

# 경기침체기의 다각화전략과 성과에 대한 최고경영자 나르시시즘의 영향과 기업지배구조의 조절효과에 대한 연구<sup>†</sup>

유재욱\*

## <요 약>

경영전략 분야의 연구자들은 그동안 전략선택과 성과에 대한 최고경영자의 인구통계학적 특성과 경험의 영향에 대한 다수의 연구를 진행해 왔다. 반면 리더십 유형의 심리적이고 다면적 요소들이 기업의 전략과 성과에 미칠 수 있는 영향에 대한 실증분석 연구는 정보수집과 변수측정의 어려움으로 인해 충분히 이뤄지지 못해 왔는데, 특별히 한국을 포함하는 신흥국 기업 최고경영자의 리더십 유형에 대한 연구는 매우 부족한 실정이다. 이와 같은 선행연구들의 한계를 극복하기 위하여 본 연구는 경기침체기 동안 기업 활동과 성과에 증대한 영향을 미칠 것으로 예상되는 대표적인 최고경영자의 리더십 유형으로서 나르시시즘을 소개하고, 이와 같은 최고경영자의 리더십 유형이 장기적인 경기침체가 본격화된 글로벌 금융위기 이후 국내 상장사들의 다각화전략과 성과에 미친 영향과, 이들 간의 관계에 대한 기업지배구조시스템의 조절효과를 실증적으로 분석하여 제시하는 것에 주된 목적을 두고 실행되었다. 국내 유가증권시장에 상장되어 있는 대기업을 대상으로 다년간의 자료를 수집하여 분석한 결과에 따르면 국내기업 최고경영자들의 나르시시즘과 고위험 고수익(high-risk and high-return) 전략인 다각화전략 간에는 유의한 정(+)의 관계가 있고, 이들 간의 관계는 기관투자자들의 감시기능에 의해 약화되는 것으로 나타났다. 이는 국내기업들이 최고경영자의 나르시시즘적 리더십을 활용하여 경기침체기 동안 보다 과감한 다각화 전략을 실행할 수 있지만, 최고경영자의 기회주의적이고 이기적인 목적으로 인한 과도한 수준의 다각화를 방지하기 위해선 기관투자자들의 감시와 통제 역할을 효과적으로 활용할 수 있어야 함을 보여주는 결과이다. 본 논문의 결론에서는 실증분석 결과에 기초하여 장기화되고 있는 경기침체기에 직면한 우리 기업들에게 이론적·실무적 차원의 중요한 시사점들을 제시하였다.

핵심주제어: 경기침체기, 리더십, 나르시시즘, 다각화전략, 기업지배구조

논문접수일: 2016년 09월 27일    수정일: 2016년 10월 24일    게재확정일: 2016년 10월 28일

<sup>†</sup> 이 논문은 2015년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임 (NRF-2015S1A5A8011679)

\* 주저자, 건국대학교 경영학과 교수, jwyo0@konkuk.ac.kr

## I. 서론

2008년 미국발 금융위기 이후로 장기적인 글로벌 경기침체가 지속되고 있다. 국제통화기금(IMF)은 2016년에도 세계경제의 평균성장률이 3% 초반 대에 그칠 것으로 예측했는데, 이는 유로존과 신흥시장경기의 지속적인 둔화, 금융부실과 자산가격 하락, 영국의 EU탈퇴 등 다수의 충격요인들이 복합적으로 작용하여 세계경제의 동반침체가 심화되고 있음을 반영하는 결과이다. 글로벌 경기침체는 대외교역 의존도가 높은 한국경제에 큰 충격으로 다가왔는데, 주요국들의 양적완화 정책과 출구전략들이 뒤섞여 한국경제에 대한 전망은 매우 불확실한 상태를 나타내고 있다. 그리고 이를 반영하듯 최근까지 사상 유례가 없었던 저조한 성장세를 나타냈는데, 최근 발간된 보고서에서는 “현재의 저성장 기조가 지속 기간, 규모, 변화의 심각성 측면에서 과거의 불황기들과는 차원이 다르기 때문에 기업의 근본적인 변화가 요구된다”는 우려가 제기되었다(삼성경제연구소, 2013). 즉 현재와 같이 불확실성이 높은 장기적인 저성장 침체기에서 기업은 시장의 환경변화와 각 기업 상황에 부합하는 사업구조와 전략의 변화를 적극적으로 모색해야 한다는 것이다.

여기서 흥미로운 것은 경기침체로 인한 소비 위축과 경쟁심화는 일반적으로 많은 기업들의 성과에 부정적인 영향을 미치지만, 그 정도는 보유 자원 및 전략과 같은 기업내부의 특성들로 인해 현격한 차이를 나타낼 수 있다는 것이다. 심지어 일부기업들은 변화된 환경에 부합하는 신속한 변화를 도모하여 침체된 경기상황에서 오히려 향상된 성과를 달성하기도 한다(Carreira and Silva, 2010; Pearce and Michael, 2006). 그렇다면 현재와 같은 경기 침체기에서 기업 간의 전략선택과 성과의 차이는 어떤 요인들에 의해

영향을 받는 것일까? 물론 이를 소수의 몇 가지 요인들만으로 설명할 수는 없지만, 기업운영 방식에 미치는 최고경영자의 영향에 대한 이론과 선행연구들(e.g., Carpenter, Geletkanycz, and Sanders, 2004; Certo et al., 2006)은 경기 침체기에는 최고경영자의 리더십이 기업의 전략과 성과에 보다 더 중대한 영향을 미칠 수 있음을 강조해 왔다(Campbell and Campbell, 2009). 따라서 본 연구에서는 경기침체기 동안 기업의 전략선택과 성과에 영향을 미칠 수 있는 대표적인 최고경영자의 리더십 유형으로서 ‘나르시시즘(narcissism)’을 소개하고, 본격적인 경기침체가 시작된 이후 발생한 국내 주요기업들의 다각화 전략과 성과에 미친 이들의 영향을 분석하여 제시하는데 첫 번째 목적을 두었다.

나르시시즘은 환경평가, 전략선택, 조직관리 방식 등을 포함하는 최고경영자의 다양한 의사결정과 행위에 영향을 미칠 수 있는 다면적이고 심리적인 특성으로서(Kets de Vries and Miller, 1985), 사회심리학(social psychology)과 조직행위(organizational behavior) 분야의 연구에서 주로 다뤄져 왔다(Campbell et al., 2011). 그리고 최근 일부 학자들은 선행연구들을 통해 나르시시즘이 최고경영자의 위험감수성과 의사결정에 미치는 영향에 대한 연구를 실행해 왔는데, 이들은 주로 나르시시즘의 부정적인 효과를 강조하고 있다(Amermic and Craig, 2010; Chatterjee and Hambrick, 2011; Li and Tang, 2010; Resick et al., 2009). 하지만 사실 최고경영자의 나르시시즘은 기업 운영과 성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 요소들을 내포하고 있다(Patel and Cooper, 2014). 따라서 부정적인 영향을 미칠 수 있는 요소들의 효과를 최소화하는 반면, 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 요소들의 효과를 극대화할 경우 오히려 효과적인 기업운영과 성과향상에 도움이 될 수 있을 것이다. 이

같은 관점에서 본 연구에서는 거대 인수합병 등 위험성이 높은 투자를 증가시켜 성과에 미칠 수 있는 부정적인 영향에 연구의 초점을 맞춰왔던 선행연구들(Chatterjee and Hambrick, 2007, 2011; Pearce and Michael, 2006)과 달리 나르시시즘의 다면적 특성들이 다각화전략과 기업성과에 미치는 영향을 조절해 줄 수 있는 기업지배구조시스템들의 통제효과를 실증적으로 분석하여, 저성장 장기침체에 직면한 국내기업들에게 변화된 환경에 부합하는 적극적인 사업구조의 변화와 성장을 도모하기 위한 구체적인 실행방안을 제시하는데 두 번째 목적을 두었다. 리더쉽 유형의 심리적이고 다면적 요소들이 한국기업의 전략과 성과에 미칠 수 있는 영향과 이들에 대한 통제효과를 실증 분석하였다는 측면에서 본 연구는 선행연구들과 차별화되는 특성을 가지고 있다.

## II. 이론적 배경

### 1. 최고경영자 나르시시즘

그리스 신화의 등장인물인 “Narcissus”에 어원을 두고 있는 나르시시즘에 대한 초기 연구들(e.g., Raskin and Hall, 1979; Emmons, 1987; Raskin, Novacek, and Hogan, 1991)은 주로 나르시시즘을 정의하고, 구성요소들의 특성을 설명하는데 초점을 두고 있었다. 이들의 연구결과와 주장들을 종합해보면 나르시시즘은 타인으로부터 존경을 받고자 하는 강한 욕망, 자신의 역량에 대한 굳건한 믿음, 리더의 역할과 권한에 대한 강한 욕구 등으로 설명되는 다면적인 특성을 가지고 있으며, 쉽게 바꾸기 어렵고 장기간 지속되는 경향을 나타낸다(Raskin and Terry, 1988; Watson and Biderman, 1993). 또한 높은 수준의

나르시시즘을 소유하고 있는 개인은 외부평가에 민감하게 반응하는데(Rhodewalt, Madrian, and Cheney, 1998), 특별히 자신에 대한 부정적인 평가에 대해서는 매우 적극적이고 공격적인 반응을 나타내는 경향이 있다(Kernis and Sun, 1994; Rhodewalt and Morf, 1998).

인간의 개인적이고 심리적인 특성으로서 나르시시즘은 ‘인지적 요소’와 ‘동기적 요소’들을 함께 포함하고 있다(Chatterjee and Hambrick, 2007). 인지적 요소들에 기초한 주장에 의하면 높은 수준의 나르시시즘을 소유하는 개인의 경우 자신의 지식, 기술, 창조력, 역량, 리더쉽을 주관적인 관점에서 더 높게 평가하는 경향을 나타낸다(John and Robins, 1994; Farewell and Wohlwend-Lloyd, 1998). 즉 업무역량과 관련한 자신의 능력을 객관적으로 평가되는 수준 이상으로 과신하는 경향을 나타낼 수 있는 것이다(Campbell, Goodie, and Foster, 2004). 또한 동기적 요소들에 기초한 주장들에 의하면 인간은 나르시시즘으로 인해 자신의 우수성을 확인하고자 하는 욕구를 가지며, 특별히 외부로부터 이를 확인받고자 하는 경향을 나타낸다. 그리고 이 같은 요소들은 외부의 긍정적인 평가와 칭찬을 통해 충족되기 보다는 오히려 지속적으로 심화되는 특성을 나타내기 때문에(Wallace and Baumeister, 2002), 높은 위험 감수성에 기초한 과감한 변화를 도모하는 원동력이 될 수 있다(Bogart, Benotsch, and Pavlovic, 2004).

최고경영자가 일반인들에 비해 더 높은 수준의 나르시시즘을 소유하는지에 대한 논쟁(e.g., Gupta and Govindarajan, 1984)와 관련하여 일부 학자들은 권력소유와 타인에 대한 영향력 행사를 선호하고, 자기 과신적인 특성을 갖는 나르시시스트들이 최고경영자가 될 수 있는 보다 높은 가능성을 가지고 있다는 의견을 제시하였다(Raskin, Novacek, and Hogan, 1991). 반면 다른

학자들은 극단적으로 높은 수준의 나르시시즘을 소유한 사람은 개인주의적 성향의 의사결정과 행위들로 인해 최고경영자가 되기 어렵다는 주장을 제시하였다. 결국 이들의 주장을 종합해보면 최고경영자들은 극단적으로 높은 수준의 나르시시즘을 가지고 있지는 않지만, 일반인들과 비교할 때 상대적으로 더 높은 수준의 나르시시즘을 소유하고 있을 가능성이 높다는 사실을 유추해 볼 수 있다(Miller and Toulouse, 1986).

따라서 기업 전략 및 성과에 대한 최고경영자 나르시시즘의 영향에 대한 연구는 매우 중요한 가치를 제공해 줄 수 있는데, 이 같은 관점에서 최근 최고경영자의 나르시시즘이 기업의 운영방식에 미칠 수 있는 영향에 대한 연구들이 서구 기업들을 대상으로 활성화되고 있다. 연구결과에 의하면 높은 수준의 나르시시즘을 나타내는 최고경영자들은 점진적 변화보다 급진적인 변화를 추진할 수 있는 전략을 선호하며, 이로 인해 매우 높거나 낮은 극단적인 성과를 창출할 가능성이 높고, 창출되는 성과의 유동성도 상대적으로 더 크다는 주장이 제기되었다(Chatterjee and Hambrick, 2007).

## 2. 다각화전략과 대리인문제

다각화는 주주에게 이익과 비용을 모두 유발시킬 수 있는 양면적인 특성이 있다. 먼저 다각화가 기업가치 향상에 도움이 된다는 주장에 의하면 각 사업부문이 독립적으로 운영되는 경우보다 하나의 기업 내에서 함께 운영될 경우 시너지효과와 효율성이 향상되어 수익성이 높아질 수 있다(Berger & Ofek, 1995). 또한 다양한 사업들을 결합한 이익의 흐름이 발생하기 때문에 이익변동성을 축소시킬 수 있고, 부채부담능력을 강화하여 세금 절감효과를 창출할 수 있으며(김

병곤과 김동욱, 2005; Lewellen, 1971), 비 다각화 기업들보다 상대적으로 높은 생산효율성을 달성할 수 있다(Schoar, 2002). 특별히 현재 경기침체에 직면한 국내 기업들은 과도한 내부유보에도 불구하고 소극적인 투자로 인해 사회적 비난을 받고 있는데, 다각화는 기업들이 보다 적극적이고 효율적인 보유자원의 활용을 통해 과소 투자 문제를 해소하고 매력적인 투자 안들에 더 많이 투자할 수 있도록 해준다(Stulz, 1990). 즉 기업의 대표적인 성장전략으로서 다각화는 전략적으로 수립되고 실행될 경우, 기업의 경쟁력 향상에 도움이 되어 경영자뿐만 아니라 소유자인 주주의 이익 향상에도 기여하는 것이다(유재욱, 2010).

하지만 이 같은 주장들에도 불구하고 많은 학자와 실무자들은 다각화를 현대 사회의 기업들이 직면할 수 있는 대표적인 ‘대리인문제(agent problem)’로 지적하고 있는데, 이는 사업 부문의 다각화를 통해 달성될 수 있는 일부 이득에 대해서는 소유자가 아닌 경영자들만이 수혜자가 될 수 있기 때문이다(Hoskisson and Turk, 1990). 구체적으로 다각화가 수반하는 기업규모의 확대와 경영의 복잡성 증대는 경영성과에 관계없이 경영자들의 보수를 높일 수 있게 해준다(Geletkanycz, Boyd and Finkelstein, 2001). 또한 다각화로 인한 기업 규모의 확대는 경영자들의 고용위험(employment risk)을 감소시켜 준다(Wright, Kroll and Elenkov, 2002). 즉 다각화를 통해 거대화된 복합기업을 운영할 경우 경영자는 하나의 사업부문에서의 저조한 성과를 다른 사업부문에서의 성과로 상쇄(trade off)할 수 있기 때문에 해고의 가능성을 낮출 수 있으며, 더불어 해고 시에도 거대한 기업 경영에 대한 경험을 인정받아 재취업이 보다 용이해질 수 있는 것이다(Finkelstein and Hambrick, 1989).

### 3. 한국기업의 지배구조시스템

기업은 주주, 종업원, 경영자, 고객, 지역사회, 정부 등 다양한 내·외부 이해관계자들 간의 관계로 구성된다(Combs et al., 2007; Fama, 1980). 기업지배구조는 이러한 이해집단들 간의 관계를 규정하는 규범이며 행동양식으로서, 최소의 비용으로 다양한 이해관계자의 이익을 극대화시키기 위한 시스템이다(이영기, 1996; Herman, 1981). 또한 기업경영의 관점에서 보면 소유와 경영이 분리됨에 따라 소유자인 주주와 대리인인 경영자 간의 상충되는 이해관계를 조정하고 규율하기 위한 제도적 장치라고 볼 수 있다. 즉 기업이 어떤 사업부문에서 경쟁하며, 그것을 위해 어떻게 자원을 배분할 것인지를 포함하여 기업운영과 관련한 중대한 의사결정권한을 행사하는 대리인을 감독하고, 주주의 이해관계와 이익을 보호하는 역할을 수행한다(정희수와 조운형, 2003).

기업지배구조는 1997년 외환위기 이후 한국 기업들에게 가장 중요한 이슈가 되어왔다. 이는 국제통화기금(IMF)으로부터 구제 금융을 받는 과정에서 한국 경제성장의 원동력이 되었던 대기업과 금융기관들의 지배구조시스템 결함이 경제위기의 주범으로 지적되었고, 이에 대한 개선이 개혁의 핵심과제로 제기되었기 때문이다. 기업경쟁력의 기반으로서 지배구조의 결정은 누구를 위해 기업이 경영되는가라는 이슈에 영향을 미치고, 이는 다시 기업의 경영목표와 운영방식에 영향을 미치는 순환적 구조를 가지고 있다(강준구, 박영서와 정균화, 2001). 과거 한국정부는 기업을 강력히 통제하고 지원하며, 외형적인 성장을 추구하는 경제정책을 추진하였고, 이에 맞춰 기업의 소유경영자들은 규모의 확장을 위한 과감한 투자이사 결정을 실행해 왔다. 하지만 불확실성이 증대되고 정부의 기업통제가 축소됨에 따라 소유경영자들의 무분별한 확장경영이 결국

기업경쟁력을 약화시킨 주요 원인으로 지적되었고, 전문경영인들을 통해 이를 개선하고자 하는 노력이 이루어져 왔다(김용민, 2000). 즉 과거의 고도경제 성장기 때와 달리 무분별한 외형중심의 경영이 수익창출로 연계되지 않기 때문에, 현대사회에서는 효과적인 지배구조시스템의 활용이 더욱 중요해진 것이다(장예지와 유재욱, 2016; 주혜려와 유재욱, 2014).

기업지배구조에는 내부의 통제기구인 이사회와 소유구조와 관련한 시스템인 기관투자자와 외국인투자자의 감시와 통제기능이 포함된다(김애현과 유재욱, 2013; 유재욱과 김광수, 2008). 이사회는 그 구성에 있어 독립적인 사외이사의 비율을 높여 감시와 통제기능을 강화할 수 있다. 한국 정부는 1998년부터 모든 상장사(자산총액이 1천억원 미만인 벤처기업 제외)들에 대해 의무적으로 총 이사수의 1/4 이상을 사외이사로 선임하도록 하고 있다. 기관투자자는 통상적으로 대규모의 자금을 운용하는 법인형태의 투자자로서 장기적인 투자성향을 보이며 개인투자자들보다 정보의 수집과 분석 능력이 탁월하여 경영자들의 기회주의적인 행위를 통제하고 조정하는 기능을 발휘할 수 있다. 또한 기관투자자들과 마찬가지로 외국인투자자들도 우수한 기업정보 수집 및 분석능력에 기초하여 경영자들의 부적절한 행동을 감시하고 주주의 이익을 극대화하여 궁극적으로 기업가치 향상에 기여할 수 있다(Walsh & Seward, 1990)

## III. 연구 가설

### 1. CEO 나르시시즘과 다각화전략

나르시시스트들은 긍정적인 결과를 유발하는 미래 사건의 발생가능성에 대한 반응을 나타내

는 ‘접근동기(approach motivation)’와 부정적인 결과를 유발하는 미래 사건의 발생가능성에 대한 반응을 나타내는 ‘회피동기(avoidance motivation)’와 관련하여 상대적으로 높은 수준의 접근동기와 낮은 수준의 회피동기를 나타낸다(Campbell, 2001; Foster, Misra, and Reidy, 2009). 그리고 자신의 역량을 주관적인 관점에서 더 높게 평가받고자 하는 높은 인지적 요소와 자신의 우수성을 외부로부터 높게 인정받고 싶어 하는 강한 동기적 요소로 인해 높은 수준의 자아실현 및 과시에 대한 욕구를 소유하며, 이를 달성하기 위한 높은 수준의 성장지향성을 나타낼 수 있다(Lewellen, 2006). 따라서 이와 같은 나르시시즘의 다면적 특성들은 최고경영자(CEO)의 의사결정과 행위에 영향을 미칠 수 있는데, 특별히 높은 수준의 접근동기로 인한 “고위험 고수익(high-risk and high-return)” 투자성향은 최고경영자가 다각화를 통한 사업구조의 변화를 보다 과감하게 추진하는 요인이 될 수 있다(Chatterjee and Hambrick, 2011; Lubit, 2002). 따라서 최고경영자들의 나르시시즘과 경기침체에 직면한 한국기업들의 다각화전략 간의 관계에 대한 다음과 같은 가설을 제시하였다.

가설1. CEO 나르시시즘과 기업의 다각화전략 간에는 정(+)의 관계가 있다.

앞서 기술한바와 같이 최고경영자들의 나르시시즘은 기업가치 향상에 도움이 되지 않는 비전략적 동기에 기초한 다각화를 증가시킬 수 있다. 구체적으로 나르시시즘의 접근동기와 회피동기, 인지적 요소와 동기적 요소들은 심리적이고 다면적이고 복합적인 효과를 발생시켜 최고경영자의 개인적인 성향에 근거한 과도한 다각화를 유발시킬 수 있는데, 이 같은 경영자의 의사결정과 행위로 인한 대리인 문제는 특별히 불확실성

이 높은 경기침체에 더욱 두드러지게 나타날 수 있다(Finkel et al., 2006). 따라서 기업들은 다양한 지배구조시스템들을 활용하여 최고경영자의 나르시시즘으로 인한 과도한 다각화 전략 추진 성향을 전략적인 범위에서 통제하고 조정해야 할 필요가 있다(Chatterjee and Hambrick, 2011). 이 같은 주장에 근거하여 본 연구에서는 이사회 구성방식 및 소유구조를 활용한 지배구조시스템들(i.e., 사외이사비율, 기관투자자 지분 보유, 외국인투자자 지분보유)이 최고경영자의 나르시시즘으로 인한 다각화전략에 대한 비 전략적 동기를 통제하고 조정해 줄 수 있을 것으로 예상하여 다음과 같은 가설을 제시하였다.

가설2-1. 이사회외 사외이사비율은 CEO 나르시시즘과 기업의 다각화전략 간의 정(+)의 관계를 약화시킬 것이다.

가설2-2. 기관투자자의 보유지분은 CEO 나르시시즘과 기업의 다각화전략 간의 정(+)의 관계를 약화시킬 것이다.

가설2-3. 외국인투자자의 보유지분은 CEO 나르시시즘과 기업의 다각화전략 간의 정(+)의 관계를 약화시킬 것이다.

## 2. CEO 나르시시즘과 기업성과

기업성과에 대한 나르시시즘의 영향과 관련하여 일부 학자들은 최고경영자의 나르시시즘에 기초한 카르스마적인 특성들은 과감한 사업구조 조정과 연구개발투자를 강화시키는 요인이 될 수 있기 때문에 경기침체에 직면한 기업들의 성과향상에 도움이 될 수 있다고 주장하였다(Latham and Braun, 2011; Ghemawat, 1993). 반면 또 다른 학자들은 거대 인수합병과 위험성이 높은 투자를 증가시킬 수 있는 최고경영자의 나르시시즘은 손실의 가능성이 높은 부주의한 선

택을 유발할 수 있기 때문에 성과에 부정적 영향을 미칠 수 있음을 경고하였다(Lakey et al., 2008; Sanders and Hambrick, 2007). 특별히 이들은 과감한 투자와 변화가 요구되는 경제 성장기와 회복기에서와 달리, 위험과 불확실성이 높은 침체기에서는 기업성과에 대한 최고경영자 나르시시즘의 부정적인 효과가 긍정적인 효과를 초과하여 발생할 수 있음을 경고하였다(Patel and Cooper, 2014). 따라서 본 연구에서는 최고경영자들의 나르시시즘과 저성장 장기침체에 직면한 한국기업들의 성과 간의 관계에 대한 다음과 같은 가설을 제시하였다.

가설3. CEO 나르시시즘과 기업 성과 간에는 부(-)의 관계가 있다.

최고경영자의 나르시시즘으로 인한 높은 수준의 '접근 동기'는 불확실성과 위험성이 높은 투자를 유발하여 경기침체에 직면한 기업의 성과를 악화시킬 수 있다(Pearce and Michael, 2006). 반면 나르시시스트적인 최고경영자들의 높은 자아실현 욕구, 시장 기회에 대한 적극적인 포착 및 활용 노력, 다양한 외부환경 및 전략변화에 대한 폭넓은 수용성은 장기적인 침체에 직면한 기업의 적극적인 사업구조 변화를 가능하게 하여 기업성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(Finkle et al., 2006). 또한 부정적 결과를 초래할 수 있는 미래 사건의 발생가능성을 낮게 평가하는 '회피 동기'는 조직구성원들의 예상되는 반발을 낮게 평가하게 하는 요인이 되어, 최고경영자가 보다 과감한 구조조정과 비용절감을 추진할 수 있도록 해준다.

이와 같이 다면적 특성을 갖는 최고경영자의 나르시시즘은 성과에 부정적인 영향을 미치는 요소들뿐만 아니라, 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 요소들을 함께 내포하고 있다(Lubit, 2002).

따라서 부정적인 영향을 미칠 수 있는 잠재적인 요소들을 지배구조시스템을 활용하여 효과적으로 통제할 경우, 기업은 최고경영자의 나르시시스트적 성향을 활용하여 성과 향상을 도모할 수 있을 것으로 기대된다. 따라서 본 연구에서는 최고경영자 나르시시즘과 기업성과 간의 관계에 대한 지배구조시스템의 조절효과를 가정하고 다음과 같은 가설을 제시하였다.

가설4-1. 이사회 의 사외이사비율은 CEO 나르시시즘과 기업성과 간의 부(-)의 관계를 약화시킬 것이다.

가설4-2. 기관투자자의 보유지분은 CEO 나르시시즘과 기업성과 간의 부(-)의 관계를 약화시킬 것이다.

가설4-3. 외국인투자자의 보유지분은 CEO 나르시시즘과 기업성과 간의 부(-)의 관계를 약화시킬 것이다.

## IV. 분석 방법

### 1. 자료수집

연구표본은 국내 유가증권시장에 상장되어 있는 대기업들로 선정하였다. 표본기업을 유가증권시장에 상장된 대기업으로 제한한 이유는 두 가지이다. 첫째, 유가증권시장은 가장 오래된 국내 증권시장으로서 규모가 크고 오랜 역사를 가진 대표적인 기업들을 포함한다. 따라서 이들을 분석함으로써 연구결과의 신뢰도를 높이고 일반성(generality)을 강화하는데 도움이 되기 때문이다. 둘째, 연구의 주요자료인 최고경영자 나르시시즘에 대한 정보를 연차보고서, 지속가능보고서, 언론정보 등의 이차자료들을 통해 획득해야 하는데, 역사가 짧고 규모가 작은 기업에 대해서는

이와 같은 이차자료들을 획득하는 것이 불가능하기 때문이다.

연구기간은 2008년 글로벌 금융위기 이후 세계적인 경기침체가 장기화되기 시작한 2011년부터 가장 최근의 자료수집이 가능한 2014년까지의 총 4년으로 설정하였다. 가설들에 대한 실증 분석을 위해 필요한 정보들(기업규모, 설립연도, 산업구분, 다각화정도, 최고경영자의 나이와 임기, 이사회 구성 및 주주 관련 정보, 성과지표 자료 등)은 각 기업들의 감사보고서, 금융감독원의 전자공시 사이트(DART), KIS-VALUE 데이터베이스에서 수집하였다.

## 2. 변수측정

최고경영자들의 심리적 요인을 통해 파악할 수 있는 나르시시즘에 대한 객관적인 자료는 설문 등을 통한 일차자료의 수집자체가 어려우며, 이와 같은 방식으로 수집한 자료들의 신뢰성을 확보하기도 매우 어렵다(Patel and Cooper, 2014). 따라서 선행연구들에서는 연차보고서, 지속가능보고서, 언론자료 등 이차자료들에 대한 조사를 통해 수집한 정보들을 최고경영자 나르시시즘의 대용치(proxy)로 사용해 왔는데, 본 연구에서는 관련 선행연구들에 대한 검토 결과에 따라 독립변수인 최고경영자 나르시시즘을 구조적 문헌조사를 통해 수집한 다음과 같은 두 가지 자료의 복합지표로 측정하였다. 첫째, 기업들의 지속가능보고서에 포함된 최고경영자 사진의 구성과 크기이다. 구체적으로 보고서에 나온 사진이 최고경영자의 독사진이며 반쪽 이상의 크기일 경우 4점을, 독사진이며 반쪽 이하의 크기일 경우 3점을, 독사진이 아닌 경우 2점을, 최고경영자의 사진이 포함되지 않았을 경우에는 1점으로 측정하였다. 둘째, 언론재단 홈페이지에 포함된 모든 경제일간지들에 대한 ‘구조적 문헌조사(structur-

ed content analysis)’를 실행하여 분석대상 기업과 관련한 언론자료들에서 최고경영자를 지칭한 호칭의 수를 전체 글자 수로 나눈 비율을 측정하였다. 다음으로는 측정한 두 가지 자료들의 복합지표로서 각 변수들에 대한 ‘표준화된 평균값(standardized mean)’을 산출하여 통계 분석에서 최고경영자 나르시시즘 변수로 포함하였다.

첫 번째 연구모델의 종속변수인 다각화정도는 분석대상 기업의 감사보고서에 기재된 사업부문의 총수로 측정하였고, 두 번째 연구모델의 종속변수인 성과는 기업이 보유하고 있는 자산을 얼마나 잘 운용했는지를 나타내는 지표인 ‘총자산이익률(ROA: Return on Asset)’로 측정하였다. 또한 조절변수인 지배구조시스템과 관련해서는 사외이사비율(사외이사수/총 이사수), 기관투자자 지분율(기관투자자 지분/전체 지분), 외국인투자자 지분율(외국인투자자 지분/전체 지분)의 세 가지 변수를 측정하여 분석에 포함하였다. 마지막으로 통제변수로는 총자산의 로그값으로 측정된 기업규모, 현재연도에서 설립연도를 뺀 값으로 측정된 기업연령, 더미변수(제조업은 1로 서비스업은 0)로 측정된 산업구분, 최고경영자의 연령, 재임 개월 수로 측정된 임기를 포함하였다.

## 3. 분석모델

다각화전략은 최고경영자의 나르시시즘적 성향으로 인해 영향을 받을 수 있는 대표적인 성장전략이다. 하지만 최고경영자의 나르시시즘은 경기침체기 동안 다각화 이외의 또 다른 전략들(e.g., 인수합병, 사업구조조정, 비용절감, 연구개발투자)에도 유의미한 영향을 미칠 수 있을 것이다(Chatterjee and Hambrick, 2007; Latham and Braun, 2011). 따라서 본 연구에서는 다각화 성장전략을 최고경영자 나르시시즘과 기업성과 간의 관계에 대한 ‘매개변수(mediator variable)’로





5. CEO연령	58.57	8.67	1.06	-.05	.09	.01	-.15**	1							
6. 임기	81.89	22.35	1.22	-.07	-.06	.12*	.12**	-.01	1						
7. ROA <sub>t-1</sub>	4.52	4.59	1.52	0.37**	-.05	-.10*	.07	-.04	-.11*	1					
8. 나르시시즘	0.99	1.07	1.22	-.07	.22**	-.01	.04	-.04	-.01	-.06	1				
9. 사외이사	0.35	0.13	1.92	.02	.22**	-.02	-.03	.04	.11*	-.07	.14**	1			
10. 기관투자자	0.32	0.22	1.43	-.01	.13**	-.19**	-.09	.05	-.12**	-.03	.03	.10*	1		
11. 외국인투자자	0.08	0.12	2.33	.14**	.13**	-.05	.05	-.04	.03	.13**	.17**	.15**	.09*	1	

\*p<0.05; \*\*p<0.01

제시된 가설들에 대한 검증을 위해서는 앞서 기술한 바와 같이 통제변수, 독립변수, 조절변수들을 순차적으로 추가하는 ‘다중회귀분석’들을 실행했는데, 분석결과는 <표 2>에서 보는 것과 같다. 모델 I-1은 세계적인 경기침체가 장기화되기 시작한 2011년 이후 통제변수들인 기업규모, 기업연령, 산업구분, CEO연령, CEO임기가 분석대상인 국내 상장기업들의 다각화 정도에 미친 영향을 분석한 결과이다. 결과에 의하면 기업의 규모( $\beta=0.462, p\leq 0.01$ )가 다각화에 유의한 정(+)의 영향을 미친 것으로 나타났다. 이는 장기적인 경기침체에 들어서면서 규모가 큰 기업일수록 보다 적극적으로 다각화전략을 실행해 왔음을 보여주는 결과이다. 반면 기업연령, 산업구분, CEO 연령과 임기는 다각화에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다.

다음으로 모델 I-2는 독립변수인 CEO 나르시시즘이 기업들의 다각화 정도에 미친 영향을 분석한 결과이다. 분석결과에 따르면 CEO 나르시시즘과 기업의 다각화 정도 간에는 유의한 정의 관계( $\beta=0.453, p\leq 0.01$ )가 있는 것으로 나타났다. 이는 가설1에서의 주장과 같이 나르시시즘적인 CEO일수록 상대적으로 높은 수준의 접근동기와 낮은 수준의 회피동기로 인해 고위험 고수익(high-risk and high-return) 투자성향을 나타내었음을 보여주는 결과이다.

모델 I-3은 조절변수인 이사회 구성방식 및 소유구조를 활용한 지배구조시스템들이 CEO의

나르시시즘적 성향과의 상호작용을 통해 기업들의 다각화 정도에 미친 영향을 분석한 것이다. 분석결과에 의하면 기관투자자들의 지분보유는 CEO 나르시시즘과 기업의 다각화 정도 간의 정(+)의 관계를 약화( $\beta=-0.208, p\leq 0.05$ )시킨 것으로 나타났다. 따라서 가설2-2는 채택되었다. 반면 사외이사비율은 CEO 나르시시즘과 다각화 간의 관계에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났으며, 외국인투자자 지분율은 CEO 나르시시즘과 다각화 간의 정의 관계를 강화( $\beta=0.603, p\leq 0.05$ )시킨 것으로 나타났다. 따라서 가설2-1과 가설2-3은 기각되었다.

네 번째 분석모델인 모델 II-1은 통제변수들인 기업규모, 연령, 산업구분, CEO연령, 임기, 이전 연도 성과가 분석대상인 국내 상장사들의 성과에 미친 영향을 분석한 결과이다. 분석결과에 따르면 기업들의 규모와 성과 간에는 부정적인 관계( $\beta=-0.113, p\leq 0.05$ ) 있는 것으로 나타났는데, 이는 국내 상장사들의 경우 경기침체가 본격화된 이후 규모가 큰 기업일수록 더 큰 폭의 성과하락을 경험했음을 보여주는 결과이다. 반면 전년도 성과는 기업성가에 중대한 정의 영향( $\beta=0.350, p\leq 0.01$ )을 미친 것으로 나타났다. 이는 기업들의 성과가 단기간에 큰 폭으로 변화되지 않는 경향이 있음을 시사하는 결과이다.

모델 II-2는 독립변수인 CEO 나르시시즘이 경기침체기 동안 기업성가에 미친 직접효과의 영향을 보여주고 있다. 분석결과는 가설3에서의

예측과 달리 CEO나르시시즘이 기업들의 성과에 중대한 정(+) 또는 부(-)의 유의한 영향을 미치지 않았다는 것을 보여주고 있다. 이는 비록 가설에서의 예측과 일치하지 않는 결과이지만, 기업성과에 대한 나르시시즘의 영향에 대한 선행 연구들의 혼재된 주장들과 일치하는 결과라고 볼 수 있다. 즉 최고경영자 나르시시즘에 기초한 특성들은 과감한 사업구조 조정과 연구개발 투자를 강화시키는 요인이 되어 경기침체에 직면한 기업들의 성과향상(Latham and Braun, 2011; Ghemawat, 1993)에 도움을 줄 수 있지만, 반면 손실 가능성이 높은 전략에 대한 CEO의 부주의한 선택을 유발하여 성과에 부정적 영향(Lakey et al., 2008; Sanders and Hambrick,

2007)을 미칠 수도 있기 때문에 성과에 대한 일관된 방향의 유의한 영향이 나타나지 않았다고 해석될 수 있는 것이다.

마지막으로 모델 II-3은 조절변수인 사외이사 비율, 외국인투자자 지분율, 기관투자자 지분율이 CEO 나르시시즘과의 상호작용을 통해 기업 성과에 미친 영향을 분석한 것이다. 분석결과에 의하면 세 개의 지배구조시스템들 모두 CEO 나르시시즘과 기업성과 간의 관계를 유의한 수준에서 조절하지 않는 것으로 나타났다. 이는 예상했던 것과 달리 CEO의 나르시시즘에 기초한 성향은 기업성과에 직접적인 영향을 미치지 않고, 더불어 지배구조시스템의 영향에 의해 조절되지도 않았음을 보여주는 결과이다.

<표 2> 다중회귀분석 결과

변수	모델 I-1	모델 I-2	모델 I-3	모델 II-1	모델 II-2	모델 II-3
	회귀계수(t값)	회귀계수(t값)	회귀계수(t값)	회귀계수(t값)	회귀계수(t값)	회귀계수(t-value)
기업규모	.462**(3.958)	.268*(2.348)	.222*(1.99)	-.113*(-2.473)	-.106*(-2.267)	-.136**(-2.773)
기업연령	.013(0.11)	.007(0.066)	-.065(-0.606)	-.001(-0.03)	-.003(-0.06)	.010(0.226)
산업구분	-.123(-1.071)	-.059(-0.57)	-.116(-1.164)	.049(1.059)	.048(1.044)	.055(1.185)
CEO 연령	-.003(-0.024)	-.042(-0.407)	.047(0.442)	-.022(-0.494)	-.024(-0.538)	-.019(-0.433)
CEO 임기	-.021(-0.167)	-.075(-0.669)	.054(0.502)	-.049(-1.107)	-.049(-1.106)	-.070(-1.553)
성과 <sub>t-1</sub>				.350**(8.041)	.349**(7.992)	.334**(7.542)
나르시시즘		.453**(4.11)	1.163(1.277)		-.029(-0.646)	-.044(-0.897)
사외이사			-.191(-1.51)			.077(1.679)
기관투자자			-.231*(-2.118)			-.003(-0.077)
외국인투자자			.029(0.211)			.109**(2.405)
나르*사외이사			-.111(-0.499)			.001(0.02)
나르*기관투자자			-.208*(-2.019)			-.033(-0.746)
나르*외국인투자자			.603*(2.376)			-.028(-0.483)
R <sup>2</sup>	.221	.390	.541	.147	.148	.167
F-value	3.524**	6.506**	5.405**	13.35**	11.49**	6.09**
Change in R <sup>2</sup>		.169	.151		0.135	.140
Change in F-value		16.895**	3.015*		0.418	1.303

\*p<0.05; \*\*p<0.01

Dependent Variable for Model 1-3: Diversification (N=68)

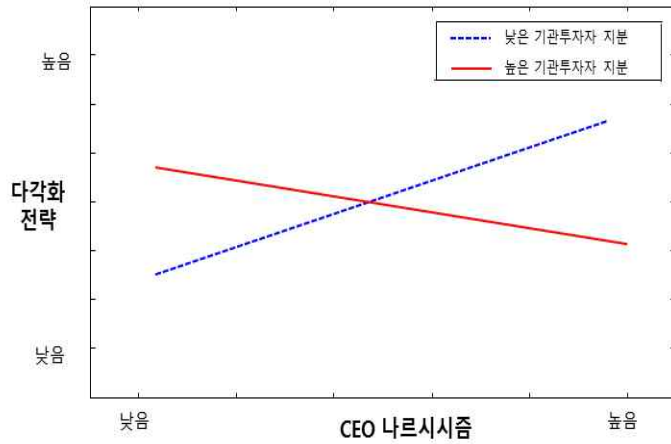
Dependent Variable for Model 4-6: Performance (N=471)

## VI. 결 론

경기침체에 직면한 대다수의 기업들은 단기적으로 사업규모와 범위를 축소하고 내실을 강화하는 수익성 위주의 목표에 집중하는 경향을 나타내기 쉽다. 하지만 장기적인 성장 동력을 개발하여 지속적인 성장을 도모하지 않는 것은 기업을 “성장정체의 늪”에 빠져들게 할 수 있는데, 이는 과거 우리기업들에게서 더욱 두드러지게 나타났다(삼성경제연구소, 2010). 공식 발표된 통계자료에 의하면 1년 차 국내 정채기업의 2년 차 정채확률은 59%, 2년 연속 정채기업의 3년 차 정채확률은 68%로서, 각각 24%와 25%를 나타낸 해외기업들에 비해 매우 높은 수준으로 나타났다. 또한, 국내기업의 4년 연속 성장정체 시 퇴출확률 또한 약 40%로 14%를 나타낸 해외기업들의 2배를 상회하는 것으로 나타났다.

따라서 최근 일부 기업들은 다각화 성장전략을 실행하여 근본적인 체질개선과 새로운 성장 동력의 확보를 위한 노력을 기울이고 있는데, 특별히 불황기에는 저평가된 우량 기업과 자산들을 저렴한 가격으로 인수할 수 있다는 측면에서 다각화 성장이 더욱 더 매력적이라는 것이 이들의 논리이다. 하지만 그렇다고 낙관적인 장밋빛 전망만을 제시하기엔 시장 상황이 여전이 좋지 않기 때문에 다각화전략에 대한 의사결정은 최대한 신중한 검토와 조정을 거쳐 이뤄져야 한다. 이 같은 상황에서 효율적인 다각화 성장전략의 수립과 실행방안이 많은 국내외 기업들의 관심사항이 되었고, 이에 대한 연구 역시 매우 중요한 이슈가 되었다. 즉 장기화 될 것으로 전망되는 저성장 침체에 직면하여 기업들은 사업구조에 대한 진단과 조정을 통해 지속적인 성장을 지향해야 하지만, 성장방향과 규모에 대한 최고경영자의 의사결정에 대해서는 보다 체계적이고 보수적인 검증과 조정이 진행되어야 한다는 것이다.

이와 같은 관점에서 본 연구는 심리치료학 분야에서 정의되고, 사회심리학과 조직행위론 분야에서 주되게 연구되어온 개인적이고 심리적인 특성인 나르시시즘을 경영전략 분야의 연구로 확장하여, CEO의 나르시시즘적 성향이 장기화되는 저성장 침체기동안 국내기업들의 전략과 성과에 미친 영향을 분석하고, 지배구조시스템을 활용한 효과적인 조정 방안을 제시하는데 목적을 두고 실행되었다. 분석결과에 따르면 국내 상장기업 CEO들의 나르시시즘과 다각화전략 간에는 중대한 정의 관계가 있고, 이들 관계는 기관투자자들에 의해서 약화되는 반면 외국인투자자들에 의해 강화될 수 있는 것으로 나타났다. 이는 CEO의 나르시시즘적 성향이 경기침체기 동안 보다 과감하게 다각화전략을 실행하게 하는 요인이 되고, 더불어 기업가치 향상에 도움이 되지 않는 CEO의 과도한 다각화 추진성향은 기관투자자의 감시와 통제 역할을 통해 효과적으로 조정될 수 있음을 암시하는 결과이다. 따라서 장기화되는 경기침체에 직면하고 있는 국내 상장사들은 CEO의 나르시시즘적 성향을 활용하여 사업구조 조정과 성장을 위한 보다 적극적인 다각화전략을 도모하되, 이와 같은 다각화전략이 경영자들의 개인적이고 기회주의적인 목적으로 악용되는 것을 방지하기 위해 기관투자자의 통제와 감시기능을 강화할 필요가 있을 것이다. <그림 1>은 CEO나르시시즘과 기관투자자 지분율의 상호작용효과가 연구대상 기업들의 다각화 전략에 미친 영향을 독립변수 평균값들의 상하 1-표준편차를 양극점으로 하여 도식적으로 표현한 것이다(Aiken and West, 1991). 그림에서는 기관투자자의 지분율이 낮은 기업에서의 경우 CEO 나르시시즘의 정도가 높을수록 보다 높은 수준의 다각화 정도가 나타나는 반면, 기관투자자 지분율이 높은 기업에서는 이와 같은 관계가 현저하게 낮아지고 있음을 보여주고 있다.



<그림 1> CEO 나르시시즘과 기관투자자 지분의 상호작용효과

경영전략 분야의 연구자들은 그동안 전략 수립과 성과에 대한 최고경영자의 인구통계학적 특성과 경험의 영향에 대한 많은 연구를 실행해 왔다(Hambrick and Mason, 1984; Winston and Patterson, 2007). 반면 리더십 유형의 심리적이고 다면적 특성들이 기업의 전략과 성과에 미칠 수 있는 복합적 영향에 대한 실증적인 분석연구는 정보수집과 변수측정의 어려움으로 인해 충분히 이뤄지지 못해 왔는데(Lubit, 2002; Patel, and Cooper, 2014), 특별히 한국을 포함하는 신흥국 기업 최고경영자들의 리더십 유형에 대한 연구는 매우 부족한 실정이다.

나르시시즘은 외부환경에 대한 분석과 평가, 의사결정, 조직구성원들과의 관계형성 등 최고경영자의 의사결정과 행위에 중대한 영향을 미칠 수 있는 다면적 특성의 리더십 유형이다(Kets de varies and Miller, 1985, 1986). 따라서 최고경영자의 나르시시즘이 글로벌 금융위기 이후 발생한 한국 상장사들의 다각화전략과 성과에 미친 영향과, 이 같은 영향을 적절한 수준에서 통제하고 조정하는데 도움이 될 수 있는 지배구

조시스템의 역할을 객관적 자료들을 활용한 실증분석 결과에 기초하여 제시한 본 연구는 학문적·실무적 차원의 높은 가치를 제공해 주고 있다.

하지만 그럼에도 불구하고 본 연구는 변수들의 측정방법과 관련한 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 첫째, 본 연구에서는 CEO 나르시시즘을 지속가능보고서에 포함된 CEO 사진의 구성 및 크기와 분석대상 기업과 관련한 언론자료들에서 최고경영자를 지칭한 호칭의 수에 기초한 복합지표로서 산출하였다. 이는 하나의 대응치만을 측정하여 분석했던 선행연구들의 한계를 극복하는데 기여하였지만, 국내기업들의 활동과 관련한 공시자료의 한계로 인해 선행연구들에서 제시했던 모든 대응치들을 측정하여 활용하지 못했다는 점에서 아직도 한계를 나타내고 있다. 연구결과의 실효성을 강화하기 위하여 후속연구에서는 최고경영자의 인터뷰 기사 중 자신을 지칭하는 빈도와 최고경영자의 상여금(bonus) 수준에 대한 측정치를 포함하여 선행연구들에서 제시한 모든 대응치들을 포괄하는

CEO 나르시시즘에 대한 복합지표를 측정하고 분석에 활용할 필요가 있다.

또한 본 연구에서는 국내기업의 다각화 활동에 대한 정보공개 부족으로 인해 기업들의 다각화 정도를 감사보고서에 기재된 사업부문의 총수로 측정하였다. 이와 같은 측정방법은 측정이 용이한 반면, 다각화된 각 사업부문의 비중과 사업부문 간의 관련 정도를 측정하지 못한다는 단점이 있다(Palepu, 1985; Hitt et al., 1997). 따라서 향후 국내 상장기업들의 정보공개 범위가 확대될 경우 다각화된 사업부문 별 비중과 사업부문 간 관계성을 함께 측정할 수 있는 측정지표를 활용하여 연구결과의 가치 향상을 도모할 필요가 있다.

## 참고문헌

1. 강준구·박경서·정균화(2001), *한국 기업의 지배구조: 현재와 미래, 총서 시리즈1: 경영학 뉴페러다임*, 한국경영학회편, 박영사, 107-335.
2. 김병곤·김동욱(2005), “기업다각화가 기업가치에 미치는 영향: 외환위기 회복 이후기간 패널자료분석,” *경영학연구*, 34(5), 1535-1554.
3. 김용렬(2000), *기업지배구조 글로벌 스탠더드와 우리의 대응*, 이선 외 편, 한국 기업지배구조의 현재와 미래, 서울, 미래경영개발연구원, 129-164.
4. 김용민(2000), *가치를 창출하는 이사회들의 설계와 운영*, 이선 외 편, 한국 기업지배구조의 현재와 미래, 서울, 미래경영개발연구원, 219-274.
5. 김애현·유재욱(2013), “사회적 책임(CSR)과 기업가치 간의 관계에서 기업지배구조의 조절효과에 대한 연구,” *대한경영학회지*, 26(2), 219-240.
6. 삼성경제연구소(2010). *한국기업의 신성장 전략*, Issue Paper.
7. 삼성경제연구소(2013). *저성장기의 경영전략*, CEO Information, 제906호.
8. 유재욱(2010), “최고경영자의 임기가 비관련다각화에 최고경영자의 임기가 비관련다각화에 미치는 영향과 이사회 구조의 조절효과에 관한 연구,” *대한경영학회지*, 23(1), 511-525.
9. 유재욱·김광수(2008), “이사회 독립성이 기업성과에 미치는 영향: CEO의 기업 내 경력과의 상호작용효과에 대한 연구,” *경영과 정보연구*, 24, 1-24.
10. 이영기(1996), *글로벌 경쟁시대의 한국기업 소유지배 구조*, 서울, 한국개발연구원.
11. 장예지·유재욱(2016), “주식인센티브 관리법 이후 중국 상장기업 CEO주식인센티브, 이사회, 기업성과의 관계,” *경영과 정보연구*, 35(3), 155-171.
12. 정희수·조윤희(2003), “기업지배구조와 신뢰,” *경영학연구*, 31(7), 1865-1885.
13. 주혜려·유재욱(2014), “중국기업 최고경영자 팀의 배경특성과 국제화 간의 관계와 이사회 독립성의 조절효과에 대한 연구,” *경영과 정보연구*, 33(1), 157-172.
14. Aiken, L. S. and West, S. G.(1991), *Multiple Regression: Testing and Interpreting Interaction*, Newbury Park, CA: Sage.
15. Amernic, J. H. and Craig, R. J.(2010), “Accounting as a facilitator of extreme narcissism,” *Journal of Business Ethics*, 96(1), 79-93.
16. Berger, P. G. and Ofek, E.(1995), “Diversification’s effect on firm value,” *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.

17. Bogart, L. M., Benotsch, E. G., and Pavlovic, J. D.(2004), "Feeling superior but not threatened: The relation of narcissism to social comparison," *Basic and Applied Social Psychology*, 26, 35-44.
18. Campbell, W. K.(2001), "Is narcissism really so bad?" *Psychological Inquiry*, 12(4), 214-216.
19. Campbell, W. K. and Campbell, S. M.(2009), "On the self-regulatory dynamics created by the peculiar benefits and costs of narcissism: A contextual reinforcement model and examination of leadership," *Self and Identity*, 8(2-3), 214-232.
20. Campbell, W. K., Goodie, A. S., and Foster, J. D.(2004), "Narcissism, confidence, and risk attitude," *Journal of Behavioral Decision Making*, 17, 297-311.
21. Campbell, W. K., Hoffman, B. J., Campbell, S. M., and Marchisio, G.(2011), "Narcissism in organizational contexts," *Human Resource Management Review*, 21(4), 268-284.
22. Carpenter, M. A., Geletkanycz, M. A., and Sanders, W. G.(2004), "Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition," *Journal of Management*, 30(6), 749-778.
23. Carreira, C. and Silva, F.(2010), "No deep pockets: Some stylized empirical results on firms-financial constraints," *Journal of Economic Surveys*, 24(4), 731-753.
24. Certo, S. T., Lester, R. H., Dalton, C. M., and Dalton, D. R.(2006), "Top management teams, strategy and financial performance: A meta-analytic examination," *Journal of Management Studies*, 43(4), 813-839.
25. Chatterjee, A. and Hambrick, D. C.(2007), "It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance," *Administrative Science Quarterly*, 52(3), 351-386.
26. Chatterjee, A. and Hambrick, D. C.(2011), "Executive personality, capability cues, and risk taking," *Administrative Science Quarterly*, 56(2), 202-237.
27. Combs, L. S., Ketchen, D. J., Perryman, A. A., and Donahue, M. S.(2007), "The moderating effect of CEO power on the board composition-firm performance relationship," *Journal of Management Studies*, 44(8), 1299-1323.
28. Cronbach, L. J.(1987), "Statistical tests for moderator variables: Flaws in analyses recently proposed," *Psychological Bulletin*, 102, 414-417.
29. Emmons, R.(1987), "Narcissism: Theory and measurement," *Journal of Personality and Social Psychology*, 52, 11-17.
30. Fama, E. F.(1980), "Agency problems and the theory of the firm," *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
31. Farewell, L. and Wohlwend-Lloyd, R.(1998), "Narcissistic processes: Optimistic expectations, favorable self-evaluations, and self-enhancing attributions," *Journal of Personality*, 66(1), 65-83.
32. Finkel, E. J., Campbell, W. K., Brunell, A. B., Dalton, A. N., Scarbeck, S. J., and

- Chartrand, T. L.(2006), "High-maintenance interaction: Inefficient social coordination impairs self-regulation," *Journal of Personality and Social Psychology*, 91(3), 456-475.
33. Finkelstein, S. and Hambrick, D. C.(1989), "Chief executive compensation: A study of the intersection of markets and political processes," *Strategic Management Journal*, 16, 221-239.
34. Foster, J. D., Misra, T. A., and Reidy, D. E.(2009), "Narcissists are approach-oriented toward their money and their friends," *Journal of Research in Personality*, 43(5), 764-769.
35. Geletkanycz, M. A., Boyd, B. K., and Finkelstein, S.(2001), "The strategic value of CEO external directorate networks: Implications for CEO compensation," *Strategic Management Journal*, 9, 889-898.
36. Ghemawat, P.(1993), "The risk of not investing in a recession," *Sloan Management Review*, 50(3), 51-58.
37. Gupta, A. K. and Govindarajan, V.(1984), "Business unit strategy, managerial characteristics, and business unit effectiveness at strategy implementation," *Academy of Management Journal*, 27, 25-41.
38. Hambrick, D. and Mason, P.(1984), "Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers," *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
39. Herman, E. H.(1981), *Corporate Control, Corporate Power: A Twentieth Century Fund Study*, Cambridge, Cambridge University Press.
40. Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., and Kim, H.(1997), "International diversification and firm performance in product-diversified firms," *Academy of Management Journal*, 40, 767-798.
41. Hoskisson, R. E. and Turk, T. A.(1990). Corporate restructuring: governance and control limits of the internal market, *Academy of Management Review*, 15, 459-477.
42. John, O. P. and Robins, R.(1994), "Accuracy and bias in self-perception: Individual differences in self-enhancement and the role of narcissism," *Journal of personality and Social Psychology*, 66, 206-219.
43. Kernis, M. H. and Sun, C. R.(1994), "Narcissism and reactions to interpersonal feedback," *Journal of Research in Personality*, 28, 4-13.
44. Kets de Vries, M. F. R. and Miller, D.(1985), "Narcissism and leadership: An object relations perspective," *Human Relations*, 38(6), 583-601.
45. Kets de Vries, M. F. R. and Miller, D.(1986), "Personality, culture, and organization," *Academy of Management Review*, 11(2), 266-279.
46. Lakey, C. E., Rose, P., Campbell, W. K., and Goodie, A. S.(2008), "Probing the link between narcissism and gambling: The mediation role of judgment and decision-making biases," *Journal of Behavioral Decision Making*, 21(2), 113-137.



47. Latham, S. and Braun, M.(2011), "Economic recessions, strategy, and performance: A synthesis," *Journal of Strategy and Management*, 4(2), 96-115.
48. Lawellen, W. G.(1971), "A pure financial relational for the conglomerate merger," *Journal of Finance*, 26, 521-537.
49. Lewellen, K.(2006), "Financing decisions when managers are risk averse," *Journal of Financial Economics*, 82(3), 551-589.
50. Li, J. and Tang, Y.(2010), "CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion," *Academy of Management Journal*, 53(1), 45-68.
51. Lubit, R.(2002), "The long-term organizational impact of destructively narcissistic managers," *Academy of Management Executive*, 16(1), 127-138.
52. Miller, D. and Toulouse, J.(1986), "Chief executive personality and corporate strategy and structure in small firms," *Management Science*, 32, 1389-1409.
53. Palepu, K. G.(1985), "Diversification strategy, profit performance and the entropy measure," *Strategic Management Journal*, 6, 239-255.
54. Patel, P. C. and Cooper, D.(2014), "The harder they fall, the faster they rise: Approach and avoidance focus in narcissistic CEOs," *Strategic Management Journal*, 35, 1528-1540.
55. Pearce, J. A. and Michael, S. C.(2006), "Strategies to prevent economic recessions from causing business failure," *Business Horizons*, 49(3), 201-209.
56. Raskin, R. N. and Hall, C. S.(1979), "A narcissistic personality inventory," *Psychological Reports*, 45, 590.
57. Raskin, R., Novacek, J., and Hogan, R.(1991), "Narcissistic self-esteem management," *Journal of Personality and Social Psychology*, 60, 911-918.
58. Raskin, R. and Terry, H.(1988), "A principal-components analysis of the narcissistic personality inventory and further evidence of its construct validity," *Journal of Personality and Social Psychology*, 54, 890-902.
59. Resick, C. J., Whitman, D. S., Weingarden, S. M., and Hiller, N. J.(2009), "The bright-side and the dark-side of CEO personality: Examining core self-evaluations, narcissism, transformational leadership, and strategic influence," *Journal of Applied Psychology*, 94(6), 1365-1381.
60. Rhodewalt, F., Madrian, J. C., and Cheney, S.(1998), "Narcissism, self-knowledge organization, and emotional reactivity: The effect of daily experiences on self-esteem and affect," *Personality and Social Psychology Bulletin*, 24, 75-87.
61. Rhodewalt, F. and Morf, C. C.(1998), "On self-aggrandizement and anger: Temporal analysis of narcissism and affective reactions to success and failure," *Journal of Personality and Social Psychology*, 74, 672-685.
62. Sanders, W. M. G. and Hambrick, D. C.(2007), "Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance," *Academy of*

- Management Journal*, 50(5), 1055-1078.
63. Schoar, A.(2002), "Effects of corporate diversification on productivity," *Journal of Finance*, 57, 2379-2403.
64. Stulz, R. M.(1990), "Managerial discretion and optimal financing policies," *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
65. Wallace, H. M. and Baumeister, R. F.(2002), "The performance of narcissists rises and falls with perceived opportunity for glory," *Journal of Personality and Social Psychology*, 82, 819-834.
66. Walsh, J. and Seward, J.(1990), "On the efficiency of internal and external corporate control mechanism," *Academy of Management Review*, 15(3), 421-458.
67. Watson, P. J. and Biderman, M. D.(1993), "Narcissistic personality inventory factors, splitting, and self-consciousness," *Journal of Personality Assessment*, 61, 41-57.
68. Winston, B. E. and Patterson, K.(2007), "An integrative definition of leadership," *International Journal of Leadership Studies*, 1(2), 6-66.
69. Wright, P., Kroll, M., and Elenkov, D.(2002), "Acquisition returns, increase in firm size and chief executive officer compensation: The moderating role of monitoring," *Academy of Management Journal*, 45, 599-608.

## Abstract

### The Effects of CEO's Narcissism on Diversification Strategy and Performance in an Economic Downturn: The Moderating Role of Corporate Governance System<sup>†</sup>

Yoo, Jae-Wook<sup>\*</sup>

The researchers in strategic management have focused on identifying the effects of CEO's demographic characteristics and experience on the strategic choices and performance of firms. On the other hand, they have failed to identifying the effects of CEO's psychological characteristics on them because of the difficulties over data collection and measurement for variables. To overcome this limitation of prior researches, this study is designed to achieve two specific objectives. The first is to examine the effect of CEO narcissism on diversification strategy and performance of listed corporations on Korean securities market in an economic downturn. The other is to examine the moderating effects of various corporate governance systems that are related to board and/or ownership structures on those relationships. The empirical setting for this study was drawn from a multi-year(2011~2014) sample of large listed corporations in Korean securities market. To achieve the objectives, the hypotheses of research are analyzed by implementing multiple regression analyses in two separate models. The results of these analyses show that CEO narcissism is positively related to the diversification of listed large corporations in Korean securities market. Regarding the moderating effects, the stake of institutional investors weakens the positive relationship between CEO narcissism and firm's diversification. The findings of this research imply that CEO narcissism can intensify the tendency of Korean corporations to adopt high-risk and high return strategy in an economic downturn. Thus, firms might be able to use CEO narcissism to drastically restructure the business portfolio in an economic downturn. However, Korean corporations should be very cautions to maximize the positive effect of CEO narcissism. They might be use the institutional investors as their corporate governance system to monitor and control the opportunism of CEO in the decision for diversification in an economic downturn.

Key Words: Economic downturn, Leadership, Narcissism, Diversification, Corporate governance system

---

<sup>†</sup> This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea (NRF-2015S1A5A8011679)

<sup>\*</sup> Professor, College of Business Administration, Konkuk University, jwyo@konkuk.ac.kr