

The Effect of Strategic Deviance on the Cost of Debt

전략적 일탈이 타인자본비용에 미치는 영향

Sangmi Kim(First Author)

Assistant Professor, Department of Taxation and Accounting,
Dongduk Women's University
(smkim@dongduk.ac.kr)

Su-Young Choi(Corresponding Author)

Lecturer, College of Business Administration, Inha University
(chsy0808@hanmail.net)

.....

This study investigates the effect of strategic deviance of firms on the cost of debt. Strategic deviance as independent variable is defined the difference between the strategies of firm and the overall tendency of strategies in the industry. Cost of debt as dependent variable is defined as credit ratings provided by credit rating agency or borrowing rates derived from financial statements. Using the firms listed on the Korea Stock Exchange for the period 2000 to 2018, this study finds negative association between strategic deviance and cost of debt. This result indicates that the capital market assesses that the negative impact of strategic deviance on the reliability and relevance of financial information increases information risk. In addition, the negative association between strategic deviance and cost of debt is lower when a managerial ability is high. This study increases the understanding of the interaction between business strategy and information risk perceived by capital market. In addition, a firm with a high degree of strategic deviance presents a practical implication that it is necessary to consider a way to signal information about the firm's current and future prospects to outside stakeholders in order to respond to negative assessments.

Key Words: Strategic Deviance, Cost of Debt, Credit Ratings, Interest expenses to liabilities, Managerial Ability

.....

1. 서론

본 연구는 기업의 전략적 일탈이 타인자본비용에 미치는 영향을 신용등급 및 차입이자율을 통하여 분석한다. 기업은 지속적으로 성장하기 위하여 기업의 비전과 목표, 문화, 조직구조 및 다양한 운영방침을

정하고 이를 통하여 외부환경의 기회 및 위협요인과의 적합성을 추구하는데 이러한 과정이 경영전략이다(Thompson and Strickland 2003). 경영전략은 기업의 중요한 의사결정에 영향을 주기 때문에 기업의 방향성과 성과를 결정시키는 중요한 요인이라 해도 과언이 아니다. 기업들은 미래성과의 확실성을 감소시키고 생존 및 성장가능성을 높이기

Submission Date: 10. 17. 2020

Revised Date: (1st: 01. 25. 2021)

Accepted Date: 02. 16. 2021

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

위하여 산업 내 선도 기업들의 전략을 모방하는 경향이 있으며 이러한 특성으로 인하여 궁극적으로는 산업 내 많은 기업들은 전략의 유사성(strategic conformity)을 보인다(Deephouse 1999; Tayler and Bloomfield 2011; Miller et al. 2013). 그러나 모든 기업들이 동일한 전략을 구사하지는 않으며 산업 내 기업들이 취하는 일반적인 전략의 경향과 다른 전략을 추구하는 기업도 존재한다. 전략적 이탈(strategic deviance)이란 특정 기업의 전략과 동일 산업 내 기업들의 일반적인 전략의 경향과의 차이를 의미한다. 전략적 이탈과 관련된 선행연구에 따르면 전략적 이탈의 정도가 높을수록 미래 성과의 불확실성이 높아 손익의 변동성이 매우 크고(Tang et al. 2011), 재무제표의 품질은 낮으며(김상미와 한종수 2019) 공격적인 회계처리를 하는 것으로 나타났다(Wang 2018).

타인자본비용에 관한 정보위험가설에 따르면 정보위험(information risk)이 커질수록 자본비용은 높아진다(Easley and O'Hara 2003; Bharath et al. 2008). 정보위험은 투자자들이 주식이나 채권 가격을 평가할 때 정보가 부족하거나 정보의 질이 안 좋은 경우 발생하는 기업 고유의 위험이다(Francis et al. 2005). 일부 연구들은 회계정보의 품질을 정보위험의 대용치로 보고 회계정보의 품질이 낮은 경우 정보위험이 높으므로 타인자본비용이 증가한다고 주장하였다(Francis et al. 2005; Bharath et al. 2008). 또한 기업의 성과에 비례하여 부가 증가하는 주주가 고위험 투자안에 대한 유인이 있는 것에 비하여 채권자들은 일정금액의 채권회수가 주요 관심사이기 때문에 채무불이행 위험을 낮추는 저위험 투자안에 대한 선호의 경향을 보인다(Fama 1990; Faleye et al. 2006). 그러므로 채권투자자들은 기업의 위험이 높아 채권회수에 대한 불확실성이 증

가하는 경우 높은 위험프리미엄을 요구할 것이다. 즉, 기업이 제공하는 재무정보에 대한 신뢰성이 낮고 정보이용자들이 이해하기 어렵거나 기업의 채무불이행위험이 높다고 판단하면 타인자본비용은 증가할 것이다.

한편, 신용평가기관은 신용등급을 평정함에 있어서 기업의 부채상환능력을 정확하게 예측하기 위하여 기업의 내부, 외부의 위험요소와 재무적 또는 비재무적 요소까지 종합적으로 반영하여 평가한다(Beaver et al. 2006). 신용평가기관이 신용등급 평정을 위하여 평가하는 위험요소에는 경영관리위험, 계열위험, 산업위험, 사업위험, 재무위험 등이 있다. 이는 신용등급을 산정할 때 보고이익의 양적 수치뿐만 아니라 이익의 질에 영향을 미치는 기업 내·외부의 특성까지 함께 고려한다는 의미이다. 한국신용평가의 신용평가방법론에 의하면 기업의 사업 위험 중 사업전략에 관한 위험요소를 평가할 때 동종 사업 내에서 개별 기업이 보유한 내부경쟁력과 관련된 영업위험을 평가한다. 이때 개별기업의 내부경영자원, 영업현황, 재무상태를 비교하여 내부경쟁력의 원천을 파악하고 개별기업의 경영목표, 시장전략 등을 다각도로 평가한다. 즉, 기업 전략의 특성은 신용등급평가 시 고려되는 위험 중 하나이다.

전략적 이탈과 관련된 선행연구에 따르면 경영자의 영향력이 낮을수록 산업 내 전략적 유사성을 따르는 경향이 높고 경영자의 영향력이 클수록 전략적 이탈의 정도가 높으며 예외적이고 큰 손익의 변동성을 보이는 것을 확인하였다(Chatterjee and Hambrick 2007; Tang et al. 2011). 기업의 권력이 경영자에게 집중되면 경영자는 제국건설유인을 갖게 되므로 인하여 경영자가 사적이익을 추구하려는 경우가 많다. 따라서 경영자는 경영의사결정에 있어서 장기적인 기업가치 극대화보다는 단기적인 이익을 보여

좁으로써 기업의 미래가치에 부정적인 영향을 주는 의사결정을 할 가능성이 높다(Jensen and Meckling 1976). 즉, 전략적 일탈의 정도가 높은 기업에서 나타나는 경영자에게 집중된 영향력에 대하여 신용평가기관 및 자본시장은 경영관리측면에서 부정적으로 평가할 가능성이 높을 것이다.

Francis et al.(2005)은 재량적인 이익조정 행위는 투자자들에게 미래 현금흐름을 예측하는데 있어 정보위험을 증가시킨다고 설명하였다. 선행연구에 따르면 기업의 전략적 일탈 정도가 높을 때 발생하는 낮은 재무제표 품질(김상미와 한종수 2019)과 경영자의 공격적인 회계처리 경향(Wang 2018)은 기업이 제공하는 정보에 대한 신뢰성과 목적적합성에 대한 낮은 평가를 유발하며 자본시장 이해관계자들의 정보위험을 증가시키는 요인으로 작용할 수 있다. 따라서 기업의 전략적 일탈은 타인자본비용의 증가를 초래할 것으로 예상되므로 전략적 일탈의 정도가 높을수록 낮은 신용등급 및 높은 차입이자율의 경향을 보일 것으로 예측할 수 있다.

기업 전략의 특성이 재무보고뿐만 아니라 기업 전반에 영향을 미치는 특성임에도 불구하고 전략의 특성 중 하나인 기업의 전략적 일탈이 자본시장에 미치는 영향에 대한 연구는 아직까지 이루어지지 않았다. 따라서 본 연구는 2000년부터 2018년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 기업의 전략적 일탈의 정도가 타인자본비용에 미치는 영향을 신용등급과 차입이자율을 통해서 분석하였다.

분석 결과, 기업의 전략적 일탈의 정도가 높을수록 신용등급은 유의하게 낮게 나타나며 차입이자율은 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과를 통하여 전략적 일탈의 정도가 높을수록 나타나는 기업의 낮은 재무제표 품질, 공격적인 회계처리 경향 및 미래성과의 불확실성이 신용평가기관이나 채권투자자들에게

정보위험으로 인식되고 있음을 확인할 수 있었다. 그리고 전략을 수립하고 시행하는 경영자의 능력에 따라 전략적 일탈이 신용등급과 차입이자율로 측정된 타인자본비용에 미치는 영향이 어떻게 달라지는 분석하였다. 그 결과 경영자의 능력이 높을수록 전략적 일탈이 타인자본비용에 미치는 부정적인 효과가 감소하는 것으로 나타났다. 이는 일탈의 정도가 높은 전략을 선택했다라도 전략을 운용하는 경영자의 능력이 높다면 기업의 미래 현금흐름의 불확실성에 대한 부정적인 평가의 경향이 완화된다는 것을 의미한다. 즉, 능력이 우수한 경영자가 일탈된 경영전략을 선택한 경우, 투자자들은 기업이 시장을 선점하려는 유인 또는 경쟁우위를 확보하기 위한 것으로 인식하기 때문에 전략적 일탈에 대한 자본시장의 부정적 평가의 경향이 감소하는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 기업 전략의 특성이 신용평가기관과 채권투자자 측면에서 어떻게 평가되는지 분석한 연구로서, 기업 전반에 영향을 미치는 상황 정보인 전략의 특성 중 하나인 전략적 일탈이 정보위험으로 자본시장에서 적절히 탐지되고, 자본비용에 영향을 미치는 정보적 가치를 가지고 있음을 확인하였다. 또한 일반투자자와는 달리 전문적인 지식을 가지고 기업을 평가하는 외부정보이용자인 채권투자자 및 신용평가기관이 기업의 전략적 특성에 따른 위험을 타인자본비용에 적절히 반영시키는 역할을 수행하고 있음을 확인할 수 있었다. 그리고 경영전략을 실질적으로 운용하는 경영자의 능력에 따라 전략적 일탈의 정도가 타인자본비용에 미치는 영향이 다르다는 결과를 통하여 경영자의 능력이 기업가치 평가에 긍정적인 역할을 수행하고 있음을 확인할 수 있었다. 본 연구는 전략적 일탈의 정도가 높은 기업은 자본시장의 부정적인 평가에 대응하기 위하여 기업의 외부이해관계자에게 기업의 현황과 미래 전망에 대한

정보를 신호(signal)할 수 있는 방안을 고려할 필요성을 실무적 시사점으로 제시한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 선행연구를 검토하고 연구가설을 설정한다. III장에서는 가설검증을 위한 연구모형, 변수 측정방법 및 표본 선정과정을 설명하며 IV장에서는 가설 검증결과를 제시하였다. V장에서는 강건성을 위한 추가분석의 결과를 제시하며 연구결과를 토대로 VI장에서 결론 및 시사점을 제시한다.

II. 선행연구 및 가설 설정

2.1 기업의 전략적 이탈(Strategic Deviance)에 관한 선행연구

기업을 둘러싼 환경의 변화가 빠르게 진행됨에 따라 기업에 영향을 미치는 요인들에 대하여 적시에 적절하게 대응하지 못하면 기업은 생존에 상당한 문제에 직면한다(Drucker 1999). 기업이 생존하고 성장하기 위하여 기업전반에 영향을 미치는 기업의 비전과 목표, 문화, 조직구조 및 다양한 운영방침을 정하고 이를 통하여 외부환경의 기회 및 위협요인과의 적합성을 추구하는 것이 경영전략이다(Thompson and Strickland 2003). 경영전략에 대한 접근방법 및 이론적 배경은 매우 다양하나 전략선택은 크게 두 가지 이론에 근거하고 있다. 하나는 기업이 기업을 둘러싼 전략적 상황에 적합하게 적응하기 위한 전략을 선택한다는 전략적 상황이론(Strategic contingency theory)이며, 다른 하나는 기업내부 자원 및 역량을 바탕으로 경쟁우위를 창출할 수 있는 적절한 핵심역량에 따라 전략을 선택한다는 자원준거이론(resource

based theory)이다. 전자는 기업의 외부환경에 따라 전략을 선택한다는 관점이며 후자는 기업의 내부역량에 따라 적절한 전략을 선택한다는 관점이다(Wernerfelt 1984; Grant 1991; Amit and Schoemaker 1993). 이 두 가지 관점 모두 기업이 시장에서 경쟁우위를 차지하려면 외부환경과 기업의 내부역량에 가장 적합한 전략을 선택해야 한다는 점을 강조한다.

경영자가 전략을 선택할 때 고려하는 여러 상황 중 대표적인 것이 동일 산업 내에 다른 기업들과의 전략의 유사성(strategic conformity)이다(Deephouse 1999; Tayler and Bloomfield 2011; Miller et al. 2013). 동일 산업에 속한 기업들과 유사한 전략을 선택하는 경우, 경영자는 전략선택에 대한 정당성을 확보하게 되며 비록 낮은 성과가 산출되더라도 산업 내 다른 기업들과의 비슷한 성과로 인하여 성과에 대한 불확실성이 줄어드는 이점이 있다(Hirshleiffer 1977). 또한 산업 내 기업들이 비슷한 자원에 대한 수요 및 배분이 이루어지기 때문에 자원배분의 측면에서 사업영역에서 경쟁하기 위한 자원에 대한 접근성이 높아진다(Deephouse 1999). 이렇듯 기업의 전략적 유사성이 높은 경우 기업은 전략에 대한 정당성을 확보할 수 있고 미래의 불확실성을 낮출 수 있다.

그러나 산업 내 모든 기업들이 유사한 전략을 구사하지는 않는다. 즉, 산업 내 전반적인 전략의 경향과 다른 전략을 구사하는 기업도 존재하며 이러한 기업들은 다른 기업들과 차별화된 전략적 특징이 경쟁우위의 원천이며 유사한 전략은 기업의 역량을 제한한다고 보았다(Teece et al. 1997; Geletkanycz and Hambrick 1997). 선행연구에 따르면 전략적 이탈(strategic deviance)은 특정기업의 전략과 산업 내 기업들의 전반적인 전략 경향과의 차이로 규

정된다(Finkelstein and Hambrick 1990; Tang et al. 2011).

Tang et al.(2011)은 최고경영자의 영향력이 작을수록 산업 내 전략적 유사성을 따르는 경향이 높고 최고경영자의 영향력이 클수록 전략적 이탈의 정도가 높아 최고경영자의 특징이 전략적 이탈의 정도에 영향을 미치고 있음을 확인하였다. 또한 전략적 이탈의 정도가 클수록 예외적인 큰 손익의 변동성이 나타남을 확인하여 높은 전략적 이탈의 정도는 기업의 불확실성과 위험을 증가시키는 요인으로 작용함을 확인하였다(Chatterjee and Hambrick 2007; Tang et al. 2011). 전략적 이탈의 정도가 재무제표의 특성에 미치는 연구도 이루어졌는데 김상미와 한중수(2019)에 의하면 전략적 이탈의 정도가 높을수록 성과의 불확실성이 높고 사업위험이 높아 재량적 발생액으로 측정된 감사품질이 낮은 것으로 나타났다. 그리고 Wang(2018)은 전략적 이탈이 높을수록 기업이 당면하는 위험이 높기 때문에 경영자는 공격적인 회계처리를 할 유인이 높으며 이에 따라 보수적 회계처리의 경향이 감소하는 것을 발견하였다.

기업 전략의 특징을 전략적 이탈의 측면이 아니라 Miles and Snow(2003)에 따라 경영전략을 선도형, 분석형 및 방어형으로 구분하여 분석한 유현수 등(2015)에 따르면 신제품이나 신시장을 공격적으로 추구하는 선도형 경영전략을 구사하는 기업의 경우 재무적 곤란에 처하거나 현금흐름 및 투자수익률이 낮을 가능성이 높기 때문에 자본비용이 다른 전략을 구사하는 기업에 비하여 높은 것으로 나타났다.

2.2 신용등급 및 자본비용에 관한 선행연구

타인자본비용에 관한 정보위험가설에 따르면 정보위험(information risk)은 자본비용에 반영된다

(Easley and O'Hara 2003; Bharath et al. 2008). 정보위험은 분산이 불가능한 기업고유의 위험으로 투자자들이 주식이나 채권가격을 평가할 때 정보가 부족하거나 정보의 질이 안 좋을 때 발생한다(Francis et al. 2005). 일부 연구들은 회계정보의 품질을 정보위험의 대응치로 보고 회계정보의 품질이 낮아 정보위험이 높은 경우 타인자본비용은 증가하는 것을 발견하였다(Francis et al. 2005; Bharath et al. 2008). 즉, 기업이 제공하는 재무정보의 신뢰성이 낮고 정보이용자들이 이해하기 어려울 때 타인자본비용에는 부정적인 영향을 미친다.

타인자본비용에 관련한 연구를 살펴보면 회계정보의 질이 우수한 경우(Bharath et al. 2008), 회계처리의 보수주의가 증가할수록(Ahmed et al. 2002), 회계이익과 과세소득과의 차이가 작을수록(권순창 등 2010) 타인자본비용이 감소한다. 이익의 유연화 정도가 높으면(Li and Richie 2016) 정보비대칭 정도가 감소함에 따라 정보위험이 낮아져 타인자본비용이 감소하는 것으로 나타났다. 또한 타인자본비용에 영향을 미치는 정보환경의 특징을 살펴보면 기업의 공시정책이 우량한 경우 회사가 적시에 충분한 공시를 하기 때문에 상대적으로 정보위험이 낮게 평가되어 타인자본비용이 감소하며(Sengupta 1998; 이상철 2011), 불성실공시법인 지정으로 인한 공시품질의 저하는 신용등급을 낮추고 타인자본비용을 높이는 것으로 나타났다(이아영 등 2008). 이와 더불어, 감사인의 특징이 타인자본비용에 미치는 영향을 살펴본 연구를 살펴보면, 상대적으로 높은 감사 품질을 제공하는 것으로 알려진 Big4가 외부감사인인 경우 채권자들은 기업의 정보위험이 낮은 것으로 판단하여 타인자본비용은 감소하는 것으로 나타났다(Mansi et al. 2004; Pittman and Fortin 2004). 선행연구들을 요약하면 회계이익에 대한 신뢰성이

감소할수록 투자자들은 이를 정보위험 증가로 보고 이에 대한 위험프리미엄을 요구함에 따라 타인자본비용이 증가하였다.

이와 같이 타인자본비용과 관련된 선행연구들은 자기자본비용과 관련된 일반론을 사용하여 타인자본비용과 정보비대칭의 관련성을 추정하였다. 그러나 부채의 자본비용은 자기자본비용과 차이가 존재할 수 있다(Faleye et al. 2006). 기업의 가치 증가에 따라 주주와 채권자는 서로 다른 형태의 보상을 받는데, 주주의 부는 기업의 가치 증가에 따라 비례하여 증가하지만 채권자가 보유한 부채의 가치는 기업가치가 부채의 상황을 넘어가는 수준 이상으로 증가하지 않는다. 구체적으로 주주는 잔여지분청구권을 가지고 채권자는 일정금액의 채권에 대한 청구권을 가지기 때문에 이해관계가 다르다. Fama(1990)는 이러한 주주와 채권자와의 이해관계의 차이로 인하여 투자에 대한 위험선호수준이 다르다고 설명하였다. 즉, 주주는 고정적인 원리금에 대한 청구권이 있는 채권을 초과하는 이익을 선호하기 때문에 고위험의 투자안을 선호하는 반면 일정 채권의 회수가 관심인 채권자는 채권회수가 가능할 정도의 저위험 투자안을 선호한다. 따라서 채권자는 기업의 위험이 증가할수록 위험프리미엄을 요구하여 이에 따라 기업은 높은 이자비용을 부담하게 된다.

자본시장 내 기업과 정보이용자간의 정보비대칭을 완화하고 정보획득비용을 경감시키며 자본시장 내 자원을 효율적으로 배분하기 위한 제도가 신용평가 제도이다(Tang 2009). 회사채에 투자하는 채권자들은 발행회사에 대한 신용도, 투자위험, 미래수익 전망 등을 파악하기 어렵고 발행회사 역시 회사채 발행을 통한 원활한 자본조달이 가능하도록 신용평가 기관이 회사채 발행기업과 발행되는 회사채에 대한 신용위험을 분석하고 평가하여 이를 기호화한 지표

의 형태로 신용등급을 평정하여 이를 이해관계자에게 공시하는 것을 신용등급평가(credit rating)라고 한다. 신용평가기관은 신용등급을 결정하기 위하여 기업의 내부, 외부의 위험요소와 재무적 또는 비재무적 요소까지 종합적으로 반영하여 평가한다(Beaver et al. 2006). 신용평가기관이 제공하는 신용등급정보는 발행자입장에서는 기업의 신용정보를 투자자에게 알리는 기능을 함으로써 원활한 자본조달을 가능하게 하고, 투자자입장에서는 합리적 투자의사결정에 필요한 정보로 활용된다. 우리나라에서는 기업이 채권을 발행할 때 두 군데 이상의 신용평가기관으로부터 신용등급을 부여받아야 한다.

한편 신용평가기관이 신용등급 평정을 위하여 평가되는 위험요소에는 경영관리위험, 계열위험, 산업위험, 사업위험, 재무위험 등이 있다. 즉, 신용등급은 보고이익의 양적 수치뿐만 아니라 질적 특성도 함께 고려되어 결정된다(박종일과 남혜정 2010). 특히 사업 위험의 평가를 위하여 사업의 구성, 시장 점유율, 영업효율성과 더불어 사업전략 등의 위험요소를 고려한다. 이때 개별기업의 내부경영자원, 영업현황, 재무상태를 평가하여 내부경쟁력의 원천을 파악하고 개별기업의 경영목표, 시장전략, 영업지위 등의 영업전략을 다각도로 평가한다. 신용등급과 관련된 선행연구는 주로 신용평가에 있어 회계정보의 유용성 여부를 살펴보았다. 신용등급이 양호한 경우 이익조정 정도가 상대적으로 낮았으며(김문태 등 2006), 이익지속성이 높은 것으로 나타났다(박길영과 김문태 2009). 또한 회계이익과 과세소득과의 차이가 큰 기업일수록 낮은 신용등급을 부여받는 것으로 나타났다(류예린 등 2017). 또한 신용등급에 미치는 양적요인 이외에 이익의 질적 요인이 미치는 영향에 관한 연구도 존재하는데, 건전한 기업지배구조를 가지고 있거나 공시품질이 높은 경우 정보비대

칭 수준이 낮아지기 때문에 높은 신용등급을 받는 것으로 나타났다(Klein 2002; 신재용 등 2012).

경영전략의 특징이 자본비용에 미치는 영향을 살펴본 연구로는 유현수 등(2015)이 있다. 이 연구에서는 Miles and Snow(2003)에 따라 기업의 전략을 선도형, 분석형 및 방어형으로 분류하고 경영전략이 가중평균자본비용에 미치는 영향을 살펴보았는데 방어형보다 선도형인 경우 사업위험과 불확실성이 커지기 때문에 자본비용이 더 높은 것을 발견하였다.

2.3 가설설정

신용평가 및 타인자본비용에 관한 선행연구들은 주로 재무제표 특징과의 관계를 살펴보았다. 그러나 재무제표는 기업의 과거정보라는 한계가 있기 때문에 정보이용자들은 재무정보이외의 질적인 정보를 통하여 기업위험과 미래 성과를 예측한다. 특히 채권투자자와 신용평가기관은 일반투자자와는 달리 전문적인 지식을 가지고 기업을 평가하는 외부정보이용자이다. 신용평가기관은 직접적인 채무관계는 없으나 기업 평가의 전문가로서 명성 등을 유지하기 위하여 기업의 양적인 정보 이외에 질적인 정보를 포함하여 기업의 부채상환능력을 평가하려고 할 것이다. 그리고 기업들도 적극적인 공시 또는 기업설명회 등을 이용한 자발적이고 질 높은 공시활동을 통하여 정보비대칭을 완화하여 기업의 부채조달비용을 감소시키려고 한다(Verrecchia 1983). 즉, 기업의 자본비용에 질적인 요소도 영향을 미치는 바 본 연구에서는 기업 전략이라는 질적인 요소가 타인자본비용에 미치는 영향을 살펴보려고 한다.¹⁾

기업들은 생존 및 성장가능성을 높이고 성과의 불확실성을 감소시키기 위하여 산업 내 다른 기업과 유사한 전략을 선택한다(Deephouse 1999; Tayler and Bloomfield 2011; Miller et al. 2013). 반면에 산업 내 일반적인 경향과 다른 전략을 추구하는 전략적 이탈의 경향이 높은 기업도 있다(Carpenter 2000; Tang et al. 2011).

전략적 이탈과 관련된 선행연구에 따르면 경영자의 영향력이 작을수록 산업 내 전략적 유사성을 따르는 경향이 높고 경영자의 영향력이 클수록 전략적 이탈의 정도가 높으며 예외적이고 큰 손익의 변동성이 발생하는 것을 확인하였다(Chatterjee and Hambrick 2007; Tang et al. 2011). 기업의 권력이 경영자에게 집중되면 경영자는 제국건설유인을 갖게 되며 이로 인하여 경영자는 사적이익을 추구하려는 경우가 많다. 따라서 경영자는 경영의사결정에 있어서 장기적인 기업가치 극대화보다는 단기적인 이익을 보여줌으로써 기업의 미래가치에 부정적인 영향을 주는 의사결정을 할 가능성이 크다(Jensen and Meckling 1976). 즉, 전략적 이탈의 정도가 높은 기업 경영자의 집중된 영향력을 신용평가기관 및 자본시장은 경영관리측면에서 부정적으로 평가할 가능성이 높을 것이다. 그리고 전략적 이탈의 정도가 재무제표의 특성에 미치는 영향을 살펴본 김상미와 한중수(2019)에 의하면 전략적 이탈의 정도가 높을수록 성과의 불확실성이 높고 사업위험이 증가되어, 재무적 발생액으로 측정된 감사품질이 낮다는 결과를 통하여 전략적 이탈이 감사인의 감사위험을 증가시키는 요소임을 확인하였다. 또한 전략적 이탈이 높을수록 기업이 당면하는 기업 내외부의 위험이

1) 본 연구에서는 전략적 이탈(SD)이 자본시장에 미치는 영향을 타인자본비용을 통하여 분석한다. 자기자본비용의 추정치는 연구자의 판단과 추정방법에 따라 다양하기 때문에 측정치의 신뢰성이 낮다는 문제점이 있다(Easton and Monahan 2005). 따라서 본 연구에서는 측정이 비교적 객관적인 타인자본비용을 사용한다.

높기 때문에 경영자는 공격적인 회계처리를 할 유인이 높으며 이에 따라 보수주의적인 회계의 경향은 감소하는 것으로 나타났다(Wang 2018).

재량적인 이익조정 행위는 투자자들에게 미래 현금흐름을 예측하는데 있어 정보위험을 증가시킨다(Francis et al. 2005). 그리고 전략적 일탈이 높은 기업은 산업 내 다른 기업들과 차별화한 새롭고 혁신적인 제품이나 서비스를 통하여 높은 성과를 달성하고자 하는 경향이 있다. 이 경우 새로운 연구 및 개발에 대규모의 투자가 필요하기 때문에 자본조달의 불확실성에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 또한 자원배분 측면에서 살펴보면, 전략적 일탈의 정도가 높은 기업이 보이는 산업 내 일반적인 경향이나 규범과 다른 차별화된 자원의 배치 및 운용의 경향은 기업이 현 사업영역에서 경쟁하기 위하여 필요한 자원에 대한 접근이 다른 기업에 비하여 수월하지 않아 자원조달의 불안정성이 높아질 수 있다(Deephouse 1999; Tayler and Bloomfield 2011; Miller et al. 2013).

이와 같이 전략적 일탈의 정도가 높을수록 기업의 미래 현금흐름의 불확실성이 높고 기업이 제공하는 회계정보의 낮은 신뢰성과 공격적인 회계처리 경향은 기업의 미래성과에 관련한 정보의 불확실성을 증가시킬 것이다. 전략적 일탈의 정도가 높은 기업들의 낮은 재무제표 품질과 경영자의 공격적인 회계처리 경향은 기업이 제공하는 정보에 대한 신뢰성과 목적적합성이 낮게 평가되며 자본시장의 이해관계자들의 정보위험을 증가시키는 요인으로 작용할 수 있다. 또한 전략적 일탈의 정도가 증가함에 따라 야기되는 미래 불확실성의 증가는 고정적인 채권금액에 대한 청구권을 가져 고위험투자를 선호하지 않는 채권투자자들에게는 채무불이행가능성을 증가시키는 요인으로 작용될 것이다. 따라서 전략적 일탈의 정도가

높을수록 타인자본비용이 증가될 것으로 예상된다. 즉, 신용평가기관은 신용등급을 낮추며 채권투자자들은 대출이자율에 위험에 대한 보상을 반영하기 때문에 기업이 부담하는 차입이자율은 높아질 것으로 기대된다. 따라서 가설 1을 다음과 같이 설정한다.

가설 1-1: 기업의 전략적 일탈의 정도가 클수록 신용등급은 낮다.

가설 1-2: 기업의 전략적 일탈의 정도가 클수록 차입이자율은 높다.

경영전략은 기업에 포괄적인 영향을 미치는 특성으로 전략에 관한 최종 의사결정권자인 경영자의 성향이 구체화된 개념이다(Dyregang et al. 2010). 최고경영층이론(upper echelons theory)에 의하면 기업의 중요한 의사결정권자인 경영자의 특성은 기업의 성과 및 전략에 중요한 영향을 미친다(Hambrick and Mason 1984). 즉, 기업의 경영자는 기업의 가치를 극대화하기 위한 전략을 선택하고 실행하는 주체이므로 전략의 특성이 신용등급과 차입이자율에 미치는 영향은 경영자의 특성에 따라 차별적으로 이루어질 수 있을 것이다.

경영자에 대한 여러 가지 특성 중 경영자의 능력은 영업효율성에 영향을 주는 중요한 무형자산으로써 기업의 한정된 자원을 효율적으로 활용하여 최대의 경영성과를 이끌어내는 능력이다(Demerjian et al. 2012). 경영자의 능력이 높을수록 기업과 외부 환경에 대한 이해 및 미래 예측능력이 뛰어나 순현재 가치가 높은 투자안을 선택하고 보다 높은 경영성과를 산출한다(Chemmanur and Paeglis 2005; Baik et al. 2011). 그리고 경영자의 능력이 높을수록 기업의 정보를 자발적으로 공시하는 빈도가 높고 정확한 정보를 제공함으로써 효과적으로 기업의

가치를 외부정보이용자에게 전달한다(Baik et al. 2011; Demerjian et al. 2013). 즉, 경영자의 능력이 우수할수록 미래 현금흐름 및 성과의 불확실성이 낮아지고 정보이용자들 간의 정보비대칭성을 감소시킴으로서 기업성과를 높이는 것으로 나타났다. 또한 경영자의 능력이 높을수록 외부감사인은 감사 위협을 낮게 평가하고(정경철과 이진 2017), 경영자-감사인간 의견불일치 금액과 빈도는 감소하였다(조은정 등 2016). 이는 경영자의 능력이 높을수록 기업의 위험이 낮게 평가된다는 의미이다. 신용평가 기관이 신용등급 평정을 위하여 고려하는 여러 위험 요소 중 경영관리위험 측면에서 경영진의 경영능력과 성향도 그 중 하나이다. 기업의 전략적 일탈의 정도가 높을수록 기업의 미래 현금흐름의 불확실성이 높고 회계정보의 신뢰성이 낮으며 공격적인 회계처리 경향이 큰 특성으로 인하여 신용등급 및 차입이자율에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 능력이 뛰어난 경영자가 일탈의 정도가 높은 전략을 선택하고 이를 실행하는 경우 능력이 낮은 경영자에 비하여 그 부정적인 효과는 완화될 수 있을 것이다. 즉, 산업 전반의 평균적인 전략과 차별화된 전략에 대하여 투자자들은 경영자의 수탁책임의 능력에 따라 전략적 일탈로 인한 정보위험을 다르게 평가할 수 있다. 예를 들어, 능력이 우수한 경영자가 일탈된 경영전략을 선택한 경우, 투자자들은 기업이 시장을 선점하려는 유인 또는 경쟁우위를 확보하기 위한 것으로 인식하여 차별화된 경영전략의 위험정도를 부정적으로 평가하지 않을 것이다. 왜냐하면 경영자가 효율적으로 자원을 관리 운용하고 높은 성과를 보여주는 수탁자로서의 관리책임이 우수하기 때문에 정보이용자들은 일반 경제적 상황 및 기대, 기업 전망에 대한 미래 성과와 현금흐름에 대한 불확실성이 낮을 것으로 기대하기 때문이다. 따라서 경영자의 능

력이 높을수록 기업의 전략적 일탈이 신용등급의 하락 및 차입이자율의 증가에 미치는 영향은 감소할 것으로 기대되어 가설 2를 다음과 같이 설정한다.

가설 2-1: 기업의 전략적 일탈이 신용등급 하락에 미치는 영향은 경영자의 능력이 높을수록 감소할 것이다.

가설 2-2: 기업의 전략적 일탈이 차입이자율 증가에 미치는 영향은 경영자의 능력이 높을수록 감소할 것이다.

III. 연구의 설계

3.1 변수의 측정

3.1.1 전략적 일탈

본 연구의 관심변수인 전략적 일탈(*SD*)은 자원배분의 측면에서 전략적 특성을 파악한 Tang et al. (2011)을 따라 측정하였다. 구체적 측정방법은 다음과 같다. 광고 집약도(광고비/매출액), 연구개발 집약도(연구개발비/매출액), 공장 및 설비투자 집약도(유형자산/종업원 수), 순유형자산 비율(유형자산 취득 및 설비투자비/유형자산), 간접비 비율(판매관리비/매출액), 부채비율(부채/자본)로 구성된 6개의 전략적자원배분프로필(strategic resource allocation profile)을 먼저 기업-연도별로 측정한다. 이렇게 산출된 각각의 측정치를 연도-산업별로 평균은 0, 분산은 1로 표준화하고 표준화된 6개 측정치의 절댓값의 평균을 구한다. 이렇게 측정된 값은 기업의 자원 투입방식이 산업 내 기업들의 자원 투입방식의 경향

과 규범과의 차이를 뜻하며 그 값이 클수록 전략적 이탈의 정도가 큼을 의미한다. Finkelstein and Hambrick(1990)은 이렇게 측정된 통합 지표가 산업 내 다른 기업들과의 전략 특성의 차이를 효과적으로 파악할 수 있다고 설명하였다.

3.1.2 경영자 능력

가설 2에서 사용되는 경영자능력은 주어진 자원을 활용하여 산출되는 성과로 측정하는 기업 효율성 (firm efficiency)에서 기업 고유의 특성에 따른 영향을 제외한 부분을 경영자의 능력으로 보는 Demerjian et al.(2012)이 제시한 방법을 사용하여 측정하였다. 우선, 자료포락분석(DEA: Data Envelope Analysis)을 통해 자원의 투입과 산출을 통한 기업의 효율성을 측정한다. 이때 투입물로는 매출원가(COGS), 판매관리비(SGA), 유형자산(PPE) 및 무형자산(INTG)을 사용하였으며, 산출물로는 매출액(SALES)을 고려하였다. 즉, DEA를 이용하여 기업의 상대적 효율성은 다음의 식으로 표현할 수 있다.

$$Max E = \frac{u_1 SALES_t}{v_1 COGS_t + v_2 SGA_t + v_3 PPE_t + v_4 INTG_t} \quad \text{식(1)}$$

여기서,

SALES = 매출액

COGS = 매출원가

SGA = 판매비와관리비

PPE = 유형자산-토지-건설중인자산-미착자산

NTG = 무형자산

능력 있는 경영자라면 유형자산, 무형자산, 매출원가 및 판매관리비와 같은 자원을 최소한으로 투입

하여 최대한의 매출액을 얻을 것이다. 따라서 식(1)을 최대화하는 산출물과 투입물의 계수인 u 와 v 를 산업별로 산출하고 산출된 u 와 v 의 값을 각 기업의 산출물과 투입물에 곱하여 각 기업의 효율성 점수를 구한다. 이후 효율성 점수가 가장 높은 기업에 1을 부여하고 효율성 점수에 따라 값을 하락시켜 효율성 측정치가 0에서 1의 값을 갖도록 조정하였다.

DEA분석을 통해 측정한 기업의 효율성은 경영자의 능력뿐만 아니라 기업 고유요인에 기인할 수 있다. 식(2)는 기업의 효율성에 미치는 기업고유의 요인을 제거하고 경영자의 능력으로 인한 효과를 산출하기 위한 식으로 산업별로 연도특성효과(year fixed effects)를 포함한 토빗 회귀분석(tobit regression)을 수행하였다. 식(2)에서 산출된 잔차(residual)는 기업고유 요인들을 통제된 후의 경영자가 기여하는 기업의 효율성을 의미하며 이 잔차를 산업-연도별 10분위수로 측정된 RMA를 경영자 능력의 대용치로 측정하였다.

$$EFF_t = \beta_0 + \beta_1 SIZE_t + \beta_2 MS_t + \beta_3 FCF_t + \beta_4 AGE_t + \beta_5 NBUS_t + \beta_6 FC_t + \sum YEAR + \varepsilon \quad \text{식(2)}$$

여기서,

EFF = 식(1)을 통해 측정한 기업의 효율성 점수

SIZE = 총자산의 자연로그 값

MS = 시장점유율(=매출액/동종 산업 내 총 매출액)

FCF = 잉여현금흐름(영업이익-Δ운전자본-투자액)
이 0이상이면 1, 아니면 0인 더미변수

AGE = 기업 설립 후 경과연수(표본연도-설립연도)
의 자연로그 값

NBUS = 사업부문 수

FC = 외환계정의 절댓값을 매출액으로 나눈 값
 $(\frac{|외환환산이익|+|외환환산손실|+|외환차익|+|외환차손|}{매출액})$

YEAR = 연도더미

3.1.3 신용등급 및 차입이자율

본 연구의 가설을 검증할 위한 종속변수인 타인자본비용의 측정엔 선행연구를 참고하여 세 가지로 측정하였다. 우선, 신용등급(Rating)은 국내신용평가기관이 발행하는 회사채에 대한 신용등급을 사용하였으며 가장 우수한 등급인 AAA등급에 20을 부여하고 순차적으로 등급이 낮아짐에 따라 1씩 낮은 값을 부여하였다.²⁾ 즉, AAA 다음의 하위 등급인 AA+는 19를 부여하고 AA는 18을 부여하였다. 이러한 방식에 따라 가장 낮은 등급인 D등급에는 1의 점수를 부여하였다. 두 번째 종속변수인 차입이자율(CoD1)은 이자지급부채에 대한 이자율로써 연간 총금융비용을 연간 이자발생부채의 평균으로 나누어서 계산하였다. 세 번째 종속변수인 차입이자율(CoD2)은 KIS-VALUE가 제공하는 차입금평균이자율로써 총 금융비용을 평균이자발생부채로 나눈 값이다.³⁾

3.2 연구모형의 설정

본 연구에서는 전략적 이탈이 타인자본비용에 미치는 영향을 검증하기 위한 가설 1은 다음의 식(3)의 모형을 사용하여 분석하며 경영자의 능력이 전략적 이탈과 타인자본비용의 관계에 미치는 영향을 검증

하는 가설 2는 다음의 식(4)를 사용하여 검증한다.⁴⁾ 그리고 분석 시 기업별 클러스터링(clustering)을 이용하여 회귀계수의 통계적 유의성을 검증하였다.

$$\begin{aligned}
 Rating_{t+1}(CoD_{i,t+1}) = & \beta_0 + \beta_1 SD_t + \beta_2 SIZE_t \\
 & + \beta_3 GRW_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 BIGA_t \\
 & + \beta_7 LOSS_t + \beta_8 BETA_t + \beta_9 VOL_t + \beta_{10} |DA|_t \\
 & + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \quad \text{식(3)}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 Rating_{t+1}(CoD_{t+1}) = & \beta_0 + \beta_1 SD_t + \beta_2 RMA_t \\
 & + \beta_3 SD_t \times RMA_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 GRW_t \\
 & + \beta_6 ROA_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 BIGA_t + \beta_9 LOSS_t \\
 & + \beta_{10} BETA_t + \beta_{11} VOL_t + \beta_{12} |DA|_t \\
 & + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon \quad \text{식(4)}
 \end{aligned}$$

- Rating = 회사채 신용등급(AAA~D)을 점수화(20~1)한 값
- CoD1 = 차입이자율(세후이자비용/장단기부채의 평균)
- CoD2 = KIS-Value에서 제시한 세금을 고려한 타인자본비용
- SD = Tang et al.(2011)에 따라 측정된 전략적 이탈
- RMA = Demerjian et al.(2012)에 따라 측정된 경영자능력의 산업 연도별 10분위 수
- SIZE = 총자산의 자연로그 값

2) 신용등급은 국내 3대 신용평가기관인 한국신용평가(Korea Investors Service), 한국기업평가(Korea Ratings), NICE신용평가(Nice Investor Service)가 공시한 신용등급 중 가장 보수적인 등급으로 활용하였다.

3) KIS-VALUE에서 제공하는 차입금평균이자율(CoD2)는 CoD1과 산출하는 방법은 유사하나 산출식의 세부 구성항목은 다소 상이하 다. 그 내용을 구체적으로 살펴보면, 첫째 CoD1 산출 시 사용되는 총 금융비용에는 이자비용 뿐만 아니라 사채이자과 사채상환손실 과 같은 이자성격의 비용이 모두 총 금융비용으로 포함되었고 CoD2는 CoD1에서 사용한 총 금융비용에 추가적으로 현금흐름표 상 이자비용을 차감하여 사용하였다는 차이가 있다. 둘째 CoD1 산출식 분모에는 이자를 발생시키는 모든 부채, 즉, 장단기차입금, 장단 기 사채, 금융리스부채, 유동성장기부채등이 이에 포함된다. CoD2는 CoD1 산출식에 사용된 부채에 장단기 유동화채무가 추가적으 로 포함되었다. 이와 같이 두 변수의 산출방법은 유사하나 종속변수의 강건성을 확인하기 위하여 두 가지로 측정된 차입이자율을 모 두 분석대상에 포함하였다.

4) 사전적인 기업의 상황에 따라 신용등급과 차입이자율이 결정되므로 종속변수는 t+1시점이며 독립변수는 t시점인 시차모형(time lag)을 사용하였다. 이러한 측정방법은 종속변수와 관심변수 간의 인과관계를 고려할 수 있으며 독립변수와 종속변수를 동일시점으로 측 정할 경우 발생할 수 있는 내생성을 통제할 수 있다는 장점이 있다(Jiang 2008).

<i>GRW</i>	= (당기매출-전기매출)/전기매출
<i>ROA</i>	= 당기순이익/자산총액
<i>LEV</i>	= 부채총액/자산총액
<i>BIG4</i>	= BIG4 감사인이면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>LOSS</i>	= 법인세차감전순손익이 음수이면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>BETA</i>	= 1년간의 시장모형으로 추정된 체계적 위험
<i>VOL</i>	= 연간 일별 주가수익률의 표준편차
<i> DA </i>	= Kothari et al.(2005)에 의한 ROA 성과 통제 재량적 발생액의 절댓값
Σ YEAR	= 연도더미
Σ IND	= 산업더미

식(1)에서 종속변수가 신용등급(Rating)을 사용하는 경우, 가설 1에서 예측한대로 전략적 일탈의 정도가 클수록 기업의 신용등급이 낮다면 관심변수인 SD의 계수는 통계적으로 유의한 음(-)의 방향성을 나타낼 것이다. 또한 종속변수로 차입이자율(CoD1과 CoD2)을 사용하는 경우, 가설 1에서 예측한 대로 전략적 일탈의 정도가 클수록 차입이자율이 높다면 관심변수인 SD의 계수가 유의하게 양(+)의 방향성을 나타낼 것이다. 그리고 가설 2를 검증하는 식(4)의 관심변수는 전략적 일탈과 경영자능력과의 상호작용변수인 SD×RMA이다. 만약 가설에서 예측한 대로 경영자의 능력이 높을수록 전략적 일탈이 신용등급과 차입이자율에 미치는 부정적인 영향이 감소된다면 종속변수가 신용등급인 경우 관심변수인 SD×RMA는 유의한 양(+)의 방향성을 나타낼 것이며 종속변수가 차입이자율인 경우 SD×RMA는 유의한 음(-)의 방향성을 나타낼 것이다.

본 연구에서는 선행연구에서 신용등급과 차입이자율에 영향을 미치는 것으로 제시한 변수들을 통제하였다. 기업의 재무적 특성과 관련하여 기업규모(SIZE), 성장성(GRW) 및 부채비율(LEV)을 포함시켰다. 기업의 규모가 클수록 기업의 역량이 크고 재무안정성

이 높다고 판단하기 때문에 타인자본비용에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상되며(Sengupta 1998; 박종일과 남혜정 2010) 부채비율(LEV)이 높을수록 채무불이행 위험이 높기 때문에 투자자들은 높은 수익률을 요구하여 타인자본비용은 증가하므로 신용등급에는 음(-)의 영향을, 차입이자율에는 양(+)의 영향을 미칠 것이다(김문태 등 2006; Jiang 2008). 그리고 기업의 성장성이 높을수록 재무적 왜곡가능성이 커 위험프리미엄을 높이는 영향을 미치므로 기업의 성장성(GRW)를 포함시켰다(전성일과 배창현 2015). 기업의 수익성을 측정하는 순자산이익률(ROA)과 손실발생여부(LOSS)를 통제변수로 포함시켰다. 성과가 높은 경우 기업의 채무불이행위험은 감소하며 타인자본비용은 감소할 것이기 때문에 순자산이익률(ROA)와 신용등급에는 양(+)의 영향을, 차입이자율에는 음(-)의 관계가 예상된다. 그리고 당기순손실기업은 상대적으로 높은 타인자본비용을 부담할 것이므로 신용등급에는 음(-)의 영향을, 차입이자율에는 양(+)의 관계가 예상된다(Francis et al. 2005; Jiang 2008; 박종일과 남혜정 2010). 그리고 체계적 위험(BETA)과 추가변동성(VOL)은 정보비대칭의 대리변수로 주로 사용되는 기업의 고유위험을 나타내는 변수로써 타인자본비용과 양(+)의 관계를 갖는다(Bhojraj and Sengupta 2003). 따라서 신용등급에는 음(-)의 관계가, 차입이자율에는 양(+)의 관계가 예상된다. 또한 회계이익의 질이 높을 경우 타인자본비용을 낮추는 효과가 있으므로 재량적발생액(|DA|)과 외부감사인의 Big4 여부(Big4)를 통제변수로 추가하였다(Mansi et al. 2004; Pittman and Fortin 2004). 이외 연도와 산업의 영향을 통제하기 위하여 연도더미(Σ YEAR)와 산업더미(Σ IND)를 포함하였다.

3.3 표본선정

본 연구는 2000년부터 2018년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 아래의 조건을 만족하는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 금융업을 제외한 기업
- (2) 12월 결산법인 그리고 감사의견이 적정인 기업
- (3) 자본잠식 기업은 제외
- (4) Fn-Guide에서 회사채 신용등급 자료 및 재무정보가 입수가 가능한 기업
- (5) 산업-연도별 기업 수가 20개 이상인 산업에 속하는 기업
- (6) 상·하위 1%를 초과하는 관측치는 각각 1%와 99%로 조정(winsorization)

본 연구의 분석대상 표본기간은 종속변수를 기준으로 2000년부터 2018년까지의 19년간이다.⁵⁾ 조건 (1) 금융업은 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등 일반 상기업 및 제조기업과 상이하므로 제외하였다. 조건 (2)는 표본의 동질성을 위하여 12월 결산법인만을 대상으로 재무제표의 신뢰성을 확보하기 위하여 설정하였으며, 조건 (3)은 기업의 경영의사 결정에 있어서 정상 범위에 속하지 않으므로 제거하였다. 본 연구는 종속변수인 회사채 신용등급 및 타인자본비용을 확보할 수 있는 기업을 대상(조건 (4))으로 표본 대상 기업에 속하는 산업을 13개로 분류한 후 경영자능력 추정 시 발생할 수 있는 편의를 제

거하기 위하여 조건 (5)를 설정하였다. 마지막으로 각 변수에 포함된 극단치가 분석 결과에 미치는 영향을 배제하기 위해 더미변수 및 신용등급 변수를 제외한 모든 변수의 상위와 하위 1%에 해당하는 표본의 값을 Winsorization 방식으로 조정하였다.

모든 상장기업이 신용평가기관의 신용평가를 받는 것이 아니기 때문에 종속변수가 신용등급인 경우에는 위의 표본추출과정에 의하여 2,555기업-연도를 표본으로 확보하였고, 종속변수가 차입이자율인 경우에는 8,387기업-연도를 표본으로 선정하였다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량 및 상관관계 분석

본 연구에 사용된 주요 변수들의 기술통계량은 <Table 1>의 <Panel A>에 제시되어 있다. 본 연구의 첫 번째 종속변수인 회사채 신용등급(Rating)의 평균이 13.637로써 전체 표본의 신용등급이 A-와 BBB사이에 존재한다는 것을 알 수 있다. 두 번째 종속변수인 이자지급부채에 대한 이자율로 측정된 차입이자율 CoD1의 평균(중간값)은 0.060(0.049)이며 세 번째 종속변수인 KIS-VALUE에서 제공하는 차입금평균이자율인 CoD2의 평균(중간값)은 0.055(0.040)로 나타났다. 그리고 관심변수인 전략적 일탈(SD)의 평균(중위수)은 0.423(0.340)로 이는 선행

5) 연구기간을 2000년부터 설정한 이유는 다음과 같다. 첫째, 외환위기 이전에는 보증채 위주로 채권시장이 이루어졌기 때문에 무보증채가 활성화된 1999년 이후와 채권시장의 특성이 다르며 외환위기 기간의 정보를 바탕으로 부여받은 신용등급에는 편이가 있을 수 있다. 둘째, 외환위기 이후 신용등급이 기업의 신용도에 유용한 정보로 사용되고 주가와 채권가격에 중요한 영향을 미치면서 1999년 등급감시(watchlist)제도가 시작되었다. 등급감시는 기존의 신용등급의 변경이 예상되는 경우 예비적으로 공시하는 제도이다. 따라서 신용등급에 대한 사회적 요구가 증가하고 신용등급 산출이 좀 더 정교해지고 등급감시라는 제도가 도입된 이후인 2000년부터 표본기간을 선정하였다.

연구인 김상미와 한종수(2019)의 결과와 비교해볼 때 큰 차이를 보이지 않았다. 경영자의 능력을 나타내는 RMA변수의 평균값은 4.519이며 중위수는 5.000으로 정규분포의 형태를 띠는 것을 알 수 있다.

한편, 통제변수를 살펴보면, 기업규모(SIZE)는 총자산의 자연로그 값으로 평균은 19.688이며 중위수는 19.405로 나타났다. 그리고 성장성(GRW), 수익성(ROA), 부채비율(LEV) 및 손실발생여부(LOSS)의 평균이 각각 0.060, 0.042, 0.457 및 0.228로 나타났다. 이는 분석기간 중 표본의 매출이 평균적으로 6.0% 정도 증가하고 4.2%의 총자산 수익률을 얻었으며 부채비율이 45.7%로 자기자본에 비하여 타인자본이 조금 더 낮고 표본기업의 22.8%정도가 손실을 경험한 것으로 나타났다. 그리고 BIG4은 0.622로 나타나 약 62%의 기업이 대형회계법인으로부터 감사를 받는 것으로 나타났다. 그리고 체계적 위험(BETA)의 평균(중위수)은 0.757(0.730)으로 1보다 조금 낮은 수준이며, 연간 일별 주식수익률의 표준편차(VOL)는 0.030(0.028)이다.

〈Table 1〉의 〈Panel B〉는 본 연구의 관심변수인 전략적 일탈(SD) 수준에 따라 표본을 5분위로 구분하여 상위 1분위와 하위 5분위 집단 간 차이분석의 결과를 나타내고 있다.⁶⁾ 각 집단의 차이는 성과(ROA), 재량적 발생액의 절댓값(|DA|), 이익예측가능성(FERN) 및 영업현금흐름예측가능성(FCFO)

측면에서 분석하였다.⁷⁾ 차이분석의 결과를 살펴보면 전략적 일탈의 정도가 높은 기업일수록 성과는 낮으며 재량적 발생액의 절댓값으로 측정된 회계정보의 품질을 낮았으며, 이익예측가능성 및 영업현금흐름예측가능성이 낮은 것으로 나타났다. 이는 전략적 일탈의 정도가 높을수록 채권투자자와 신용평가기관이 기업에 대한 정보위험을 높게 인식할 수 있음을 시사하는 결과이다.

〈Table 2-1〉 및 〈Table 2-2〉는 본 연구에 사용된 변수들 간의 피어슨 상관관계의 결과이다. 〈Table 2-1〉은 종속변수가 회사채 신용등급(Rating)일 때 분석 표본 2,555개의 기업-연도를 대상으로 수행한 상관관계분석 결과이며 〈Table 2-2〉는 종속변수가 차입이자율(CoD1과 CoD2)일 때 분석표본 8,387개의 기업-연도를 대상으로 분석한 결과이다. 관심변수인 전략적 일탈(SD)과 신용등급(Rating)간에는 유의한 음(-)의 관계, 차입이자율(CoD)과는 양(+)의 관계를 나타내 예상한 바와 같이 전략적 일탈의 정도가 높을수록 낮은 신용등급 및 높은 차입이자율의 경향을 보이는 것으로 나타났다. 종속변수인 Rating(CoD1과 CoD2)과 통제변수와의 관계를 살펴보면, SIZE, ROA 및 BIG과는 각각 유의한 양(+)(음(-))의 상관성을 가지고 있었다. 이는 대체로 예상과 일치하는 결과로써 기업의 규모가 크고, 총자산수익률이 높으며 BIG4 감사인이 감사할수록

6) 〈Table 1〉의 〈Panel B〉는 평균차이분석을 한 결과이며, 중위수 차이에 대하여는 Wilcoxon signed-rank test를 수행하였으나 그 결과는 평균차이분석과 질적으로 다르지 않았다.

7) 채권투자자들은 기업의 미래 이익이나 영업현금흐름의 예측력이 높은 경우 향후 발생할 수 있는 채무불이행위험의 정도를 보다 명확하게 판단할 수 있다. 즉, 투자자들은 정보위험을 부담하는 것에 대한 보상을 요구하는데, 기업의 미래이익 및 영업현금흐름에 대한 예측가능성이 높을수록 정보위험을 평가함에 있어서 용이할 것이다. 또한 투자자들이 의사결정 시 필요한 정보의 양이나 품질이 높은 것으로 평가되어 낮은 수익률을 요구할 것이다.

선행연구(Lipe 1990; Francis et al. 2004)에 따르면 이익예측가능성은 당기 이익에 의하여 설명되지 않는 차기 이익의 분산이나 표준편차로 측정될 수 있다. 본 연구에서는 Francis et al.(2004)에 의한 방법을 적용하여 차기 이익 중에서 당기이익으로 설명되지 않는 잔차를 추정하였으며 잔차의 분산이 작을수록 이익의 예측가능성이 높기 때문에 해석의 편의를 위하여 잔차의 분산에 -1을 곱하였다. 따라서 측정치가 클수록 예측가능성이 높음을 의미한다. 영업현금흐름예측가능성은 이익예측가능성과 동일한 논리로 측정하였으며 최근 10년간 시계열 자료를 이용하여 이익예측가능성과 영업현금흐름예측가능성을 추정하였다.

<Table 1> 기술통계량 및 차이분석

<Panel A> 기술통계량

Variables	N	Mean	Median	Std.Dev	Min	Max
Rating	2,555	13.637	14.000	3.639	1.000	20.000
CoD1	8,387	0.060	0.049	0.057	0.002	0.451
CoD2	8,387	0.055	0.040	0.063	0.002	0.494
SD	8,387	0.423	0.340	0.345	-0.050	1.780
RMA	8,387	4.519	5.000	2.825	0.000	9.000
SIZE	8,387	19.688	19.405	1.495	16.961	24.014
GRW	8,387	0.060	0.042	0.223	-0.542	1.094
ROA	8,387	0.042	0.039	0.063	-0.161	0.231
LEV	8,387	0.457	0.456	0.193	0.085	0.932
BIG4	8,387	0.622	1.000	0.485	0.000	1.000
LOSS	8,387	0.228	0.000	0.420	0.000	1.000
BETA	8,387	0.757	0.730	0.387	-0.029	1.741
VOL	8,387	0.030	0.028	0.012	0.011	0.066
DA	8,387	0.043	0.032	0.041	0.001	0.212

1) 변수 정의

- Rating = 회사채 신용등급(AAA~D)을 점수화(20~1)한 값
- CoD1 = 차입이자율(세후이자비용/장단기부채의 평균)
- CoD2 = KIS-Value에서 제시한 세금을 고려한 타인자본비용
- SD = Tang et al.(2011)에 따라 측정된 전략적 일탈
- RMA = Demerjian et al.(2012)에 따라 측정된 경영자능력의 산업 연도별 10분위수
- SIZE = 총자산의 자연로그 값
- GRW = (당기매출-전기매출)/전기매출
- ROA = 당기순이익/자산총액
- LEV = 부채총액/자산총액
- BIG4 = BIG4 감사인이면 1, 아니면 0인 더미변수
- LOSS = 법인세차감전순손익이 음수이면 1, 아니면 0인 더미변수
- BETA = 1년간의 시장모형으로 추정된 체계적 위험
- VOL = 연간 일별 주가수익률의 표준편차
- |DA| = Kothari et al.(2005)에 의한 ROA 성과통제 재량적 발생액의 절댓값

<Panel B> 전략적 일탈의 정도에 따른 성과, 재량적발생액의 절댓값, 이익예측가능성, 영업현금흐름예측가능성의 평균차이분석

SD	N	ROA	DA	FERN	FCFO
1분위	1,599	0.056	0.041	-0.028	-0.052
5분위	1,604	0.017	0.048	-0.043	-0.061
차이(t-stat.)		0.039(17.01***)	-0.006(-4.21***)	0.145(14.39***)	0.008(6.43***)

1) 변수 정의

- FERN = Francis et al.(2004)에 의해 측정된 이익예측가능성
- FCFO = Francis et al.(2004)에 의해 측정된 영업현금흐름예측가능성
- 2) 전략적 일탈(SD)은 연도-산업별로 5분위수로 구분하였으며 1분위는 하위 20%, 5분위는 상위 20%를 의미한다.
- 3) 평균 차이에 대해서는 t-test를 수행하였으며 평균차이의 통계량은 t-stat.임.
- 4) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

〈Table 2-1〉 변수간의 상관관계(n=2,555)

Variables	SD	RMA	SIZE	GRW	ROA	LEV	BIG4	LOSS	BETA	VOL	DA
Rating	-0.324 (〈.0001)	0.061 (0.002)	0.613 (〈.0001)	0.075 (0.000)	0.410 (〈.0001)	-0.480 (〈.0001)	0.324 (〈.0001)	-0.428 (〈.0001)	0.059 (0.003)	-0.517 (〈.0001)	-0.122 (〈.0001)
SD	1	-0.276 (〈.0001)	0.003 (0.766)	-0.080 (〈.0001)	-0.253 (〈.0001)	0.367 (〈.0001)	-0.043 (〈.0001)	0.308 (〈.0001)	0.054 (〈.0001)	0.210 (〈.0001)	0.060 (〈.0001)
RMA		1	-0.008 (0.480)	0.149 (〈.0001)	0.428 (〈.0001)	-0.134 (〈.0001)	0.009 (0.397)	-0.283 (〈.0001)	0.003 (0.781)	-0.087 (〈.0001)	0.041 (0.000)
SIZE			1	0.007 (0.537)	0.184 (〈.0001)	0.134 (〈.0001)	0.382 (〈.0001)	-0.121 (〈.0001)	0.286 (〈.0001)	-0.304 (〈.0001)	-0.099 (〈.0001)
GRW				1	0.301 (〈.0001)	0.034 (0.002)	-0.012 (0.281)	-0.185 (〈.0001)	0.010 (0.352)	0.050 (〈.0001)	0.110 (〈.0001)
ROA					1	-0.173 (〈.0001)	0.103 (〈.0001)	-0.564 (〈.0001)	-0.010 (0.382)	-0.176 (〈.0001)	0.004 (0.734)
LEV						1	0.050 (〈.0001)	0.283 (〈.0001)	0.150 (〈.0001)	0.291 (〈.0001)	0.141 (〈.0001)
BIG4							1	-0.070 (〈.0001)	0.102 (〈.0001)	-0.156 (〈.0001)	-0.038 (0.000)
LOSS								1	0.071 (〈.0001)	0.239 (〈.0001)	0.066 (〈.0001)
BETA									1	0.310 (〈.0001)	0.054 (〈.0001)
VOL										1	0.184 (〈.0001)
DA											1

- 1) 피어슨 상관계수를 나타내며, 괄호 안의 값은 p-value를 나타냄.
- 2) 변수 정의는 〈Table 1〉을 참조.

〈Table 2-2〉 변수간의 상관관계(n=8,387)

Variables	SD	RMA	SIZE	GRW	ROA	LEV	BIG4	LOSS	BETA	VOL	DA
CoD1	0.081 (<.0001)	-0.015 (0.166)	-0.101 (<.0001)	0.020 (0.062)	-0.040 (0.000)	0.075 (<.0001)	-0.048 (<.0001)	0.079 (<.0001)	-0.036 (0.001)	0.201 (<.0001)	0.084 (<.0001)
CoD2	0.092 (<.0001)	-0.032 (0.004)	-0.107 (<.0001)	-0.010 (0.349)	-0.085 (<.0001)	0.081 (<.0001)	-0.037 (0.001)	0.102 (<.0001)	-0.029 (0.008)	0.189 (<.0001)	0.072 (<.0001)
SD	1	-0.276 (<.0001)	0.003 (0.766)	-0.080 (<.0001)	-0.253 (<.0001)	0.367 (<.0001)	-0.043 (<.0001)	0.308 (<.0001)	0.054 (<.0001)	0.210 (<.0001)	0.060 (<.0001)
RMA		1	-0.008 (0.480)	0.149 (<.0001)	0.428 (<.0001)	-0.134 (<.0001)	0.009 (0.397)	-0.283 (<.0001)	0.003 (0.781)	-0.087 (<.0001)	0.041 (0.000)
SIZE			1	0.007 (0.537)	0.184 (<.0001)	0.134 (<.0001)	0.382 (<.0001)	-0.121 (<.0001)	0.286 (<.0001)	-0.304 (<.0001)	-0.099 (<.0001)
GRW				1	0.301 (<.0001)	0.034 (0.002)	-0.012 (0.281)	-0.185 (<.0001)	0.010 (0.352)	0.050 (<.0001)	0.110 (<.0001)
ROA					1	-0.173 (<.0001)	0.103 (<.0001)	-0.564 (<.0001)	-0.010 (0.382)	-0.176 (<.0001)	0.004 (0.734)
LEV						1	0.050 (<.0001)	0.283 (<.0001)	0.150 (<.0001)	0.291 (<.0001)	0.141 (<.0001)
BIG4							1	-0.070 (<.0001)	0.102 (<.0001)	-0.156 (<.0001)	-0.038 (0.000)
LOSS								1	0.071 (<.0001)	0.239 (<.0001)	0.066 (<.0001)
BETA									1	0.310 (<.0001)	0.054 (<.0001)
VOL										1	0.184 (<.0001)
DA											1

1) 피어슨 상관계수를 나타내며, 괄호 안의 값은 p-value를 나타냄.
 2) 변수 정의는 〈Table 1〉을 참조.

신용등급(차입이자율)이 높(낮) 다는 것을 의미한다. 또한 LEV, LOSS, VOL 및 |DA|와 신용등급(차입이자율)이 음(-)(양(+))의 상관관계를 나타내 부채비율이 높고 당기순손실이 발생하거나 주식수익률의 편차가 크거나, 재량적 발생액이 클수록 신용등급(차입이자율)이 낮(높)다는 결과이다.

4.2 실증분석 결과

〈Table 3〉은 기업의 전략적 일탈이 회사채 신용등급(Rating) 및 차입이자율(CoD1과 CoD2)에 미치는

영향을 살펴보는 가설1을 검증하기 위하여 식(3)의 모형식을 이용하여 회귀분석한 결과이다. 그리고 열(1)은 종속변수를 회사채 신용등급(Rating)을 사용하는 모형이고 열(2)와 열(3)은 종속변수를 차입이자율인 CoD1과 CoD2를 사용하여 분석한 결과이다.

〈Table 3〉의 열(1)을 살펴보면 기업의 전략적 일탈의 정도를 측정한 SD변수는 유의한 음(-)의 방향(t-stat=-3.43)을 나타내 전략적 일탈의 정도가 클수록 신용등급이 낮은 것으로 나타났다. 그리고 열(2)와 열(3)을 살펴보면 SD변수는 각각 유의한 양(+)의 방향(t-stat=3.00, t-stat=3.12)을 나타내 전

〈Table 3〉 전략적 일탈이 신용등급 및 차입이자율에 미치는 영향

$$Rating_{t+1}(CoD_{t+1}) = \beta_0 + \beta_1 SD_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 GRW_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 BIG4_t + \beta_7 LOSS_t + \beta_8 BETA_t + \beta_9 VOL_t + \beta_{10} |DA|_t + \sum YEAR + \sum IND + \epsilon$$

Variables	(1)		(2)		(3)	
	신용등급(Rating)		차입이자율(CoD1)		차입이자율(CoD2)	
	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.
intercept	-6.368	-3.88***	0.057	2.37**	0.072	2.93***
SD	-0.912	-3.43***	0.010	3.00***	0.010	3.12***
SIZE	1.245	17.56***	-0.001	-0.52	-0.002	-1.22
GRW	-0.311	-1.35	0.002	0.60	-0.002	-0.44
ROA	7.640	5.65***	-0.007	-0.29	-0.033	-1.50
LEV	-6.305	-10.30***	-0.007	-0.90	-0.001	-0.17
BIG4	0.474	2.42**	0.001	0.43	0.003	1.06
LOSS	-1.085	-6.91***	0.007	3.18***	0.007	2.70***
BETA	-0.048	-0.23	-0.008	-2.75***	-0.010	-3.30***
VOL	-86.088	-8.31***	0.554	5.34***	0.655	5.76***
DA	1.740	1.32	0.031	1.41	0.025	1.16
Year & Ind dummy	Included		Included		Included	
Firm clustered SE	Yes		Yes		Yes	
Adjusted R ²	0.73		0.11		0.08	
F-stat.	72.41***		15.75***		10.81***	
No. of observations	2,555		8,387		8,387	

1) *, **, *** 는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 유의함을 나타냄.
 2) 변수 정의는 〈Table 1〉을 참조.

략적 일탈의 정도가 높을수록 차입이자율을 커진다는 것을 의미한다. 이는 전략적 일탈의 정도가 클수록 자본시장에서 이를 정보위험으로 판단함에 따라 타인자본비용의 증가를 초래하여 낮은 신용등급 및 높은 차입이자율의 경향을 보일 것이라고 예측한 가설 1을 지지하는 결과이다. 즉, 전략적 일탈의 정도가 높은 기업들의 낮은 재무제표 품질과 공격적인 회계처리 경향은 신용평가기관이나 투자자들에게 기업이 제공하는 정보에 대한 신뢰성과 목적적합성이 낮게 평가하는 요소로 작용하고 높은 정보위험으로 작용하고 있음을 확인하는 결과로써, 채권자는 보다 높은 이자율을 요구하며 신용평가기관은 신용등급을 보다 낮게 평가한다고 할 수 있다. 또한 채권투자자와 신용평가기관이 기업의 채무상환능력 및 신용위험을 평가하는데 있어 기업의 전반에 영향을 미치는 상황 정보인 전략의 특성 중 전략적 일탈의 정보를 평가하고 이를 타인자본비용에 반영하는데 사용하고 있다는 것을 확인시켜주는 결과이다.

이외 통제변수들이 종속변수인 신용등급(Rating)에 미치는 영향을 살펴보면, 기업규모(SIZE), 총자산수익률(ROA), 감사인의 BIG4 여부(BIG4)는 유의한 양(+)⁸⁾의 값을 나타내 기업의 규모가 크고 수익률이 좋으며 감사인이 BIG4인 경우 신용등급이 더 높은 것으로 나타났다. 그리고 부채비율(LEV), 당기순손실여부(LOSS), 수익률의 표준편차(VOL)는 유의한 음(-)의 값을 나타내어 기업의 재무상태가 악화되거나 주식수익률의 변동이 클수록 신용등급은 보

다 낮다는 것을 의미한다. 종속변수가 차입이자율(CoD)인 경우에도 대부분의 통제변수가 예측과 동일하게 나타났다.

(Table 4)는 경영자의 능력이 전략적 일탈과 신용등급 및 차입이자율과의 관계에 미치는 영향을 살펴보는 가설2의 검증모형인 식(4)를 사용하여 회귀 분석한 결과이다. 가설 2의 관심변수인 SD×RMA는 종속변수가 Rating의 경우에는 유의한 양(+)⁹⁾의 값(t-stat=1.93)을 가지며, 종속변수가 차입이자율(CoD1과 CoD2)인 경우에는 유의한 음(-)의 값(t-stat=-1.87, t-stat=-1.71)을 나타냈다.⁸⁾ 이는 전략적 일탈의 정도가 타인자본비용에 부정적인 영향을 미치더라도 경영자의 능력이 뛰어나다면 능력이 낮은 경영자에 비하여 그 부정적인 효과가 완화된다는 것을 의미한다. 즉, 기업이 산업의 전반적인 경향과 다른 전략을 구사하더라도 경영자가 능력이 높은 경우 이러한 차별화된 전략적 특징이 경쟁우위의 원천이 될 수 있으며 높은 성과를 산출할 가능성이 높다고 평가된다는 의미로써, 경영자능력이 높다면 일탈의 정도가 높은 전략이 내포하고 있는 타인자본비용에 미치는 부정적인 영향이 감소한다는 결과이다. 이외 대부분의 통제변수들은 가설 1의 결과와 대체적으로 일치한 결과를 보이고 있다.

4.3 추가분석 결과

본 연구의 첫 번째 종속변수인 신용등급은 순서만

8) 별도의 표로 보고하지는 않았지만, 전략적 일탈의 정도(SD)가 신용등급(Rating)과 차입이자율(CoD)에 미치는 정도를 경영자의 능력이 높은 집단과 낮은 집단으로 나누어 분석한 결과도 주분석의 결과와 다르지 않았다. 경영자 능력이 낮은 기업의 표본에서는 SD가 Rating과는 유의한 음(-)의 값을(t-stat=-3.17), CoD와는 유의한 양(+)⁹⁾의 값을 가져(t-stat=3.04, t-stat=2.65) 경영자 능력이 낮은 기업에서 전략적 일탈은 타인자본비용에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 경영자 능력이 높은 기업의 표본에서는 종속변수가 Rating 및 CoD인 경우 모두에서 SD가 유의하지 않은 것으로 나타났다. 즉 전략적 일탈의 정도가 타인자본비용에 미치는 영향에 대한 신용평가기관과 채권투자자들이 평가는 전략을 수행하는 경영자의 능력에 따라 차별적으로 이루어진다는 가설 2를 지지하는 결과이다.

〈Table 4〉 경영자능력에 따른 전략적 일탈이 신용등급 및 차입이자율에 미치는 영향

$$Rating_{t+1}(CoD_{t+1}) = \beta_0 + \beta_1 SD_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 GRW_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 BIG4_t + \beta_7 LOSS_t + \beta_8 BETA_t + \beta_9 VOL_t + \beta_{10} |DA|_t + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon$$

Variables	(1)		(2)		(3)	
	신용등급(Rating)		차입이자율(CoD1)		차입이자율(CoD2)	
	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.
intercept	-5.765	-3.46***	0.049	2.09**	0.064	2.68***
SD	-1.264	-3.30***	0.019	4.52***	0.018	4.28***
RMA	-0.081	-2.27**	0.001	2.63***	0.001	2.38**
SD×RMA	0.127	1.93*	-0.002	-1.87*	-0.002	-1.71*
SIZE	1.234	17.54***	-0.001	-0.48	-0.001	-1.19
GRW	-0.311	-1.32	0.002	0.66	-0.002	-0.41
ROA	8.033	5.29***	-0.018	-0.73	-0.043	-1.82*
LEV	-6.473	-10.93***	-0.007	-0.86	-0.001	-0.09
BIG4	0.477	2.39**	0.001	0.51	0.003	1.12
LOSS	-1.107	-6.89***	0.007	3.23***	0.007	2.77***
BETA	-0.014	-0.07	-0.009	-2.86***	-0.010	-3.41***
VOL	-86.495	-8.38***	0.554	5.37***	0.660	5.81***
DA	1.843	1.37	0.028	1.29	0.022	1.04
Year & Ind dummy	Included		Included		Included	
Firm clustered SE	Yes		Yes		Yes	
Adjusted R^2	0.73		0.11		0.08	
F-stat.	67.19***		16.04***		11.23***	
No. of observations	2,555		8,387		8,387	

- 1) *, **, *** 는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 유의함을 나타냄.
2) 변수 정의는 〈Table 1〉을 참조.

있으며 등급 간 거리의 개념이 없는 서열척도이다. 본 분석에서는 선형회귀모형을 사용하여 분석한 결과를 제시하였다. 그러나 서열척도로 측정되는 신용등급을 종속변수로 사용하여 회귀분석을 할 경우 계수추정치에 편의가 발생할 수 있다. 즉, 종속변수가 연속형 변수가 아니라 이산형 변수일 때 선형회귀모형을 적용할 경우 계수추정의 편의와 잘못된 추정의 문제가 발생할 수 있다(Rock et al. 2001). 이러한 문제점을 완화시키기 위해 순서형 로짓모형(Ordered

Logistic Model)을 이용하여 종속변수가 회사채 신용등급(Rating)일 때 가설 1과 가설 2를 다시 검증한다.

순서형 로짓모형을 이용하여 가설 1을 분석한 결과는 〈Table 5〉의 열(1)에 제시되어 있다. 결과를 살펴보면, 전략적 일탈과 신용등급 사이에는 유의한 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 기업의 전략적 일탈의 정도가 높을수록 그렇지 않은 기업에 비해 낮은 신용등급을 받는 경향이 높아지는

〈Table 5〉 경영자능력에 따른 전략적 일탈이 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향
〈순서형 로짓분석〉

$$Rating_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 SD_t + \beta_2 RMA_t + \beta_3 SD_t \times RMA_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 GRW_t + \beta_6 ROA_t + \beta_7 LEV_t + \beta_8 BIG4_t + \beta_9 LOSS_t + \beta_{10} BETA_t + \beta_{11} VOL_t + \beta_{12} |DA|_t + \sum YEAR + \sum IND + \varepsilon$$

Variables	(1)		(2)	
	신용등급(Rating)		신용등급(Rating)	
	Coef.	Wald Chi-Square	Coef.	Wald Chi-Square
SD	-0.503	18.73***	-0.890	28.43***
RMA			-0.071	10.46***
SD×RMA			0.101	8.16***
SIZE	1.531	1323.86***	1.525	1291.15***
GRW	-0.556	8.87***	-0.566	9.15***
ROA	8.913	125.27***	9.211	121.76***
LEV	-7.574	685.99***	-7.652	688.18***
BIG4	0.429	16.83***	0.417	15.86***
LOSS	-0.906	67.11***	-0.903	66.72***
BETA	-0.488	14.62***	-0.480	14.14***
VOL	-65.856	153.01***	-65.633	151.90***
DA	2.385	6.60**	2.519	7.34***
Year & Ind dummy	Included		Included	
Pesudo R^2	0.77		0.77	
Likelihood Ratio	3811.77***		3822.20***	
No. of observations	2,555		2,555	

주1) *, **, *** 는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 유의함을 나타냄.

주2) 변수 정의는 〈Table 1〉을 참조.

것을 보여주는 결과이다. 그리고 가설 2를 분석한 결과는 〈Table 5〉의 열(2)에 제시되어 있으며 그 결과를 살펴보면, 관심변수인 SD×RMA는 신용등급(Rating)과 유의한 양(+)의 관련성을 보이는 것으로 나타나어 주분석의 결과와 동일한 방향으로 경영자능력이 높을수록 전략적 일탈이 신용등급에 미치는 부정적인 영향이 완화되는 것으로 나타나 가설 2의 회귀분석 및 순서형 로짓분석 모두에서 일관된 결과를 확인하였다.

V. 결론

본 연구는 기업의 전략적 일탈의 정도가 타인자본 비용에 미치는 영향을 실증적으로 검증하였다. 이를 위하여 기업의 전략적 일탈의 정도는 Tang et al. (2011)이 제시한 방법에 따라 기업의 자원배분 측면에서 산업 내 다른 기업들의 전략 경향과의 차이로 측정하였다. 그리고 종속변수인 타인자본비용은 신

용등급 및 차입이자율로 측정하였다.

선행연구에 따르면 정보위험 즉, 분산이 불가능한 기업고유의 위험으로 투자자들이 의사결정 시 필요한 정보의 양이나 품질이 낮을 때 발생하는 위험이 클수록 타인자본비용은 증가하게 된다(Easley and O'Hara 2003; Bharath et al. 2008). 또한 신용평가기관이 신용등급을 평가할 때 기업의 부채상환능력을 정확하게 예측하기 위하여 기업의 내부, 외부의 위험요소와 재무적 또는 비재무적 요소까지 종합적으로 반영하여 평가한다(Beaver et al. 2006). 즉, 기업 전반에 영향을 미치는 특성인 경영전략의 특성 역시 타인자본비용에 영향을 미칠 수 있을 것이다. 전략적 일탈의 정도가 높을수록 기업의 미래 현금흐름의 불확실성이 높고 기업이 제공하는 회계정보의 낮은 신뢰성과 공격적인 회계처리 경향은 자본시장에서 높은 정보위험으로 인식될 수 있을 것이다. 따라서 전략적 일탈의 정도가 높을수록 타인자본비용이 상대적으로 높을 것으로 예상하였다.

2000년부터 2018년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과, 기업의 전략적 일탈의 정도가 높을수록 신용등급은 유의하게 낮게 나타나며 차입이자율은 높은 것으로 나타났다. 이를 통하여 전략적 일탈이 높을수록 재무정보의 신뢰성과 목적적합성에 미치는 부정적인 영향이 자본시장에서 정보위험으로 평가되고 있음을 확인할 수 있었다. 그리고 전략을 수립하고 시행하는 경영자의 능력이 전략적 일탈과 타인자본비용의 관계에 미치는 영향을 분석한 결과 경영자의 능력이 높을수록 전략적 일탈이 타인자본비용에 미치는 부정적인 효과가 감소하는 것으로 나타났다. 즉, 기업의 전략을 운용하는 경영자의 능력이 높을수록 기업과 산업에 대한 높은 이해를 바탕으로 기업이 지속적으로 성장하고 발전할 수 있는 기회를 쉽게 포착할 수 있기 때문에 높은 전략

적 일탈이 내포하고 있는 타인자본비용에 미치는 부정적인 평가의 경향이 줄어드는 것으로 나타났다.

본 연구는 기업 전략의 특성이 신용평가기관과 채권투자자 측면에서 어떻게 평가되는지 실증한 최초의 연구로써, 기업 전반에 영향을 미치는 상황 정보이며 사업위험 중 하나인 전략의 특성이 타인자본비용에 영향을 주는 정보적 가치를 가지고 있는 요인임을 확인했다는 의의가 있다. 또한 전략적 일탈의 정도가 높은 기업은 기업 외부의 부정적인 평가에 대응하기 위하여 기업의 외부이해관계자에게 기업의 현황과 미래 전망에 대한 정보를 신호(signal)할 수 있는 방안을 고려할 필요가 있다는 실무적 시사점을 제시한다.

참고문헌

- Ahmed, A. S., B. K. Billings, R. M. Morton, and M. Stanford-Harris, (2002), "The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy in reducing debt costs," *The Accounting Review*, 77(4), pp.867-890.
- Amit, R. H., and P. J. H. Schoemaker, (1993), "Strategic assets and organization rent," *Strategic Management Journal*, 14(3), pp. 33-46.
- Baik, B., J. Chae, S. Choi, and D. B. Farber, (2011), "Changes in operational efficiency and firm performance: A frontier analysis approach," *Contemporary Accounting Research*, 30(3), pp.996-1026.
- Beaver, W. H., C. Shakespeare, and M. T. Soliman, (2006), "Differential properties in the ratings of certified versus non-certified bond-rating

- agencies," *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), pp.303-334.
- Bharath, S., J. Sunder, and S. Sunder,(2008), "Accounting quality and debt contracting," *The Accounting Review*, 83(1), pp.1-28.
- Bhojraj, S., and P. Sengupta,(2003), "Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors," *The Journal of Business*, 76(3), pp.455-475.
- Carpenter, M. A.,(2000), "The price of change: The role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms," *Journal of Management*, 26, pp.1179-1198.
- Chatterjee, A., and D. C. Hambrick,(2007), "It's all about me: narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance," *Administrative Science Quarterly*, 52(3), pp.351-386.
- Chemmanur, T. J., and I. Paeglis,(2005), "Management quality, certification, and initial public offerings," *Journal of Financial Economics*, 76(2), pp.331-368.
- Cho, E. J., J. R. Chung, and B. J. Kim,(2016), "The effects of managerial ability on disagreement between manager and auditor : Focusing on mandatory submission of unaudited financial statement to the securities & futures commission," *Korea Accounting Journal*, 25(4), pp.37-65.
- Deephouse, D. L.,(1999), "To be different, or to be the same? It's a question(and theory) of strategic balance," *Strategic Management Journal*, 20(2), pp.147-166.
- Demerjian, P., B. Lev, and S. McVay,(2012), "Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests," *Management Science*, 58(7), pp.1229-1248.
- Demerjian, P., B. Lev, M. F. Lewis, and S. McVay, (2013), "Managerial ability and earnings quality," *The Accounting Review*, 88(2), pp. 463-498.
- Drucker, P. F.,(1999), "Management challenges for the 21st century," *Harper Collins Publishers*.
- Dyregang, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew,(2010), "The effects of executives on corporate tax avoidance," *The Accounting Review*, 85(4), pp.1163-1189.
- Easley, D., and M. O'Hara,(2003), "Information and the cost of capital," *The Journal of Finance*, 59(4), pp.1553-1583.
- Easton, P. D., and S. J. Monahan,(2005), "An evaluation of accounting-based measures of expected returns," *The Accounting Review*, 80(2), pp.501-538.
- Faleye, O., V. Mehrotra, and R. Morck,(2006), "When Labor Has a Voice in Corporate Governance," *Journal of Financial Quantitative*, 41, pp. 489-510.
- Fama, E. F.,(1990), "Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity," *The Journal of Finance*, 45, pp.1089-1108.
- Finkelstein, S., and D. C. Hambrick,(1990), "Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion," *Administrative Science Quarterly*, 35(3), pp.484-503.
- Francis, J., I. Khurana, and R. Pereira,(2005), "Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world," *The Accounting Review*, 80(4), pp.1125-1162.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olssen, and K. Schipper, (2004), "Cost of Equity and Earnings Attributes," *The Accounting Review*, 79(4), pp.967-1010.

- Geletkanycz, M. A., and D. C. Hambrick, (1997), "The external ties of top executives: Implications for strategic choice and performance," *Administrative Science Quarterly*, 42(4), pp.654-681.
- Grant, R. M., (1991), "The resource based theory of competitive advantage: Implications for strategy," *California Management Review*, 33(3), pp.114-135.
- Hambrick, D. C., and P. A. Mason, (1984), "Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers," *Academy of Management Review*, 9(2), pp.193-206.
- Hirshleiffer, J., (1977), "Economics from a biological viewpoint," *Journal of Law and Economics*, 20(1), pp.1-52.
- Jensen, M. C., and W. Meckling, (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- Jeon, S. I., and C. Bae, (2015), "The effect of transactions to the related-party on the cost of debt," *Korean Accounting Journal*, 24(3), pp.1-31.
- Jiang, J., (2008), "Beating earnings benchmarks and the cost of debt," *The Accounting Review*, 83(2), pp.377-416.
- Jung, K., and G. Lee, (2017), "The relation among managerial ability, audit effort, and audit fee premium," *Accounting Information Review*, 35(3), pp.301-331.
- Kim, M. T., J. B. Wee, and S. I. Jeon, (2006), "Controlling effects of corporate bonds grading system on earnings management," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 35(5), pp.45-74.
- Kim, S., and J. Han, (2019), "strategic deviance and audit quality," *Korean Accounting Journal*, 28(6), pp.221-250.
- Klein, A., (2002), "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management," *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), pp.375-400.
- Kothari, S., A. Leone, and C. Wasley, (2005), "Performance matched discretionary accrual measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), pp.163-197.
- Kweon, S. C., C. H. Kim, and S. S. Kim, (2010), "The effects of book-tax difference on cost of capital," *Korea International Accounting Review*, 34, pp.75-95.
- Lee, A. Y., S. B. Chun, and S. S. Park, (2008), "The effect of unfaithful disclosure on the cost of debt," *Korean Accounting Review*, 33(1), pp.127-158.
- Lee, S. C., (2011), "A study on the relationship between disclosure quality and cost of debt capital," *Korean Accounting Journal*, 20(4), pp.1-34.
- Li, S., and N. Richie, (2016), "Income smoothing and the cost of debt," *China Journal of Accounting Research*, 9(3), pp.175-190.
- Lipe, R., (1990), "The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information," *The Accounting Review*, 65, pp.49-71.
- Mansi, S. A., W. F. Maxwell, and D. P. Miller, (2004), "Does auditor quality and tenure matter to investors? Evidence from the bond market," *Journal of Accounting Research*, 42, pp.755-793.
- Miles, R. E., and C. C. Snow, (2003), "*Organizational strategy, structure, and process*," Stanford, CA: Stanford University Press.

- Miller, D., I. L. Breton-Miller, and R. H. Lester, (2013), "Family firm governance, strategic conformity, and performance: Institutional vs. strategic perspectives," *Organization Science* 24(1), pp.189-209.
- Park, G. Y., and M. T. Kim, (2009), "The effects of earnings quality through earnings persistence on credit evaluation," *Korea International Accounting Review*, 25, pp.71-89.
- Park, J. I., and H. J. Nam, (2010), "The effect of external audits and the demand for differential audits by non-listed small firms on credit rating - Focused on initial external audited firms," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 52, pp.363-405.
- Pittman, J. A., and S. Fortin, (2004), "Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms," *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), pp.113-136.
- Rock, S., S. Sedo, and M. Willenborg, (2001), "Analyst following and count-data econometrics," *Journal of Accounting and Economics*, 30(3), pp. 351-373.
- Ryu, H. S., K. S. Kim, and G. D. Choi, (2015), "Business strategy and cost of capital," *Korean Accounting Journal*, 24(6), pp.393-429.
- Ryu, Y., S. Ji, K. Lee, and J. Moon, (2017), "A study on the relevance between book-tax difference and crediting rating - In the group of large book-tax difference -," *Tax Accounting Research*, 54, pp.123-141.
- Sengupta, P., (1998), "Corporate disclosure quality and the cost of debt," *The Accounting Review*, 73(4), pp.459-474.
- Shin, J. Y., C. W. Suh, and J. I. Park, (2012), "The effect of corporate governance on the association between earnings and credit ratings," *Korean Management Review*, 41(6), pp. 1309-1345.
- Tang, T., (2009), "Information asymmetry and firms' credit market access: Evidence from Moody's credit rating format refinement," *Journal of Financial Economics*, 93(2), pp.325-351.
- Tang, J. Y., M. Crossan, and W. G. Rowe, (2011), "Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board," *Journal of Management Studies*, 48(7), pp.1479-1503.
- Taylor, W. B., and R. J. Bloomfield, (2011), "Norms, conformity, and controls," *Journal of Accounting Research*, 49, pp.753-790.
- Teece, D. J., G. Pisano, and A. Shuen, (1997), "Dynamic capabilities and strategic management," *Strategic Management Journal*, 18(7), pp. 509-533.
- Thompson, J. D., and A. J. Strickland, (2003), "Strategic management: Concept and cases, 13th, Irwin.
- Verrecchia, R. E., (1983), "Discretionary disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 5, pp.179-194.
- Wang, R., (2018), "Strategic deviance and accounting conservatism," *American Journal of Industrial and Business Management*, 8(5), pp.1197-1228.
- Wernerfelt, B., (1984), "A resource based view of the firm," *Strategic Management Journal*, 5, pp.171-180.

- The author Sangmi Kim is an assistant professor at Department of Accounting and Taxation, Dongduk Women's University. She received Ph. D in business administration from Ewha Womans University. Her recent research interests lie in audit quality, auditor selection, corporate strategy and integrating accounting.
- The author Su-Young Choi is an lecturer at College of Business administration, Inha University. She received Ph. D in business administration from Inha University. Her recent research interests lie in abnormal investment, stock price crash risk, conservatism, and analysts' forecast properties.