



## 저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

석사학위논문

경영자의 전문지식이 위험관리에 미치는  
영향: 경영자 전공과 파생상품 이용



한성대학교 일반대학원

무 역 학 과

국 제 경 영 전 공

황 순 관

석 사 학 위 논 문

지도교수 김태중

경영자의 전문지식이 위험관리에 미치는  
영향: 경영자 전공과 파생상품 이용

An Empirical Study on the Effect of CEO's Knowledge  
on the Use of the Derivatives

2016 년 12 월 일

한성대학교 일반대학원

무 역 학 과

국 제 경 영 전 공

황 순 관

석사학위논문  
지도교수 김태중

경영자의 전문지식이 위험관리에 미치는  
영향: 경영자 전공과 파생상품 이용

An Empirical Study on the Effect of CEO's Knowledge  
on the Use of the Derivatives

위 논문을 경영학 석사학위논문으로 제출함

2016 년 12 월 일

한성대학교 일반대학원

무 역 학 과

국 제 경 영 전 공

황 순 관

황 순 관의 경영학 석사학위논문을 인준함

2016 년 12 월 일



HANSUNG  
UNIVERSITY

심사위원장 \_\_\_\_\_ (인)

심 사 위 원 \_\_\_\_\_ (인)

심 사 위 원 \_\_\_\_\_ (인)

# 국 문 초 록

경영자의 전문지식이 위험관리에 미치는 영향:

경영자 전공과 파생상품 이용

한성대학교 일반대학원

무 역 학 과

국 제 경 영 전 공

황 순 관

본 논문은 최고경영자(Chief Executive Officer, CEO)의 특성이 기업의 위험관리 의사결정에 어떤 영향을 미치는지를 분석하고자 하였다. 최고경영자의 특성을 나타내는 변수로 나이와 취득전공을 선정하여 2008년 금융위기 전후로 파생상품을 이용한 제조기업들을 대상으로 구조화파생상품을 이용한 기업들만의 차별화된 특성을 분석하였다. 연구결과는 다음과 같다. 일반적으로 CEO의 나이가 많아질수록 보수적이고 안정적인 의사결정을 한다는 첫 번째 가설을 검증한 결과, CEO의 나이는 복잡한 구조화파생상품을 이용하는데 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 상경관련 전공자가 파생상품을 더 잘 이해하고 복잡한 구조화파생상품이 위험관리용으로 적절하지 않기에 더 적게 사용할 것이라는 두 번째 가설을 검증한 결과, 비상경계 CEO의 파생상품 이용정도가 상경계 CEO보다 더 높은 것으로 나타나서 가설을 지지하는 것으로 나타났다. 또한, CEO의 의사결정에 영향을 미치는 기업지배구조시스템을 살펴본 결과, 최대주주지분율과 외국인지분율은 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났으나, 사외이사비율의 경우에는 구조화파생상품 이용에

소극적인 결과를 보였다. 이는 사외이사가 많을수록 CEO의 잘못된 의사결정을 교정하는데 도움이 될 수 있는 근거로 볼 수 있을 것이다.

**【주요어】** 최고경영자 특성, 위험관리, 구조화파생상품



# 목 차

I. 서 론 .....	1
1.1 연구의 목적 .....	1
1.2 연구의 범위와 방법 .....	1
II. 이론적 배경과 가설 .....	3
2.1 Upper Echelons 이론 .....	3
2.2 파생상품이용 관련 선행연구 .....	5
2.3 연구가설의 설정 .....	6
III. 실증분석 .....	7
3.1 연구모형 .....	7
3.2 자료수집 .....	7
3.3 분석방법 .....	8
IV. 연구결과 .....	10
4.1 기술 통계량 .....	10
4.2 상관관계 .....	12
4.3 연구가설의 검정 결과 .....	2



V. 결 론 .....	15
참 고 문 헌 .....	16
ABSTRACT .....	19

## 표 목 차

<표 1> 변수의 기술통계량 .....	01
<표 2> 변수들간의 상관관계표 .....	11
<표 3> 구조화과생상품이용에 대한 로짓분석 결과표 .....	3 1

## 그림목차

<그림 1> 연구 모형 .....	7
--------------------	---

# I. 서 론

## 1.1 연구의 목적

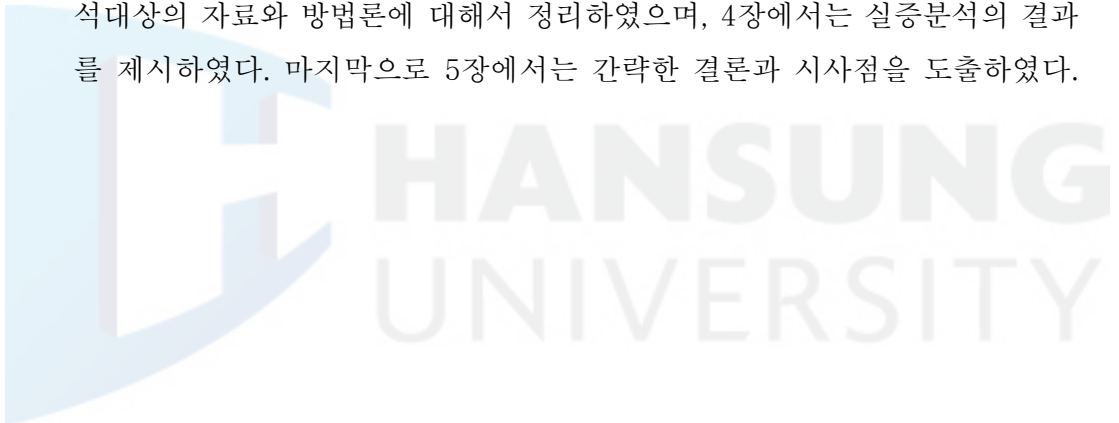
최고경영자(CEO, Chief Executive Officers, 이하 CEO)의 타고난 특성들이 자신만의 단순화된 세계관, 또는 경영 성향을 결정하고, 이러한 경영 성향이 기업의 전략과 성과를 결정한다는 Upper-Echelons 이론(Hambrick & Mason, 1984)은 경영자의 의사결정이 기업의 운명을 결정할 수 있다는 점에서 그동안 많은 연구자들이 지속적으로 관심을 가지는 주제였다. 특히 외부환경의 불확실성이 높고 기술발전 속도가 높아지고 있는 최근의 기업상황에서 CEO에 의해서 주관적으로 형성된 세계관이 어떻게 주어진 기업외부환경을 인지하고 전략적인 의사결정을 하는지가 기업의 승패를 바로 결정할 수 있다는 점에서 더욱 더 중요해지고 있다. 대부분의 선행연구들은 불확실성이 높은 상황에서 CEO의 판단에 영향을 미칠 수 있는 성향을 나타내는 변수들로 나이, 근속연수, 교육, 기능적 배경 등을 언급하였는데, 본 연구에서는 특히 CEO의 교육, 그 중에서도 상경계 전공 여부가 파생상품을 이용하는 위험관리에 어떤 영향을 미치는 지에 대해서 분석하고자 한다. 구체적으로 2008년 글로벌 금융위기 시에 경영자들이 복잡한 수익구조를 가지고 있는 구조화파생상품을 적절하게 이해하고 이용하였는지를 살펴보고자 한다.

## 1.2 연구의 범위와 방법

본 연구에서는 CEO의 상경계 전공 여부가 2008년 금융위기 전후 위험관리 목적으로 이용되었던 구조화파생상품인 Knock-in Knock-out 옵션(이후 KIKO)을 이용하는데 어떤 영향을 끼쳤는지를 살펴보고자 한다. 대부분의 기업들이 노출된 위험을 헤지하기 위해서 수익구조가 단순한 선물환이나 선도거래, 혹은 환변동보험 등을 이용하는 것이 일반적인데 비해서 2000년대 중반부터 나타나기 시작한 KIKO상품은 그 수익구조가 매우 복잡하여 노출된

위험을 적절하게 헤지하는지에 대한 여부와 잠재적인 위험에 대한 파악이 매우 어려웠기 때문에 그 이용여부가 기존의 파생상품 이용행태와는 상당히 다를 것이라고 판단되기 때문이다. 또한, 새로운 파생상품의 이용이라는 것이 CEO의 주관적인 기준에 의해서 이루어 질 가능성이 높기 때문이다. 이에 본 논문에서는 2008년 파생상품을 이용한 기업들 중에서 KIKO를 이용한 기업과 이용하지 않은 기업들 사이의 구조적인 차이와 CEO의 전공 차이에 따른 이용행태의 차별성을 확인하고자 한다.

이후의 진행은 다음과 같다. 먼저 2장에서는 CEO의 특성과 위험회피 행위 및 KIKO와 대변되는 구조화파생상품 관련 선행연구들을 정리 한 후 CEO특성과 구조화파생상품 이용간의 가설을 도출하였다. 3장에서는 연구모형과 분석대상의 자료와 방법론에 대해서 정리하였으며, 4장에서는 실증분석의 결과를 제시하였다. 마지막으로 5장에서는 간략한 결론과 시사점을 도출하였다.



## II. 이론적 배경

### 2.1 upper echelons 이론

Hambrick & Mason(1984)이 최초로 주장한 Upper-Echelons 이론은 CEO의 5가지 가시적인 특성을 제시하였다. CEO의 나이, 교육수준, 교육배경, 가족구성원, 보유지분율이 그것이다. 이중 한국의 많은 선행연구들이 CEO가 가족구성원인지와 보유한 지분이 얼마인지에 대한 연구에 집중되어 있다. 왜냐하면 최초 Upper-echelons 이론이 제시된 미국의 기업과 달리 한국의 많은 기업들은 소위 말하는 ‘재벌’관련 기업들로서 대부분의 CEO와 최고경영진들이 가족 구성원이면서 지분을 보유한 상황이기 때문이다. 따라서 이러한 한국기업만의 독특한 상황을 이해하기 위한 연구들이 주를 이룬 것이다. 상대적으로 CEO의 나이나 교육수준은 미미하게 다루어지고 있었고, 최근의 연구들은 CEO의 교육배경 등에 관한 연구들이 이루어지고 있다.

박철순과 유진탁(1999)은 국내 연구로는 이른 시기에 CEO의 성향에 따른 동기측면을 강조한 Upper-Echelons 이론과 CEO가 의도한 바를 충실하게 실행할 수 있는지에 관한 자유재량 이론을 결합하여 설명하면서 CEO의 나이와 근속연수를 CEO의 특성 변수로 제시하였다. 그들의 연구 결과에 따르면 CEO의 나이가 많을수록, 그리고 CEO의 근속연수가 높을수록 다각화를 적게 추구하는 경향을 보이는 것으로 나타났다. 이는 CEO가 나이를 먹을수록 그리고 근무를 오래 할수록 위험을 추구하는 행태가 적게 나타남을 보여주는 것으로 CEO의 특성이 경영의 본질인 위험을 추구하고 더 높은 이익을 나타내는 데 영향을 미친다는 것을 보여주었다.

임성준, 정형철(2001)은 CEO의 유형을 소유경영자와 전문경영자로 나누어서 CEO의 지분율을 고려하였고, 또한 CEO의 재직기간과 나이, 그리고 근무배경 등을 조절변수로 제시하여 간접적으로 CEO의 특성 중 나이와 근무배경이 기업의 전략의사결정에 영향을 미쳐서 성과까지 연결된다는 점을 제시하였다.

박철민(2005)은 영남지역의 중소기업을 운영 중인 CEO들을 대상으로 한

연구에서 CEO의 나이, 경영기간, 전공분야와 현재 생산제품의 관련성, 직장 경험과 현재 생산제품의 관련성 등을 분석모형에 포함하여 CEO의 특성들이 기업의 성판에 미치는 영향을 살펴보았다. 박철민(2005)의 연구가 전공분야와 현재 생산제품의 관련성을 고려하면서 CEO의 교육배경, 혹은 전문지식을 국내연구에서는 구체적으로 다루는 결과를 보였다. 연구결과, CEO의 나이는 경영성과에 유의한 영향을 미치지 못한 것을 나왔으나 경영기간, 전공분야와 현재 생산제품의 관련성, 직장경험과 현재 생산제품의 관련성 등은 성과에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

채희원과 송재용(2009)은 미국의 방송통신 장비산업에 속한 기업들을 대상으로 한 연구에서 CEO를 포함한 최고경영진들의 나이는 기술적 혁신 창출에 부정적인 영향을 미치는 것을 확인하였으며, CEO를 포함한 최고경영진들의 조직근무연한과 관련된 전공, 즉 연구개발과 공학전문가 비율과 그들의 경력기간이 길수록 기술적 혁신에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 최고경영진들의 교육배경이 주요한 영향을 미치는 변수로 나타났다.

이후 국내의 기업들을 대상으로 한 연구에서도 CEO나 최고경영진들의 교육배경이 R&D투자정도나 성과에 미치는 영향은 유의한 것으로 나타났다. 서정일, 장호원(2010)은 한국의 289개 상장기업을 대상으로 한 연구에서 CEO의 나이가 증가할수록 기업의 R&D투자가 감소하고, R&D관련 교육배경이 없는 CEO가 R&D교육 배경이 있는 최고경영진들과 함께 의사결정을 하면 상대적으로 더 많은 R&D투자를 하는 것을 보였다.

하영범, 이성희(2014)도 CEO의 나이가 R&D투자에 부정적인 영향을 미치는 것을 확인하였고, 기업이 속한 산업과의 연관된 전공여부가 R&D투자에 긍정적인 영향을 미치는 것을 보여서 CEO의 특성 중에서 나이와 교육배경, 즉 전문지식의 중요성을 재확인해 주었다.

김선미, 오광욱(2015)은 CEO의 나이가 많을수록 경영자 예측 정보를 덜 공시하려는 경향이 있고, 매출액 예측 정보는 더 공시하려는 경향이 높다는 것을 보였는데, 이는 CEO의 나이가 많을수록 보수적이고 위험회피적인 성향을 보이기 때문이라고 하였다.

## 2.2 파생상품이용 관련 선행연구

일반적인 제조기업의 입장에서 파생상품은 노출된 다양한 위험들을 헤지하는 용도로 이용된다. 즉, 위험을 줄이기 위해서 노출의 절대량을 줄이거나 변동성을 최소화해주는 방향으로 파생상품거래의 방향과 금액이 결정되고, 이러한 거래를 위해서는 약간의 비용, 즉 수수료가 필요하다. 비용측면의 문제로 한국의 기업들은 상대적으로 규모가 큰 기업들이 파생상품 이용에 적극적인데 비해, 위험에 노출된 정도가 큰 소규모 기업들은 비용문제로 인해서 파생상품 이용에 상대적으로 소극적이었다는 것이 한국의 기업을 대상으로 한 선행연구들의 일관된 결과이다(정병선, 2008). 하지만, 2008년 미국발 금융위기 전후 국내에서 문제가 된 구조화파생상품, KIKO는 기존의 선행연구들에서 다른 파생상품들과는 근본적인 차별점들이 몇 가지 존재하기에 그 결과를 예측하기가 어렵다. 예를 들어, KIKO는 복잡한 수익구조를 가지고 있기 때문에 기업들이 자신들이 노출된 위험의 방향과 양을 정확하게 이해하고 있지 않으면 적절한 수준의 헤지를 가져오기 어렵다. 또한 실제 수출기업들에게 직면하는 환율의 하락위험은 회피하지 못하면서 환율이 적정수준에서 소폭의 움직임만 보이면 이익을 제공하기에 적정거래보다 과다거래를 할 가능성이 높으며, 특히 거래 시 수반되는 비용이 없기 때문에 이용을 자주, 그리고 과다하게 할 유인을 가지고 있다는 특징이 있다. 이러한 이유로 KIKO의 이용에는 단순한 기업재무의사결정의 차원이 아니라 기업의 지배구조나 CEO의 의사결정의 특성이 반영되는 분석이 필요하다는 주장이 있다.

김태중, 민상기, 이재호(2013)는 기업의 경영활동을 감시하는 역할자로서 외국인주주와 이사회외 사외이사초과선임비율이 경영자들의 복잡한 구조의 파생상품이용에 대해서 음(-)의 영향을 보이는 것을 확인하였다.

최원용, 강신애, 그리고 김태중(2015)은 소유경영자와 전문경영자의 구분에 따른 구조화파생상품이용의 차이를 살펴보았는데, 복잡한 수익구조를 가진 구조화파생상품의 이용이 오히려 위험을 가중시킬 수 있다는 분석을 바탕으로 한 전문경영자의 위험회피 성향이 강하게 작용하여 구조화파생상품 이용을 적게 하는데 비해서 소유경영자들은 보유주식이 콜옵션의 성격을 지니는 탓

에 위험회피를 상대적으로 적게 한다는 결과를 보였다.

## 2.3 연구가설의 설정

이상의 선행연구들을 바탕으로 본 논문에서는 다음과 같은 가설을 도출하였다. 우선 CEO의 나이는 보수적이고 위험회피적인 의사결정을 선호할 것으로 판단되고, KIKO로 대표되는 구조화파생상품은 그 수익구조가 복잡하고 헤지비용이 전혀 들지 않는다는 점에서 기존에 사용하던 선물환거래나 선도거래보다 위험하기 때문에 구조화파생상품의 이용을 꺼릴 것이라고 가정하여 다음과 같은 가설을 수립하였다.

가설1. CEO의 나이가 많을수록 구조화파생상품을 사용할 가능성이 낮을 것이다.

동일한 논리로 CEO의 전공이 상경계 이면, 위험회피용 파생상품을 아무런 비용없이(Zero-Cost) 사용할 수 있다든지, 혹은 오히려 이익을 볼 수 있다는 판매은행측의 주장에 대해서 전문가적인 의심을 할 수 있어야 한다고 판단하여 다음과 같이 가설을 수립하였다.

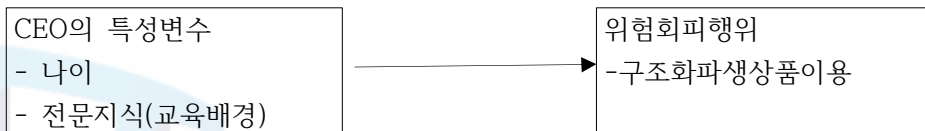
가설2. CEO의 전공이 상경계이면 구조화파생상품을 사용할 가능성이 낮을 것이다.

### Ⅲ. 실증분석

#### 3.1 연구모형

본 논문에서는 CEO의 특성이 기업의 구조화파생상품을 이용한 위험관리에 어떤 영향을 미쳤는지를 살펴보기 위해서 아래와 같은 연구모형을 설계하였다.

<그림 1> 연구 모형



#### 3.2 자료수집

본 논문에서는 기업의 구조화파생상품의 이용여부의 의사결정이 가장 극적으로 일어났던 2008년을 대상으로 유가증권시장에 상장된 제조기업들을 대상으로 하여 CEO의 특성이 구조화 파생상품 이용에 어떤 영향을 미쳤는지를 확인하고자 한다. 금감원의 공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에서 공시자료들을 추출하여 최고경영자의 특성 및 구조화파생상품 이용여부를 발췌, 정리하였다.

##### 3.2.1 독립변수

CEO의 특성은 크게 나이와 교육배경, 즉 전문지식 보유 유무로 나누어서 분석하였다. 우선 CEO의 나이는 2008년에서 공시 당시의 출생년도를 차감하여 계산하였다. CEO의 교육배경은 대학입학 학력과 최종학력 중에서 상경계



와 관련된 전공을 공시하고 있으면 0으로 그 외의 전공인 경우에는 1로 처리하여 더미변수화 하였다.

### 3.2.2 종속변수

본 연구에서는 2008년 당시 기말보고서에 파생상품을 이용하고 있는 기업들을 대상으로 하여 KIKO로 대변되는 구조화파생상품 잔액이 영(0)이 아닌 기업에게는 1, 영(0)이면 0을 부여하여 더미변수화 하였다. 공시자료에서는 1년 동안의 전체 파생상품 거래내역이 파악되지 않는 관계로 파생상품금액산정은 계산이 불가능하기에 기존의 선행연구들이 사용하였던 더미변수 부여방식을 차용하였다(Bartram & Brown & Fehle, 2009; Nance & Smith & Smithson, 1993).

### 3.2.3 통제변수

통제변수 또한 두 가지 기준으로 선정하였다. 우선 기존의 선행연구들에서 위험회피용 파생상품 이용에 영향을 미치는 것으로 알려진 기업규모, 유동자산금액, 재고자산, 외화표시부채, 부채비율, 매출액증가율, 총자본수익률, 유동비율, 이자보상비율 등의 기업재무 변수들을 통제변수로 투입하였다. 이후 구조화파생상품이용에 영향을 미치는 것으로 알려진 기업지배구조변수들을 투입하였다. 구체적으로 최대주주지분율, 외국인지분율, 사외이사비율 등을 추가하였다(최원용, 강신애, 김태중; 2015).

## 3.3 분석방법

CEO특성과 구조화파생금융상품 이용과의 관계분석을 위한 통계모형은 로짓분석 모형을 이용하였다. 본 논문에서는 2008년도에 구조화파생상품을 이용한 기업들이 일반적인 형태의 파생상품을 이용한 기업들과 차별화되는 점

이 있는지를 파악하기 위해서는 로짓분석이 적당하다고 판단하였다.

$y_i^*$ 는 구조화파생상품 이용여부를 나타내는 더미변수(Structured Derivatives Dummy)이다.

$$y_i^* = \beta x_i + \mu_i \quad (1)$$

$y_i$  :  $i$ 기업의 구조화파생상품 이용여부

$\beta$  : 추정모수의 벡터

$x_i$  : 설명변수의 벡터

$\mu_i$  :  $(0, \sigma_\mu^2)$ 의 잔차항



## IV. 연구 결과

### 4.1 기술 통계량

<표 1> 변수의 기술통계량

변수	관측치	평균	표준편차	최소값	최대값
구조화파생상품이용	370	0.13	0.34	0.00	1.00
총자산	378	24.61	1.56	21.65	29.53
유동자산	378	23.63	1.51	19.03	27.95
재고자산	359	22.13	1.72	14.29	27.97
외화표시부채	328	24.07	2.35	14.39	29.70
부채비율	369	150.20	379.54	3.56	6913.71
매출액증가율	369	15.75	27.98	-96.35	115.79
총자본수익률	369	1.86	10.24	-85.95	23.84
유동비율	369	155.81	132.38	1.02	1292.81
이자보상배율	369	24400000	154000000	-2312.94	1000000000
최대주주지분율	365	42.14	15.71	2.86	87.07
외국인지분율	378	10.11	13.66	0.00	86.71
사외이사비율	367	0.37	0.13	0.20	0.75
ceo나이	365	58.53	8.97	34.00	89.00
ceo 전공(비상경제면 1)	365	0.66	0.47	0.00	1.00

<표 1>은 전체표본의 기술통계량을 보여준다. 연구대상기업은 378개 중에서 자료미비나 부실 등으로 총 365개 기업이 최종적으로 결정되었다. 이 중 42개의 기업이 구조화 파생상품을 사용하는 것으로 나타났다. 또한 본 연구의 중요한 독립변수인 CEO특성에서 평균나이는 58.5세로 나타났으며, 최소값은 34세, 최대값은 89세로 나타났다. CEO의 전공이 비상경제인 경우가 240개 기업이었고 나머지 125개 기업이 상경제 교육배경을 지닌 CEO였다.

<표 2> 변수들간의 상관관계표

	구조화 파생 상품	ln총자 산	ln유동 자산	ln채고 자산	ln외화 표시부 채	부채비 율	매출액 증가율	총자본 수익률	유동비 율	이자보 상배율	최대주 주지분 율	외국인 지분율	사외이 사비율	ceo나 이	ceo전공 (비상경 계면 1)
구조화파 생상품	1.00														
총자산	-0.08	1.00													
유동자산	-0.02	0.90*	1.00												
채고자산	-0.02	0.75*	0.79*	1.00											
외화표시 부채	-0.04	0.77*	0.74*	0.69*	1.00										
부채비율	0.18*	0.08	0.10*	0.04	0.12*	1.00									
매출액증 가율	0.07	0.07	0.20*	0.14*	0.09	0.07	1.00								
총자본수 익률	-0.15*	0.12*	0.15*	0.11*	0.00	-0.30*	0.14*	1.00							
유동비율	-0.03	-0.18*	-0.08	-0.12*	-0.26*	-0.14*	-0.16*	0.19*	1.00						
이자보상 배율	-0.01	-0.04	0.00	-0.08	-0.09	-0.04	-0.04	0.05	0.23*	1.00					
최대주주 지분율	-0.03	-0.17*	-0.18*	-0.10	-0.14*	-0.05	0.01	0.07	-0.02	0.05	1.00				
외국인지 분율	-0.05	0.41*	0.39*	0.31*	0.27*	-0.05	-0.04	0.16*	0.09	0.05	-0.14*	1.00			
사외이사 비율	-0.08	0.65*	0.57*	0.50*	0.53*	0.04	-0.02	0.02	-0.08	-0.04	-0.29*	0.27*	1.00		
ceo나이	0.02	0.00	-0.02	-0.03	0.05	-0.07	0.06	0.11*	-0.00	0.03	0.02	-0.08	-0.06	1.00	
ceo전공 (비상경 계면 1)	0.07	-0.15*	-0.07	-0.02	-0.05	0.03	0.02	-0.02	0.07	0.01	0.02	0.03	-0.10	0.04	1.00

## 4.2 상관관계

<표 2>은 변수들의 상관계수를 보여준다. 구조화파생상품의 사용은 부채비율, 총자본수익율과 5% 수준에서 유의한 관련성이 있는 것으로 나타났고, 기존 연구들과 달리 총자산이나 재고자산, 유동비율 등의 변수들과는 관련성이 높게 나오지 않았다. 외화표시부채는 총자산, 유동자산, 그리고 재고자산들과 상관계수 값이 0.7전후로 높게 나왔으나 VIF 값에서는 큰 문제가 없는 것으로 나타나서 분석에 포함시켰다.

## 4.3 연구가설의 검정 결과

<표 3>은 가설검정을 위한 로짓분석을 보여주고 있다. 우선 모형(1)에서는 구조화파생상품 이용에 관한 기본모델의 결과를 보여준다. 일반적인 파생상품 이용과 달리 기업의 규모와 구조화파생상품 이용의 계수값이 음으로 유의한 결과가 나왔는데 이는 구조화파생상품이 지닌 비용이 거의 없다는 점에서 상대적으로 작은 기업들이 활발하게 사용한다는 것을 보여준다. 또한, 유동성이 높으면 파생상품 이용의 유인이 적을 것이라는 기대와 달리 유동자산은 양의 계수값을 보여서 기존의 이론과 반대되는 결과를 보이고 있다. 이와 달리 성장성 높은 기업은 위험을 헤지할 것이라는 기대대로 매출액증가율은 양의 계수값을, 높은 수익성은 파생상품 이용의 유인을 줄인다는 기대대로 총자본수익률은 음의 계수값을 보이면서 기존연구들과 동일한 결과를 보여준다.

모형(2)에서는 최대주주지분율과 외국인지분율, 그리고 사외이사비율 등의 기업지배구조 변수들을 추가하여 분석한 결과를 보인다. 모형(1)에서 유의한 변수들이 동일하게 유의성을 보이고 있으며, 최대주주지분율과 외국인지분율은 예상한 방향의 계수값을 가지고 있으나, 통계적으로 유의한 결과를 보이지 못한 반면, 사외이사비율은 구조화파생상품 이용에 부정적인 결과를 보이며 통계적으로도 유의하다.

<표 3> 구조화파생상품이용에 대한 로짓분석 결과표

변수	(1)구조화 파생상품이용	(2)구조화 파생상품이용	(3)구조화 파생상품이용
총자산	-1.89** (0.77)	-1.51* (0.81)	-1.40* (0.85)
유동자산	1.56*** (0.86)	1.46* (0.87)	1.50* (0.91)
재고자산	0.06 (0.22)	0.05 (0.23)	-0.00 (0.24)
외화표시부채	0.27 (0.20)	0.26 (0.21)	0.20 (0.21)
부채비율	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
매출액증가율	0.02** (0.01)	0.03** (0.01)	0.02* (0.01)
총자본순이익률	-0.09** (0.03)	-0.10** (0.03)	-0.10** (0.03)
유동비율	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
이자보상배율	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
최대주주지분율		0.00 (0.02)	0.00 (0.02)
외국인지분율		-0.02 (0.03)	-0.02 (0.02)
사외이사비율		-4.24* (2.50)	-4.48* (2.51)
CEO나이			0.03 (0.03)
CEO전공			1.04** (0.53)
산업터미	반영	반영	반영
Constant	-0.18 (5.12)	-5.13 (6.18)	-8.52 (6.64)
Observations	186.00	186.00	186.00
r2_p	0.22	0.24	0.26
ll	-76.49	-74.67	-72.22
LR chi2(22)	43.22	46.86	51.77
standard error in parentheses ** p<5, * p<10			

모형(3)에서는 CEO특성을 대변하는 나이와 교육배경(상경계 전공여부)의 변수를 추가하여 분석을 실시한 결과를 보여주고 있다. CEO의 나이는 가설의 기대와 달리 양의 계수값을 보이고 있으나 통계적으로 유의한 결과는 보이지 않아 가설1은 성립하지 않았다. 반면, CEO의 상경계 전공여부는 통계적으로 유의한 양의 값을 보였다. 이는 상경계 전공자(0)에 비해서 비상경계 전공자(1)가 구조화파생상품 이용에 더 적극적이라는 것인데 이는 우리가 앞서 예상한 가설2의 결과와 동일하다. 즉, 위험회피용으로 쓰이기에는 매우 복잡한 수익구조와 비대칭적인 수익구조를 통한 Zero-Cost라는 점이 적절하지 않다는 점을 상경계 전공자들이 더 잘 판단하여 의사결정을 했다는 것으로 볼 수 있다. 이는 이후 KIKO와 관련된 손익관련 기사(이상제, 김영도: 2009)에 따른 기업들의 주가반응에 관한 연구(김은화, 김태중, 이재호;2016)와 관련된 소송 중에서도 드러난다. 많은 경영자들이 자신들은 KIKO상품을 잘 몰랐으며 은행이 제공하는 정보를 바탕으로 거래를 하였다는 것을 보면 사후적으로도 알 수 있을 것이다.

## V. 결 론

본 논문은 2008년 글로벌 금융위기의 불확실성이 높은 상황에서 기업들이 위험을 회피하기 위하여 구조화파생상품의 이용을 결정한 CEO의 특성이 어떤 영향을 미치는 지를 살펴보고자 하였다. 기존의 파생상품 이용의 연구들이 의사결정의 대상자인 CEO를 고려하지 않고 기업의 재무적인 특성이나 환율의 변화 등 의사결정의 외부적인 주제들만을 대상으로 한데 비해서, 본 논문은 직접적으로 기업의 성과를 결정하는 주요변수로서 기업의 최고경영자인 CEO를 분석의 대상으로 했다는 점에서 그 의의가 있을 것이다. 하지만 선행연구에서 제시된 5가지의 특성 중에서 나이와 교육배경의 두 가지만을 분석대상으로 하여, 그 결과를 일반화하기에는 아직 부족함이 있어 보인다. 향후 CEO의 교육수준이나 관련업체 근무경력 등을 추가로 투입하여 분석할 필요가 있어 보인다. 또한 기존의 선행연구들의 결과와 동일하게 기업지배구조변수들 중에서 최대주주지분율과 외국인지분율은 유의한 결과를 보여주고 있지 못하지만, CEO를 직접적으로 제어할 수 있는 사외이사들은 복잡한 파생상품의 이용에 부정적인 영향을 미치고 있는 것을 확인하였다. 이는 주주들에 의한 CEO의 제어보다는 내부적인 기업지배구조 시스템이 잘 구축되어야 한다는 점을 다시 한 번 보여주는 결과라고 할 수 있을 것이다.



## 【 참고문헌 】

### 1. 국내자료

#### <학술지>

김선미, 오광욱. (2015). 최고경영자 나이가 경영자 예측정보 공시여부와 정확성에 미치는 영향. 『회계연구』, 20(5), 191-236.

김은화, 김태중, 이재호. (2016). KIKO는 과연 수출기업에게 적절한 환위험 관리 수단이었나?: 효율적 시장가설검증을 중심으로. 『무역연구』, 12(2), 391-406.

김태중, 민상기, 이재호. (2013). 한국제조기업의 파생상품 사용 결정요인에 대한 연구: 기업지배구조를 중심으로. 『국제경영연구』, 24(3), 1-22.

박철민. (2005). 영남지역 중소기업 최고경영자의 특성이 경영성과에 미치는 영향. 『산업경제연구』, 18(3), 1075-1101.

박철순, 유진탁. (1999). 전략결정요인으로서의 최고경영자: Upper Echelons 이론 및 자유 재량이론의 통합모형. 『전략경영연구』, 2(1), 147-168.

서정일, 장호원. (2010). 최고 경영자(CEO), 최고 경영진(TMT), 기업 소유구조간의 상호작용이 R&D 투자에 미치는 영향. 『전략경영연구』, 13(1), 29-49.

임성준, 정형철. (2001). 산업특성과 CEO특성간의 관계 및 이들간의 적합성이 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구. 『전략경영연구』, 4(1), 1-23.

정병선. (2008). 한국 상장기업의 파생상품 사용결정요인. 한국증권학회 학술 발표대회 논문집.

채희원, 송재용. (2009). 최고경영진의 인구통계학적 특성이 하이테크 기업의 기술적 혁신에 미치는 영향. 『전략경영연구』, 12(2), 83-104.

최원용, 강신애, 김태중. (2015). 경영자 위험회피성향이 환위험관리에 미치는 영향: 복합파생상품을 대상으로. 『국제경영리뷰』, 19(1), 103-117.

하영범, 이성희. (2014). CEO특성이 R&D 투자정도에 미치는 영향. 『국제 회계연구』, 58, 103-125.

#### <단행본>

이상제, 김영도. (2009). 『키코파생상품의 이해』. 서울: 한국금융연구원.

#### <웹사이트>

금융감독원 공시시스템. <http://dart.fss.or.kr>

## 2. 국외문헌

Bartram, S.M. & G.W. Brown. & F. Fehle. (2009). International Evidence on Financial Derivatives Usage. *Financial Management*, 38(1), Spring, 185–206.

Hambrick, D. & Mason, P.. (1984). The Seasons of a CEO's Tenure. *Academy of Management Review*, 16, 719–742.

Nance. & D.R. & Smith. & C.W. Jr. & Smithson, C.W.. (1993). On the determinants of corporate hedging. *Journal of Finance*, 48(1), 267–84.



## ABSTRACT

An empirical study on the effect of CEO's knowledge on the  
Use of the Derivatives

Hwang, Soon-Kwan  
Major in International Business  
Dept. of International Trade  
The Graduate School  
Hansung University

This study is intended to identify the influence of CEO's characteristics on managerial decision to use of structured derivatives for hedging foreign currency exposure in Korean firms. As a result of analysis, the following conclusion was made. Firstly, it was shown that the age of CEO was not less likely to using structured derivatives to manage foreign currency exposure and the educational background(i.e CEO's major related in economic or business) was. That is CEO's characteristics was one of the main factors on managerial decision making in the use of structured derivatives. Second, outside board of directors has negative relationship with managerial decision to using structured derivatives. But majority owners and foreign investors are not statistically significant. Through this study, I suggest that CEO's characteristics on managerial decision should be considered as an

important factors in the research stream on managing foreign currency exposure for hedging purpose.

**【Keywords】** Chief Executive Officers Characteristics, Risk Management, Structured Derivatives

