

경영자의 능력은 기업가치에 반영되는가?*

허윤정** · 최승욱***

〈요 약〉

능력 있는 경영자를 선임하는 것은 기업의 가장 중요한 의사결정의 하나일 것이다. 선행연구는 능력 있는 경영자가 위험하지만 수익성 있는 의사결정에 보다 적극적이고 적절한 투자의사결정을 내리는 등 기업성과 향상에 영향을 미칠 것으로 본다. 다만, 이러한 경영자의 능력이 궁극적으로 자본시장에서 투자자의 의사결정에 반영될지에 대해서는 명확하지 않다. 이에 본 연구는 경영자 능력이 기업가치에 미치는 영향을 살펴본다.

2013년에서 2021년 사이의 국내 상장기업 표본을 이용해 분석한 결과는 다음과 같다. 우선, 경영자 능력은 기업가치와 유의한 양의 관계가 관찰되었다. 이러한 결과는 기업 고정효과를 포함하여 생략변수로 인한 효과를 완화한 경우와 차이값을 이용한 분석 등 여러 내생성 통제 방식을 적용한 분석에서 일관되게 관찰되었다. 또한 여러 다른 기업가치 대용치를 활용한 분석에서도 일관되었다. 본 연구는 추가적으로 경영자 보상이나 회계품질의 횡단면적 차이가 경영자 능력과 기업가치의 관계에 영향을 미치는지 살펴보았다. 그 결과, 이러한 요인들이 높거나 낮은 양 표본에서 모두 경영자 능력과 기업가치의 양의 관계가 관찰되었다. 이러한 결과는 여러 다른 상황에서도 경영자 능력이 기업가치에 적절히 반영되고 있음을 시사한다.

본 연구는 경영자 능력과 관련된 선행연구를 확장 및 보완하여 학술적 공헌을 하고 있다. 경영자의 능력이 기업의 여러 성과에 긍정적인 영향을 주더라도 자본시장에서 추가 상승으로 반영되지 않으면 궁극적으로 주주의 부에 미치는 영향은 제한적일 것이다. 본 연구의 결과는 국내 자본시장에서 투자자들이 경영자의 능력을 의사결정에 반영하고 있을 가능성을 제시하여 실무적 시사점을 제공한다. 마지막으로, 경영자의 특성은 규제기관이 많은 관심을 기울이는 것으로 회계제도 및 자본시장 정책과 밀접한 관련이 있다. 본 연구는 개별 기업 수준에서 경영자의 능력을 산출하여 그 효과를 살펴봄으로써 정책적 시사점을 제공하고 있다.

〈주제어〉 경영자 능력, 기업가치, 경영자 보상, 회계품질

* 본 연구는 주저자의 경희대학교 석사학위 논문을 수정 및 보완하여 작성된 것입니다. 교신저자는 학위 논문 지도교수이며, 학위논문 심사위원이신 경희대학교 최연식 교수님, 이준일 교수님께 감사드립니다. 또한 심사과정에서 본 연구의 수정을 위해 유익한 의견을 주신 익명의 두 심사자님께도 감사드립니다.

** 경희대학교 경영대학 회계·세무학과 석사, yoong2@khu.ac.kr, 주저자

*** 경희대학교 경영대학 회계·세무학과 부교수, suchoi@khu.ac.kr, 교신저자

논문접수일 2023년 12월 4일 1차수정일 2024년 3월 28일 게재확정일 2024년 3월 30일

I. 서 론

본 연구는 경영자 능력이 자본시장에서 기업가치에 반영되는지 조사한다. 또한 선행연구에 근거하여 경영자 능력과 기업가치의 관계에 영향을 미칠 가능성이 있는 횡단면적 요소로 경영자 보상과 회계품질을 식별하여 이러한 요소들의 차이가 경영자 능력과 기업가치의 관계에 영향을 미치는지 살펴본다.

능력 있는 경영자의 선임은 기업의 매우 중요한 의사결정일 것이다. 경영자는 기업경영 전반에 걸쳐 중요한 전략적 의사결정 및 운영을 담당한다(Yung and Chen 2018 ; 김아리 · 조명현 2011). 능력이 우수한 경영자는 주어진 경영환경에 가장 적합한 전략을 선택할 수 있다. 또한 이러한 전략을 기반으로 최적화된 업무를 수행할 가능성이 높다(Koester et al. 2017 ; Yung and Chen 2018 ; 박원 · 김태완 2021). 일화적 증거로 애플의 공동 창업자인 스티브 잡스가 12년 만에 애플로 복귀한 1997년 이후 애플의 주가는 지속적으로 상승하였다. 약 28년이 지난 현재 시점에서 환산하면 이 기간 동안 주가가 약 134,227% 상승한 것으로 추정된다. 즉, 스티브 잡스의 리더십과 혁신적 제품 개발 및 적절한 시장 확장 전략과 같은 경영 능력이 애플의 기업가치를 높이는데 기여한 것으로 평가된다.¹⁾

이와 관련하여 선행연구는 경영자 능력이 우수할수록 궁극적으로 당기 및 미래성과에 긍정적으로 기여할 가능성을 제시한다(Gong et al. 2021 ; Ting et al. 2021 ; 고창열 외 2013 ; 신현미 · 박원 2021). 만약 선행연구가 제시한 바와 같이 경영자 능력이 높을수록 기업이 처한 환경과 소속된 산업 등에 대한 이해도가 높으며 전문성을 보유하고 있어 정확한 판단 및 예측을 한다면 (Chemmanur and Paeglis 2005), 이는 기업가치를 높이는 방향으로 기여할 수 있다. 다만, 자본시장에서 투자자들이 실제로 경영자 능력을 기업가치에 반영하고 있는지에 대한 선행연구의 직접적인 조사 결과는 제한적이며 그 관계가 아직까지 명확하지 않다. 경영자 능력이 기업가치에 반영되는지를 살펴보는 것은 매우 중요하며 따라서 본 연구는 이를 실증적으로 조사한다.

우선 선행연구는 능력 있는 경영자일수록 높은 위험을 감수하고 기업 발전의 기회를 포착하여 업무를 수행하며 이를 통해 기업가치에 긍정적인 의사결정을 내릴 수 있다고 본다(Yung and Chen 2018). 선행연구의 발견사항을 살펴보면, 능력 있는 경영자는 적절한 투자의사결정을 내리고(Khurana et al. 2018), 조세를 회피하는 행위를 적극적으로 수행하며(Koester et al. 2017 ; Khurana et al. 2018 ; Gan 2019), 기업에 최적화된 재무구조를 구축할 가능성이 높다고 본다(Yung and Chen 2018 ; Ting et al. 2021). 이러한 주장을 그대로 받아들인다면, 경영자 능력은

1) 스티브 잡스가 애플로 복귀한 1997년 2월 4일 \$1,000를 애플에 투자하였다면 2024년 2월 4일 \$1,343,269이 되어 있을 것으로 추산된다. 이는 134,227%의 기업가치 증가를 의미한다. 동일 기간에 Nasdaq index 펀드에 \$1,000를 투자하였다면 그 가치가 \$11,038이 되었을 것에 비해보면 애플의 기업가치 상승은 이례적으로 높은 것이다(Rounak Jain, www.nasdaq.com, 2024.2.4).

기업가치 향상으로 이어질 것이다.

그러나 이러한 경영자 능력이 자본시장에서 투자자들의 의사결정에도 적절하게 반영되는지는 경영자 능력이 기업 성과와 관련이 있다는 선행연구의 발견과는 결을 달리한다. 즉, 능력 있는 경영자가 기업경영을 효과적으로 수행하더라도 이러한 업무 수행이 기업가치에 반영되는지는 사전적으로 명확하지 않다. 자본시장에서 투자자들이 경영자 능력과 같은 기업의 특성을 이용하고 해석하는 것은 여러 요인에 영향을 받기 때문이다. 예를 들어, 투자자의 구성과 이들의 능력(박헌준 외 2004), 기업의 정보를 활용한 신용평가기관이나 재무분석가의 정보 재구성 및 공시(이윤경 · 이우재 2016), 기업이 공시한 자료의 충실성(이송림 · 최승욱 2023) 등에 영향을 받는다. 따라서 본 연구는 경영자 능력이 기업가치에 적절히 반영되고 있는지 직접적으로 살펴본다.

본 연구의 분석 결과는 다음과 같다. 2013년부터 2021년까지 14,960개 기업-연도 표본을 이용한 결과, 경영자 능력은 기업가치와 유의한 양의 관계가 발견되었다. 이는 투자자들이 경영자 능력을 반영하여 기업가치가 높아지고 있는 것으로 해석된다. 경제적 중요성으로 환산해보면, 경영자 능력이 한 단위 표준편차 증가할 때 기업가치는 15.2% 증가하였으며, 이는 자산의 시가가 약 445억 원 상승하는 것과 관련이 있었다. 또한 경영자 보상과 회계품질을 중위수 기준으로 표본을 둘로 나누어서 살펴본 결과, 양 표본 집단에서 모두 경영자 능력과 기업가치의 양의 관계가 유지되었다. 특히 본 연구는 기업 고정효과를 모형에 포함하여 기업 특성요인으로부터 발생하는 내생성을 완화하였으며, 여러 다른 기업가치 대용치를 활용하여 일관된 결과를 발견하였다. 또한 변수 간에 존재하는 내생요인을 완화하기 위해 추가적으로 차이 값을 이용한 분석(change test)을 수행하였으며 역시 일관된 결과가 나타나 경영자 능력이 기업가치에 긍정적인 영향을 주고 있음을 발견하였다.

본 연구는 다음과 같은 공헌을 한다. 첫째, 본 연구의 결과는 기업가치가 경영자 능력을 반영하고 있다는 것을 시사한다. 경영자의 능력이 기업의 여러 성과에 긍정적인 영향을 주더라도 자본시장에서 주가 상승으로 반영되지 않으면 궁극적으로 주주의 부에 미치는 영향은 제한적일 것이다. 그러나 본 연구의 발견은 경영자 능력이 기업가치와 밀접한 관련이 있음을 제시하여 투자자 관점에서 실무적 시사점을 제공한다. 둘째, 기존의 경영자 능력과 기업성과와 관련된 선행 연구는 대체로 K-IFRS 도입 이전의 회계정보를 이용하고 있는 경우가 많다. 경영자 능력의 대용치가 재무제표 정보를 이용하고 있으므로, 회계기준의 변경은 이 대용치의 산출에도 상당한 영향을 주었을 것으로 판단된다. 본 연구는 K-IFRS 도입 이후의 회계정보를 이용하여 경영자 능력치를 추정하고 이를 기반으로 투자자들이 의사결정 과정에서 경영자 능력을 고려하고 있다는 것을 발견하였다는 점에 공헌점이 있다. 셋째, 경영자의 특성은 규제기관이 많은 관심을 기울이는 요소로 회계제도와 자본시장 정책과 밀접한 관련이 있다. 본 연구는 개별 경영자의 능력을 기업 수준에서 산출하여 그 효과를 살펴봄으로써 정책적 시사점을 제공하고 있다.

본 논문은 다음과 같은 구성으로 기술되어 있다. 제Ⅱ장에서는 경영자 능력 관련 선행연구를 살펴보고 가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 경영자 능력의 측정 방법을 설명하고, 가설을 검증하기 위한 연구모형을 설계한다. 제Ⅳ장에서는 실증 분석결과를 제시한다. 제Ⅴ장에서는 연구의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 이론적 배경과 가설 설정

1. 경영자 능력에 관한 이론적 배경

경영자 능력은 조직을 성공적으로 운영하고 발전시키는 데 필요한 특성을 의미한다. 경영자는 기업경영 전반에 걸쳐 중요한 전략적 의사결정 및 운영을 담당하는 존재이다(김아리·조명현 2011). 자금의 조달, 생산방법, 기술, 노동력과 생산재의 획득과 생산활동의 장래에 대한 예측 등의 능력이 경영자에게 요구된다(Yung and Chen 2018 ; Ting et al. 2021). 경영자 능력이 우수할수록 기업의 상황에 최적화된 전략을 수립할 수 있다. 또한 이러한 전략을 기반으로 기업 성과를 높이기 위한 의사결정을 수행할 가능성이 높다(Yung and Chen 2018 ; 박원·김태완 2021).

이러한 이론적 배경하에 선행연구는 경영자 능력을 정량적으로 산출하고(Demerjian et al. 2012), 이를 기반으로 기업의 여러 의사결정과 성과에 미치는 영향을 조사하고 있다. 예를 들어, 선행연구는 경영자 능력이 기업의 투자, 전략적인 조세 절감 행위, 효과적인 재무구조의 구축, 회계처리 및 기타 여러 경영 의사결정에 영향을 미치는 것으로 제시한다. 본 연구는 이를 요약하여 다음과 같이 제시한다.

우선 선행연구는 경영자 능력이 높을 경우 효과적인 방식으로 자금을 조달하며 이와 같이 조달된 자금을 적절하게 투자하여 효율성을 높임으로써 경영성과가 높아질 가능성을 제시한다. 예를 들어, Khurana et al.(2018)은 조세 절감을 통해 현금을 확보한 기업에서 경영자 능력과 투자 효율성의 관계가 강화된다고 보았다. 이는 현금보유 수준이 높을 때 능력 있는 경영자가 이를 투자의사결정에 적절히 반영할 가능성을 제시한다. Gan(2019) 역시 능력 있는 경영자가 인수합병, 자본적 지출 등의 투자의사결정을 효율적으로 내리고 있음을 발견하였다. 또한 선행연구는 경영자 능력과 조세회피 수준과의 관계를 조사하였다. 예를 들어, Koester et al.(2017)은 경영자 능력이 조세회피와 관련이 있음을 실증하였으며 능력이 우수한 경영자가 현금흐름 유효세율이 낮아 상대적으로 조세를 회피하는 경향이 있음을 발견하였다. Yung and Chen(2018)의 연구와 Ting et al.(2021)의 연구에서는 기업의 재무구조가 경영자 능력과 밀접한 관련이 있음을 보였다. 이들 연구는 대체로 경영자 능력이 부채비율과 음의 관계가 있음을 발견하였다. 이는 능력 있는 경영자가 기업가치를 높일 수 있는 최적의 부채비율을 유지하도록 역할을 하고 있을 가능성을

시사한다.

다음으로, 선행연구는 경영환경이 열악하거나 위협에 처한 상황에서 능력 있는 경영자의 역할이 부각될 수 있음을 시사한다. 예를 들어, Yung and Chen(2018)은 능력에 따라 경영자를 구분하였을 때, 능력이 우수한 경영자는 상대적으로 덜 우수한 경영자에 비해 위험을 감수하는 의사결정(risk-taking decisions)을 수행할 가능성이 높다고 주장하였다. 구체적으로, 능력 있는 경영자는 자본적 지출을 줄이는 대신 R&D 투자에 집중하는 경향이 있었다. 반면, 능력이 덜 우수한 경영자는 자본적 지출과 R&D 비용을 모두 줄이는 경향이 관찰되었다. Kumar and Zbib(2022)은 코로나19와 같은 위기 상황에서 경영자 능력이 기업성과 유지에 중요한 요인으로 작용하고 있다고 주장한다. 국내연구로 조상민과 유지연(2018)은 시장을 선점한 기업에 비해 상대적으로 뒤처져 있는 후발주자들은 보다 효율적인 의사결정을 위해 능력 있는 경영자를 고용하여 궁극적으로 성과를 높이기 위해 노력하고 있음을 주장하고 있다.

선행연구는 회계품질과의 연관성도 살펴보았는데 이익의 품질이 경영자 능력과 긍정적으로 연관될 가능성을 제시하였다. 이는 유능한 경영자가 재무제표 재작성을 줄이고, 이익과 발생액의 지속성을 높이며, 대손 충당금에 포함된 오류를 줄이는 등 더 높은 품질의 이익을 보고할 가능성을 의미한다(Demerjian et al. 2013). 또한 선행연구는 경영자의 능력과 재량적 매출액 사이에 음의 관계가 있으며 이러한 관계는 기업규모가 작을수록 약화된다는 것을 발견하였다(김응길·박경호 2022).

기타 경영자 능력에 관한 연구는 기업수명주기와의 연관성을 조사한 연구가 있다. 유현수 외(2021)는 경영자 능력을 기업수명주기 및 기업의 배당정책의 측면에서 조사하였으며, 성숙기와 쇠퇴기에서 상이한 점을 발견하였다. 구체적으로 경영자 능력과 배당성향은 음의 관계가 있는데, 이러한 경향은 성숙기에서 강화되었다. 반면, 쇠퇴기에 속한 기업은 이러한 음의 관계가 완화된 것으로 나타났다. 또한 도용선·이다혜(2022)는 경영자 능력의 조절효과를 중심으로 기업수명주기별 위험추구행태와 기업성과를 살펴보았으며, 박원(2022)은 경영자 능력이 영업주기 및 현금주기에 모두 유의한 음의 영향을 미치는 것을 발견하였다.

2. 가설설정

경영자 능력은 조직을 성공적으로 운영하고 발전시키는데 필요한 특성이다. 능력 있는 경영자는 기업의 특성과 기업이 속한 산업에 대한 전문성이 있으며 이를 기반으로 정확한 판단과 추정을 통해 기업가치를 높이는 방향으로 의사결정을 내리는 경영자를 의미한다(Chemmanur and Paeglis 2005). 전술한 바와 같이 대체로 선행연구는 경영자 능력이 효과적인 기업 의사결정과 연관될 가능성을 제시한다. 예를 들어, 능력 있는 경영자는 기회를 포착하여 위험을 감수하고서라도 기업의 가치에 긍정적일 수 있는 의사결정을 내릴 수 있다(Yung and Chen 2018). 또한 이

들은 적절한 투자 의사결정을 내리고(Khurana et al. 2018), 조세 절감 행위에 능동적이며(Koester et al. 2017 ; Khurana et al. 2018 ; Gan 2019), 효과적인 재무구조 구축 및 높은 회계품질(Demerjian et al. 2013 ; Yung and Chen 2018 ; Ting et al. 2021)과도 관련이 있다.

이와 같이 능력 있는 경영자의 선임은 기업의 활동과 성과에 있어서 매우 중요하다. 그러나 이러한 경영자 능력이 자본시장에서 투자자들의 의사결정에 반영되는지는 경영자 능력이 기업 성과에 미치는 효과를 살펴보는 것과는 다른 측면이 있다. 즉, 능력 있는 경영자가 기업 경영을 효과적으로 수행하더라도 이러한 업무 수행이 기업가치에 반영되는지는 그 다음 단계의 영역이며 따라서 사전적으로 명확하지 않다. 자본시장에서 경영자 능력과 같은 기업의 정보를 이용하고 해석하는 것은 투자자의 구성과 능력(박헌준 외 2004), 이에 대한 신용평가기관이나 재무분석가의 정보 재구성 및 공시(이윤경 · 이우재 2016), 기업이 공시한 자료의 충실성(이송림 · 최승욱 2023) 등에 영향을 받기 때문이다. 이에 본 연구는 경영자 능력이 기업가치에 적절히 반영되고 있는지를 살펴본다.

이상의 논의를 기반으로 본 연구는 자본시장에서 투자자들이 개별 기업의 경영자 능력을 가치평가에 반영하고 있는지 살펴보기 위해 다음의 가설을 설정하고 조사한다.

가설 : 경영자 능력은 기업가치와 유의한 양의 관계가 있다.

III. 연구 설계

1. 변수 정의 및 측정

가. 경영자 능력의 측정

본 절에서는 실증분석에 이용된 변수들의 정의와 측정 방법을 제시한다. 독립변수이자 관심 변수인 경영자 능력 측정치는 선행연구에서 제시한 방법을 이용한다(Demerjian et al. 2012 ; Demerjian et al. 2013 ; 고창열 · 정훈 2016). 선행연구는 경영자 능력을 2단계 분석방법으로 측정한다. 먼저 1단계는 자료포락분석(Data Envelopment Analysis, DEA)을 이용해 동종산업 내 기업들의 상대적 효율성을 측정하는 단계이다. 기업 경영의 효율성은 투입물 대비 산출물로 측정된다. 구체적으로, 각 연도의 동일산업에 속한 기업의 상대적 효율성을 산출하기 위해서 매출원가(COGS), 판매 및 일반관리비(SG&A), 유형자산(PPE), 운용리스(OpsLease), 연구개발비(R&D), 영업권(GOODWILL), 기타무형자산(OtherIntan)을 투입물로 이용하고 산출물은 매출액(SALES)을 이용하여 DEA를 기반으로 한 기업의 효율성을 측정한다. 산출된 효율성은 0~1의 값을 가지며, 효율적 프론티어에서 멀어질수록 그 값이 낮아진다. 구체적인 산식은 아래의 식(1)과 같다.

$$\max_v \theta = \frac{SALES}{v_1 COGS + v_2 SG\&A + v_3 PPE + v_4 Ops Lease + v_5 R\&D + v_6 Goodwill + v_7 Other Intan} \quad \text{식(1)}$$

<변수설명>

- SALES* : 매출액 ;
- COGS* : 매출원가 ;
- SG&A* : (판매 및 일반관리비-운용리스비용-연구개발비)²⁾ ;
- PPE* : 유형자산 ;
- OpsLease* : 운용리스비용 ;
- R&D* : 연구개발비 ;
- Goodwill* : 영업권 ;
- OtherIntan* : 기타무형자산(영업권을 제외한 무형자산).

2단계는 토빗 회귀분석(tobit regression)을 이용한다. 전술한 식에서 DEA 방식으로 산출한 기업효율성 값을 종속변수로 이용한다. 독립변수로는 기업의 효율성에 영향을 미칠 가능성이 있는 규모, 시장점유율, 잉여현금흐름, 기업연령, 사업부문 수, 외화환산 차이 등을 통제한다. 이러한 특성요인을 제외한 나머지 효율성 부분 즉, 잔차를 경영자 능력으로 정의한다(Demerjian et al. 2012 ; Demerjian et al. 2013). 구체적으로, 토빗 회귀분석은 아래의 식(2)를 이용하며, 이 식에서 산출된 잔차(ε)가 경영자 능력 변수(*ABILITY*)이다.

$$\begin{aligned} Firm Efficiency = & \alpha_0 + \alpha_1 LnTA + \alpha_2 MarketShare + \alpha_3 Free Cash Flow \\ & + \alpha_4 LnAge + \alpha_5 Business Segment + \alpha_6 Foreign Currency \\ & + \Sigma Year + \varepsilon \end{aligned} \quad \text{식(2)}$$

<변수설명>

- Firm Efficiency* : DEA에 의한 기업 효율성 점수 ;
- LnTA* : 총자산의 자연로그 값 ;
- Market Share* : 개별 기업의 매출액/산업-연도 내 모든 기업의 매출액 합 ;
- Free Cash Flow* : 잉여현금흐름을 총자산으로 나눈 값 ;
- LnAge* : 회사 설립 이후 경과연수의 자연로그 값 ;
- Business Segment* : 사업부문 수 ;
- Foreign Currency* : 외화환산계정(외환차익과 차손, 외화환산이익과 손실)의 합을 총자산으로 나눈 값 ;
- ΣYear* : 연도 더미.

나. 기업가치의 측정

연구모형에서 종속변수는 기업가치이며 대용변수로 Tobin Q를 이용한다. Tobin Q는 자산의

2) 판매 및 일반관리비에서 운용리스비용과 연구개발비를 차감한 값을 이용하여 투입물 사이의 중복가산을 제거한다(Demerjian et al. 2012 ; Demerjian et al. 2013).

시가를 자산의 장부가로 나눈 값이다. Tobin Q 값이 1보다 크면 시장에서 상대적으로 높게 평가되고 있다는 것을 의미한다. 기업가치(TQ) 측정은 선행연구에 따라 다음의 식(3)과 같이 측정한다(Chung and Pruitt 1994 ; 권오섭 · 박선영 2022 ; 이송림 · 최승욱 2023).

$$TQ = (Common\ Stock + Preferred\ Stock + DEBT) / TA \quad \text{식(3)}$$

<변수설명>

Common Stock : 당기 말 발행된 보통주식수×당기 말 주가 ;

Preferred Stock : 당기 말 발행된 우선주식수×당기 말 주가 ;

DEBT : 당기 말 부채 ;

TA : 당기 말 총자산.

2. 연구모형

본 연구는 경영자 능력이 기업가치와 유의한 관계를 가지고 있는지 조사하기 위해 가설을 설정하였다. 본 절에서는 이를 조사하기 위한 모형을 제시한다. 전술한 바와 같이 종속변수는 Tobin Q로 대용한 기업가치(TQ)이며, 관심변수는 경영자 능력($ABILITY$)이다. 통제변수는 기업가치에 영향을 미치는 요인을 통제하며 선행연구에 근거하여 설정되었다. 구체적인 연구모형은 다음의 식(4)와 같다.

$$\begin{aligned} TQ = & \beta_0 + \beta_1 ABILITY + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 CF + \beta_5 DA + \beta_6 SALESGRW \\ & + \beta_7 BIG + \beta_8 FOREIGN + \beta_9 LARGE + \beta_{10} MOD_OPINION \\ & + \Sigma YEAR\ FE + \Sigma FIRM\ FE \end{aligned} \quad \text{식(4)}$$

<변수설명>

TQ : 기업가치

$ABILITY$: 식(1), (2)에서 추정된 경영자 능력 ;

$SIZE$: 총자산의 자연로그값 ;

LEV : 부채비율(총부채/총자산) ;

CF : 영업현금흐름/총자산 ;

DA : 수정 Jones 모형으로 산출한 재량적 발생액 ;

$SALESGRW$: 매출액 성장률 ;

BIG : 감사인이 대형 회계법인이면 1, 아니면 0인 더미변수 ;

$FOREIGN$: 외국인투자자 지분율 ;

$LARGE$: 대주주 지분율 ;

$MOD_OPINION$: 적정의견 이외의 감사의견이면 1, 아니면 0인 더미변수 ;

$\Sigma YEAR\ FE$: 연도 고정효과 ;

$\Sigma FIRM\ FE$: 기업 고정효과.

본 연구에서 설정한 가설을 지지하는 경우 식(4)에서 경영자 능력 변수 $ABILITY$ 의 계수인 β_1

은 유의한 양의 값을 가질 것으로 예상된다. 한편, 통제변수는 선행연구를 참조하여 다음과 같은 변수들이 포함되었다(Demerjian et al. 2013 ; Yung and Chen 2018).

우선, 기업 규모의 효과가 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해 총자산의 자연로그값(*SIZE*)을 포함한다. 대체로 규모가 큰 기업은 인적·물적 자원이 상대적으로 많아 시장에서 높게 평가될 수 있으나, Tobin Q의 분모가 총자산이므로 *SIZE* 변수는 기계적으로 음의 값을 가질 수 있다. 다음으로, 재무구조가 기업 평가에 미치는 영향을 통제하기 위해 부채비율(*LEV*)을 통제한다. 기업의 성과는 가치 평가에 직접적인 영향을 미친다. 이때, 이익조정으로 인해 증가한 이익의 영향을 통제하기 위해 영업현금흐름(*CF*)과 재량적 발생액(*DA*)을 모두 통제한다(Demerjian et al. 2013). 성장률은 기업가치와 밀접한 관련이 있을 것이다. 이에 매출액 성장률(*SALESGRW*)을 통제한다(Yung and Chen 2018). 선행연구는 보고되는 재무정보의 신뢰성이 기업가치와 관련이 있다고 주장하고 있으며(Gaio and Raposo 2011), 이러한 신뢰성은 고품질 감사인에 의해 형성된다. 이에 대형감사인 더미변수(*BIG*)를 통제한다. 또한 전문한 바와 같이 자본시장에서 경영자 능력이 가치 평가에 반영되는 것은 투자자의 구성과 밀접한 관련이 있으며, 이에 외국인 지분율(*FOREIGN*)과 대주주 지분율(*LARGE*)을 통제한다. 적정 이외의 감사의견을 받는 경우 추가하락이나 상장폐지 위험에 직면한다. 이를 통제하기 위해 감사의견 변수(*MOD_OPINION*)를 포함한다.

다음으로, 연도 고정효과($\sum YEAR\ FE$)를 통제하여 시계열적인 경영환경 변화가 결과에 미치는 영향을 제한한다. 본 연구는 특히 기업 고정효과($\sum FIRM\ FE$)를 통제하는데, 이는 기업가치와 경영자 능력 사이에 존재할 수 있는 내생요인을 기업의 고유한 특성을 통제하여 완화하기 위함이다.³⁾ 또한 기업 고정효과를 통해 동일한 기업 내에서도 경영자 능력의 차이가 종속변수인 기업가치 변동에 영향을 미치는지를 확인할 수 있다. 기업 고정효과와 통제는 유사한 주제를 조사한 선행연구에서 대체로 시도하지 않았던 것으로 본 연구는 방법론 측면에서 보다 정제된 방식을 사용하여 이들의 결과를 확장하고 있다. 마지막으로, 본 연구에 보고된 회귀분석 계수값의 유의성은 기업-수준에서의 클러스터링(firm-level clustering)으로 조정된 것이다.

3. 표본 선정

본 절에서는 연구 표본을 설명한다. 본 연구는 가설 검증을 위해 한국거래소의 유가증권시장(KOSPI)과 코스닥시장(KOSDAQ)에 상장된 기업들 중에서 회계처리 방법이 상이한 금융업을 제외한 기업들을 표본으로 설정하였고, 12월 결산법인으로 국한하였다. 실증분석에서 필요한 자료는 TS2000에서 수집 및 이용하였다. 극단치가 연구 결과 미치는 영향을 통제하고자 변수들의

3) 본 연구는 기업 고정효과를 포함하므로, 산업 고정효과는 포함하지 않았다. 다만, 기업 고정효과 대신 산업 고정효과를 이용하여도 결과에 질적인 차이는 없었다.

상·하위 1% 수준에서 Winsorize 하였다. 구체적인 표본 선정 절차는 다음과 같다.

- (1) 비금융업에 속한 기업 ;
- (2) 12월말 결산법인 ;
- (3) 한국상장사협의회에서 제공하는 TS2000 데이터베이스에서 자료 추출이 가능한 기업 ;
- (4) 금융감독원 전자공시시스템의 사업보고서에서 필요한 자료 수집이 가능한 기업 ;
- (5) 경영자 능력 및 기업가치 등 필요한 변수가 산출 가능한 기업.

본 연구에서 최종적으로 사용된 표본 수는 2013년부터 2021년까지의 총 14,960개 기업-연도 자료이다. 표본의 연도별 분포는 <표 1>과 같다. 표본 시작연도인 2013년은 1,355개 기업이 분포되어 있으며, 점차 그 수가 증가하여 마지막 연도인 2021년에는 1,995개 기업이 분포되어 있다. 연평균 기업의 수는 약 1,662개이다.

<표 1> 표본의 연도별 분포

연도	빈도	백분율(%)
2013	1,355	9.06
2014	1,427	9.54
2015	1,502	10.04
2016	1,572	10.51
2017	1,645	11.00
2018	1,737	11.61
2019	1,820	12.17
2020	1,907	12.75
2021	1,995	13.34
합계	14,960	100.00

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계

본 절부터는 실증분석의 결과를 제시한다. 우선, <표 2>는 본 연구에서 사용된 주요 변수들에 대한 기술통계량을 제시하고 있다. 표를 살펴보면, 기업가치를 나타내는 *TQ* 변수의 평균은

1.627이고, 표준편차는 1.347이다. 이는 평균적으로 자본시장에서 상장기업들의 자산의 시가가 장부가보다 높은 것을 의미한다. 경영자 능력을 대용하는 변수인 *ABILITY*의 평균값은 -0.009 이고 표준편차는 0.169, 중위값은 -0.035 이다. 1%에 해당하는 값은 -0.364 , 99%에 해당하는 값은 0.475로 경영자 능력이 기업마다 상당한 편차가 있음을 의미한다.

기타 통제변수들의 기술통계는 선행연구와 유사하다. 기업규모를 나타내는 *SIZE* 변수의 평균은 19.014이다. 또한, 부채비율(*LEV*)의 평균은 0.368이고, 현금흐름을 나타내는 *CF*의 평균은 0.037로 나타났다. 회계품질의 대용치인 재량적 발생액(*DA*)의 평균은 -0.006 이고 표준편차는 0.109이며 중위수는 -0.002 이다. 매출액성장률(*SALESGRW*)은 평균 8.6%, 대형감사인 비중(*BIG*)은 43.8%, 외국인(*FOREIGN*)과 대주주 지분율(*LARGE*) 평균은 각각 6.5%, 39.7%이다. 적정 이외의 감사의견을 받은 표본(*MOD_OPINION*)은 매우 작아 0.6%에 불과하다.

〈표 2〉 변수의 기술통계

Variable	N	Mean	SD	1%	25%	Median	75%	99%
<i>TQ</i>	14,960	1.627	1.347	0.463	0.880	1.181	1.809	8.862
<i>ABILITY</i>	14,960	-0.009	0.169	-0.364	-0.127	-0.035	0.092	0.475
<i>SIZE</i>	14,960	19.014	1.337	16.551	18.108	18.791	19.668	23.538
<i>LEV</i>	14,960	0.368	0.202	0.027	0.201	0.362	0.515	0.876
<i>CF</i>	14,960	0.037	0.088	-0.274	-0.004	0.040	0.086	0.263
<i>DA</i>	14,960	-0.006	0.109	-0.397	-0.049	-0.002	0.042	0.380
<i>SALESGRW</i>	14,960	0.086	0.416	-0.691	-0.089	0.028	0.158	2.362
<i>BIG</i>	14,960	0.438	0.496	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>FOREIGN</i>	14,960	0.065	0.098	0.000	0.009	0.024	0.074	0.506
<i>LARGE</i>	14,960	0.397	0.167	0.071	0.270	0.392	0.512	0.785
<i>MOD_OPINION</i>	14,960	0.006	0.075	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

다음으로, <표 3>은 주요 변수들 간의 피어슨 상관관계를 제시한다. 기업가치를 나타내는 *TQ*를 기준으로 살펴보면 경영자 능력(*ABILITY*)과 기업규모(*SIZE*)는 유의한 음의 상관관계를 보이고 있다. 기업가치와 부채비율(*LEV*), 현금흐름(*CF*), 재량적 발생액(*DA*), 대형회계법인 여부(*BIG*), 대주주지분율(*LARGE*)도 유의한 음의 상관관계를 가진다. 한편, 매출액성장률(*SALESGRW*), 외국인 투자자비율(*FOREIGN*)은 기업가치와 양의 상관관계를 보인다. 기업가치와 경영자 능력 변수가 서로 유의한 음의 관계를 보이는 것은 단순 상관관계이므로, 기업 고유의 특성을 통제한 후 보다 정제된 다중회귀분석을 통해 조사할 필요가 있다.

〈표 3〉 주요 변수 간 상관관계

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) <i>TQ</i>	1										
(2) <i>ABILITY</i>	-0.1261***	1									
(3) <i>SIZE</i>	-0.2370***	0.0294***	1								
(4) <i>LEV</i>	-0.0878***	0.1984***	0.1465***	1							
(5) <i>CF</i>	-0.1241***	0.1297***	0.1923***	-0.1333***	1						
(6) <i>DA</i>	-0.0245***	0.0100**	0.0205**	-0.1475***	-0.2654***	1					
(7) <i>SALESGRW</i>	0.1668**	0.0812	-0.0163**	-0.0147*	0.0483***	0.0824***	1				
(8) <i>BIG</i>	-0.0570***	-0.0408***	0.4013***	0.0333***	0.1028***	-0.0201***	-0.0159*	1			
(9) <i>FOREIGN</i>	0.0270***	0.0013	0.4813***	-0.1068***	0.201***	0.0037	0.0047	0.2596***	1		
(10) <i>LARGE</i>	-0.1857***	0.1173***	0.1700***	-0.0978***	0.1619***	0.0978***	-0.0294***	0.1660***	-0.0442***	1	
(11) <i>MOD_OPINION</i>	0.0318***	-0.0111	-0.0402***	0.0799***	-0.0927***	-0.0917***	-0.0359***	-0.0177***	-0.0169**	-0.0617***	1

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다.

2. 가설 검증 결과

본 절에서는 전술한 연구모형을 이용해 본 연구의 가설인 경영자 능력이 기업가치에 미치는 영향을 조사한다. 기업가치(TQ)를 종속변수로 설정한 검증 결과는 <표 4>에서 제시되어 있다. 모형에서 수정 R^2 는 0.6924로 상당히 높은 값을 보이는데 이는 모형에 기업 고정효과가 포함되어 있기 때문이다. 따라서 기업 고정효과를 포함하는 것은 기업 고유의 특성이 결과를 유도하는 내생요인을 완화함과 동시에 모형의 설명력을 높이는 효과가 있다.

<표 4> 경영자 능력이 기업가치에 미치는 영향

Independent variable	Dependent variable = TQ	
	Coefficient	T-value
<i>INTERCEPT</i>	9.199***	7.61
<i>ABILITY</i>	0.899***	5.67
<i>SIZE</i>	-0.410***	-6.33
<i>LEV</i>	-0.043	-0.30
<i>CF</i>	-0.191	-0.91
<i>DA</i>	-0.222	-1.56
<i>SALESGRW</i>	0.114***	3.77
<i>BIG</i>	0.075**	2.29
<i>FOREIGN</i>	2.668***	7.50
<i>LARGE</i>	-0.571***	-3.02
<i>MOD_OPINION</i>	0.071	0.36
<i>YEAR FE</i>	Included	
<i>FIRM FE</i>	Included	
Adj- R^2	0.6924	
N	14,960	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다. T-value는 기업 수준에서의 클러스터링으로 조정된 값이다.

모형에 포함된 변수들 중 관심변수인 경영자 능력(*ABILITY*)의 회귀계수는 0.899로 통계적으로 1% 수준에서 유의한 양의 관계를 보인다. 이는 경영자 능력이 우수할수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 시사한다. 즉, 본 연구의 가설을 지지하는 결과이다. 이는 자본시장에서 투자자들이 경영자의 능력을 고려하여 투자의사결정을 수행하고 그 결과가 기업가치에 반

영되고 있음을 의미한다. 경제적 중요성으로 환산해보면, 경영자 능력이 한 단위 표준편차 증가할 때, 기업가치는 15.2% 증가한다. 본 연구의 평균 총자산과 Tobin Q 값을 이용하여 환산해보면, 경영자 능력의 한 단위 표준편차 증가는 약 445억 원의 시가 상승과 관련이 있다.⁴⁾

한편, 통제변수들의 결과를 살펴보면 다음과 같다. 기업규모, 대주주 지분율은 기업가치와 음의 관계가 있다. 반면, 매출액성장률, 대형감사인 여부, 외국인 지분율은 기업가치와 양의 관계가 있다. 이러한 결과는 전술한 상관관계표에서의 결과와는 다르지만 보다 직관적인 결과이다. 즉, 성장률이 높고 대형감사인으로부터 감사서비스를 받으며, 외국인 지분율이 높은 기업의 가치가 시장에서 높게 형성되어 있다. 이는 본 연구에서 기업 고정효과를 포함하여 조사한 다중회귀분석 결과가 각 통제변수들의 기업가치와의 관계를 정확히 보여주는 데 기여했음을 시사한다.

3. 내생성의 추가 통제

본 연구는 기업 고정효과를 통해 생략변수로부터 발생하는 내생요인을 완화하였으나, 보다 강건한 결과를 제시하기 위해 추가적인 내생성 통제를 수행한다. 구체적으로, 차이값 분석(change test)을 통해 각 기업의 고유 특성을 통제한 상태에서 증분적으로 증감한 각 변수들의 효과가 종속변수의 변동에 미치는 효과를 살펴본다. 경영자의 능력 추정치의 산출 방식에 따르면 매출원가, 판매 및 일반관리비, 유형자산, 운용리스, 연구개발비, 영업권, 기타무형자산으로 대응되는 기업의 주어진 환경 요소를 효율적으로 활용하여 매출액으로 대응되는 기업 성과를 극대화하는 것을 능력이 높은 경영자로 간주한다. 따라서 차이값 분석에서는 전년 대비 당기 환경 요인의 변화를 고려하였을 때 매출액 증가분이 더 큰 기업의 경영자 능력이 높아진 것으로 식별된다.

<표 5>에 분석결과를 제시한다. 표에서 종속변수는 기업가치 변화량(ΔTQ)이다. 관심변수는 경영자 능력의 변화량($\Delta ABILITY$)으로 계수값이 0.842, t-값이 4.49로 1% 수준에서 유의한 양 관계가 관찰된다. 이는 여전히 경영자 능력의 증가가 기업가치 증가에 영향을 미치고 있음을 시사한다. 즉, 본 연구의 가설이 일관되게 지지되고 있다.

4) 본 연구 표본의 평균 총자산이 약 1,800억 원 정도임을 상기할 때, Tobin Q의 평균이 1.627이므로, 평균 시가는 약 2,929억 원이다. 즉, 경영자 능력의 한 단위 표준편차 증가는 평균 시가의 15.2%인 445억원 증가와 관련이 있다.

〈표 5〉 차이값을 이용한 분석

Independent variable	Dependent variable = ΔTQ	
	Coefficient	T-value
<i>INTERCEPT</i>	0.079***	3.29
<i>ABILITY</i>	0.842***	4.49
<i>ΔSIZE</i>	-0.578***	-6.09
<i>ΔLEV</i>	0.114	0.70
<i>ΔCF</i>	-0.502***	-3.18
<i>ΔDA</i>	-0.431***	-3.87
<i>SALESGRW</i>	0.125***	2.61
<i>BIG</i>	0.030	0.99
<i>ΔFOREIGN</i>	2.495***	7.09
<i>ΔLARGE</i>	-0.280	-1.13
<i>MOD_OPINION</i>	-0.118	-0.55
<i>YEAR FE</i>	Included	
<i>FIRM FE</i>	Included	
Adj-R ²	0.7025	
N	7,480	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다. T-value는 기업 수준에서의 클러스터링으로 조정된 값이다. Δ는 전기 대비 당기의 변화량을 의미한다.

4. 추가 분석

가. 경영자 보상의 영향

경영자 능력 가설에 따르면 경영자 능력은 보상 수준으로 식별될 수 있다. 즉, 경영자 보상은 우수한 경영 능력을 대용하며 경영효율성과 성과 창출, 기업가치와 관련 있는 요인이 될 수 있다(Sloan 1993). 선행연구는 경영자 보상을 기업가치에 영향을 미치는 중요한 요소로 간주하며(신현미·박원 2021), 경영자 보상이 기업규모와 수익성 수준과 유의한 관계가 있음을 보였다(황인태 1995). 예를 들어, 경영자의 보상은 동종산업의 경영성과(e.g. 자기자본 경상이익률, 주식수익률, 매출액증가율)와 양의 관계를 가지는 것으로 보고되고 있다. 이와 같이 경영자에 대한 높은 보상이 기업가치 상승으로 이어진다면, 본 연구에서 발견한 경영자 능력과 기업가치의 양의 관계가 보상 수준이 높은 표본에서만 나타날 가능성이 있어 이를 확인할 필요가 있을 것이다. 만약 높은 보상 표본에서만 결과가 나타난다면 본 연구의 발견은 모든 표본에 적용되는 것

이 아닌 경영자 보상에 의존하는 제한된 결과로 판단될 수 있다. 이에 경영자 보상의 횡단면적 차이가 본 연구의 결과에 영향을 미치고 있는지를 조사한다. 구체적으로, 경영자 보상 수준의 중위수 기준으로 표본을 둘로 나누어 양 표본에서 모두 경영자 능력과 기업가치의 양의 관계가 유지되는지 분석한다.

〈표 6〉 경영자 보상 수준을 둘로 나눈 분석

Independent variable	Dependent variable = TQ			
	Model(1) High Compensation Subsample		Model(2) Low Compensation Subsample	
	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value
<i>INTERCEPT</i>	10.188***	5.48	9.838***	6.36
<i>ABILITY</i>	0.961***	4.43	0.572**	2.47
<i>SIZE</i>	-0.466***	-4.77	-0.450***	-5.33
<i>LEV</i>	0.717***	3.46	-0.402**	-2.00
<i>CF</i>	0.906***	3.25	-0.883***	-2.86
<i>DA</i>	0.513**	2.17	-0.520***	-2.89
<i>SALESGRW</i>	0.115***	2.69	0.114**	2.52
<i>BIG</i>	0.010	0.19	0.132***	2.99
<i>FOREIGN</i>	2.880***	6.42	1.908***	3.51
<i>LARGE</i>	-0.718**	-2.32	-0.413*	-1.80
<i>MOD_OPINION</i>	-0.041	-0.18	0.035	0.15
<i>YEAR FE</i>	Included		Included	
<i>FIRM FE</i>	Included		Included	
Adj-R ²	0.7506		0.6925	
N	7,480		7,480	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다. T-value는 기업 수준에서의 클러스터링으로 조정된 값이다.

분석 결과는 <표 6>에 제시한다. 중위수 기준으로 상대적으로 높은 보상을 받는 집단과 낮은 보상을 받는 집단으로 구분하여 경영자 능력과 기업가치의 관계에 경영자 보상이 미치는 영향을 분석한 결과이다. 우선 Model(1)은 높은 보상을 받는 집단으로 경영자 능력(*ABILITY*)의 회귀계수는 0.961로 1% 수준에서 유의한 양의 값을 가진다. Model(2)는 낮은 보상을 받는 집단으로 경영자 능력 변수의 계수는 계수값 0.572로 5% 수준에서 유의한 양의 값을 보이고 있다. 즉, 양

표본에서 가설이 모두 지지되고 있으며, 보상 수준이 높거나 낮은 수준에서 모두 경영자 능력과 기업가치의 양의 관계가 관찰되는 것은 경영자 보상 수준에 따라 연구 결과가 유도되지는 않음을 의미한다.⁵⁾

한편, 몇몇 통제변수는 양 표본에서 다른 결과를 보인다. 예를 들어, 부채비율은 보상 수준이 높은 경우 기업가치와 유의한 양의 관련이 있으나, 보상 수준이 낮은 경우에는 음의 관련이 있다. 높은 보상을 받는 경영자가 부채를 통해 자금을 상대적으로 많이 조달하더라도 보상 수준이 낮은 경영자에 비해 기업가치 상승을 위한 활동에 해당 자금이 이용될 것으로 투자자들이 기대하고 있음을 시사한다. 또한 현금흐름과 재량적 발생액을 살펴보면, 보상 수준이 높은 경영자가 보고한 현금흐름과 재량적 발생액에 대해서는 자본시장에서 긍정적으로 반응하나 보상 수준이 낮은 경영자 표본에서는 현금흐름이나 발생액이 높을수록 오히려 주가에 부정적으로 반영될 가능성을 보여준다. 이는 경영자 보상이 낮을수록 기회주의적인 이익조정 행위를 많이 수행하며 이러한 이익조정이 주가를 떨어뜨릴 수 있음을 발견한 선행연구와 일관된다(Adut et al. 2013).

나. 회계품질의 영향

다음으로, 회계품질의 횡단면적인 차이가 미치는 영향을 살펴본다. 선행연구는 회계품질이 기업가치와 밀접한 관련이 있음을 제시한다(Gaio and Raposo 2011). 예를 들어, 이익조정 등의 행위가 투자자의 기업가치 평가에 영향을 미친다고 주장한다(De Jong et al. 2014).⁶⁾ 이는 높은 품질의 회계정보를 보고하는 기업의 가치가 높을 가능성을 시사한다. 본 연구의 관점에서 살펴보면, 경영자 능력과 기업가치의 양의 관계가 고품질 회계정보 표본에서만 나타날 가능성이 있다. 이에 재량적 발생액의 중위수로 고품질 및 저품질 회계정보 집단을 구분하여 경영자 능력이 기업가치에 미치는 영향을 재분석한다.

분석결과는 <표 7>에 제시되어 있다. 표를 살펴보면, Model(1)은 재량적 발생액이 중위수 이상인 저품질 회계정보 표본을 이용한 결과이다. 경영자 능력 변수의 회귀계수는 0.865로 1% 수준에서 유의한 양의 관계가 나타났다. 또한 재량적 발생액이 중위수 미만으로 고품질 회계정보 표본을 이용한 Model(2)에서도 경영자 능력 변수의 회귀계수는 0.760으로 역시 1% 수준에서 유의한 양의 관계를 보이고 있다. 이는 회계품질이 높거나 낮은 양 표본에서 모두 경영자 능력은 기업가치와 유의한 양의 관계가 있음을 시사한다. 즉, 회계품질이 기업가치에 영향을 미치는 요인 중 하나이나, 경영자 능력과 기업가치의 관계에 미치는 영향은 제한적임을 의미한다.

5) 다만, 경제적 중요성을 살펴보면 두 표본에서 다소 차이가 있다. Model(1)에서 경영자 능력이 한 단위 표준편차 증가할 때 기업가치는 약 16.2% 증가하나, Model(2)에서는 경영자 능력이 한 단위 표준편차 증가할 때 기업가치는 약 9.7% 증가한다. 이는 보상 수준과 관계없이 경영자 능력은 기업가치와 양의 관계가 있으나, 보상 수준이 높은 경우 그 증가 효과가 더 큼을 의미한다.

6) De Jong et al.(2014)은 CFO나 재무분석가와 같은 전문가를 대상으로 한 설문조사 결과, 이익조정 등의 행위가 투자자들의 기업가치 평가에 영향을 미칠 수 있다고 응답하였다.

〈표 7〉 회계품질 수준을 둘로 나눈 분석

Dependent variable = TQ				
Independent variable	Model(1) High DA Subsample		Model(2) Low DA Subsample	
	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value
<i>INTERCEPT</i>	10.001***	5.75	8.536***	5.49
<i>ABILITY</i>	0.865***	3.72	0.760***	3.79
<i>SIZE</i>	-0.456***	-4.82	-0.378***	-4.57
<i>LEV</i>	0.060	0.26	-0.132	-0.71
<i>CF</i>	0.660*	1.75	-0.441	-1.45
<i>DA</i>	0.449	1.64	-0.915***	-3.74
<i>SALESGRW</i>	0.126***	2.65	0.073	1.57
<i>BIG</i>	0.018	0.40	0.117**	2.40
<i>FOREIGN</i>	2.436***	4.43	2.609***	5.68
<i>LARGE</i>	-0.464*	-1.84	-0.615**	-2.12
<i>MOD_OPINION</i>	0.099	0.21	0.092	0.45
<i>YEAR FE</i>	Included		Included	
<i>FIRM FE</i>	Included		Included	
Adj-R ²	0.7007		0.7025	
N	7,480		7,480	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다. T-value는 기업 수준에서의 클러스터링으로 조정된 값이다.

다. 기타 추가분석

기타 추가분석으로 적정의견 이외의 감사의견을 받은 표본을 분석에서 제거하여 연구 가설을 재검증한다. 해당 표본은 채무제표가 왜곡표시 되었을 가능성이 있어 다른 표본과 채무제표 수치가 비교가능하지 않을 수 있기 때문이다. 본 연구의 표본 중 적정 감사의견을 받지 않은 표본은 84개 기업-연도이다. 표로 제시하지는 않았으나, 84개 표본을 제외하고 분석한 결과 경영자 능력을 의미하는 *ABILITY* 변수는 기업가치와 여전히 유의한 양의 관련이 있어 본 연구의 가설을 지지하고 있음을 확인하였다.

다음으로, 연구 모형상의 통제변수인 *SIZE* 변수와 종속변수인 Tobin의 Q는 자산의 장부가를 이용하여 산출된다는 점에서 상호 기계적인 관계가 존재할 수 있다. 이에 기업가치 변수를 자본의 시가를 장부가로 나누어 구하는 대체적인 방식으로 산출하였다.

〈표 8〉 기업가치를 다른 방식으로 산출한 조사

Independent variable	Dependent variable = <i>TQ_EQUITY</i>	
	Coefficient	T-value
<i>INTERCEPT</i>	14.944 ^{***}	7.72
<i>ABILITY</i>	0.971^{***}	3.70
<i>SIZE</i>	-0.766 ^{***}	-7.31
<i>LEV</i>	2.958 ^{***}	10.62
<i>CF</i>	-0.511	-1.26
<i>DA</i>	-0.580 ^{**}	-2.10
<i>SALESGRW</i>	0.201 ^{***}	3.68
<i>BIG</i>	0.130 ^{**}	2.30
<i>FOREIGN</i>	4.612 ^{***}	7.67
<i>LARGE</i>	-0.831 ^{**}	-2.45
<i>MOD_OPINION</i>	-0.360	-0.76
<i>YEAR FE</i>	Included	
<i>FIRM FE</i>	Included	
Adj-R ²	0.6395	
N	14,960	

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다. T-value는 기업 수준에서의 클러스터링으로 조정된 값이다. 종속변수인 *TQ_EQUITY* 변수는 자본의 시가를 자본의 장부가로 나누어 구한 기업가치 대용치이다.

분석결과는 <표 8>에 제시한다. 표에서 종속변수(*TQ_EQUITY*)는 자본의 시가와 장부가 비율을 의미한다. 분석결과에서 확인할 수 있듯이 *ABILITY* 변수는 양의 방향으로 1% 수준에서 유의하다. 이는 총자산의 시가와 장부가 비율이 아닌 자본의 시가와 장부가 비율을 이용하여도 경영자 능력과 기업가치의 관계가 일관됨을 제시한다. 즉, 본 연구의 결과는 기업가치 대용치를 다른 방식으로 추정하여도 강건하다.

V. 결 론

능력 있는 경영자를 선임하는 것은 기업의 가장 중요한 의사결정의 하나일 것이다. 선행연구는 경영자의 능력이 기업 전반에 걸쳐 영향을 미친다고 본다. 예를 들어, 기업의 투자 의사결정, 사회적 책임 활동 수행, 자본조달, 영업성과 등에 영향을 미친다고 본다. 본 연구는 이러한 선행연구의 발견을 확장하여 자본시장에서 투자자들이 기업가치 평가에 경영자 능력을 고려하는지 조사한다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 2013년부터 2021년까지 14,960개 기업-연도 표본을 이용해 분석한 결과, 경영자 능력이 기업가치와 유의한 양의 관계를 가짐을 발견하였다. 경제적 중요성으로 환산하는 경우, 경영자 능력의 한 단위 표준편차 증가는 기업가치의 15.2% 상승과 관련이 있었다.

다음으로, 선행연구에 기반하여 살펴볼 때, 경영자 보상과 회계품질은 경영자 능력과 기업가치 사이의 유의한 관계에 영향을 미칠 가능성이 있다. 만약 경영자 보상이 높거나 혹은 회계품질이 높은 표본에서만 둘 사이의 유의한 양의 관계가 발견된다면, 본 연구의 발견은 일부 표본에서만 제한적으로 나타나는 것으로 해석될 수 있다. 이에 경영자 보상을 중위수 기준으로 나눈 두 표본 집단을 살펴본 결과, 높은 보상을 받는 집단과 낮은 보상 집단에서 모두 경영자 능력과 기업가치는 유의한 양의 관계가 나타났다. 또한 회계품을 기준으로 표본을 둘로 나눈 분석에서도 양 표본에서 모두 경영자 능력은 기업가치와 관련이 있었다. 마지막으로 차이값 분석을 통해 내생성을 통제한 결과와 여러 다른 기업가치 대용치를 이용한 조사에서도 여전히 경영자 능력이 경영자 보상이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과가 관찰되었다. 즉, 경영자 능력이 자본시장에서 투자자의 가치평가에 반영되고 있음을 보여준다.

본 연구는 경영자 능력이 기업가치에 반영되고 있음을 보였으며, 이를 통해 경영자 능력과 관련된 기존의 연구결과를 자본시장의 가치평가로 확장하고 있다. 특히 국내 자본시장에서 투자자들이 경영자 특성을 기업가치를 평가하는 의사결정에 반영하고 있을 가능성을 제시함으로써 규제기관과 경영 실무에 시사점을 제공한다.

참고문헌

- 고창열 · 박준호 · 정훈 · 유관희. 2013. “DEA를 이용한 경영자 능력이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구”. *관리회계연구* 제13권 제10호 : 165–200.
- 고창열 · 정훈. 2016. “경영자능력이 경영자보상에 미치는 영향”. *재무와 회계정보저널* 제16권 제2호 : 113–139.
- 권오섭 · 박선영. 2022. “최고경영자의 개인적 특성이 경영자 능력과 기업가치의 관련성에 미치는 영향 : 제약 · 바이오 기업을 대상으로”. *회계정보연구* 제40권 제2호 : 27–58.
- 김아리 · 조명현. 2011. “소유경영기업의 최고경영자 교체에 관한 실증연구 : 소유경영자와 전문경영인의 비교”. *전략경영연구* 제14권 제2호 : 57–75.
- 김응길 · 박경호. 2022. “경영자의 능력과 매출액 이익조정 의 관계에 관한 연구”. *대한 경영학회지* 제35권 제2호 : 221–238.
- 도용선 · 이다혜. 2022. “기업수명주기별 위험추구행태 및 기업성과 : 경영자능력의 조절효과를 중심으로”. *관리회계연구* 제22권 제3호 : 93–125.
- 박원. 2022. “유통업을 중심으로 DEA 기법을 활용한 경영 효율성, 경영자 능력이 영업주기 혹은 현금주기에 미치는 영향에 관한 연구”. *유통물류연구* 제9권 제1호 : 521.
- 박원 · 김태완. 2021. “경영자 능력, 경영전략이 원가의 비대칭적 행태에 미치는 영향”. *국제회계연구* 제99권 : 203–234.
- 박헌준 · 신현한 · 최완수. 2004. “한국기업의 대리인비용과 기업가치 : 외국인 지분의 역할”. *경영학연구* 제33권 제2호 : 655–682.
- 신현미 · 박원. 2021. “조세회피가 경영자 보상과 기업가치의 관계에 미치는 영향”. *세무회계연구* 제69권 : 79–99.
- 유현수 · 김새로나 · 최규담. 2021. “경영자 능력, 기업수명주기 및 기업의 배당정책”. *회계저널* 제30권 제2호 : 1–47.
- 이송림 · 최승욱. 2023. “회계 · 재무전문가와 기업가치 : 회계 · 재무전문가 공시의 한계점 및 개선방안을 중심으로”. *금융감독연구* 제10권 제2호 : 135–176.
- 이윤경 · 이우재. 2016. “경영자능력이 기업의 재무평점 및 신용평점에 미치는 영향”. *회계와 정책연구* 제21권 제5호 : 1–23.
- 조상민 · 유지연. 2018. “기업특성이 경영자능력과 경영성과의 관계에 미치는 영향”. *경영과 정보연구* 제37권 제1호 : 103–122.
- 황인태. 1995. “경영자보상과 기업성과”. *회계학연구* 20권 제3호 : 107–126.
- Adut, D., A. D. Holder, and A. Robin. 2013. Predictive versus opportunistic earnings management, executive compensation, and firm performance. *Journal of Accounting and Public Policy* 32(3) : 126–146.
- Chemmanur. T. J., and I. Paeglis. 2005. Management quality, certification, and initial public

- offerings. *Journal of Financial Economics* 76(2) : 333–368.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1994. A simple approximation of Tobin’s q. *Financial Management* : 70–74.
- De Jong, A., G. Mertens, M. van der Poel, and R. van Dijk. 2014. How does earnings management influence investor’s perceptions of firm value? Survey evidence from financial analysts. *Review of Accounting Studies* 19 : 606–627.
- Demerjian, P., B. Lev, and S. McVay. 2012. Quantifying Managerial Ability : A New Measure and Validity Tests. *Management Science* : 1229–1248.
- Demerjian, P. R., B. Lev, M. F. Lewis, S. E. McVay. 2013. Managerial Ability and Earnings Quality. *The Accounting Review* 88(2) : 463–498.
- Gaio, C., and C. Raposo. 2011. Earnings quality and firm valuation : international evidence. *Accounting & Finance* 51(2) : 467–499.
- Gan, H. 2019. Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 52(4) : 1085–1118.
- Gong, Y., C. Yan, and K. C. Ho. 2021. The effect of managerial ability on corporate social responsibility and firm value in the energy industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 28(2) : 581–594.
- Jain, Rounak (2024). If You Invested \$1000 In Apple When Steve Jobs Returned To Apple 28 Years Ago, Here’s How Much You’d Have. www.nasdaq.com.
- Khurana, I. K., W. J. Moser, and K. K. Raman. 2018. Tax avoidance, managerial ability, and investment efficiency. *Abacus* 54(4) : 547–575.
- Koester, A., T. Shevlin, and D. Wangerin. 2017. The role of managerial ability in corporate tax avoidance. *Management Science* 63(10) : 3285–3310.
- Kumar, S., and L. Zbib. 2022. Firm performance during the Covid–19 crisis : Does managerial ability matter? *Finance Research Letters* 47 : 102720.
- Sloan, R. G. 1993. Accounting Earnings and Top Executive Compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16(1) : 55–100.
- Ting, I. W. K., I. Tebourbi, W. M. Lu, and Q. L. Kweh. 2021. The effects of managerial ability on firm performance and the mediating role of capital structure : evidence from Taiwan. *Financial Innovation* 7(1) : 1–23.
- Yung, K., and C. Chen. 2018. Managerial ability and firm risk-taking behavior. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 51 : 1005–1032.

Does Firm Value Reflect Managerial Ability?

Yun Jeong Heo* · Seung Uk Choi**

〈Abstract〉

Hiring a competent manager may be one of the most important decisions of a company. Prior research suggests the possibility that competent managers will be more active in risky decision-making, make appropriate investment decisions, and thereby enhance business performance. However, it is not clear in advance whether these managers' abilities will ultimately be reflected in investors' decision-making in the capital market. This is because the evaluation of firm value in the capital market is affected by the nature of investors, the ability to use accounting and financial information, and the faithfulness of firm disclosures. Therefore, this study examines the effect of managerial ability on firm value. It also examines whether the cross-sectional differences such as the managerial compensation or accounting quality affect the relationship between managerial ability and corporate value.

As a result of analyzing 14,960 domestic listed company-year samples from 2013 to 2021, we find the followings. First, managerial ability has a significant and positive relationship with corporate value. The result is also consistent in the analysis with several endogeneity controls. Second, we divide the sample into two groups based on the median value of manager compensation and accounting quality, respectively. The positive relationship between managerial ability and firm value is maintained in both samples.

Overall, these results suggest that managerial abilities are properly reflected in firm value. This study is making an academic contribution by expanding and supplementing previous studies related to managerial ability. It also provides practical implications by suggesting the possibility that investors in the domestic capital market reflect managers' abilities in their decision-making process.

〈Key words〉 managerial ability, firm value, CEO compensation, accounting quality

* Master Student, Department of Accounting and Taxation, School of Management, Kyung Hee University, yoong2@khu.ac.kr, First Author

** Associate Professor, Department of Accounting and Taxation, School of Management, Kyung Hee University, suchoi@khu.ac.kr, Corresponding Author