

스타 인재의 비율과 증권사 재무성과의 관계에 대한 연구[†]

- 국내 증권사의 애널리스트를 중심으로 -

옥지호* · 안혜성**

<요 약>

외부 환경의 불확실성이 점점 더 높아지는 가운데 조직의 경쟁우위를 달성하기 위한 방안으로 우수한 인적자원의 확보 및 보유가 점차 중요시되고 있다. 특히, 동료 직원들에 비해 몇 배나 높은 탁월한 성과를 창출할 수 있는 ‘스타 인재’는 지식과 정보가 중시되는 지식기반산업에서 점차 그 중요성이 강조되고 있어 이에 관련된 학계와 산업계의 관심이 증대되고 있다. 하지만 이처럼 스타 인재에 대한 관심이 증가하고 있음에도 불구하고 스타 인재의 보유가 조직성과에 미치는 영향을 실증적으로 분석한 선행연구는 부족한 편이다. 특히 스타 인재의 보유가 조직 내외부에 미치는 긍정적·부정적 영향력을 고려할 때, 조직 내 스타 인재의 비율(ratio of star employee)과 조직성과의 관계는 단순 선형 관계(simple linear relationship)의 가능성 뿐 아니라 비선형의 곡선형 관계(curvilinear relationship)가 존재할 가능성도 가지고 있다. 이에 본 연구에서는 스타 인재에 관한 선행 연구를 토대로, 스타 인재의 비율이 증가함에 따라 한계효과가 증가하는 체증관계(U자형 곡선)와 한계효과가 감소하는 체감관계(역U자형 곡선)의 두 가지 대립가설을 설정한 후 국내 34개 상장증권사의 2008~2013년 134개 관측수를 대상으로 실증분석을 진행하였다. 국내 경제전문지가 선정한 ‘베스트 애널리스트’(스타 인재)의 비율이 증권사의 재무성과에 미치는 영향을 불균형 패널모형으로 검증한 결과, 스타 인재의 비율이 증가할수록 조직성과는 증가하지만, 그 한계효과는 점차 감소하는 체감형 비선형 관계가 검증되었다. 이러한 연구결과는 지식기반 산업에서도 스타 인재를 활용하는 것이 중요함을 시사함과 동시에, 스타 인재에 대한 과도한 의존은 경계할 필요성이 있음을 시사한다.

핵심주제어: 스타 인재, 조직성과, 애널리스트, 비선형 관계

논문접수일: 2015년 06월 08일 수정일: 2015년 08월 10일 게재확정일: 2015년 08월 24일

[†] 본 연구는 한국인사조직학회가 주관한 ‘한국인사조직학회 2014 춘계학술대회’(2014년 4월 26일)에서 발표된 논문을 토대로 수정 보완되어 작성되었습니다. 논문의 발전을 위한 제언을 아끼지 않으신 익명의 심사위원님들과 편집위원장 김용호 교수님, 편집간사 옥정원 교수님, 고려대학교 김희천 교수님, 배종석 교수님께 감사드립니다.

* 고려대학교 경영학과 박사수료(제1저자), ch.ok.korea@gmail.com

** 고려대학교 경영학과 강사(교신저자), hesoung@gmail.com

I. 서 론

지식기반 사회로 접어들면서 기업의 경쟁우위를 결정짓는 요소로 지식, 스킬, 노하우 등의 무형자산이 중요해져 갈수록, 이들을 보유한 인적자원(human resource)의 중요성이 점차 강조되고 있다(윤준섭, 2014; Barney, 1991; Coff & Kryscynski, 2011; Paruchuri, 2010; Wright, Dunford, & Snell, 2001). 특히, 인적자원 중에서도 동료 직원들에 비해 몇 배나 탁월한 성과를 창출할 수 있는 ‘스타(Star)’ 인재는, 지식기반 산업에서 조직의 성과를 창출하는데 유리한 것으로 여겨져 이들의 효과적인 영입 및 관리 방안에 대한 학계와 산업계의 관심이 점점 더 제고되고 있다(Bendapudi & Leone, 2001; Groysberg & Lee, 2008; Groysberg, Lee, & Nanda, 2008; Groysberg, Polzer, & Elfenbein, 2011; Oldroyd & Morris, 2012; Seleim, Ashour, & Bontis, 2007; Tzabbar & Kehoe, 2014).

스타 인재란, 조직으로부터 고용된 종업원 중에서 조직 내부의 동종업계 종사자에 비해 몇 배나 탁월한 성과를 창출하면서, 동시에 경쟁회사, 소비자, 언론 등 외부이해관계자로부터 많은 주목을 받는 비범한 인재를 가리킨다(Groysberg et al., 2008). 스타 인재는 과거 스포츠와 같은 전문기술 위주의 산업에서 그 중요성이 부각되었으나, 최근에는 의료계, 법조계, 학계, 과학기술 분야 등 지식기반 산업에서도 그 영향력이 확대됨에 따라 경쟁사보다 높은 수준의 지식을 많이 보유해야 하는 현대의 많은 조직들은 스타 인재를 발굴하고 보유하기 위해 다각도로 노력하고 있다(Hitt, Bierman, Shimizu, & Kochhar, 2001; Huckman & Pisano, 2006).

하지만 스타 인재에 대한 관심이 지속적으로 제고되고 있음에도 불구하고 이에 관련된 선행 연구는 스타 인재와 조직성과의 관계에 대한 다

양한 가능성을 고려하지 못하였다는 한계점을 갖는다. 스타 인재에 대한 대부분의 선행연구에서는 스타 인재가 조직의 성과에 긍정적으로 기여할 것을 전제로 이들을 영입 및 관리하기 위한 방안에 대한 연구가 주를 이루고 있다(이경목·윤현중, 2007; 전동화·정동섭, 2011; 정현우, 2013; Bendapudi & Leone, 2001; Martin & Schmidt, 2010; Thunnissen, Boselie, & Fruytier, 2013). 그런데 스타 인재의 효과성에 대한 선행 연구에 의하면, 스타 인재가 많아질수록 이에 따라 조직성과 역시 함께 향상될 것이라는 예측이 존재하는 한편(Seleim et al., 2007), 스타 인재의 증가에 따른 효과성은 조직 내 스타 인재의 비율이 증가함에 따라 제한적이 될 것이라는 예측도 공존하고 있다(Groyberg et al., 2011). 이처럼 조직성과에 대한 스타 인재의 효과성은 단순 선형관계(simple linear relationship)로 설명되기보다 스타 인재가 늘어남에 따라 다양한 양상으로 설명될 수 있어 이에 대한 추가적인 연구를 필요로 한다.

이러한 연구의 필요성에 따라, 본 연구는 조직 내 스타 인재가 차지하는 비율이 증가함에 따라 조직성과에 미치는 영향이 어떻게 달라지는지를 규명하기 위해, 스타 인재의 비율과 조직성과에 대한 비선형 관계(curvilinear relationship)의 두 가지 가능성(한계효과와 체중효과와 체감효과)을 토대로 대립 가설(competing hypotheses)을 도출하였고 증권사의 애널리스트 데이터를 토대로 이를 실증적으로 검증하고자 하였다. 이를 통해 본 연구는 스타 인재가 조직성과에 미치는 영향을 실증적으로 규명함으로써 스타 인재의 효과성에 대한 연구결과를 제시하는 한편, 스타 인재의 활용 방안에 대한 구체적인 방안을 모색하는데 기여하고자 하였다.

II. 이론적 배경 및 가설설정

1. 스타 인재의 인적자본

1.1 스타 인재의 정의

스타 인재(star employee)란, 조직 내 구성원들 중에서도 높은 수준의 지식, 스킬, 능력(KSA: knowledge, skill, and ability) 등의 인적자본(human capital)을 보유한 인재로서 이를 활용해 동료들에 비해 몇 배나 많은 탁월한 성과(extraordinary performance)를 창출할 수 있을 뿐 아니라 이들의 존재 및 영향력이 고객, 경쟁자, 언론 등 외부의 이해관계자에게 높은 가시성(high visibility)을 가진 인재들을 말한다(Groysberg et al., 2008). 고성과자(high performer), 핵심인재(top talent) 등의 유사개념과 비교할 때 스타 인재의 높은 가시성은 스타 인재가 갖는 차별적인 특성으로서, 스타 인재들은 높은 가시성으로 인해 조직 외부의 이해관계자와의 관계에서 폭넓은 관계망을 형성하고 이를 통해 더 많은 공급자와 고객에게 접근하여 많은 양의 새로운 지식과 정보를 보다 빠르게 얻을 수 있는 특징이 있다. 또한, 높은 가시성으로 인해 스타 인재는 높은 수준의 평가와 명성을 얻게 되는데, 이를 통해 조직 내부에서는 상대적으로 많은 보상을 조직으로부터 제공 받거나 발언권, 영향력에 있어 우선권을 누리게 되는 특징이 있다(Oldroyd & Morris, 2012).

스타 인재는 조직 내 탁월한 소수 인재를 가리키는 유사한 개념들-예를 들면, 고성과자 또는 핵심인재-과 구별되는 분명한 차이점을 갖는다. 다른 구성원에 비해 탁월한 성과를 창출한다는 측면에서 스타 인재는 고성과자(high performer)와 유사점을 갖지만, 고성과자와 달리 스타 인재는 조직 내외부의 이해관계자로부터 높은 가시성을 갖는다는 점에서 차별적인 특징을 갖는다.

즉, 어떤 조직에서든지 상대적으로 많은 성과를 창출하는 고성과자는 존재할 수 있지만, 경쟁사 혹은 고객, 언론 등의 외부 이해관계자들에게까지 그 탁월성을 인정받아 높은 주목을 받는 것은 스타 인재만의 독특한 특징이라고 할 수 있다. 한편, 핵심인재(top talent) 역시 탁월한 성과를 창출한다는 측면에서는 스타 인재와 유사하지만, 연구대상 또는 연구자마다 주관적인 정의가 엇갈리는 핵심인재 개념과 달리(이경목·윤현중, 2007), 스타 인재는 객관적으로 입증가능한 탁월한 성과와 외부로부터 인정된 가시성을 보유한 우수인재라는 점에서 개념적으로 구별된다. 예를 들어, 특정 조직의 미래 성장 동력을 책임지는 핵심인재의 경우는 당장의 가시적인 특징을 갖지 않을 수 있어 핵심인재와 스타 인재가 동일한 개념이라고 보기는 어려운 특징이 있다.

탁월한 성과와 높은 가시성을 갖춘 스타 인재는 특히 지식기반산업에서 더욱 중요시되는데 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 지식기반 산업에서 요구되는 지식, 기술, 노하우 등은 종업원 개개인에게 내재화되어 있으므로 이를 객관적으로 드러낸 스타 인재의 탁월한 성과는 그 중요성이 더욱 강조되기 때문이다. 종업원에게 내재된 암묵지(tacit knowledge), 기술, 능력의 경우는 그 크기나 깊이가 겉으로 드러나지 않기 때문에 이를 직접적으로 타인의 것과 비교하기는 어렵다. 그러나 만약 특정 구성원이 자신의 지식, 기술, 노하우 등을 활용하여 이에 대한 결과물(예를 들면, 분석보고서, 논문, 특허, 자격증, 학위 등)을 작성하였을 경우 이에 대한 객관적인 수준의 판단이 가능하게 된다. 따라서 지식기반 산업일수록 지식, 기술, 노하우 등의 인적자본을 활용한 결과물이 상대적으로 더욱 중요하고, 이를 보유하고 있는 스타 인재의 중요성은 더욱 강조되는 특징이 있다. 둘째, 지식기반 산업에서는 새로운 정보와 지식에 대한 민첩한 접근이 요구되는데,

스타 인재의 높은 가시성은 스타 인재를 보유한 조직으로 하여금 더 많은 지식과 정보를 손쉽게 얻을 수 있도록 돕기 때문이다. 지식의 보유가 경쟁력과 직결되는 지식기반 산업에서는 새로운 지식이나 정보를 경쟁자보다 먼저 입수하고 이를 활용하는 것이 중요하다. 그런데 특정 산업에서 다양한 이해관계자(고객, 언론, 출판매체 등)에 의해 스타로 인정받을 경우, 스타 인재는 가시적으로 노출된 사회적 지위(social status)를 활용하여 업계의 더 많은 새로운 정보와 지식, 추가적인 자원에 대한 접근이 용이해진다(Oldroyd & Morris, 2012). 이로 인해 스타 인재를 보유한 조직은 경쟁 조직보다 관련 분야의 새로운 지식과 정보를 입수하는데 유리하게 되고 이를 통해 경쟁력을 향상시키는데 유리한 고지를 차지할 수 있게 된다.

1.2 스타 인재의 효과성에 대한 이론적 배경

스타 인재가 우수한 인적자본을 보유함으로써 조직성공에 기여할 수 있을 것이라는 주장은 인적자본의 효과성과 관련된 인적자본이론(human capital theory), 자원기반이론(resource-based theory), 그리고 지식기반 기업이론(knowledge-based theory of the firm)의 이론적 배경을 통해 설명될 수 있다. 인적자본이론에 의하면, 조직구성원인 인적자원이 보유하고 있는 지식, 기술, 역량, 노하우 등을 인적자본이라 하는데(Becker, 1964), 이는 조직의 목표를 달성하는데 기여를 할 수 있기 때문에 조직성공에 긍정적인 영향을 주게 된다. 또한 자원기반이론에 의하면, 인적자본은 가치 있고 희귀하며 경쟁자에 의해 모방이 어려우며 다른 자원으로 대체되기 어려운 특징으로 인해 조직의 지속적인 경쟁우위의 원천이 될 수 있는 특징이 있다. 마지막으로 지식기반 기업이론에 의하면, 조직구성원이 이미 보유하고 있는 지식, 기술, 역량, 노하우 등은 이

들 간의 조합 또는 결합을 통해 새로운 지식을 창출하여 창의성과 혁신을 발현함으로써 조직성공에 긍정적인 영향을 줄 수 있다(Adler, 2001; Grant, 1996; Kogut & Zander, 1996). 이처럼 인적자본의 긍정적인 효과성에 대한 관심이 점차 제고되면서 전략적 인적자원관리, 전략경영, 조직행동 등 경영학 내 다양한 분야에서 인적자본의 성격, 효과, 제고방안 등에 대한 연구가 활발하게 진행되어 오고 있다(류성민·김성훈, 2013).

인적자본에 대한 선행연구의 정의를 종합하면, 인적자본이란 “개인 또는 조직성공에 긍정적인 영향을 미치는 개인의 지식, 기술, 능력 등을 포괄하는 총체적 역량”이라 정의할 수 있다(Ployhart, Nyberg, Reilly, & Maltarich, 2014). 인적자본에 관한 초기의 연구에서는 개인 수준(individual-level)에서 조직 내의 개인이 보유하고 있는 인적자본에 따라 해당 종업원의 시장가치가 달라지는 것에 주목해 왔으나, 최근에는 조직 수준(organization-level)에서 조직 내 구성원들이 보유하고 있는 인적자본에 따라 조직의 성과 및 경쟁우위가 달라지고 있음에 주목하고 있다. 일례로 인적자본과 기업 성과의 관계를 다룬 66건의 실증연구를 토대로 진행된 메타연구 결과에 따르면, 인적자본은 조직 수준의 기업 성과에도 긍정적인 영향을 주는 것으로 보고되고 있다(Crook, Todd, Combs, Woehr, & Ketchen, 2011). 따라서 높은 수준의 인적자본을 보유하고 있는 조직은 이를 활용하여 경쟁기업보다 높은 가치를 창출하고 탁월한 성과를 추구할 수 있게 된다.

이와 같은 맥락에서 스타 인재의 효과성에 대한 선행연구에서는 스타 인재의 보유가 조직성공에 긍정적인 영향을 끼치게 됨을 실증적으로 보여주고 있다(Zucker & Darby, 1997). 스타 인재가 조직성공에 긍정적인 영향을 주게 된다는 주장의 근거는 다음과 같다. 첫째, 스타 인재 한

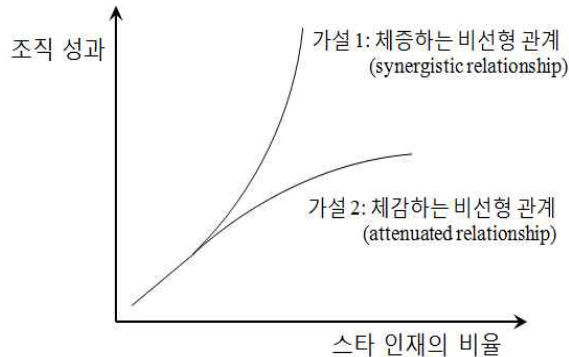
명은 조직 내의 동료보다 몇 배나 많은 성과를 창출하기 때문에 조직 내 스타 인재의 비율이 증가할수록 조직성과 역시 증가하기 때문이다. 선행연구에 의하면 개인성과를 기준으로 상위 15% 이내에 해당하는 'A급 인재'들은 전체 조직 성과의 19%에서 120%를 담당하는 것으로 나타났다(Heinen & O'Neill, 2004; Hunter, Schmidt, & Judiesch, 1990). 생명과학 산업에서의 스타 인재 과학자들의 연구 성과를 분석한 Zucker와 그의 연구진에 따르면, 전체 과학자의 수를 기준으로 할 때 1%가 안 될 정도로 적은 수의 스타 인재들이 전체 연구 성과의 17.3%를 차지하는 것으로 나타났다(Zucker, Darby, & Armstrong, 1998). 국내 증권사에 소속된 애널리스트를 대상으로 진행된 연구 결과에서도 베스트 애널리스트로 선정된 애널리스트는 그렇지 않은 애널리스트에 비해 예측확정성이 더 높고 과대예측 정도가 낮은 것으로 나타나 스타 인재의 성과가 더 우월함이 검증되었다(김동순·엄승섭·최문성, 2009). 이처럼 스타 인재의 성과는 다른 비(非)스타 인재에 비해 탁월한 성과를 창출하기 때문에 조직 내 스타 인재가 많을수록 조직이 창출하는 전체적인 성과 역시 증가하게 된다.

둘째, 스타 인재는 다른 비(非)스타 인재들에게 긍정적인 영향력을 끼침으로써 조직성과에 긍정적으로 기여할 수 있다. 이는 스타 인재가 보유하고 있는 인적자본이 지식 전이(knowledge spillover) 과정을 통해 동료들의 역량을 향상시킴으로써 조직성과에 기여할 수 있기 때문이다(Groysberg et al., 2008). 지식기반 산업에서는 겉으로 드러나지 않는 개별 노하우(know-how)나 직관적 판단, 독자적인 논리 등에 의한 암묵지(tacit knowledge)가 가치창출 과정에서 중요한 역할을 한다. 암묵지는 결과물이나 형식지(explicit knowledge)로 드러나기 어렵지만, 스타

인재들과의 상호작용을 통해 동료들은 이들의 암묵지를 흡수할 수 있는 장점이 있다. 즉, 조직 내에 스타 인재의 비율이 증가할수록 비스타 인재들과 저성과 직원들은 스타 인재들의 암묵지를 습득함으로써 나머지 구성원들의 성과 역시 향상될 수 있다. 50명 이상의 변호사를 고용한 312개의 로펌을 대상으로 실증연구를 진행한 Sherer(1995)에 따르면, 파트너 변호사가 보유한 지식과 역량, 스킬은 조직 내의 다른 구성원들에게 긍정적인 영향을 줌으로써 조직성과에 기여하는 것으로 나타났다. 이처럼 스타 인재는 동료들에게 새로운 아이디어나 제안, 조언 등을 제공하는 롤 모델의 역할수행 또는 코칭, 멘토링과 같은 상호작용을 통해 동료들의 성과에도 긍정적인 영향을 줌으로써 조직 전체적인 성과를 향상시키는데 긍정적인 역할을 한다(Allison & Long, 1990; Shapero, 1985).

2. 연구가설의 설정

하지만 스타 인재의 비율이 조직성과에 긍정적인 영향을 미치더라도, 조직 내 스타 인재의 비율 증가에 따른 조직성과의 변화는 반드시 스타 인재의 비율 증가에 비례해서 증가하지 않을 수 있다. 스타 인재가 조직 내에서 차지하는 비중이 늘어날수록 스타 인재들의 시너지 효과에 의해 성과가 더욱 향상될 가능성이 있는 반면, 조직 내 스타 집단과 비스타 집단으로 집단이 구분되거나 스타 인재 간의 지나친 경쟁체제로 인한 부작용으로 인해 그 양상이 달라질 가능성이 있기 때문이다. 이에 본 연구에서는 조직 내의 스타 인재 비율이 조직성과에 미치는 비선형 효과를 검증하기 위해 다음과 같이 경쟁가설(competing hypotheses)을 도출하여 연구를 진행하였다(<그림 1> 참조).



<그림 1> 본 연구의 가설

2.1 체증하는 한계효과(U자형의 곡선형)

스타 인재와 조직성과의 비선형 관계에 대한 첫 번째 가능성은 스타 인재의 비율이 증가할수록 조직 성과에 미치는 효과가 점차 증가하는 U자 곡선 형태의 비선형 관계(synergistic non-linear relationship)이다. 즉, 스타 인재의 비율이 증가할수록 그 한계 효과 역시 증가한다는 것인데, 이에 대한 논거를 정리하면 다음과 같다. 첫째, 스타 인재의 증가에 따라 스타 인재들이 가지고 있는 지식, 기술, 노하우 등의 인적 자본 간에 새로운 시너지(synergy)가 발생해 성과가 더욱 향상될 수 있기 때문이다. 스타 인재는 조직 외부로부터 새로운 정보와 지식을 제공받기에 유리한 사회적 관계망을 보유하고 있는 특징이 있다(Oldroyd & Morris, 2012). 즉, 조직 외부에 존재하는 지식과 정보는 스타 인재에 의해 조직 내로 유입되는 경우가 많은데, 스타 인재가 많을수록 조직 내에 유입되는 새로운 정보와 양도 증가하게 된다. 따라서 스타 인재의 비율이 증가할수록 보다 많은 조직 외부의 이해관계자와 연결될 가능성이 높아지게 되고, 이는 조직 내에 새로운 정보와 지식을 제공함으로써 시너지를 일으킬 가능성이 높아지게 된다(Mankins, Bird, & Root, 2013). 이러한 시너지 효과는 조직 내 스타 인재의 비율이 증가할수록 점점 더 커

지게 되므로, 스타 인재의 증가에 따른 효과성은 스타 인재의 비율이 증가할수록 점점 더 증가하게 될 수 있다.

둘째, 스타 인재의 비율이 늘어나면 소수의 스타 인재에 대한 과도한 업무의 집중을 피함으로써 스타 인재의 소진(burnout)을 막을 수 있기 때문이다. 조직 내 연결망(network)을 분석한 기존 연구에 따르면, 조직의 규모가 증가함에 따라 사회적 관계망이 구성원들에게 고르게 분산될 것이라는 일반적인 예측과 달리, 사회적 관계망은 소수의 스타 인재들에게 집중되는 경향이 있음이 드러났다(Oldroyd & Morris, 2012). 이로 인해 스타 인재는 조직 내 차지하는 비중 혹은 외부와의 연결망 때문에 정보의 과부하(information overload)로 인한 소진(burnout)을 경험할 확률이 높은 특성이 있다(Cross & Thomas, 2008). 스타 인재들이 소진을 경험하게 되면 개인적인 업무 수행에 어려움을 겪을 뿐 아니라, 아이디어 제안, 코칭 등 동료직원들에게 미치는 영향력마저 감소하게 되므로 조직 차원의 성과는 더욱 감소하게 될 수 있다. 하지만 조직 내 스타 인재의 비율이 증가하면 스타 인재에 대한 정보의 지나친 집중 및 의존을 막을 수 있다. 즉, 스타 인재의 비율이 증가할수록 이들의 영향력을 가로막는 여러 부작용이 사라지게

되므로 조직성과에 기여하는 영향력이 증가하게 될 수 있다.

셋째, 스타 인재로 인해 나머지 구성원들의 분발을 촉구하는 ‘메기 효과(catfish effect)’를 기대할 수 있기 때문이다(Zhu, Yang, & Wang, 2004). 미꾸라지를 수조에 넣어 운반할 때 수조 안에 미꾸라지만 넣을 경우 시간이 지날수록 움직임이 점차 둔해져 목적지에 도착하기 전에 대다수의 미꾸라지가 죽는 경우가 많다. 그러나 수조 안에 한두 마리의 메기를 함께 넣을 경우, 미꾸라지는 메기로부터 잡아먹히지 않기 위해 계속 운동하기 때문에 목적지에 도착할 때까지 대다수의 미꾸라지가 살아 있게 된다. 이처럼 소수의 강력한 경쟁자를 조직 내에 투입함으로써 나머지 구성원들의 각성을 촉진하는 방법을 두고 메기효과라 한다(Zhu et al., 2004). 이에 의하면, 스타 인재가 많아질수록 나머지 구성원들에게 미치는 자극 또한 증가하여 나머지 구성원들의 분발을 더욱 촉진할 수 있기 때문에 조직 전체적으로는 성과가 증가하는 것을 기대할 수 있다.

지금까지의 논의를 정리하면, 스타 인재의 비율이 조직 내에서 증가할수록 이들의 개인성과 증가에 따른 직접적인 효과에 의해 조직성과가 증가할 뿐 아니라, 스타 인재가 조직 내에 미치는 간접적인 효과 역시 증가하므로 스타 인재의 비율과 조직성과 간에는 체증하는 비선형 관계(synergistic relationship)가 존재할 가능성이 있다. 이상의 논의를 토대로 가설을 도출하면 다음과 같다.

가설 1: 스타 인재의 비율과 조직성과 간에는 정(+의) 관계이나 한계효과가 점차 체증하는 비선형 관계가 존재할 것이다. 구체적으로, 스타 인재의 비율이 증가할수록 조직성과는 증가하지만, 스타 인재의 비율이 증가함에 따라 한계 효과는 점차 증가하게 될 것이다.

2.2 체감하는 한계효과(역U자형의 곡선형)

스타 인재와 조직성과의 비선형 관계에 대한 두 번째 가능성은 스타 인재의 비율이 증가할수록 조직성과가 증가하나, 그 한계효과는 점차 감소하는 역U자 곡선 형태의 비선형 관계(attenuated non-linear relationship)이다. 즉, 스타 인재의 비율이 증가함에 따라 조직성과에 미치는 한계 효과가 점차 감소하게 된다는 것인데, 이에 대한 논거를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 스타 인재의 비율이 증가할수록 조직 내에는 스타 인재와 비스타 인재로 조직구성원의 하위집단(subgroup)이 구분되어 집단 내 갈등이 일어날 가능성이 증가하기 때문이다. 사회정체성이론(social identity theory)에 의하면, 동일 조직 내에 복수의 하위집단이 존재할 경우 하위집단 간에는 강한 내집단 정체성(in-group identity)이 형성되어 다른 집단과의 적극적인 협력이 줄어들고 집단 간 갈등(group conflict)이 발생할 가능성이 증가하게 된다(Tajfel & Turner, 1979). 스타 인재의 비율이 늘어날수록 조직차원에서 이뤄지는 스타 인재에 대한 차별적인 관리 늘어나게 되는데 이러한 정책들의 증가는 비스타 인재들에게는 위화감이나 불공정성, 소외감을 느끼게 하는 등의 부정적인 영향을 끼칠 가능성이 증가하게 된다(박오원, 2013). 또한 스타 인재에 대한 과도한 집중 및 의존은 오히려 다른 동료들의 성장기회를 감소시킬 가능성 역시 존재한다(Kehoe & Tzabbar, 2015). 결과적으로 스타 인재의 비율이 증가할수록 조직 내에는 스타 인재 집단과 비스타 인재 집단으로 나뉘어져 이들 간에 상이한 정체성을 공유하게 될 가능성이 높아진다.

둘째, 스타 인재의 비율이 증가할수록 스타 인재들 간에 기회주의적 행동이 늘어날 수 있다. 스타 인재의 비율이 높은 조직의 경우 스타 인재뿐 아니라 나머지 구성원들도 사회적 태만

(social loafing)과 같은 기회주의적 행동을 취함으로써 조직에 대한 기여를 줄어 들 수 있다 (Alnuaimi, Robert, & Maruping, 2010; Karau & Williams, 1993; Latane, Williams, & Harkins, 1979). 링겔만 효과(Ringelmann effect)로 잘 알려진 실험에 의하면, 집단에 참여하는 개인의 수가 증가할수록 집단성공에 대한 개인 1인당 공헌도는 감소하게 된다(Ingham, Levinger, Graves, & Peckham, 1974). 줄다리기 실험으로 집단 속의 개개인의 공헌도를 측정한 연구 결과에 따르면, 개인이 당기는 힘을 100으로 보았을 때 2명으로 이루어진 그룹의 개인은 기대치의 93%, 3명으로 이루어진 그룹의 개인은 기대치의 85%, 8명으로 이루어진 그룹의 개인은 기대치의 49%의 힘만을 사용하는 것으로 나타나 집단의 규모가 커질수록 개개인은 노력을 줄이고 무임승차하려는 기회주의적 행동을 하는 것으로 나타났다. 조직 내에 스타 인재의 비율이 낮을 경우 스타 인재의 성과가 조직 내에서 더욱 가시적으로 드러날 수 있으므로 이들의 기회주의적 행동은 많지 않을 것이다. 그러나 조직 내에 스타 인재의 비율이 높아질수록 스타 인재들은 투자하는 노력 대비 조직 내에서 얻을 수 있는 탁월한 성과와 가시성이 줄어들기 때문에 개개인의 기여도는 점차 줄어들 것이고, 이는 결국 조직성공에 기여하는 효과가 감소될 것으로 예상된다(Alnuaimi et al., 2010).

셋째, 스타 인재의 비율이 증가할수록 스타 인재가 보유하고 있는 인적자본 또는 사회적 자본이 중첩되는 현상(knowledge overlap)이 증가할 수 있다(Wong, 2008). 앞서 언급된 바와 같이 스타 인재는 외부적인 가시성으로 인해 조직 외부의 이해관계자로부터 새로운 지식 및 정보에 접근하기 유리한 위치에 있다(Oldroyd & Morris, 2012). 그러나 조직 내 스타 인재들이 많아질수록 이들이 보유하고 있는 외부 사회적 관계망이 중

첩될 가능성이 높아지므로 스타 인재 한 사람의 증가에 따른 한계 효과는 제한될 것이다. 이는 결국 새로운 지식을 조합할 가능성이 줄어들게 됨으로써 조직성공에 기여하는 바가 제한될 수 있는 것이다(Cohen & Levinthal, 1990). 따라서 스타 인재의 비율이 증가할수록 조직성공에 미치는 한계효과는 점차 감소하게 될 것이다.

이처럼 스타 인재 비율이 증가할수록 조직성공에는 긍정적인 영향을 미치나, 스타 인재 비율의 증가에 따른 한계 효과는 점차 감소하게 됨에 따라 스타 인재의 비율과 조직성과 간에는 체감하는 비선형 관계(attenuated relationship)가 존재할 가능성이 있다. 지금까지의 논의를 가설을 도출하면 다음과 같다.

가설 2: 스타 인재의 비율과 조직성과 간에는 정(+)의 관계이나 한계효과가 점차 체감하는 비선형 관계가 존재할 것이다. 구체적으로, 스타 인재의 비율이 증가할수록 조직성과는 증가하지만, 스타 인재의 비율이 증가함에 따라 한계 효과는 점차 감소하게 될 것이다.

III. 분석방법론

1. 연구의 대상

본 연구의 실증분석은 매도부문(sell-side)에 종사하는 국내 증권사의 애널리스트를 대상으로 진행하였다. 애널리스트는 자신이 소속된 증권사의 고객들과 투자자들에게 금융 및 투자에 관련된 자문을 제공하기 위해 주식정보, 경제예측, 재무제표 등의 출판물 등 시장에 이미 공개된 정보를 빠르게 수집 및 종합함으로써 자산운용사, 투자자문사, 은행, 연기금 등 매수부문(buy-side) 기관들에게 전달하는 역할을 한다. 뿐만 아

나라 기업탐방이나 관계자 미팅 등을 통해 시장에 아직 공개되지 않은 정보들, 예를 들면 산업별 동향이나 재무여건, 기업내부정보 등을 직접 탐색하여 투자종목대상이 되는 기업 및 산업에 대한 분석 보고서를 발행함으로써 미래성과의 예측 및 주식추천의견을 제공하여 투자자들의 의사결정을 돕는 역할을 한다(송민섭·변상혁, 2013; Ahmed, Song, & Stevens, 2009; Barron, Byared, Kile, Riedl, 2002; Jegadeesh, Kim, Krische, & Lee, 2004; Lang & Lundhold, 1996; Richardson, Teoh, & Wysocki, 2004; Schipper, 1991).

애널리스트는 증권사 운영에 있어서 가장 중요한 인적자원인데, 투자대상 기업에 대한 애널리스트의 정보가 정확할 경우 투자자들의 직접적인 투자상품 거래(trade)를 유도해냄으로써 증권사의 수수료 수익을 증가시킬 수 있기 때문이다. 탁월한 애널리스트를 보유한 증권사는 애널리스트의 분석 및 투자조언에 의해 자사를 통한 투자상품 거래를 활성화시킬 수 있는데, 투자상품의 거래 과정에서 발생하는 수수료 수익은 증권사에 귀속됨으로써 증권사의 성과를 향상시키는데 기여하게 된다. 선행연구에 의하면 애널리스트의 보상수준을 결정하는 과정에서 증권사의 순수수수료 수익이 반영되므로, 애널리스트들은 당사를 통한 거래를 활성화하여 증권사의 순수수수료수익을 증대시키려는 경향이 있다(Cowen, Groysberg, & Healy, 2006; Groysberg, Healy, & Maber, 2011). 선행연구의 실증분석 결과에 따르면, 애널리스트가 담당하는 기업들의 주가는 담당하지 않은 기업들의 주가에 비해 시장에 존재하는 정보들이 보다 빨리 반영되는 것으로 나타나, 주식시장에서의 애널리스트들의 영향력이 유효함을 보여주고 있다(Brennan, Jegadeesh, & Swaminathan, 1993; Brennan & Subrahmanyam, 1995; Hong, Lim, & Stein, 2000).

애널리스트에 대한 평가는 증권사 내부 뿐 아니라 외부에서도 민감한 편이다. 정기적으로 언론매체를 통해 애널리스트 개개인에 대한 평가 결과가 발표되는데, 애널리스트 중에 탁월한 성과를 창출한 우수인재들은 ‘베스트 애널리스트’로 선정된다. 베스트 애널리스트에 선정된 애널리스트는 증권업계의 스타 인재로 분류되어 연봉이 큰 폭으로 상승할 뿐 아니라 더 나은 증권사로 이직할 가능성이 높아진다. 또한 베스트 애널리스트가 작성하는 보고서와 투자의견에 대한 외부의 신뢰도가 향상될 뿐 아니라 외부강연, 투자자문, 기고문 요청 등이 급증하는 등 사회적 지위(social status)가 제고되는 결과로 이어진다(Groysberg & Lee, 2010). 따라서 본 연구에서는 스타 인재와 조직성과의 관계를 규명하기에 적합하다고 판단하여 증권업계의 애널리스트를 대상으로 연구를 진행하였다.

2. 자료와 표본

조사시점은 애널리스트와 리서치센터에 대한 구체적인 정보가 이용가능한 시점인 2008년부터 2013년까지 6년간의 자료를 활용하였다. 이 기간 동안에 투자자문 등의 영업활동을 한 증권사 중에서 정보의 접근이 불가능한 소규모 증권사를 제외하고 최종적으로 34개 증권사를 본 연구에서는 분석대상으로 선정하였다. 따라서 본 연구의 분석 단위(level of analysis)는 증권사 수준의 조직수준이며, 분석 자료의 형태는 1년 단위의 6년 치 자료를 패널데이터 형태로 구축하여 분석에 활용하였다. 단, 재무자료 등 일부 자료가 누락된 경우가 제외됨으로써 34개 증권사의 6년간 자료는 <표 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 불균형패널의 형태를 띠게 되었다. 즉, 전체 34개 증권사 중 19개 증권사의 95개 관측치(70.9%)는 2008년부터 2012년까지 모든 시점의 자료 조

<표 1> 분석에 활용된 증권사의 시점별 조사여부 및 비율

패턴	연도					개체 수		관측 수	
	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	빈도	비율	빈도	비율
1	0	0	0	0	0	19	55.9%	95	70.9%
2	×	×	0	0	0	5	14.7%	15	11.2%
3	×	×	×	×	0	3	8.9%	3	2.2%
4	×	0	0	0	0	3	8.9%	12	9.0%
5	×	0	×	×	0	1	2.9%	2	1.5%
6	×	0	×	0	×	1	2.9%	2	1.5%
7	0	×	×	×	0	1	2.9%	2	1.5%
8	0	0	×	0	×	1	2.9%	3	2.2%
합계						34	100.0%	134	100.0%

사가 가능했지만 그 외의 증권사들은 일부 자료가 누락되어 전체적인 관측 수(observation)는 134건인 것으로 나타났다.

각 증권사의 베스트 애널리스트에 대한 정보는 국내 경제전문 언론매체인 매일경제신문사가 발행하는 ‘베스트 애널리스트’ 기사를 활용하였다. 매일경제신문사는 상반기(당해년도 7월보도)와 하반기(다음년도 1월보도)에 각각 한 차례씩 일 년에 두 차례 베스트 애널리스트를 선정하여 이를 기사로 보도한다. 조사 방법은 국내의 120여개 자산운용사, 투자자문사, 은행, 보험사, 연기금 등을 직접 방문 및 면접을 실시하여 자사의 투자활동에 가장 유익한 정보를 제공한 애널리스트를 추천받는다. 산업별로 진행되는 클라이언트들의 투표 결과 35표 이상을 획득하면 ‘베스트 애널리스트 순위표’에 오를 수 있다. 본 연구에서는 선행연구와 애널리스트 관계자와의 인터뷰를 참조로 ‘베스트 애널리스트 순위표’의 상위 5위 안에 이름을 올린 애널리스트를 베스트 애널리스트로 선정하였다(김동순 외, 2009). 하나의 증권사당 베스트 애널리스트 수의 평균은 11.5명(표준편차 6.3명)이었으며, 최소 0명에서 최대 26명으로 분포되어 있었다.

다음으로, 각 증권사의 애널리스트들이 소속된 리서치센터에 대한 자료는 국내 경제전문 언론매체인 한국경제신문사가 연말 보고하는 ‘애널리

스트 인명록’을 활용하였다. 애널리스트 인명록에는 각 증권사에 소속되어 있는 애널리스트들의 성명, 전문분야, 학력, 경력 등을 공개하고 있다. 본 연구에서는 리서치센터별 종사하고 있는 애널리스트 수를 합산하여 각 리서치 팀의 규모를 측정하였다. 합산 결과, 하나의 증권사당 애널리스트 수의 평균은 24.6명(표준편차 9.2명)이었으며, 최소 3명에서 최대 51명으로 분포되어 있었다.

마지막으로, 증권사 수준의 재무 정보는 각 증권사가 보고하는 공시자료를 통해 확보하였다. 분석대상인 35개 증권사의 2008년부터 2013년까지의 공시자료를 토대로 재무자료를 확보하였다. 한편, 독립변수인 베스트 애널리스트 조사가 해당년도 연중에 조사되는 것을 고려하여 결과변수인 증권사의 재무성과는 연말 자료를 활용함으로써 인과관계 추정의 타당성을 제고하고자 하였다.

3. 변수의 측정

3.1 결과변수

증권사의 결과변수는 각 증권사가 보고한 재무성과 중 순수수료손익을 활용하였다. 순수수료손익이란, 애널리스트에 의해 진행된 투자상품 거래에 의해 발생된 수수료수익에서 수수료비용

을 차감한 순이익을 가리킨다. 애널리스트들의 직접적인 활동에 의한 증권사 수준의 수익인 순수수수료손익만을 결과변수로 상정함으로써 측정의 타당성을 제고하고 결과변수에 대한 독립 변수의 인과관계를 명확히 밝히고자 하였다.

하지만 순수수수료손익의 경우 증권사의 규모가 클수록 또는 활동하는 애널리스트의 수가 많을수록 증가하는 경향이 있기 때문에 순수수수료손익 값을 변환 없이 결과변수로 활용하는 것은 적절하지 않을 수 있다. 이에 본 연구에서는 순수수수료손익을 두 가지 변수로 변환해 측정함으로써 이러한 오차를 줄이고자 하였다. 첫째, 애널리스트 인당 순수수수료손익을 측정하였다. 애널리스트 인당 순수수수료손익은 증권사의 순수수수료손익을 해당 증권사에 소속된 애널리스트의 숫자로 나눈 값을 로그 치환하여 활용하였다. 둘째, 해당 증권사의 총자산 대비 순수수수료손익을 측정하였다. 총자산 대비 순수수수료손익은 순수수수료손익을 해당 증권사의 총자산으로 나눈 값을 로그 치환하여 활용하였다.

3.2 독립변수

본 연구의 독립변수인 스타 인재 비율은 각 증권사에 소속된 전체 애널리스트 인원수 대비 베스트 애널리스트의 수의 비율로 계산하였다. 베스트 애널리스트 수는 한 해에 조사된 두 차례 조사를 통합하여 각 증권사에 소속된 베스트 애널리스트 수를 계산하였다(안윤영·장진호·조명현, 2006; 정석우·한형성·임태균, 2011). 한 명의 애널리스트가 전반기 조사와 후반기 조사에서 모두 베스트 애널리스트(5순위 이내)로 선정되었을 경우에는 한 명으로 계산하였다. 각 증권사의 소속된 전체 애널리스트 수는 애널리스트 인명록을 참조로 하였다.

3.3 통제변수

본 연구에서는 결과변수인 재무변수(애널리스트 인당 순수수수료손익, 총자산 대비 순수수수료손익)에 영향을 미치는 통제변수로 조직 규모, 조직 연령, 매출성장률, 자본집약도, 수수료 비중, 연간 더미변수, 리서치팀 역량 등을 통제하였다. 먼저, 조직 규모는 증권사의 규모를 의미하는 것으로서, 증권사에 소속되어 있는 모든 종업원 수로 측정하여 이를 로그 치환하여 분석에 활용하였다. 조직 연령은 증권사가 창립한 연도로부터 분석 시점까지의 차이로 계산하여 분석에 활용하였다. 또한, 각 증권사의 과거성과를 통제하고자 매출성장률을 통제하였다. 매출성장률은 전년도 대비 매출의 증가율을 계산하여 분석에 활용하였다. 자본집약도의 경우 해당 증권사의 접근성 등에 의한 구조적 특성(토지, 건물 등의 가치)을 통제하기 위한 것으로서, 고정자산을 매출액으로 나눈 값을 활용하였다. 수수료비중의 경우, 증권사의 수익 포트폴리오가 다양하다는 산업적 측면을 고려하여 이를 통제하기 위해 해당 증권사의 전체 매출 중에서 수수료 수익이 차지하는 비중을 통제하였다. 또한, 종단면적 분석을 진행하는 패널데이터의 특성상, 특정 시기에 발생하는 사건(event)의 영향력을 통제하기 위해 각 연도의 더미변수를 모형에 추가하여 통제하였다. 마지막으로 리서치팀의 평균적인 역량을 통제하기 위해 각 증권사에 소속된 애널리스트의 이익예측정확성의 평균을 계산하였다. 애널리스트의 이익예측정확성은 개별 이익예측치에서 실제주당순이익(earning per share)을 차감한 질댓값을 해당기업의 실제주가로 나누어 계산하였다(정석우 외, 2011). 개별 애널리스트의 이익예측정확성은 실제 주당순이익에 근접한 수준을 의미하기 때문에 0 이상의 값을 갖는데, 예측값이 0에 가까울수록 (수치가 작을수록) 해당 애널리스트의 예측이 정확하다는 것을 의미한다. 해석의 용이성을 위해 위의 과정을 통해 계산된

값에 -1을 곱함으로써, 수치가 높을수록 예측의 정확도가 높도록 변환하였다. 이렇게 계산된 개별 애널리스트의 이익예측정확성 값을 활용하여, 각 증권사 별로 소속 애널리스트의 이익예측정확성을 연도별로 평균하여 리서치 팀의 평균적인 역량을 산출하였다.

IV. 분석결과

본 연구의 가설을 검증하기에 앞서 연구에서 사용된 변수들을 대상으로 평균, 표준편차 등의 기초통계분석과 변수 간 상관관계분석을 진행하였다. 이후 불균형 패널로 구성되어 있는 데이터를 대상으로 단계적 회귀분석을 진행하여 가설을 검증하였다. 분석에 사용된 모든 변수가 공시된 2차 자료를 활용하여 구성되었고, 모두 단일아이템으로 측정되었기 때문에 별도의 신뢰도 분석은 진행되지 않았다. 모든 분석은 STATA 프로그램을 통해 진행되었다.

1. 기초통계분석 및 상관관계분석

분석에 활용된 주요 변수들의 평균, 표준편차 등의 기초통계분석과 변수들 간의 상관관계분석을 진행한 결과는 <표 2>와 같다. 분석 결과, 스타 인재 비율의 평균은 25.6%인 것으로 나타났다. 조직 연령의 평균은 35년인 것으로 나타났으며, 조직 규모의 평균은 910명인 것으로 나타났다. 한편, 스타 인재 비율은 애널리스트 인당 순수수료손익과 통계적으로 유의한 상관관계를 갖지만($r = .381, p < .001$), 총자산 대비 순수수료손익과는 통계적으로 유의한 상관관계를 갖지 않는 것으로 나타났다.

2. 단계적 회귀분석

패널데이터 분석의 특성상 본 연구에서는 각 증권사의 이질성(heterogeneity)을 반영한 고정효과모형(fixed effect model)을 활용한 회귀분석으로 단계적 회귀분석을 진행하였다. 패널데이터의 회귀분석은 일반최소자승법(OLS: ordinary least squares)과 달리 개체내 자기상관성과 이분산성을 해결하기 위해 일반화 최소제곱 추정법(GLS: generalized least squares)을 활용하는데, 이는 오차항을 고정효과로 볼 것인지 아니면 확률효

<표 2> 기초통계분석 및 상관관계분석 결과

변수	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. 인당 순수수료손익	1.000								
2. 총자산 대비 순수수료손익	.114	1.000							
3. 스타 인재 비율	.381***	.100	1.000						
4. 조직 규모	.833***	-.157	.351***	1.000					
5. 조직 연령	.244**	-.278**	-.184*	.334***	1.000				
6. 매출성장률	-.182*	.106	.054	-.192*	-.150	1.000			
7. 자본집약도	.167	-.292***	-.042	.243**	.521***	-.138	1.000		
8. 수수료 비중	.242**	.483***	.188*	-.002	-.136	-.129	-.019	1.000	
9. 리서치팀 역량	.061	-.002	-.156	.030	.047	.016	-.135	-.088	1.000
평균	22.393	-3.276	0.256	6.814	35.052	0.430	-2.977	0.193	-0.167
표준편차	0.953	0.630	0.168	0.941	17.230	0.825	0.977	0.108	0.355

N(개체) = 34, N(관측) = 134

* $p < .05$, ** $p < .01$, *** $p < .001$

과로 볼 것인지에 따라 고정효과모형과 확률효과모형(random effect model)으로 구분된다. 패널분석이 고정효과모형과 확률효과모형 중 어느 모형이 더 효율적인지를 판정하기 위해서는 일반적으로 하우스만 검정(Hausman test: Hausman, 1978)을 활용하여 판정한다. 하우스만 검정의 귀무가설은 ‘오차항과 독립변수 간의 상관관계가 존재하지 않는다’로서, 이를 기각할 경우 고정효과 모형을, 기각하지 못할 경우 확률효과모형을 사용하는 것이 타당하다. 본 연구에서는 단계적 회귀분석을 진행하는 시점마다 하우스만 검정을 실시한 결과, 하우스만 검정의 귀무가설이 기각되고 고정효과모형이 타당함이 검증되었다. 고정효과모형은 각 패널 개체가 가진 이

질적인 특성을 통제함으로써 시간에 따라 변하지 않는 패널 개체의 특성을 체계적으로 통제할 수 있다는 장점이 있다. 즉, 증권사마다 성과에 대한 체계적인 오차항이 존재할 가능성을 통제하기 위해 본 연구에서는 고정효과모형을 활용하여 분석을 진행하였다.

스타 인재 비율이 인당 순수수료손익, 총자산 대비 순수수료손익에 미치는 관계를 단계적 회귀분석으로 분석한 결과는 각각 <표 3>과 같다. <표 3>의 모형 1부터 모형 3까지는 결과변수로 애널리스트 인당 순수수료손익 변수를 활용하였고, 모형 4부터 모형 6까지는 총자산 대비 순수수료손익 변수를 활용하였다. 먼저 첫 번째 단계인 모형 1과 모형 4에서는 결과변수에 영향을

<표 3> 조직성과에 대한 단계적 패널회귀분석 결과

변수	인당 순수수료손익			총자산 대비 순수수료손익		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	19.437*** (1.309)	18.853*** (1.291)	18.934*** (1.263)	.072 (1.572)	.077 (1.606)	.181 (1.568)
조직 규모	1.029*** (.135)	1.056*** (.132)	1.069*** (.129)	.304 (.163)	.304 (.164)	.321* (.160)
조직 연령	-.130** (.025)	-.124** (.024)	-.132** (.024)	-.190** (.030)	-.190*** (.031)	-.201*** (.030)
매출성장률	.015 (.030)	.004 (.029)	.007 (.029)	.053 (.036)	.053 (.037)	.057 (.036)
자본집약도	-.165*** (.054)	-.166*** (.053)	-.155*** (.052)	-.255*** (.065)	-.255*** (.065)	-.240*** (.064)
수수료 비중	1.038* (.460)	1.021* (.447)	1.071* (.437)	2.524*** (.552)	2.525*** (.556)	2.590*** (.543)
리서치팀 역량	.162* (.073)	.168* (.071)	.155* (.070)	.147 (.088)	.147 (.088)	.130 (.086)
연간 더미변수	삽입됨	삽입됨	삽입됨	삽입됨	삽입됨	삽입됨
스타 인재 비율		.586* (.229)	.903*** (.265)		-.005 (.285)	.404 (.329)
스타 인재 비율 제곱			-1.915* (.849)			-2.479* (1.054)
F 값	18.57***	18.38***	17.93***	17.63***	15.69***	15.48***
R ²	.647	.671	.689	.635	.636	.656
ΔR ²		.024	.018		.001	.020

N(개체) = 34, N(관측) = 134

표시된 값은 비표준화 회귀계수, 괄호 안의 값은 표준오차를 각각 의미함.

* $p < .05$, ** $p < .01$, *** $p < .001$ (양측검정)

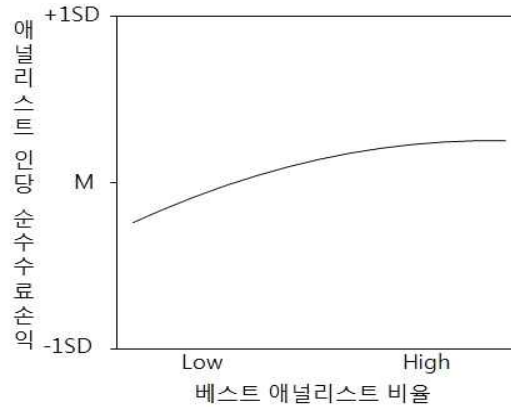
미칠 수 있는 통제변수를 삽입하였다. 분석 결과, 인당 순수수료손익에는 조직 규모($b = 1.029, p < .001$), 조직 연령($b = -.130, p < .001$), 자본집약도($b = -.165, p < .001$), 수수료 비중($b = 1.038, p < .05$), 리서치팀 역량($b = .162, p < .05$) 등의 변수들이 유의한 영향을 미쳤고, 총자산 대비 순수수료손익에는 조직 연령($b = -.190, p < .001$), 자본집약도($b = -.255, p < .001$), 수수료 비중($b = 2.524, p < .001$) 등의 변수들이 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이어서 모형 2와 모형 5에서는 독립변수인 스타 인재 비율의 1차항을 삽입하였다. 1차항을 삽입하여 분석한 결과, 인당 순수수료손익($\Delta R^2 = .024$)과 총자산 대비 순수수료손익($\Delta R^2 = .001$) 모두 전체적인 모형의 설명력이 각각 증가하였다. 그러나 1차항인 스타 인재 비율의 유의성 여부를 비교한 결과, 인당 순수수료손익에 대해서는 스타 인재 비율의 1차항이 정(+의 방향으로 유의한 반면($b = .586, p < .05$), 총자산 대비 순수수료손익에 대해서는 스타 인재 비율의 1차항이 유의하지 않았다.

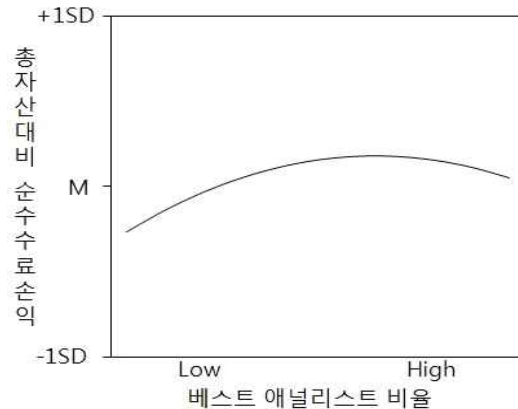
다음으로, 스타 인재 비율이 조직성과의 비선형 관계를 검증하기 위해 스타 인재 비율의 제곱 항을 모형에 추가한 결과는 <표 3>의 모형 3, 모형 6과 같다. 동일 변수의 2차항을 추가하는 과정에서 발생할 수 있는 다중공선성 문제를 해결하기 위해 2차항은 평균을 바탕으로 중심화(mean-centering)를 통해 모형에 추가하였다. 모형 3에서 볼 수 있듯이, 스타 인재 비율의 제곱 항이 추가된 결과, 모형의 전체적인 설명력이 증가하였을 뿐 아니라($\Delta R^2 = .018$), 스타 인재 비율의 제곱 항이 부(-)의 방향으로 통계적으로 유의한 것으로 나타났다($b = -1.915, p < .05$). 또한, 모형 6에서 볼 수 있듯이, 총자산 대비 순수수료손익을 대상으로 분석한 결과에서도, 스타

인재 비율의 제곱 항이 추가된 결과 모형의 전체적인 설명력이 증가하였고($\Delta R^2 = .020$), 스타 인재 비율의 제곱 항이 부(-)의 방향으로 통계적으로 유의한 것으로 나타났다($b = -2.479, p < .05$). 따라서 스타 인재와 조직성과의 비선형 관계에 대한 두 가지 대립가설 중에서 스타 인재의 비율이 증가함에 따라 한계효과는 점차 감소하는 것으로 밝혀졌으므로, 스타 인재의 비율과 조직성과 간의 정(+의 관계에서 한계효과가 점차 체감하는 비선형 관계가 존재할 것이라는 가설 2가 지지되고 가설 1은 지지되지 않는 것으로 나타났다.

결과를 명확히 해석하기 위해 <표 3>의 모형 3과 모형 6에서 도출된 회귀계수 값을 토대로 스타 인재 비율과 조직성과(인당 순수수료손익, 총자산 대비 순수수료손익)의 관계를 그래프로 도식한 결과는 <그림 2>, <그림 3>과 같다. <그림 2>에서는 애널리스트 1인당 순수수료손익에 대한 스타 인재의 비선형 관계를 도식하였고, <그림 3>에서는 총자산 대비 순수수료손익에 대한 스타 인재의 비선형 관계를 도식하였다. <그림 2>에서 볼 수 있듯이, 베스트 애널리스트(스타 인재) 비율이 증가함에 따라 애널리스트 1인당 순수수료손익은 증가하지만, 그 한계효과는 점차 감소되는 것을 확인할 수 있다. 한계효과가 감소하다가 기울기가 0에 이르러 인당 순수수료손익이 최고조에 이르는 스타 인재의 비율은 48.5%인 것으로 나타났다. 또한 <그림 3>에서도 볼 수 있듯이, 베스트 애널리스트(스타 인재) 비율이 증가함에 따라 총자산 대비 순수수료손익은 일정 정도까지 증가하지만, 그 한계효과는 점차 감소하는 것으로 나타났다. 한계효과의 기울기가 0에 이르러 인당 순수수료손익이 최고조에 이르는 스타 인재의 비율은 33.1%인 것으로 나타났다.



<그림 2> 베스트 애널리스트 비율과 애널리스트 인당 순수수료손익의 관계



<그림 3> 베스트 애널리스트 비율과 총자산 대비 순수수료손익의 관계

V. 결 론

1. 연구의 요약

스타 인재에 대한 이론적·실무적 관심이 제고되고 있음에도 불구하고, 스타 인재가 조직성과에 미치는 영향을 실증적으로 분석한 국내외 연구는 미진한 편이다. 이에 본 연구에서는 조직내 스타 인재가 차지하는 비율이 조직성과에 미치는 영향을 실증적으로 규명하고자 하였다. 이

를 위해 본 연구는 국내 상장증권사 35개를 대상으로 6년간에 조사된 134개 관측치를 토대로 패널데이터를 구축하여 증권업계의 스타 인재라 할 수 있는 베스트 애널리스트의 효과성을 실증적으로 분석하였다. 분석 결과, 스타 인재 비율이 증가할수록 조직성과(애널리스트 인당 순수수료손익, 총자산 대비 순수수료손익)는 증가하지만, 그 한계효과는 점차 감소하는 비선형 관계가 존재함이 밝혀졌다.

2. 연구의 시사점

2.1 이론적 시사점

스타 인재의 효과성을 다룬 본 연구는 다음과 같은 측면에서 선행연구에 기여하고 이론적 시사점을 제공한다. 첫째, 스타 인재의 효과성이 조직의 재무성과에 미치는 영향을 실증적으로 다루었다는 점에서 의의가 있다. 스타 인재와 관련하여 조직성과를 다룬 선행연구들의 경우, 집단효과성(group effectiveness) 등의 변수를 다룬 시도는 있었지만 실제 조직의 재무적 성과를 결과변수로 다룬 시도는 많지 않았다(Groysberg et al., 2011). 본 연구에서는 애널리스트의 활동에 관련된 재무성과이면서 애널리스트 활동에 관련된 비용을 고려한 순수수료손익 자료를 연구의 결과변수로 활용하여 애널리스트 활동에 따른 인과관계를 추정하고자 하였다. 즉, 구성원에 의해 인식된 주관적 성과(subjective performance)가 아닌 공시된 재무자료에 의한 객관적 성과(objective performance)를 활용함으로써 측정의 타당성을 제고하는 한편, 스타 인재의 실질적인 효과성을 검증하였다는 점에서 의의가 있다.

둘째, 과도한 스타 인재 영입의 제한된 효과에 대한 실증적인 결과를 제시하였다는 점에서 의의가 있다. 조직이 창출하는 성과는 구성원 개개인이 창출하는 개별성과의 단순 합산이 아니라 그들의 상호작용에 의한 시너지에 가깝다(Conner & Prahalad, 1996). 개인보다 조직을 구성하는 것이 보다 유리하다고 주장하는 조직우위(organizational advantage)의 배경에는 조직구성원들이 보유하고 있는 지식, 스킬, 노하우 등이 조직 내에서 집단적으로 공유됨으로써 시너지가 발생할 가능성이 크기 때문이다. 본 연구는 스타 인재의 비율이 평균 이상으로 증가할수록 그 효과성은 체감하게 되는 효과를 실증적으로 검증함으로써, 지나치게 스타 인재 위주로 구성

된 조직의 경쟁우위가 상실될 위험을 검증하였다는 점에서 선행 연구에 기여하였다. 특히, 총 자산 대비 순수수료손익에 대한 효과의 경우, <그림 3>에서 볼 수 있듯이 베스트 애널리스트 비율이 +1 표준편차 이상으로 증가할수록 오히려 조직성과는 감소하는 것을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 과도한 스타 인재 영입이 조직성과에 오히려 부정적인 영향을 줄 수 있음을 시사한다.

셋째, 다양한 자료 원천으로부터 다각도의 정보를 입수하여 분석함으로써 스타 인재 분석에 대한 방법론적 접근의 발전에 기여하고자 하였다. 스타 인재에 관한 선행연구의 한계 중 하나는 스타 인재에 대한 평가를 CEO, 팀장, 상사 등 내부 구성원으로부터 확보함으로써 해당 직원에 대한 긍정적·부정적 선입견에 의해 왜곡된 정보가 개입될 한계가 존재한다(Seleim et al., 2007). 특히, 스타 인재의 정의에 의하면 스타 인재는 가시적인 성과를 창출하여 경쟁자나 동종 업계로부터 주목을 받을 수 있어야 하나(Groysberg et al., 2008), 내부구성원으로부터 스타 인재 여부를 측정할 경우 이러한 특성이 반영되지 않았을 가능성이 높은 한계를 갖는다. 반면, 본 연구는 스타 인재를 측정하기 위해 연구대상인 애널리스트의 외부 이해관계자로부터 작성된 자료를 활용함으로써 선행연구의 이러한 한계를 극복하고자 하였다.

마지막으로, 국내 조직을 대상으로 스타 인재가 조직성과에 기여하는 영향을 실증적으로 검증하였다. 스타 인재에 대한 기존 연구는 주로 서구를 배경으로 진행되었는데, 서구 조직들은 조직구성원 간의 명확하게 구분된 직무와 이를 토대로 한 형식지(explicit knowledge)를 기반으로 일을 처리함에 따라 개인(스타 인재)의 기여도를 비교적 명확하게 측정할 수 있어 스타 인재의 관리 및 효과가 명확하다는 특징이 있다.

하지만 국내에서는 조직구성원 개개인이 보유하고 있는 경험, 분위기, 루틴 등의 암묵지(tacit knowledge)를 토대로 일을 처리하는 경향이 강해 개인의 기여도와 역량을 명확히 구분하기 어려운 특징이 있기 때문에(Jasimuddin, Klein & Connell, 2005), 스타 인재의 역량에 따른 기여도를 명확하게 구분하기 어려운 측면이 있다. 본 연구에서는 비교적 개인의 성과 측정이 용이한 애널리스트를 대상으로 스타 인재의 효과성을 검증함으로써, 국내 조직들 역시 스타 인재를 통한 성과 창출이 가능할 수 있음을 보여준다.

2.2 실무적 시사점

본 연구가 갖는 실무적 시사점은 다음과 같다. 먼저 스타 인재에 의한 긍정적인 효과가 국내에서도 존재할 수 있음을 검증하였다는 점에서 실무적으로 시사하는 바가 있다. 외부노동시장이 발달해 인재의 이동이 활발한 서구사회와 달리, 국내 조직들은 내부노동시장(internal labor market) 형태의 전통적인 고용관계로부터 점차 서구화되어 가고 있는 특성이 있다. 특히, 20세기 말 금융위기를 겪으면서 2000년대 이후 빠른 속도로 서구화된 고용 노동시장이 발전하고 있는 가운데(Bae, 2011; Bae, Chen, & Rowley, 2011), 한국과 같은 제도적 변화를 겪고 있는 상황에서도 스타 인재의 효과성이 검증되었다는 점에서 의의가 있다. 이러한 결과는 한국을 비롯한 아시아 국가들의 변화되고 있는 노동시장을 이해하는데 나름의 시사점을 줄 수 있을 것으로 기대된다.

하지만 한편으론 조직 내에서 소수의 스타 인재에 대한 과도한 의존은 조직의 전반적인 경쟁력을 해할 위험이 있음을 시사한다. 진술했듯이 조직이 개인보다 뛰어난 배경에는 조직구성원 간에 지식, 스킬, 노하우 등이 공유될 가능성이 높기 때문이다. 그럼에도 불구하고 소수의 스타

인재에 대한 과도한 기대로 인해 이들에게만 차별적이고 편향된 처우가 제공될 경우, 조직구성원들의 기회주의는 심화될 것이고 이는 결국 조직의 경쟁우위가 소멸하게 되는 결과를 맞이할 수 있다(Pfeffer, 2001). 따라서 스타 인재를 보유 또는 영입하려는 조직들은 스타 인재에 대한 지나친 관심이 도리어 나머지 인재들과 협력할 기회 또는 이들의 역량을 발휘할 기회가 제한되지는 않는지 검토할 필요가 있다.

마지막으로 스타인재가 소속된 조직의 제품 및 서비스를 활용하는 고객 입장에서는 스타인재 개인의 가치가 반드시 조직의 경쟁력으로 전이되지 않을 수 있음을 상기해야 한다. 본 연구의 실증분석 경우를 예시로 들면, 애널리스트가 제공하는 정보를 활용하는 자산운용사, 투자자문사, 은행, 보험사, 연기금 등의 고객들의 경우, 같은 베스트 애널리스트라 하더라도 해당 애널리스트가 소속된 조직의 인적구성이 스타인재 위주로 구성되어 있는지 검토해 보아야 한다. 즉, 증권사의 고객은 베스트 애널리스트가 제공하는 정보를 무조건 과신하기보다 해당 조직에 속한 애널리스트가 조직성과에 효과적으로 기여할 수 있는 환경이 마련되어 있는지 해당 조직의 맥락적 상황을 고려해서 정보를 수용할 필요가 있다.

3. 연구의 한계점 및 추후연구방안

본 연구가 갖는 한계는 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 스타 인재의 비율이 조직성과에 미치는 직접효과를 검증하였음에도 불구하고, 이러한 효과가 어떤 경로를 통해 이루어지는지에 대해서는 다루지 못하였다. 스타 인재의 비율이 조직성과에 미치는 영향은 스타 인재의 태도, 행동, 사회적 자본 등 다양한 경로에 의해 설명될 가능성이 있다. 예를 들어, 스타 인재가 동료들과의 관계에서 보유하고 있는 구조적, 관계적, 인지적

차원의 사회적 자본은 스타 인재의 비율과 조직 성과의 관계를 매개할 가능성이 있다(허문구, 2011). 또한 스타 인재의 인적 자본 외에 조직시민행동(organizational citizenship behavior)과 같은 행동에 따라 스타 인재의 비율에 따른 효과가 달라질 가능성이 있다. 추후 연구에서는 설문 조사 등을 병행함으로써 스타 인재가 보유하고 있는 여러 특성들이 어떻게 스타 인재 비율과 조직성과의 관계를 매개하는지 그 메커니즘을 검증하는 연구가 진행되어야 한다.

둘째, 애널리스트가 성과를 창출하는데 영향을 미치는 다양한 변인들(예를 들면, 연구보조원, 센터장 등)의 영향력을 통제하지 못하였다. 애널리스트의 성과는 물론 애널리스트 개인 활동의 산물이긴 하나, 이들의 성과는 애널리스트 활동을 보조하는 다수의 지원인력 혹은 활동을 지시하는 센터장에 의해 좌우될 가능성도 있다. 추후 연구에서는 센터장의 유무, 센터장의 리더십, 지원자의 역량 등 다각도의 인적자본을 측정함으로써 이들이 스타 인재의 성과에 어떤 영향을 미치는지를 고려할 수 있어야 한다(Oh, Chung, & Labianca, 2004).

셋째, 본 연구의 결과가 애널리스트 외에 다른 분야에도 동일하게 적용될 수 있는지에 대해 추가적인 연구를 필요로 한다. 본 연구에서는 증권사의 애널리스트 중에서 베스트 애널리스트로 선정된 인적자본을 스타 인재로 간주하여 분석을 진행하였지만, 이러한 결과가 증권업 외에 제조업 또는 서비스업에서도 일반화가 가능한지에 대해서는 선불리 단정 지을 수 없는 한계가 존재한다. 따라서 추후 연구에서는 스타 인재의 가시성이 확보되는 것을 전제로 타 산업에서도 본 연구결과와 유사한 결과가 도출될 수 있는지 추가적인 검증을 필요로 한다.

마지막으로, 애널리스트가 담당하는 산업 혹은 포트폴리오에 따른 성과의 차이를 규명하지 못

하는 한계를 갖는다. 선행연구에 의하면 애널리스트는 자신이 담당하는 분야에 대한 전문적인 지식을 활동하는 지식전문가이므로, 담당하는 분야 외의 산업에 종사하게 될 경우 성과가 떨어지는 것으로 보고되고 있다(Groysberg & Lee, 2009). 따라서 조직 내에 애널리스트들이 담당하는 산업이 얼마나 다양한지가 반영되어야 하지만 본 연구에서는 이를 고려하지 못하는 한계를 갖는다.

참고문헌

1. 김동순·엄승섭·최문성(2009), “베스트 애널리스트가 이익예측능력이 우수하고 주가영향력이 더 큰가?,” *대한경영학회지*, 22(1), 27-48.
2. 류성민·김성훈(2013), “인사부문의 인적 자본 및 사회적 자본이 인사관리 성과 및 종업원의 태도에 미치는 영향,” *대한경영학회지*, 26(7), 1947-1969.
3. 박오원(2013), “핵심인재관리와 조직성과,” *대한경영학회지*, 26(2), 389-409.
4. 송민섭·변상혁(2013), “2008년 금융위기와 애널리스트의 예측 성향의 변화,” *경영학연구*, 42(5), 1187-1218.
5. 안윤영·장진호·조명현(2006), “재무분석가의 명성과 성과 간의 관계 및 명성의 결정요인,” *회계와 감사연구*, 43, 375-402.
6. 윤준섭(2014), “인적자원관리시스템이 조직성과에 미치는 영향에 관한 연구,” *경영과 정보연구*, 33(2), 135-153.
7. 이경목·윤현중(2007), “경쟁환경, 기술변화, 경쟁전략과 핵심인재관리 강도간의 관계에 대한 연구,” *경영학연구*, 36(5), 1259-1294.
8. 전동화·정동섭(2011), “핵심인재관리제도가 기업성과에 미치는 영향: 경쟁전략 및 기술환

- 경의 조절효과를 중심으로,” *경영과 정보연구*, 30(4), 315-338.
9. 정석우 · 한형성 · 임태균(2011), “재무분석가의 베스트 선정 및 산업전문성과 예측특성,” *한국증권학회지*, 40(5), 749-774.
 10. 정현우(2013), “중소기업의 핵심인재우대정책과 관리제도가 인적자원의 경쟁력과 조직몰입에 미치는 영향에 관한 연구,” *경영과 정보연구*, 32(3), 153-172.
 11. 허문구(2011), “사회적 자본이 지식창출과 혁신에 미치는 영향,” *인사조직연구*, 19(1), 41-78.
 12. Adler, P. S.(2001), “Market, Hierarchy, and Trust: The Knowledge Economy and the Future of Capitalism,” *Organization Science*, 12(2), 215-234.
 13. Ahmed, A. S., M. Song, and D. E. Stevens(2009), “Earnings Characteristics and Analysts’ Differential Interpretation of Earnings Announcements: An Empirical Analysis,” *Accounting & Finance*, 49(2), 223-246.
 14. Allison, P. D. and S. J. Long(1990), “Departmental Effects on Scientific Productivity,” *American Sociological Review*, 55(4), 469-478.
 15. Alnuaimi, O. A., L. P. Robert and L. M. Maruping(2010), “Team Size, Dispersion, and Social Loafing in Technology-Supported Teams: A Perspective on the Theory of Moral Disengagement,” *Journal of Management Information Systems*, 27(1), 203-230.
 16. Bae, J.(2011), “Self-Fulfilling Processes at a Global Level: The Evolution of Human Resource Management Practices in Korea, 1987-2007,” *Management Learning*, 43(5), 579-607.
 17. Bae, J., S. J. Chen and C. Rowley(2011), “From a Paternalistic Model Towards What? HRM Trends in Korea and Taiwan,” *Personnel Review*, 40(6), 700-722.
 18. Barney, J.(1991), “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage,” *Journal of Management*, 17, 99-120.
 19. Barron, O. E., D. Byard, C. Kile and E. J. Riedl(2002), “High-Technology Intangibles and Analysts’ Forecasts,” *Journal of Accounting Research*, 40(2), 289-312.
 20. Becker, G. S.(1964), *Human Capital*, Columbia University Press: New York.
 21. Bendapudi, N. and R. P. Leone(2001), “How to Lose Your Star Performer Without Losing Customers, Too,” *Harvard Business Review*, 79(10), 104-112.
 22. Brennan, M. J., N. Jegadeesh and B. Swaminathan(1993), “Investment Analysis and the Adjustment of Stock Prices to Common Information,” *Review of Financial Studies*, 6(4), 799-824.
 23. Brennan, M. J. and A. Subrahmanyam(1995), “Investment Analysis and Price Formation in Securities Markets,” *Journal of Financial Economics*, 38(3), 361-381.
 24. Coff, R. W. and D. Kryscynski(2011), “Drilling for Micro-Foundations of Human Capital-Based Competitive Advantages,” *Journal of Management*, 37, 1429-1443.
 25. Cohen, W. M. and D. A. Levinthal(1990), “Absorptive Capacity: A New Perspective on Learning and Innovation,” *Administrative Science Quarterly*, 35, 128-152.

26. Conner, K. R. and C. K. Prahalad(1996), "A Resource-Based Theory of the Firm: Knowledge Versus Opportunism," *Organization Science*, 7(5), 477-501.
27. Cowen, A., B. Groysberg and P. M. Healy(2006), "Which Types of Analyst Firms Are More Optimistic?," *Journal of Accounting and Economics*, 41(1), 119-146.
28. Crook, T. R., S. Y. Todd, J. G. Combs, D. J. Woehr and D. J. Ketchen,(2011), "Does Human Capital Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Human Capital and Firm Performance," *Journal of Applied Psychology*, 96(3), 443-456.
29. Cross, B. and R. J. Thomas(2008), "How Top Talent Uses Networks and Where Rising Stars Get Trapped," *Organizational Dynamics*, 37(2), 165-180.
30. Grant, R.(1996), "Toward a Knowledge-Based Theory of the Firm," *Strategic Management Journal*, 17, 109-122.
31. Groysberg, B. and L. E. Lee(2008), "The Effect of Colleague Quality on Top Performance: The case of Security Analysts," *Journal of Organizational Behavior*, 29, 1123-1144.
32. Groysberg, B. and L. E. Lee(2009), "Hiring Stars and Their Colleagues: Exploration and Exploitation in Professional Service Firms," *Organization Science*, 20(4), 740-758.
33. Groysberg, B. and L. E. Lee(2010), "Star Power: Colleague Quality and Turnover," *Industrial and Corporate Change*, 19(3), 741-765.
34. Groysberg, B., L. E. Lee and A. Nanda (2008), "Can They Take It with Them? The Portability of Star Knowledge Workers' Performance," *Management Science*, 54, 1213-1230.
35. Groysberg, B., P. M. Healy and D. A. Maber(2011), "What Drives Sell-Side Analyst Compensation at High-Status Investment Banks?," *Journal of Accounting Research*, 49(4), 969-1000.
36. Groysberg, B., J. T. Polzer and H. A. Elfenbein(2011), "Too Many Cooks Spoil the Broth: How High-Status Individuals Decrease Group Effectiveness," *Organization Science*, 22(3), 722-737.
37. Hausman, J. A.(1978), "Specification Tests in Econometrics," *Econometrica*, 46, 1251-1271.
38. Heinen, J. S. and C. O' Neill(2004), "Managing Talent to Maximize Performance," *Employment Relations Today*, 31(2), 67-82.
39. Hitt, M. A., L. Biermant, K. Shimizu and R. Kochhar(2001), "Direct and Moderating Effects of Human Capital on Strategy and Performance in Professional Service Firms: A Resource-Based Perspective," *Academy of Management Journal*, 44(1), 13-28.
40. Hong, H., T. Lim and J. Stein(2000), "Bad News Travels Slowly: Size, Analyst Coverage, and the Profitability of Momentum Strategies," *Journal of Finance*, 55(1), 265-295.
41. Huckman, R. S. and G. P. Pisano(2006), "The Firm Specificity of Individual Performance: Evidence from Cardiac Surgery," *Management Science*, 52(4), 473-488.
42. Hunter, J. E., F. L. Schmidt and M. K.

- Judiesch(1990), "Individual Differences in Output Variability as a Function of Job Complexity," *Journal of Applied Psychology*, 75(1), 28-42.
43. Ingham, A. G., G. Levinger, J. Graves and V. Peckham(1974), "The Ringelmann Effect: Studies of Group Size and Group Performance," *Journal of Personality and Social Psychology*, 10, 371-384.
44. Jasimuddin, S. M., J. H. Klein and C. Connell(2005), "The Paradox of Using Tacit and Explicit Knowledge: Strategies to Face Dilemmas," *Management Decision*, 43(1), 102- 112.
45. Jegadeesh, N., J. Kim, S. D. Krische and C. M. C. Lee(2004), "Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?," *Journal of Finance*, 59(3), 1083-1124.
46. Karau, S. J. and K. D. Williams(1993), "Social Loafing: A Meta-Analytic Review and Theoretical Integration," *Journal of Personality and Social Psychology*, 65(4), 681-706.
47. Kehoe, R. R. and D. Tzabbar(2015), "Lighting the Way or Stealing the Shine? An Examination of the Duality in Star Scientists' Effects on Firm Innovative Performance," *Strategic Management Journal*, 36(5), 709-727.
48. Kogut, B. and U. Zander(1996), "What Firms Do? Coordination, Identity, and Learning," *Organization Science*, 7(5), 502-518.
49. Lang, M. H. and R. J. Lundholm(1996), "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior," *Accounting Review*, 71(4), 467-492.
50. Latane, B., K. Williams and S. Harkins (1979), "Many Hands Make Light the Work: The Causes and Consequences of Social Loafing," *Journal of Personality and Social Psychology*, 37(6), 822-832.
51. Mankins, M., A. Bird and J. Root(2013), "Making Star Teams out of Star Players," *Harvard Business Review*, 91(1-2), 74-78.
52. Martin, J. and C. Schmidt(2010), "How to Keep Your Top Talent," *Harvard Business Review*, 88(5), 54-61.
53. Oh, H., M. H. Chung and G. Labianca(2004), "Group Social Capital and Group Effectiveness: The Role of Informal Socializing Ties," *Academy of Management Journal*, 47(6), 860-875.
54. Oldroyd, J. B. and S. S. Morris(2012), "Catching Falling Stars: A Human Resource Response to Social Capital's Detrimental Effect of Information Overload on Star Employees," *Academy of Management Review*, 37(3), 396- 418.
55. Paruchuri, S.(2010), "Intraorganizational Networks, Interorganizational Networks, and the Impact of Central Inventors: A Longitudinal Study of Pharmaceutical Firms," *Organization Science*, 21(1), 63-80.
56. Pfeffer, J.(2001), "Fighting the War for Talent is Hazardous to Your Organization's Health," *Organizational Dynamics*, 29(4), 248-259.
57. Ployhart, R. E., A. J. Nyberg, G. Reilly and M. A. Maltarich(2014), "Human Capital is Dead: Long Live Human Capital Resources!," *Journal of Management*, 40(2), 371-398.
58. Richardson, S., S. H. Teoh and P. D.

- Wysocki(2004), "The Walk-Down to Beatable Analyst Forecasts: The Role of Equity Issuance and Insider Trading Incentives," *Contemporary Accounting Research*, 21(4), 885-924.
59. Schipper, K.(1991), "Commentary: Analysts' Forecasts," *Accounting Horizons*, 5(4), 105-121.
60. Seleim, A., A. Ashour and N. Bontis(2007), "Human Capital and Organizational Performance: A Study of Egyptian Software Companies," *Management Decision*, 45(4), 789-801.
61. Shapero, A.(1985), *Managing Professional People: Understanding Creative Performance*. Free Press: New York.
62. Sherer, P. D.(1995), "Leveraging Human Assets in Law Firms: Human Capital Structures and Organizational Capabilities," *Industrial & Labor Relations Review*, 48(4), 671-691.
63. Tajfel, H. and J. C. Turner(1979), "An Integrative Theory of Intergroup Conflict," in W. Austin & S. Worchel(Eds.), *The Social Psychology of Intergroup Relations*, Pacific Grove, CA: Cole Brooks, 33-48.
64. Thunnissen, M., P. Boselie and B. Fruytier(2013), "A Review of Talent Management: 'Infancy or Adolescence?'," *International Journal of Human Resource Management*, 24(9), 1744-1761.
65. Tzabbar, D. and R. R. Kehoe(2014), "Can Opportunity Emerge from Disarray? An Examination of Exploration and Exploitation Following Star Scientist Turnover," *Journal of Management*, 40(2), 449-482.
66. Wong, S. S.(2008), "Task Knowledge Overlap and Knowledge Variety: The Role of Advice Network Structures and Impact on Group Effectiveness" *Journal of Organizational Behavior*, 29, 591-614.
67. Wright, P., B. Dunford and S. Snell(2001), "Human Resources and the Resource-Based View of the Firm," *Journal of Management*, 6, 701-721.
68. Zhu, S., H. Yang and H. Wang(2004), "Catfish Effect and Human Resource Management of Modern Libraries," *Journal of Zhuzhou Teachers College*, 9(5), 89-90, 96.
69. Zucker, L. G. and M. R. Darby(1997), "Present at the Biotechnological Revolution: Transformation of Technological Identity for a Large Incumbent Pharmaceutical Firm," *Research Policy*, 26(4), 429-446.
70. Zucker, L. G., M. R. Darby and J. Armstrong (1998), "Geographically Localized Knowledge: Spillovers or Markets?," *Economic Inquiry*, 26: 65-86.

Abstract

The Relationship between Star Employee Ratio and Firm Performance: An Analysis of Korean Sell-Side Analysts

Ok, Chi-Ho* · Ahn, He-Soung**

Amidst the growing uncertainty in external environments, securing and retaining superior human resources is becoming emphasized as a key means for organizations to achieve competitive advantages. Particularly, *star employees*—human resources that are characterized by their ability to create extraordinary performance relative to other peers—are increasingly gaining attention in both academia and industry because of its importance in knowledge-based industries. However, despite the prevailing recognition for star employees, few previous literature have attempted to empirically test the direct relationship between the ratio of star employees in an organization and organizational performance. Considering both the potential for positive and negative influence of star employees on organizations, the relationship between the ratio of star employees and organizational performance can not only be a simple linear relationship but can also exist in a curvilinear form.

Building on the existing literature on star employees, this paper establishes competing hypotheses for the two possibilities of curvilinear relationship; as the ratio of star employees increases, marginal effects can either increase (i.e., U-shaped curvilinear relationship) or decrease (i.e., inverted U-shaped curvilinear relationship). Employing an unbalanced panel data of 35 Korean brokerage firms between years 2008 and 2013 with 134 observations, the relationship between the ratio of *best analysts* (i.e. star employees) as selected by Maeil Business Newspaper and financial performance (i.e. organizational performance) of corresponding brokerage firms is examined. Empirical results indicate that while organizational performance increases as the ratio of star employees increases, its positive effect diminishes over time which provides support for the curvilinear relationship with decreasing marginal effects. Our research findings imply that star employees create value in knowledge-based industries; at the same time, implications are given as results calls for caution for excessive dependence on star employees beyond a certain level.

Key Words: Star Employee, Organizational Performance, Analyst, Curvilinear Relationship

* Ph.D. Candidate, Business School, Korea University, Seoul, Korea (First Author), ch.ok.korea@gmail.com

** Lecturer, Business School, Korea University, Seoul, Korea (Corresponding Author), hesoung@gmail.com