

The moderating effect of Korean fashion SMEs' company age and size on the relationship between management ownership and company financial growth

Namhee Yoon and Ji-Yeon Kim^{†*}

Trendlab506 Inc., Korea

Dept. of Clothing & Textiles, Hanyang University, Korea*

패션기업의 경영자 기업지배력이 기업 재무성장성에 미치는 영향 - 한국 중소기업의 규모와 기업업력의 조절효과를 중심으로 -

윤 남 희 · 김 지 연^{†*}

(주)트렌드랩506, 한양대학교 의류학과*

Abstract

Most Korean companies in the fashion industry are SMEs, and the role of the CEO and management ownership is important for enhancing the firm's competence and developing strategies. The study aims to examine the effect of management ownership on company financial growth. In particular, the study focuses on the moderating effect of company age and size on Korean fashion SMEs' financial outcomes. Financial data based on company financial statements from 2012 to 2014 was collected by the Data Analysis, Retrieval and Transfer System of Korea's Financial Supervisory Service. A total of 295 companies' (domestic fashion businesses) data was analyzed by the bootstrap method. The median sales value in the financial year 2014 was 47,492,403,958 KRW, and the company size was divided by it. The companies were in business for an average of 20 years. According to the results, the management ownership had a negative effect on Compound Annual Growth Rate (CAGR) for the three-years, and the relationship between the two variables was moderated by company age. Additionally, the interaction effect of management ownership and company age on 3-CAGR was also moderated by company size. When the companies had spent only a few years in business, a negative effect of management ownership for small firms and a positive effect of management ownership on financial growth for medium firms were found. These results suggest that small companies starting business need to manage their company governance structure to make flexible decisions, and after retaining financial growth, the companies can expand their businesses based on strong ownership.

Keywords: SME(중소기업), management ownership(기업지배력), financial growth(재무성장성), company age(기업업력), company size(기업규모)

I. Introduction

한국 경제성장률의 둔화와 함께 국내 패션시장 역시 저성장 시대의 국면을 맞이하고 있다. 특히 국

Received 16 March 2016, revised 21 April 2016, accepted 29 April 2016.

[†] Corresponding author (f-lemon@hanmail.net)

내 패션기업들의 2014년도 실제 매출은 전년대비 3.1%의 낮은 성장세를 보였으며, 이는 국내 실질경제성장률에도 미치지 못하는 것으로 나타났다(Knews, 2015). 이러한 장기화된 저성장 시대에 국내 패션기업은 매출성장과 안정적 수익성의 재무적 성과를 달성하기 위해 기업의 역량을 강화하는데 다각도의 노력을 기울이고 있다. 기업의 다양한 마케팅 노력은 의사결정권자인 경영자의 의지가 무엇보다도 중요한 역할을 하는데, 기업 활동의 혁신과 지속가능성을 실행할 수 있도록 하는 기업가정신이 요구되는 시점이다. 무엇보다도 국내 패션기업은 대부분 중소기업으로 경영자의 역량은 기업의 성과에 직결될 수 있다.

기업 경영자가 경영활동을 하는 데 있어서 최대한의 역량을 발휘할 수 있도록 의사결정권한을 부여하는 것은 기업의 지배구조와 관련이 있다. 주식 지분율로 대변되는 기업의 소유 및 지배구조는 기업의 소유권과 지배권이 분리되면서 발생하는 대리인 문제를 완화하고 경영자가 효율적인 경영활동을 통해 기업가치 제고에 매진하도록 하는 장치이다(Cho & Byun, 2008). 해외 많은 기업들이 전문경영인에 의해 기업을 운영하는데 반해, 전통적으로 기업의 규모가 작은 국내 패션 중소기업의 경우에는 기업가의 기업 소유집중도를 높여 안정적인 운영을 도모하고자 하는 경향이 강하다. 수요변동에 신속하게 대처할 수 있는 경영의 유연성이 중소기업을 존속하도록 하는 중요한 요인이라는 측면에서(Mills & Schumann, 1985), 변화가 빠른 패션산업 환경에서 기업가의 경영지배력을 높이는 것은 중소기업을 운영하는데 있어 효율적일 수 있다. 이러한 의미에서 본 연구는 패션 중소기업의 경영자의 기업지배력이 기업의 재무적 성과에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 주목하고자 한다.

기업의 경영성과는 재무적 성과와 비재무적 성과로 구분하여 평가될 수 있는데, 기업의 운영에 대한 실질적 성과로 나타나는 재무적 성과를 높일 수 있는 기업의 내부적 영향요인을 분석하는 것은 기업 운영 전략에 있어 필수적이다. 특히 기업경영에 있어 결정적 의사실행력을 갖는 경영자의 의지는 단기적 관점의 성과보다는 장기적인 기업성과를 유도할 수 있다는 점에서, 기업의 재무적 성과를 중단적

으로 추적하는 것은 중요한 의미를 가진다. 기업의 비재무적 성과 가령, 기업 내부 구성원의 조직 및 기업 만족도 등이 궁극적으로는 기업의 재무적 성과를 유도할 수 있으며, 재무적 성과와 긍정적 관계를 가진다는 것과 같은 기업 동기이론과 같은 맥락에서(Ittner & Larcker, 1998), 중소기업의 매출 혹은 자산규모의 성장을 측면의 재무적 성장성을 토대로 기업성과의 동인이 되는 기업 내적 요인의 영향력을 평가하는 것이 필요하다.

기업의 경영전략은 기업특성 및 경영환경에 따라 매우 다양하게 전략화될 수 있다. 특히 기업 경영환경이 축적되는 기업의 경영기간이나 실질적인 기업 운영 실행전략 선택에 있어 제한요소로 작용되는 기업의 규모와 같은 경영환경 특성은 중소기업 운영에 있어 차이가 날 수 있다. 기업의 업력(age)은 기업의 경영지식 축적과 밀접한 관계를 가지며 이는 곧 조직내 학습화되어 내적 적합성을 강화하게 한다(Siggelkow, 2001). 반면 과거의 성공경험 등이 조직내 내재화되어 기업이 혁신적인 경영활동을 실행하는데 있어서는 부정적으로 작용하기도 한다(Park & Kang, 2013). 빠르게 변화하는 산업환경에 대응 가능한 유연성을 확보하는 것이 중요한 패션 중소기업의 경우, 기업경영 활동 기간이 오래된 기업일수록 유연성을 확보할 수 있는 내적장치에 대한 고민이 더욱 필요할 것이다. 기업규모의 측면에서는 기업의 규모가 클수록 기업내부 능력이 축적되어 있고 규모의 경제 실현을 통해 더 높은 기업성과를 기대할 수 있다. 그러나 기업의 규모가 클수록 기업의 성과와 기대성과와의 차이에 더 민감하게 반응하여(Mol & Birkinshaw, 2009), 기업내부의 경영변화 혹은 전략변화를 유도하는 내적장치에 대해 부정적으로 대응할 수도 있을 것이다. 기업 의사결정에 가장 중요한 내적요인이 될 수 있는 경영자의 의지는 기업 소유지배력으로 표현될 수 있으며, 이를 통해 기업성과를 높이고자 할 수 있다. 이 과정에서 기업의 업력과 규모는 기업환경 특성으로써 기업가의 지배력을 행사하는데 있어 작용되는 중요한 변수가 될 수 있다.

지금까지 많은 선행연구들이 국내 기업지배구조와 기업성과 또는 기업가치의 관계를 실증적으로 검증하여 왔다(Cho & Byun, 2008; Choi, Ham, & Kim,

2003; Choi & Lee, 2005; Lim & Choi, 2012; Nam & Yu, 2012). 일부 연구에서 건설업이나 제약업과 같은 특정 산업을 대상으로 연구가 진행된 바 있으나(Kim & Lim, 2011; Kwon, Kim, & Kim, 2013), 대부분은 국내산업 범주 내 또는 제조업이라는 큰 범주 안에서 기업 데이터를 수집하고 분석하고 있어 분석된 조건들에 따라 기업지배력과 기업성과 간의 상이한 결과가 제시되고 있다. 특히 국내 패션 산업은 타산업과 달리 몇 개의 대기업에 대한 의존도가 높지만, 많은 중소기업이 국내 패션산업을 지속적으로 존속하게 하는 원동력이라는 측면에서 이들 중소기업의 경영성과를 높이는 전략에 대한 고찰은 산업 전체의 성장성을 예측해 볼 수 있다는 측면에서 매우 중요할 것으로 생각된다. 따라서 본 연구에서는 패션 중소기업 경영자의 기업지배력과 기업의 재무적 성과 간의 영향 관계와 이들 관계에 대한 기업규모와 업력의 조절효과를 실증적으로 규명하고자 한다. 이를 통해 패션기업 경영자가 기업운영의 전략을 수립함에 있어 기업의 경영환경을 고려하고 경영자 자신의 경영태도 및 지배구조의 유연성을 점검함으로써 성장 가능한 경영활동을 지속할 수 있도록 의미있는 시사점을 제시할 수 있을 것으로 기대한다.

II. Background

1. Company management ownership and financial performance

1) Corporate governance and the role of CEO

기업지배구조는 넓게는 기업과 계약 관계에 있는 모든 내부 및 외부 요소들(경영자, 이사회, 주주 및 채권자, 납품업자, 종업원, 고객 등)을 비롯하여 환경적 요인(시장, 법규, 정부정책 등의 환경적 요인), 더 나아가 기업 활동과 관련된 각종 법규 및 비공개 정보 등의 요소까지 포함하여 기업의 활동에 영향을 미치는 의사결정권 분포를 의미한다(Gillan, 2006). 좁은 의미의 기업지배구조는 기업의 소유와 경영이 분리됨에 따라 발생하는 이해관계자들 간의 상호작용 관계를 규정하는 매커니즘으로, 구체적으로는 주주들의 지분율에 의해 기업 경영자가 주주의 이익을

우선시하는 역할을 하도록 감시하고 통제하는 체계를 의미한다(Cho & Byun, 2008; Kwon et al., 2013).

기업지배구조는 기업의 경쟁력을 좌우하는 중요한 요인이며 기업들의 활동 영역이 세계 무대로 넓어짐에 따라 세계 자본시장에서의 국가 경쟁력에까지 영향을 주고 있다. 정부차원에서도 2002년부터 한국기업지배구조원을 설립하고 매년 전체 상장법인을 대상으로 주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분 등 다차원적인 평가모형을 통해 지배구조 평가를 실시하여 국내 기업들의 지배구조 개선을 위해 노력하고 있다. Lee and Son(2009)의 연구에서는 2005년부터 2007년까지 3년간 한국기업지배구조원이 선정한 기업지배구조 우수기업과 취약기업 간의 재무적 성과와 기업가치의 차이를 확인한 결과, 기업지배구조가 우수한 기업이 통제기업에 비해 기업가치에는 유의한 차이가 없었으나, 재무적 성과가 높은 것으로 나타났다. Oh and Choe (2011) 또한 2007년부터 2009년까지 3년간 지배구조 우수기업과 취약기업을 비교한 결과, 지배구조가 우수한 기업이 높은 경영성과를 창출하고 기업가치를 제고하고 있음을 밝혔다.

우수한 기업지배구조란 기업경영의 효율성을 높임으로써 보다 합리적인 의사결정으로 기업성과와 가치를 향상시키는 지배구조를 의미하는 것으로, 전통적인 관점에서는 기업지배구조를 소유권자와 경영자의 지분율을 통한 기업지배력, 즉 소유구조로 간주한다. 선행연구들에서는 주요 주주에 대한 지분율 집중도가 높은 것이 혹은 낮은 것이 우수한 지배구조인지에 대해서는 상반된 견해를 제시하고 있다. 특히 우리나라는 지배주주가 직간접적으로 경영에 참여하는 수준이 매우 높은데, 국내 기업의 패널리터를 분석한 Lim and Choi(2012) 연구에 따르면 창업자와 그 가족의 지분소유를 통해 기업에 대한 영향력이 집중되며, 직접 경영을 하는 대표이사가 최대주주 또는 특수관계자인 경향이 높은 것으로 나타났다. 이를 토대로 본 연구에서는 기업의 지배구조를 국내 기업의 소유구조를 특징지을 수 있는 경영자의 지분율을 통해 기업의 지배력을 파악하고자 한다.

2) Management ownership of the CEO and company financial performance

국내 패션기업은 대부분 중소기업으로 소유주 및 경영자 중심으로 기업이 운영되기 때문에 경영자의 기업 관리와 경영의 지배력이 기업성과를 좌우할 수 있는 핵심 요인이 될 수 있다. 경영자의 기업지배력은 경영자의 지분율을 중심으로 설명되고 있는데, 경영자의 지분율과 기업성과간의 관계를 다룬 선행 연구들은 몇 가지 가설을 토대로 의견을 달리하고 있다.

가장 지배적인 가설로 이해일치가설(interest alignment hypothesis)은 경영자 지분율이 증가할 경우 경영자와 주주의 이해관계가 일치하여 결과적으로 기업가치가 증대된다는 가설이다. 일찍이 Jensen and Meckling(1976)은 기업의 소유와 통제 분리에 관한 이슈에서 경영자 지분율 증가를 통해 대리비용 문제를 해결하는 것이 기업성과를 향상시키는 방안이라고 언급하였다. 경영자에게 지분을 소유하도록 하면 경영자는 주주와 이해관계가 일치하게 되어 대리인 문제를 완화시킬 수 있고 이를 통해 대리비용이 감소하면 기업의 재무적 성과를 향상시킬 수 있다는 것이다. 선행연구에서 이해일치가설을 지지하는 결과들이 나타나고 있으며(Ang, Cole, & Lin, 2000; Villalonga & Amit, 2006), 한국기업을 대상으로 한 실증연구에서도 경영자의 소유구조 집중도가 높을수록 기업성과 및 가치가 높아질 수 있음을 밝히고 있다(Choi & Lee, 2005; Joh, 2003; Nam & Yu, 2012).

한편, 이와는 반대로 지배주주 혹은 경영자에게 집중된 지배구조가 기업성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 밝힌 가설들이 제기되었는데, 경영자 지분이 증가하면 경영자의 의결권과 통제력이 증가하여 주주의 이익보다는 사적 이익을 추구하므로 기업 가치가 감소한다고 주장하는 경영안주가설(management entrenchment hypothesis)과 지배주주의 지분율이 증가할 경우에 소액주주 이익을 저해하는 의사결정이 가능함을 주장한 이익침해가설(expropriation of minority shareholder hypothesis) 등이 이에 해당한다(Choi et al., 2003; Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 2000; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999). 동아시아 국가들을 대상으로 한 La Porta et al.(1999)의 연구는 외부소유권 집중도가 높을 때 기업의 성과가 높아짐을 밝혔다.

마지막으로 절충가설에 따르면 지배주주 혹은 경

영자 지분율과 기업성과 및 가치의 관계는 일률적으로 증가하거나 감소하는 단순한 선형관계가 아님을 알 수 있다. 여러 선행연구에서 지배주주나 경영자 지분율에 따른 기업성과 및 가치는 U자, 역U자, N자 등의 형태로 비선형적 관계가 도출되었는데(Cho & Byun, 2008; Kwon et al., 2013; McConnell & Servaes, 1990; Morck, Shleifer, & Vishny, 1988), 이는 경영자 지분율의 정도와 기업이 처한 상황 등에 따라 관계가 정에서 부로 역전될 수 있음을 의미한다. 이러한 결과는 경영자의 지분율과 기업성과 간의 관계가 기업의 규모와 같은 내적 환경 외에도, 소속 산업의 규모와 특성과 같은 외부적 경영환경에 의해 차이가 날 수 있음을 시사한다.

이상의 선행연구를 살펴볼 때, 본 연구는 국내 패션기업을 대상으로 하여 일차적으로 기업의 규모에 따라 경영자의 기업 소유 및 통제력에 있어 큰 차이가 날 수 있고 실제적으로 대부분의 패션기업이 중소기업임을 감안할 때 경영자의 기업지배력이 기업의 성과, 특히 재무적 성과에 영향력을 가질 수 있을 것으로 판단된다. 기업성과 중 재무적 성과는 기업의 재무상태와 경영성과를 파악할 수 있는 지표로, 재무제표 상의 항목들을 조합하여 산출한 수치를 바탕으로 한 재무비율로 측정할 수 있다. 여러 가지 재무비율은 그 의미에 따라 안정성, 활동성, 수익성, 생산성, 성장성으로 분류할 수 있는데, 그 중 기업의 경영규모 및 경영성과의 증가를 보여주는 성장성은 특정 산업 내에서 기업의 경제적인 지위가 적절하게 유지되고 있는가를 측정하는 비율로, 총자본증가율, 자기자본증가율, 매출액 증가율 등이 이에 해당한다(Kim, Kwak, & Choi, 2005).

2. The effect of company age and size on financial growth

1) Company age

기업의 업력은 대표적인 기업 특성 중 하나로, 다수의 선행연구에서 기업성과의 차이를 밝히기 위한 설명변수로 포함되어 기업 성장률과의 부적 상관관계를 도출하였다. 미국 기업 자료를 이용한 Evans(1987a, 1987b)와 Dunne, Roberts, and Samuelson(1989), 영국 기업을 대상으로 한 Dunne and Hughes(1994)의

연구 외에도 대만의 전자기업(Liu, Tsou, & Hammitt, 1999), 유럽 26개국의 기업(Geroski & Gugler, 2004), 일본 제조기업(Yasuda, 2005), 포르투갈 기업(Oliveira & Fortunato, 2006) 등 다양한 국가와 산업을 대상으로 한 연구들에서 기업의 업력이 기업 성장에 부정적인 영향을 미치고 있음을 제시하였다.

반면에 기업규모가 작은 제조기업을 대상으로 한 연구에서는 기업성장과 업력 사이에 정적 관계를 제안하였는데, Bhattacharya(2014)는 호주의 소규모 제조기업을 대상으로 하였고, Teruel-Carrizosa(2010)는 스페인 제조 산업과 서비스 산업에 속한 기업들을 대상으로 연구하여, 기업의 업력이 높아지면 시장에서의 경험이 많아져 더 높은 성장률을 갖지만, 오래되거나 쇠퇴한 기업은 성장을 위한 수용력이 낮기 때문에 업력과 기업성장 사이의 부적 관계가 나타나므로 업력과 기업성장 사이에는 역U자형 관계가 존재할 수 있음을 제안하였다. 국내 기업을 대상으로 한 선행연구 중에서는 Lee(2001)가 기업업력 20년 미만인 업력이 상대적으로 짧은 기업은 업력이 증가할수록 기업성장률이 증가하고 기업업력이 오래된 기업은 업력이 증가할수록 성장률이 감소함을 밝힘으로써 Teruel-Carrizosa(2010)의 연구와 유사한 결과를 보였다.

여러 국내 기업 연구에서는 기업업력이 성장률에 부적 영향을 미침을 보고하고 있다(Lee, 2002; Park, Shin, & Kim, 2010; Shin, 2011; Sung, 2000, 2003). Siggelkow(2001)에 따르면 기업업력은 경영활동을 조직내 학습화시킴으로써 과거 성공경험을 바탕으로 내적 적합성을 강화시키는 역할을 한다고 강조하였다. 특히 기업의 혁신적 경영활동을 도입함에 있어서는 기업업력이 오래될수록 부적효과를 가질 수 있다(Park & Kang, 2013). 따라서 경영자가 기업 성과를 높이기 위해 기업지배력을 높여 기업경영활동을 함에 있어 기업의 업력은 주요한 영향변수가 될 수 있다.

2) Company size

업력과 마찬가지로 기업규모 또한 기업성과에 영향을 미치는 기본적인 중요한 변수 중 하나이다. 기업규모와 기업성장 간의 관계 규명은, 기업의 성장이 기업의 절대적인 규모와 독립적임을 가정한

‘Gibrat(프랑스 경제학자의 법칙)’에서 시작되었다. 기업의 규모와 상관없이 큰 기업과 작은 기업 모두에서 동일한 평균 성장률이 나타난다는 것이다(Mansfield, 1962; Samuels, 1965). 초기의 기업성장 관련 연구들 중 일부는 Gibrat의 법칙을 지지하는 결과를 보이기도 하였으나(Hymer & Pashigian, 1962; Lucas, 1967), 각기 다른 표본을 대상으로 하여 지속적으로 수행되고 있는 다수의 연구들은 이 가설을 기각하는 결과를 제시하고 있다. 미국 기업을 표본으로 한 Mansfield(1962)와 포르투갈의 신규 진입 기업을 대상으로 한 Mata(1994)의 연구는 소규모 기업이 큰 기업에 비해 높은 성장률을 보이는 것으로 나타났다. 반면에 영국 기업을 표본으로 한 Samuels(1965)와 Singh and Whittington(1975), Kumar(1985)의 연구에서는 규모가 큰 기업의 성장률이 규모가 작은 기업의 성장률보다 높았는데, 이는 규모가 큰 기업이 비용, 생산, 혁신 등의 측면에서 규모의 경제를 실현할 수 있기 때문으로 해석되기도 한다.

이처럼 기업규모는 기업성과 향상에 영향을 미치는 주요 변수임이 밝혀져, 기업지배구조 또는 주주지분율과 기업성과 간의 관계를 살펴본 국내의 연구들에서 통제변수로 사용되어 기업지배력의 효과와 함께 설명되고 있다(Kwon et al., 2013; Lee & Kim, 2012; Lim & Choi, 2012; Oh & Choe, 2011; Seo, Park, & Hong, 2009). 특히 기업의 경영혁신 도입, 기업 전략이나 구조와 같이 기업의 성과와 관련이 있는 여러 경영 활동에도 기업규모가 직간접적으로 영향을 미치고 있어, 기업규모의 조절역할을 확인할 수 있다(Choi, Shin, & Kim, 2003; Park & Kang, 2013). 미국의 의류기업을 대상으로 한 Jin(2006)과 Ha-Brookshire(2009)의 연구에서도 기업규모가 기업성과에의 영향에 조절효과를 갖는 것으로 나타났다. 미국 의류기업의 공급 사슬에서 기업의 규모가 클수록 기업의 경영성과에 미치는 IT 도입의 영향이 강해졌으며(Jin, 2006), 의류 중개기업에서는 기업규모가 작을 때 기업이 정신이 장기 성과에 정적으로 더 큰 영향을 미치고 규모가 큰 기업은 기업이 정신이 장기 성과에 미치는 영향력이 작으면서 부적으로 유의한 관계가 있음이 확인되었다(Ha-Brookshire, 2009).

기업특성 변수로 기업규모와 업력을 모두 포함한

선행연구에서도 다수의 연구가 기업규모와 성장 간의 부적 상관관계를 도출하고 있으며(Dunne & Hughes, 1994; Dunne et al., 1989; Evans, 1987a, 1987b; Lee, 2002; Oliveira & Fortunato, 2006; Park et al., 2010; Sung, 2003; Yasuda, 2005), 일부 연구에서 기업규모가 클수록 성장률이 높아지는 정적 상관관계가 나타나고 있어서(Bhattacharya, 2014; Shin, 2011) 대부분 Gibrat의 법칙은 성립하지 않고 있음을 확인할 수 있다. 이와 반대로 Gibrat의 가설을 지지하고 있는 소수의 연구 결과에서는 기업규모와 업력의 조절효과가 나타나고 있다. Sung(2000)의 연구에서 전체 기업을 대상으로 한 회귀분석은 기업규모가 성장에 정적으로 유의한 영향을 미치지 않지만, 기업을 규모와 업력 범주로 구분할 경우에는 규모와 성장률 사이에 일정한 관계가 존재하지 않음을 밝힘으로써 Gibrat의 법칙을 지지했으며, 이와 유사한 맥락으로 Lotti, Santarelli, and Viavrelli(2003)은 이탈리아 중소 제조기업의 자료를 분석하여 사업 초기에는 기업규모가 작을수록 성장이 빠르지만 일정 기간이 후에는 규모에 따른 기업성장률에 차이가 없음을 밝혀 기업업력의 조절효과를 암시하였다.

III. Methods

1. Conceptual framework

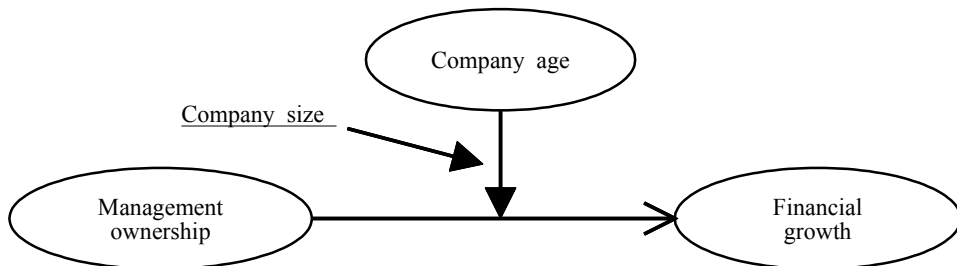
본 연구는 국내 패션기업의 경영자 기업지배력이 기업의 재무적 성과에 어떤 영향을 미치는지 확인하는 것을 목적으로, 중소기업의 경영역량은 기업규모와 기업업력에 따라 달라질 수 있으며, 경영자 기업지배력 영향력의 차이를 가져올 수 있을 것으로 기대한다. 따라서 기업가 지배력이 기업의 재무적

성과에 미치는 영향에 대한 기업업력의 조절효과와 기업업력과 기업규모의 상호작용에 의한 조절효과를 확인해 보고자 한다. 본 연구의 연구문제와 개념적 모형은 <Fig. 1>과 같다.

1. 패션 중소기업의 경영자 기업지배력이 기업의 재무성장성에 미치는 영향을 알아본다.
2. 패션 중소기업의 경영자 기업지배력과 기업의 재무성장성의 관계에 기업업력의 조절효과를 알아본다.
3. 패션 중소기업의 경영자 기업지배력과 기업 재무성장성 사이의 기업업력의 조절효과에 대한 기업규모의 이중조절효과를 알아본다.

2. Measurement

본 연구의 주요 변수인 경영자의 기업지배력은 기업의 지배구조에서 경영자의 기업 소유집중도로 정의하고 선행연구(Heo & Yoon, 2013; Nam & Yu, 2012)에서 제안한 소유 집중도를 측정하는 변수로 기업운영의 의사결정자인 대표이사의 주식지분율을 사용하였다. 특히 국내 패션기업이 대부분 중소기업이며 직접 경영을 하는 대표이사가 최대주주 또는 특수관계자인 경향이 높고(Lim & Choi, 2012), 기업 경영자와 주요 주주와의 관계가 특수관계자일 때 경영자가 가족관계에 의한 경영지배력을 가짐을 감안하여 대표이사와의 특수관계자의 주식지분율을 포함시켜 실질적 경영자의 기업 소유집중도를 측정하였다. 구체적으로 경영자와 특수관계자의 주식지분율을 파악하기 위하여 본 연구의 데이터를 추출한 마지막 연도인 2014년도 회계감사보고서에 보고된 주주명단 및 주식지분율을 확인한 뒤 기업 경영자인 대표이사의 지분율을 파악하고, 주주 중 대



<Fig. 1> Conceptual framework

표이사와 특수관계인 주주의 지분율을 합산하였다.

기업의 규모는 기업의 경영성과에 따른 재무적 규모로 규정하고, 본 연구에서는 Ha-Brookshire(2009)의 연구를 토대로 기업의 매출을 기준으로 기업규모를 상대적 크기로 구분하였다. 본 연구의 최종 매출액 추정연도인 2014년도 매출액을 기준으로 기업의 규모를 중기업과 소기업으로 구분하였다. 기업업력은 기업 경영업력으로 재무제표상의 기업 설립연도부터 회계기준연도인 2014년까지 기업 경영지속 기간으로 측정하였다.

본 연구의 종속변수인 기업의 재무적 성과는 기업의 재무상태와 경영성과를 파악할 수 있는 지표로 재무제표 상의 항목들을 조합하여 산출한 수치를 바탕으로 한 재무비율로 측정하게 된다. 기업성과의 측정은 산업 분야와 연구의 목적에 따라 사용되는 변수가 상이하게 나타나는데, 재무적 지표는 객관적으로 경제적인 성과를 평가할 수 있어서 많은 선행연구에서 사용되고 있다(Han, 2001). 재무비율은 안정성, 활동성, 수익성, 생산성, 성장성 등 여러 가지로 나뉘는데 그 중 성장성 비율은 특정 산업 내에서 기업의 경제적인 지위가 적절하게 유지되고 있는가를 파악함으로써 기업 경영성과의 가시적 증가를 보여주는 지표이므로(Kim et al., 2005) 본 연구의 재무적 성과를 측정하기에 적합한 지표로 판단되었다. 따라서 기업의 재무적 성과는 선행연구를 참고하여(Heo & Yoon, 2013) 지속적 매출성장률에 따른 재무성장성으로 규정하고, 국내 패션시장의 절대적 매출액 성장 효과를 배제시키고자 각 기업의 최근 3년간 회계연도 즉, 2012년부터 2014년간의 평균 매출성장률(Compound Annual Growth Rate: CAGR)로 측정하였다. 3년간 평균 매출성장률(3-CAGR)은 아래 계산식에 의해 계산되었다. 또한 매출성장률에 투입되는 매출액은 분석대상이 되는 국내 패션 중 소기업의 국내 경영활동을 통한 매출액으로 한정하였다. 본 연구는 국내 패션중소기업의 경영자의 기업지배력을 통한 경영활동으로 나타나는 경영성과를 추론해보고자 하는데 목적을 두고 있어, 패션제품의 국내 판매에 의한 매출액만 포함하였다. 특히 국내 패션시장에서의 매출공시는 소매매출액을 기준으로 하는 것에 반해 해외 시장에서의 매출액은 매출의 도소매 여부를 확인할 수 없어 매출액 추정

이 일관되지 않고, 각 기업이 다양한 해외 시장의 경영환경에 노출되어 있어 경영성과의 상대적인 비교에 어려움이 있다. 따라서 국내 패션상품 소매판매에 있어 동일한 마케팅 활동을 기대할 수 있는 기업으로 한정하고 이들 기업의 국내 매출액을 통해 경영성과를 파악하였다. 그리고 기업의 기타 경영활동으로 인한 부동산 매출액이나 해외 상품매출액은 배제시켰다.

$$\text{CAGR} \text{ Compound Annual Growth Rate} = (C_t / C_0)^{(1/t)} - 1$$

C_t : 종료 회계연도의 매출액(2014년도 매출액)
 C_0 : 시작 회계연도의 매출액(2012년도 매출액)
 t : 회계기간(3년)

3. Data collection

본 연구는 국내 중소 패션기업을 대상으로 하였으며, 의류 및 잡화를 취급하는 패션기업 중 자사의 브랜드를 운영하는 국내기업(branded marketer)을 대상으로 기업의 재무자료를 수집하였다. 회계연도 2014년도를 기준으로 재무제표가 공시된 기업 중 2014년도 기업 총매출액과 2012년에서 2014년까지 3년간 평균 매출액이 모두 1조 원 이상인 5대 대기업 즉, 제일모직(주), 코오롱인더스트리(주), (주)LF, SK네트웍스(주), (주)이랜드월드는 분석대상기업에서 제외시켰다. 그리고 기업이 자사 브랜드를 운영하지 않는 즉, 유통업체나 수출업체 등은 분석대상에 포함시키지 않았으며, 수입만 경영활동에 포함하고 있는 기업들도 대상에서 제외되었다.

기업의 재무적 지표를 확인하기 위해 본 연구는 기업의 재무제표로부터 자료를 수집하였다. 본 연구는 기업의 종단적 재무성장성을 주요 변수로 하고 있어 2012년도부터 2014년까지의 3년간 재무제표의 데이터를 수집하였다. 데이터의 수집은 2014년도를 기준으로 국내 기업의 경우 회계연도 자산액(asset)이 100억 원 이상일 경우 외부감사 대상기업으로 규정되어 금융감독원에 기업 회계감사보고서를 공시할 의무를 가진다. 또한 분석기간 이전 공시의무를 가졌던 기업의 경우는 외부감사에 의해 지속적인 회계감사보고서를 공시하고 있어 이들 기업의 모든 데이터를 수집하였다. 금융감독원 전자공시시스템

(<http://dart.fss.or.kr>)을 통해 본 연구의 대상이 되는 패션기업 중 재무제표가 공시된 기업의 자료를 일차적으로 모두 수집하여 5개 대기업사를 제외하고 총 305개 기업 데이터를 추출하였다. 이 중 2012년부터 2014년까지 3년간 기업 매출액이 모두 공시된 기업은 최종 295개였으며, 이 기업들의 재무 데이터를 분석하였다.

분석된 295개의 기업의 특성을 살펴보면, 주요 매출구성을 이루는 브랜드의 복종특성이 여성복인 기업이 20.3%, 남성복 8.5%, 캐주얼 11.2%, 스포츠, 골프 및 아웃도어 18.6%, 잡화 11.9%, 신발 11.9%, 아동복 6.1%, 이너웨어 3.7%, 기타 10.8%를 구성하였다. 분석기업 중 30개사는 주식시장 상장기업으로 나타났으며, 대표이사를 포함한 특수관계자의 주식지분율은 최소 0%에서 최대 100% 값을 가졌으며 평균 49.6%, 중위수 50%로 나타났다.

또한 기업 경영업력이 최저 4년에서 최대 67년의 기업이 포함되었으며 평균 20년의 기업업력을 가지는 중소 패션기업들이 포함되었다. 이들의 2014년 기업 자산액은 평균 약 924억 원이며, 해외판매를 제외한 국내 매출액은 평균 939억 원 정도이며, 295개 기업 매출액의 중위수는 475억 원으로 나타났다 (Table 1). 국내 패션 중소기업의 하위 50%는 연 매출액이 최저 20억 원에서 480억 원 정도의 매출 규모를 보이는 것으로 확인되었다.

IV. Results and Discussion

본 연구는 기업이 기업지배력이 재무성장성에 미치는 영향과 이들 사이의 관계를 기업규모와 기업업력이 조절하는지 검증하기 위하여 Preacher and Hayes (2004)가 제안한 부트스트랩(bootstrap method)으로 분석되었다. 부트스트랩 분석은 표본의 정규분포를 가

정하지 않고 비모수 무선표본 추출을 반복하여 각 표본에서 검증하고자 하는 조절효과의 유의성을 확인하고 이러한 효과가 통계적 무선오차에 의한 결과가 아님을 검증하는 방법이다. 본 연구에서는 구체적으로 기업 경영자의 주식지분율이 3개년 평균 매출성장률(3CAGR)의 관계에 있어 기업업력의 조절효과와 기업업력과 기업규모의 상호작용효과에 의한 이중조절효과를 분석하기 위해 부트스트랩 검증모델3에 따라 분석되었다. 분석과정은 1,000, 95% 신뢰구간 추정을 통해 조건적 직접효과(conditional direct effect)를 검증하였다.

분석에 앞서, 기업이 기업지배력과 재무성장성 관계에 기업업력의 조절효과를 파악하기 위해 우선 기업규모를 기업의 매출액을 기준으로 상대적인 매출규모의 크기를 구분하였다. 분석기업은 2014년도 패션매출액의 중위수(median) 값인 47,492,403,958 원을 기준으로 중위수 이상과 미만으로 상대적인 기업규모를 중기업과 소기업으로 구분하였다. 구분된 중기업과 소기업간 본 연구의 조절변수로 사용된 기업업력과 기업의 운용가치를 평가할 수 있는 총자산순이익률(Return on Asset) 즉, 회계연도 2014년을 기준으로 기업의 자산총액대비 당기순이익률을 계산하여 비교하였다(Table 2). 기업규모 집단간 기업업력의 차이는 나타나지 않아($t = -1.731$) 이후 기업업력과 기업규모의 두 조절변수의 독립적인 효과를 검증할 수 있으며, 총자산순이익률은 기업의 규모와 무관하게 나타나 기업규모 두 그룹간 기업의 재무

<Table 2> Comparison between small and medium firms

	Company size		t-value
	Small	Medium	
Company age	19.18	21.48	- 1.731
ROA	0.48%	3.0%	- 0.185

<Table 1> Sales, assets and years in business of 295 sample companies

	FY2014 sales value (KRW)	FY2014 total assets (KRW)	Years in business
Mean	93,931,720,893	92,358,734,998	20
Median	47,492,403,958	39,637,368,314	18
Minimum	2,423,263,170	117,276,029	4
Maximum	895,435,063,543	1,412,632,453,822	67

적 성과에 대한 평가를 비교해 볼 수 있을 것으로 판단된다.

본 연구는 기업지배구조가 재무성장성에 미치는 영향에 대한 기업업력의 조절효과가 기업규모에 의해 이중조절효과가 있는지 확인해 볼 수 있는 부트스트랩 검증모델3에 의해 한 번의 분석모델의 검증을 통해 변수간 관계에 대해 검증하였다. 분석결과, 검증모델($R^2=0.134$, $F=5.148^{***}$)은 유의하게 나타났으며(Table 3), 구체적으로 검증모델에서는 기업 재무성장성을 종속변수로 기업가 기업지배력과 조절변수들을 각각 독립변수로 하는 인과적 모델과 조절변수들의 상호작용효과, 기업가 기업지배력과 조절변수들의 상호작용효과가 순차적으로 검증되었다. 분석결과는 본 연구에서 검증하고자 하는 연구문제의 순서 따라 제시하였다.

1. Moderating effect of company age on the relationship between management ownership and company financial growth

경영자 기업지배력의 재무성장성에 대한 정적 인과관계에 대한 연구문제 1을 확인하기 위하여 기업가 지배력이 재무성장성에 미치는 직접효과를 확인한 결과(Table 3), 95% 신뢰 구간(confidence interval)이 $-.580 \sim -.121$ 로 신뢰구간에 0을 포함하고 있지 않아 유의한 부적 영향을 미치는 것으로 나타났다($\beta = -.350^{***}$, $LLCI = -.580$, $ULCI = -.121$). 그리고 기업업력이 기업가 기업지배력과 재무성장성의 관계에 유의한 조절효과를 가지는지에 대한 검증은

재무성장성에 대한 기업가 기업지배력과 기업업력의 상호작용변수가 미치는 직접효과를 통해 확인하였다. 그 결과 상호작용변수는 재무성장성에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며($\beta = .013^*$, $LLCI = .002$, $ULCI = .025$), 또한 기업업력은 재무성장성에 유의한 직접적 부정영향을 미치는 것으로 나타났다($\beta = -.010^*$, $LLCI = -.016$, $ULCI = -.004$). 기업규모 또한 기업가 기업지배력과 재무성장성의 관계에 유의한 조절효과가 있음을 확인하였다($\beta = .643^{***}$, $LLCI = .305$, $ULCI = .980$). 즉 두 조절변수는 독립적으로 기업지배구조가 재무성장성에 미치는 영향에 조절효과를 가지는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 경영자지분율과 기업가치 및 성과간의 부적관계를 주장한 일부 선행연구(Johnson et al., 2000; La Porta et al., 1999)의 결과와 일치하나, 기업업력이나 기업규모의 영향력이 있음을 제안한 선행연구(Seo et al., 2009)와 동일한 맥락으로 해석될 수 있다. 국내 중소 패션기업의 경우 기업가의 기업지배력이 커지면 재무성장성은 낮아졌으나, 이는 기업의 경영지속 업력과 기업의 규모와 같은 기업의 경영환경특성에 따라 그 영향력은 달라진다.

2. Interaction effect of management ownership and company age moderated by company size on financial growth

경영자 기업지배력과 재무성장성에 미치는 기업업력의 조절효과에 대한 기업규모의 이중조절효과에 대한 연구문제 3을 확인하기 위하여 재무성장성

<Table 3> Moderating effect of company age and size on financial growth

Independent variable	Coefficient (β)	95% Confidence interval		R^2	F -value
		LLCI	ULCI		
Management ownership	$-.350^{***}$	$-.580$	$-.121$.134	5.148 ^{***}
Company age	$-.010^{**}$	$-.016$	$-.004$		
Ownership \times Age	$.013^*$	$.002$	$.025$		
Company size	$-.142$	$-.324$	$.041$		
Ownership \times Size	$.643^{***}$	$.305$	$.980$		
Age \times Size	$.008^*$	$.000$	$.016$		
Ownership \times Age \times Size	$-.028^{***}$	$-.044$	$-.011$		

*** $p \leq .001$, ** $p \leq .01$, * $p \leq .05$

에 미치는 기업지배력의 영향이 기업업력과 기업규모의 상호작용효과에 의한 효과가 나타나는지 검증하였다. 부트스트랩 검증모델 3에서(Table 3) 기업규모에 의해 유의한 이중조절효과가 있는 것으로 나타났다($\beta = -.028^{***}$, LLCI = $-.044$, ULCI = $-.011$). 구체적으로 재무성장성에 미치는 기업규모에 따른 기업지배구조와 기업업력의 조건적 상호작용효과가 유의하게 나타났다(Table 4). 기업규모가 작은 소기업의 경우 유의한 정적 상호작용효과가 있으며($\beta = .013^*$, LLCI = $.002$, ULCI = $.025$), 중기업의 경우 유의한 부적 상호작용효과가 나타났다($\beta = -.014^*$, LLCI = $-.026$, ULCI = $-.002$).

기업규모의 이중조절효과에 대한 구체적인 해석을 위해, 재무성장성에 대한 경영자 기업지배력의 조건적 상호작용효과를 확인하였다. 부트스트랩 분석에서 기업규모에 따라 기업업력의 평균값과 평균값±표준편차 값의 수준에서 경영자 기업지배력이 재무성장성에 미치는 영향이 유의한지 검증되었다(Table 5). 결과에 따르면 기업의 규모가 소기업일 때, 기업업력이 짧을 때만(Mean-1 Standard Deviation: 9년) 기업가의 기업지배력이 미치는 영향이 95% 신

뢰구간에 0이 포함되지 않아 유의한 부적영향($\beta = -.226^{**}$, LLCI = $-.372$, ULCI = $-.079$)을 미치는 것으로 나타났으며, 중기업일 경우에는 기업업력이 짧을 때 기업가의 기업지배력이 재무성장성에 유의한 정적효과($\beta = .160^*$, LLCI = $.002$, ULCI = $.319$)가 있음을 확인하였다. 즉, 기업업력이 짧을 경우 패션 중소기업의 경우에 그 기업의 규모에 따라 경영자의 기업지배력이 재무성장성에 미치는 효과는 달라질 수 있음을 의미한다. 기업업력이 오래되지 않은 기업의 경우, 기업규모가 작다면 기업가의 지배력은 기업 재무성장성에 부적 영향을 미치지만, 기업규모가 클 때는 기업이 지배력이 기업의 재무성장성에 정적 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 기업업력이 짧은 기업은 충분한 경영지식이 축적되어 있지 않으므로 조직의 내적 적합성이 확보되지 않은 상태인데(Siggelkow, 2001) 이러한 상황에서 기업 매출 규모도 작다면 기업의 가용자원 부족으로 인한 어려움이 가중되므로, 기업지배권을 가진 경영자는 기업의 성과보다는 경영자 자신의 사적 이익을 극대화 하고 안일한 경영을 하려는 태도를 보일 수 있는 것이다. 이와 반대로 기업업력이 짧아도 매출 규모가 커서 가용자원이 확보될 경우에는 경영자가 수행 가능한 기업운영 전략이 다양해지고 경영활동이 가능한 영역 또한 확대되므로, 기업지배권을 가진 경영자가 기업의 성장을 통해 기업과 자신의 동반 이익을 추구할 것으로 생각할 수 있다.

이처럼 경영자 기업지배력과 재무성장성에 미치는 기업업력의 조절효과와 기업규모의 이중조절효과에서는 경영안주가설을 지지하는 결과와 이해일

<Table 4> Conditional effect of interaction between management ownership and company age

Company size	Interaction effect coefficient(β)	95% confidence interval	
		LLCI	ULCI
Small	.013*	.002	.025
Medium	-.014*	-.026	-.002

* $p \leq .05$

<Table 5> Conditional effect of management ownership on financial growth at the values of moderators

Moderator		Coefficient (β)	95% confidence interval	
Company size	Company age		LLCI	ULCI
Small	Mean - 1 SD(9 years)	-.226**	-.372	-.079
Small	Mean(20 years)	-.082	-.192	.027
Small	Mean+1 SD(31 years)	.061	-.117	.240
Medium	Mean - 1 SD(9 years)	.160*	.002	.319
Medium	Mean(20 years)	.009	-.110	.127
Medium	Mean+1 SD(31 years)	-.143	-.331	.044

** $p \leq .01$, * $p \leq .05$

치가설을 지지하는 결과가 모두 나타나고 있어, 기업지배력과 재무성장성의 관계가 기업의 경영환경에 따라 달라짐을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 경영자가 높여 기업의 재무성장성을 높이고자 하는 전략적 의사결정을 실행할 때, 그 기업의 업력과 규모에 따라 유연성을 확보하기 위한 차별적 전략을 취해야함을 시사한다.

V. Conclusion

기업의 경영활동은 경영자의 경영의지에 의해 크게 좌우된다. 특히 기업의 규모가 작은 중소기업의 경우 경영자의 혁신적이고 진취적인 의지가 요구되어 왔다. 전통적으로 국내 기업의 경우, 경영자는 기업의 소유집중도를 높여 경영활동을 집중시키고, 기업의 재무적 성과를 통해 보상을 받는 기업 지배구조 관계에 놓여있다. 그러나 이러한 경영자의 소유집중도는 기업지배력을 통해 재무적 성과를 높이는 데 있어 기업의 경영활동 환경에 따라 그 효과가 달라질 수 있다는 견해들이 제기될 수 있다. 기업의 규모가 작은 중소기업의 경우는 기업구조 내에서 더 유연한 의사결정과 이익의 분배를 통해 재무적 성장성을 가질 수 있을 것이다. 이러한 관계로 인해 기업의 업력이 오래된 기업과 비즈니스를 시작한지 얼마 되지 않은 업력이 짧은 기업에서 다른 경영활동이 요구될 것으로 보인다.

본 연구는 국내 패션 중소기업에서 실질적인 경영활동의 중요한 지표로 판단되는 기업의 재무성장성에 주목하고, 기업의 재무적 성과가 지속되고 성장하는데 있어 기업 경영자의 기업지배력이 미치는 영향을 확인하고자 하였다. 특히, 이들의 관계는 누적된 경영 활동의 경험에 따라 달라질 수 있을 것으로 판단하여 기업업력의 조절효과를 확인하였다. 뿐만 아니라 기업업력의 조절효과는 기업경영활동 범위와 강도 등 다양한 차이를 유발할 수 있는 기업요소인 기업의 규모 즉, 구체적으로 기업의 매출에 따른 중, 소기업에 따라 상호작용 효과를 확인하였다.

결과에 따르면 국내 패션 중소기업의 경우, 경영자의 기업지배력과 재무성장성의 관계는 몇몇 선행연구에서 제안한 이익침해가설에 따라 부적영향 관계에 놓임을 확인하였다(Johnson et al., 2000; La

Porta et al., 1999; Park & Kang, 2013). 그러나 경영자의 기업지배력과 장기적 재무성장성 사이의 관계는 기업의 업력과 규모의 상호작용에 의해 그 효과가 조절될 수 있음을 주목해야 한다. 기업규모의 이중조절효과는 기업업력이 낮은 경우에 나타나고 있는데, 기업업력이 짧아 경영지식과 경험이 부족한 기업이 매출 규모도 작을 경우 경영안주가설을 지지하는 결과가 기업업력이 짧아도 매출 규모가 크면 이해일치가설을 지지하는 결과가 확인되었다. 특히 기업경영활동이 오래되지 않고 기업의 매출규모도 작은 기업에서는 경영자 지분율과 재무성장성 사이에 부적관계가 확인되었으므로 이를 토대로 마케팅 전략을 제안한다면 매출규모도 작고 기업업력이 짧은 기업일수록 기업의 경영지식은 축적되어 있지 않으나(Siggelkow, 2001) 기업경영활동에 따라 성과의 변화가 빠르게 일어날 수 있는 상황에 놓이게 되므로(Lee, 2002; Park et al., 2010; Shin, 2011) 기업가의 기업지배력을 확대하여 재무적 성과를 이끌어낼 수 없는 구조에 놓이게 된다. 오히려 업력이 오래되지 않은 기업은 혁신적 경영활동을 적극적으로 도입할 수 있도록 경영의사결정 권한을 집중화시키지 않고 유연한 기업지배구조를 확보하고 전략적 경영활동을 실행하는 하는 것이 도움이 될 수 있을 것으로 판단된다. 그러나 기업경영을 시작하고 빠른 기간 내에 매출의 규모가 확보된 이후에는 경영자 지분율과 재무성장성 사이의 정적 관계가 확인되었다. 경영 초기단계라고 하더라도 기업규모가 크면 기업 성장률을 높이는데 작용할 수 있어(Bhattacharya, 2014; Shin, 2011) 빠른 성장을 확인하는 중소 패션 기업과 같은 경우, 경영자가 기업지배력을 확보하여 기업 자원을 집중화시키고 적극적인 경영관리활동을 추진함으로써 기업의 재무적 성장성을 지속적으로 확보할 수 있을 것이다.

본 연구는 학문적, 실무적으로 몇 가지 의의와 시사점을 가진다. 우선 국내 패션산업은 매출의 규모가 작은 중소기업이 차지하는 비중이 매우 높으며, 이들의 기업경영에 있어 경영자와 기업지배구조는 중요한 역할을 한다. 특히 경영자의 기업지배력을 높이고 경영활동을 집중화시키는 것은 전략적으로 시도되어야 한다. 본 연구를 통해 기업가의 기업지배력이 실질적으로 기업의 재무적 성과에 미치는

영향을 확인함과 동시에 기업의 규모와 기업업력과 같은 기업의 특성에 따라 기업가의 기업지배력이 중요하게 작용할 수 있는 상황을 규명함으로써 기업 운영 시 경영전략의 이론적 토대를 제안하였다는데 의의가 있다. 또한 패션 중소기업의 기업 성장성을 평가하는데 있어 기업규모와 기업업력의 이중 조절효과를 확인함으로써 이를 토대로 다양한 재무성장성 평가에 관한 후속연구가 진행될 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구는 국내 기업재무제표를 공시할 의무를 가진 의류 및 잡화를 판매하는 패션기업 중 3년간 재무적 성과를 공시한 기업을 전수조사하여 재무적 성과를 파악하였다. 장기적 관점의 기업 성장성 추이를 파악하는데 있어 한계가 있으나, 국내 패션산업의 현황을 파악하고 종단적 관점의 재무성적을 분석하였다는데 의의가 있다. 본 연구의 결과를 토대로 향후 국내 패션기업의 성장흐름은 지속적으로 추적될 수 있으며, 기업의 성장성 평가에 대한 기초 자료로 활용될 수 있을 것이다. 그러나 본 연구에서는 동일한 시장환경기업의 재무적 성장을 확인하고자 국내 소매매출을 중심으로 보고되는 공시자료를 토대로 하여 국내기업이 해외 진출을 통한 기업 성장에 대한 부분은 배제되었다. 향후 연구에서는 본 연구의 결과를 토대로 국내뿐만 아니라 해외 기업 진출에 따른 경영활동과 기업지배구조가 기업의 성장에 어떠한 영향을 미치는지 거시적 안목에서 연구될 수 있을 것이다. 더불어 후속연구에서는 장기적인 관점에서 국내 패션기업의 기업성과 추이를 파악하기 위해 장기간의 축적된 자료를 토대로 기업성장성을 파악하는 것이 필요할 것이며, 다양한 패션기업환경적 요소를 고려하여 기업성과의 다차원적 관점의 평가가 이루어질 수 있을 것으로 사료된다.

References

- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106. doi:10.1111/0022-1082.00201
- Bhattacharya, M. (2014). Business growth, size and age: Evidence from the Business Longitudinal Survey (BLS) data in Australia. *Australian Economic Papers*, 53(3-4), 129-138. doi:10.1111/1467-8454.12027
- Cho, D. K., & Byun, M.-S. (2008). *Ownership structure and corporate governance for firm profitability: Evidence from Korea after the IMF economic crises*. Seoul: Korea Economic Research Institute.
- Choi, J. P., Ham, S. C., & Kim, H. T. (2003). A study on the relationships among corporate value, debt level, investment level and corporate ownership of Korean firms. *Journal of Korean Economics Studies*, 11, 5-44.
- Choi, W.-S., & Lee, W.-B. (2005). Is family ownership a determinant of firm performance? *Asian Review of Financial Research*, 18(1), 121-155.
- Choi, Y.-H., Shin, J.-K., & Kim, S.-H. (2003). The impact of top management, strategy, and structure on performance of small and medium sized firm. *The Asian Pacific Journal of Small Business*, 25(2), 103-125.
- Dunne, P., & Hughes, A. (1994). Age, size, growth and survival: UK companies in the 1980s. *The Journal of Industrial Economics*, 42(2), 115-140. doi:10.2307/2950485
- Dunne, T., Roberts, M. J., & Samuelson, L. (1989). The growth and failure of U. S. manufacturing plants. *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 671-698.
- Evans, D. S. (1987a). Tests of alternative theories of firm growth. *Journal of Political Economy*, 95(4), 657-674. doi:10.1086/261480
- Evans, D. S. (1987b). The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries. *The Journal of Industrial Economics*, 35(4), 567-581. doi:10.2307/2098588
- Geroski, P., & Gugler, K. (2004). Corporate growth convergence in Europe. *Oxford Economic Papers*, 56(4), 597-620. doi:10.1093/oeq/gpf055
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corpo-

- rate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381-402. doi:10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002
- Ha-Brookshire, J. E. (2009). Does the firm size matter on firm entrepreneurship and performance? US apparel import intermediary case. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 16(1), 132-146. doi:10.1108/14626000910932926
- Han, T. I. (2001). A study on relational model development between the performance and CEO characteristics of venture business. *Journal of Human Resource Management Research*, 2, 125-146.
- Heo, H. Y., & Yoon, B. S. (2013). A study on the effects of R&D investment on the companies' performances in KOSDAQ firms. *The Journal of Business Education*, 27(2), 161-187.
- Hymer, S., & Pashigian, P. (1962). Firm size and rate of growth. *Journal of Political Economy*, 70(6), 556-569. doi:10.1086/258716
- Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (1998). Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of consumer satisfaction. *Journal of Accounting Research*, 36, 1-35. doi:10.2307/2491304
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Jin, B. (2006). Performance implications of information technology implementation in an apparel supply chain. *Supply Chain Management: An International Journal*, 11(4), 309-316. doi:10.1108/13598540610671752
- Joh, S. W. (2003). Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 287-322. doi:10.1016/S0304-405X(03)00068-0
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *The American economic review: Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, USA*, 90(2), 22-27.
- Kim, D. L., & Lim, K. S. (2011). The effectiveness of ownership structure on the financial performance of construction and manufacture industries. *Journal of the Korea Academia-Industrial Cooperation Society*, 12(7), 3062-3071. doi:10.5762/KAIS.2011.12.7.3062
- Kim, S. W., Kwak, Y. H., & Choi, K. H. (2005). A study on the relationship between quality performance and financial performance. *Journal of the Korean Production and Operations Management Society*, 16(2), 153-179.
- ktnews. (2015, August 7) 2015 패션시장조사사업 - 매출 45조4000억...스포츠 질주 속 캐주얼 확장세 [2015 Fashion market research business - Sales of 45.4 trillion...sports wear massive growth and casual wear uptrend]. *The Korea Fashion & Textile News*, Retrieved August 30, 2015, from http://www.ktnews.com/sub/view.php?cd_news=95182
- Kumar, M. S. (1985). Growth, acquisition activity and firm size: Evidence from the United Kingdom. *The Journal of Industrial Economics*, 33(3), 327-338. doi:10.2307/2098540
- Kwon, Y.-K., Kim, J.-M., & Kim, E.-S. (2013). Relationship between ownership structure and performance and value of Korean pharmaceutical firms. *Journal of Industrial Economics and Business*, 26(4), 1811-1834.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. doi:10.1111/0022-1082.00115
- Lee, H.-G., & Son, Y.-G. (2009). The effect of corporate governance on financial performance and firm value. *Korean Journal of Accounting Research*, 14(2), 317-339.
- Lee, I. K. (2001). Korean enterprises' growth, survival,

- and variability of growth by age. *Journal of Korean Economy Studies*, 7, 5-35.
- Lee, I. K. (2002). An empirical study on Korean enterprises' growth dynamics. *Kukje Kyungje Yongu*, 8(1), 85-110.
- Lee, S. W., & Kim, N. L. (2012). Ownership structure and firm performance: Empirical evidence from Korean business groups. *Korea Journal of Business Administration*, 25(4), 2209-2232.
- Lim, H.-J., & Choi, J.-S. (2012). The effect of ownership concentration on firm performance: Static and dynamic panel data analysis. *Korean Journal of Business Administration*, 25(8), 3265-3291.
- Liu, J.-T., Tsou, M.-W., & Hammitt, J. K. (1999). Do small plants grow faster? Evidence from the Taiwan electronics industry. *Economics Letters*, 65(1), 121-129. doi:10.1016/S0165-1765(99)00126-3
- Lotti, F., Santarelli, E., & Vivarelli, M. (2003). Does Gibrat's law hold among young, small firms? *Journal of Evolutionary Economics*, 13(3), 213-235. doi:10.1007/s00191-003-0153-0
- Lucas, R. E. (1967). Adjustment costs and the theory of supply. *Journal of Political Economy*, 75(4), 321-334. doi: 10.1086/259289
- Mansfield, E. (1962). Entry, Gibrat's law, innovation, and the growth of firms. *The American Economic Review*, 52(5), 1023-1051.
- Mata, J. (1994). Firm growth during infancy. *Small Business Economics*, 6(1), 27-39.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612. doi:10.1016/0304-405X(90)90069-C
- Mills, D. E., & Schumann, L. (1985). Industry structure with fluctuating demand. *The American Economic Review*, 75(4), 758-767.
- Mol, M. J., & Birkinshaw, J. (2009). The sources of management innovation: When firms introduce new management practices. *Journal of Business Research*, 62(12), 1269-1280. doi:10.1016/j.jbusres.2009.01.001
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315. doi:10.1016/0304-405X(88)90048-7
- Nam, H.-J., & Yu, S.-H. (2012). The relationship between insider ownership and firm performance in up and down markets. *Management Information Systems Review*, 31(1), 45-63.
- Oh, H.-S., & Choe, K.-H. (2011). The effects of corporate governance on operating performance and firm value: Empirical analysis of governance ratings of Corporate Governance Service (CGS). *Korean Corporation Management Review*, 38, 41-65.
- Oliveira, B., & Fortunato, A. (2006). Firm growth and liquidity constraints: A dynamic analysis. *Small Business Economics*, 27(2-3), 139-156. doi:10.1007/s11187-006-0006-y
- Park, S.-M., & Kang, S.-H. (2013). The impact of firm age and size on the adoption of management innovations: Moderating effects of external knowledge search. *Korea Journal of Business Administration*, 26(7), 1753-1770.
- Park, Y., Shin, J., & Kim, T. (2010). Firm size, age, industrial networking, and growth: A case of the Korean manufacturing industry. *Small Business Economics*, 35(2), 153-168. doi:10.1007/s11187-009-9177-7
- Preacher, K. J., & Hayes, A. F. (2004). SPSS and SAS procedures for estimating indirect effects in simple mediation models. *Behavior Research Methods, Instruments, & Computers*, 36(4), 717-731. doi:10.3758/bf03206553
- Samuels, J. M. (1965). Size and the growth of firms. *The Review of Economic Studies*, 32(2), 105-112.
- Seo, D.-S., Park, J.-K., & Hong, Y.-E. (2009). The differential properties of firm performance by family ownership. *Korean Journal of Business Administration*, 22(6), 3379-3407.
- Shin, D.-R. (2011). An empirical study on the relationship between firm size, age and growth of Korean manufacturing companies. *The Korean-*

- Japanese Journal of Economics & Management Studies*, 51, 67-92.
- Siggelkow, N. (2001). Change in the presence of fit: The rise, the fall, and the renaissance of Liz Claiborne. *Academy of Management Journal*, 44(4), 838-857. doi:10.2307/3069418
- Singh, A., & Whittington, G. (1975). The size and growth of firms. *The Review of Economic Studies*, 42(1), 15-26.
- Sung, H.-Y. (2000). An empirical study on the firm growth, size and age with Korean manufacturing firms. *The Korean Journal of Industrial Organization*, 8(2), 71-85.
- Sung, H.-Y. (2003). A study on growth factors of foreign direct investment firms. *The Korean Journal of Industrial Organization*, 11(2), 29-45.
- Teruel-Carrizosa, M. (2010). Gibrat's law and the learning process. *Small Business Economics*, 34(4), 355-373. doi:10.1007/s11187-008-9127-9
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417. doi:10.1016/j.jfineco.2004.12.005
- Yasuda, T. (2005). Firm growth, size, age and behavior in Japanese manufacturing. *Small Business Economics*, 24(1), 1-15. doi:10.1007/s11187-005-7568-y