

Print ISSN: 2233-4165 / Online ISSN: 2233-5382
doi:http://dx.doi.org/10.13106/ijidb.2017.vol8.no5.87.

The Effect of Managerial Overconfidence on Crash Risk*

경영자과신이 주가급락위험에 미치는 영향

Haeyoung Ryu(유혜영)**

Received: August 10, 2017. Revised: October 14, 2017. Accepted: October 15, 2017.

Abstract

Purpose – This paper investigates whether managerial overconfidence is associated with firm-specific crash risk. Overconfidence leads managers to overestimate the returns of their investment projects, and misperceive negative net present value projects as value creating. They even use voluntary disclosures to convey their optimistic beliefs about the firms' long-term prospects to the stock market. Thus, the overconfidence bias can lead to managerial bad news hoarding behavior. When bad news accumulates and crosses some tipping point, it will come out all at once, resulting in a stock price crash.

Research design, data and methodology – 7,385 firm-years used for the main analysis are from the KIS Value database between 2006 and 2013. This database covers KOSPI-listed and KOSDAQ-listed firms in Korea. The proxy for overconfidence is based on excess investment in assets. A residual from the regression of total asset growth on sales growth run by industry-year is used as an independent variable. If a firm has at least one crash week during a year, it is referred to as a high crash risk firm. The dependant variable is a dummy variable that equals 1 if a firm is a high crash risk firm, and zero otherwise. After explaining the relationship between managerial overconfidence and crash risk, the total sample was divided into two sub-samples; chaebol firms and non-chaebol firms. The relation between how I overconfidence and crash risk varies with business group affiliation was investigated.

Results – The results showed that managerial overconfidence is positively related to crash risk. Specifically, the coefficient of OVERC is significantly positive, supporting the prediction. The results are strong and robust in non-chaebol firms.

Conclusions – The results show that firms with overconfident managers are likely to experience stock price crashes. This study is related to past literature that examines the impact of managerial overconfidence on the stock market. This study contributes to the literature by examining whether overconfidence can explain a firm's future crashes.

Keywords: Managerial Overconfidence, Optimism, Stock Crash Risk.

JEL Classifications: D52, G30, M41.

1. 서론

경영자는 제한된 정보를 바탕으로 기업이 처한 상황을 분석하고, 미래의 성과를 예측하여 기업 관련 의사결정을 내린다. 따라서 경영자의 의사결정은 경영자의 주관적인 판단 성향에 의해 영향을 받는다(Cyert & March, 1963). 예를 들어, 과신성향이 높은 경영자는 자신이 운용하는 프로젝트의 미래 수익률을 과대평가하고(Malmemdir & Tate, 2005), 자신에게 부진한 매출을 회복시킬 능력이 있다고 믿는데(Brown & Sarma,

2007), 이러한 경영자의 성향은 경영자의 기업 관련 의사결정에 반영되기 마련이다. 경영자가 어떠한 의사결정을 내리느냐에 따라 향후 기업 성과가 좌우되고, 궁극적으로 기업가치 역시 영향 받는다는 점을 감안할 때, 경영자의 특성에 관한 연구는 그 필요성이 크다 하겠다.

일반적으로 사람들은 자신이 평균이상의 판단능력 및 대처 능력이 있다고 생각한다(Weinstein, 1980; Svenson, 1981). 기업을 운영하는 경영자의 경우, 자신의 판단력 및 통제력에 대한 과신성향이 더욱 강한 것으로 보고되었다(Brown & Sarma, 2007). 일련의 선행연구들은 경영자의 과신성향이 기업 의사결정에 어떠한 영향을 미치는 지 살펴보았는데, Haribar and Yang (2016)은 과신성향이 높은 경영자의 경우, 기업투자로부터의 미래수익을 과대평가하기 때문에 기업관련 긍정적 예측정보를 보다 많이 공시한다고 보고하였다. Ahmed and Duellman (2013)은 경영자의 과신성향에 따른 재무보고방식에 대해 분석

* This work was supported by Hansei University Research Fund of 2016.

** First Author, Assistant Professor, Department of International Business, Hansei University, Korea.
Tel: +82-31-450-5318, E-mail: hyryu@hansei.ac.kr

하였는데, 경영자의 미래 수익에 대한 과신정도가 강할수록 공격적으로 회계처리를 하는 한편, 손실인식을 미루는 경향이 큰 것으로 나타났다. Schrand and Zechman (2012) 역시 과신성향의 경영자일수록 재무제표 상 오류발생이 많고 보다 많은 감리지적을 받는다고 주장하였다. 즉, 선행연구들은 미래 수익에 대해 과대평가하고 자신이 담당하고 있는 프로젝트들을 성공적으로 통제할 수 있다고 생각하는 경영자일수록 공격적으로 회계처리를 수행하는 한편, 손실인식을 미루고, 긍정적 정보만을 선별적으로 공개하는 경향이 있다고 언급하였다.

한편, 전 세계적으로 여러 차례의 주가급락(crash)이 나타나면서, 주가급락이 나타나는 원인에 대해 분석하는 연구들이 활발히 진행되어 왔다. 주가급락이란 고평가 되어있던 주가가 급격하게 떨어지는 현상을 말한다. 정보 불투명성이 장기간에 걸쳐 지속되어 정보가 적절히 주가에 반영되지 못할 경우, 주가는 본연의 가치보다 높게 평가되는데, 이러한 불투명한 정보의 양이 임계점에 이르면 순식간에 시장에 퍼지면서 고평가되어 있던 주가가 급락하게 된다(Jin & Myers, 2006). 주가급락 관련 선행연구는 대리인 문제가 주가급락을 야기한다고 보고한 바 있다(Hutton et al., 2009). 경영자가 본인의 사적이익 추구를 위해 여러 정보들을 장기간에 걸쳐 공개하지 않는 경우, 주가가 본연의 가치에 비해 고평가되는데, 축적된 정보들이 임계점에 이르러 시장에 순식간에 퍼지는 순간 주가가 급락하게 된다는 것이다.

본 연구에서는 경영자의 과신성향에 의한 정보조절 역시 정보 불투명성을 야기하여 미래의 주가급락을 초래할 것이라 예상하고, 경영자 과신성향에 따른 주가급락 위험에 대해 분석하고자 한다. 앞서 언급했듯이 Jin and Myers(2006)는 정보 불투명성이 높을수록 주가급락이 빈번하게 발생한다고 보고하였다. 경영자의 과신성향은 주식시장에 대한 경영자의 정보 공급에 영향을 미친다. 과신 경영자들은 부정적 정보의 공시는 보류하는 한편, 호재성 정보의 경우 보다 빈번한 자발적 공시를 통해 기업의 장기전망에 대한 긍정적인 믿음을 주식시장에 전달하고자 한다(Haribar & Yang, 2016). 즉, 경영자의 선별적 정보공시는 자본시장 정보환경의 불투명성을 증가시켜 미래의 주가급락을 초래할 것이다. Kim et al. (2016)은 경영자의 과신성향이 정보의 은폐를 야기할 가능성이 있다고 보고, 미국기업들을 대상으로 과신에 의한 정보의 은닉이 극단적 추가하락에 미치는 영향에 대해 분석한 바 있다. 본 연구는 한국의 기업구조가 기업집단 소속여부 등 미국과 상이한 점에 착안하여, 우리나라 기업들을 대상으로 경영자의 과신성향이 주가급락 위험에 미치는 영향에 대해 분석해보자 한다.

2. 선행연구 고찰 및 연구가설

일련의 연구들은 대리인문제의 관점에서 주가급락을 분석하였다. 본 연구에서는 경영자의 성향에 초점을 맞추어 주가급락을 살펴보고자 하며, 이는 주가급락의 원인을 경영자의 기회주의적 유인으로 지목하는 선행연구와는 차이가 있다.

경영자는 기업을 둘러싼 불투명한 정보환경 및 제한된 투자자보호제도 하에서 경영자의 지위에 위협이 될 수 있는 기업 관련 부정적 정보의 공개를 보류할 유인이 있다(Healy & Palepu, 2001). 이렇게 누락된 부정적 정보들은 장기간 축적되어 있다가 임계점에 이르러 시장에 퍼지게 되는데, 이때 고평가 되어 있던 주가가 급락하게 된다. Hutton et al. (2009)의

논문 및 Kim et al. (2011)의 논문은 이익조정과 조세전략으로 인한 불투명한 기업환경이 경영자로 하여금 악재 공시를 지연 시킴으로써 주가급락을 야기한다고 보고한 바 있다. Benmelech et al. (2010)은 스톡옵션을 부여받은 경영자가 악재의 공개를 지연시킴으로써 주가를 높게 유지할 유인이 있다고 주장하였다.

즉, 주가급락이란 경영자가 여러 정보들을 장기간에 걸쳐 공개하지 않는 경우, 정보 불투명성이 장기간 지속되어, 기업 가치가 본연의 가치에 비해 고평가되는데, 이렇게 쌓인 기업의 정보들이 어느 지점에 이르러 시장에 순식간에 퍼지는 순간 주가가 급락하는 현상이다(Jin & Myers, 2006). 본 연구에서는 과신성향의 경영자가 정보공개 조절을 수행한다는 선행연구에 근거하여, 경영자 과신성향에 따른 주가급락현상에 대해 검증하고자 한다.

일반적으로 사람들은 자신이 평균이상의 판단력을 보유하고 있다고 생각하는데(Alicke, 1985), 경영자의 경우, 이러한 과신성향이 더 강한 것으로 보고되었다(Brown & Sarma, 2007). 선행 연구들은 과신경영자일수록 자신이 담당하는 프로젝트의 미래 수익률을 과대평가하며, 기업의 상황에 대한 자신의 대응력 및 통제력을 확신하기 때문에, 회계처리 시 손실인식을 미루고(Ahmed & Duellman, 2013), 기업관련 긍정적 정보를 보다 많이 공시한다고 보고하였다(Haribar & Yang, 2016).

경영자의 과신은 주식시장에 대한 경영자의 정보 공급에 영향을 미친다. Kim et al. (2016)은 경영자의 과신성향이 정보의 은폐를 야기할 가능성이 있다고 주장한 바 있다. 과신 경영자들은 자신이 담당하고 있는 프로젝트의 미래수익률에 대해 과대평가하고 있기 때문에, 프로젝트 관련 부정적 정보들을 공개하기 꺼려한다. 즉, 부정적 정보의 공개로 인해 외부투자자들의 이목 집중 및 간섭을 받음으로써, 경영자가 확신하고 있는 프로젝트가 중단되는 것을 원치 않기 때문에(Hayward et al., 2004), 부정적 정보의 공시를 보류할 유인이 있다. 동시에 이러한 경영자들은 호재성 정보의 자발적 공시를 통해 기업의 장기전망에 대한 긍정적인 믿음을 주식시장에 전달하고자 한다(Haribar & Yang, 2016). 따라서 경영자의 과신성향은 기업 관련 부정적 정보의 축적을 야기한다. 그러나 이렇게 쌓인 부정적 정보들은 임계점에 이르러 시장에 퍼져 나오게 되고, 고평가 되어있던 주가는 급락하게 될 것이다. 이에 다음과 같이 본 논문의 가설을 설정한다.

<가설> 미래 수익에 대한 확신이 큰 경영자 기업일수록 그렇지 않은 기업보다 주가급락 위험이 발생할 확률이 높다.

3. 연구방법론

3.1. 변수의 측정

3.1.1. 경영자과신성향

경영자 과신성향은 경영자의 특성이기 때문에 기업의 다양한 재무구조를 통해 드러날 수 있다. 선행연구에서는 과신성향이 존재하는 경영자일수록 과잉투자를 수행하고(Malmendier & Tate, 2005), 무분별한 사업결합을 행하며(Malmendier & Tate, 2008), 내부자금으로 투자자금을 조달할 가능성이 높다고 보고하였다(Heaton, 2002). 또한 과신성향의 경영자일수록 만기

가 긴 부채를 사용하며, 배당은 적게 주는 경향이 있다고 언급하고 있다(Ben-David et al., 2013).

본 연구에서는 Schrand and Zechman (2012)의 연구를 따라 경영자 과신성향을 측정하였다. Schrand and Zechman (2012)는 다음 회귀식의 잔차를 경영자 과신성향의 대용치로 사용하였다.

$$\Delta Asset_{i,t} = \Delta Sales_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

여기서 종속변수인 $\Delta Asset_{i,t}$ 는 t기 기준 기업 i의 전기 대비 자산성장률이며 $\Delta Sales_{i,t}$ 는 기업 i의 t기 기준 전기 대비 매출액성장률이다. 산업-연도별로 회귀분석을 수행하여 추정된 잔차항의 값은 그 값이 0보다 큰 경우, 수익대비 자산에 대한 투자가 강하게 일어나고 있음을 의미한다. 미래 수익에 대해 과대평가하고 자신이 담당하고 있는 프로젝트들을 성공적으로 통제할 수 있다고 생각하는 경영자일수록 자본적 지출을 추진할 것이다(Malmendier & Tate, 2005). 따라서 특정기업이 수익증가분에 비해 자본적 지출을 더 많이 한 경우, 즉 잔차의 값이 0보다 클수록 경영자 과신성향이 존재한다고 해석한다.

3.1.2. 추가급락위험

특정 기업의 추가급락 위험(crash risk)을 측정하기 위해서는 우선 해당 기업특유(firm-specific)의 추가수익률을 측정해야 한다. 본 연구에서는 Hutton et al. (2009)과 Kim et al. (2011)의 논문을 따라 다음의 회귀 식 (1)을 이용하여 기업특유의 추가수익률을 추정하였다.

$$r_{j,\tau} = \alpha_j + \beta_1 r_{m,\tau-2} + \beta_2 r_{m,\tau-1} + \beta_3 r_{m,\tau} + \beta_4 r_{m,\tau+1} + \beta_5 r_{m,\tau+2} + \epsilon_{j,\tau} \quad (1)$$

종속변수인 $r_{j,\tau}$ 은 개별기업주식 j의 τ 주간에서의 주간수익률이며 독립변수인 $r_{m,\tau}$ 은 τ 주간 가치가중 시장지수(value weighted market index)이다. 또한 비동차적 거래(non synchronous trading)를 통제하기 위하여 두 주간 전과 후까지의 가치가중 시장지수를 독립변수로 포함하였다(Dimson, 1979). 회귀 식 (1)에서 추정된 잔차항 $\epsilon_{j,\tau}$ 은 시장의 영향을 배제한 기업특유의 추가수익률을 나타내지만 비대칭적인(skewed) 분포를 보여준다. 따라서 대칭적인 분포의 형태로 만들어주고자 다음의 식 (2)와 같이 1을 더해준 후 자연 대수화한 값을 기업특유의 추가수익률로 정의하였다.

$$W_{j,\tau} = \ln(1 + \epsilon_{j,\tau}) \quad (2)$$

본 연구에서는 위와 같이 추정된 기업 특유의 추가수익률을 이용하여 추가급락 발생여부(CRASH)로 추가급락 위험을 측정하였다. CRASH변수는 특정 기업의 추가급락 경험 여부를 나타내는 더미변수이다. 구체적으로, 기업특유 주간 추가수익률이 t년도 기업특유 주간 추가수익률 평균값 분포에서 하위 0.1%에 속하는 경험을 한 주가 한 번 이상이라도 있다면 추가급락을 경험한 기업으로 정의한다. 즉, 기업특유 주간 추가수익률이 t년도 평균 주간수익률의 표준편차에 3.09를 곱한 값보다 작은 경우가 있다면 추가급락을 경험하였다고 판단하여 CRASH변수에 1의 값을 부여한다.

3.2. 연구모형

본 연구에서는 과잉 투자의 정도로 측정한 경영자 과신성향이 높을수록 추가급락이 발생할 확률이 유의적으로 높은지 검증하고자 한다. 따라서 추가급락 위험을 나타내는 변수(CRASH)를 종속변수로, 경영자 과신성향 변수(OVERC) 및 통제변수들을 독립변수에 포함시켜 다음과 같은 식 (3)의 회귀모형을 구성한다. 추가급락 여부를 나타내는 CRASH변수는 더미변수이기 때문에 식 (3)은 로지스틱 회귀분석(logistic Regression)이다.

$$CRASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OVERC_{i,t-1} + \alpha_2 DTURN_{i,t-1} + \alpha_3 SIGMA_{i,t-1} + \alpha_4 SIZE_{i,t-1} + \alpha_5 MV_{i,t-1} + \alpha_6 LEV_{i,t-1} + \alpha_7 ROA_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

본 연구의 관심변수는 경영자 과신성향을 대용하는 변수인 OVERC변수이며, OVERC의 계수 값인 α_1 값이 <가설>을 검증하는 관심회귀계수이다. 따라서 α_1 값이 양(+)의 값을 갖되, 통계적으로 유의하다면 경영자 과신성향이 강한 기업일수록 추가급락위험이 높아질 가능성이 크다는 본 연구의 가설과 부합하는 결과이다.

통제변수로는 Chen et al. (2001)의 논문에서 추가급락위험에 영향을 미치는 것으로 판단된 변수들을 고려하였다. 우선 주식시장의 지표로 주간거래회전율의 평균값(DTURN)과 주간 수익률의 표준편차(SIGMA)를 포함하였으며, 기업 규모를 통제하고자 총자산에 자연로그를 취한 값인 SIZE변수를 모형에 추가하였다. 또한, 성장성 및 성과, 자금조달 등이 추가급락에 미치는 영향을 통제하고자 시장가치(MV) 변수와 부채비율(LEV) 변수, 총자산이익률(ROA)변수를 모형에 포함하였다. 본 연구에서는 현재의 경영자의 과신성향에 따른 미래의 추가급락위험을 검증하고자 경영자 과신성향 변수를 포함한 모든 독립변수들의 경우, 분석모형에서 당기가 아닌 전기의 측정치를 이용하였다.

<Table 1> Variable definitions

Variable	Definition
CRASH	An indicator variable that is equal to 1 if a firm has at least one crash week during the one-year period. A crash week is defined as a week in which the firm-specific weekly return is at least 3.09 standard deviations below the mean over the year.
OVERC	The residual of the regression of total asset growth on sales growth run by industry-year.
GROUPD	An indicator variable that is equal to 1 if a firm can be classified as a chaebol.
DTURN	De-trended average monthly stock turnover.
SIGMA	The standard deviation of firm-specific weekly returns over the fiscal year.
SIZE	The log of total assets
MV	The log of the market value of equity.
LEV	Total debts divided by total assets.
ROA	Net income divided by total assets.
i,t	firm, year

3.3. 표본

본 연구의 분석기간은 2006년부터 2013년까지로 유가증권 시장과 코스닥시장에 상장된 기업들을 대상으로 한다. 12월말 결산법인들로 한정하였으며, 금융업은 제외하였다. 7,385개의 기업-연도 표본이 사용되었으며, 재무자료는 Kis-Value에서 추출하였다.

4. 연구결과

4.1. 기초통계량

<Table 2>에는 연구에 사용된 변수들의 기초통계량이 제시되어 있다. 종속변수인 주가급락위험 더미변수(CRASH)의 평균은 0.155로 1,144개 기업-연도가 주가급락위험을 경험한 것으로 나타났다. 잔차로 측정된 경영자 과신성향의 평균값은 -0.027로 기업들이 수익대비 자산에 대한 투자를 보수적으로 실시하고 있음을 알 수 있다. GROUPD 변수의 평균값은 0.114로 841개 기업-연도가 대규모기업집단에 소속되어 있음을 확인하였다.

4.2. 상관관계분석

<Table 3>은 분석에 사용된 변수들 간의 상관관계를 보여준다. 주요 관심변수인 주가급락위험 변수(CRASH)와 경영자 과신성향 변수(OVERC)의 경우, 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났으며, 5% 수준에서 유의하였다. 이는 경영자의 과신성향이 강한 기업일수록 선별적인 정보공시로 인해 주가급락위험이 유의하게 증가함을 의미한다.

4.3 로지스틱 회귀분석

<Table 4>는 경영자의 과신성향이 주가급락위험에 미치는 영향에 대한 로지스틱 회귀분석 결과이다. 먼저, 종속변수로 자산성장률을, 독립변수로 매출액성장률을 설정한 후 산업-연도별로 회귀분석을 수행하였다. 여기서 추출된 잔차의 값으로 경영자의 과신성향(OVERC)을 측정하였다. 잔차의 값이 0보다 큰 경우 과신성향이 강한 경영자를 의미한다. 종속변수인 주가급락위험(CRASH)변수의 경우, 발생여부를 나타내는 더미변수로, 만약 경영자의 과신성향이 강할수록 주가급락위험이 높아진다면 OVERC의 계수 값은 양(+)의 값을 나타낼 것이다.

로지스틱 회귀분석결과 OVERC의 계수 값은 0.252(wald = 3.481)로 10% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 과신성향의 경영자일수록 정보조절로 주가급락위험을 상승시킬 것이라는 <가설>을 지지하는 결과이다.

<Table 2> Descriptive statistics

Variable	N	Mean	Median	Standard deviation	Minimum	Maximum
CRASH	7385	0.155	0	0.362	0	1
OVERC	7385	-0.027	-0.048	0.242	-0.611	1.242
GROUPD	7385	0.114	0	0.318	0	1
DTURN	7385	-0.002	-0.001	0.023	-0.095	0.095
SIGMA	7385	0.078	0.076	0.014	0.066	0.110
SIZE	7385	18.883	18.592	1.423	15.838	23.274
MV	7385	25.205	24.882	1.476	22.662	29.932
LEV	7385	0.417	0.417	0.198	0.0422	0.926
ROA	7385	0.010	0.0298	0.120	-0.599	0.2907

Variable definitions: refer to <Table 1>.

<Table 3> Pearson-correlation matrix among variables

	OVERC	GROUP	DTURN	SIGMA	SIZE	MV	LEV	ROA
CRASH	0.029 (0.012)	-0.066 (<.0001)	0.028 (0.0158)	-0.004 (0.7025)	-0.198 (<.0001)	-0.164 (<.0001)	0.115 (<.0001)	-0.263 (<.0001)
OVERC		0.027 (0.022)	0.051 (<.0001)	0.010 (0.374)	0.108 (<.0001)	0.075 (<.0001)	0.049 (<.0001)	0.164 (<.0001)
GROUP			0.018 (0.128)	0.001 (0.9272)	0.571 (<.0001)	0.550 (<.0001)	0.136 (<.0001)	0.063 (<.0001)
DTURN				0.098 (<.0001)	0.045 (0.0001)	0.020 (0.0879)	0.012 (0.2899)	0.019 (0.1076)
SIGMA					0.003 (0.7676)	-0.029 (0.0113)	-0.005 (0.6552)	0.003 (0.8167)
SIZE						0.866 (<.0001)	0.200 (<.0001)	0.252 (<.0001)
MV							-0.010 (0.3979)	0.239 (<.0001)
LEV								-0.266 (<.0001)

Variable definitions: refer to <Table 1>. Values in parentheses are p-values.

<Table 4> The effect of managerial overconfidence on stock crash risk

$$CRASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OVERC_{i,t-1} + \alpha_2 DTURN_{i,t-1} + \alpha_3 SIGMA_{i,t-1} + \alpha_4 SIZE_{i,t-1} + \alpha_5 MV_{i,t-1} + \alpha_6 LEV_{i,t-1} + \alpha_7 ROA_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

Variables	Coeff.	Wald χ^2 value
Intercept	2.794	6.405**
OVERC	0.252	3.481*
DTURN	2.595	3.998**
SIGMA	37.708	11.078***
SIZE	-0.573	104.246***
MV	0.109	4.336**
LEV	1.945	91.505***
ROA	-3.394	143.691***
Industry Dummies	Included	
Year Dummies	Included	
Model Fit	Pseudo R ²	0.142
	Likelihood Ratio	904.699***
Sample Size	7385	

Notes: ***, **, and * represent significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.
Variable definitions: refer to <Table 1>.

<Table 5> The effect of managerial overconfidence on stock crash risk in Korean business groups

$$CRASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OVERC_{i,t-1} + \alpha_2 DTURN_{i,t-1} + \alpha_3 SIGMA_{i,t-1} + \alpha_4 SIZE_{i,t-1} + \alpha_5 MV_{i,t-1} + \alpha_6 LEV_{i,t-1} + \alpha_7 ROA_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

Variables	GROUP=1		GROUP=0	
	Coeff.	Wald χ^2 value	Coeff.	Wald χ^2 value
Intercept	-6.1825	2.8873*	5.7438	20.9103***
OVERC	-0.0809	0.0199	0.288	4.2382**
DTURN	42.2338	9.4178***	2.2768	3.0687*
SIGMA	58.7165	2.1796	38.699	10.5412***
SIZE	-0.2016	0.9231	-0.6881	125.5957***
MV	0.0778	0.1818	0.0725	1.6208
LEV	4.0766	19.4376***	1.7862	71.5258***
ROA	-6.1147	15.5238***	-3.1042	114.1735***
Industry Dummies	Included		Included	
Year Dummies	Included		Included	
Model Fit	Pseudo R ²	0.215	0.143	
	Likelihood Ratio	109.1224***	835.6411***	
Sample Size	845		6540	

Notes: ***, **, and * represent significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.
Variable definitions: refer to <Table 1>.

4.4. 추가분석

최근 기업집단에 속한 기업(재벌기업)들은 지배구조의 개선을 위해 지주회사 체제로 소유구조를 전환하고 있다. 지주회사로 변경되는 경우, 지주회사와 자회사 간의 책임관계가 명확해짐에 따라 경영투명성이 제고된다는 장점이 있다. 동시에, 시장참여자들로부터 효과적인 경영감시를 받게 된다. 따라서 기업집단에 소속된 기업의 경우, 타 기업에 비해 경영자에 대한 통제가 효율적으로 이루어질 것이다. 이에, 본 연구에서는 재벌기업 여부에 따라 경영자과신에 의한 추가급락위험이 차별적으로 나타나는지 살펴보고자 하였다.

<Table 5>는 전체표본을 재벌기업과 비재벌기업으로 나눈

뒤, 그룹별로 경영자 과신에 의한 추가급락위험 발생정도를 분석한 결과이다. 검증결과, 비재벌기업에서만 OVERC의 계수값이 0.288(wald=4.238)로 5% 수준에서 유의한 결과를 보여주었다. 이는 기업집단에 속하지 않은 기업들의 경우, 상대적으로 경영자에 대한 통제력이 낮아 경영자의 정보조절로 인한 추가급락이 발생할 가능성이 높음을 의미한다.

본 연구의 결과는 경영자의 과신에 의한 추가급락 발생이 경영자가 속해 있는 기업의 투명성 및 통제환경에 의해 좌우될 수 있음을 시사한다. 선행연구들에서도 국제회계기준의 준수와 같은 투명한 기업환경 및 기관투자자의 존재 등이 급락의 위험을 감소시킨다고 보고된 바 있다(DeFond et al., 2015; Callen & Fang, 2013).

5. 결론 및 시사점

본 연구는 경영자의 과신성향이 기업의 주가급락 위험에 어떠한 영향을 미치는 지 검증하였다. 주가급락이란 본연의 가치보다 높게 평가되어 있는 주가가 급락하는 현상이다. 기업정보가 주가에 적절히 반영되지 못하는 경우, 주가는 고평가된 상태에 있게 되는데, 공개되지 않은 정보가 임계점에 이르러 시장에 퍼지면서 고평가되어있던 주가가 급격히 떨어지게 된다 (Jin & Myers, 2006). 선행연구에서는 주가급락이 발생하는 주요 원인으로 대리인 문제를 언급하였다(Hutton et al., 2009). 경영자가 본인의 효용을 위해 정보 공시를 조절하는 경우, 주가가 본연의 가치보다 높게 산정되어 주가급락이 발생하게 된다는 것이다.

반면, 본 연구에서는 과신성향의 경영자가 부정적 정보 대비 호재성 정보를 자발적으로 공시한다는 선행연구(Haribar & Yang, 2016)에 근거하여 경영자의 과신이 주가급락 위험에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 경영자가 자신의 능력을 과신하게 되면 기업 관련 위험을 과소평가하게 되어 기업 가치에 반하는 전략을 선택할 가능성이 높아진다(Hayward et al., 2004). 본 연구는 과신에 의한 정보조절이 주가급락에 미치는 영향에 대해 살펴봄으로써, 경영자의 성향과 기업 가치와의 관계를 분석한 선행연구들을 확장하고자 하였다.

분석결과 미래에 대한 과신으로 매출액증가 대비 자산을 공격적으로 증가시키는 경영자가 운영하는 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비해서 주가가 급락할 위험이 높은 것으로 나타났다. 추가분석으로는 전체 표본을 재벌기업과 비재벌기업으로

나누고, 과신성향에 따른 주가급락위험에 대해 살펴보았다. 검증결과, 기업집단에 속하지 않은 기업들에서 주가급락이 유의하게 나타났는데, 이는 경영자에 대한 통제력이 상대적으로 낮은 비재벌기업에서 경영자의 정보조절이 일어날 가능성이 높음을 시사한다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점이 있다. 본 연구는 주가급락과 같은 자본시장현상의 원인으로 경영자의 특성을 고려하였다. 주가급락 관련 선행연구들은 주로 금융시장 구조 및 대리인 문제가 주가급락 위험에 미치는 영향에 대해 분석하였으며, 경영자 특성이 극단적 주가급락에 미치는 영향에 대해서는 아직 활발히 연구가 이루어지지 않고 있다. 본 연구는 한국의 기업구조가 미국과 상이한 점에 착안하여, 우리나라 기업들을 대상으로 경영자의 과신성향이 주가급락 위험에 미치는 영향에 대해 분석하였다는 데 그 의의가 있다. 나아가 기업집단 소속 여부에 따라 경영자에 대한 통제가 상이하여 주가급락이 차별적으로 나타난다는 본 연구의 결과는 국제적으로도 흥미로운 결과를 제시하는 것이라 판단된다.

본 연구의 결과는 자본시장 투자자들 및 감독당국에 기업평가 시 기업의 경영자 성향 및 그에 따른 공시정책이 왜 고려되어야 하며, 주가위험에 어떠한 영향을 미치는 지 등의 시사점을 제공한다. 향후 연구방향으로는 기업지배구조에 따라 과신에 따른 주가급락이 상이하게 나타날 수 있다는 Habib et al.(2017)의 연구를 참조하여, 경영자의 영향력이 절대적인 중소기업과 지주회사 등이 투자를 결정하는 재벌기업의 주가급락 위험을 비교 분석해보고자 한다.

References

- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1-30.
- Alicke, M. D. (1985). Global self-evaluation as determined by the desirability and controllability of trait adjectives. *Journal of Personality and Social Psychology*, 49(6), 1621-1630.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial Miscalibration. *Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547-1584.
- Benmelech, E., Kandel, E., & Veronesi, P. (2010). Stock-based compensation and CEO (dis)incentives. *Quarterly Journal of Economics*, 125, 1769-1820.
- Brown, R., & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 358-379.
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61, 345-381.
- Cyert, R., & March, J. (1963). *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism?. *Journal of Banking and Finance*, 37(8), 3047-3063.
- DeFond, M., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk? *The Accounting Review*, 90(1), 265-299.
- Dimson, E. (1979). Risk management when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics*, 7, 197-226.
- Habib, A., Hasan M. M., & Jiang, H. (2017). Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Accounting and Finance*, 57(2), 1-41.
- Hayward, M. L. A., Rindova, V. P., & Pollock, T. G. (2004). Believing one' own press: The causes and consequences of CEO celebrity. *Strategic Management Journal*, 25(7), 637-653.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics*, 31, 405-440.
- Heaton, J. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31, 33-45.
- Hribar, P., & Yang, H. (2016). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting*

- Research*, 33(1), 204-227.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2 and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Jin, L., & Myers, C. S. (2006). Around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79, 257-292.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100, 639-662.
- Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 33, 1720-1749.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(2), 661-700.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89, 20-43.
- March, J. G., & Simon, H. A. (1958). *Organizations*. Cambridge, MA: Blackwell.
- Schrand, C. M., & Zechman, S. L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53, 311-329.
- Svenson, A. (1981). Are we all less risky than our fellow drivers?. *Acta Psychologica*, 47, 143-148.
- Weinstein, N. D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of Personality and Social Psychology*, 39, 806-820.

