

기업 수준의 경쟁과 위험프리미엄*

임승연**

<요 약>

본 연구는 기업이 직면하고 있는 기업 수준의 경쟁 정도가 기업의 위험프리미엄에 미치는 영향에 대해 검토하고자 한다. 경쟁이 기업에 미치는 영향에 대한 선행연구 결과는 부정적인 영향과 긍정적인 영향이 혼재되어 있는데, 경쟁이 심할수록 기업의 수익성 악화 및 변동성 증가로 인해 부정적인 영향이 초래된다고 보고하는 선행연구도 있고, 경쟁 환경이 기업의 외부 기업지배구조 역할을 하여 경영진으로 하여금 효율성 개선에 대한 노력을 하게 만든다는 긍정적인 영향을 보고하는 선행연구도 있다. Li et al.(2013)에 의해 개발된 기업 수준의 경쟁 변수를 이용하여 실증 분석한 결과, 경쟁이 치열해질수록 기업의 위험프리미엄이 감소함을 확인하였다. 이는 기업이 직면한 경쟁이 기업의 외부 기업지배구조 역할을 하여 경영진으로 하여금 좀 더 효율적으로 기업을 운영케 하여 기업의 자본비용을 낮춘다는 주장을 뒷받침하는 결과이다. 선행연구에서 기업이 직면한 경쟁 환경을 대리하기 위하여 오랫동안 널리 활용되고 있는 산업 수준의 경쟁 변수를 동시에 넣고 분석을 해도 결과는 동일하였다. 또한 기업의 성장 수준에 따라 세 그룹으로 나누어 기업 수준의 경쟁과 위험프리미엄을 분석해도 여전히 기업이 처한 경쟁이 치열해질수록 기업의 위험프리미엄이 감소함을 확인하였다.

<주제어> 경쟁, 위험프리미엄, 기업지배구조, 성장

* 본 논문은 2016년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임 (NRF-2016S1A5A8019273).

** 국민대학교 경영대학 부교수, sylim11@kookmin.ac.kr, 주저자

논문접수일 2017년 11월 10일 1차수정일 2018년 1월 16일 게재확정일 2018년 3월 15일

I. 서 론

기업이 직면하고 있는 경쟁의 정도와 기업의 위험프리미엄은 어떤 관계를 보일 것인가? 이와 관련하여 학계에서는 다음의 두 가지 견해를 제시하고 있다. 우선, 산업 내 기업들 간의 경쟁이 치열해질수록 기업의 미래 수익성의 변동성(uncertainty)이 커져서 기업의 수익성을 사전에 예측하기가 힘들어질 뿐만 아니라 수익성 자체가 악화(distress risk)되는 경향이 있음을 주장하는 견해가 있다(Gaspar and Massa 2005 ; Hou and Robinson 2006 ; Irvine and Pontiff 2009). 비슷한 맥락으로 경쟁이 심할수록 혁신에 대한 압박이 세지기 때문에 이는 기업에게 혁신이 실패할 위험(innovation risk)과 같은 부담감으로 작용한다는 주장도 있다(Schumpeter 1912 ; Hou and Robinson 2006). 이는 경쟁이 심할수록 기업의 위험프리미엄이 증가함을 뒷받침한다. 반면에, 오래 전부터 많은 경제학자들이 주장하는 바대로, 산업 내 기업들 간의 경쟁이 심해지면 이러한 기업의 외부 경쟁 환경이 기업의 경영진으로 하여금 스스로 살아남고자 하는 동기를 유발시켜 좀 더 효율적으로 기업을 운영하여 생산성을 개선하도록 노력하게 만드는(disciplined) 외부 기업지배구조로서의 역할을 한다는 주장이 있다(Smith 1776 ; Hicks 1935 ; Nickell 1996 ; Hart 1983 ; Schmidt 1997 ; Qiu and Yu 2009 ; Giroud and Mueller 2010). 즉 경쟁이 심할수록 기업의 위험프리미엄이 감소하거나 기업의 가치가 증가할 수 있는 가능성이 있음을 시사하는 연구결과를 제시하고 있다.

이러한 대부분의 선행연구는 산업 구조적 관점에서의 연구로서, 기업이 속한 산업의 경쟁 정도가 개별 기업의 기대수익률이나 기업 가치에 어떻게 영향을 미치는지에 대한 실증분석에 초점을 맞추고 있다. 이는 산업 구조적 관점에서의 산업 수준의 경쟁이 개별 기업의 위험과 가치에 중요한 의미를 가지기 때문일 뿐만 아니라, 개별 기업이 직면하고 있는 기업 수준의 경쟁을 측정하기가 쉽지 않은데서 그 이유를 찾을 수 있다. 가장 대표적인 산업 수준의 경쟁을 대리하는 변수는, 동일 산업에 속한 개별 기업들의 산업 내 시장점유율의 제곱값을 합산하여 산업 수준의 집중도를 계산하는 허쉬만-허핀달(Hirschman-Hirfindahl Index, HHI) 지수인데, 산업 수준의 집중도가 낮을수록 산업 수준의 경쟁 정도가 심하다고 해석되며 기업이 직면한 경쟁을 다루는 수많은 연구에서 경쟁을 대리하는 변수로서 이 지수를 사용하고 있다(Lang and Stulz 1992 ; Harris 1998 ; DeFond and Park 1999 ; Gaspar and Massa 2005 ; Hou and Robinson 2006 ; Karuna 2007 ; Qiu and Yu 2009 ; Giroud and Mueller 2010 ; Chen et al. 2015).

그러나 허쉬만-허핀달 지수는 산업 수준의 경쟁 변수이기 때문에 동일 산업 내에서도 개별 기업마다 다양하게 직면하게 되는 기업 수준의 경쟁을 대리하지 못할 뿐만 아니라, 산업 수준의 경쟁 정도를 측정할 때도 주식시장에 상장된 상장기업들만 고려하기 때문에 측정 오류를 내포하고 있다는 한계점이 지적되고 있다(Ali et al. 2009 ; Bens et al. 2011 ; Li et al. 2013).¹⁾

1) Ali et al.(2009)은 제조 산업에 속한 기업들을 대상으로 5년 마다 발간되는 통계자료(U.S. Census of Manufactures)를 이용하여 상장된 기업들과 비상장된 기업들을 모두 포함하여 산업 수준의 경쟁 변수를

최근 Li et al.(2013)은 연차보고서의 텍스트를 분석하여 기업 수준의 경쟁 변수를 개발하고, 이 신규 변수가 기업 수준의 경쟁을 잘 대리하고 있다는 타당성 검토 결과를 제시하였다. 기업이 직면한 경쟁 정도를 가장 잘 파악하고 있는 것은 해당 기업의 경영진이기 때문에 경영진이 작성한 연차보고서에서 보고되고 있는 경쟁 관련 단어의 빈도수는 경영진이 인지하고 있는 기업 수준의 경쟁 정도를 잘 반영할 것이라는 전제하에 개발된 이 변수는, 매우 간단하게 측정되지만 직관적으로 타당하다. 또한 기업이 직면한 경쟁에 의해 기업의 투자수익율이 점차적으로 평균에 회귀한다(mean-reversion)는 개념을 적용하여 신규 변수의 타당성 검토가 수행되었는데, 이 신규 변수로 인해 기업의 투자수익율이 평균적으로 회귀하는 양상이 가속화된다는 실증 분석 결과를 보여주었다.

본 연구에서는 최근에 개발된 Li et al.(2013)의 기업 수준의 경쟁 변수를 이용하여, 기업이 직면하고 있는 기업 수준의 경쟁 정도가 기업의 위험프리미엄과 어떤 관계를 갖는지 분석해보고자 한다. 이러한 주제에 가장 유사하게 접근하고 있는 선행연구는 Hou and Robinson(2006)인데, 기업이 속한 산업의 경쟁 정도가 심할수록 수익성 악화로 인한 위험과 혁신에 대한 압박으로 인하여 기업의 기대수익률이 증가한다는 결과를 보여주고 있다. 이는 산업 구조적 관점에서 기업이 속한 산업의 경쟁 수준과 개별 기업의 기대수익률 간의 관계를 분석한 것이므로, 기업이 직면한 기업 수준의 경쟁이 기업의 기대수익률에 어떻게 영향을 미치는가에 대한 연구 주제에 대해 충분한 답이 될 수 없다. 또한 Ali et al.(2009)은 상장기업과 비상장기업을 모두 포함하는 산업 수준의 경쟁 변수를 재계산하여 Hou and Robinson(2006)의 분석을 재검토 하였을 때, 기업이 속한 산업의 경쟁 수준과 개별 기업의 기대수익률 간에 어떠한 유의한 관계도 확인할 수 없었다.

본 연구에서는 1998년부터 2010년까지 미국 주식시장에 상장된 기업들을 대상으로 기업 수준의 경쟁 변수와 기업의 위험프리미엄 간의 관계를 검토하였다. 기업의 위험프리미엄을 추정하기 위하여, 선행연구에서 가장 많이 활용되고 있는 초과이익(성장)모형에 네 가지의 다른 가정을 적용하고, 기업의 현재 주가가 기업의 본질 가치를 대리한다고 가정한다. 여기에 증권분석가들이 제공하는 미래 이익 예측치 정보를 투입하여 해당 기업의 기대수익률인 내재 자기자본비용을 역산(reverse-engineering)으로 도출한 후 그 평균값을 구하고 나서 무위험이자율을 차감한다. 실증분석 결과 기업이 직면한 경쟁이 심해질수록 기업의 위험프리미엄이 감소하였는데, 이는 기업이 직면하고 있는 경쟁이 기업에 긍정적으로 영향을 미친다는 주장을 뒷받침하는 연구 결과이다. 이러한 연구 결과는 산업 수준의 경쟁 변수를 분석모형에 추가로 포함시켜서 분석하였을 때에도 변함이 없었다.

추가분석으로서 기업의 성장 수준에 따라 세 가지 그룹으로 나누어 기업 수준의 경쟁 변수와

재계산 하였다. 이를 적용하여 기존의 여러 연구결과를 재검증한 결과, 기존의 연구결과들이 약화되거나 반대되는 결과를 보여준다는 것을 구체적으로 보여주었다.

기업의 위험프리미엄간의 관계를 검토하였는데 이는 두 가지의 이유에 근거한다. 우선 표본을 세분화 하여 변수의 측정 오류가 낮은 그룹에서 좀 더 정교한 결과를 얻을 수 있으리라는 기대가 있기 때문이다. Easton and Monahan(2005)은 증권분석가의 장기성장을 예측치와 이익 추정치 오류간에 밀접한 관계가 있음을 보여주었고, 장기성장을 예측치가 낮은 그룹에서 변수의 측정 오류가 줄어들어 증권분석가의 이익 추정치에 근거한 기업의 기대수익률 추정치가 상대적으로 안정적이라는 분석 결과를 제시하였다. 기업의 성장 수준에 따라 세 가지 그룹으로 나누어 분석하는 또 다른 이유는, 기업의 경쟁과 성장의 관계에서도 기업의 경쟁과 기업의 위험프리미엄 혹은 기업의 가치간의 관계에서처럼 상반된 두 가지의 견해가 팽팽하게 주장되고 있기 때문이다. 경쟁은 성공적인 혁신에 대한 대가인 독점이윤을 궁극적으로 감소시키려 하므로 기업들의 혁신과 성장에 부정적인 영향을 미칠 수도 있지만, 경쟁으로 인하여 기업 내부의 효율성이 개선되고 생산성 성장을 가능케 하는 긍정적인 영향을 미칠 수도 있다. 이러한 기업 수준의 경쟁과 성장의 관계는 경쟁과 위험프리미엄간의 관계에도 영향을 미칠 수 있다. 본 연구에서 기업의 성장 수준에 따라 세 가지 그룹으로 나누어 분석한 결과, 모든 그룹에서 일관되게 기업 수준의 경쟁이 치열해질수록 기업 위험프리미엄이 감소한다는 기존의 결과가 유지되었다.

본 연구는 다음과 같이 기존 문헌에 기여하는 공헌점이 있다. 우선, 본 연구는 기업이 직면한 기업 수준의 경쟁 정도와 기업의 위험프리미엄 간의 관계를 검토한 최초의 연구이다. 최근에 연차보고서의 텍스트를 분석하여 기업 수준의 경쟁을 대리하는 변수들이 개발되고 있는데, 이 중에서 단순하면서도 직관적으로 기업이 처한 경쟁 환경을 가장 잘 나타내는 변수가 Li et al. (2013)의 경쟁 변수이다. 이 변수는 기업이 직면한 경쟁 정도를 가장 잘 이해하고 있는 경영진이 작성한 연차보고서의 텍스트를 분석하였다는 점과 현재의 경쟁 현황뿐만 아니라 미래의 경쟁예상을 반영하고 있다는 점에서 사전적(ex-ante) 변수인 기업의 내재적 위험프리미엄과의 관계를 검토하는데 적절한 변수이다. 허쉬만-허핀달 지수의 경우 이미 발생한(ex-post) 매출과 총자산을 기준으로 산업 수준의 경쟁을 측정하기 때문에 이러한 사후적인 경쟁 변수와 사전적인 기업 위험프리미엄간의 관계를 살펴보는 것은 여러 가지 한계점을 갖게 된다. 또한 본 연구는 기업 수준의 경쟁 변수와 산업 수준의 경쟁 변수가 별개로 기업 위험프리미엄에 영향을 끼치고 있음을 실증적으로 보여줌으로써, 기업 수준의 경쟁 변수가 산업 수준의 경쟁 변수와 기업의 위험프리미엄에 미치는 영향에 있어서 대체적인 관계가 아닌 보완적이거나 독립적인 관계인 것을 제시하였다.

마지막으로 본 연구는 국내에서도 텍스트 분석에 기반한 연구가 필요함을 시사하고 있다. 기업이 작성하는 연차보고서에는 일반적으로 기업이 처한 경쟁 상황이 기술되도록 요구되어지는데, Li et al.(2013)과 본 연구를 통해 미국 기업들이 연차보고서에 보고하는 경쟁에 관련한 내용들이 기업을 둘러싼 이해관계자들 특히 주식 투자자들에게 유의미한 정보를 제공한다는 것이 실증분석 결과로 제시되고 있는 반면, 국내에서는 이러한 경쟁과 관련한 연차보고서 내 텍스트

분석 연구가 전무한 실정이다. 연차보고서에서 제공하는 정보는, 재무제표 정보와 같이 수치에 근거한 양적 정보뿐만 아니라 텍스트를 통해서 다양한 질적 정보를 포함한다. 텍스트 분석을 통하여 국내 기업들이 작성하는 연차(사업)보고서가 미국 기업들과 유사하게 기업이 직면한 경쟁 상황에 대해 과연 이해관계자들에게 유의미한 정보를 제공하는지, 아니면 관행적(boilerplate)으로 작성되고 있어서 추가적인 정보를 제공하지 못하는지에 대한 검토는 매우 흥미로운 연구주제가 될 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구를 고찰하고 이를 바탕으로 가설을 설정하며, 제Ⅲ장에서는 연구의 설계와 표본의 설정에 대해 설명한다. 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시하고 제Ⅴ장에서는 결론을 맺는다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

1. 선행연구

기업이 직면하고 있는 경쟁 상황이 기업의 영업성과와 투자 의사결정에 영향을 미치고 궁극적으로 기업의 가치에 영향을 미친다는 주장에 이견을 다는 이는 없을 것이다. 그러나 이러한 영향이 긍정적인지 부정적인지에 대해서는 여러 가지 주장이 혼재해 있다.

우선 기업을 둘러싼 경쟁이 치열해지면 기업의 미래 실적에 대한 불확실성이 증가하여 기업에 부정적인 영향을 미친다는 선행 연구가 있다. Hou and Robinson(2006)은 기업이 속한 산업의 경쟁 정도가 기업의 미래 현금흐름의 위험에 영향을 미치고 이는 주식투자자들이 해당 기업에 대해 갖는 기대수익률(expected returns)에 영향을 미친다고 주장한다. 구체적으로, 경쟁이 심할수록 기업들은 혁신에 대한 압박과 수익성 악화로 인한 기업가치 하락 위험에 직면하여 미래 현금흐름의 변동성이 커지고 이러한 위험을 반영하는 주주들의 기대수익률이 상승한다는 실증결과를 제시하고 있다. Gaspar and Massa(2005)는 애널리스트들이 기업의 이익을 예측할 때 경쟁이 심한 산업에 속한 기업들에 대해서 좀 더 의견이 일치되지 않는다(dispersed)고 주장한다. Irvine and Pontiff(2009) 역시 경쟁이 심해질수록 기업의 이익과 현금흐름의 변동성이 커지고 이로 인해 주식수익률의 변동성이 커진다는 시계열 상의 실증분석 결과를 제시하고 있다.

한편, 전통적으로 경제학자들은 기업들의 산업 내에서의 독점이 경영진들의 방만한 경영을 초래하기 때문에 기업에 부정적인 영향을 미친다고 본 반면, 기업들을 둘러싼 치열한 경쟁 환경은 경영진들의 생존욕구를 자극하여 그들이 방만한 경영을 줄이도록 스스로 노력하고 경영효율성의 향상을 추구하도록 독려한다고 주장한다(Smith 1776 ; Hicks 1935). 즉 기업이 직면한 외부 경쟁이 기업의 기업지배구조로서의 긍정적인 역할을 한다는 것이다. 이론적으로 기업이 처한 경

쟁과 이에 대한 경영진의 행동에 대한 연구는 경영진 인센티브 측면에서 많이 진행되어 왔다. 그러나 관련한 주제에 대하여 실증분석 결과는 일관되게 보고되고 있지 않다. 왜냐하면 기업을 둘러싼 경쟁상황이 기업의 외생적인 기업지배구조 역할을 하여 경영진에게 추가적인 인센티브를 지급하지 않아도 경영진이 스스로 경영효율성의 향상을 추구할 수 있다는 실증분석 결과도 있지만, 경쟁이 극심한 상황에서 경영진이 노력한다 해도 그 효과가 그다지 크지 않다는 판단이 서는 경우 이러한 경영진의 노력을 보상할 수 있을 만큼 큰 인센티브가 부여되어야 경영진이 방만한 경영을 회피할 가능성이 크다고 주장하는 연구 결과도 있기 때문이다(Hart 1983 ; Nickell 1996 ; Schmidt 1997 ; Raith 2003).

최근의 연구에서는 경영진의 인센티브 역할에 대한 논의 없이도 기업이 처한 경쟁 환경이 기업의 지배구조역할을 하고 있다는 흥미로운 결과를 보고하고 있다(Qiu and Yu 2009 ; Giroud and Mueller 2010 ; 조정은 · 최아름 2016). 1985년부터 1991년 사이에 미국의 30개 주에서는, 한 기업이 다른 기업을 인수 및 합병하는 과정에서 드는 비용을 증가시킴으로써 기업들 간의 인수 및 합병을 힘들게 하는 반-기업인수(anti-takeover) 법을 시행하기 시작하였다. 기업들이 다른 기업에 의해서 인수 및 합병될 가능성이 높은 환경에서는 기업 스스로 기업지배구조를 개선하는 등의 노력을 함으로써 기업 내 기업지배구조를 강화시킬 수 있으나, 위에서 언급한 반-기업인수 법은 기업의 내부적인 노력과 긴장의 필요성을 줄이기 때문에 기업지배구조를 약화시키는 역할을 하게 된다. Qiu and Yu(2009)와 Giroud and Mueller (2010)의 연구 결과에 의하면, 경쟁이 치열한 산업에 속한 기업들의 경우 반-기업인수법이 시행되어도 기업을 둘러싼 시장 경쟁 자체가 외부 기업지배구조 역할을 하여 별다른 영향이 없었던 반면, 소수의 기업에 의해 시장이 장악되어 상대적으로 경쟁이 낮은 산업에 속한 기업들의 경우 반-기업인수 법이 시행되면서 타인자본비용과 자기자본비용이 상승하는 모습을 보이고 있다. 이들 연구결과는 기업을 둘러싼 경쟁이 기업의 기업지배구조 역할을 한다는 주장을 뒷받침한다.

2. 연구가설의 설정

앞서 살펴본 대부분의 선행연구에서는 산업 구조적 관점에서 기업이 속한 산업 수준의 경쟁이 개별 기업에 미치는 영향을 살펴보고자 허쉬만-허핀달 지수와 같은 산업 수준의 경쟁변수를 주로 사용하고 있다. 그러나 기업을 둘러싼 경쟁은 기업이 속한 산업 수준의 경쟁만을 의미하는 것이 아니고 개별 기업 수준의 경쟁을 의미하기도 한다. 왜냐하면 동일 산업에 속한 기업들이라 하더라도 각 기업이 직면하고 체감하는 경쟁 정도가 다르기 때문이다. 이러한 측면에서 허쉬만-허핀달 지수를 기업이 직면한 기업 수준의 경쟁을 대리하는 변수로 이용하기에는 정확도(precision) 측면에서 많이 부족하다고 볼 수 있다(Hoberg and Phillips 2010 ; Li et al. 2013 ; Hoberg et al. 2014).

게다가 허쉬만-허핀달 지수를 측정할 때 비상장 기업을 제외한 채 주식시장에 상장된 기업들의 매출이나 총자산 규모만을 고려하기 때문에 산업 수준의 변수로서도 불완전하다는 지적이 있다(Ali et al. 2009 ; Bens et al. 2011 ; Li et al. 2013). 최근 연구에서는 허쉬만-허핀달 지수를 산출할 때 요구되는 기업이 속한 산업의 분류가 기업들이 직면하는 실제 경쟁 환경을 적절하게 구분하는지에 대해 의문을 제시하고 있다(Dedman and Lennox 2009 ; Rauh and Sufi 2012 ; Hoberg and Phillips 2016).

2014년 당시 구글(Google)의 CEO이던 에릭 슈미트는 구글에게 가장 위협적인 경쟁사로서 아마존(Amazon)을 언급하였다. 검색엔진 분야의 선두기업인 구글이 동일한 검색엔진 분야의 경쟁사인 야후(Yahoo)보다 온라인 쇼핑몰인 아마존을 주목한 것이다. 이전에 에릭 슈미트는 구글의 또 다른 강력한 경쟁사로서 애플(Apple)사를 꼽기도 했었다. 기존의 선행연구에서 허쉬만-허핀달 지수를 계산하기 위하여 산업분류로 이용하는 기준은 4자리수(4-digit)로 분류되는 표준산업분류(Standard Industrial Classification, SIC) 혹은 6자리수(6-digit)로 분류되는 북미산업분류(North America Industry Classification System, NAICS)이다. 위에서 언급한 구글, 아마존, 애플의 SIC는 각각 7374, 5961, 5045이고, NAICS는 각각 518210, 454113, 423430이다. 구글의 최고 경영자는 아마존과 애플을 가장 위협적인 경쟁사로 보고 있음에도 불구하고, 학계의 실증연구 목적으로 계산되는 허쉬만-허핀달 지수는 이들이 각각 다른 산업에 포함되어 있다고 전제하게 된다.

이에 반하여 Li et al.(2013)이 개발한 경쟁 변수는 구체적인 산업 분류를 요구하지 않고, 연차 보고서에 보고된 텍스트를 분석하여 기업의 경영진이 인지하고 있는 기업을 둘러싼 경쟁 정도를 측정함으로써 기업이 직면하고 체감하는 기업 수준의 경쟁 정도를 대리할 수 있다. 이 변수는 연차보고서에 보고된 “경쟁”이라는 표현을 포함하고 있는 단어의 수를 연차보고서의 전체 단어의 수로 나누어 계산되는데, 상당히 단순한 접근을 이용함에도 불구하고 직관적으로는 매우 타당하다. 왜냐하면 경영진이 기업이 직면한 경쟁에 대해서 많이 인식하고 이러한 경쟁이 기업의 현재와 미래에 미칠 영향 및 그에 대한 대비를 다각도로 모색할수록 경쟁에 관련된 표현을 많이 사용할 것이기 때문이다. 또한 기존의 선행연구에서처럼 산업 수준의 경쟁을 분석할 때는 기업이 속한 주요 산업을 한 가지만 선택하여 해당 기업이 포함된 산업의 경쟁 수준을 추정하였는데, 기업은 일반적으로 하나의 산업이나 시장에서만 경쟁을 하는 것이 아니고 여러 가지 산업과 시장에 속하여 경쟁하기 때문에 Li et al.(2013)의 변수를 이용하게 되는 경우 기업 수준의 종합적인 경쟁 정도를 가늠할 수 있게 된다.

학계에서는 기업의 투자수익률이 처음에는 다른 기업보다 높거나 혹은 낮더라도 경쟁으로 인하여 기업의 투자수익률이 점차적으로 평균에 회귀(mean-reversion)하게 된다고 본다. 왜냐하면 투자수익률이 높은 경우 다른 경쟁자들이 동일 산업 혹은 시장에 진입하여 경쟁함으로써 투자수익률이 낮아지게 되고, 투자수익률이 낮은 경우는 해당 투자를 점차적으로 줄여서 철회하기

때문이다. Li et al.(2013)은 이 개념을 적용하여 그들이 개발한 기업 수준의 경쟁 변수의 타당성을 검증하였다. 즉, 새로 개발된 변수로 인하여 기업의 투자수익률이 평균으로 회귀하는 현상이 가속화 되는 것을 실증 분석 결과로 제시하였다.

이러한 기업 수준의 경쟁변수는 기존 연구에서 활용된 산업 수준의 경쟁 변수와 마찬가지로 기업이 처한 경쟁 환경을 대리한다는 공통점이 있지만, 기업 수준의 경쟁변수가 과연 기업의 위험프리미엄에 어떻게 영향을 미칠 것인가는 새로운 연구 주제가 된다. 기업을 둘러싼 경쟁이 심한 경우 기업의 미래 수익에 대한 불확실성이 높아지거나 수익성 악화로 인해 경영 위험이 높아지는 부정적인 효과를 예상할 수도 있지만, 이러한 경쟁이 기업의 외부 기업지배구조 역할을 하여 경영진으로 하여금 경영효율성을 개선시키는 노력을 유도하게 되는 긍정적인 효과를 기대할 수도 있다.

본 연구에서는 기업 수준의 경쟁 정도가 기업의 위험프리미엄에 영향을 미칠 것으로 보아 다음과 같은 귀무가설을 설정한다.

(연구가설) : 기업 수준의 경쟁은 기업의 위험프리미엄에 영향을 미치지 않는다.

III. 연구 설계 및 표본의 선정

1. 연구모형의 설계

가. 기업수준의 경쟁변수 측정

미국의 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission : SEC)에서는 연차보고서의 세부항목인 경영진의 경영진단보고서(Management Discussion and Analysis : MD&A)에 기업의 경쟁 상황에 대해서 기술할 것을 요구하고 있다.

한편 기업의 경영진이 제품에 대한 가격 결정을 할 때 현재 시장에서 직면한 경쟁 정도뿐만 아니라 새로운 경쟁상대가 시장에 진입함으로써 예상되는 잠재적인 경쟁 정도에 대해서 경영진이 어떻게 인지하고 있는지에 의해 영향을 받는다. 따라서 경영진이 작성하는 연차보고서의 텍스트를 분석하면 경영진이 인지하고 있는 기업 수준의 경쟁 정도를 추론해볼 수 있다.

Li et al.(2013)은 경영진이 연차보고서에 “경쟁”을 포함한 단어를 많이 사용하면 할수록 기업의 투자수익률이 더 빠르게 평균에 회귀하는 것으로 보아 “경쟁”을 포함한 단어의 빈도수가 기업이 직면한 경쟁 수준을 대리할 수 있다고 보았다. 즉 기업 수준의 경쟁 변수($PCTComp$)는 “경쟁”을 포함한 단어 수($NComp$)를 연차보고서의 총 단어 수($NWords$)로 나눈 후 1,000을 곱한 값을 의미한다.

$$PCTComp = \frac{NComp}{NWords} \quad (1)$$

극단치의 영향과 측정 오류를 완화하기 위하여 표본을 연도별로 *PCTComp* 기준으로 십분위(decile)로 나눈 후 그 값이 0과 1 사이의 값을 갖도록 변환한 변수를 또 다른 기업 수준의 경쟁 변수(*dPCTComp*)로 설정한다.

나. 위험프리미엄

회계학계에서 가치평가모형(valuation model)의 주요 구성요소로서 포함하고 있는 것은 기업의 미래이익 추정치와 성장률, 기초와 기말 자본, 그리고 할인율인데, 이들에 대한 적절한 가정과 함께 기업의 내재 가치를 산출하게 된다(Ohlson 1995). 기업의 미래이익을 추정하고 적절한 할인율을 가정한 후 이를 이용하여 기업의 가치를 추정하는 것이 가치평가모형을 활용하는 일반적인 접근법인 반면, 최근에는 현재의 주식가격이 기업의 적절한 본질 가치를 대표한다고 가정하고 증권분석가가 추정하는 기업의 미래이익 예측치를 이용하여 할인율을 역으로 추정(reverse-engineering)하는 연구가 많이 이루어지고 있다(Gebhardt et al. 2001 ; Claus and Thomas 2001 ; Gode and Mohanram 2003 ; Easton 2004 ; Easton and Monahan 2005 ; Botosan and Plumlee 2005 ; Botosan et al. 2011). 이때 추정된 할인율을 학계에서는 내재 자기자본비용(implied cost of equity capital)이라고 부르며, 이로부터 무위험이자율을 차감한 것이 위험프리미엄이다.

선행연구에서는 내재 자기자본비용을 추정하기 위하여 여러 가지 유형의 기업가치모형을 제시하고 있는데, 본 연구에서는 Claus and Thomas(2001)와 Gebhardt et al.(2001), 그리고 Easton(2004)과 Gode and Mohanram(2003)에서 제시한 네 가지 방법을 적용하여 내재 자기자본비용을 추정한다. 앞선 두 가지 연구는 초과이익모형(Residual Income Valuation Model, RIM)에 기초하여 내재 자기자본비용을 추정하고, 뒤의 두 가지 연구는 Ohlson and Juettner-Nauroth(2005)가 제시한 초과이익성장모형(Abnormal Earnings Growth Model, AEGM or OJ)에 기초하여 내재 자기자본비용을 추정한다.²⁾

초과이익모형(RIM)과 초과이익성장모형(OJ)은 모두 배당할인모형에서 파생된 모형이지만, 실무에서 적용할 때 미래이익의 성장률에 대한 가정이나 이익 추정의 기간에 대한 가정의 차이 등으로 인하여 서로 다른 값을 추정하게 된다. 그러나 이론적으로 동일한 미래이익을 추정하고 무한대의 기간을 가정하는 경우 결국 배당할인모형과 동일한 결과를 보여주기 때문에, 이들 네 가지 방법을 통해 산출되는 내재 자기자본비용은 이론적으로 동일해야 할 것이다. 그러나 선행

2) 이들 방법의 내용은 선행연구에서 자세히 설명되고 있기 때문에 본 연구에서는 네 가지 기업가치모형에 대한 설명을 생략한다(Hail and Leuz 2006 ; Dhaliwal et al. 2006 ; Hail and Leuz 2009 ; Dhaliwal et al. 2016).

연구에 의하면 위의 네 가지 방법에 의해 추정되는 내재 자기자본비용은 모두 다르며 특정 한가지의 방법이 더 우월하다고 말할 수 없기 때문에 본 연구에서는 네 가지 추정치의 평균을 이용하도록 한다(Hail and Leuz 2006 ; Dhaliwal et al. 2006 ; Hail and Leuz 2009 ; Dhaliwal et al. 2016).

다. 연구모형

본 연구에서는 종속변수로 기업의 위험프리미엄을, 독립변수로 기업 수준의 경쟁 변수를, 그리고 이들 관계에 영향을 미칠 것으로 예상되는 여러 가지 통제변수를 포함한 다음의 모형 (2)을 이용하여 기업 수준의 경쟁 정도가 기업의 위험프리미엄에 어떻게 영향을 미치는지에 대한 분석을 시행하고자 한다.

$$\begin{aligned} \text{Implied Risk Premium}_{i,t+1} = & \psi_0 + \psi_1 PCTComp(dPCTComp)_{i,t} + \psi_2 Beta_{i,t} \\ & + \psi_3 MV_{i,t} + \psi_4 BTM_{i,t} + \psi_5 ROE_{i,t} + \psi_6 TAGR_{i,t} \\ & + \psi_7 LEV_{i,t} + \psi_8 RetVar_{i,t} + \psi_9 Following_{i,t} \\ & + \psi_{10} Bias_{i,t} + \psi_{11} DISP_{i,t} + \psi_{12} LTGR_{i,t} \\ & + YearDummy + \xi_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

Implied Risk Premium = average of the estimated implied cost of equity capital in excess of risk-free rate measured by yield on the 10-year Treasury bonds ;

PCTComp = 1,000x[number of competition-related words divided by the total number of words in 10-K] ;

dPCTComp = decile-ranked value of *PCTComp*, cthen scaled to be in [0,1] ;

Beta = beta from market model for one-year using daily returns ;

MV = log of market value of equity ;

BTM = book value by market value of equity following Fama and French(2002) ;

ROE = income before extraordinary items by lagged book values of equity ;

TAGR = change of total assets by lagged total assets ;

LEV = interest-bearing liability by total assets ;

RetVar = standard deviation of daily returns ;

Following = log of (number of analysts following+1) ;

Bias = (analysts' forecasts of earnings-actual earnings) by lagged total assets ;

DISP = standard deviation of analysts' forecasts of earnings

LTGR = analysts' forecasts of 5-year earnings growth rate

모형 (2)에서 종속변수인 위험프리미엄(*ImpliedRP*)은 네 개의 기업가치모형에서 추정 한 할인율(내재 자기자본비용)들을 평균한 후 무위험 이자율로 차감한 값이고, 독립변수인 기업 수준의 경쟁 변수(*PCTComp*)는 연차보고서에서 보고되고 있는 총 단어 수 1,000개 당 경쟁 관련 단어의

빈도수를 의미한다. *dPCTComp*는 회귀분석에서 극단치의 영향을 완화시키기 위하여, 연도별로 기업 수준의 경쟁 변수(*PCTComp*) 기준으로 십분위(decile)로 나눈 후 그 값이 0과 1사이의 값을 갖도록 조정한 변수이다.

통제변수로서 포함시키고 있는 시장모형에서의 베타(*Beta*), 기업의 규모(*MV*), 자본의 장부와 시가 비율(*BTM*), 수익성(*ROE*), 총자산 성장률(*TAGR*), 레버리지(*Lev*), 주식수익률 변동성(*RetVar*), 증권분석가 수(*Following*), 증권분석가의 이익추정치 오류(*Bias*), 증권분석가의 이익 추정치 의견의 불일치(*DISP*), 그리고 증권분석가의 미래 이익의 5년 성장률 예측치(*LTGR*)은, 내재 자기자본 비용을 종속변수로 하는 회귀 분석 모형을 다루는 선행연구에서 널리 사용되는 변수이다(Dhaliwal et al. 2016).

2. 표본의 선정

본 연구의 표본은 1998년부터 2010년까지 미국 증권시장에 상장된 기업을 대상으로 다음의 요건을 충족하는 기업으로 선정하였다.

- (1) 비금융업
- (2) Compustat에서 재무자료가 입수 가능한 기업
- (3) I/B/E/S에서 증권분석가의 미래이익 추정치와 5년 성장률 예측치 자료가 있는 기업
- (4) 기업 수준 경쟁 변수(*PCTComp*) 자료가 입수 가능한 기업³⁾

국내 기업이 아닌 미국 기업을 대상으로 연구를 진행한 이유는 다음과 같다. 본 연구에서 주요 변수로 선택된 기업 수준의 경쟁 변수는 기업들이 작성한 연차보고서의 텍스트 분석을 통해 도출되는데, 국내 연구에서는 이러한 기업 수준의 경쟁 변수를 도출하기 위한 연차보고서의 텍스트 분석이 아직 이루어지고 있지 않아서 기업 수준의 경쟁 변수를 추정하기 힘들기 때문이다. 위험프리미엄을 추정하는데 필요한 내재 자기자본비용을 계산하기 위하여 증권분석가의 미래이익 추정치와 5년 성장률 예측치 정보가 있는 기업으로 한정하였다. 증권분석가의 미래이익 추정치는 I/B/E/S에서 추출한 6월 기준 증권분석가 추정치의 평균치(*consensus*) 자료를 사용하였다. 이외에 최근 시점 기준으로 상장폐지된 기업들이라 하더라도 과거 재무자료가 획득 가능한 기업들의 경우 표본에 포함시킴으로써 생존편향오류(*survivorship bias*)를 최소화 하도록 하였다. 극단치의 영향을 제거하고자 각 변수의 1%/99% 수준에서 winsorization 방식으로 처리하였고 최종 표본의 연도-기업 수는 10,974개이다.

3) Li et al.(2013)에 의해 개발되고 그 타당성이 검토된 기업 수준 경쟁 변수(*PCTComp*)는 <http://webuser.bus.umich.edu/feng/>에서 다운로드 가능하다.

IV. 실증분석

1. 기술통계량

<표 1>은 위험프리미엄과 기업 수준의 경쟁 변수, 그리고 이들 관계에 영향을 미칠 것으로 예상되는 통제변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 위험프리미엄(*ImpliedRP*)은 네 개의 기업가 치모형에서 기업의 주식가격을 기업의 내재가치로 가정하고 역산한 할인율(내재 자기자본비용) 들을 평균한 후 무위험 이자율로 차감한 값으로서, 평균값은 5.631%이고 중간값은 5.145%이다.

<표 1> Descriptive statistics

Variables	Mean	Std.dev.	P1	P25	Median	P75	P99
<i>ImpliedRP</i>	5.631	2.885	0.755	3.704	5.145	6.947	15.757
<i>PCTComp</i>	0.528	0.470	0.037	0.209	0.381	0.697	2.314
<i>dPCTComp</i>	0.485	0.318	0.000	0.222	0.444	0.778	1.000
<i>HHI_Sales</i>	0.195	0.148	0.043	0.081	0.160	0.261	0.749
<i>HHI_TA</i>	0.198	0.158	0.040	0.085	0.145	0.261	0.780
<i>FFR</i>	0.649	0.200	0.289	0.475	0.636	0.819	1.000
<i>Beta</i>	0.997	0.547	0.026	0.600	0.928	1.312	2.571
<i>MV</i>	6.906	1.512	3.826	5.821	6.805	7.901	9.982
<i>BTM</i>	0.520	0.364	0.050	0.276	0.439	0.667	1.791
<i>ROE</i>	0.130	0.240	-0.592	0.062	0.134	0.210	0.968
<i>TAGR</i>	0.212	0.399	-0.269	0.016	0.104	0.252	2.332
<i>LEV</i>	0.216	0.178	0.000	0.039	0.208	0.344	0.661
<i>RetVar</i>	0.030	0.014	0.010	0.021	0.028	0.038	0.072
<i>Following</i>	2.095	0.614	1.099	1.609	2.079	2.565	3.434
<i>Bias</i>	0.008	0.035	-0.054	-0.003	0.000	0.009	0.215
<i>DISP</i>	0.092	0.192	0.000	0.016	0.033	0.081	1.316
<i>LTGR</i>	0.219	0.695	0.030	0.120	0.160	0.222	1.018

- 1) This table presents summary statistics for the variables of interest from 1998 to 2010 and includes 10,974 firm-year observations.
- 2) Detailed definition of variables is in the Model (2) except for the industry-level competition such as *HHI_Sales*, *HHI_TA*, and *FFR*. *HHI_Sales*(*HHI_TA*) is the sum of squared sales-based(total assets-based) market shares of all firms in each three-digit SIC industry in a given year and then averaging over the past 3 years following Hou and Robinson (2006). *FFR* is the sum of squared sales-based market shares of top four firms in each three-digit SIC industry in a given year and then averaging over the past 3 years.

기업 수준의 경쟁 변수인 *PCTComp*는 연차보고서에서 보고되고 있는 총 단어 수 1,000개 당 경쟁 관련 단어의 빈도 수를 의미하는데, 이의 평균값은 0.528(회)이고 중간값은 0.381(회)로서 그 분포가 우편향(right-skewed)된 것을 알 수 있다. 이로 인한 영향을 완화시키기 위해 표본을 연도별로 *PCTComp* 기준으로 십분위(decile)로 나눈 후 그 값이 0과 1사이의 값을 갖도록 조정된 변수를 또 다른 기업 수준의 경쟁 변수(*dPCTComp*)로 설정한다. *dPCTComp*의 평균값은 0.485이고 중간값은 0.444이다.

*HHI_Sales(HHI_TA)*는 산업 수준의 경쟁 변수로서 산업에 속한 기업들의 매출액(총자산) 기준 시장점유율의 제곱값을 합산한 값으로 허쉬만-허핀달 지수로 알려진 변수이다. 비슷한 접근법으로 계산되는 *FFR*은 시장점유율 최상위 4개 회사의 시장점유율의 제곱값을 합산한 값이다. 이들은 선행연구에서 제안한 대로 측정 오류를 줄이기 위하여 과거 3개년 치를 평균한 값을 사용하였다(Hou and Robinson 2006). 허쉬만-허핀달 지수는 매출액을 기준으로 한 값과 총자산을 기준으로 한 값이 대동소이하며, *HHI_Sales(HHI_TA)*의 평균값은 0.195(0.198)이고, 중간값은 0.160(0.145)이다. 반면에 *FFR*의 평균값(중간값)은 0.649(0.636)이다. 이들 산업 수준의 경쟁 변수는 명칭은 “경쟁”변수로 사용하고 있으나, 실제로 산업 집중도를 의미하는 것으로서 기업 수준의 경쟁 변수와 달리 그 값이 커질수록 경쟁이 작아지고 일부 기업에 의한 산업집중도가 커짐을 의미한다.

<표 2>는 변수 간 피어슨/스피어만 상관관계 결과를 제시하고 있다. 왼쪽 위에서 오른쪽 아래로 떨어지는 대각선의 위는 피어슨 상관관계를 나타내고, 대각선 아래는 스피어만 상관관계를 나타낸다. 5% 수준으로 통계적으로 유의한 관계를 갖는 경우 굵은 고딕체로 표시한다. 기업 수준의 경쟁 변수인 *PCTComp*(*dPCTComp*)와 달리, 산업 수준의 경쟁 변수인 허쉬만-허핀달 지수는 변수 자체가 경쟁을 의미하는 것이 아니고 산업집중도를 의미하기 때문에 산업의 집중도가 낮아질수록 경쟁이 심해진다고 간주하므로 기업 수준의 경쟁 변수와 산업 수준의 경쟁 변수는 음(-)의 관계를 갖게 된다. *PCTComp*(*dPCTComp*)와 *HHI_Sales*의 상관관계는 -0.10(-0.12)로 통계적으로 유의하지만 상관관계가 아주 높은 편은 아니다. 이는 기업 수준의 경쟁 변수와 산업 수준의 경쟁 변수가 비슷한 속성을 대리하기도 하지만 서로 다른 속성을 지니고 있음을 보여주는 것이다.

상관관계 분석에서 기업 수준의 경쟁이 커질수록 기업의 위험프리미엄이 줄어들고, 산업 수준의 집중도가 커질수록(경쟁이 낮아질수록) 기업의 위험프리미엄이 증가함을 알 수 있다. 이와 같이 다른 변수와의 관계를 고려하지 않은 단변량 분석에서 기업 수준의 경쟁이나 산업 수준의 경쟁 모두에서 경쟁이 심해질수록 기업의 위험프리미엄이 줄어드는 양상을 보여주고 있다.

〈표 2〉 Correlations

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
(1) <i>ImpliedRP</i>	1.00	-0.05	-0.03	0.06	0.05	0.10	0.04	-0.34	0.29	-0.12	0.01	0.11	0.25	-0.27	0.22	0.25	0.23
(2) <i>PCTComp</i>	-0.06	1.00	0.73	-0.10	-0.11	-0.14	-0.06	-0.22	-0.10	-0.01	0.12	-0.17	0.29	-0.11	0.09	0.02	0.03
(3) <i>dPCTComp</i>	-0.02	0.83	1.00	-0.12	-0.12	-0.14	0.11	-0.19	-0.10	-0.05	0.06	-0.26	0.20	-0.10	0.05	0.03	0.05
(4) <i>HHI_Sales</i>	0.11	-0.11	-0.13	1.00	0.94	0.85	-0.08	0.05	0.04	0.06	-0.06	0.10	-0.13	-0.01	-0.04	-0.03	-0.02
(5) <i>HHI_TA</i>	0.10	-0.13	-0.12	0.92	1.00	0.80	-0.07	0.06	0.03	0.07	-0.07	0.10	-0.14	-0.02	-0.04	-0.04	-0.02
(6) <i>FFR</i>	0.11	-0.15	-0.15	0.96	0.90	1.00	-0.09	0.04	0.05	0.07	-0.07	0.14	-0.14	-0.03	-0.05	-0.05	-0.01
(7) <i>Beta</i>	0.04	-0.12	0.10	-0.08	-0.05	-0.08	1.00	0.12	-0.12	-0.09	0.05	-0.20	0.33	0.14	0.04	0.14	0.03
(8) <i>MV</i>	-0.35	-0.26	-0.19	0.02	0.02	0.04	0.14	1.00	-0.28	0.15	-0.04	0.09	-0.40	0.75	-0.15	-0.16	-0.09
(9) <i>BTM</i>	0.31	-0.13	-0.11	0.05	0.04	0.06	-0.13	-0.29	1.00	-0.19	-0.15	0.21	0.07	-0.21	-0.02	0.13	-0.01
(10) <i>ROE</i>	-0.14	-0.01	-0.07	0.11	0.10	0.11	-0.11	0.24	-0.42	1.00	0.09	-0.02	-0.19	0.08	-0.02	-0.19	-0.07
(11) <i>TAGR</i>	-0.01	0.14	0.06	-0.06	-0.08	-0.07	0.03	-0.05	-0.25	0.33	1.00	0.02	0.14	0.01	0.08	-0.03	0.02
(12) <i>LEV</i>	0.10	-0.20	-0.28	0.16	0.13	0.17	-0.22	0.13	0.21	0.01	-0.07	1.00	-0.18	0.05	-0.05	-0.01	-0.04
(13) <i>RetVar</i>	0.29	0.29	0.21	-0.10	-0.12	-0.12	0.26	-0.46	0.00	-0.21	0.09	-0.21	1.00	-0.19	0.16	0.24	0.10
(14) <i>Following</i>	-0.27	-0.13	-0.11	-0.03	-0.03	-0.02	0.15	0.74	-0.23	0.14	0.02	0.07	-0.21	1.00	-0.11	-0.07	-0.07
(15) <i>Bias</i>	0.18	0.09	0.01	0.01	0.00	0.00	-0.02	-0.11	0.02	-0.02	0.08	0.02	0.08	-0.09	1.00	0.19	0.05
(16) <i>DISP</i>	0.29	-0.01	0.04	-0.05	-0.08	-0.07	0.23	-0.21	0.21	-0.36	-0.11	-0.03	0.33	-0.08	0.15	1.00	0.20
(17) <i>LTGR</i>	0.16	0.28	0.23	-0.11	-0.14	-0.13	0.18	-0.30	-0.31	-0.11	0.29	-0.32	0.47	-0.12	0.08	0.14	1.00

1) Detailed definition of variables is in the Model (2) except for the industry-level competition such as *HHI_Sales*, *HHI_TA*, and *FFR*. *HHI_Sales*(*HHI_TA*) is the sum of squared sales-based(total assets-based) market shares of all firms in each three-digit SIC industry in a given year and then averaging over the past 3 years following Hou and Robinson (2006). *FFR* is the sum of squared sales-based market shares of top four firms in each three-digit SIC industry in a given year and then averaging over the past 3 years.

2) Pearson correlations are reported above and Spearman correlations are reported below the diagonal.

3) We bold coefficients that are significant at $p < 0.05$.

<표 3>의 5분위 그룹 분석의 결과는 앞선 상관관계 분석의 결과와 일치하고 있다. 기업 수준의 경쟁 변수(*PCTComp*)를 기준으로 나눈 5개 그룹을 살펴보면, 경쟁이 약한 그룹(Q1)에서보다 경쟁이 심한 그룹(Q5)에서 기업의 위험프리미엄이 줄어들고 산업 수준의 집중도가 낮다(경쟁이 세다)는 것을 알 수 있다. 또한 선행 연구의 결과와 동일하게 경쟁이 심할수록 기업의 규모가 작고 수익성이 낮다(Hou and Robinson 2006).

<표 3> Firm characteristics of quintile groups sorted by firm-level competition measure (*PCTComp*)

Variables	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q5-Q1	t-stat
<i>ImpliedRP</i>	5.769	5.659	5.608	5.603	5.517	-0.252	-2.86
<i>PCTComp</i>	0.149	0.290	0.437	0.633	1.130	0.982	75.12
<i>dPCTComp</i>	0.052	0.261	0.479	0.705	0.928	0.876	453.49
<i>HHI_Sales</i>	0.219	0.209	0.192	0.188	0.170	-0.048	-10.91
<i>HHI_TA</i>	0.224	0.211	0.195	0.187	0.172	-0.053	-11.08
<i>FFR</i>	0.683	0.675	0.647	0.636	0.604	-0.079	-13.14
<i>Beta</i>	0.909	0.958	1.003	1.014	1.098	0.189	11.51
<i>MV</i>	7.322	7.080	6.873	6.773	6.484	-0.837	-18.59
<i>BTM</i>	0.575	0.543	0.514	0.497	0.470	-0.105	-9.54
<i>ROE</i>	0.141	0.143	0.131	0.120	0.114	-0.028	-3.78
<i>TAGR</i>	0.191	0.189	0.210	0.218	0.254	0.063	5.05
<i>LEV</i>	0.281	0.248	0.215	0.188	0.149	-0.132	-26.37
<i>RetVar</i>	0.027	0.029	0.031	0.031	0.035	0.008	19.47
<i>Following</i>	2.179	2.130	2.093	2.076	1.996	-0.183	-9.88
<i>Bias</i>	0.005	0.006	0.009	0.010	0.010	0.004	4.14
<i>DISP</i>	0.089	0.082	0.098	0.088	0.106	0.017	2.79
<i>LTGR</i>	0.169	0.190	0.235	0.246	0.253	0.084	5.95

- 1) This table presents average characteristics of quintile portfolios sorted by *PCTComp*.
- 2) Q1 corresponds to the first group of firms with the lowest competition, whereas Q5 corresponds to the last group of firms with the highest competition.
- 3) Detailed definition of variables is in the Model (2) except for the industry-level competition such as *HHI_Sales*, *HHI_TA*, and *FFR*. *HHI_Sales*(*HHI_TA*) is the sum of squared sales-based(total assets-based) market shares of all firms in each three-digit SIC industry in a given year and then averaging over the past 3 years following Hou and Robinson (2006). *FFR* is the sum of squared sales-based market shares of top four firms in each three-digit SIC industry in a given year and then averaging over the past 3 years.

<표 3>을 통해 경쟁과 성장간의 관계를 살펴보면, 통제변수 중에서 기업의 성장과 관련된 변수로서 자본의 장부와 시가 비율(*BTM*), 총자산 성장률(*TAGR*), 그리고 증권분석가의 미래 이익의 5년 성장률 예측치(*LTGR*) 이렇게 세 가지가 있는데, 경쟁이 심할수록 모든 성장관련 변수가 증가하고 있다. 본 연구는 기업의 위험프리미엄과 경쟁간의 관계를 검토하고 있으나 기업의 성장과 경쟁간의 관계 역시 또 다른 연구 분야 중의 하나이며, <표 3>의 결과를 통해 경쟁이 심할수록 기업의 성장(률)이 증가한다는 기술 통계 결과를 제시한다.

2. 회귀분석 결과

<표 4>에서는 기업의 위험프리미엄과 기업 수준의 경쟁 변수간의 회귀 분석(OLS)결과를 제시하고 있다. 괄호안의 수치는 *t* 값으로서 이분산성과 자기상관성을 통제하기 위하여 기업별 클러스터링(*clustering*)을 허용한 표준오차에 근거한 값이다(Petersen 2009 ; Thompson 2011). 특정 연도에 모든 기업에게 공통으로 영향을 미치는 비확률적인 요소를 통제하기 위하여 연도(*year*) 고정효과를 회귀식에 포함하였다. ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 의미한다.

<표 4> The effect of firm-level competition on implied risk premium

Variables	Model 1	Model 2
<i>PCTComp</i>	-0.479*** (-6.85)	
<i>dPCTComp</i>		-0.625*** (-6.13)
<i>Beta</i>	0.144* (1.79)	0.148* (1.83)
<i>MV</i>	-0.353*** (-9.11)	-0.371*** (-9.56)
<i>BTM</i>	1.292*** (11.43)	1.276*** (11.28)
<i>ROE</i>	0.161 (1.22)	0.153 (1.16)
<i>TAGR</i>	0.135* (1.91)	0.138* (1.95)
<i>LEV</i>	2.150*** (9.98)	2.122*** (9.86)
<i>RetVar</i>	27.409*** (6.49)	26.435*** (6.25)

〈표 4〉 The effect of firm-level competition on implied risk premium (continued)

Variables	Model 1	Model 2
<i>Following</i>	-0.326*** (-3.88)	-0.303*** (-3.62)
<i>Bias</i>	14.682*** (12.88)	14.729*** (12.93)
<i>DISP</i>	1.315*** (5.67)	1.301*** (5.63)
<i>LTGR</i>	0.727*** (3.74)	0.729*** (3.74)
<i>Intercept</i>	6.416*** (21.89)	6.435*** (21.65)
<i>Year Fixed Effect</i>	Included	Included
<i>Adj. R²</i>	0.32	0.32

1) *, **, and *** denote the significance at 10%, 5%, and 1% level, respectively.

2) Detailed definition of variables is in the Model (2).

실증분석 결과, 기업 수준의 경쟁 변수인 *PCTComp*와 극단치의 영향을 줄이기 위해 연도별로 *PCTComp* 기준으로 십분위(decile)로 나눈 후 그 값이 0과 1사이의 값을 갖도록 표준화한 변수인 *dPCTComp*, 두 변수 모두에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 확인하였다. 이는 기업 수준의 경쟁이 치열해질수록 기업의 위험프리미엄이 감소하는 것을 의미한다. 기업이 직면한 기업 수준의 경쟁이 기업의 경영진으로 하여금 좀 더 효율적으로 기업을 운영하도록 노력하게 만드는 외부 기업지배구조로서의 역할을 한다는 주장을 지지하는 결과이다.

다음으로 기업이 직면한 기업 수준의 경쟁과 기업이 속한 산업 수준의 경쟁이 각각 기업의 위험프리미엄에 어떻게 영향을 미치는지 검토한다. 기존의 수많은 선행 연구에서는 허쉬만-허핀달 지수와 같은 산업 수준의 경쟁 변수가 기업을 둘러싼 경쟁환경을 대리한다고 보고 기업에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 본 연구에서는 기업 수준의 경쟁 변수와 산업 수준의 경쟁 변수를 동시에 회귀식에 넣고 각각의 변수가 기업의 위험프리미엄에 미치는 영향에 대해 분석하고자 한다.

〈표 5〉는 기업 수준의 경쟁 변수와 산업 수준의 경쟁 변수를 동시에 넣고 기업의 위험프리미엄에 미치는 영향을 분석한 회귀식 결과를 제시하고 있다. 산업 수준의 경쟁 변수로서 매출액 기준의 허쉬만-허핀달 지수, 총자산 기준의 허쉬만-허핀달 지수, 최상위 4개 기업의 허쉬만-허핀달 지수를 추가로 넣었을 때, 기업 수준의 경쟁 변수는 여전히 기업 위험프리미엄에 음(-)의 영향을 미치고 있으며 산업 수준의 경쟁 변수는 모두 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

〈표 5〉 The effect of firm-level competition on implied risk premium with
industry-level concentration index

Variables	Model 1 with HHI_Sales	Model 1 with HHI_TA	Model 1 with FFR
<i>PCTComp</i>	-0.449*** (-6.47)	-0.446*** (-6.45)	-0.419*** (-6.06)
<i>HHI_Sales</i>	1.317*** (6.22)		
<i>HHI_TA</i>		1.267*** (6.15)	
<i>FFR</i>			1.467*** (9.52)
<i>Beta</i>	0.151* (1.88)	0.143* (1.78)	0.155* (1.93)
<i>MV</i>	-0.363*** (-9.41)	-0.364*** (-9.46)	-0.361*** (-9.43)
<i>BTM</i>	1.282*** (11.40)	1.284*** (11.40)	1.277*** (11.42)
<i>ROE</i>	0.125 (0.95)	0.120 (0.92)	0.089 (0.68)
<i>TAGR</i>	0.152** (2.16)	0.158** (2.23)	0.163** (2.32)
<i>LEV</i>	2.078*** (9.66)	2.085*** (9.69)	1.978*** (9.23)
<i>RetVar</i>	28.513*** (6.78)	28.836*** (6.86)	29.235*** (7.01)
<i>Following</i>	-0.296*** (-3.53)	-0.290*** (-3.46)	-0.284*** (-3.41)
<i>Bias</i>	14.739*** (13.04)	14.758*** (13.01)	14.789*** (13.09)
<i>DISP</i>	1.315*** (5.74)	1.323*** (5.78)	1.337*** (5.86)
<i>LTGR</i>	0.726*** (3.75)	0.726*** (3.75)	0.724*** (3.75)
<i>Intercept</i>	6.115*** (20.51)	6.106*** (20.52)	5.369*** (17.16)
<i>Year Fixed Effect</i>	Included	Included	Included
<i>Adj. R²</i>	0.32	0.33	0.33

- 1) *, **, and *** denote the significance at 10%, 5%, and 1% level, respectively.
- 2) Detailed definition of variables is in the Model (2) except for the industry-level competition such as *HHI_Sales*, *HHI_TA*, and *FFR*. *HHI_Sales*(*HHI_TA*) is the sum of squared sales-based(total assets-based) market shares of all firms in each three-digit SIC industry in a given year and then averaging over the past 3 years following Hou and Robinson (2006). *FFR* is the sum of squared sales-based market shares of top four firms in each three-digit SIC industry in a given year and then averaging over the past 3 years.

즉 기업 수준이나 산업 수준 모두에서 경쟁이 심할수록 기업의 위험프리미엄이 낮아지는 결과를 확인한 것이다. 이에 대해서 우리는 두 가지를 정리하여 설명하고자 한다. 첫째, 기업 수준의 경쟁 변수와 산업 수준의 경쟁 변수는 두 변수 모두 기업 위험프리미엄에 영향을 미치는 것으로 보아 상호 대체적인 관계가 아니라 보완적인 관계를 갖는 것으로 보인다. 이는 기존의 산업 수준의 경쟁 변수를 이용한 연구는 기업이 직면한 경쟁 환경을 대리하기에 충분하지 못하다는 것을 반증하는 것이다. 그러나 산업 수준의 경쟁(*HHI_Sales*)의 계수값(1.317)이 기업 수준의 경쟁(*PCTComp*)의 계수값(-0.449)보다 더 큰 것으로 보아 산업 구조적 측면에서 기업이 속한 산업의 속성이 기업에 미치는 영향은 여전히 매우 크다고 하겠다. 둘째, Hou and Robinson (2006)은 산업 수준의 경쟁이 치열할수록 기업의 기대수익률(위험프리미엄)이 올라간다고 주장하였으나 Ali et al.(2009)은 증권시장에 상장되지 않은 기업들을 배제한 채 계산된 산업 수준의 경쟁 변수가 부정확함을 지적하며, 상장과 비상장 기업을 모두 포함한 산업 수준의 경쟁 변수를 이용할 때 산업수준의 경쟁과 기업의 기대수익률과의 관계는 사라진다고 주장한 바 있다. 앞서 허쉬만-허핀달 지수로 대변되는 산업 수준의 경쟁 변수가 기업의 위험프리미엄에 미치는 영향이 여전히 유의미하다고 기술하였으나, 최근 선행 연구에서는 이들 산업 수준의 경쟁 변수가 그것이 정말로 대리하고자 하는 산업 구조적 속성을 잘 나타내지 못하고 있다는 한계점이 계속 지적되고 있다(Ali et al. 2009 ; Hoberg and Phillips 2010 ; Hoberg et al. 2014).

3. 추가 분석

마지막으로 기업의 성장 수준에 따라 기업을 세 가지 그룹으로 나누어 기업 수준의 경쟁 변수와 기업의 위험프리미엄간의 관계를 살펴보았다. 본 연구에서는 이미 기업의 성장과 관련된 변수로서 자본의 장부와 시가 비율(*BTM*), 총자산 성장률(*TAGR*), 그리고 증권분석가의 미래 이익의 5년 성장률 예측치(*LTGR*) 이렇게 세 가지를 통제변수로 넣고 회귀식을 돌림으로써 이들이 기업의 경쟁과 위험프리미엄 간의 관계에 미치는 영향을 배제하고자 하였다. 그러나 Easton and Monahan (2005)은 증권분석가가 추정하는 미래이익의 5년 장기성장률을 기준으로 표본을 세 그룹으로 나누어 분석했을 때, 장기성장률 예측치가 낮은 그룹에서 변수의 측정 오류가 감소하여 증권분석가의 이익예측치에 근거한 기업의 기대수익률 추정치가 상대적으로 안정적이라는 분석결과를 제시

하였다. 또한 기업이 처한 경쟁은 기업의 성장과도 밀접한 연관이 있으므로 기업의 성장 수준에 따른 각각의 그룹에서 기업이 처한 경쟁과 위험프리미엄 간의 관계는 달라질 수 있다.

〈표 6〉 The effect of firm-level competition on implied risk premium with growth partitions

Variables	Analysts' Forecasts of Long-Term Growth (<i>LTGR</i>)		
	Low Group	Middle Group	High Group
<i>PCTComp</i>	-0.526*** (-4.67)	-0.269*** (-2.78)	-0.367*** (-3.23)
<i>HHI_Sales</i>	1.353*** (5.18)	0.215 (0.78)	2.125*** (4.35)
	Total Assets Growth (<i>TAGR</i>)		
	Low Group	Middle Group	High Group
<i>PCTComp</i>	-0.486*** (-4.07)	-0.327*** (-3.36)	-0.456*** (-4.59)
<i>HHI_Sales</i>	2.154*** (6.34)	0.804*** (3.10)	0.877*** (2.89)
	Book-to-Market (<i>BTM</i>)		
	Low Group	Middle Group	High Group
<i>PCTComp</i>	-0.340*** (-3.29)	-0.452*** (-4.44)	-0.387*** (-2.99)
<i>HHI_Sales</i>	0.673** (2.03)	0.773*** (2.70)	2.376*** (6.44)

1) *, **, and *** denote the significance at 10%, 5%, and 1% level, respectively.

2) Detailed definition of variables is in the Model (2).

본 연구에서 기업의 세 가지 성장 관련 변수를 이용하여 세 가지 그룹으로 나누어 분석한 결과, 모든 그룹에서 일관되게 기업 수준의 경쟁이 증가할수록 기업의 위험 프리미엄이 감소한다는 기존의 결과가 유지되었다. 기업의 성장 정도와 상관없이 기업이 직면한 경쟁이 치열할수록 기업의 위험프리미엄이 줄어드는 결과를 보여주고 있다. 또한 이러한 결과는 산업 수준의 경쟁 변수가 일부 성장 관련 변수(*LTGR*)에서 통계적 유의성이 사라지거나 줄어드는 것과 대조적인 결과이다.

V. 결 론

기업이 직면한 경쟁 환경이 경영진의 의사결정과 기업의 위험 및 성과에 미치는 영향에 대한 연구가 지속적으로 수행되어 왔음에도 불구하고, 기업 수준의 “경쟁” 정도를 측정하기 쉽지 않기 때문에 여러 가지 다양한 경쟁 변수를 적용하여 추정된 결과들은 일관된 모습을 보이고 있지 않다. 대부분의 선행연구에서는 산업 구조적 측면에서 산업 수준의 경쟁이 개별 기업의 위험 및 성과에 미치는 영향에 대해서 실증분석 하였다. 최근 Li et al.(2013)은 연차보고서의 텍스트를 분석하여 기업의 경영진이 인지하고 있는 기업 수준의 경쟁 정도를 측정하는 변수를 개발하였고, 이 변수가 기업의 초과수익율이 평균에 회귀하는 현상을 가속화 시키는 역할을 하는 것으로 보아 기업 수준의 경쟁 변수로서 타당하다고 보았다. 본 연구에서는 기업이 직면하고 있는 기업 수준의 경쟁 변수로서 Li et al.(2013) 변수를 채택하여 기업의 경쟁이 치열해질수록 기업의 위험 프리미엄이 감소함을 제시하였다. 이러한 결과는 산업 수준의 경쟁 변수가 포함되거나 기업의 성장 수준에 따라 그룹을 나누어 분석해도 여전히 유의하였다.

본 연구의 한계점 중으로는, 기업 수준의 경쟁 변수와 기업의 위험 프리미엄 간의 관계를 밝히는데 고려되었어야 할 변수 혹은 상황이 배제(correlated omitted variables)됨으로써 야기되는 내생성 문제를 들 수 있다. 이를 극복하기 위하여 본 연구의 분석 모형에는 선행 연구에서 제안된 많은 통제 변수들이 포함되었고, 여러 가지 “성장” 변수에 기초한 하위 그룹 분석도 실시되었으나 내생성 문제를 해결하기에 충분하지 않다. 또한 본 연구는 Li et al.(2013)이 제안한 기업 수준의 경쟁 변수를 주요 관심 변수로 이용하고 있기 때문에 Li et al.의 변수의 약점에 고스란히 노출되게 된다. 예를 들어 Li et al.의 연구에서는, 경쟁기업에 의해 정보노출비용(proprietary cost)이 증가하는 환경에서 기업이 연차보고서에 보고하는 내용이 기업의 실제 현황 정보라기보다 전략적으로 왜곡된 정보일 수도 있음을 언급하고 있다.

참고문헌

- 조정은 · 최아름. 2016. “산업내 기업간 경쟁이 투자효율성에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제 17권 제3호 : 189–230.
- Ali, A., S. Klasa, and E. Yeung. 2009. The limitations of industry concentration measures constructed with Compustat data : Implications for finance research. *Review of Financial Studies* 22 : 3839–3871.
- Ali, A., S. Klasa, and E. Yeung. 2014. Industry concentration and corporate disclosure policy. *Journal of Accounting and Economics* 58 : 240–264.
- Bens, D., P. Berger, and S. Monahan. 2011. Discretionary disclosure in financial reporting : an examination comparing internal firm data to externally reported segment data. *The Accounting Review* 86 : 417–449.
- Botosan, C. and M. Plumlee. 2005. Assessing alternative proxies for the expected risk premium. *The Accounting Review* 80 (1) : 21–53.
- Botosan, C., M. Plumlee, and H. Wen. 2011. The relation between expected returns, realized returns, and firm risk characteristics. *Contemporary Accounting Research* 28 (4) : 1085–1122.
- Chen, C., E. Matsumura, J. Shin, and S. Y. Wu. 2015. The effect of competition intensity and competition type on the use of customer satisfaction measures in executives annual bonus contracts. *The Accounting Review* 90 (1) : 229–263.
- 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 (5) : 1629–1666.
- Dedman, E., and C. Lennox. 2009. Perceived competition, profitability and the withholding of information about sales and the cost of sales. *Journal of Accounting and Economics* 48 : 210–30.
- DeFond, M. L., and C. W. Park. 1999. The Effect of Competition on CEO Turnover. *Journal of Accounting and Economics* 27 : 35–56.
- Dhaliwal, D., S. Heitzman, and O. Z. Li. 2006. Taxes, leverage, and the cost of equity capital. *Journal of Accounting Research* 44 (4) : 691–723.
- Dhaliwal, D., J. S. Judd, M. Serfling, and S. Shaikh. 2016. Customer concentration risk and the cost of equity capital. *Journal of Accounting and Economics* 61 : 23–48.
- Easton, P. 2004. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *The Accounting Review* 79 : 73–96.
- Easton, P. D., and S. J. Monahan. 2005. An evaluation of accounting-based measures of

- expected returns. *The Accounting Review* 80 (2) : 501–538.
- Fama, Eugene F., and K. French. 1992. The cross–section of expected stock returns, *Journal of Finance* 47 : 427–465.
- Fama, E. and K. French. 2002. The equity premium. *Journal of Finance* 58 : 609–646.
- Gaspar, J. M. and M. Massa. 2005. Idiosyncratic volatility and product market competition. *Journal of Business* 79 : 3125–3152.
- Giroud, X. and H. Mueller. 2010. Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of Financial Economics* 95 : 312–331.
- Gebhardt, W. R., C. M. C. Lee, and B. Swaminathan. 2001. Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research* 39 (1) : 135–176.
- Gode, D., and P. Mohanram. 2003. Inferring the cost of capital using the Ohlson–Juettner model. *Review of Accounting Studies* 8 : 399–431.
- Hail, L., and C. Leuz. 2006. International differences in the cost of equity capital : Do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of Accounting Research* 44 (3) : 485–531.
- Hail, L., and C. Leuz. 2009. Cost of capital effects and changes in growth expectations around U.S. cross–listings. *Journal of Financial Economics* 93 : 428–454.
- Harris, M. H. 1998. The Association between Competition and Managers’ Business Segment Reporting Decisions. *Journal of Accounting Research* 36 : 111–90.
- Hart, O. 1983. The market mechanism as an incentive scheme. *Bell Journal of Economics* 14 : 366–382.
- Hicks, J. 1935. Annual survey of economic theory : the theory of monopoly. *Econometrica* 3 : 1–20.
- Hoberg, G., and G. Phillips. 2010. Product market synergies and competition in mergers and acquisitions : A text–based analysis. *Review of Financial Studies* 23(10) : 3773–3811.
- Hoberg, G., and G. Phillips. 2016. Text–based network industries and endogenous product differentiation. *Journal of Political Economy* 124 (5) : 1423–1465.
- Hoberg, G., G. Phillips, and N. Prabhala. 2014. Product market threats, payouts, and financial flexibility. *The Journal of Finance*, 69 (1) : 293–324.
- Hou, K. and D. T. Robinson. 2006. Industry concentration and average stock returns. *Journal of Finance* 61 : 1927–1956.
- Irvine, P. and J. Pontiff. 2009. Idiosyncratic return volatility, cash flows, and product market competition. *The Review of Financial Studies* 22(3) : 1149–1177.
- Karuna, C. 2007. Industry product market competition and managerial incentives. *Journal of*

- Accounting and Economics* 43 (2/3) : 275–297.
- Lang, L. H. P., and R. M. Stulz. 1992. Contagion and Competitive Intra–industry Effects of Bankruptcy Announcements : An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 32 : 45–60.
- Li, X. 2010. The impacts of product market competition on the quantity and quality of voluntary disclosures. *Review of Accounting Studies* 15 : 663–711.
- Li, F., R. Lundholm, and M. Minnis. 2013. A measure of competition based on 10–K filings. *Journal of Accounting Research* 51 (2) : 399–436.
- Nickell, S. 1996. Competition and corporate performance. *Journal of Political Economy* 104 (4) : 724–746.
- Ohlson, J. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 : 661–687.
- Ohlson, J., and B. Juettner–Nauroth. 2005. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies* 10 : 349–365.
- Petersen, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets : Comparing approaches. *The Review of Financial Studies* 22 (1) : 435–480.
- Qiu, J. and F. Yu. 2009. The market for corporate control and the cost of debt. *Journal of Financial Economics* 93 : 505–524.
- Raith, M. 2003. Competition, risk and managerial incentives. *American Economic Review* 93 (4) : 1425–1436.
- Rauh, J., and A. Sufi. 2012. Explaining corporate capital structure : product markets, leases, and asset similarity. *Review of Finance* 16 : 1–41.
- Schmidt, K. M. 1997. Managerial incentives and product market competition. *Review of Economic Studies* 15 : 869–900.
- Schumpeter, J. 1912. *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA : Harvard University Press.
- Schumpeter, J. 1942. *Capitalism, Socialism, and Democracy*. New York : Harper & Row.
- Smith, A. 1776. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. In : Cannan, E. (Ed.), Fifth Edition(1904). Methuen and Co., Ltd., London.
- Thompson, S. B. 2011. Simple formulas for standard errors that cluster by both firm and time. *Journal of Financial Economics* 99 (1) : 1–10.

Firm – level Competition Perceived by a Firm and its Implied Cost of Risk Premium*

Seungyeon Lim**

〈Abstract〉

This study examines whether a firm – level competition perceived by a firm affects its implied risk premium. Prior literature based on an industry – level competition provides a mixed result of the effect of competition on a firm’s implied risk premium as well as its performance. While some studies report a negative effect of competition on a firm by showing that the firm’s profitability is low and volatile in the competitive environment, others provide an positive evidence that competition pressure enforces discipline on managers to reduce slack and increase firm’s operating efficiency. The results of an analysis using a new measure developed by Li et al.(2013) as a proxy for the firm – level competition indicate that, even after controlling for several determinants of risk premium and some properties of analysts’ forecasts, the implied risk premium has a significant negative relationship with firm – level competition and that this relationship was robust to inclusion of industry – level competition in the model and across a variety of growth groups. These results provide support for the view that competition pressure enforces discipline on managers to reduce slack and maximize profits.

〈Key words〉 competition, risk premium, corporate governance, growth

* This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea(NRF – 2016S1A5A8019273)

** Associate Professor, College of Business Administration, Kookmin University, sylim11@kookmin.ac.kr,
First Author