

애널리스트 커버리지가 기업가치에 미치는 영향 : 다각화를 중심으로*

이상래** · 남상각*** · 박철호****

요 약

다각화가 기업가치를 향상시키는가에 대하여 많은 연구가 이루어지고 있지만 아직까지 동일한 결과를 얻지 못하고 있다. 기업전략의 목적이 기업가치를 향상시키는데 있다면 다각화에 의한 기업가치하락은 다각화전략이 유용하지 않다는 것을 시사한다. 따라서 다각화전략의 유용성을 실증적으로 명확하게 하는 것은 학문적 연구 및 실무에 있어서 중요한 분야라고 할 수 있다. 본 연구는 한국기업을 대상으로 정보비대칭과 다각화 할인의 관계를 실증적으로 명확히 하였다.

분석결과, 다각화기업의 기업가치는 전문기업에 비하여 저하되어 있다는 것이 밝혀졌지만, 그 차는 유의하지 않았다. 하지만, 정보비대칭이 다각화기업의 가치하락을 가져오는 요인이 될 수 있다는 것이 밝혀졌다. 본 연구의 결과, 다각화 전략에 따라 기업가치를 창조하는 것은 쉽지 않다고 결론 지을 수 있다.

핵심주제어 : 다각화 전략, 정보 비대칭, 애널리스트 커버리지, 초과기업가치

* 논문접수일 2013년 7월 26일, 게재확정일 2013년 8월 14일
본 연구는 학술진흥재단과 한국산업경제저널에서 정한 연구윤리규정을 준수함
** 전북대학교 상과대학 경영학부 시간강사
*** 전북대학교 상과대학 경영학부 박사과정
**** 전북대학교 상과대학 경영학부 박사과정

I. 서론

많은 기업이 성장과정에서 새로운 가치창조를 위하여 다각화전략을 실시하게 된다. 하지만 다각화 전략의 유용성에 대한 기존연구는 일치된 결과를 보이지 못하고 있다. 다각화는 기존사업에 대한 재투자에 비하여 시너지효과와 획득이나 사업위험의 분산 등 경영상의 이점을 얻을 수 있다. 반면에 자본시장은 기업의 다각화에 대하여 반드시 긍정적으로 평가하고 있는 것은 아니다. 오히려 서구의 많은 실증연구에서 다각화를 실시한 기업의 가치는 전업기업과 비교하여 상대적으로 낮은 것으로 보고되고 있다. 이른바 다각화기업에 대한 복합기업체 할인(conglomerate discount)이 대표적이 예라 할 수 있다.¹⁾ 이러한 자본시장의 할인평가에도 불구하고 현재 많은 기업이 전략적으로 다각화를 실시하고 있다. 따라서 다각화전략의 유용성을 실증적으로 명확하게 하는 것은 학문연구 및 실무에 있어서 중요한 부문이라고 할 수 있을 것이다. 그러므로 본 연구에서는 국내기업들을 대상으로 정보비대칭성과 다각화 할인관계를 실증적으로 분석하고자 한다.

다각화전략에 관한 초기의 연구는 다각화가 기업의 가치를 증가시킨다고 보고하였다. Lewellen(1971)은 다른 여러 사업부문으로부터의 현금흐름이 다각화기업의 이익 변동성을 줄여 동규모의 개별기업보다 부채부담능력을 증대시키고 이것은 세금절감효과로 이어져 기업가치가 증가 할 수 있다고 주장하였다. 하지만 80년대의 활발한 M&A거래 이후 기업을 실증 분석한 Denis, Denis, Sarin(1997)과 Scharfstein and Stein(2000)은 사업부문간의 상호보조로 인하여 저성과 사업부문을 계속유지하게 되어 전체적으로 기업가치를 감소시킬 뿐만 아니라, 내부 사업부간의 경쟁으로 기업의 자원을 핵심사업과 관련이 없는 사업부문에 비효율적으로 투자하게 하여 기업가치를 하락시킬 수도 있다고 주장하였다.

이와 같이 상반된 결과는 경영자와 투자자 사이에 다각화의 장래성에 대한 인식의 차이에 의한 것으로 생각할 수 있다. 투자자가 다각화 기업의 내부자원배분의 효율성을 사전에 평가하는 것은 쉬운 일이 아니다. 왜냐하면 내부자원배분의 효율성은 사업특성에 따른 조직단위의 결정이나 사업부문의 의사결정권한배분의 방법, 복수의 사업부나 사회사를 이끄는 경영자의 능력 등 다양한 변수에 좌우되지만 이와 같은 정보는 사적정보로 외부의 투자자가 정확하게 파악하는 것은 쉬운 일이 아니다. 따라서 다각화 전략을 선택하는 것 자체가 경영자와 외부 투자자간에 정보의 차이를 발생시켜 기업의 장래성평가에 대해 서로 다른 평가를 내릴 가능성이 있다. Easley and O'Hara(2004)는 합리적 기대균형하에서 투자자가 보유하고 있는 기업의 미래성과에 관한 정보가 낮을수록 자본비용이 높다는 것을 이론적으로 증명하였다.

정보비대칭성과 관련하여 최근에는 애널리스트 커버리지가 정보비대칭성을 완화하여 자본비용을 낮춤으로서 기업가치에 양(+)의 영향을 준다는 실증연구가 나오고 있다²⁾. 애널리스트는 기업과 외부투자자 사이에 위치하여 정보의 중개기능을 수행하여 결과적으로 시장의 효율성을 높이는 존재라 할 수 있다. 하지만 기업이 제공하는

1) Berger and Ofek(1995)은 1986~1991년의 자료를 사용하여 다각화 기업의 기업가치가 단일기업의 가치보다 13~15%낮다는 것을 발견하였다.

2) Healy and Palepu (2001), Easley and O'Hara(2004) 등 참조.

자료는 기업이 처한 상황에 따라 상이할 것이다. 특히 복잡한 전략 또는 비관련 다각화 기업에 있어서 이익예측의 정도는 낮아질 것이므로 애널리스트의 정보전달기능이 충분하게 발휘되지 못할 가능성도 있다. 이 경우 그 기업을 커버하는 다수의 애널리스트가 존재하는 경우와 소수의 애널리스트만이 존재하는 경우 정보비대칭의 완화효과도 한정적일 수밖에 없다.

본연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 선행연구를 조사하고 가설을 설정한다. 제3장에서 연구방법과 모형을 설명하고, 제4장에서는 실증분석의 결과를 제시한다. 그리고 마지막 제5장에서 본 연구의 결론을 서술한다.

II. 선행연구 및 가설의 설정

2.1 선행연구

기존의 많은 연구들이 다각화가 해당 기업의 기업가치에 미치는 영향에 대하여 주로 분석해 왔다. 먼저 미국 기업을 대상으로 한 실증분석에서는 기업다각화가 기업가치를 증가시킨다는 주장(Lewellen, 1971; Chandler, 1977)과 기업가치를 감소시킨다는 주장(Lang and Stulz, 1994; Berger and Ofek, 1995; Denis et al., 1997)이 상호 존재한다. 먼저 다각화는 기업 운영효율성을 증진시키고 기업의 자원을 내부에서 효율적으로 배분하여 기업의 부채조달능력을 증가시키며 과소투자문제로 인한 대리인 비용을 줄일 수 있다는 장점이 있다. Lewellen(1971)은 다각화 기업은 여러 사업부문을 운영함에 따라 수익의 변동성을 감소시키고 부채부담능력의 증대를 통한 세금절감 효과로 기업가치가 증가한다고 주장하였다. Chandler(1977)는 다각화 기업은 전문부서의 통합과 조화를 통한 효율적인 관리로 사업부가 독자적으로 운영되는 것보다 효율적이며 수익성도 높다고 하였다. 반면에, Lang and Stulz (1994)는 1980년대의 기업의 다각화와 토빈의 q 는 음(-)의 관계가 있다는 것을 발견하였고, Berger and Ofek(1995)은 다각화된 기업의 주가는 전문기업의 주가보다 상대적으로 낮은 평가를 받고 있는 것을 발견하고, 다각화를 실시한 기업 내부에서는 경영 자원배분의 비효율성이 발생하기 때문이라고 주장하였다. Scharfstein and Stein(2000)은 사업부간의 비효율적인 내부구조로 인하여 퇴출되어야 할 부문이 계속적으로 유지됨으로써 기업가치가 하락한다고 주장하였다. 또한 대리인 이론 관점에서 Jensen(1986)은 기업가치를 감소시킬 가능성이 높은데도 불구하고 다각화를 실시하는 배경에는 기업규모의 최대화가 경영자의 효용증가, 즉 사적편익의 증가에 있다는 지적을 하고 있다. Denis et al.(1997)도 역시 경영자의 소유지분율과 다각화 수준 간에는 강한 음(-)의 상관관계가 존재하며 대리인문제가 다각화의 중요한 동기라고 주장하고 있다.

국내의 연구에서도 다각화가 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 가설과 부정적인 영향을 준다는 가설이 공존하고 있다. 구명희·김명곤(1999)은 국내의 266개 상장기업을 대상으로 한 연구에서 다각화는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 비관련다각화가 관련다각화보다 기업가치를 상승시킨다고 보고하였다. 반면에, 윤영섭·김성표(1999)는 기업 다각화는 전반적으로 기업가치 감소를 초래하며 다각화의 정도가 커질수록 기업가치

감소 현상은 더욱 증가한다고 하였다. 또한 Bae, Kwon and Lee(2008)는 주력사업과의 관련다각화는 기업가치에 긍정적 또는 부정적인 효과가 혼재되어 나타나지만, 주력산업과 관련성이 없는 비관련다각화는 평균적으로 부정적인 효과를 미치는 것으로 보고하였다. 그리고 최영문·권해숙(2009)은 사업다각화는 기업가치에 부정적인 영향을 미치고, 특히 기업규모가 크고 부채비율이 높을수록 기업가치에 대한 부정적인 효과는 더욱 커진다고 보고하였다.

본 연구와 관련이 깊은 정보관련 연구로는 Easley and O'Hara(2004), Moreton and Zenger(2006) 등이 있다. 기업 경영자와 외부 투자자와의 사이에 정보비대칭성이 존재할 경우 투자자의 기대수익률에 어떠한 영향을 미치는가에 대하여 Easley and O'Hara(2004)가 이론적인 근거를 제시하였다. Moreton and Zenger(2006)은 주가수익률의 하락은 애널리스트의 이익예측 오차와 양(+)의 관계가 있음을 발견하였다. 국내에서도 정보관련 실증분석이 점점 증가하고 있다. 조중석·조문희(2007)는 정보비대칭성이 자기자본비용에 미치는 영향을 분석한 결과, 자본시장에서 정보비대칭성이 작은 기업이 상대적으로 낮은 자본비용을 갖는다고 주장하였다. 박희진·신호영(2012)은 2002년부터 2009년까지 상장기업을 대상으로 경영자가 공시하는 예상수익률의 정밀도와 자기자본비용의 관련성에 대하여 실증분석한 결과, 경영자이익예측정보의 정확성이 높을수록 자본비용이 감소한다고 보고하였다.

2.2 가설설정

선행연구에서는 개별기업들의 산업간 다각화 정도를 각 기업들이 자발적으로 공시하는 개별 사업부문의 개수로 측정하고 있다. 하지만 다각화가 진행될수록 각 사업부문에 대한 정보의 양과 질이 상대적으로 저하될 가능성이 높다. 일반적으로 수익성이 높은 사업부문의 존재가 밝혀지면 신규참여하고자 하는 기업이 많아지기 때문에 경영자는 그러한 사업부문의 정보공개에는 소극적일지 모른다. 이러한 경영자의 행동을 전제로 하면 실제 사업수가 많아질수록 경영자가 자의적으로 조작할 수 있는 범위가 커지고 사업부문 정보의 양과 질이 실질보다 저하될 가능성이 커질 것이다.

그리고 기업의 다각화 정도가 높을수록 사업부문 정보로부터 입수할 수 없는 사업 간의 관련성에 관한 정보의 중요성이 높아질 것이다. 구체적으로는, 미래의 연결실적에 대하여 사업 간의 시너지 효과나 사업위험의 분산효과에 미치는 영향이 클 것이다. 이러한 경우 기업에 대한 정확한 미래예측을 하기 위해서는 사업부문의 정보만으로는 부족하다. 그러므로 다각화는 정보의 질에 영향을 주는 요인이라고 할 수 있다. 다각화와 정보의 질에 관하여 Gilson, Healy, Noe and Palepu(2001)는 기업분할(Spin off)후 외부 투자자의 분석정밀도가 증가한다고 보고하였다. 하지만 정보비대칭을 직접적으로 측정하는 것은 쉬운 일이 아니다. 따라서 본 연구에서는 다각화와 정보의 관계를 고려하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설1 : 집중산업의 관련다각화 기업보다 비관련산업의 비관련다각화 기업의 할인정도가 크다.

가설2 : 애널리스트 커버리지는 다각화기업의 할인율 완화를 촉진한다.

III. 연구방법 및 자료

3.1 다각화의 정의

다각화는 한 기업이 다른 산업 또는 새로운 시장에 진출하는 것으로 정의하며 복수의 사업영역을 영위하는 것을 말한다. 기업의 다각화는 크게 관련다각화와 비관련다각화로 나눌 수 있다.

본 연구에서는 국내 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 금융감독원의 전자공시시스템에 공시된 사업보고서의 사업공시대상 및 감사보고서의 주석사항 중 사업부문별 정보항목을 수작업으로 검색하여 2개 이상의 개별 사업부문을 공시한 기업을 다각화기업으로 분류하였다³⁾. 또한 다각화의 사업관련성이 자본비용에 영향을 주는가를 검증하기 위하여 다각화기업 중에서 주요사업의 매출액이 전체매출액의 2/3이상일 경우는 관련다각화, 그 외의 기업을 비관련다각화로 분류하였다. 집중산업의 관련분야에 대한 다각화보다 비관련산업으로의 다각화가 다각화의 정도가 높고 자기자본비용에 양(+)의 영향을 줄 것이다.

3.2 분석방법

본 연구에서는 기업치의 변수로 Berger and Ofek(1995)의 연구에서 사용한 초과가치(excess value : EV)를 사용하였다. 다각화 초과가치란 다각화기업의 사업부문별 개별 가치의 합(sum of the imputed value of segment)과 기업전체의 가치를 비교한 것이다. 구체적으로 사업부문의 귀속가치의 합에 대한 기업의 총가치의 비율에 자연로그를 취하여 계산한다. 기업의 총가치는 보통주의 시장가치와 부채의 장부가치의 합으로 계산한다. 여기서 보통주의 시장가치는 당 기업의 총 발행주식수에 기말주가를 곱하여 계산하고, 부채의 장부가치는 기말 장부가치로 하였다. 다각화 초과가치 계산시 분모의 경우 진정한 의미에서는 사업부문별 개별가치를 구해야 하지만 현실적으로 자료의 제약이 따르기 때문에 Berger and Ofek(1995)의 방법대로 개별사업부문의 가치를 계산할 때, 개별사업이 속한 산업내에서 당해 사업부문과 동일한 사업을 영위하는 단일사업기업의 중간기업(median single segment firm)의 매출액 대비 기업가치(EV_S)와 총자산 대비 기업가치(EV_TA)의 비율을 사용하였다.

3) 사업부문별 보고에 대한 증권거래법시행령규칙에 따르면 분류 보고해야 할 사업부문을 결정하는데 있어서 매출액, 영업이익 및 총자산을 기준으로 어느 하나가 전체의 10%이상이면 공시하도록 하고 있다.

$$I(V) = \sum_{i=1}^n A_i \times \left[\left(\frac{V}{A_i} \right)_{med} \right]$$

$$EV = \ln(V/I(V))$$

단, $I(V)$ = 다각화기업의 추계가치와 전사자산의 합계

V =기업의 총가치(보통주의 사장가치+부채의 장부가치)

A_i =기업내 i사업부문의 매출액(또는 총자산)

$(V/A_i)_{med}$ =사업부문 i가 속한 산업내에서 단일 사업을 영위하고 있는 중간기업의 매출액대비 기업의 총가치 비율

n =사업부문수

EV =매출액기준 다각화초과가치

3.3 설명변수 및 기타 통제변수

본 연구에는 정보비대칭 대리변수로 2개의 설명변수를 사용하였다.

- 1) 비관련다각화 더미 : 비관련다각화의 경우 1, 관련다각화의 경우 0
- 2) 리버스·애널리스트 더미 : 이익예측을 하고 있는 애널리스트가 존재하지 않으면 1, 존재하면 0

그 외 연구에 사용된 통제변수는 다음과 같다.

- 1) 총자산 자연대수 : 규모의 대리변수 (장부가치)
- 2) 예상매출성장률 : 성장성의 대리변수 (애널리스트의 2년간의 예상매출성장률)
- 3) 총자본이익률(ROA) : 수익성의 대리변수(당기순이익/총자본)

IV. 실증분석 결과

4.1 표본 및 분석자료

본 연구의 실증분석을 위한 연구대상 기간은 2006년부터 2010년까지이며, 분석 자료는 한국의 유가증권시장에 상장된 기업의 자료이다. 연구의 표본기업은 자료선정 시 회계연도가 12월말로 종료되는 회사만으로 한정하고 금융·보험업을 제외한 기업 중에서 실증분석을 위한 자료가 이용 가능한 기업을 대상으로 하였다. 회계자료, 재무분석가의 이익예측치 및 주가자료는 Fn-Data Guide로부터 산출하였다. 그리고 산업간 다각화를 파악하기

위하여 금융감독원전자공시시스템을 이용하였다. 극단치의 영향을 제거하기 위하여 모든 회귀변수는 1% 및 99% 수준에서 조정되었다.

〈표 1〉은 초과기업가치의 분포를 나타내고 있다. 다각화기업의 초과기업가치 평균 및 중앙값은 전문기업에 비하여 각각 1.7%, 1.1% 할인되어 있다. 하지만 차이 검정에서 통계적인 유의성을 발견 할 수 없었다.

〈표 1〉 초과기업가치 분포

	표본수	평균	중앙치	표준편차
표본기업	1758	3.9%	0.0%	30.7%
다각화기업	998	2.8%	-1.1%	26.2%
전업기업	2756	4.5%	0.0%	32.2%
차이검정		-1.7%	-1.1%	

평균의 차이검정은 t검정, 중앙값의 차이검정은 Mann-Whitney U 검정을 실시하였다. 표본기업의 분류는 본문 참조

다음은 다각화기업을 대상으로 다각화 할인의 요인분석을 실시하기 위하여 정보비대칭의 대리변수를 설명변수로 하여 이원배치분산분석을 실시하였다. 〈표 2〉는 표본기업의 기술통계량을 나타내고 있다.

〈표 2〉 기본통계량

	최소값	최대값	평균	중앙값	표준편차
초과기업가치	-72.4%	98.5%	4.1%	-1.9%	32.2%
총자산(자연대수)	10.13	18.49	1.25	0.57	1.45
예상매출성장률	-10.6.%	315%	5.2%	4.3%	6.2%
총자본이익률	-7.8%	32.7%	9.6.%	4.8%	3.2%
비관련다각화더미	0	1	0.77	1	0.45
리버스·애널리스트더미	0	1	0.34	0	0.35

초과기업가치는 Berger and Ofek(1995)의 방법을 이용하여 계산하였다. 총자산은 장부가치로 자연대수를 취하였다. 예상매출성장률은 애널리스트의 2년간의 예상매출을 이용하여 구하였다. 총자본이익률은 당기순이익을 총자본으로 나누어 계산하였다. 비관련 다각화더미는 비관련다각화의 경우 1, 관련다각화의 경우 0을 나타낸다. 리버스·애널리스트 더미는 이익예측을 하고 있는 애널리스트가 존재하지 않으면 1, 존재하면 0을 나타낸다.

〈표 3〉은 변수간의 상관관계를 나타낸다. 비관련다각화 더미 및 리버스·애널리스트 더미는 초과기업가치와 음(-)이고, 리버스·애널리스트더미의 경우 통계적으로 유의하다. 각각의 통제변수와 초과기업가치의 관계는 양(+)으로 통계적으로도 유의하다. 또한 각 변수간의 상관관계는 높지 않기 때문에 다중공선성의 문제는 없는 것으로 판단된다.

〈표 3〉 상관관계 분석

	1	2	3	4	5	6
초과기업가치	1.000					
총자산(자연대수)	0.162	1.000				
예상매출성장률	0.198	-0.094	1.000			
총자산이익률	0.445	0.101	0.186	1.000		
비관련다각화 더미	-0.102	0.047	-0.055	0.028	1.000	
리버스·애널리스트 더미	-0.245	-0.343	-0.075	-0.445	0.102	1.000

〈표 4〉는 이원배치분산분석의 결과를 나타내고 있다. 총자산, 예상매출성장률, 총자산이익률을 통제변수로 하고 사업관련성 및 애널리스트 커버리지의 유무 2요인 하에서 각 초과기업가치의 평균과 그 차이를 나타내고 있다. 또한, 분석기간 동안 일관된 결과가 나타나는지 확인하기 위하여 시점마다 횡단면분석을 실시하였다.

〈표 4〉 이원배치분산분석에 의한 다각화 할인 요인분석

	비관련			관련			차의 검정			Adj.
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(a)-(d)	(b)-(e)	(c)-(f)	
	평균	애널리스트 없음	애널리스트 있음	평균	애널리스트 없음	애널리스트 있음				R2
2006	0.012	-0.111	0.135	0.297	0.398	0.195	-0.285***	-0.509***	-0.06	0.15
2007	-0.111	-0.097	-0.124	0.049	0.096	0.001	-0.159	-0.193	-0.125	0.23
2008	0.120	0.103	0.137	0.105	0.056	0.154	0.015	0.047	-0.017	0.22
2009	0.196	0.189	0.203	0.119	0.123	0.115	0.077	0.066	0.088	0.18
2010	0.029	-0.132	0.189	0.131	0.405	-0.144	-0.102*	-0.537***	0.333	0.19

	애널리스트 없음			애널리스트 있음			차의 검정			Adj.
	(g)	(b)	(e)	(h)	(c)	(f)	(g)-(h)	(b)-(c)	(e)-(f)	
	평균	비관련	관련	평균	비관련	관련				R2
2006	0.232	-0.103	0.568	0.161	0.101	0.104	0.071	-0.204*	0.347*	0.16
2007	0.167	-0.017	0.352	0.060	-0.004	0.004	0.107	-0.013	0.228	0.22
2008	0.118	0.125	0.112	0.121	0.089	0.078	-0.003	-0.036	-0.042	0.23
2009	0.093	0.028	0.159	-0.008	-0.001	-0.015	0.101	0.029	0.174	0.19
2010	0.152	-0.12	0.425	-0.023	0.132	-0.078	0.176***	-0.252	0.603***	0.16

***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%수준에서 유의함을 나타내고 있다.

분석결과를 보면, 2006년과 2010년에 있어서 비관련다각화 기업의 초과기업가치는 관련다각화 기업에 비하여 평균적으로 유의하게 음(-)을 나타내고 있다(a-d). 이것은 관련다각화기업이 할인되어 있다는 것으로 비관련다각화기업의 초과기업가치는 관련다각화기업에 비하여 할인되어 있다는 가설1을 지지한다. 그리고 같은 기간에 애널리스트 커버리지가 없는 경우, 비관련다각화기업의 초과기업가치와 관련다각화기업의 차이는 통계적으로 유의한 음(-)으로 비관련다각화기업이 할인되어 있다는 것을 시사한다(b-e). 반면에 애널리스트 커버리지가 있는 경우는 비관련다각화기업의 초과기업가치와 관련다각화기업의 차이는 없다(c-f). 이 결과는 애널리스트 커버리지는 다각화 할인을 완화시킨다는 가설2을 지지한다. 그리고 2006년에는 비관련다각화기업의 경우, 애널리스트 커버리지가 없는 기업의 초과기업가치는 애널리스트가 있는 기업의 차이는 음(-)으로 통계적으로도 유의하다(b-c). 이 결과 또한 애널리스트 커버리지에 의해 비관련다각기업의 할인이 완화된다는 것을 지지하고 있다.

V. 결론

기업들이 지속적인 성장전략으로 다각화를 실시하고 있다. 다각화를 통하여 시장지배력을 강화하고 범위의 경제를 실현하고 위험을 분산 시키는 등의 이점을 얻을 수 있다. 하지만 주요사업과 다른 제품 또는 시장으로의 다각화는 내부 경영자와 외부 투자자의 정보비대칭을 가져와 기업가치를 손상시킬 가능성이 크다. 기업이 제시하는 정보를 분석하고 예상을 발표하고 있는 애널리스트는 경영자와 투자자 사이에 정보비대칭을 줄여줄 것이다. 따라서 애널리스트가 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업에 비하여 다각화 할인의 정도가 완화될 것이다. 이에 본 연구는 정보비대칭과 다각화할인 관계를 명확하게 하기 위하여 Berger and Ofek(1995)의 초과기업가치 모형을 이용하여 2006년부터 2010년 사이에 유가증권시장에 상장되어 있는 기업을 대상으로 실증분석을 하였다.

실증분석 결과 다각화기업의 가치는 전업기업에 비하여 저하되어 있지만 그 차이는 통계적으로 유의하지 않았다. 하지만, 분석기간에 따라 차이는 있을지라도 정보비대칭이 다각화기업의 할인을 가져오는 요인이 될 수 있음을 시사하는 결론을 얻을 수 있었다. 이것은 다각화에 의한 성장전략은 그 방법에 따라서 정보비대칭을 증가시키기 때문에 다각화에 의한 기업가치 향상의 실현은 쉽지 않다는 것을 시사하고 있다. 따라서 다각화 전략을 통하여 기업가치를 향상시키고자 하는 경영자는 정보개시를 충실히 하고 애널리스트 커버리지 향상 등을 통하여 외부투자자와의 정보비대칭을 완화시키기 위하여 노력해야 할 것이다.

참고문헌

- 구맹희 · 김병곤(1999), “대리인문제와 기업다각화가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 재무관리 연구, 26(2), pp.1-25.
- 박희진 · 신호영(2012), “경영자이익예측 정확성과 자기자본비용”, 회계정보연구, 30(1), pp.105-124.
- 유지송 · 유용근 · 차승민 · 이창섭(2011), “경영자 이익예측정보가 자기자본비용에 미치는 영향: 한국기업을 중심으로”, 한국회계학회 학술대회논문집, pp.1-50.
- 윤영섭 · 김성표(1999), “사업다각화와 대리인문제가 기업가치에 미치는 영향”, 재무연구, 12(1), pp.1-37.
- 조문희 · 조중석 (2009), “기업의 사업구조 복잡성과 정보비대칭”, 회계연구, 14(2), pp.79-96.
- 최영문 · 권혜숙 (2009), “재무적 특성 및 지분소유구조에 따른 사업다각화 전략과 기업가치 관련성 연구”, 대한경영학회, 22(2), pp.711-737.
- Bae, S.C., Kwon, T.H. and Lee, J.W.(2008), “Corporate diversification, relatedness, and firm value: Evidence from Korean firms”, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37, pp.1025-1064.
- Berger, P. and Ofek, E.(1995), “Diversification’s Effect on Firm Value”, *Journal of Financial Economics*, 37, pp.39-65.
- Chandler, AD Jr.(1977), “The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business, Cambridge, Massachusetts”, Harvard University Press.
- Denis, D.J., Denis, D.K. and Sarin, A.(1997), “Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification”, *The Journal of Finance*, 52, pp.135-160.
- Easley, D. and O’Hara, M.(2004), “Information and the Cost of Capital”, *Journal of Finance*, 59, pp.1553-1583.
- Gilson, S.C., Healy, P.M., Noe, C.F. and Palepu, K.G.(2001), “Analysts Specialization and Conglomerate Stock Breakups”, *Journal of Accounting Research*, 39, pp.565-582.
- Healy, P. and Palepu, K.(2001), “A review of the empirical disclosure literature”, *Journal of Accounting and Economics*, 31, pp.405-440.
- Jensen, M.C.(1986), “Agency costs, free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review*, 76, pp.323-329.
- Lang, L. Polsen, H. and Stulz, R.M.(1994), “Tobin’s q, corporate diversification, and firm performance”, *Journal of Political Economy*, 102, pp.1248-1280.
- Lewellen, W.G.(1971), “A pure financial rationale for the conglomerate merger”, *Journal of Finance*, 26, pp.521-537.
- Liu, J.D., Nissim, and Thomas J.(2002), “Equity valuation using multiples”, *Journal of Accounting*

Research, 40, pp.135-172.

Moreton, P. and Zenger, T.(2005), "Corporate strategy, analyst coverage, and the uniqueness discount", Working paper: Washington University, St. Louis.

Scharfstein, D. and Stein, J.(2000), "The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment", *Journal of Finance*, 55, pp.2537-2564.

Shin, H. and Stulz, R.M.(1998), "Are Internal Capital Markets Efficient?", *Quarterly Journal of Economics*, 113, pp.531-552.

Corporate Diversification, Information Asymmetry and Analyst Coverage

Sang-Lae Lee* · Sang-Gark NAM** · Cheol-Ho Park***

Abstract

This paper empirically analyse the effect of information asymmetry on diversification through analyst coverage during the period from 2006 to 2010. Expanding of the information asymmetry between firm and investor by diversification increase the risk of cash flow expectation for the investment that will grow up the information gap. However, analysts as crucial information intermediaries can mitigate information asymmetry between manager and investor.

By empirical results, we find out that diversified firms are more discounted than specialized firms, although the difference is not significant. However, The difference of non-analyst covered firm's excess value between unrelated diversification and related diversification is significantly negative. On the other hand, the difference disappear under analyst coverage. It suggests that the firms with the more unrelated segments have a higher information asymmetry.

Keyword : Corporate Diversification, Information Asymmetry and Analyst Coverage, Excess Value

* Part time Lecturer, Division of Business Administration, Chonbuk National University

** Doctor student, Division of Business Administration, Chonbuk National University

*** Doctor student, Division of Business Administration, Chonbuk National University