

경영진 능력과 주식 유동성: 기업 성장성의 상호작용 효과

하성수* · 김학진**

〈요 약〉

본 논문은 경영진 능력과 주식 유동성의 관련성을 고찰하는데 목적을 두고 있다. 또한 이들 관계가 기업의 성장성에 따라 차이를 보이는지 알아보고자 한다. 만약 우수한 능력의 경영진이 기업 정보환경 개선에 기여하여 정보비대칭 문제를 완화시킬 수 있다면, 경영진 능력과 주식 유동성은 긍정적 관계를 나타낼 가능성이 있다. 반면 능력 있는 경영진이 명성 유지 목적에서 기업에 대한 부정적 정보를 은폐하려 한다면, 경영진 능력은 오히려 주식 유동성에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 국내 유가증권 상장회사를 대상으로 한 실증결과에 따르면 경영진 능력은 주식 비유동성에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 우수한 능력의 경영진이 기업 정보환경을 개선시켜 주식 유동성을 높일 수 있음을 시사한다. 이어서 기업 성장성과 경영진 능력의 교차효과를 검증한 결과, 성장성이 높고 경영진의 능력이 뛰어날수록 주식 비유동성은 감소하는 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 기업 정보에 대한 투자자의 관심도가 상대적으로 높은 고성장 기업일수록, 능력 있는 경영진의 정보환경 개선효과가 더욱 긍정적으로 인식될 수 있음을 보여준다. 본 연구는 경영진 능력과 주식 유동성의 관련성을 분석한 초기 연구라는 데 의미가 있으며, 기업 성장성이 이들 관계에 미치는 영향까지 검토했다는 점에서 차별화된다. 또한 본고의 실증결과는 능력 있는 경영진이 주식 유동성 제고 차원에서 중요할 수 있다는 시사점을 제시한다.

주제어 : 경영진 능력, 주식 유동성, 기업 성장성, 정보환경

논문접수일 : 2023년 03월 09일 논문게재확정일 : 2023년 04월 07일

* 제1저자, 충북대학교 경영대학 국제경영학과 석·박사 통합과정, E-mail: gk4420@chungbuk.ac.kr

** 교신저자, 충북대학교 경영대학 국제경영학과 부교수, E-mail: kimhk0283@chungbuk.ac.kr

I. 서 론

경영진은 기업 의사결정 전반에 대한 권한과 책임을 갖는 주체이다. 따라서 주식시장 참여자는 투자의사결정 시 경영진의 능력을 중요한 요소로 인식할 수 있다. 일례로 작년 초 스타벅스 성공 신화를 써낸 하워드 쉘츠의 최고경영자 복귀 소식이 전해지자, 스타벅스의 주가는 장중 7% 가까이 급등하는 모습을 보이기도 했다.¹⁾ 또한 동년 4월 일본전산 창업자의 경영일선 복귀가 발표되자, 다음날 일본전산의 주가는 장중 3% 가량 상승하기도 하였다.²⁾ 이처럼 주식시장에서 경영진의 능력은 큰 의미를 지닐 수 있음에도 이와 관련된 연구는 미흡하며 특히, 주식 유동성 측면에서 이를 분석한 문헌은 찾아보기 어려운 상황이다.

경영진 능력에 관한 기존 연구들은 능력 있는 경영진이 기업 정보환경에 영향을 미칠 수 있음을 주장한다(Park and Jung, 2017; Cui et al., 2019; 정기위, 이민우, 2018 등). 이와 관련해 Baik et al.(2018)은 경영진 능력과 정보비대칭 사이의 관계를 분석해 우수한 능력의 경영진이 정보환경 개선에 기여함을 발견하였다. 또한 고창열 외(2016)는 경영진의 능력이 뛰어날수록 정보비대칭이 감소함을 확인하였다. 반면 황인이 외(2019)는 능력 있는 경영진이 명성 유지 목적에서 기업의 부정적 정보를 은닉할 수 있다고 언급하였다. 이상의 선행연구를 고려해 볼 때, 우수한 능력의 경영진은 기업 정보환경의 품질을 변화시켜 주식 유동성에 영향을 미칠 가능성이 존재한다.

경영진 능력과 주식 유동성의 관련성은 다음과 같이 두 가지 방향으로 예측해 볼 수 있다. 먼저 우수한 능력의 경영진이 정보비대칭을 완화시킨다면(Baik et al., 2018; 고창열 외, 2016), 투자자의 정보위험이 줄어들어 주식 유동성이 커질 수 있다. 이와 상반되게, 능력이 뛰어난 경영진이 기업 정보를 은닉할 가능성도 존재한다(황인이 외, 2019; Cui et al., 2019). 이때 주식 유동성은 떨어질 수 있는데, 이는 정보환경이 열악할수록 시장 참여자의 관심 및 투자가 줄어들 수 있기 때문이다(김명종 외, 2014; 윤지영, 강평경, 2020). 본 연구는 이러한 상반된 논의에 기초하여, 경영진 능력이 주식 유동성에 어떤 영향력을 미치는지 실증적으로 검증하고자 한다.

이와 함께 본고는 경영진 능력과 주식 유동성의 관계가 기업의 성장성에 따라 차이를 보이는지 살펴보고자 한다. 높은 성장률로 시장의 이목이 집중되는 기업의 경우(이균봉,

1) “스타벅스 성공 이끈 하워드 쉘츠 CEO 복귀 소식...주가가 반등”, 뉴스1(2022년 3월) 기사와 “스타벅스 제국 일군 하워드 쉘츠 돌아온다”, 뉴시스(2022년 3월) 기사를 참고하였다.

2) “세계 1위 모터회사 일본전산 前CEO 복귀”, 한국경제(2022년 4월) 기사와 “10개월 만에 사장 복귀한 니켈 나가모리 회장...후계자 못찾는 대기업들”, 한국경제(2022년 4월) 기사를 토대로 작성하였다.

지상현, 2012; 우원석, 최형석, 2015), 해당 기업 정보에 대한 투자자의 관심도 역시 함께 커질 수 있다. 따라서 능력 있는 경영진이 기업 정보환경에 미치는 효과는 성장성이 높을수록 보다 중요시 될 수 있다. 이에 본고는 경영진 능력, 주식 유동성, 성장성의 관계에 대해서도 검증하고자 한다.

국내 유가증권 상장사를 대상으로 경영진 능력과 주식 비유동성의 관계를 분석한 결과, 경영진의 능력이 뛰어날수록 주식 비유동성은 감소하는 것으로 나타났다. 이는 능력 있는 경영진이 기업 정보환경을 개선시켜 주식 유동성 증가에 기여할 수 있음을 시사한다. 나아가 기업의 성장성이 경영진 능력과 주식 유동성의 관계에 어떤 영향을 미치는지 고찰한 결과, 성장성이 크고 경영진 능력이 우수할수록 주식 비유동성은 감소하는 것으로 나타났다. 이는 높은 성장률로 인해 기업 정보에 대한 투자자의 관심이 증대되는 경우, 능력 있는 경영진의 정보비대칭 감소 효과가 더욱 긍정적으로 인식될 수 있음을 보여준다.

본 연구는 능력 있는 경영진이 기업 정보환경에 미치는 영향에 주목하여 경영진 능력과 주식 유동성의 관련성을 분석한 초기의 연구라는데 그 의미가 있다. 또한 본고는 기업 정보에 대한 투자자의 관심도 차이를 고려하기 위해, 성장성과 경영진 능력의 교차효과까지 검토했다는 점에서 학문적 의의를 갖는다. 경영진 능력과 주식 유동성의 긍정적 관련성을 발견한 본 연구의 결과는, 국내 기업들로 하여금 능력 있는 경영진의 선임이 주식 유동성 개선 측면에서 효과가 있을 수 있음을 시사한다.

II. 선행연구 및 가설

경영진의 능력은 기업의 주요 무형자산으로 투자자와 기업 간 정보환경에 영향을 미칠 수 있다. 이와 관련해 Park and Jung(2017)은 국내 유가증권 상장회사를 대상으로 경영진 능력과 주가폭락위험의 관계를 분석해 이들 간 유의한 음(-)의 관련성을 발견하였다. 저자들은 이를 능력이 뛰어난 경영진이 기업 정보 비공개에 따른 소송 등 잠재적 비용을 피하고자 시장에 정보를 적극적으로 제공한 결과라고 해석하였다. 반혜정, 정인희(2018)는 유가증권 및 코스닥 시장 상장회사 자료를 활용하여 경영진 능력이 회계부정 위험에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보았다. 분석결과, 경영진의 능력이 뛰어날수록 회계부정 위험이 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 능력 있는 경영진이 회계투명성을 개선시켜 시장참여자에게 신뢰성 있는 기업 정보를 전할 수 있음을 시사한다.

고성효 외(2015)는 국내 유가증권 상장사의 자료를 바탕으로 경영진 능력과 내재자기자본 비용의 관련성을 살펴보았다. 이를 통해 동 연구는 경영진의 능력이 높을수록 내재자기자본

비용이 줄어들음을 확인하였다. 저자들은 이에 대해 능력 있는 경영진이 기업의 내재가치와 관련된 정보를 신뢰성 있게 공시하고, 기업의 불확실성을 감소시켜 투자자가 인식하는 위험을 낮춘 결과로 해석하였다. 정기위, 이민우(2018)는 유가증권시장 상장사를 대상으로 경영진 능력이 타인자본비용에 어떤 영향을 미치는지 실증하여, 우수한 능력의 경영진이 기업성과를 높이고 자본시장에 기업 정보를 적극적으로 전달하여 타인자본비용을 감소시킨다고 주장하였다.

Baik et al.(2018)은 경영진 능력이 기업 정보환경에 미치는 영향을 알아보았다.³⁾ 이를 통해 저자들은 경영진 능력과 정보환경 품질 사이에 정(+)의 관련성이 유의하게 존재함을 확인하였다. 이러한 결과는 능력 있는 경영진이 정보비대칭 개선에 기여할 수 있음을 보여준다. 고창열 외(2016)는 2000년부터 2014년 기간의 유가증권시장 상장기업을 대상으로 경영진 능력과 정보비대칭의 관계를 분석하여 능력이 뛰어난 경영진이 정보비대칭 감소에 긍정적인 영향을 미침을 발견하였다. 이를 토대로 동 연구는 경영진의 능력이 우수할수록 기업의 불확실성이 감소해 경영진과 투자자 간 정보비대칭 문제가 약화될 수 있다고 언급하였다.

박보영(2016)은 유가증권시장 상장기업을 표본으로 경영진 능력, 재무분석가 이익예측 오차의 관련성을 연구하여 경영진 능력이 재무분석가 예측정보의 정확성 제고에 기여함을 확인하였다. 동 연구는 이를 우수한 능력의 경영진이 기업의 회계정보 품질을 개선시켜, 정보중개인인 재무분석가의 이익예측 오차를 낮춤으로써 정보비대칭을 감소시킨 결과라고 해석하였다. 이진 외(2015)는 국내 상장사 자료를 활용하여 경영진 능력이 보수주의에 미치는 영향을 검증하였다. 분석결과, 경영진의 능력이 뛰어날수록 회계의 보수성은 줄어드는 것으로 나타났다. 이를 통해 저자들은 능력 있는 경영진이 정보비대칭을 감소시켜, 외부투자자의 보수적 회계처리 요구 수준이 낮아질 수 있음을 언급하였다.

반면 경영진 능력의 부정적 영향을 확인한 연구도 존재한다. 황인이 외(2019)는 2001년부터 2015년 기간의 유가증권시장 상장사 자료를 바탕으로 경영진 능력과 주가폭락위험의 관계를 실증하였다. 분석결과, 경영진의 능력이 높을수록 주가가 급락할 위험이 증가하는 것으로 나타났다. 이를 통해 저자들은 능력 있는 경영진이 명성 유지를 위해 기업의 부정적 정보를 은닉함으로써, 누적된 부정적 정보가 주가폭락으로 이어질 수 있다고 주장하였다. 또한 미국기업을 표본으로 한 Cui et al.(2019)은 경영진 능력과 주가폭락위험의 관련성을 검토하여 이들 간 유의미한 양(+)적 관계를 확인하였다. 이러한 결과는 시장에서 좋은 평판을 받는 능력 있는 경영진이 자신의 운영능력을 활용하여 기업의 부정적 정보를 숨길 수 있음을

3) Baik et al.(2018)은 개별기업의 주식 및 재무분석가 자료를 종합하여 수치화해 정보환경 품질을 측정하였다.

시사한다.

상기 선행연구들을 종합해 볼 때 우수한 능력의 경영진은 기업과 외부투자자 사이의 정보환경에 영향을 미칠 수 있으며, 그 효과는 주식시장 참여자의 반응 즉 주식 유동성으로 나타날 가능성이 있다. 이는 기업 정보환경의 품질이 외부투자자의 정보위험과 연관된다는 점에서(김정교 외, 2012), 투자의사결정 시 중요하게 고려될 수 있기 때문이다. 이와 관련하여 윤지영, 강평경(2020)은 정보비대칭이 클수록 해당 기업에 대한 투자자의 관심도가 감소함을 확인하였다. 또한 김명중 외(2014)는 정보환경이 열악한 기업에 대해 잠재적 투자자들은 주식거래를 꺼리게 된다고 주장하였다. 따라서 기업 정보환경의 품질과 연관성을 갖는 경영진 능력은 주식유동성에 유의한 영향을 미칠 수 있다. 그러나 아직까지 이들 간의 관련성을 고찰한 연구는 찾아보기 어려운 상황이다.

한국 주식시장의 경우 정보접근성이 떨어지는 개인투자자의 비중이 크기 때문에(안희준, 이형철, 2020), 능력 있는 경영진이 정보환경 및 시장반응에 미치는 효과는 보다 중요한 의미를 가질 수 있다. 이에 본 연구는 국내의 상장회사를 대상으로 경영진 능력과 주식 유동성의 관계를 분석하고자 한다. 만약 뛰어난 능력의 경영진이 기업의 정보를 적극적으로 시장에 전달하여 정보비대칭 개선에 기여한다면, 주식시장 참여자의 정보위험이 감소하여 주식 유동성이 상승할 수 있다. 반면 능력 있는 경영진이 자신의 명성을 유지하고자 기업의 부정적 정보를 숨긴다면, 오히려 주식 유동성이 감소할 수도 있다.

이어서 본고는 경영진 능력과 주식 유동성의 관계가 기업의 성장성에 따라 달리 나타나는지 알아보하고자 한다. 성장성은 주식시장 참여자의 투자의사결정에 영향을 미치는 요인 중 하나로 지목된다. 이균봉, 지상현(2012)은 성장성이 높아 미래현금흐름 창출능력이 뛰어난 기업일수록 시장으로부터 긍정적인 평가를 받는다고 주장하였다. 또한 우원석, 최형석(2015)은 주식시장의 투자자들이 고성장 기업을 선호하며, 그 이유는 부채를 초과하는 현금흐름이 주주의 이익으로 돌아간다는 점에 있다고 언급하였다. 즉 높은 성장성을 보이는 기업에 주식시장의 이목이 집중될 수 있으며, 이는 기업 정보에 대한 시장 참여자의 관심 증대로 연결될 수 있다.

만약 우수한 능력의 경영진이 기업 정보환경을 개선시킨다면(Baik et al., 2018; 고창열 외, 2016), 이러한 긍정적 효과는 기업 정보에 대한 투자자의 관심도가 상대적으로 높은 고성장 기업에서 더욱 크게 인식될 수 있다. 반면 뛰어난 능력의 경영진이 정보비대칭 문제를 악화시킬 수도 있는데(Cui et al., 2019; 황인이 외, 2019), 이와 같은 부정적 효과 역시 고성장 기업에서 보다 심각하게 인식될 수 있다. 다시 말해 능력 있는 경영진이 주식 유동성에 미치는 효과는 기업 성장성에 따라 차이를 보일 가능성이 존재한다.

Ⅲ. 연구방법

1. 분석표본 및 자료

실증분석에 사용된 표본은 2010년부터 2018년까지의 기간 동안 국내 유가증권시장에 상장된 회사이다. 이때 표본의 동질성을 확보하기 위해 금융업종 및 결산이 12월이 아닌 기업은 제외하였다. 또한 변수 측정에 요구되는 자료의 확보가 제한되는 기업을 제외하여 최종적으로 4,317개의 기업-연도 관측치가 분석에 사용되었다. 표본 기업의 주식시장 관련 자료 및 재무자료는 에프앤가이드의 데이터가이드를 통해 확보하였으며, 경영진 능력 변수 측정에 사용된 사업부문 수 자료는 금융감독원 전자공시시스템을 이용하여 추출하였다.

2. 분석모형 및 변수

$$ILLIQ_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 MA_{i,t} + \beta_2 MCP_{i,t} + \beta_3 PRI_{i,t} + \beta_4 VOL_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 FAG_{i,t} + FirmFE + YearFE + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

경영진 능력과 주식 유동성의 관계를 분석하기 위해 본 연구에서 설정한 회귀모형은 식 (1)과 같다. 본고의 종속변수인 주식 비유동성(ILLIQ)은 다음과 같이 Amihud(2002)의 방법론을 활용해 측정하였다. 먼저, 일별 수익률의 절대치를 일별 거래금액 기준 거래량으로 나눈 값을 연간 평균해 Amihud의 비유동성 측정치를 구하였다.⁴⁾ 그 다음 측정치에 10^6 을 곱해 값이 과도하게 작아지는 것을 방지하였으며, Black et al.(2016), Baig et al.(2021), 하성수, 김학건(2021)의 연구에서와 같이 자연로그를 취해 종속변수로 사용하였다. 이때 경영진 능력과 주식 유동성 간 시차를 고려해 종속변수의 시점은 차기(t+1기)로 설정하였다.

Demerjian et al.(2012)은 재무정보에 근거하여 기업의 효율성을 측정한 뒤, 이 중 기업 특성으로 인한 영향을 제거하는 방법으로 경영진의 능력을 산출하였다. 본고는 이상의 측정법을 국내 기업에 맞게 수정한 이건 외(2015), 고창열 외(2013), 하성수, 김학건(2022)의 연구를 참고해 경영진 능력(MA) 변수를 측정하였다. 이에 먼저 자료포락분석(DEA)으로 동일 산업 내 다른 기업과 비교한 투입 대비 산출 효율성을 계산하였다. 투입요소로는 매출원가, 판매비 및 일반관리비, 토지 및 건설 중인 자산 이외의 유형자산, 무형자산이

4) Amihud 측정치의 신뢰성을 높이기 위해 연간 거래일수가 30일 이상인 종목에 한해 산출하였다(안희준, 이형철, 2020).

사용되었으며, 산출요소로 매출액이 이용되었다.

이어 토빗 회귀분석을 실시해 앞서 측정한 효율성 중 기업 특성 요인으로 인한 영향을 제거하였다. 이때 기업 특성 요인은 규모, 시장점유율, 잉여현금흐름, 상장기간, 다각화수준, 외화환산계정이 사용되었다. 여기서 규모는 총자산의 자연로그 값이며, 시장점유율은 매출액 기준 점유율이다. 잉여현금흐름은 그 값이 0보다 큰 경우 1, 작거나 동일한 경우 0으로 하는 더미를 이용하였으며, 상장기간은 상장 이후 경과연수이다. 다각화 수준은 사업부문 수로 측정하였으며, 외화환산계정은 외환차손익 및 외화환산손익의 절대크기 합을 매출액으로 나누어 계산한다. 이와 함께 연도더미를 포함한 토빗 회귀모형을 분석해 잔차를 도출하였으며, 그 잔차를 경영진 능력(MA)의 대용치로 사용하였다.

$$ILLIQ_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 MA_{i,t} + \beta_2 MA_{i,t} \times FG_{i,t} + \beta_3 FG_{i,t} + \beta_4 MCP_{i,t} + \beta_5 PRI_{i,t} + \beta_6 VOL_{i,t} + \beta_7 FOR_{i,t} + \beta_8 FAG_{i,t} + FirmFE + YearFE + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

본 연구는 경영진 능력과 주식 유동성의 관계가 기업 성장성에 따라 차이를 보이는지 검증한다. 이를 위해 본고는 경영진 능력(MA)과 기업 성장성(FG)의 교차변수(MA×FG)를 포함한 식 (2)를 구성하였다. 이때 기업 성장성(FG) 변수는 이균봉, 지상현(2012), 우원석, 최형석(2015), 김민철, 최경아(2020)의 연구를 참고하여, 총자산증가율(FG1)과 매출액증가율(FG2) 두 가지를 사용하였다. 총자산증가율(FG1)은 전기 대비 총자산 증가분을 전기의 총자산으로 나눈 뒤 100을 곱하여 측정하였으며, 매출액증가율(FG2)은 전기 대비 매출액 증가분을 전기의 매출액으로 나눈 뒤 100을 곱하여 산출하였다.⁵⁾

통제변수는 김홍식, 조정식(2012), 이형철(2016a), 조정식, 정현용(2014)의 연구를 참고해 시가총액(MCP), 주가(PRI), 변동성(VOL), 외국인지분율(FOR), 업력(FAG)을 사용하였다. 시가총액(MCP)은 일별 종가에 일별 상장주식수를 곱한 값을 연간 평균한 후 자연로그 변환해 측정하였다. 주가(PRI)는 일별 종가의 연평균 값에 자연로그를 씌워 산출하였으며, 변동성(VOL)은 연간 일별 주가 수익률의 표준편차를 사용하였다. 외국인보유율(FOR)은 외국인이 보유한 지분율이며, 업력(FAG)은 당해 회계연도에서 설립연도를 뺀 값에 1을 더한 다음 자연로그를 취해 계산하였다. 또한 기업별 특유 요인 및 연도별 고유 특성이 결과에 미치는 영향을 고려해 기업고정효과, 연도고정효과를 연구모형에 포함하였다. 이와 함께 분석에 사용한 모든 변수를 상·하위 각 1% 수준에서 조정(winsorizing)하여 극단치로

5) 총자산증가율(FG1) 및 매출액증가율(FG2)을 측정하기 위해 총자산, 매출액 자료는 2009년부터 수집하였다.

인한 결과의 왜곡 가능성을 줄여주었다.

IV. 실증분석 결과 및 해석

1. 기초통계 분석

<표 1>은 기초 통계량을 보여준다. 종속변수인 차기 주식 비유동성(ILLIQ)의 평균은 -5.972이며, 중위수는 -5.868이다. 주요 관심변수인 경영진 능력(MA)의 평균은 0.001로, 중위수는 0.006으로 나타났다. 이외에 외국인지분율(FOR)과 업력(FAG)의 평균은 각각 9.279와 3.475로 확인되었다.

<표 1> 기초 통계량

아래의 표는 분석에 사용된 주요 변수의 기초통계를 제시한다. ILLIQ는 주식 비유동성, MA는 경영진 능력, FG1은 총자산증가율, FG2는 매출액증가율, MCP는 시가총액, PRI는 주가, VOL은 변동성, FOR은 외국인지분율, FAG는 업력이다.

	N	Mean	S.D.	P10	P50	P90
ILLIQ _{i,t+1}	4,317	-5.972	2.010	-8.673	-5.868	-3.617
MA _{i,t}	4,317	0.001	0.062	-0.072	0.006	0.072
FG1 _{i,t}	4,317	5.687	16.827	-8.805	3.319	21.857
FG2 _{i,t}	4,317	6.035	24.112	-15.066	3.255	26.131
MCP _{i,t}	4,317	26.149	1.587	24.395	25.812	28.463
PRI _{i,t}	4,317	9.430	1.597	7.409	9.324	11.575
VOL _{i,t}	4,317	2.653	1.108	1.496	2.421	4.169
FOR _{i,t}	4,317	9.279	12.137	0.243	4.003	26.097
FAG _{i,t}	4,317	3.475	0.722	2.398	3.714	4.094

2. 피어슨 상관관계

<표 2>는 분석모형에 설정된 변수 상호 간의 피어슨 상관계수를 제시한다. <표 2>에 따르면 경영진 능력(MA)은 차기 주식 비유동성(ILLIQ)과 부(-)의 유의적 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 경영진의 능력이 우수할수록 주식 비유동성이 줄어들 수 있음을 시사한다. 이외에 연구모형의 분산팽창계수(VIF) 평균값은 최대 1.54로 확인되어 다중 공선성의 문제가 크게 염려할 수준은 아닌 것으로 판단되었다.

<표 2> 피어슨 상관계수

아래의 표는 주요 변수 간의 피어슨 상관관계 분석 결과를 제시한다. ILLIQ는 주식 비유동성, MA는 경영진 능력, FG1은 총자산증가율, FG2는 매출액증가율, MCP는 시가총액, PRI는 증가, VOL은 변동성, FOR은 외국인지분율, FAG는 업력이다. ()는 p 값을 의미하며, 유의수준 10, 5, 1%를 *, **, ***로 표기한다.

	ILLIQ _{i,t+1}	MA _{i,t}	FG1 _{i,t}	FG2 _{i,t}	MCP _{i,t}	PRI _{i,t}	VOL _{i,t}	FOR _{i,t}	FAG _{i,t}
ILLIQ _{i,t+1}	1.000								
MA _{i,t}	-0.0979*** (0.0000)	1.000							
FG1 _{i,t}	-0.1071*** (0.0000)	0.1230*** (0.0000)	1.000						
FG2 _{i,t}	-0.0689*** (0.0000)	0.1336*** (0.0000)	0.3823*** (0.0000)	1.000					
MCP _{i,t}	-0.8134*** (0.0000)	0.1011*** (0.0000)	0.0959*** (0.0000)	0.0507*** (0.0009)	1.000				
PRI _{i,t}	-0.4125*** (0.0000)	0.1125*** (0.0000)	0.1149*** (0.0000)	0.0581*** (0.0001)	0.7106*** (0.0000)	1.000			
VOL _{i,t}	-0.0440*** (0.0038)	-0.0151 (0.3203)	0.0112 (0.4603)	0.0344** (0.0239)	-0.2181*** (0.0000)	-0.3198*** (0.0000)	1.000		
FOR _{i,t}	-0.4536*** (0.0000)	0.0686*** (0.0000)	0.0431*** (0.0047)	0.0229 (0.1324)	0.5714*** (0.0000)	0.4511*** (0.0000)	-0.2193*** (0.0000)	1.000	
FAG _{i,t}	0.1146*** (0.0000)	0.0024 (0.8750)	-0.0650*** (0.0000)	-0.1588*** (0.0000)	-0.0961*** (0.0000)	-0.0636*** (0.0000)	-0.0329** (0.0309)	-0.0671*** (0.0000)	1.000

3. 회귀분석

<표 3>은 회귀분석을 통해 경영진 능력이 주식 유동성에 미치는 영향을 검증한 결과이다. 분석결과에 따르면 경영진 능력(MA)은 유의수준 1%에서 차기 주식 비유동성(ILLIQ)과 부(-)적 관계를 나타냈다. Park and Jung(2017), 고성효 외(2015), Baik et al.(2018) 등은 능력 있는 경영진이 기업과 투자자 간 정보환경 개선에 기여한다고 주장하였다. 따라서 <표 3>의 분석결과는 우수한 능력의 경영진이 투자자의 정보위험을 감소시킴으로써 주식 비유동성을 낮출 수 있음을 보여준다. 그 밖에 외국인지분율(FOR)은 정(+)의 값을 보이며 유의하였는데, 이는 외국인투자자와 주식 유동성 사이의 부정적 관련성을 발견한 Rhee and Wang(2009), 김홍식, 조경식(2012)의 연구와 일관된다.

분석결과와 강건성을 확보하기 위해 <표 4>에서는 주식 비유동성(ILLIQ) 이외의 유동성 지표들을 활용하였다. 이에 거래회전율(TURN), Amivest 유동성 측정치(AMIV)가 사용되었으며, 동 변수들은 하성수, 김학건(2021), 이형철(2016b)의 연구를 참고로 하여 산출하였다. 거래회전율(TURN)은 일별 거래량을 일별 상장주식수로 나눈 값을 연평균 한 뒤 자연로그 취해 계산하였다. Amivest 유동성 측정치(AMIV)는 일별 거래량을 일별 수익률의

절대값으로 나눈 비율을 연평균 한 값에 10^{-6} 을 곱한 후 자연로그 변환해 산출하였다.⁶⁾ 분석결과에 의하면 경영진 능력(MA)은 차기 거래회전율(TURN), 차기 Amivest 유동성 측정치(AMIV)와 유의미한 정(+)적 관련성을 나타냈다. 이는 <표 3>의 결과와 일관되는 것으로 능력 있는 경영진이 주식 유동성 향상에 효과적일 수 있음을 보여준다.

<표 3> 경영진 능력과 주식 비유동성

아래의 표는 경영진 능력과 주식 비유동성의 관계를 제시한다. ILLIQ는 주식 비유동성, MA는 경영진 능력, MCP는 시가총액, PRI는 주가, VOL은 변동성, FOR은 외국인지분율, FAG는 업력이다. ()는 t값을 의미하며, 유의수준 10, 5, 1%를 *, **, ***로 표기한다.

	ILLIQ _{i,t+1}		
	(1)	(2)	(3)
MA _{i,t}	-1.507*** (-6.02)	-1.537*** (-6.14)	-1.540*** (-6.16)
MCP _{i,t}	-0.993*** (-24.71)	-0.995*** (-24.78)	-0.994*** (-24.80)
PRI _{i,t}	0.286*** (8.58)	0.277*** (8.28)	0.276*** (8.25)
VOL _{i,t}	-0.268*** (-18.45)	-0.265*** (-18.19)	-0.263*** (-18.14)
FOR _{i,t}		0.006** (2.35)	0.007** (2.52)
FAG _{i,t}			0.363*** (3.61)
상수항	Yes	Yes	Yes
기업고정효과	Yes	Yes	Yes
연도고정효과	Yes	Yes	Yes
결정계수	0.368	0.369	0.371
관측치 수	4,317	4,317	4,317

6) 주식 비유동성(ILLIQ) 변수와 동일하게 거래회전율(TURN) 및 Amivest 유동성 측정치(AMIV)도 연간 거래일이 30일 이상인 기업에 한해 측정하였다.

<표 4> 강건성 검정 1: 주식유동성 대용변수

아래의 표는 경영진 능력과 주식 유동성의 관계를 제시한다. TURN은 거래회전율, AMIV는 Amivest 유동성 측정치, MA는 경영진 능력, MCP는 시가총액, PRI는 주가, VOL은 변동성, FOR은 외국인지분율, FAG는 업력이다. ()는 t값을 의미하며, 유의수준 10, 5, 1%를 *, **, ***로 표기한다.

	TURN _{i,t+1}	AMIV _{i,t+1}
	(1)	(2)
MA _{i,t}	0.664*** (2.64)	0.440* (1.90)
MCP _{i,t}	0.060 (1.49)	0.815*** (21.99)
PRI _{i,t}	-0.286*** (-8.49)	-0.881*** (-28.51)
VOL _{i,t}	0.211*** (14.41)	0.155*** (11.54)
FOR _{i,t}	-0.007** (-2.42)	-0.010*** (-3.80)
FAG _{i,t}	-0.395*** (-3.90)	-0.329*** (-3.53)
상수항	Yes	Yes
기업고정효과	Yes	Yes
연도고정효과	Yes	Yes
결정계수	0.117	0.257
관측치 수	4,317	4,317

<표 5>는 경영진 능력과 주식 유동성의 관계가 기업의 성장성에 따라 달리 나타나는지 분석한 결과이다. 성장성의 대용치로 총자산증가율(FG1)을 활용한 모형 (1)에서, 경영진 능력과 총자산증가율 교차변수(MA×FG1)의 회귀계수는 부(-)의 값을 가지며 유의했다. 즉 기업의 성장성이 크고 경영진의 능력이 뛰어날수록 주식 비유동성은 감소하는 것으로 나타났다. 이는 주식시장의 이목이 집중되는 고성장 기업일수록(이균봉, 지상현, 2012), 기업 정보에 대한 투자자의 관심 수준도 높아져 능력 있는 경영진의 정보환경 개선효과가 더욱 긍정적으로 인식된 결과로 해석된다. 또한 이러한 결과는 매출액증가율(FG2)을 성장성 대용변수로 사용한 모형 (2)에서도 일관되었다.⁷⁾ 이어 <표 6>에서는 KOSPI200 편입여부 (IND) 변수와 기업 수준에서의 클러스터 표준오차를 활용한 강건성 분석을 진행하였다.

7) 종속변수로 차기 거래회전율(TURN), 차기 Amivest 유동성 측정치(AMIV)를 사용한 경우 교차변수(MA×FG1,2)는 유의미한 정(+)의 값을 나타내 <표 5>의 결과와 일관되었다.

분석결과, 추가 통제변수와 클러스터 표준오차를 사용한 경우에도 <표 3> 및 <표 5>와 일관적인 결과를 관찰할 수 있었다.⁸⁾

<표 5> 경영진 능력-성장성 교차효과 분석

아래의 표는 경영진 능력, 기업 성장성, 주식 비유동성의 관계를 제시한다. ILLIQ는 주식 비유동성, MA는 경영진 능력, FG1은 총자산증가율, FG2는 매출액증가율, MCP는 시가총액, PRI는 주가, VOL은 변동성, FOR은 외국인지분율, FAG는 업력이다. ()는 t값을 의미하며, 유의수준 10, 5, 1%를 *, **, ***로 표기한다.

	ILLIQ _{it+1}	
	(1)	(2)
MA _{it}	-1.248*** (-4.95)	-1.253*** (-4.91)
MA _{it} ×FG1 _{it}	-0.030*** (-3.47)	
MA _{it} ×FG2 _{it}		-0.012* (-1.93)
FG1 _{it}	-0.005*** (-6.48)	
FG2 _{it}		-0.003*** (-4.94)
MCP _{it}	-0.974*** (-24.37)	-0.980*** (-24.46)
PRI _{it}	0.292*** (8.77)	0.276*** (8.28)
VOL _{it}	-0.262*** (-18.14)	-0.262*** (-18.13)
FOR _{it}	0.006** (2.22)	0.006** (2.12)
FAG _{it}	0.363*** (3.63)	0.308*** (3.05)
상수항	Yes	Yes
기업고정효과	Yes	Yes
연도고정효과	Yes	Yes
결정계수	0.380	0.376
관측치 수	4,317	4,317

8) 이외에 차분 변수를 이용한 회귀분석을 수행한 경우에도 경영진 능력(MA) 및 교차변수(MA×FG1,2)의 차분 변수는 유의적인 부(-)의 값을 보여 기존 결과와 일관되었다.

<표 6> 강건성 검정 2: 추가 통제변수 및 클러스터 표준오차

아래의 표는 추가 통제변수와 클러스터 표준오차를 사용한 분석결과를 제시한다. ILLIQ는 주식 비유동성, MA는 경영진 능력, FG1은 총자산증가율, FG2는 매출액증가율, MCP는 시가총액, PRI는 주가, VOL은 변동성, FOR은 외국인지분율, FAG는 업력, IND는 KOSPI200 편입여부이다. ()는 t값을 의미하며, 유의수준 10, 5, 1%를 *, **, ***로 표기한다.

	ILLIQ _{i,t+1}		
	(1)	(2)	(3)
MA _{i,t}	-1.530*** (-5.15)	-1.233*** (-4.10)	-1.230*** (-3.92)
MA _{i,t} ×FG1 _{i,t}		-0.030*** (-3.39)	
MA _{i,t} ×FG2 _{i,t}			-0.012* (-1.71)
FG1 _{i,t}		-0.005*** (-5.29)	
FG2 _{i,t}			-0.003*** (-3.83)
MCP _{i,t}	-0.979*** (-13.48)	-0.956*** (-13.44)	-0.961*** (-13.32)
PRI _{i,t}	0.276*** (3.97)	0.294*** (4.28)	0.277*** (4.00)
VOL _{i,t}	-0.266*** (-13.96)	-0.265*** (-14.05)	-0.265*** (-14.08)
FOR _{i,t}	0.007** (2.33)	0.006** (2.01)	0.006** (2.01)
FAG _{i,t}	0.389*** (3.48)	0.394*** (3.52)	0.336*** (2.98)
IND _{i,t}	-0.137* (-1.95)	-0.158** (-2.25)	-0.161** (-2.29)
상수항	Yes	Yes	Yes
클러스터 표준오차	Yes	Yes	Yes
기업고정효과	Yes	Yes	Yes
연도고정효과	Yes	Yes	Yes
결정계수	0.372	0.381	0.377
관측치 수	4,317	4,317	4,317

V. 결 론

경영진은 기업의 다양한 경영활동에 대해 실질적 의사결정권을 지닌다. 따라서 경영진이

지닌 능력은 주식시장에서 중요한 의미를 가질 수 있다. 특히 능력 있는 경영진은 기업과 투자자 간 정보비대칭에 영향을 미친다는 점에서(Baik et al., 2018; 박보영, 2016; 고창열 외, 2016 등), 경영진의 능력은 주식시장 참여자의 투자의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 그러나 경영진 능력과 주식유동성의 관련성을 검토한 연구는 찾아보기 어려운 실정이다. 이에 본 연구는 국내의 유가증권 상장회사를 대상으로 경영진 능력이 주식 유동성과 어떠한 연관성을 갖는지 고찰하였으며, 이들 관계에 있어 기업 성장성의 교차효과를 검증하였다.

본고의 분석결과를 요약하면 먼저, 경영진 능력(MA)과 차기 주식 비유동성(ILLIQ)은 부(-)적 관련성을 보이며 유의하였다. 이는 능력 있는 경영진이 기업 정보환경을 개선시켜(Baik et al., 2018; 고창열 외, 2016), 주식 유동성 상승에 기여한 결과로 해석된다. 한편 주식 비유동성(ILLIQ) 이외에 주식 유동성 대용치로 거래회전율(TURN), Amivest 유동성 측정치(AMIV)를 사용한 강건성 검증에서도 앞서와 일관되는 결과를 도출할 수 있었다. 다음으로, 경영진 능력(MA)과 기업 성장성(FG1 및 FG2)의 교차변수는 차기 주식 비유동성(ILLIQ)과 음(-)의 관계를 가져, 기업의 성장성이 높고 경영진의 능력이 뛰어나수록 주식 비유동성이 감소함을 확인하였다. 이는 투자자의 기업 정보 관심도가 상대적으로 높은 고성장 기업일수록, 우수한 경영진의 정보환경 개선효과가 더욱 긍정적으로 인식될 수 있음을 시사한다.

본 연구는 능력 있는 경영진이 주식 유동성 제고에 기여한다는 실증 증거를 제시한 초기 연구라는데 의미가 있다. 또한 본고는 기업 정보에 대한 투자자의 관심도 차이를 고려하기 위해 성장성과 경영진 능력의 교차효과를 분석하였다는 점에서 의의가 있다. 이러한 성과에도 불구하고 본 연구는 몇 가지 한계를 내포한다. 첫째, 본고를 비롯한 다수의 연구에서 Demerjian et al.(2012)의 경영진 능력 측정법을 활용하고 있으나, 능력 변수 특성상 해당 방법론으로도 경영진의 고유 능력을 완벽하게 측정하지 못하는 한계를 가진다. 둘째, 본 연구의 표본이 유가증권 상장사로 한정되어 있다는 점에서 분석결과의 일반성이 떨어질 수 있다. 따라서 향후 국내 상장사 전체를 대상으로 보다 정교한 경영진 능력 측정치를 활용한 후속 연구가 이루어지기를 기대한다. 이외에도 경영진 능력과 주식 유동성 사이의 관계를 검증함에 있어 본고에서 중간 경로로 제시한 정보환경 변화의 효과를 보다 면밀히 살펴본다면 한층 의미 있는 연구가 될 것으로 사료된다.

참 고 문 헌

- 고성호, 고창열, 고봉조, “경영자능력이 내재자기자본비용에 미치는 영향”, 회계정보연구, 제33권 제4호, 2015, 161-192.
- 고창열, 박준호, 정훈, 유관희, “DEA를 이용한 경영자 능력이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 관리회계연구, 제13권 제1호, 2013, 165-200.
- 고창열, 김봉현, 고봉조, “경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향”, 글로벌경영학회지, 제13권 제1호, 2016, 77-94.
- 금융감독원, 전자공시시스템, dart.fss.or.kr
- 김명중, 하승화, 김진우, “정보비대칭과 회계 보수주의의 관련성 분석”, 국제회계연구, 제55집, 2014, 82-108.
- 김민철, 최경아, “기업의 성장률변수와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향”, 국제회계연구, 제94집, 2020, 155-171.
- 김정교, 유순미, 김현진, “실제이익조정이 자본비용에 미치는 영향”, 국제회계연구, 제44집, 2012, 23-48.
- 김홍식, 조경식, “외국인투자자와 시장유동성”, 대한경영학회지, 제25권 제9호, 2012, 3487-3509.
- 박보영, “경영자 능력이 재무분석가 이익예측 정보에 미치는 영향”, 경영과 정보연구, 제35권 제4호, 2016, 213-227.
- 반혜정, 정인희, “경영자능력과 전략유형 및 회계부정 위험도간 관련성”, 국제회계연구, 제81집, 2018, 145-169.
- 안희준, 이형철, “주식의 복권성향과 개인투자자의 자기과신성향 사이의 관계에 대한 연구”, 재무관리연구, 제37권 제1호, 2020, 153-187.
- 오현우, “세계 1위 모터회사 일본전산 前CEO 복귀”, 한국경제, 2022.04.22.
- 우원석, 최형석, “성장기업의 자금조달에 관한 연구”, 한국증권학회지, 제44권 제3호, 2015, 595-614.
- 유자비, “스타벅스 제국 일군 하워드 슐츠 돌아온다”, 뉴시스, 2022.03.17.
- 윤지영, 강평경, “투자자관심수준과 정보비대칭의 관련성에 대한 연구”, Financial Planning Review, 제13권 제3호, 2020, 1-25.
- 이건, 한승수, 김웅길, “경영자 능력이 보수주의에 미치는 영향에 관한 연구”, 회계학연구, 제40권 제3호, 2015, 257-297.

- 이균봉, 지상현, “기업의 재무건전성과 이익조정의 관련성: 회계이익-과세소득 차이를 활용하여”, 산업경제연구, 제25권 제3호, 2012, 2339-2362.
- 이슬기, “10개월 만에 사장 복귀한 니텍 나가모리 회장...후계자 못찾는 日기업들”, 한국경제 2022.04.23.
- 이형철, “기관투자자 거래가 주식 유동성과 기업 가치에 미치는 영향”, 한국증권학회지, 제45권 제5호, 2016a, 1131-1165.
- 이형철, “기업의 주식 소유구조가 주식 유동성에 미치는 영향”, Journal of The Korean Data Analysis Society, 제18권 제2호, 2016b, 799-811.
- 정기위, 이민우, “경영자 능력이 타인자본비용에 미치는 영향”, 경영교육연구, 제33권 제6호, 2018, 197-224.
- 정윤미, “스타벅스 성공 이끈 하워드 슬츠 CEO 복귀 소식...주가도 반등”, 뉴스1, 2022.03.17.
- 조경식, 정현용, “기관투자자의 대량주식보유가 시장유동성에 미치는 영향”, 경영과 정보연구, 제33권 제1호, 2014, 83-97.
- 하성수, 김학건, “재벌 및 비재벌기업에서 주식유동성이 혁신에 미치는 영향: 유보금 및 광고비 효과”, 글로벌경영학회지, 제18권 제5호, 2021, 124-142.
- 하성수, 김학건, “경영진 능력과 혁신성과: 사외이사 및 재무제약”, 재무관리연구, 제39권 제4호, 2022, 41-61.
- 황인이, 최세라, 정대진, “경영자 능력이 주가폭락위험에 미치는 영향”, 회계학연구, 제44권 제1호, 2019, 111-154.
- Amihud, Y., “Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time Series Effects,” *Journal of Financial Markets*, 5(1), (2002), 31-56.
- Baig, A. S., H. A. Butt, O. Haroon, and S. A. R. Rizvi, “Deaths, Panic, Lockdowns and US Equity Markets: The Case of COVID-19 Pandemic,” *Finance Research Letters*, 38, (2021), 101701.
- Baik, B., P. A. Brockman, D. B. Farber, and S. Lee, “Managerial Ability and the Quality of Firms’ Information Environment,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 33(4), (2018), 506-527.
- Black, J. R., D. Stock, and P. K. Yadav, “The Pricing of Different Dimensions of Liquidity: Evidence From Government Guaranteed Bonds,” *Journal of Banking and Finance*, 71, (2016), 119-132.
- Cui, H., C. Chen, Y. Zhang, and X. Zhu, “Managerial Ability and Stock Price Crash

- Risk,” *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 26(5), (2019), 532–554.
- Demerjian, P., B. Lev, and S. McVay, “Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests,” *Management Science*, 58(7), (2012), 1229–1248.
- Park, S. Y. and H. Jung, “The Effect of Managerial Ability on Future Stock Price Crash Risk: Evidence from Korea,” *Sustainability*, 9(12), (2017), 1–17.
- Rhee, S. G. and J. Wang, “Foreign Institutional Ownership and Stock Market Liquidity: Evidence From Indonesia,” *Journal of Banking and Finance*, 33(7), (2009), 1312–1324.

Managerial Ability and Stock Liquidity: The Interaction Effect of Firm's Growth

Sungsoo Ha* · Hakkon Kim**

〈Abstract〉

This article examines the effect of managerial ability on stock liquidity. We also investigate the interaction effect of managerial ability and firm growth on stock liquidity. If high-ability managers reduce the information asymmetry, the managerial ability can have a positive impact on stock liquidity. On the other hand, if managers with high abilities hide negative firm information to maintain their reputation, the managerial ability will have a negative effect on stock liquidity. First, managerial ability has a negative effect on stock illiquidity. This result implies that high-ability managers can improve stock liquidity. Second, the interaction term of managerial ability and firm growth has a negative relationship with stock illiquidity. This finding indicates that the information asymmetry mitigation can be perceived as more positive in high-growth firms. This study contributes to verifying the role of high-ability managers. Furthermore, this paper has a contribution in that it shows the relationship of managerial ability, firm growth, and stock liquidity.

Keywords : Managerial Ability, Stock Liquidity, Firm Growth, Information Environment

* First Author, Integrated Ph.D. Program, Department of International Business, College of Business, Chungbuk National University, E-mail: gk4420@chungbuk.ac.kr

** Corresponding Author, Associate Professor, Department of International Business, College of Business, Chungbuk National University, E-mail: kimhk0283@chungbuk.ac.kr