Income Smoothing". *Journal of Accounting Research.* 26 Supplement.

Wade, J. B., J. F. Porac, T. G. Pollock, and S. D. Graffin. 2006. "The Burden of Celebrity: The Impact of CEO Certification Contests on CEO Pay and Performance", *Academy of Management Journal.* 49 : 643-660.

Watts, R. I. 2003a. "Conservatism in Accounting Part I : Explanations and Implications". *Accounting Horizons.* 17(3) : 207-221.

Watts, R. I. 2003b. "Conservatism in Accounting Part II : Evidence and Research Opportunities". *Accounting Horizons.* 17(4) : 287-301..

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

ABSTRACT

The Effects of Managerial Ability on the Cost of Equity Capital and the Information Asymmetry

Bong-jo Ko
Department of Accounting
The Graduate School of
JeJu National University

The purpose of this thesis is to investigate an effect of managerial ability on the implied cost of equity capital and also on the information asymmetry. This thesis also examine how a relation between managerial ability and the implied cost of equity capital is affected by information asymmetry and how a relation between managerial ability and information asymmetry is affected by Korean business group. In this thesis, managerial ability is measured based on prior studies of Demerjian et al.(2012).

The result of the investigation on this thesis shows those followed. First, managerial ability is negatively related to the implied cost of equity capital. Better managerial ability is significantly associated with lower implied cost of equity capital. Second managerial ability is negatively related to information asymmetry. Better managerial ability is significantly associated with lower information asymmetry. Third, firms with lower information asymmetry have a larger decrease in the implied cost of equity capital. Finally, firms with Korean business group have not any significant decrease in information asymmetry, while those with non-Korean business group show significantly negative association between managerial ability and information asymmetry.

This thesis is distinguished from prior studies in that I empirically analyze the evidence that a relation between managerial ability and the implied cost of equity capital and also information asymmetry. In addition the empirical evidence is found that a relation between managerial ability and the implied cost of equity capital is affected by information asymmetry and that a relation between

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY

managerial ability and information asymmetry is affected by Korean business group. Overall this thesis implicates the importance of managerial ability in terms of investment, financing decision making, and information environment.

key words: managerial ability, implied cost of equity capital, information asymmetry, data envelopment analysis

제주대학교 중앙도서관
JEJU NATIONAL UNIVERSITY LIBRARY