Journal of the Korea Convergence Society
Vol. 10. No. 8, pp. 217-226, 2019

ISSN 2233-4890
https://doi.org/10.15207/JKCS.2019.10.8.217

소유지배괴리도가 자기자본비용에 미치는 영향

최동권[1], 최성호[2*]
[1]전남대학교 경영학과 박사과정, [2]전남대학교 경영대학 경영학부 교수

The Effect of Wedge on Implied Cost of Equity

Dong-Kwon Choi[1], Sungho Choi[2*]
[1]Ph.D. Course, College of Business Administration, Chonnam National University
[2]Professor, College of Business Administration, Chonnam National University

요 약 본 연구는 국내의 대규모기업집단 소속기업들을 대상으로 지배주주의 소유지배괴리도(Wedge)가 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하였다. 기존의 선행연구에 의하면 지배주주가 소유지분을 초과하는 의결권을 가지게 되면 지배주주가 소액주주를 착취하는 대리인 문제가 발생할 수 있고, 따라서 소유지배괴리도는 위험요인으로 인식되어 투자자들은 이에 대한 추가적인 보상을 요구하게 되어 자기자본비용은 상승한다. 소유지배괴리도는 공정거래위원회의 직접지분 기준방식을 사용하여 측정하였고, 자기자본비용은 Ohlson(1995) 모형을 확장한 잔여이익평가모형으로 추정된 값을 이용하였다. 분석결과 지배주주의 소유지배괴리도와 자기자본비용 사이에는 통계적으로 유의미한 정(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 이 결과는 지배주주의 의결권이 소유지분을 더 많이 초과할수록 지배주주의가 사적이익을 추구할 유인이 증가하여 투자자는 더 높은 위험프리미엄을 요구한다는 의미로 해석할 수 있다.

주제어 : 소유지배괴리도, 소유권, 의결권, 자기자본비용, 잔여이익평가모형

Abstract This study examines the effect of the wedge between voting rights and cash flow rights of controlling shareholders on the implied cost of equity. Prior studies posit that controlling shareholder's voting rights exceeding cash flow rights causes expropriating minority shareholders. Using date from 793 group-affiliated Korean firms for 10 years from 2005 to 2016, the result shows that there is a positive and significant relationship between controlling shareholders' wedge and implied cost of equity. This result implies that investors regard the controlling shareholders' wedge as potential agency cost in which they require additional risk premium because controlling shareholders have a strong incentive to pursue their private interests trough tunneling practices.

Key Words : Wedge, Voting Rights, Cash Flow Rights, Implied Cost of Equity, RIM

*The Authors are grateful for the 2017 financial assistance provided by The Research Foundation, Graduate School of Business, Chonnam National University, Republic of Korea.
*Corresponding Author : Sungho Choi(shchoi@jnu.ac.kr)
Received July 19, 2019 Revised August 5, 2019
Accepted August 20, 2019 Published August 28, 2019

1. 서론

한국개발연구원(KDI)[1]에 의하면 소유지배괴리도(Wedge)[1)]의 수준이 높은 기업집단들에서 소유지배구조는 기업 내·외부 통제시스템의 작동을 방해하여 대리인 문제를 유발하는 근본적인 요인이라고 주장한다. 이 보고서가 발표된 이후로 소유지배괴리도에 대한 연구가 지속적으로 진행되고 있다. 소유지배괴리도가 큰 기업일수록 지배주주는 그들의 사적이익 추구 성향을 감추려할 것이고, 따라서 경영자들은 시장에 정보를 제공하지 않으려 할 것이므로 정보공개수준이 감소하여 해당기업의 정보비대칭성은 증가한다고 볼 수 있다. 지배주주의 소유지배괴리도와 기업가치 및 경영성과의 관련성에 관한 연구들은 소유지배괴리도가 커질수록 기업가치와 경영성과가 저조하고 이익예측의 정확성도 감소한다는 공통된 결과를 보고하고 있다[2-6]. 그 중에서도 Baek et al.(2004)는 국내 기업집단 소속기업을 대상으로 외환위기 동안 지배구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 외국인 지분율이나 정보공개의 수준이 높은 기업들에서 주가 하락이 낮게 나타난 반면 지배주주의 통제권이 소유권보다 높은 재벌기업들의 주가 하락은 높게 나타났다는 결과를 보고하였다[2]. 그들은 이러한 결과들이 경영자에게 가하는 자본시장의 처벌이 약하기 때문에 지배주주의 사적이익 추구에 따른 대리인비용의 증가에서 기인하였다고 주장하였다. 지배주주의 사적이익 추구에서 기인한 대리인 문제는 기업집단 소속계열사 간의 일감몰아주기, 이자율 조정, 내부거래가격 조정 등과 같이 다양한 형태로 나타날 수 있다[7]. 지배주주의 사적이익 추구행위는 주주 및 투자자들에게 대리인비용으로 인식되어 자기자본비용을 증가시키는 요인으로 작용한다. 또한 소유지배괴리도가 높은 기업은 시장에 제공하는 정보가 제한적이어서 정보비대칭성이 상대적으로 상승할 것이고, 이에 따라 투자자들의 불확실성이 증가하는 동시에 주식의 유동성도 떨어지게 되므로, 투자자들의 요구수익률이 증가하게 되어 해당기업에 대한 자본비용은 상승하게 된다. 그럼에도 자기자본비용에 대한 연구는 지금까지 정보위험과 경영자의 지분율에 한정되어 왔다. 따라서 본 연구는 국내 대규모 기업집단에 속한 상장기업을 대상으로 소유지배괴리도가 자기자본비용에 미치는 영향을 분석한다.

본 연구는 기업지배구조에 많은 영향을 미치는 중요한 변수인 소유지배괴리도와 투자자의 요구수익률인 자기자본비용 사이의 직접적인 관련성을 실증분석함으로써 소유지배괴리도에 관한 선행연구의 범위를 확장하였다. 이와 더불어 소유지배괴리도와 자기자본비용 사이의 상관관계가 기업지배구조를 통제한 이후에도 통계적으로 유의한지를 분석함으로써 소유지배괴리도가 자본시장의 비효율성을 초래하는 요소로서 기업가치에 영향을 미치는지를 검증하게 한다는 점에서 관련분야의 연구에 기여할 수 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 소유지배괴리도와 자기자본비용에 관한 선행연구들을 살펴보고, 3장에서는 분서에 이용된 자료 및 연구가설과 연구방법론에 대해서 기술한다. 4장에서는 소유지배괴리도와 자기자본비용 간의 관계를 실증분석한 결과들을 제시하고, 마지막으로 5장에서는 연구의 결과를 정리한다.

2. 선행연구

기업에 대한 소유와 경영의 분리현상이 심화되면서 소유지배괴리에 대한 연구는 지속적인 관심의 대상이 되어왔고, 이 분야의 관련된 논문들은 대리인문제에 기반을 두고 있다. 일반적으로 경영자들은 자신들의 사적이익을 극대화 하려는 경향이 있고, 따라서 소유지배괴리도가 클수록 경영자와 주주 및 투자자 간의 이해관계 불일치로 인한 경영자의 기회주의적인 행동이 강화되는 대리인 문제가 발생할 가능성이 높다[8]. 대리인문제에 대한 대표적인 가설로는 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)과 경영자안주가설(management entrenchment hypothesis)이 있다. 전자는 경영자의 지분율이 상승하면 경영자와 주주의 이해관계가 일치되고 대리인문제에 기인한 비용이 감소한다고 주장[9]하는 반면에, 후자는 경영자의 지분율이 증가할수록 경영자의 사적이익을 추구하려는 유인이 상승하여 대리인비용이 증가하고 기업가치는 하락한다고 주장한다[10]. Morck et al.(1988)는 두 가설을 절충하여 경영자의 지분율과 기업가치 사이에는 비선형 관계가 존재한다고 주장한다[11]. 특히나 소유지배 괴리도와 관련된 대리인문제는 기존의 대리인문제들과는 상이하게 정보비대칭 하에서의 소액주주에 대한 지배주주의 착취에서 기인한다[12,13]. 소유지배괴리도가 클수록 지배주주의 권한은 증가하는 반면에 비용에 대한 책임은 줄어들어, 지배주주들은 간접지배를 통한 사적이익을 추구하려는 유인이 증가하나 비용은 소액주주들에게 전가

1) 소유지배괴리도는 지배주주 및 지배주주 일가가 보유하고 있는 해당 기업에 대한 소유권과 의결권의 차이를 일컫는 용어로, 일반적으로 Wedge로 표현된다.

하는 착취행위가 발생한다. 이러한 현상은 지배주주의 소유지분이 낮은 기업에서 소유지분이 높은 기업으로 자원을 이전시켜 사적이익을 추구하는 터널링(tunneling) 형태로 나타난다. 이러한 터널링은 다양한 형태로 나타나게 되는데 대표적으로 그룹에 속한 기업 간 일감몰아주기, 기업 간 대출이자율 조정, 자산 매각 및 내부거래가격 조정을 통한 , 기업 내부자원의 사적 활용, 사적이익을 목적으로 한 프로젝트, 계열사의 인수합병 등이 있다[7].

지배주주의 소유지배괴리도는 투자자와 채권자의 이익을 해칠 수 있는 중요한 요소로써 가족소유형 기업들에서 뚜렷이 발견되었다. La Porta et al.(1999)는 동아시아 국가들에서 지배주주의 소유집중도가 높게 나타나는 것을 발견하였고, 아시아 국가들의 80%가 넘는 기업들에서 소유지배괴리도가 현저히 나타나고 있음을 확인하였다[14]. 미국의 상장기업을 대상으로 가족소유형태의 지배구조와 기업가치에 관해 연구한 논문은 주주와 경영자의 대리인문제, 대주주와 소액주주간의 대리인문제가 기업가치에 영향을 미친다는 것을 발견하였다[15]. Claessens et al.(2000)은 동아시아 기업을 대상으로 소유지배괴리도를 분석하였고, 대부분의 대상 국가들에서 피라미드나 상호출자를 통한 의결권이 강화되고 있는 것을 발견하였다[16]. Faccio and Lang(2002)는 서유럽 국가들의 기업들을 대상으로 분석하여, 벨기에, 이탈리아, 스웨덴 등 5개국에서 소유지배괴리도가 높게 나타나는 것을 발견하였다[13]. Mitton(2002)은 외환위기 동안에 동아시아 5개국의 상장기업을 대상으로 소유지배구조와 주식수익률간의 관계를 연구하여, 회계정보의 질이 높고, 외부주주의 지분율 집중도가 큰 기업에서 주식수익률이 높게 나타나는 사실을 발견하였다[17]. Lemmon and Lins(2003)은 동아시아 국가들의 상장기업을 대상으로 소유지배구조가 주주가치에 미친 영향을 분석하여, 소유지배괴리도가 큰 기업들에서 외환위기 동안의 주식수익률이 20%까지 낮아지는 현상을 발견하고 소액주주에 대한 착취와 인센티브가 존재한다는 것을 주장하였다[18]. 또한 Atanasov et al.(2010)은 지배주주의 소유지분이 낮은 계열사의 경영성과가 경쟁사들에 비해 낮게 나타나 자회사의 소액주주에 대한 지배주주의 착취행위가 존재한다고 주장하였다[19]. 한편, 이 연구자들과는 다르게 지배구조와 기업성과는 관련이 없다는 주장도 제기 되었는데, Demsetz and Lehn(1985)은 미국의 상장기업을 대상으로 소유집중도와 기업성과 간에 유의미한 상관관계를 발견할 수 없었다[20].

국내에서는 재벌이 시장에서 차지하는 비중이 압도적인 만큼 소유와 지배의 괴리와 대리인 문제에 대한 관심과 연구가 활발히 이루어져 왔고, 대부분의 연구에서는 소유지배괴리도가 기업가치를 훼손한다는 결과들을 보고하고 있다. Baek et al.(2004)는 국내 기업집단의 소속기업을 대상으로 IMF 경제위기 동안 지배주주의 소유지배괴리도가 높은 재벌들의 주식가치 하락이 높았다는 것을 발견하였다[2]. Joh(2003)은 국내 상장기업을 대상으로 소유지배괴리도가 높은 기업일수록 수익이 낮게 나타나는 것을 발견하고, 국내의 지배구조시스템이 소액주주를 보호하는데 매우 취약함을 주장하였다[6]. Kim et al.(2011)은 소유지배괴리도와 배당정책 간의 관계를 분석하였고, 소유지배괴리도가 배당정책을 결정하는데 요인인지를 명확히 밝히지는 못하였지만 재벌이 아닌 기업에서 소유지배괴리도와 배당성향 간의 정(+)의 관계를 발견하여 배당정책이 대리인문제를 완화시킬 수 있다고 주장하였다[21]. Choi and Cho(2011)는 소유지배괴리도와 연구개발(R&D) 투자와의 관계를 분석하여 통계적으로 유의미한 부(-)의 상관관계를 발견하였고, 소유지배괴리도가 높은 기업의 지배주주는 자산유용을 통해 사적이익을 추구할 유인이 증가해 장기적으로 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 주장하였다[22]. Kang et al.(2005)은 상장기업을 대상으로 소유지배에 대한 의결권 승수를 이용하여 실증 분석하였으나 통계적으로 유의미한 관계를 발견하지 못했다[23]. 김동희 외(2011)는 국내의 상장기업들을 대상으로 소유지배괴리도가 소유경영기업과 전문경영기업의 기업가치에 미치는 영향을 분석하였고, 비재벌기업에 있어서 소유경영기업에 한해 소유지배괴리도가 기업가치를 제고한다는 결과를 밝혀냈다[24].

많은 선행연구들은 기업가치 및 경영성과에 미치는 소유지배 괴리도의 부정적인 영향을 제시하였고, 그 요인으로는 투자자보호, 정보비대칭, 터널링과 같은 문제에서 비롯된 자본조달비용의 상승이 상당한 영향을 미쳤기 때문이라고 추정하였다. 이와 관련한 연구로서 Skaife et al.(2004)는 기업의 지배구조가 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하여, 재무정보의 질은 자기자본비용에 통계적으로 유의미한 부(-)의 영향을 미치며, 주주의 소유집중도는 자기자본비용과 유의미한 정(+)의 관계가 있다는 것을 발견하였다[25]. Chen et al.(2009)은 17개 신흥국들을 대상으로 투자자보호 법률에 따라 기업의 지배구조가 자본비용에 미치는 영향을 분석하였고, 지배구조가 주주권리와 유의미한 정(+)의 관계에 있으며, 따라서 자기자본비용을 감소시킨다는 것을 발견하였다[26]. Boubakri et al.(2010)은 1990년대 말 외환위기 동안 동아시아국

가들의 기업을 대상으로 가족지배 기업에서 자기자본비용이 높게 나타나는 것을 발견하여, 투자자들이 가족지배 기업에 잠재적인 대리인비용이 존재한다는 것을 인식하고 있음을 확인하였다[27]. Cheng et al.(2006)은 지배구조의 한 요소인 주주권리보호와 재무정보의 투명성이 상호작용을 통해 자기자본비용을 감소시킨다고 주장하였다[28]. 또한 Love et al.(2004)은 38개국 기업들을 대상으로 투자자보호 수준이 낮을수록 지배주주의 소유집중도가 높게 나타나고 자본비용이 높게 나타나는 것을 발견하였다[29].

국내에서는 Chun(2014)이 상장기업을 대상으로 경영자의 지분율이 높을수록 자기자본비용이 유의미하게 상승하는 것을 발견하였다[30]. Byun et al.(2008)은 지배구조평가점수를 이용하여 지배구조가 개선될수록 자기자본비용은 유의미하게 감소하는 것을 발견하였고, 주주권리보가 자기자본비용을 크게 낮추는데 유의한 영향을 미친다고 주장하였다[31]. Jun et al.(2013)는 지주회사 체제로의 전환이 소유지배 괴리도를 감소시키고 투자자의 정보위험을 감소시켜 자기자본비용을 감소시킨다고 주장하였다[32]. Moon and Kim(2009)은 국내의 상장기업을 대상으로 회계정보의 질, 공정공시, 외국인지분율, 대주주지분율, 이사회와 같은 좋은 지배구조가 경영자의 기회주의적 행동을 억제하고 정보불균형을 완화시켜서 해당기업의 자기자본비용을 감소시킨다는 것을 발견하였다[33]. Ahn and Choi(2015)는 상장기업을 대상으로 회계정보의 질이 높을수록 주주 및 투자자가 인식하는 기업의 정보위험이 낮아져서 자기자본비용이 감소한다는 것을 발견하였다[34].

기존의 선행연구들을 살펴본 결과 많은 연구들은 기업의 지배구조는 직간접적으로 기업의 자기자본에 대한 조달비용에 영향을 미쳐서 기업의 가치와 성과를 결정하고 있다는 사실을 보여주고 있다.

3. 연구가설 및 연구방법

3.1 표본 및 자료 수집

본 연구는 2005년부터 2016년까지 KOSPI 시장에 상장된 12월 결산법인을 이용하였고, 이는 결산월의 차이에서 기인한 영향을 통제하기 위해서이다. 또한 금융업에 속한 기업들은 비금융업에 속한 기업들과 회계기준과 재무제표 등에서 차이가 있기 때문에 제외하였고, 모형에 포함된 모든 변수들의 극단치 영향을 통제하면서 표본 손실을 최소화하기 위해 상·하위 1%의 값을 조정(Winsorization)하였다. 또한 공정거래위원회가 대규모 집단기업으로 지정한 기업의 계열회사로 기업집단포탈[2]에서 관련 정보를 확인할 수 있는 상장기업으로 한정하였다. 표본에 포함된 기업들의 재무제표 자료들은 한국신용정보주식회사의 KIS-VALUE를 통해 수집하였고, Fn-Guide database를 통해 추정자기자본비용을 추정하는데 필요한 재무분석가의 이익예측치 자료를 이용하였다. 이상의 조건을 만족하는 기업들과 산업별 특성을 통제하기 위해 KIS-VALUE의 산업대분류를 적용한 결과 2005년부터 2016년까지 12년간 총793개 기업이 최종표본 기업으로 선정되었다.

3.2 연구모형 및 변수

소유지배 괴리도와 자기자본비용의 관계를 실증분석하기 위해서 다음의 통합회귀모형(Pooled OLS regression model)을 이용하였으며 변수의 정의는 아래에서 자세히 설명하였다.

$$RIM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 WEDGE_{i,t} + \beta_2 FOR_{i,t} + \beta_3 BETA_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 LARGEST_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 GRW_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 PBR_{i,t} + \Sigma IND + \Sigma YEAR + \varepsilon_{i,t}$$

3.2.1 종속변수: 자기자본비용(Cost of Equity)

자기자본비용 추정에는 자본자산가격결정(CAPM)모형, GM모형, OJ모형, 배당할인평가모형(DDM), 차익거래가격결정이론모형(APT), Fama-French 3요인(Three Factor)모형 그리고 잔여이익평가모형(RIM)모형 등이 일반적으로 사용되고 있지만, 현재까지 합의된 추정방법이 존재하지 않는다. 따라서 본 연구에서는 우수성이 확인된 잔여이익평가모형을 사용하여 자기자본비용을 추정하였다[35-36].

Ohlson(1995)이 제시한 잔여이익평가모형은 향후 3년간의 이익예측치를 통해 미래 잔여이익을 예측하고[37], 자기자본비용은 예측기간을 t+3기로 한 재무분석가의 예상 주가와 실제 주가와의 차이를 할인율을 이용

2) 공정거래위원회는 시장감시 기능을 강화하기 위해서 대규모기업집단에 대한 정보공개시스템 (www.egroup.go.kr)를 통해 상호출자제한 기업집단, 채무보증제한 기업집단 및 지주회사의 소속회사 등 각 기업에서 제출한 소속 회사현황, 주주현황, 출자현황, 채무보증현황, 지주회사현황 등의 현황정보를 공시하고 있다.

하여 계산한다[35]. 이들의 모형에 의하면 t기의 주가는 t기의 자기자본의 주당장부가치와 t+3기까지의 초과이익의 현재가치의 합과 t+3기 이후의 현재가치로 환산한 잔여가치의 합으로 계산되고, 따라서 자기자본비용을 추정하는 식은 다음과 같이 정의된다.

$$P_t = \sum_{s=1}^{3}\left[\frac{E_t[eps_{t+s} - r_t \times bv_{t+s-1}]}{(1+r_t)^s}\right] + \frac{E_t[eps_{t+3} - r_t \times bv_{t+2}]}{r_t \times (1+r_t)^s} + bv_t \quad (1)$$

식(1)의 P_t는 t기의 주식의 시장가격, eps_t는 t기간 동안에 발표된 재무분석가의 주당이익예측치, bv_t는 t기말 자기자본의 주당장부가치, r_t는 자기자본비용을 나타낸다.

3.2.2 독립변수: 소유지배괴리도(WEDGE)

소유지배괴리도(WEDGE)는 해당 기업의 지배주주 및 지배주주 일가가 직접적으로 소유한 소속 기업의 지분(소유권 또는 배당권)과 직·간접적으로 영향력을 행사할 수 있는 지분(통제권 또는 의결권)의 차이로 정의되고, 공정거래위원회에서 사용하는 직접지분기준방식을 사용하여 계산되는 것이 일반적이다[38]. 이 계산 방법은 소유권을 계산할 때 간접지분을 무시하는 문제가 있지만, 사업보고서를 통해 지분에 대한 정보를 정확히 수집할 수 있으며 계산을 쉽게 할 수 있다. 소유지배 괴리도의 직접지분율 기준 계산방식은 아래의 식과 같다. 현재는 공정거래 위원회에서 상호주와 관련한 자료를 공시하고 있지 않아 소유지배괴리도의 정확한 산정은 어렵지만, 대다수의 기업들은 상호출자제한을 받아왔기 때문에 상호주를 소유한 기업은 극히 드물다. 따라서 상호주를 제외하고 소유지배괴리도를 계산하더라도 결과에 큰 영향을 없을 것으로 판단된다[38].

$$\text{소유권(own)} = \frac{\text{동일인보유지분 + 친족지분}}{\text{보통주발행주식총수 - 자기주식 - (상호주)}}$$

$$\text{의결권 (vote)} = \frac{\text{동일인 + 친족 + 계열사 + 임원 + 비영리법인 - 상호주}}{\text{보통주발행주식총수 - 자기주식 - (상호주)}}$$

$$\text{소유지배 괴리도(WEDGE)} = \text{의결권} - \text{소유권}$$

3.2.3 통제변수

본 연구에서는 선행연구들에서 타당성을 확보한 외국인지분율(FOR), 베타(BETA), 부채비율(LEV), 최대주주지분율(LARGEST), 총자산이익률(ROA), 매출액증가율(GRW), 기업규모(SIZE), 주당순자산비율(PBR), 그리고 산업(IND) 및 연도(YEAR) 더미변수를 통제변수로 사용하였다.

외국인투자자(FOR)는 기업을 감시하는데 필요한 전문성을 갖추고 있기 때문에 자기자본비용과 부(-)의 관련성이 있다[33]. 또한 외국인 투자자의 지분이 많을수록 공시의 투명성이 개선되어 주주 및 투자자와의 정보불균형이 감소하기 때문에 외국인지분율과 자기자본비용 간에는 부(-)의 관련성이 있다[39]. 자본자산가격결정모형(CAPM)에 의하면 베타(BETA) 값은 기업의 체계적 위험을 반영하기 때문에(Sharpe 1964), 베타값이 증가함에 따라 자기자본비용은 증가할 것으로 기대된다[33,35,39]. 높은 수준의 부채비율(LEV)은 재무적 위험성과 관련한 대표적인 지표이기 때문에 부채비율은 자기자본비용과 정(+)의 관계를 나타낼 것으로 기대된다[40,41].

대주주의 지분과 기업가치와 관련한 연구에서는 지분율과 기업가치의 정(+)의 관계를 주장하는 이해일치가설(interest alignment hypothesis)과 부(-)의 관련성을 주장하는 경영자안주가설(management entrenchment hypothesis)이 대립하고 있다. 따라서 최대주주지분율(LARGEST)을 통제변수로 선정하였으나 결과는 예측하지 않았다[33]. Jun et al.(2013)은 기업의 수익성과 자기자본비용 사이에는 유의미한 부(-)의 상관관계가 존재한다고 주장하였다. 따라서 수익성을 반영하는 변수인 총자산이익률(ROA)을 통제변수로서 모형에 포함시켰다[32].

일부 학자들은 높은 성장율을 통해 발생하는 수익은 보통의 수익보다 더 많은 위험을 내재되어 있다고 주장하였다[42,43]. 따라서 매출액성장율(GRW)은 자기자본비용과 정(+)의 관계 예상되기 때문에 통제변수로 선정하였다. 기업규모에 따른 상이한 효과가 자기자본비용에 미치는 영향을 통제하기 위해서 기업규모(SIZE) 변수를 모형에 추가하였다. 공시되는 정보의 양이 많은 규모가 큰 기업은 시장에서 관심의 대상이 되기 때문에 기업과 투자자 사이의 정보비대칭의 문제가 감소될 가능성이 높다. 따라서 기업에 대한 위험프리미엄은 감소하게 되어[44] 자기자본비용과는 부(-)의 관계가 예상된다. Fama and French(1992)는 기업의 장부가치가 시장가치보다 높은 기업들에서 주가수익률이 높게 나타나는 현상을 발견하였다[44]. 장부가치와 시장가치의 비율이 베타(BETA)가 대변하는 위험 외의 다른 위험을 내포하고 있기 때문이다. 따라서 주당순자산비율(PBR)은 자기자본비용과는 부(-)의 관련성이 있을 것으로 예상되기 때문에 통제변수로 선정하였다. 마지막으로 산업의 특성과 기간

의 차이에 따른 효과를 통제하기 위해서 산업과 연도 더미변수들을 모형에 포함시켰다.

Table 1은 본 연구의 모형에 사용된 변수들의 정의를 제시하고 있다.

Table 1. Measurement of variables

Variable	implied cost of equity using Gebhardt et al.(2001)
RIM	voting right - cash-flow right
WEDGE	voting right - cash-flow right
FOR	proportion of foreign stockholder owership
BETA	measurement using the daily return against the corresponding KOSPI for one-year
LEV	total $debt_t$ / total $equity_t$
LARGEST	proportion of the largest stockholder ownership
ROA	net-$income_t$ / total $assets_{t-1}$
GRW	($sales_t$ - $sales_{t-1}$) / $sales_{t-1}$
SIZE	natural logarithm of the total assets
PBR	stock price per share / book value per share
IND, YEAR	1 if industry/ year is, else 0

4. 실증분석 결과

4.1 기초통계량

Table 2는 변수들의 기초통계량을 나타내고 있다. 종속변수인 추정자기자본비용(RIM)의 평균과 중위값은 각각 0.1035와 0.0988로 나타났으나, 최대값은 1.1297에 달하는 것으로 나타났다. 관심변수인 소유지배괴리도(WEDGE)는 평균과 중위값이 0.2464와 0.2460을 보여 소유권과 의결권의 차이가 실제로 존재하는 것으로 확인되었으며, 극단값을 조정(Winsorizing)한 뒤에도 최대값이 0.8499의 높은 수치를 보였다. 외국인지분율(FOR)의 평균은 0.2058, 최대값은 0.6862, 그리고 최소값은 0.0007로 나타났다. 기업의 체계적 위험을 나타내는 베타(BETA)의 평균은 1.0523, 최대값은 2.3423, 최소값은 0.0518로 나타냈다. 부채비율(LEV)의 평균과 중위값이 각각 1.0658가 0.9266으로 측정되어 소속 기업들의 평균적인 부채수준이 총자본 대비 약 100% 수준임을 알 수 있다. 최대주주지분율(LARGEST)은 평균이 0.2691, 중위값는 0.2200으로 나타났다. 총자산이익률(ROA)과 매출액증가율(GRW)의 평균은 각각 0.0521과 0.0855로 나타났다. 총자산에 자연로그(LN)를 취한 기업규모(SIZE)의 평균은 12.5347, 중위값은 12.5326으로 나타났고, 최대값은 14.2278 최소값은 10.9887의 수치를 보였다. 주당장부가치비율(PBR)의 평균과 중위값은 각각 1.7399와 1.3286으로 나타나 평균적으로 기업의 시장가치가 장부가치에 비해 1.7배로 높게 형성되어 있음을 확인할 수 있다.

Table 2. Descriptive statistics (N=793)

Variable	Mean	Median	Max	Min	Std. dev.
RIM	0.1035	0.0988	1.1297	0.0166	0.0600
WEDGE	0.2464	0.2460	0.8499	0.0000	0.1943
FOR	0.2058	0.1685	0.6862	0.0007	0.1506
BETA	1.0523	1.0511	2.3423	0.0518	0.3686
LEV	1.0658	0.9266	6.3589	0.0028	0.7936
LARGEST	0.2691	0.2200	0.8474	0.0416	0.1511
ROA	0.0521	0.0427	1.8323	-0.1655	0.0853
GRW	0.0855	0.0537	2.8926	-0.9652	0.2971
SIZE	12.5347	12.5326	14.2278	10.9887	0.5421
PBR	1.7399	1.3286	17.7990	0.0464	1.6434

Table 3. Correlations

	RIM	WEDGE	FOR	BETA	LEV	LARGEST	ROA	GRW	SIZE
WEDGE	0.0610*								
FOR	-0.0817**	-0.2401***							
BETA	0.1287***	-0.1069**	-0.0120						
LEV	0.1422***	0.0796**	-0.2961***	0.2372***					
LARGEST	0.0203	0.5863***	-0.3378***	-0.0872***	0.1232***				
ROA	0.0001	-0.0086	0.2239***	-0.0653***	-0.1910***	-0.0667*			
GRW	0.0106*	-0.0368	-0.0488	-0.0145	0.0062	-0.0086	0.0203		
SIZE	-0.0481***	-0.1866***	0.4930***	0.2966***	-0.0810***	-0.2582***	0.0195	-0.0506	
PBR	-0.1809***	0.0115	0.1612***	-0.1001	0.1091***	0.1083***	0.1766***	0.0007	-0.1023**

1) *, ** and *** denotes significance at the 10%, 5% and 1% levels, respectively.
2) **RIM** : implied cost of equity, **WEDGE** : the difference between control and cash-flow rights, **FOR** : proportion of foreign stockholder owership, **BETA** : systematic risk measure, **LEV** : the ratio of total debt to the book value, **LARGEST** : proportion of the largest stockholder owership, **ROA** : total return on assets measured as the ratio of net income to total assets, **GRW** : sales growth ratio, **SIZE** : natural logarithm of the total assets measured as of end of year(t-1), **PBR** : book to market ratio of equity.

4.2 변수간의 상관관계

Table 3은 변수들 사이의 상관관계를 나타낸다. 자기자본비용과 소유지배괴리도 사이에는 통계적으로 유의미한 정(+)의 상관관계(0.0610)를 나타내, 의결권이 소유권보다 클수록(소유지배괴리도가 높을수록) 자기자본비용은 상승하게 되는 것을 알 수 있다. 자기자본비용은 외국인지분율(FOR)과는 유의미한 부(-)의 상관관계를 보여 외국인지분율이 높을수록 자기자본비용은 하락하는 것을 알 수 있다. 또한 자기자본비용은 베타(BETA), 부채비율(LEV), 그리고 매출액증가율(GRW)과는 통계적으로 유의미한 정(+)의 상관관계가 관찰되었고, 최대주주지분율(LARGEST)과 총자산이익률(ROA)은 정(+)의 상관관계를 나타냈지만 통계적 유의성을 나타나지 않았다. 자기자본비용은 기업규모(SIZE)와 주당장부가치비율(PBR)과는 통계적으로 유의한 부(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타나, 기업규모가 클수록, 시장가격이 장부가치보다 높게 평가된 기업일수록 자기자본비용이 감소함을 알 수 있다. 마지막으로 소유지배괴리도(WEDGE)는 외국인지분율(FOR) 및 베타(BETA)와 통계적으로 유의미한 부(-)의 상관관계를 보인 반면에, 부채비율(LEV) 및 최대주주지분율(LARGEST)과는 통계적으로 유의한 정(+)의 상관관계를 나타냈다.

4.3 회귀분석결과

일반적으로 많은 선행연구들에서는 소유지배괴리도가 큰 기업일수록 해당 기업의 내·외부 통제시스템의 작동을 저해시켜서 대리인문제를 악화시켜 기업의 가치에 부정적인 영향을 미친다고 보고하고 있다. 따라서 소유지배괴리도는 기업가치에 영향을 미치는 중요한 변수인 기업의 자본비용을 상승시키는 결과를 초래하게 된다. 본 연구는 소유지배괴리도와 자기자본비용 사이의 상관관계를 국내의 상장기업을 대상으로 실증분석하였다. 의결권과 소유권의 차이인 소유지배괴리도(WEDGE)가 해당 기업의 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하기 위해서 회귀분석을 실시하였고 결과를Table 4에 제시하였다. 실증분석결과 모든 모형들에서 독립변수인 소유지배괴리도의 계수 값은 유의수준 10%에서 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 나타냈다.[3] 이 결과들은 비록 통계적인 유의성은 상당히 낮으나 기존의 선행연구들에서 보고된 것과 같이 소유지배괴리도가 높은 기업일수록 해당 기업의 내·외부 통제시스템의 작동이 저해되어 대리인문제를 악화시키고, 따라서 대리인비용의 상승으로 인한 자기자본비용의 상승을 초래하고 결국에는 기업가치가 훼손됨을 의미한다. 통제변수들 중에서 기업의 체계적위험과 재무위험을 측정하는 베타(BETA)와 부채비율(LEV)은 자기자본비용과 통계적으로 유의한 정(+)의 회귀계수 값을 나타냈고, 기업의 성과를 측정하는 총자산순이익률(ROA)과도 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성이 관찰되었다. 반면에 기업규모(SIZE)와 주당순자산비율(PBR)은 자기자본비용과 사이에서 통계적으로 유의한 부(-)의 계수값을 보였으나, 그 외의 통제변수들인 외국인지분율(FOR), 최대주주지분율(LARGEST)과 매출액증가율(GRW)에서는 통계적인 유의성을 확인할 수 없었다.

Table 4. Cross-sectional regression of analysis of Wedge on cost of equity

Dependent variable	Expected signs	Model 1	Model 2	Model 3
Intercept		0.1522***	0.1263**	0.2232***
		(3.00)	(2.50)	(3.91)
WEDGE	+	0.0266*	0.0271*	0.0288*
		(1.79)	(1.81)	(1.83)
FOR	-			0.0229
				(1.28)
BETA	+			0.0173***
				(2.82)
LEV	+		0.0122***	0.0139***
			(4.56)	(4.76)
LARGEST	?			-0.0057
				(-0.32)
ROA	-		0.0297	0.0543**
			(1.17)	(2.10)
GRW	+			0.0074
				(1.05)
SIZE	-	-0.0042	-0.0033	-0.0119**
		(-1.05)	(-0.82)	(-2.52)
PBR	-			-0.0082***
				(-6.05)
Industry		Included	Included	Included
Year		Included	Included	Included
adj-R		0.0254	0.0258	0.0788
F-stastics		7.87***	6.25***	8.53***
Obs(N)		793	793	793

V. 결론

본 연구는 국내 상장기업을 대상으로 소유지배괴리도

3) Easton(2004)이 제안한 자기자본비용인 R_mpeg, R_peg, 그리고 R_pe를 이용해서도 분석을 하였으나, 분석결과는 RIM 변수를 이용한 것과 크게 다르지 않았다.

(WEDGE)와 자기자본비용 사이에 존재하는 상관관계를 실증분석하였다. 소유지배괴리도는 해당 기업에 대한 의결권과 소유권 사이의 괴리도를 의미하며, 기존의 선행연구들에서는 소유지배괴리도가 큰 기업일수록 기업에 대한 내·외부 통제시스템이 원활하게 작동되지 않아서 대리인문제가 촉발되어 자본비용이 상승하고, 그 결과로 기업가치는 훼손된다고 주장하고 있다. 소유지배괴리도가 기업가치 및 경영성과에 미치는 영향에 대해 연구한 논문들은 소유지배괴리도가 큰 기업일수록 지배주주는 그들의 사적이익을 추구하려는 성향을 감추려할 것이고, 따라서 기업의 경영자들은 시장에 더 많은 정보를 제공하지 않으려 할 것이므로 해당 기업의 정보비대칭은 증가하여 자본비용이 상승한다고 주장한다. 결국 지배주주의 소유지배괴리도가 커질수록 해당 기업의 자본비용은 상승하고 그 결과로 기업가치와 경영성과는 감소한다는 공통된 결과를 보고하고 있다.

본 연구의 실증분석에는 국내의 상장회사를 대상으로 2005년부터 2016년까지 793개 기업-연도 표본을 대상으로 W. R. Gebhardt(2001)의 잔여이익평가모형(RIM)을 통해 종속변수인 자기자본비용을 측정하고, 독립변수인 소유지배괴리도는 공정거래위원회의 공시자료를 이용하여 변수를 측정하였다[35]. 실증분석결과 소유지배괴리도와 자기자본비용 사이에는 유의미한 정(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이 결과는 지배주주의 의결권이 소유권을 초과할수록, 즉 소유지배괴리도(WEDGE)가 클수록 기업의 내·외부 통제시스템이 원활하게 작동되지 않아서 지배주주의가 사적이익을 추구할 유인이 높아지고 그 결과로 투자자들은 더 높은 위험프리미엄을 요구하여 자기자본비용이 상승한다는 의미로 해석할 수 있다.

본 연구의 한계점으로는 첫째, 추정자기자본비용은 재무분석가의 이익예측치를 기반으로 산출된 변수로 일반적으로 큰 기업에 한해 제공되기 때문에 표본 편의(bias)의 가능성이 있다. 둘째, 많은 요소들이 자기자본비용에 영향을 미치나, 본 연구에서는 그러한 모든 변수를 통제하지 못했다는 한계가 존재한다. 셋째, 선행연구들에서는 외국인지분율이 주주보호 및 정보비대칭 관점에서 자기자본비용을 낮춘다고 보고하고 있는데, 본 연구에서는 통계적으로 유의미한 관련성을 발견하지 못하였다. 그럼에도 불구하고 지분율의 소유권과 의결권 차이가 투자자들에게 갖는 의미와 역할에 주목한 부분은 관련 연구에서 시사점이 존재한다.

REFERENCES

[1] Development and Measurement of Evaluation Indicators to Promote Market Reform. (2003). KDI.

[2] J. S. Baek, J. K. Kang & K. S. Park. (2004). Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics, 71,* 265-313.
DOI : 10.1016/S0304-405X(03)00167-3

[3] H. M. Choi & Y. G. Cho. (2011). Control-ownership Disparity and Firm Value: The Moderating Effect of Foreign Ownership. *International Business Review, 15(3),* 93-108.
DOI : 10.21739/IBR.2011.09.15.3.93

[4] J. S. Baek, J. K. Kang & K. S. Park. (2004). Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics, 71(2),* 265-313.
DOI : 10.1016/S0304-405X(03)00167-3

[5] S. Claessens, S. Djankov, J. P. Fan & L. H. Lang. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance, 57(6),* 2741-2771.
DOI : 10.1111/1540-6261.00511

[6] S. W. Joh. (2003). Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea Before the Economic Crisis, *Journal of Financial Economics, 68(2),* 287-322.
DOI : 10.1016/S0304-405X(03)00068-0

[7] J. I. Seo & G. H. Lee. (2014). A Study on the Effects of Ownership-Control Disparity on Board's Social Independence. *Journal of Strategic Management, 17(2),* 123-154.
DOI : 10.17786/jsm.2014.17.2.006

[8] E. Fama & M. C. Jensen. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economy, 26,* 301-326.
DOI : 10.2139/ssrn.94034

[9] M. C. Jensen & W. H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics, 3(4),* 305-360.
DOI : 10.1016/0304-405X(76)90026-X

[10] H. DeAngelo & E. M. Rice. (1983). Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics, 11(1-4),* 329-359.
DOI : 10.1016/0304-405X(83)90016-8

[11] R. Morck, A. Shleifer & R. W. Vishny. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics, 20(2),* 293-315.
DOI : 10.1016/0304-405X(88)90048-7

[12] R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R. Vishny. (2000). Investor Protection and Corporate

Governance. *Journal of Financial Economics, 58,* 3-27.
DOI : 10.2139/ssrn.183908

[13] M. Faccio & H. P. Lang. (2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics, 65(3),* 365-395.
DOI : 10.1016/S0304-405X(02)00146-0

[14] R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes & A. Shleifer. (1999). Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance, 54(2),* 471-517.
DOI : 10.1111/0022-1082.00115

[15] B. Villalonga & R. Amit. (2006). How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics, 80(2),* 385-417.
DOI : 10.1016/j.jfineco.2004.12.005

[16] S. Claessens, S. Djankov & L. Lang. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation. *Journal of Financial Economics, 58,* 81-112.
DOI : 10.1016/S0304-405X(00)00067-2

[17] T. Mitton. (2002). A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics, 64(2),* 215-241.
DOI : 10.1016/s0304-405x(02)00076-4

[18] M. L. Lemmon & K. V. Lins. (2003). Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *Journal of Finance, 53(4),* 1445-1468.
DOI : 10.1111/1540-6261.00573

[19] V. Atanasov, A. Boone & D. Haushalter. (2010). Is There Shareholder Expropriation in the United States? An Analysis of Publicly Traded Subsidiaries. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 45(1),* 1-26.
DOI : 10.1017/S0022109010000025

[20] H. Demsetz & K. Lehn. (1985), The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy, 93(6),* 1155-1177.
DOI : 10.1086/261354

[21] D. H. Kim, D. W. Kim & B. G. Kim. (2011). Ownership-Control Disparity and Dividend Policy in Korea: Perspectives of Agency Theory. *The Korean Journal of Financial Engineering, 10(2),* 99-124.
DOI : 10.35527/kfedoi.2011.10.2.005

[22] H. M. Choi & Y. G. Cho. (2011). Control-ownership Disparity and R&D Investment. *Journal of the Korea Academia-Industrial Cooperation Society, 12(12),* 5558-5563.
DOI : 10.5762/kais.2013.14.11.5434

[23] W. Kang, H. H. Shin & J. H. Chang. (2005). The Effect of a Disparity between Cashflow Right and Voting Right on Firm Value and Performance: the Case of Korean Large Business Groups. *The Korean Journal of Finance Association, 18(2),* 1-39.
UCI : G704-000234.2005.18.2.005

[24] D. H. Kim, D. W. Kim & B. G. Kim. (2011). Ownership-control Disparity and Corporate Value in Korea: the Consequences of Owner-managed and Agent-Led Firm. *The Korean Journal of Financial Engineering, 10(1),* 67-97.
DOI : 10.35527/kfedoi.2011.10.1.004

[25] H. A. Skaife, D. W. Collins & R. LaFond. (2004). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. Emory, University of Iowa. Working Paper.
DOI : 10.2139/ssrn.639681

[26] K. C. W. Chen, Z. Chen & K. C. J. Wei. (2009). Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital, *Journal of Corporate c15(3),* 273-289.
DOI : 10.1016/j.jcorpfin.2009.01.001

[27] N. Boubakri, O. Guedhami & D. Mishra. (2010). Family Control and the Implied Cost of Equity: Evidence Before and After the Asian Financial Crisis. *Journal of International Business Studies, 41,* 451-474.
DOI : 10.1057/jibs.2009.77

[28] C. S. A. Cheng, D. Collins & H. H. Huang. (2006). Shareholder Rights, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital. *Review of Quantitative Finance and Accounting, 27(175),* 175-204.
DOI : 10.1007/s11156-006-8795-2

[29] I. Love, C. P. Himmelberg & R. G. Hubbard. (2004). Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital. World Bank Policy Research Working Paper, (2834).
DOI : 10.1596/1813-9450-2834

[30] H. M. Chun. (2014). Managerial Ownership and Implied Cost of Equity Capital - Evidence from Korea. *Journal of Taxation and Accounting, 15(1),* 9-29.
UCI : G704-001563.2014.15.1.004

[31] H. Byun, L. Hwang & S. Kwak. (2008). The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies, 37,* 139-184.

[32] H. U. Jun, H. J. Lee & K. I. Lee. (2013). The Effect of Conversion to Holding Company on Estimated Cost of Equity. *Accounting Information Review, 31(2),* 107-140.
UCI : G704-001013.2013.31.2.001

[33] J. Y. Moon & M. C. Kim. (2009). An Empirical Study on the Effects of Accounting Quality and Corporate Governance on the Cost of Equity Capital. *Journal of Taxation and Accounting, 10(3),* 33-72.
UCI : G704-001563.2009.10.3.009

[34] H. Y. Ahn & S. Choi. (2015). The Effect of Accounting Information Quality on Cost of Equity. *The Korean Journal of Finance Association, 28(1),* 37-69.
UCI : G704-000234.2015.28.1.002

[35] W. R. Gebhardt, C. M. C. Lee & B. Swaminathan. (2001). Toward on Implied Cost of Capital. *Journal of Accounting Research, 39(1),* 135-176.
DOI : 10.1111/1475-679X.00007

[36] S. Y. Ahn, S. M. Cha, Y. W. Ko & Y. K. Yoo. (2008). Implied Cost of Equity Capital in Earnings-based Valuation Model: Evidence from Korea. *Korean Journal of Financial Studies, 37(4),* 599-626.
DOI : 10.1080/00014788.2004.9729975

[37] J. Ohlson. (1995). Earnings Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research, 11,* 661-687.
DOI : 10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x

[38] H. J. Kim & S. S. Yoon. (2010). The Impact of Controlling Shareholders` Wedge on Share Repurchases and Cash Dividends. *Korean Management Review, 39(6),* 1477-1503.
UCI : G704-000126.2010.39.6.006

[39] Y. Na. & W. B. Lee. (2014). An Empirical Analysis on Association between Fair Disclosure and the Cost of Equity Capital. *Korean Accounting Review, 39(1),* 1-42.
UCI : G704-000358.2014.39.1.004

[40] J. Francis, K. Schipper & L. Vincent. (2005). Earnings and Dividend Informativeness When Cash Flow Rights are Separated from Voting Rights. *Journal of Accounting and Economics, 39,* 329-360.
DOI: 10.1016/j.jacceco.2005.01.001

[41] F. Modigliani & M. H. Miller. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review, 48(3),* 261-297.
DOI : 10.2307/1809766

[42] W. Beaver, P. Kettler & M. Scholes. (1970). The Association between Market-determined and Accounting-determined Measures of Risk. *Accounting Review, 45,* 654-682.
DOI : 10.2307/2490419

[43] R. La Porta. (1996). Expectations and the Cross-section of Stock Returns. *Journal of Finance, 51(5),* 1715-1742.
DOI : 10.2307/2329535

[44] E. Fama & K. French. (1992), The Cross Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance, 47,* 427-465.
DOI : 10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x

최 동 권(Dong-Kwon Choi) [정회원]

· 2017년 2월 : 전남대학교 경영대학원 경영학과 (경영학석사)
· 2017년 3월 ~ 현재 : 전남대학교 경영대학원 경영학과 박사과정
· 관심분야 : 기업재무, CSR
· E-Mail : choidongkwoncdk@gmail.com

최 성 호(Sungho Choi) [종신회원]

· 2001년 5월 : 뉴욕주립대 (알바니) 대학원 경제학과 (경제학석사)
· 2005년 8월 : RPI대학교 경영대학원 경영학과 (경영학박사)
· 2007년 1월 ~ 현재 : 전남대학교 경영대학 경영학부 교수
· 관심분야 : 기업재무, 금융기관
· E-Mail : shchoi@jnu.ac.kr