

특례상장기업의 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO 특성: 행동재무학 이론 관점에서*

김주원 (한국탄소산업진흥원 책임)**

국문 요약

특례상장기업은 경영성과 및 시장평가에서 완화된 조건으로 상장했기 때문에, 상장 이후 지속적인 성장을 하지 않는다면, 투자자들의 피해가 커질 수 밖에 없다. 또한 특례상장기업은 일반상장기업에 비해 기업 규모가 작기 때문에 CEO는 기업전략 수립에 더 중요할 수밖에 없다. 이에, 본 연구는 특례상장기업의 연구개발 투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO 특성을 행동재무학 이론 관점에서 실증 분석하였다.

특례상장기업과의 상호작용으로 연구개발투자에 영향을 미치는 CEO 특성을 검증한 결과, CEO가 남성인 경우, 자연과학 전공인 경우, 투자사 출신인 경우 연구개발에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 아울러, 특례상장기업 변수와의 상호작용으로 기업가치에 영향을 미치는 CEO 특성은 CEO가 남성, 학사 학력인 경우 연구개발에 긍정적인 영향을 미쳤다. 특례상장기업과의 상호작용으로 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO 특성은 나이를 제외한 성별, 학력, 전공, 경력 변수에서 단독변수와는 다른 결과로 나타나고 있어, 특례상장기업은 CEO 특성과의 상호작용으로 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 조절변수 역할을 하고 있음을 알 수 있다.

본 연구는 기존 최고경영층 이론의 한계점을 보완하여, 행동재무학 관점에서 CEO 특성인 나이, 성별, 학력, 전공, 경력은 개인 능력에 대한 심리적 차이를 반영하는 설명변수가 될 수 있음을 검증하였다. 아울러, 특례상장기업의 연구개발투자와 기업가치에 영향력이 높은 CEO 특성을 예측할 수 있는 시사점을 제공할 수 있으며, 기업의 지속가능성에 관한 연구에 기여할 것으로 기대한다.

핵심주제어: 특례상장, CEO 특성, 최고경영층 이론, 행동재무학, 연구개발투자, 기업가치

1. 서론

2023년 7월 27일 금융위원회는 이세훈 금융위 사무차장 주재로 민관 합동 관계 기관 회의를 개최하고 ‘기술특례상장 제도 개선 방안’을 최종 확정해 발표했다. 이와 관련한 핵심은 ‘초격차 기술 특례’ 등이 신설되어 첨단·전략기술기업의 특례상장 문호가 넓어진다는 것이다. 우수 기술기업의 자본시장 접근성을 높이기 위해서다. 심사 단계에서도 그간 특례상장을 추진했던 기업들이 호소하던 어려움을 대폭 개선한다. 우선 기술성이나 사업성 외의 사유로 상장에 실패한 기업들이 상장에 제도전환 경우 ‘신속심사 제도’를 적용했다.

국가전략기술 또는 국가첨단전략기술 기업으로, 시가총액 1000억원 이상 및 최근 5년간 투자 유치 금액이 100억원 이상인 기업에 대해 기술평가 부담을 완화(단수평가)하고 심사 기간도 45일에서 30일로 단축되었다. 따라서 첨단기업인 경우 특례상장의 문턱은 더욱 더 낮아질 전망이다.

특례상장기업은 현금성자산과 무형자산은 풍부하고, 유동비율은 우수하다고 논하였다. 이는 기술력이 풍부하고 성장잠재

력이 풍부한 기업에게 코스닥 시장 조기 진입의 기회를 제공한다는 특례상장제도의 취지에 부합한다고 제시하였다(박영규, 2020).

특례상장기업은 일반상장기업에 비해 기업규모가 작고, 수익성, 성장성, 부채비율, 활동성은 나쁘다고 기술하였다(김주원 외, 2022). 지속적인 특례완화로 인한 특례상장기업의 시장진입 가능성 확대도 중요하지만, 상장 후 기업이 성장 하지 않는다면, 투자자들의 피해가 커질 수 밖에 없다(김주원 외, 2022).

앞에서 논했듯이, 일반상장기업에 비해 기업 규모가 작기 때문에, CEO는 기업전략 수립에 더 중요할 수 밖에 없다. 그럼에도 불구하고 특례상장기업 CEO 특성 관련 연구는 아직 미흡한 실정이다.

CEO는 기업 경영의 사령탑으로 기업의 전략적 의사결정을 통해 기업의 방향을 모색하고 리더십으로 성공적인 기업을 만드는데 중요한 인적자원이다(라영수, 2021). CEO는 수없이 쏟아지는 정보의 홍수 속에서 조직경영을 위해 과연 어떤 것이 도움이 되며, 어떤 것이 도움이 되지 않는지 판단할 수 있어야 한다(강병서 외, 2005). 또한 기업 경영에서 기업의 가치를 높이는 것은 매우 중요한 요소로 작용하고 있다.

* 본 논문은 주저자의 박사학위 논문 데이터를 활용하여 추가 연구하였다.

** 주저자, 한국탄소산업진흥원, 책임, ariam77@naver.com

1) 특례상장기업 ‘파두’는 상장 당시 연간 매출액을 1202억원으로 예상했지만, 실제 상장 후 매출이 저조해 주가가 급락했다.

투고일: 2024-07-02 · 1차 수정일: 2024-08-09 · 2차 수정일: 2024-08-20 · 3차 수정일: 2024-09-12 · 게재확정일: 2024-10-02

최고경영층 이론에 근거한 연구에서는 상대적으로 손쉽게 측정할 수 있는 CEO의 인구통계학적 변수들을 측정하여 CEO의 인지 구조 및 가치관 등의 심리적, 인지적 개념변수들의 대응 변수로 사용하여왔다(서정일·장호원, 2010). 즉, 기존의 실증연구들은 CEO의 인구통계학적 특성인 나이, 근속연수, 교육적 배경, 기능적 경험 등의 변수들을 통해 CEO의 인지 구조 및 가치관 등을 추론하여 사용했다(Hambrick & Mason, 1984).

전통적 재무학에서는 인간을 합리적 의사결정자로 간주하지만, 행동재무학에서는 인간이 항상 합리적인 의사결정을 하지는 않는다고 전제하고 있다(Chen et al., 2017). 행동재무학은 금융 관련 의사결정에서 나타나는 이상 현상들(Anomaly)을 살펴보고, 이러한 현상의 원인을 심리적인 측면에서 분석하고자 시도하는 분야로, 이러한 시도가 의미 있는 이유는 이상 현상들의 원인인 심리적 편향들이 일시적인 것이 아니라 체계적으로 발생하기 때문이다. 행동재무학 관련 연구에서는 다양한 원인으로 인해 인지편향이 발생한다고 밝히고 있고, 자기과신 성향은 인지편향의 종류로 알려져 있다. 또한 CEO는 자신의 지식이나 능력을 과대평가하고 자신들이 미래를 옳게 예측할 수 있다고 지나치게 자신하는 자기과신 성향을 가지고 있다. 자기과신 성향은 재무행동에 미치는 영향에 관한 결과는 혼재하지만, 자기과신 성향이 있는 CEO는 기업가치에 부정적인 영향을 줄 수 있다는 것이 선행 연구의 주류이다. 이에 본 연구는 행동재무학 이론관점의 선행연구를 통해 CEO 특성은 심리적 특성 차이를 반영하는 설명변수가 될 수 있음을 검증하고자 한다.

따라서 본 논문에서는 특례상장기업의 연구개발 투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO 특성을 행동재무학 이론관점에서 실증 분석하고자 한다. 이러한 연구 목적 달성을 위한 연구 질문(Research Questions)은 다음과 같다.

첫째, ‘코스닥 상장기업 CEO 특성이 연구개발투자자와 기업가치에 영향을 미치는가? 영향을 미친다면, 어떤 CEO의 특성이 연구개발투자자와 기업가치에 영향을 미치는가?’

둘째, ‘코스닥 특례상장기업과의 상호작용으로 연구개발투자자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO 특성은 무엇인가?’

II. 이론적 배경

2.1. 코스닥 특례상장 제도

코스닥시장은 유망 벤처기업들에 대한 자금조달 자원을 위해 1996년 7월 설립된 시장으로, 첨단벤처기업 중심의 증권시장이다. 코스닥시장은 거래대금, 시가총액뿐만 아니라 신규상장도 활발하게 이루어지는 역동성도 함께 갖추고 있어 첨단벤처기업들이 성장에 필요한 대규모 자본을 원활하게 조달

할 기회를 제공하고 있다. 이 시장에 상장되기 위해서는 시장에서 요구하는 수익성·매출액 기준 또는 시장평가·성장성 기준을 충족해야 한다.

2005년부터 10년 동안 27개 기업이 이 제도를 통해 코스닥 시장에 상장했으며 2015년에는 기술력을 가진 중소기업의 상장 기회를 더 확대하기 위해 기술특례 상장제도의 규제를 완화했다. 2015년 4월 한국거래소가 기술평가방식을 완화한 후, 기술성장기업의 특례상장은 많이 증가하였다(김주원 외, 2022).

2017년에 추가된 성장성 특례제도는 일명 테슬라 요건²⁾ 상장으로 불리기도 한다(김주원 외, 2022). 이는 기술력이 뛰어난 회사가 상장할 수 있도록 상장 기준을 낮춰 주는 제도로 2005년 도입됐다. 회사의 보유 기술이 유망하다고 판단될 경우 재무제표상 적자가 있더라도 상장 기회를 제공한다.

기술보증기금, 나이스평가정보, 한국기업데이터 등 기술평가 기관 3곳 가운데 2곳에서 A-AA등급 이상을 증빙 받은 회사는 상장 예비심사를 청구할 수 있다.³⁾

2.2. CEO 특성이론

2.2.1. 최고경영층 이론관점

최고경영층 이론관점 연구에 의하면, CEO의 특성이 연구개발에 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다(Thomas & Ramaswamy, 1996). CEO 능력이 뛰어난수록 산업 및 기업 전반의 흐름 및 추세에 대한 이해도가 높고, 이를 토대로 더 정확한 판단과 추정을 통해 기업가치를 높이는 방향으로 의사결정을 하는 것으로 나타났다(권오섭·박선영, 2022).

CEO의 나이는 많은 선행연구에서 투자와는 부(-)의 관계를 보인다. 나이가 많을수록 활동성이 적어지고, 보수적인 성향을 보인다는 특성이 있다(라영수, 2021). 나이가 상대적으로 높은 CEO는 위험한 전략을 피하고 안정적인 상황을 유지하려는 경향이 높기 때문이다(김이진 외, 2019). 특히 연구개발 투자의 경우 기술에 대한 투자이고, 성공의 가능성에 대한 위험이 큰 투자이므로 나이가 많은 CEO보다는 젊은 CEO일 경우에 더 많은 투자를 할 것으로 보인다(라영수, 2021). 나이가 많은 CEO들은 재직기간 내에 투자성과로 인한 성과급 또는 급여인상 등과 같은 수익 획득의 기회가 낮아지기 때문에 오랜 기간에 걸쳐 경영성과가 발생하는 R&D 투자를 선호하지 않을 수 있다(조정호·정찬식, 2019). Sundaram & Yermack(2007)도 최고 CEO들이 퇴임하기 전부터 R&D 투자를 줄인다고 주장하였다. Hambrick & Mason(1984)은 나이가 많은 CEO는 창의적인 아이디어를 낼 가능성이 나이가 적은 CEO에 비해 낮으며, 기업의 향후 재정적 안정성에 대해 많은 고려를 하므로 위험한 사업전략을 선택할 확률이 나이가 적은 CEO에 비해 낮다는 결과를 보고하였다(조정호·정찬식, 2019). 즉, 나이가 많을수록 위험 회피적인 성향이 강하여 기업의 성장이나 가

2) 미국의 전기차 회사인 ‘테슬라’가 적자임에도 불구하고, 크게 성장하여 자동차 회사 시가총액 1위를 달성한 것을 빗대어 ‘테슬라 요건’이라고 불림

3) 한국거래소 홈페이지(<https://www.krx.co.kr>) 인용

치 창출에 적극적이기보다는 안정성 추구의 경향이 강하다는 것이다(Hambrick & Mason, 1984).

CEO의 나이가 많을수록 조직의 현상을 유지하려는 보수적 성향이 강하고(Alutto & Hrebiniak, 1972), 그들의 소비성향, 퇴직 후 삶의 기대 수준을 고려할 때, 재무 혹은 경력상의 안전 문제로 인하여 위험 회피적인 성향이 강할 수밖에 없다고 주장하였다(Carlsson & Karlsson, 1970).

CEO의 교육수준은 CEO의 능력과 관련성이 높다. CEO의 높은 학력은 기업의 재무적 성과에 유의한 영향을 주며(Birley & Norburn, 1987), CEO의 높은 학력을 의미하는 명문대가 가지고 있는 엘리트 집단의 네트워크는 그 자체로 높은 사회적 자본으로 간주할 수 있다(Belliveau et al., 1996). 교육수준이 높으면 현재 기업의 제반 상황을 분석하고 이에 따른 적절한 의사결정을 내릴 수 있는 능력이 높다고 주장하였다(라영수, 2021). 따라서 기업의 CEO의 학력이 높을수록 연구개발투자를 많이 할 것으로 보인다. CEO가 가진 교육적 배경은 산업에 따라 중요도가 다를 수 있다고 주장하였다(권오섭·박선영, 2022).

CEO의 기능적인 경험과 연구개발투자의 관련성에 관한 연구로 Hambrick & Mason(1984)의 연구에서는 CEO가 마케팅, 영업, 연구개발에 종사하였으면 기업의 성장 부분에 관심이 많고, 법이나 재무분야에 경험이 있다면 비관련 다각화를 통한 성장을 할 것이라고 하였다(라영수, 2021). 재무분야에 정통한 CEO는 주로 외적 성장에 초점을 맞추어 인수 및 합병을 통한 성장을 할 것이라고 하였고, 기술 개발 분야에 종사했던 CEO는 연구개발을 통해 내적 성장을 할 것이라고 논하였다(라영수, 2021).

2.2.2. 행동재무학 이론관점

행동재무학 이론관점 연구에 의하면 다양한 원인으로 인해 인지편향이 발생한다고 밝히고 있고, 자기과신 성향은 인지편향의 종류로 알려져 있다. CEO는 자신의 지식이나 능력을 과대평가하고 자신들이 미래를 옳게 예측할 수 있다고 지나치게 자신하는 자기과신 성향을 가지고 있다.

CEO는 정보를 체계적, 분석적으로 확인하지 못하는 상황을 겪게 된다. 대다수 CEO는 낙관적인 추정을 하며, 위험을 잘 지각하지 못하기 때문이다(김대업, 2020).

CEO는 사람들을 통제할 수 있다는 신념을 가지고 있으며, 이를 통해 성과를 만들어 낼 수 있다는 강한 선호를 보인다(Shaver & Scott, 1991). 통제착각을 하는 개인들은 그들이 가진 기술적 능력이 부정적인 결과를 방지할 수 있다고 믿기 때문에 긍정적으로 판단하고 결정한다(Kahneman & Lovallo, 1993). 즉, 좋은 기회가 성과를 만들지 않으며, 기술이 성과를 향상시킨다는 점을 지나치게 강조한다(Zhang & Cueto, 2015). 모든 가능한 정보를 활용하는 대신에 사람들은 그들이 과거에 했던 것에 의존하여 결정하는 경향을 보인다. 이런 현상 유지편향은 현재 상태를 유지하고자 하는 행동적 경향이다

(Samuelson & Zeckhauser, 1988). 현상 유지편향은 단독적인 인지편향이 아니며, 다른 행동경제학에서 주장하는 효과들과 관련되어 있다는 주장도 있다(Thaler, 1980). 현상 유지를 하는 개인은 전망이론에 따라 손실 회피적이다(Kahneman et al., 1991; Tversky & Kahneman, 1991).

CEO는 자기 과신을 하고 있으며, 이런 인지편향은 객관적인 사실을 기반으로 판단하지 않도록 만든다(김대업, 2020). 더 나아가, 통제에 대한 환상과 작은 수 법칙에 대한 믿음이 위험에 대한 지각을 낮게 하거나, 과잉자신감을 감소시키지 않는 것처럼 보인다(Simon et al., 2000). CEO의 과신 성향 때문에 기업의 중요한 의사결정 시 잘못된 판단을 일으킨다면 기업은 막대한 손실을 볼 수도 있다(오상희·황영정, 2019). CEO 자기 과신이 기업성과에 부정적으로 작용하는 것은 CEO 자기 과신에 따라 발생하는 객관적 시각 상실이 기업 의사결정에 오류를 가져다주기 때문이다(박중훈 외, 2013).

반면, CEO가 과도한 자신감을 갖게 되면 위험회피 성향이 감소할 수 있다(Li & Tang, 2010). CEO의 위험회피성향 감소는 기업의 미래를 과도하게 긍정적으로 바라보는 시각을 가져다주며, 전략과 투자 선택에 있어 객관적이고 신중한 검토를 간과하는 경향을 확대할 수 있다(박중훈 외, 2013). 즉 자기 과신이 높을 때 위험회피 성향이 줄어들므로써 과도한 투자가 이루어질 가능성이 크고, 체계적이지 못한 사업계획에 따라 경영이 이루어짐으로써 최종적으로 기업성과가 나빠질 수 있다(박중훈 외, 2013). 과도한 자신감 관점에서 CEO 요인이 기업의 자금조달 결정과 재무정책에 대해 상당한 설명력을 가지고 있음을 보여준다. 그들은 지나치게 자신감 있는 CEO가 외부 자본에 덜 의존하고 주식 발행을 적게 한다고 보고하였다(Malmendier et al., 2011). 또한, 과신하는 CEO는 외부 자금조달 비용과 일정을 과대평가하여 배당금 지급을 줄임으로써 외부 자금조달에 대한 의존도를 줄인다는 사실을 발견했다(Deshmukh et al., 2010). 또한, 기업의 배당 증가 발표에 대한 긍정적인 주가 반응의 크기는 CEO의 과신 수준에 대한 불확실성이 클수록 더 크다는 것을 보여준다. 그러나 이러한 경영진 성격변수와 조직성과 사이의 관계를 탐구하려는 시도는 확실한 것으로 간주하지는 않는다. 실제로 사용하는 심리적, 조직적 변수의 이질성이라는 문제가 존재하며, 이는 적절한 메타분석 검토의 가능성을 가로막는 장애가 되기 때문이다. 현존하는 연구에서 사용된 최고경영진 성격 데이터의 측정 검증과 관련하여 문제가 존재하는데, 이는 이 분야의 학제 간 연구가 제한적이고 편향이 있기 때문이다(Abatecola et al., 2013).

재무관리 측면에서 자기과신적 CEO는 현금흐름과 관련하여 우호적인 사건이 발생 시 체계적으로 과대평가하고 불리한 사건이 발생 시에는 이를 과소평가한다는 연구가 있다(Heaton, 2002; Malmendier & Tate, 2008). 또한, CEO의 자기과신 성향의 한 형태인 낙관주의(managerial hubris)는 기업인수 합병 시 피합병 기업에 과다보상과 가치 파괴적 합병(value-destroying mergers)의 원인이라는 연구(Roll, 1986)를 살

퍼볼 때, 낙관적인 CEO는 자신의 투자안을 과대평가함은 물론 음(-)의 NPV를 갖는 투자안을 착오로 양(+)의 NPV 투자로 인지한다는 것을 체계적으로 보여준 연구가 있으며(Heaton, 2002), 자기과신적 CEO는 과대투자 성향이 있고 더 많은 인수합병에 참여하고 가치 파괴적 합병을 한다고 한다(Malmendier & Tate, 2008). 자기 과신적 CEO의 자금조달 측면에서 다른 CEO에 비해 배당을 덜 하며(Deshmukh et al., 2010), CEO의 자기 과신은 기업 재무정책에 왜곡을 준다고 하며(Malmendier et al., 2011), 자기 과신에 대한 전반적인 정리로 기업의 투자와 자금조달 및 배당정책에 영향을 준다는 연구(Baker et al., 2007), CEO의 자기 과신과 CEO의 이익 예측 간의 연관성에 대한 연구(Hilary & Hsu, 2011; Hribar & Yang, 2016; Libby & Rennkamp, 2012)가 있다. CEO의 자기 과신과 CEO 편견과의 관련성 연구는 과도하게 낙관적 CEO의 비자발적 교체를 통하여 입증하였다. 낙관주의 수준을 구분하여 적정한 낙관주의가 기업가치를 최적으로 하며, 자기 과신의 측정치에 대해서도 자기 과신의 수준을 구분했다는 점에서 의의가 있다(Campbell et al., 2011).

CEO의 주요 특성 중 자기 과신과 관련된 해외 선행연구들은 자기 과신은 과잉투자의 주된 원인, 낮은 배당정책, 불리한 인수합병, 회계부정 등과 관련이 있다고 분석하고 있다.

기업의 위험추구는 기업가치를 증가시키지만, CEO가 과신하는 경우 해당 기업의 위험추구는 기업가치 하락과 연관이 있었다. 이는 자기과신 성향의 CEO가 해당 기업에 부적합하거나 과도한 위험추구를 유도함으로써 결국 기업가치를 훼손시킬 수 있다는 것을 보여주고 있다(김현숙·권택호, 2019).

최정원·오세경(2017)은 자신의 능력과 신념에 대해 이성적으로 높은 자신감을 가지는 것은 긍정적이라고 볼 수 있으며, 이는 혁신적인 CEO에게 자신감은 중요한 요소이지만, 비이성적으로 높은 자신감을 가지는 것은 자기 과신으로 합리적인 기업 재무의사결정을 저해하는 요인으로 작용할 수 있다고 밝혔다. 이에, 나혜림 외(2014)은 객관적 지식의 함양을 토대로 자신감을 가지는 것이 바람직한 재무관리 행동을 도출할 수 있다고 강조하였다.

이태준 외(2017)의 투자자 대상 연구에서는 자기과신 집단은 대부분 젊고 소득이 높은 계층이라고 분석했지만, 이윤호, 문세영(2020)의 연구 결과는 연령대가 높을수록 자기 과신이 높게 나타났고, 대학생을 대상으로 한 연구(이윤호, 2018)에서는 성별과 자기 과신의 연관성을 볼 수 없었다.

국내에서는 연구는 여성이 경영에 참여하는 비율이 낮기 때문에, 그동안 CEO 성별에 관한 연구의 필요성이 낮았고 실증 연구도 부족하다(김운선·이일한, 2022), 행동재무학 이론관점에서 남성 CEO는 자기과신 성향이 높으므로 연구개발투자 및 기업가치에 부정적인 영향을 줄 수 있을 것이다(Baker et al., 2007; 김현숙·권택호, 2019). 투자자의 성별에 따라 남자가 여자보다 투자능력에 대해 높은 자기 과신을 보일 뿐 아니라 거래수수료를 높이는 과잉거래 및 적절치 않은 시점에 매도하여 수익을 낮춘다고 하였다(한미영·김재휘, 2007).

금융역량 조사에서도 금융 자신감이 남성이 더 높아 성별에 따른 자기 과신의 차이가 존재하였다(신상희, 2021).

Barber & Odean(2001)의 연구에서는 투자자의 성별에 따라 남자가 여자보다 투자능력에 대해 높은 자기 과신을 보일 뿐 아니라 거래수수료를 높이는 과잉거래 및 적절치 않은 시점에 매도하여 수익을 낮춘다고 하였다. Pan & Statman(2010)의 연구결과 역시 남성이, 나이가 낮을수록 자기 과신이 높고, 높은 자기 과신은 특히 주식투자 행동에 부정적이었다.

Barber et al.(2001)은 투자자의 성별에 따라 남자가 여자보다 투자능력에 대해 높은 자기 과신을 보일 뿐 아니라 거래수수료를 높이는 과잉거래 및 적절치 않은 시점에 매도하여 수익을 낮춘다고 하였다. Bhandari et al.(2006)은 은퇴가 가까운 투자 경험이 있고 투자 조언을 받아본 적이 있는 고학력자 남성이 자기 과신일 경우가 많다고 분석하였다.

2.3. 선행연구 종합

<표 1>은 최고경영층 이론관점의 선행연구를 바탕으로 주요 내용을 재구성하였고, 주요 내용은 다음과 같다.

<표 1> 최고경영층 이론관점 선행연구 주요 내용

연구과제	주요 내용	연구자(연도)
CEO 특성과 연구개발 투자	나이가 많을수록, CEO의 임기가 길어질수록 그리고 이공계 출신일수록 연구개발에 투자하는 경향을 보임	Hambrick & Fukutomi(1991), Barker & Mueller(2002), 채희원·송재용(2009), 리영수(2021)
CEO 특성과 기업성과, 기업가치	CEO 특성과 기업성과의 연계성도 어느 정도 관련성이 있음	Carpenter(2002), Fahlenbrach & Stulz(2009), Gupta(1984)
	CEO의 특성은 경영 의사결정의 설명변수가 되며, CEO의 전략적 선택과 기업가치에 영향을 미침	박하연·전성빈(2017)

CEO의 특성은 CEO 능력의 대응 변수가 될 수 있고, 연구 개발투자에 영향을 미치는 변수로 볼 수 있다.

최고경영층 이론에 의하면, 기업의 CEO 특성은 경영전략 선택에 직·간접적으로 영향을 미치며, 특히 벤처기업은 CEO 의사결정이 매우 중요하기 때문에 CEO 특성은 기업가치와 관련하여 설명변수가 될 수 있다.

<표 2>는 행동재무학 이론관점의 선행연구를 바탕으로 주요 내용을 재구성하였고, 주요 내용은 다음과 같다.

<표 2> 행동재무학 이론관점 선행연구 주요 내용

연구과제	주요 내용	연구자(연도)
CEO 인지편향	CEO는 복잡한 환경으로 발생하는 모든 정보를 처리할 수 있는 인지적 능력을 갖추고 있지 않음	Keh et al.(2002), 김대연(2020)
	CEO들이 다른 사람들보다 어려운 상황에 접할 기회가 많다고 설명하며, 빠른 의사결정을 해야 하는 불확실한 상황에서 정확한 정보를 갖지 못할 수 있음	Busenitz & Barney(1997), 김대연(2020)

CEO 자기 과신과 재무행동	CEO는 자기 과신을 가지고 있으며, 이런 인지편향은 객관적인 사실을 기반으로 판단하지 않도록 만들	Simon et al.(2000)
투자자 개인특성과 재무행동	여성일수록, 나이가 많을수록, 학력이 높을수록 재무행동을 증가시킴	정지영·문찬현(2021)
투자자 개인특성과 자기과신	나이, 직업, 위험 감수 성향, 교육 경험이 자기 과신에 영향을 미치는 변수들이 상이하게 나타남	Barber & Odean(2001), Bharati et al.(2006)
	투자자의 성별에 따라 남자가 여자보다 투자능력에 대해 높은 자기 과신을 보일 뿐 아니라 거래수수료를 높이는 과잉거래 및 적절치 않은 시점에 매도하여 수익을 낮춤	한미영·김재휘(2007)
	금융역량 조사에서도 금융 자신감이 남성이 더 높아 성별에 따른 자기 과신의 차이가 존재함	신상희(2021)

행동재무학 이론관점 선행연구들에서는 다양한 원인으로 인해 인지편향이 발생한다고 밝히고 있고, 자기과신 성향은 인지편향의 종류로 알려져 있다.

CEO는 자신의 지식이나 능력을 과대평가하고 자신들이 미래를 옳게 예측할 수 있다고 지나치게 자신하는 자기과신 성향을 가지고 있다. 자기과신 성향은 재무행동에 미치는 영향에 관한 결과는 혼재하지만, 자기과신 성향이 있는 CEO는 기업가치에 부정적인 영향을 줄 수 있다는 것이 선행 연구의 주류이다.

개인의 자기과신 성향이 재무행동에 미치는 영향을 구체적으로 살펴보면, 연구자별로 차이는 있지만, 특성과 관련해서 나이가 많을수록, 남성일수록, 학력이 높을수록, 관련 경험이 많을수록 자기과신 성향에 미치는 영향은 차이가 있다.

따라서, CEO 특성 중 나이, 성별, 학력, 경험은 심리적 편향의 차이를 나타내는 설명변수가 될 수 있다.

III. 연구모형의 설정

3.1. 가설의 설정

최고경영층 이론관점의 연구에서는, CEO의 나이가 적을수록, 교육수준이 높을수록, 전공, 경력에 따라 다른 전략유형의 의사결정을 한다(Wiersema & Bantel, 1992). CEO 특성이 기업 경영에 대한 의사결정에 영향을 미치고 그 의사결정으로 인해 투자나 기업가치에 영향을 미친다고 제시하고 있다(Hambrick & Mason, 1984; 황수정·신진교, 2009).

행동재무학 이론관점의 연구에서는, 나이가 많고, 남성이고, 학력이 높고, 관련 경험이 많으면 자기과신 성향을 보이고 있고, 자기과신 성향이 있는 CEO는 너무 긍정적인 측면에 치우쳐 과잉투자 및 기업가치에 악영향을 줄 수 있다는 것이 선행 연구의 주류이다(Baker et al., 2007; 김현숙·권택호, 2019). 이를 바탕으로 다음과 같은 가설을 설정했다.

가설 1: CEO의 특성에 따라 연구개발투자와 기업가치에 미치는 영향은 차이를 보일 것이다.

- 1-1: CEO의 나이가 많을수록 연구개발투자와 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다.
- 1-2: CEO가 남성일 경우 연구개발투자와 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다.
- 1-3: CEO의 학력은 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미칠 것이다.
- 1-4: CEO의 전공은 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미칠 것이다.
- 1-5: CEO의 경력은 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미칠 것이다.

코스닥 상장형태에 관련된 연구에 따르면, 코스닥 특례상장기업과 일반상장기업의 특성이 다르게 나타났고, 이는 일반상장기업과 상장 후의 기업가치도 차이가 있다는 연구 결과가 있다(김주원 외, 2022). 특히 특례상장기업은 일반상장기업에 비해 기업규모가 작고, 수익성, 성장성, 부채비율, 활동성은 나쁜 반면, 현금성자산과 무형자산은 풍부하고, 유동비율은 우수하다고 논하였다(박영규, 2020). 특례상장기업은 일반상장기업에 비해 기업 규모가 작기 때문에, CEO는 기업전략 수립에 더 중요할 수 밖에 없다.

그럼에도 불구하고 관련 연구는 아직 미흡한 수준이다. 특히, 특례상장기업은 R&D에 대한 초기 투자의 비중이 커 연구개발비를 자본화한다고 해도 충분한 이익을 내기 힘들기 때문에 상장 이후에도 투자자들을 보호하고 자본시장의 효율성을 확보하기 위해 특례상장기업의 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO 특성을 분석할 필요성이 있다. 이를 바탕으로 다음과 같은 가설을 설정했다.

가설 2: CEO의 특성과 특례상장기업과의 상호작용으로 연구개발투자와 기업가치에 미치는 영향은 CEO 특성은 단독변수와 차이를 보일 것이다.

- 2-1: 특례상장기업과의 상호작용으로 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO의 나이는 단독변수와 차이를 보일 것이다.
- 2-2: 특례상장기업과의 상호작용으로 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO의 성별은 단독변수와 차이를 보일 것이다.
- 2-3: 특례상장기업과의 상호작용으로 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO의 학력은 단독변수와 차이를 보일 것이다.
- 2-4: 특례상장기업과의 상호작용으로 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO의 전공은 단독변수와 차이를 보일 것이다.
- 2-5: 특례상장기업과의 상호작용으로 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO의 경력은 단독변수와 차이를 보일 것이다.

3.2. 변수 설정

본 연구의 종속변수는 연구개발투자와 기업가치이다. 기업 가치를 나타내는 대용 변수로 토빈의 Q를 사용하였고, 연구개발투자는 총자산 대비 경상연구개발비를 산출하여 사용하였다. 설명변수는 CEO의 특성이고, 관련된 변수는 나이, 성별, 학력 수준, 전공, 경력이다. 특례상장 기업과 관련된 선행 연구에 따르면, 상장 당시의 코스닥 특례상장기업은 일반상장기업보다 기업 규모가 작고, 수익성, 성장성, 부채비율, 활동성은 나쁘다고 기술하였다(박영규, 2020). 특례상장기업은 일반상장기업에 비해 규모의 한계가 있고, 내부자원이 부족하기 때문에 CEO 특성은 기업전략에 더 많은 영향을 줄 수밖에 없다. 따라서 상장형태를 조절변수로 투입하여 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO의 특성을 살펴볼 필요가 있다.

3.3. 연구모형

CEO 특성과 기업특성의 상호작용이 연구개발투자와 기업가치에 미치는 영향을 실증분석하기 위한 연구모형은 식(1), 식(2)과 같다. 본 연구와 비슷한 실증분석 연구들도 같은 회귀분석 모형을 사용하였다(라영수, 2021; 김이진 외, 2019; 하영범·이성희, 2014).

식(1)은 CEO 특성이 연구개발투자와 기업가치에 미치는 영향을 나타내고 있다.

$$Y_i = \mu + \alpha_1 X_i + \epsilon_i \quad \text{식(1)}$$

식(2)는 CEO 특성과 상장형태와의 상호작용이 연구개발투자와 기업가치에 미치는 영향을 나타내고 있다.

$$Y_i = \mu + \alpha_1 X_i + \alpha_2 R_i + \alpha_3 X_i \cdot R_i + \epsilon_i \quad \text{식(2)}$$

<표 3> 변수의 정의 및 측정방식

구분		측정방식
수식	변수명	
Y _i	연구개발 투자	i 기업의 연구개발 지출액 (경상연구개발비/총자산)
	기업가치	i 기업의 시장가치/장부가치
X _i	CEO 나이	i 기업의 CEO 만나이
	CEO 성별	i 기업의 CEO의 성별더미 (2개의 더미지정 - 1: 남성, 0: 여성)
	CEO 학력	i 기업의 CEO의 학력수준더미 (5개의 더미지정 - 1:박사 2:석사 3:대졸 4:전문학사 5:고졸이하)
	CEO 전공	i 기업의 CEO의 전공더미 (5개 더미지정-1:공학계열,2:자연과학계열, 3:상경계열, 4:인문사회계열, 5:기타)

4) 반성식(2004)은 우리나라 벤처캐피털리스트들의 자기과신 성향을 검증하였다. 따라서 본 연구에서 CEO 경력 변수로 벤처캐피털리스트 출신을 추가하였다.

		CEO 경력	i 기업의 CEO의 경력더미 (6개 더미지정 - 1: 교수, 2: 공공기관 및 연구소, 3:대기업, 4:중견기업, 5:중소기업, 6:투자사(사))
R _i	기업 특성	상장형태	상장형태: i 기업의 상장형태 (2개의 더미지정 - 1: 특례상장, 0: 일반상장)

3.4. 표본의 선정

본 연구대상은 코스닥 특례상장기업으로 연구 목적을 달성하기 위해 금융업과 자본잠식 상태인 기업은 제외하였다. 데이터 분석 기간은 2015년도에서 2021년도이며, 각 기업별, 연도별 12월 31일 결산자료를 추출한 표본은 총 6681개다. 특례상장기업의 재무데이터는 735개이고 일반상장기업의 재무데이터는 5941개이다. 그중 변수별 결측치는 제외하였다.

2015년부터 2021년까지의 CEO 정보 및 재무데이터를 추출한 이유는 기업의 연구개발투자 및 기업가치와의 상호작용을 검증하기 위해 조절변수인 특례상장기업 변수를 고려하였기 때문이다.

코스닥 상장기업 CEO 특성은 비재무적 공시 정보로, 신뢰성 확보를 위해 금융감독원 전자공시시스템(Dart)의 사업보고서 및 Fn Guide에서 추출하였다. CEO가 2인 이상인 기업의 경우 연결재무제표 주석을 참조하여 최대주주 또는 의결권이 있는 주식 보유 수가 많은 CEO 1인을 CEO로 정의하였다.

IV. 실증분석

4.1. 상관관계 분석

변수 간 상관관계 분석은 <표 4>에 정리하였다. 모든 변수에서 상관계수가 0.6 미만의 수치를 보이므로 다중공선성의 문제는 없을 것으로 판단된다.

<표 4> 상관관계 분석

	연구개발투자	기업가치	CEO 나이	CEO 성별	CEO 학력	CEO 전공	CEO 경력	상장형태
연구개발투자	1							
기업가치	.112**	1						
CEOnai	-.066**	-.058**	1					
CEO성별	.035*	.013	.138**	1				
CEO학력	-.198**	-.114**	.068**	-.019	1			
CEO전공	-.092**	.014	-.076**	-.064**	.159**	1		
CEO경력	-.084**	-.014	-.132**	-.099**	.315**	.190**	1	
상장형태	.349**	.099**	-.039**	.044**	-.182**	-.031	-.067**	1

** 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의합니다.

* 상관계수는 0.05 수준(양쪽)에서 유의합니다.

4.2. 기술통계 분석

본 연구에 사용된 주요 변수들의 기술 통계량은 <표 5>에 정리하였다. 코스닥 상장기업들의 총자산 대비 연구개발비 비율은 평균 0.02로 나타났다. 기업가치를 나타내는 TBQ의 평균값은 1.21이고, CEO 나이 평균은 56.7세이고, CEO의 성별은 96%가 남성으로 나타나고 있다. CEO 교육수준 평균은 2.43 대졸 이상의 CEO가 많은 것으로 보인다. CEO 전공변수의 평균값은 2.20으로 공학이나, 자연과학을 전공한 CEO가 상대적으로 많음을 알 수 있다. CEO 경력 변수 평균값은 3.72로 대기업이나 중견기업의 출신들이 많은 것으로 보인다. 6681개 기업의 데이터 중 89%가 일반상장 기업, 11%가 특례상장기업의 재무데이터이다.

<표 5> 기술 통계량(2015~2021)

	n	mean	std.dev	min	max
연구개발투자	6381	.02	.06	.00	2.47
기업가치	6381	1.21	2.02	.00	40.59
CEO 나이	4529	56.70	8.25	25	90
CEO 성별	4532	.96	.18	0	1
CEO 학력	3262	2.43	.77	1	5
CEO 전공	2800	2.20	1.06	1	5
CEO 경력	4462	3.72	1.12	1	6
상장형태	6681	.11	.312	0	1

4.3. 실증분석 결과

<표 6>은 CEO 특성이 연구개발투자에 미치는 영향을 나타낸 표이다.

모형(1)의 CEO 나이가 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 실증 결과, CEO의 나이가 많을수록 연구개발투자에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

모형(2)의 CEO 성별이 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 실증 결과, CEO가 남성인 경우, 여성 CEO에 비해 연구개발투자에 긍정적인 영향을 미치고 있어 CEO 성별에 따라 연구개발투자에 차이가 있는 것으로 나타났다.

모형(3)의 CEO 학력이 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 실증 결과, CEO 학력이 학사인 경우 연구개발투자에 부정적인 영향을 미치고 있어 CEO 학력에 따라 연구개발투자에 차이가 있는 것으로 나타났다.

모형(4)의 CEO 전공이 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 실증 결과, CEO의 전공이 자연과학인 경우, 연구개발투자에 가장 긍정적인 영향을 미치고 있고, CEO의 전공이 상경계열인 경우, 연구개발투자에 상대적으로 부정적인 영향을 미치고 있어 CEO 전공에 따라 연구개발투자에 차이가 있는 것으로 나타났다.

모형(5)의 CEO 경력이 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 실증 결과, CEO의 경력이 투자사 출신인 경우, 연구개발투자에 다른 경력에 비해 긍정적인 영향을 미치고 있고, CEO의 경력이 중견기업 출신인 경우, 연구개발투자에 상대적으로 부정적인 영향을 미치고 있다. 이는 CEO 경력에 따라 연구개발투자에 차이가 있음을 알 수 있다.

<표 6> CEO 특성이 연구개발투자에 미치는 영향

	연구개발투자									
	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)	
	B	t-Stat.	B	t-Stat.	B	t-Stat.	B	t-Stat.	B	t-Stat.
나이	.000	-4.43***								
남성			.012	2.36***						
석사					-.016	-6.99**				
학사					-.017	-9.05**				
전문학사					-.027	-2.51**				
고졸					-.029	-2.31**				
자연과학							.012	3.69***		
상경계열							-.012	-5.13***		
인문사회							-.015	-3.69***		
기타							-.028	-1.12		
공공기관 및 연구소									-.005	-1.53
대기업									-.022	-9.72***
중견기업									-.026	-10.6***
중소기업									-.024	-10.4***
투자사									.021	3.05***
Constant	0.043		0.012		0.034		0.028		0.041	
Pr>F	0.000		0.018		0.000		0.000		0.000	
Adj R2	0.066		0.035		0.131		0.095		0.182	
n	4522		4525		6381		6381		6381	

*p<.05, **p<.01, ***p<.001
Reference group: 성별 * 여성, 학력 * 박사, 전공 * 공학, 경력 * 교수

<표 7>은 CEO 특성이 기업가치에 미치는 영향을 나타낸 표이다.

모형(1)의 CEO 나이가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증 결과, CEO 나이는 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 있어 CEO 나이에 따라 기업가치에 차이가 있는 것으로 나타났다.

모형(2)의 CEO 성별이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증 결과, CEO 성별에 따른 기업가치에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않게 나왔다.

모형(3)의 CEO 학력이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증 결과, CEO가 석사 학력인 경우, 다른 학력에 비해 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 CEO 학력에 따라 기업가치는 차이가 있는 것으로 나타났다.

모형(4)의 CEO 전공이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증 결과, CEO의 전공이 자연과학인 경우, 기업가치에 상대적으로 긍정적인 영향을 미치고 있어 CEO 전공에 따라 기업가치에 차이가 있는 것으로 나타났다.

5) 터미변수로 설계된 CEO 특성변수는 CEO특성*기준변수(여성, 박사, 공학, 교수)로 표기하였음.

모형(5)의 CEO 경력에 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증 결과, CEO가 공공기관 및 연구소 출신인 경우 기업가치에 상대적으로 긍정적인 영향을 미치고 있다. 이는 CEO 경력에 따라 기업가치에 차이가 있음을 알 수 있다.

<표 7> CEO 특성이 기업가치에 미치는 영향

	기업가치									
	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)	
	B	t-Stat.	B	t-Stat.	B	t-Stat.	B	t-Stat.	B	t-Stat.
나이	-.01	-3.92***								
남성			.142	0.85						
석사					.30E	4.31***				
학사					.21E	3.67***				
전문학사					-6.1E	.00				
고졸					-4.6E	-1.19				
자연과학전공							.974	9.60***		
상경계열전공							.405	5.81***		
인문사회전공							.235	1.93*		
기타전공							.588	.77		
공공기관 연구소									1.26	12.39***
대기업									.57	8.45***
중견기업									.67	8.93***
중소기업									.81	11.55***
투자사									1.31	6.12***
Constant	2.302		0.009		1.107		1.072		0.695	
Pr>F	0.000		0.390		0.000		0.000		0.000	
Adj R2	0.058		0.000		0.066		0.133		0.196	
n	4522		4525		6381		6381		6381	

*p<.05, **p<.01, ***p<.001
Reference group: 성별 * 여성, 학력 * 박사, 전공 * 공학, 경력 * 교수

<표 8>은 CEO 특성, CEO 특성과 특례상장기업과의 상호작용이 연구개발투자에 미치는 영향을 나타내고 있다.

모형(1)의 CEO 나이, CEO 나이와 특례상장기업과의 상호작용이 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 실증 결과, 단독변수와 특례상장기업과의 상호작용 모두 CEO의 나이가 많은 경우 연구개발투자에 부정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

모형(2)의 CEO 성별, CEO 성별과 특례상장기업과의 상호작용이 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 실증 결과, 단독변수에서는 CEO가 남성인 경우, 연구개발투자에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않게 나왔지만, 특례상장기업과의 상호작용으로 CEO가 남성인 경우 연구개발투자에 긍정적인 영향을 미치고 있다.

모형(3)의 CEO 학력, CEO 학력과 특례상장기업과의 상호작용이 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 실증 결과, 단독변수인 경우 CEO가 학사인 경우, 연구개발투자에 가장 부정적인 영향을 미치고 있다. 반면 특례상장기업의 CEO가 석사인 경우, 연구개발투자에 가장 부정적인 영향을 미치고 있다.

모형(4)의 CEO 전공, CEO 전공과 특례상장기업과의 상호작용이 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 실증 결과, 단독변수와 특례상장기업과의 상호작용 모두 CEO가 자연과학 전공

자인 경우 연구개발투자에 가장 긍정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 반면, 특례상장기업의 CEO가 상경계열 전공자인 경우 연구개발투자에 부정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

모형(5)의 CEO 경력, CEO 경력과 특례상장기업과의 상호작용이 연구개발투자에 미치는 영향에 관한 실증 결과, 단독변수인 경우 CEO가 공공기관 및 연구소 출신인 경우, 연구개발투자에 가장 긍정적인 영향을 미치고 있고, 특례상장기업의 CEO가 중소기업 출신인 경우는 연구개발투자에 가장 부정적인 영향을 미치고 있다. 반면, 특례상장기업인 CEO가 투자사 출신인 경우, 연구개발투자에 긍정적인 영향을 보이고 있다.

결론적으로 모형(1)을 제외하고, CEO 특성과 상호작용으로 연구개발투자에 미치는 영향은 CEO 특성인 단독변수와는 다른 결과로 나타나고 있다.

<표 8> CEO 특성과 특례상장기업과의 상호작용이 연구개발투자에 미치는 영향

	연구개발투자									
	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)	
	B	t-Stat.	B	t-Stat.	B	t-Stat.	B	t-Stat.	B	t-Stat.
특례상장	.180	6.35***			.082	19.89**	.063	14.51**	.166	17.89**
나이	.000	-3.10***								
나이 * 특례상장	-.002	-4.00***								
남성			.006	1.57						
남성 * 특례상장			.068	20.50***						
석사					-.003	-1.54				
학사					-.005	-2.97**				
전문학사					-.013	-1.68*				
고졸					-.015	-1.68*				
석사 * 특례상장					-.063	-6.68**				
학사 * 특례상장					-.031	-3.75**				
전문학사 * 특례상장										
고졸 * 특례상장										
자연과학전공							.012	4.58**		
상경계열전공							-.002	-.94		
인문사회전공							-.005	-1.84*		
기타전공							-.017	-.95		
자연과학 * 특례상장							.016	2.08**		
상경계열 * 특례상장							-.019	-1.75*		
인문사회 * 특례상장							-.010	-.66		
기타 * 특례상장										
공공기관 연구소									.017	3.97**
대기업									.002	.61
중견기업									-.002	-.49

4.4. 강건성 검증

<표 10>은 CEO 특성 변수 전체를 투입하여 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO의 특성과, 추가로 경영성과(ROA)에 영향을 미치는 CEO의 특성을 검증한 표이다. 검증 결과, CEO 특성은 연구개발투자, 기업가치, 경영성과에 영향을 미치는 유의한 설명변수로 볼 수 있으며, 앞에서 제시한 분석 모형에 대한 타당성을 뒷받침하는 결과로 볼 수 있다.

<표 10> CEO 특성변수(전체)가 연구개발투자, 기업가치, 경영성과에 미치는 영향

	연구개발투자		기업가치		경영성과	
	B	t-Stat.	B	t-Stat.	B	t-Stat.
나이	.000	-4.126***	-.012	-3.175***	.003	7.051***
남성	.010	2.666***	.276	1.669*	-.034	-1.649*
석사	-.007	-3.034***	-.325	-3.480***	.034	2.946***
학사	-.007	-3.837***	-.345	-4.239***	.031	3.170***
전문학사	-.013	-1.688*	-.476	-1.335	.000	-.012
고졸	-.012	-1.223	-.873	-2.152**	.027	.549
자연과학 전공	.020	7.768***	.668	6.041***	-.029	-2.118**
상경계열 전공	-6.187	-.031	.289	3.122***	-.002	-.195
인문사회 전공	-.001	-.354	.038	.731	.011	.689
기타 전공	-.006	-.348	.582	.739	-.239	-2.711***
공공기관 및 연구소	-.003	-.637	.435	2.357**	.078	3.454***
대기업	-.014	-3.613***	-.122	-.709	.035	4.023***
중견기업	-.019	-4.720***	-.039	-.225	.038	4.146***
중소기업	-.019	-4.669***	.077	.447	.036	2.668**
투자사	.024	3.748***	.413	1.503	.033	2.482**
Constant	0.049		1.953		-0.270	
Pr>F	0.000		0.000		0.000	
Adj R2	0.055		0.023		0.028	
n	4522		4522		3763	

*p<.05, **p<.01, ***p<.001
Reference group: 성별*여성, 학력*박사, 전공*공학, 경력*교수

4.5. 분석결과 요약

<표 11>은 ‘CEO 특성에 따라 연구개발투자와 기업가치에 미치는 영향은 차이를 보일 것이다’의 가설 검증 결과이다.

연구개발투자에 가장 긍정적인 영향을 미치는 CEO 특성은 남성이고, 자연과학 전공자이고, 투자사 출신으로 나타났다. 반면, 연구개발투자에 가장 부정적인 영향을 미치는 CEO 특성은 나이가 많고, 학사 학위이며, 상경계열 전공자이고, 중견기업 출신 CEO로 나타났다.

기업가치에 가장 긍정적인 영향을 미치는 CEO 특성은 석사 학위이고, 자연과학 전공자이고, 공공기관 및 연구소 출신의 CEO로 나타났다. 반면, 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 CEO 특성은 나이가 많은 CEO로 나타났다. CEO 성별은 기업가치에 영향을 미치지 않는 결과를 보이고 있다.

<표 11> 가설 1의 검증결과 요약

종속 변수	설명변수	가설 1의 검증		
		긍정적 CEO특성	부정적 CEO특성	결과
연구개발투자	CEO나이		고연령	채택
	CEO성별	남성		채택
	CEO학력		학사	채택
	CEO전공	자연과학	상경계열	채택
	CEO경력	투자사	중견기업	채택
기업가치	CEO나이		고연령	채택
	CEO성별	유의하지 않음		-
	CEO학력	석사		채택
	CEO전공	자연과학		채택
	CEO경력	공공기관 및 연구소		채택

<표 12>는 ‘벤처기업의 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO의 특성은 특례상장기업과의 상호작용으로 차이를 보일 것이다.’라는 가설 검증결과이다.

CEO의 나이가 연구개발투자에 미치는 영향은 단독변수와 특례상장기업과의 상호작용 모두 나이가 많은 경우 부정적인 영향을 미치고 있다. 아울러, 기업가치에 미치는 영향은 단독변수, 특례상장기업과의 상호작용 모두 나이가 많은 경우 부정적인 영향을 미치고 있다.

CEO의 성별이 연구개발투자에 미치는 영향은 단독변수에서는 통계적으로 유의하지 않게 나왔지만, 특례상장기업과의 상호작용으로 남성인 경우 긍정적인 영향을 미치고 있다. 아울러 기업가치에 미치는 영향은 단독변수는 통계적으로 유의한 영향을 미치고 있지 않지만, 특례상장기업과의 상호작용은 남성인 경우 긍정적인 영향을 미치고 있다.

CEO의 학력이 연구개발투자에 미치는 영향은 단독변수에서는 학사 학력자인 경우 부정적인 영향을 미치고 있다. 반면, 특례상장기업과의 상호작용은 석사 학력자인 경우가 부정적인 영향을 미치고 있다. 아울러 기업가치에 미치는 영향은 단독변수 학사학력자가 부정적인 영향을 미치고 있고, 특례상장기업과의 상호작용은 학사 학력자가 긍정적인 영향을 미치고 있다.

CEO의 전공이 연구개발투자에 미치는 영향은 단독변수, 특례상장기업과의 상호작용 모두 자연과학 전공자가 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특례상장기업과의 상호작용으로 상경계열 전공자는 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 아울러, 기업가치에 미치는 영향은 단독변수에서는 자연과학 전공자가 긍정적인 영향을 미치고 있지만, 특례상장기업의 경우 통계적으로 유의하지 않게 나타났다.

CEO의 경력이 연구개발투자에 미치는 영향은, 단독변수에서는 공공기관 및 연구소 출신인 경우 긍정적인 영향을 미치고 있고, 특례상장기업과의 상호작용으로 투자사 경력자가 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 아울러, 기업가치에 미치는 영향은 단독변수에서는 공공기관 및 연구소 경력자가 긍정적인 영향을 미치고 있지만, 특례상장기업과의 상호작용으로 중소기업 경력자가 부정적인 영향을 미치고 있다.

<표 12> 가설 2의 검증결과 요약

종속 변수	설명변수	가설 2의 검증		
		긍정적 CEO 특성	부정적 CEO 특성	결과
연구 개발 투자	CEO나이		고연령	-
	CEO나이*특례상장		고연령	
	CEO성별	유의성 없음		채택
	CEO성별*특례상장	남성		
	CEO학력		학사	채택
	CEO학력*특례상장		석사	
	CEO전공	자연과학		채택
	CEO전공*특례상장	자연과학	상경제열	
CEO경력	공공기관 및 연구소		채택	
CEO경력*특례상장	투자사	중소기업		
기업 가치	CEO나이		고연령	-
	CEO나이*특례상장		고연령	
	CEO성별	유의성 없음		채택
	CEO성별*특례상장	남성		
	CEO학력		학사	채택
	CEO학력*특례상장	학사		
	CEO전공	자연과학		채택
	CEO전공*특례상장	유의성 없음		
CEO경력	공공기관 및 연구소		채택	
CEO경력*특례상장		중소기업		

VI. 결론

코스닥 특례상장기업은 일반상장기업에 비해 기업규모가 작고, 수익성, 성장성, 부채비율, 활동성은 나쁘다. 특히, 특례상장기업은 일반상장기업에 비해 규모의 한계가 있고, 내부자원이 부족하기 때문에 CEO 역량이 부족하면, 투자자들의 피해가 커질 수 밖에 없다. 그럼에도 불구하고 관련 연구는 아직까지 미흡한 수준이다(박영규, 2020). 이에 본 연구는 코스닥 상장기업에 대상으로 특례상장기업과 일반상장기업의 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO 특성을 탐색하고자 하였다. 주요 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 가설 1-1의 CEO의 나이는 나이가 많을수록 연구개발투자와 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 이는 선행연구와 동일한 결과를 보여주고 있다.

둘째, 가설 1-2 CEO 성별의 경우 남성이 연구개발투자에 긍정적인 영향을 미치고 있지만, 예상과 다르게 기업가치에는 통계적으로 유의하지 않게 나왔다. 이는 여성 CEO의 비율이 상대적으로 비율이 낮아 향후 지속적인 연구가 필요할 것으로 보인다.

셋째, 가설 1-3 CEO 학력과 관련해서는 학사출신이 연구개발투자에 부정적인 영향을 미치고 있고, 석사출신인 경우 기업가치에 가장 긍정적인 영향을 미치고 있다. 이는 CEO가 고학력자일수록 연구개발투자에 적극적이라는 선행연구와는 다르게 나타났다. 또한 CEO가 석사학력자인 경우 경영성도가 가장 높다는 선행 연구와 동일한 결과를 보이고 있다.

넷째, 가설 1-4 CEO 전공과 관련해서는 자연과학 출신이 연

구개발투자에 가장 긍정적인 영향을 미치고 있고, 상경제열 전공자는 가장 부정적인 영향을 미치고 있다. CEO가 이공계 전공인 경우 연구개발에 많은 노력을 할 것이지만, 상경제열이나 인문사회계열은 회사의 규모 혹은 자금적인 면에 관심이 많아 오히려 연구개발에는 부정적인 영향을 미친다는 선행 연구와 동일한 결과를 보이고 있다.

다섯째, 가설 1-5 CEO 경력은 투자사 출신이 연구개발에 가장 긍정적인 영향을 미치고 있고, 중견기업 출신인 경우 연구개발투자에 가장 부정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 이는 행동재무학 관련 선행 연구에서 벤처캐피탈리스트는 자기 과신이 있어 재무행동에 부정적인 영향을 미친다(반성식, 2004)는 연구 결과와 다르게 자기 과신이 오히려 연구개발투자에는 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다.

연구가설 두 번째는 ‘CEO의 특성과 특례상장기업과의 상호작용으로 연구개발투자와 기업가치에 미치는 영향은 단독변수와의 차이를 보일 것이다.’ 였다.

첫째, 가설 2-1의 CEO의 나이와 특례상장기업과의 상호작용으로 나이가 많을수록 연구개발투자와 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 이는 행동재무학 관점 선행 연구와 동일한 결과로 나타나고 있다.

둘째, 가설 2-2 CEO 성별과 특례상장기업과의 상호작용으로 남성이 연구개발투자와 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있는데, 이는 예상과 다르게 이는 행동재무학 관점 연구에서 남성인 경우 연구개발투자 및 기업가치에 악영향을 줄 수 있다는 선행연구와는 다른 결과를 보이고 있다.

셋째, 가설 2-3 CEO 학력과 특례상장기업과의 상호작용으로 석사 출신이 연구개발투자에 부정적인 영향을 미치고 있고, 학사 출신인 경우 기업가치에 가장 긍정적인 영향을 미치고 있다. 이는 CEO가 고학력자일수록 연구개발투자에 적극적이라는 선행연구와는 다른 결과로 나타났다. 또한 CEO가 석사학력인 경우 경영성도가 가장 높다는 결과와 다르게 나타났다.

넷째, 가설 2-4 CEO 전공과 특례상장기업과의 상호작용으로 자연과학 전공자가 연구개발투자에 가장 긍정적인 영향을 미치고 있고, 상경제열 전공자는 가장 부정적인 영향을 미치고 있다. CEO가 이공계 전공인 경우 연구개발에 많은 노력을 할 것이지만, 상경제열이나 인문사회계열은 회사의 규모 혹은 자금적인 면에 관심이 많아 오히려 연구개발에는 부정적인 영향을 미친다는 선행연구와 동일한 결과를 보이고 있다. 반면, 기업가치에 영향을 미치는 CEO의 전공은 통계적으로 유의하지 않게 나왔다.

다섯째, 가설 2-5 CEO 경력과 특례상장기업과의 상호작용으로 투자사 출신이 연구개발에 가장 긍정적인 영향을 미치고 있고, 특례상장기업의 CEO가 중소기업 출신인 경우 연구개발투자와 기업가치에 가장 부정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 이는 기업 출신인 경우 연구개발 투자비용이 가장 높을 것이라는 예상과 다른 결과로 나타났다. 기업가치 역시 학교나 연구소 경력의 CEO가 가장 부정적인 영향을 미칠 것이라는 예상과는 다른 결과를 보이고 있다.

결론적으로, 특례상장기업은 CEO 특성과의 상호작용으로 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 조절변수 역할을 하고 있음을 알 수 있다. 이를 통해 특례상장기업의 연구개발 투자와 기업가치에 영향력이 높은 CEO 특성을 예측할 수 있는 시사점을 제공할 수 있으며, 기업의 지속가능성에 관한 연구에 기여할 것으로 기대한다. 아울러, 코스닥 상장기업의 CEO 특성은 비재무적 공시 정보를 추출하였으므로, 행동재무학 이론관점에서 기존 연구들이 가지고 있는 심리적 변수 측정의 한계를 보완했다는 점에서도 의의가 있다.

그러나 본 연구는 특례상장기업의 변수를 고려하여 2015년부터 2021년까지의 코스닥 상장기업의 재무데이터 및 CEO 정보를 활용했으므로 분석 시점이 일부 제한적이라는 한계가 있다. 향후, 연구 기간 및 연구대상 표본을 확대하여 추가분석을 진행하여 연구의 신뢰성을 높일 필요가 있다.

또한, 2인 이상의 CEO가 존재하는 경우 이에 대한 영향이 다를 수 있음에도 불구하고 본 연구에서는 공동 CEO인 경우 의사결정권이 있는 최대주식을 보유하고 있는 1인의 CEO 특성을 추출하였기에 나머지 CEO 특성은 반영이 되지 않았다는 점이다. 향후 연구에서는 CEO가 2인 이상인 경우 CEO 특성 데이터 측정 방법을 고민해서 연구를 진행할 필요성이 있다. 아울러 본 연구에서는 CEO 최종학력의 전공만 고려하였는데, 향후 연구에서는 융합전공자에 대한 별도의 분석도 필요할 것이다.

마지막으로, 기업의 연구개발투자와 기업가치에 영향을 미치는 CEO 특성을 한정된 변수들을 투입하여 실증했다는 점이다. 향후 CEO 재임 기간, 이사회 구성, 외국인지분 등 기업특성 변수 및 정책과 관련된 변수를 고려한 추가 탐색 연구로 설명력을 높일 필요성이 있다. 또한 기업 외부 환경 변화에 따른 CEO 특성 비교 탐색이 필요할 것이다.

REFERENCE

강병서·조철호·김상환(2005). 병원의 서비스품질이 고객만족과 성과에 미치는 영향에 관한 연구. *중소기업연구*, 27(1), 57-88.

권오섭·박선영(2022). 최고경영자의 개인적 특성이 경영자 능력과 기업가치의 관련성에 미치는 영향: 제약·바이오 기업을 대상으로. *회계정보연구*, 40(2), 27-58.

김대엽(2020). 창업가의 인지편향이 지각된 위험과 조절된 창업효능감에 따라 창업기회평가에 미치는 영향. *벤처창업연구*, 15(1), 95-112.

김운선·이일한(2022). 여성창업 활성화를 위한 여성창업가의 특성 요인에 관한 연구. *한국벤처창업학회 추계학술대회*, 71-76.

김이진·김정은·전성일(2019). 경영자 특성에 따른 R&D 투자와 기업가치 관련성: 벤처기업을 중심으로. *중소기업연구*, 41(1), 75-96.

김주원(2024). *벤처기업 CEO 특성이 연구개발투자와 기업가치에 미치는 영향*. 박사학위, 전북대학교.

김주원·김수연·유민화(2022). 특례상장기업의 지속가능성장이 기업가치에 미치는 영향. *야경경상저널*, 14(1), 112-132.

김현숙·권택호(2019). 위험추구와 기업가치 관계에서 경영자 과신의 효과. *한국재무학회 학술대회*, 1678-1724.

나혜림·조혜진·최현자(2014). 금융소비자의 펀드투자이해력에 있어

서 자기과신과 과소평가의결정요인 및 펀드투자 행태에 미치는 영향에 관한 연구. *소비문화연구*, 17(3), 203-232.

라영수(2021). 경영자의 특성이 벤처기업 성과에 미치는 영향. *산업경제연구*, 34(2), 451-484.

박영규(2020). 코스닥시장 특례상장기업의 특성에 대한 연구. *Journal of The Korean Data Analysis Society*, 22(2), 675-684.

박종훈·성연달·김창수(2013). 최고경영자 자기과신과 기업성과: 이사회와 재벌의 조절효과. *경영학 연구*, 42(3), 673-697.

반성식(2004). 한국 벤처캐피탈리스트의 투자결정정보의 본질과 과신에 관한 연구. *벤처경영연구*, 7(2), 167-192.

서정일·장호원(2010). 최고 경영자(CEO), 최고 경영진(TMT), 기업 소유구조간의 상호작용이 R&D 투자에 미치는 영향. *Journal of Strategic Management*, 29-48.

신상희(2021). 2020년 우리나라의 금융역량: 영국의 사례를 벤치마킹한 우리나라 금융역량 체계와 측정결과. *한국금융소비자보호재단 연구보고서*, 1-120.

정지영·문찬원(2021). 자기과신과 재무태도 및 재무행동의 연관성 분석: 소비자 재무역량 지수를 이용하여. *소비자문제연구*, 52(2), 37-61.

오상희·황유정(2019). 경영자 자기과신과 기업가치. *국제회계연구*, 87, 21-38.

이운호(2018). 대학생의 금융이해력에서의 과신. *시민교육연구*, 50(2), 137-157.

이운호·문세영(2020). 금융이해력 자기과신의 추정과 판별. *소비자학연구*, 31(3), 269-295.

이태준·김부열·손혜림(2017). 금융소비자 금융이해력 연구: 펀드투자자의 지식보정을 중심으로. *소비자문제연구*, 48(2), 303-338.

조정호·정찬식(2019). 중소기업 CEO의 인적 특성이 기업의 위험 및 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구. *재무관리연구*, 36(1), 95-118.

채희원·송재용(2009). 경영진의 인구통계학적 특성이 하이테크 기업의 기술적 혁신에 미치는 영향. *전략경영연구*, 12(2), 83-104.

최정원·오세경(2017). 재벌총수의 자신감이 소속 기업의 재무의사결정에 미치는 영향 연구. *한국재무학회 학술대회*, 1-26.

하영범·이성희(2014). CEO 특성이 R&D 투자정도에 미치는 영향. *국제회계연구*, 58, 103-125.

한미영·김재휘(2007). 개인투자자의 자기과신적 지각과 투자확신이 위험투자행동에 미치는 영향. *한국심리학회지: 문화 및 사회문제*, 13(3), 89-109.

황수정·신진교(2009). 최고경영자특성, 조직구조, 시장경쟁, 기술혁신 및 재무성과 사이의 관계에 관한 실증연구. *대한경영학회 추계학술발표대회*, 437-460.

Alutto, J. A., & Hrebiniak, L. G.(1972). Personal and role-related factors in the development of organizational commitment. *Administrative Science Quarterly*, 17(4), 555-573.

Birley & Norburn(1987). Owners and managers: The venture 100 vs the fortune 500 *Journal of Business Venturing*. *Journal of Business Venturing*, 2(4), 351-363.

Baker, M., Ruback, R., & Wurgler, J.(2007). Behavioral corporate finance: A survey. in the handbook of Corporate Finanac. *Empirical Corporate Finance*, 145-186.

Barber, B. M., & Odean, T.(2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.

Barker, V. L., & Mueller, G. C.(2002). CEO characteristics

- and firm R&D spending. *Management Science*, 48(6), 782-801.
- Belliveau, M. A., O'Reilly, C. A. III., & Wade, J. B.(1996). Social capital at the top: Effects of social similarity and status on CEO compensation. *Academy of Management Journal*, 39(6), 1568-1593.
- Bhandari, G., & Deaves, R.(2006). The demographics of overconfidence. *The Journal of Behavioral Finance*, 7(1), 5-11.
- Busenitz, L. W., & Barney, J. B.(1997). Differences between entrepreneurs and managers in large organizations: Biases and heuristics in strategic decision-making. *Journal of business venturing*, 12(1), 9-30.
- Campbell, T. C., Galmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W.(2011). CEO Optimism and Forced Turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 695-712.
- Carlsson, G., & Karlsson, K.(1970). Age, cohorts and the generation of generations. *American Sociological Review*, 35(4), 710-718.
- Carpenter, M. A.(2002). The implications of strategy and social context for the relationship between top management team heterogeneity and firm performance. *Strategic Management Journal*, 23(3), 275-284.
- Chen, C. S., Cheng, J. C., Lin, F. C., & Peng, C.(2017). The role of house money effect and availability heuristic in investor behaviour. *Management Decision*, 55(8), 1598-1612.
- Deshmukh, S., Goel, A., & Howe, K.(2010). *CEO Overconfidence and Dividend Policy*. Working paper, DePaul University.
- Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M.(2009). Managerial ownership dynamics and firm value. *Journal of Financial Economics*, 92, 342-361.
- Gupta, A. K.(1984). Contingency linkages between strategy and general manager characteristics: A conceptual examination. *Academy of Management Review*, 9(3), 399-412.
- Hambrick, D. C., & Fukutomi, G. D.(1991). The seasons of a CEO's tenure. *Academy of Management Review*, 16, 719-742.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A.(1984). Upper Echelon: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Heaton(2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, 33-45.
- Hilary & Hsu(2011). Endogenous overconfidence in managerial forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 51(2), 300-313.
- Hribar, P., & Yang, H.(2016). CEO Overconfidence and Management Forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 204-227.
- Kahneman, D., & Lovallo, D.(1993). Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking. *Management science*, 39(1), 17-31.
- Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. H.(1991). Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias. *The journal of economic perspectives*, 5(1), 193-206.
- Keh, H. T., Foo, M. D., & Lim, B. C.(2002). Opportunity evaluation under risky conditions: The cognitive processes of entrepreneurs. *Entrepreneurship theory and practice*, 27(2), 125-148.
- Li, J. T., & Tang, Y.(2010). CEO Hubris and Firm Risk Taking in China: The Moderating Role of Managerial Discretion. *Academy of Management Journal*, 53, 45-68.
- Malmendier, U., & Tate, G.(2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J.(2011). Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *The Journal of Finance*, 66, 1687-1733.
- Pan, C. H., & Statman, M.(2010). Beyond risk tolerance: regret, overconfidence, personality and other investor characteristics. *Leavey School of Business*, 1-28.
- Libby, R., & Rennekamp, M.(2012). Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence, and the Issuance of Management Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 197-231.
- Roll, R.(1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59, 197-216.
- Samuelson, W., & Zeckhauser, R.(1988). Status quo bias in decision making. *Journal of risk and uncertainty*, 1(1), 7-59.
- Shaver, K. G., & Scott, L. R.(1991). Person, process, choice: The psychology of new venture creation. *Entrepreneurship theory and practice*, 16(2), 23-45.
- Simon, M., Houghton, S. M., & Aquino, K.(2000). Cognitive biases, risk perception, and venture formation: How individuals decide to start companies. *Journal of business venturing*, 15(2), 113-134.
- Sundaram, R. K. & Yermack, D.(2007). Pay me later: Inside debt and its role in managerial compensation. *The Journal of Finance*, 62(4), 1551-1587.
- Thaler, R.(1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1), 39-60.
- Thomas, A. N., & Ramaswamy, K.(1996). Matching managers to strategy: Further tests of the Miles and Snow typology. *British Journal of Management*, 7, 247-261.
- Tversky, A., & Kahneman, D.(1991). Loss aversion in riskless choice: A reference-dependent model. *The quarterly journal of economics*, 1039-1061.
- Wiersema, M. F., & Bantel, K. A.(1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management Journal*, 35(1), 91-121.
- Zhang, S. X., & Cueto, J.(2015). The Study of Bias in Entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 41(3), 419-454.

Characteristics of CEO Affecting R&D Investment and Corporate value of Special listed Companies: From a Behavioral Finance Theory Perspective

Kim, Joo Won*

Abstract

Since special listed companies are listed under relaxed conditions in management performance and market evaluation, if they do not continue to grow after listing, the damage to investors will inevitably increase. In addition, since special listed companies have a smaller company size than general listed companies, CEOs are inevitably more important in establishing corporate strategies. Therefore, this study empirically analyzed the characteristics of CEOs that affect R&D investment and corporate value of special listed companies from the perspective of behavioral finance theory.

As a result of verifying the characteristics of CEOs who influence R&D investment through interactions with specially listed companies, it has a positive effect on R&D if the CEO is male, a natural science major, or a former investment company. In addition, the characteristics of CEOs who influence corporate value through interactions with variables of specially listed companies positively affected R&D if the CEO is male and has an academic background. The characteristics of CEOs who influence R&D investment and corporate value through interactions with specially listed companies are different from those of single variables in gender, education, major, and career variables excluding age, indicating that specially listed companies play a role as a control variable that affects R&D investment and corporate value through interaction with CEO characteristics.

This study supplemented the limitations of the existing CEO theory and verified that age, gender, education, major, and career, which are CEO characteristics from a behavioral finance perspective, can be explanatory variables that reflect psychological differences in individual abilities. In addition, it is expected to contribute to research on corporate sustainability by providing implications for predicting the characteristics of CEOs who have high influence on R&D investment and corporate value of specially listed companies.

KeyWords: Special Listing, CEO Characteristics, CEO Theory, Behavioral Finance, R&D Investment, Corporate Value

* First Author, Senior, Korea Carbon Industry Promotiom Agency, ariam77@naver.com