

# 재벌기업에서 경영자능력이 장·단기 기업성과에 미치는 영향†

강선아\* · 김용식\*\*

## <요 약>

본 연구에서는 경영자 능력이 기업 성과에 긍정적인 영향을 미친다는 선행연구결과를 확장하여, 기업의 소유구조와 자본구조 및 의사결정 행태가 다른 재벌기업에서 경영자 능력이 기업의 성과에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는지 여부를 분석한다. 재벌그룹의 경우 기업가치를 상승시키는 중요한 의사결정이 대부분 그룹의 총수에 의해 결정되고 강력한 지배력을 보임에 따라 그룹소속 경영자들은 그룹총수의 의사결정 방향과 같은 방향으로 노력을 집중하게 된다. 따라서 재벌기업 소속의 경영자는 자신의 성과를 평가받기 위한 단기 회계이익보다는 장기적 관점의 기업가치 증가를 위해 자신의 능력을 집중할 것이고, 재벌기업 소속이 아닌 일반 경영자는 자신의 성과를 높이기 위하여 회계이익을 개선하는데 자신의 능력을 집중할 것으로 예상된다. 본 연구에서는 2000년부터 2015년 동안 상장기업을 대상으로, 장기 기업성과인 기업가치와 단기 기업성과인 회계이익을 각각 종속변수로 하여 재벌기업의 경영자능력과 기업의 장·단기성과 간 관계를 분석한다. 연구결과, 경영자의 능력과 장·단기성과 간에는 유의한 양(+)의 관계가 확인되었고, 일반기업과 달리 재벌그룹의 경우 장기성과인 기업가치는 높이는 방향으로, 단기성과인 회계이익은 낮추는 방향으로 관계가 확인되었다. 또한 재벌기업의 경영자능력은 추가적으로 장기성과 즉 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것으로 보고되었다. 이러한 결과는 재벌기업의 경영자가 재벌구조의 특성상 장기관점의 기업성과에 자신의 능력을 보다 집중하는 것을 의미한다. 재벌기업이 한국경제에서 차지하는 비중은 매우 크고 이러한 현상은 당분간 큰 변화가 없을 것으로 예상된다. 따라서 재벌기업의 지속적인 성장 여부는 우리 사회에서 매우 중요한 이슈이다. 최근 재벌기업의 지배주주 역할이 2세 또는 3세와 4세로 옮겨가고 있고 세계적인 저성장 구도와 함께 경쟁이 더욱 치열해지는 상황에서, 경영자 능력이 기업성과에 미치는 영향이 재벌기업에서 차별적으로 나타나는지 검증하는 연구는 매우 시의적절하고 중요하다고 볼 수 있다. 따라서 본 연구결과가 재벌기업의 성과측면에서 일면의 장점을 부각시키고, 일반 경영자의 능력이 단기적 회계이익이 아닌 장기적 관점에서 기업 가치 상승에 기여할 수 있도록 정부 및 관련당국의 정책마련에 새로운 시각을 제시한다는 점에서 시사하는 점이 크다고 본다.

핵심주제어: 경영자 능력, 재벌기업, 기업성과, 기업가치, 회계이익, 재벌

논문접수일: 2017년 01월 23일 수정일: 2017년 03월 20일 게재확정일: 2017년 03월 22일

† 이 논문은 2016년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원(NRF-2016S1A5A8019127)과 한성대학교 교내연구비 지원을 받아 수행되었음.

\* 충남대학교 경영학부 부교수(제1저자), sunakang@cnu.ac.kr

\*\* 한성대학교 경영학부 부교수(교신저자), jacob@hansung.ac.kr

## I. 서 론

경영자는 기업의 장기적인 비전과 전략을 제시하고 이를 달성하기 위한 투자 및 인력수급계획을 수립하는 등 기업의 가치를 결정하는데 중요한 역할을 수행한다. 장기적인 관점에서 기업이 나아가야 할 방향을 설정하거나 전략을 수립하고 필요한 연구개발 투자를 결정하기도 하며, 전략을 실행하기 위해 필요한 자본투자를 결정하고 자금조달계획을 수립한다. 이러한 이유로 경영자의 능력이 높은 경우에는 기업의 미래 경제적 성과도 긍정적으로 나타나는 경향이 있다(고창렬 외, 2013). 경영자의 적절한 의사결정이 기업의 성과를 긍정적으로 유도하기 때문이다. 또한, 경영자가 기업의 가치를 좌우하는 장기적인 전략수립 시 매우 중요한 역할을 하기 때문에, 기업의 경영자가 교체되는 시기의 기업 주가는 유의적으로 변동한다(고창렬 외, 2013; 기현희와 김민철, 2008). 경영자 능력이 높을수록 기업 가치를 높이는 방향으로 투자를 진행한다는 연구결과를 감안하면(Chemmanur and Paeglis, 2005),

최근 전 세계적으로 경제성장률이 둔화되고 경쟁이 치열해지는 상황에서, 기업이 직면한 위험을 적절하게 파악하고 위험에 상응하는 기업 성과를 도출할 수 있는 의사결정은 생존을 위한 필수조건이므로 경영자의 능력은 더욱 중요한 요인으로 대두되고 있다.

이렇게 기업의 가치를 결정함에 있어서 경영자의 능력이 중요함에도 불구하고 그 동안 경영자 능력에 대한 연구는 소수에 그치고 있다. 그 이유는 기업의 성과가 기업 자체적인 특성 때문에 발생한 것인지 경영자의 능력에 기인하는 것인지 구분하기 어려웠기 때문이다. 그러나 최근 Demerjian et al.(2012)의 논문에서 자료포락분석법(DEA: Data Envelopment Analysis)을 이용하

여 경영자 능력을 측정하는 방법을 제시한 이후 경영자 능력을 이용한 연구가 국내외에서 진행되고 있다(Demerjian et al., 2013; 고창렬 외, 2013; 이진 외, 2015). 고창렬 외(2013)는 국내 기업을 대상으로 경영자 능력이 기업의 미래 성과와 양(+의) 관련이 있음을 실증적으로 제시하였다. 경영자 능력이 회계이익의 질 또는 기업의 보수주의 정도에 영향을 미친다는 연구결과도 보고되고 있다(Demerjian et al., 2013; 이진 외, 2015). 본 연구에서는 경영자 능력이 기업 성과에 긍정적인 영향을 미친다는 선행연구 결과를 확장하여, 의사결정 구조가 일반기업과 상이한 재벌기업의 경우에 경영자 능력이 기업 성과에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는지 여부를 실증 분석한다.

재벌기업은 일반기업과 달리 재벌기업의 지배주주 역할을 하는 그룹총수의 의사결정이 선행되고 그룹내 개별기업의 경영자 의사결정도 같은 방향으로 이루어지는 특성을 갖는다. 그룹총수가 그룹 전체의 입장에서 비전을 제시하고 그룹의 장기 전략을 도출하면 개별 기업의 경영자는 그룹총수가 결정한 전략의 방향대로 구체적인 실행전략을 수행하는 방식으로 의사결정이 이루어진다. 외환위기 직후 한국기업의 성과가 낮을 때 최고경영자가 교체되는 비율이 재벌기업의 경우 상대적으로 더 높고(Chang and Shin, 2006) 재벌소속기업의 경영자가 자기 자신을 방어하는 것이 상대적으로 어려운 점(박중훈 외, 2010)은 이를 뒷받침해준다.

한편 재벌기업은 그룹 내에 내부자본시장을 보유하고 있어서 자금조달에 제약을 덜 받게 되고 비 재벌기업에 비해 더 많이 투자한다(Shin and Park, 1999; Lee et al., 2009; 김창수, 2010). 따라서 재벌기업의 경영자는 장기적으로 기업의 가치를 높이는 데에 역량을 집중하는 반면, 자신만의 성과를 높이기 위한 단기 회계이익을 위해

서는 제한적일 것으로 예상된다.

이에 본 연구에서는 재벌기업의 경영자 능력이 기업성과에 미치는 영향을 일반기업과 비교해볼 때 상대적으로 장기적 성과에 추가적인 역할을 발휘하는지 실증분석한다. 재벌기업의 경영자는 장기적인 관점에서 토빈Q로 측정되는 기업 가치에 좀 더 역할을 발휘할 것이고, 단기적 성과측정치인 자산이익률(ROA)등의 회계이익에는 자신의 능력을 집중하지 않을 것으로 예상된다.

재벌기업이 한국경제에서 차지하는 비중은 매우 크다. 2012년 상위 10대 재벌기업의 총자산이 한국의 전체 GDP에서 차지하는 비중은 무려 84%에 이른다(Lew, 2015). 한국경제에서 재벌기업이 차지하는 위치는 향후에도 큰 변화가 없을 것으로 예상된다. 이런 상황에서 의사결정 메카니즘이 일반기업과 상이한 재벌기업에서 경영자 능력이 기업성과에 미치는 영향이 다르게 나타나는지 여부를 연구하는 것은 매우 중요하다. 특히 최근에 재벌기업의 지배주주 역할이 2세 또는 3세와 4세로 옮겨가고 있고 세계적으로 저성장 구도와 함께 경쟁이 더욱 치열해지는 상황에서, 재벌기업경영자와 일반 경영자의 능력이 기업성과에 미치는 영향이 차별적인지 여부를 분석하는 것은 매우 시의적절하다고 판단된다.

실증분석결과, 재벌그룹의 경우 일반기업과 비교할 때 경영자능력이 장기경영성과인 기업 가치를 추가적으로 증가시키는 것으로 나타났으나, 단기적인 경영성과인 회계이익에 대해서는 일반기업과의 차별성에 대하여 유의성을 확인할 수 없었다.

논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 경영자 능력과 재벌기업관련 선행연구를 검토하고 가설을 설정한다. 제3장에서는 가설검증을 위한 연구모형과 변수측정방법을 설명한다. 제4장에서는 실증분석 결과를 제시하고 제5장에서는 민감도분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제6장에서

는 결론 및 연구의 한계점에 대해 논의한다.

## II. 선행연구 및 가설설정

### 1. 선행연구

#### 1.1 경영자능력

경영자 능력이 높은 기업은 기업 성과가 높게 나타나고 정보비대칭을 감소시켜 보수성을 감소시킨다(고창렬 외, 2013; 이진 외, 2015). 또한, 경영자 능력이 높은 기업은 경영자의 뛰어난 자금조달능력으로 인하여 2008년 금융위기 상황에서 투자를 증가시키고 정보비대칭을 감소시킨다는 연구결과가 보고되고 있다(Andreou et al., 2013). 기업의 성과를 결정함에 있어서 경영자의 역할을 확인하기 위하여 이전 연구에서는 경영자의 교체로 인한 시장반응을 검증하거나(Khanna and Poulsen, 1995; 기현희와 김민철, 2008), 경영자 능력에 대한 측정치로 산업조정 주식수익률이나 산업조정 ROA, 경영자 보상, 언론노출정도 등을 이용하였다(Fee and Hadlock, 2003; Baik et al., 2011; Chang et al., 2010). 경영자 능력을 직접적으로 측정할 수 없기 때문에 간접적인 방법으로 경영자의 능력을 분석한 것이다. 최근 Demerjian et al.(2012)의 연구에서 경영자 능력을 직접적으로 측정하는 방안을 제시하면서 경영자 능력을 이용한 연구가 활발해지고 있다(Demerjian et al., 2013; 고창렬 외, 2013; 이진 외, 2015).

본 연구에서는 Demerjian et al.(2012)의 연구에서 제시된 방법을 이용하여 경영자 능력을 측정하되, 회계정보를 이용하여 자료포락분석(Data Envelopment Analysis: DEA) 방식으로 기업의 효율성을 추정 한 후, 토빗회귀분석(tobit

regression)을 이용해 기업 고유의 특성으로 인한 효과를 분리하여 경영자 능력을 산출한다(Demerjian et al., 2012; 고창렬 외, 2013; 이건 외, 2015). 기업의 효율성은 투입 대비 산출의 비율로 산정한다. 즉, 보다 적은 투입으로 동일한 산출물을 생산해내거나 동일한 투입으로 더 많은 산출물을 만들어내는 경우를 더 효율적이라고 정의한다. Demerjian et al.(2012)는 산출요소로는 매출액을 사용하였고, 투입요소로는 경영자가 재량적으로 의사결정을 할 수 있는 매출원가, 판매관리비, 유형자산, 영업권, 기타무형자산, 운용리스 및 연구개발비의 총 7개 항목을 사용했으나, 국내 선행연구에서는 매출원가, 판매관리비, 유형자산 및 무형자산의 4개 항목을 투입요소로 이용한 바 있다(고창렬 외, 2013; 이건 외, 2015).

이렇게 측정된 기업의 효율성은 경영자의 능력과 함께 기업의 고유한 요인으로 인한 효율성이 포함되어 있다. 즉, 기업 효율성에서 기업의 고유한 요인을 제거하면 경영자 능력을 구할 수 있는데, Demerjian et al.(2012)는 기업의 규모, 시장점유율, 잉여현금흐름, 기업연령, 사업부문 수 및 외환관련계정을 기업의 고유한 요인으로 보았다. 규모가 크고 시장점유율이 높은 기업은 협상력이 높기 때문에 효율성이 높을 수 있고, 잉여현금흐름이 많은 기업은 자금력이 크기 때문에 효율성이 높을 수 있으며, 기업수명주기에 따라 기업연령은 효율성에 영향을 미칠 수 있다. 또한, 사업부문의 수가 많거나 외환관련 계정의 비중이 높으면 더욱 복잡한 거래로 인하여 기업의 효율성에 영향을 미칠 수 있다(고창렬 외, 2013). 기업 효율성을 종속변수로 하고 기업의 고유한 요인을 독립변수로 한 토빗 회귀분석(Tobit regression)을 실시하여 잔차를 추정하는데, 기업의 효율성에서 기업의 고유한 요인으로 인한 효율성을 제거한 잔차를 경영자 능력의 측

정치로 사용한다.

## 1.2 재벌기업

재벌기업은 과거 한국경제의 급속한 성장을 견인해 왔을 뿐만 아니라 한국 경제에서 매우 중요한 비중을 차지하고 있으며, 그 비중도 지속적으로 커지고 있다. 2001년과 2011년에 상위 5개 재벌(삼성, 현대자동차, SK, LG, 롯데)이 한국의 전체 GDP에서 차지하는 비중은 각각 49%와 61%였으며, 2012년에 상위 10개 기업의 총자산이 한국의 전체 GDP에서 차지하는 비중은 무려 84%였다(Kang et al., 2014; Lew, 2015).

재벌기업은 비재벌기업과는 차별적으로 상대적으로 적은 지분으로 기업집단 전체에 강력한 지배력을 행사하고 있다. 선행연구에 따르면, 재벌기업의 그룹총수는 기업집단 전체에 지배력을 행사하기 위하여 계열법인의 주식을 적절히 활용하고 있으며, 외부 이해관계자에게 기업 가치에 대한 신호를 보내거나 경영권을 방어하기 위한 수단으로도 이용하고 있다(박경서와 백재승, 2001). 이러한 이유로 재벌기업의 경우 비 재벌기업 보다 경영권을 유지하는 것이 더욱 어렵다. 외환위기 직후 한국기업을 대상으로 한 연구에서는 기업의 성과가 낮을 때 최고경영자가 교체되는 비율이 재벌기업의 경우 상대적으로 더 높다는 결과를 제시하고 있다(Chang and Shin, 2006). 또한, 최고경영자의 개별 기업에 대한 영향력이 클수록 최고경영자가 교체되는 가능성이 낮아지는 관계가, 재벌기업에서는 유의하게 나타나지 않는다는 연구결과가 제시되고 있으며, 이는 재벌기업에서는 개별기업에 대한 최고경영자의 영향력을 이용하여 개별기업의 경영자가 자기 자신을 방어하는 것이 상대적으로 어렵다는 것을 의미한다(박종훈 외, 2010).

경영의사결정의 행태에 있어서도 재벌기업은 비 재벌기업과 차별점을 보인다. 재벌기업은 그

그룹총수라는 명확한 소유자가 존재하기 때문에 전문경영인은 그룹총수의 의사결정에 영향을 받을 수밖에 없다. 재벌기업에서 지배주주가치(CSV: Controlling Shareholder's Value)<sup>1)</sup>가 높을수록 장기적인 기업가치인 Tobin's Q는 증가하고 단기적인 경영 성과를 나타내는 EBITDA는 감소함을 보고한 선행연구의 결과와 같이 재벌기업의 경우는 단기적인 기업성과 보다는 장기적인 관점에서의 기업 가치를 높이는 방향으로 경영의사결정을 유도하는 것을 유추해 볼 수 있다. R&D투자는 장기적인 관점에서 기업의 가치를 높이는 행위이지만, 단기적으로는 EBITDA를 낮추기 때문에 전문경영인 입장에서는 투자를 주저하게 된다. 그러나 재벌기업의 입장에서는 장기적인 관점에서 기업 가치를 극대화하기 위하여 자본투자를 적극 유도하게 된다(Kang et al., 2014).

재벌기업은 소유구조에 대한 차이 이외에도 내부자본시장이 존재한다는 특징을 보인다. 선행연구에 따르면, 재벌기업은 내부자본시장을 통하여 소요자금을 조달할 수 있기 때문에 투자 의사결정에 자본제약을 덜 받는다(Shin and Park, 1999; Lee et al., 2009). 내부자본시장이 존재하는 재벌기업의 경우에는 비 재벌기업에 비하여 투자자금의 확보가 용이하기 때문에 보수주의로 인한 투자위축 효과가 완화되는 현상을 보이고 있으며(김경혜, 2014), 재벌기업은 비 재벌기업에 비하여 투자를 더 많이 하는 것으로 보고되고 있다(김창수, 2010). 재벌기업의 경우 내부자본시장을 통한 규율과 감시로 인하여 성장기회에 따른 투자의 민감도가 비 재벌기업에 비해 더 높은 것으로 나타났으며, 이는 내부자본시장의 역할을 통해 계열법인의 투자효율성이 높아짐을

의미한다(박대근 외, 2009). 또한 재벌기업은 상대적으로 현금을 적게 보유하는 한편 부채비율이 높은 특징을 보인다. IMF 금융위기 이후 비 재벌기업에서는 규모와 차입금비율이 양(+)의 관련성을 보인 반면 재벌기업에서는 유의성이 확인되지 않았으며, 비 재벌기업의 경우 수익성과 차입금비율이 음(-)의 관련성을 보였으나 재벌기업에서는 반대로 양(+)의 관련성을 보였다(김현석 외, 2007).

전반적으로 재벌기업은 투자행태에 있어서 비 재벌기업과 차별적인 행태를 보인다. 내부자본시장의 존재로 인하여 상대적으로 자본제약을 덜 받기 때문에 투자활동에 적극적이며, 그룹총수의 강력한 지배력을 바탕으로 단기적인 경영 성과 보다는 장기적인 관점에서 기업 가치의 증대를 위한 자본투자를 선호하는 경향이 있다.

## 2. 연구가설

재벌기업의 경우 소유구조의 특수성으로 인하여 비 재벌기업과는 여러 측면에서 차이점을 보인다. 재벌과 관련해서는 순환출자 구조로 이어진 재벌그룹의 형태로 인해 한 계열사가 몰락하게 될 경우 계열사 전체가 타격을 입을 수 있는 단점이 있고 한국경제의 주요부분을 재벌기업이 차지하고 있다는 점에서 연구자들의 오랜 관심사이다. 재벌 소속기업간의 부당내부거래로 인해 신생기업이 신규시장 진입이나 대기업과 중소기업 간의 양극화문제, 경영능력이 검증되지 않은 혈연에게 부당한 방법을 통한 경영권 세습 등으로 장기적으로 기업가치의 하락을 가져올 요인도 다분하다. 금융계열사를 거느리고 있어 자금 조달이 용이한 점이 또한 문제점이다. 반면, 재

1) 지배주주가 A기업(기업가치 100억)과 B기업(기업가치 1,000억)을 각각 50%와 30%를 보유하고 있다면, A기업에 대한 지배주주가치(CSV)는  $(100억 \times 50\%) / (100억 \times 50\% + 1,000억 \times 30\%) = 14.3\%$ 이고, B기업에 대한 지배주주가치(CSV)는  $(1,000억 \times 30\%) / (100억 \times 50\% + 1,000억 \times 30\%) = 85.7\%$ 로 산정한다(Kang et al., 2014).

별기업은 내부자본시장을 보유하기 때문에 투자 의사결정에서 자금조달의 제약을 상대적으로 적게 받을 뿐만 아니라 도산가능성도 상대적으로 낮기 때문에 적극적인 투자 의사결정이 가능하다(Shin and Park, 1999; Lee et al., 2009; 김창수, 2010). 또한, 재벌기업에서는 그룹총수로 불리는 지배주주에 의해 장기적인 관점에서 그룹 전체적인 전략적 의사결정이 대부분 이루어지고 개별기업의 경영자는 그룹총수가 가지고 있는 의사결정방향과 같은 방향으로 의사결정이 이루어질 것으로 예상된다. 재벌기업과 같이 지배주주가치가 높은 상황에서는 장기기업가치인 Tobin's Q가 증가하는 반면 단기경영성과인 EBITDA가 감소한다는 Kang et al.,(2014)의 연구와 같이 재벌기업에서는 장기적인 관점에서의 기업 가치를 높이는 방향으로 경영의사결정을 유도할 것으로 판단된다. 즉 재벌기업에서 그룹총수는 단기적인 회계이익 보다는 장기적인 관점에서 기업의 가치를 높이는 데 관심이 많을 것이다. 이러한 점을 감안해볼 때, 재벌기업의 경영자는 장기적 기업가치 향상에 더욱 능력을 집중할 것으로 예상된다. 즉, 재벌기업의 경영자는 그룹총수의 입장을 크게 의식할 것이므로, 기간별 성과에 의해 평가 및 보상이 결정되는 일반경영자와는 다른 방식으로 의사결정을 진행할 것으로 예상되며 자신의 능력을 단기적인 기업 성과인 회계이익을 높이는 데 집중하지는 않을 것이다. 따라서 본 연구의 가설을 다음과 같이 설정한다.

가설 1: 재벌기업의 경영자 능력은 비재벌기업에 비해 추가적으로 장기 기업가치와 양(+)의 관계를 보일 것이다.

가설 2: 재벌기업의 경영자능력은 비재벌기업에 비해 추가적으로 단기 회계이익과 음(-)의 관계를 보일 것이다.

### III. 연구설계 및 표본

#### 1. 연구모형

본 연구는 재벌기업 소속의 경영자능력이 장·단기 경영성과에 미치는 영향이 일반기업과 차별적으로 나타나는지 여부를 검증하기 위해 선행연구를 참고하여 다음과 같이 [모형 1]과 [모형 2]를 설계한다.

[모형 1]

$$LTPerform_{it} = \alpha_0 + \beta_0 MGT_{it} + \beta_1 Group_{it-1} + \beta_2 MGT * Group_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OCF_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 KOSPI_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \beta_9 RND_{it} + \sum \beta IND\_DUM_t + \sum \beta YEAR\_DUM_t + \varepsilon_{it}$$

[모형 2]

$$STPerform_{it} = \alpha_0 + \beta_0 MGT_{it} + \beta_1 Group_{it-1} + \beta_2 MGT * Group_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OCF_{it} + \beta_6 KOSPI_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 RND_{it} + \sum \beta IND\_DUM_t + \sum \beta YEAR\_DUM_t + \varepsilon_{it}$$

*LTPerform(Adj\_Q)*: 장기 경영성과, 산업조정 토빈 Q(토빈Q-산업평균Q), *STPerform(Adj\_ROA)*: 단기 경영성과, 산업조정 총자산이익율(ROA-산업평균 ROA), *MGT*: Demerjian at al.(2012) 모형을 이용한 t기 경영자능력, *Group*: 30대 재벌기업 소속이면 1, 아니면 0인 더미변수, *MGT\*Group*: *MGT*와 *Group*의 상호작용변수, *SIZE*: 기업규모, 총자산의 자연로그값, *LEV*: 부채비율(총부채/총자산), *OCF*: 영업현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/총자산), *ROA*: 총자산이익률(당기순이익/총자산), *KOSPI*: 코스피 상장기업이면 1, 아니면 0인 더미변수, *CAPEX*: 자본적 투자금액(자본투자/총자산), *RnD*: 연구개발비((개발비+경상연구개발비)/t기 매출액), *IND\_DUM*: 산업더미, *YEAR\_DUM*: 년도더미

[모형 1]은 기업의 장기경영성과, 즉 기업가치 (*Adj\_Q*)를 종속변수로 하여 재벌기업 소속의 경

영자능력이 장기적 관점의 기업성과에 어떤 영향을 주는지를 검증하는 모형이다. [모형 2]는 단기 기간별 성과(*Adj\_ROA*)를 종속변수로 하여 재벌기업 소속의 경영자능력이 단기성과에 어떠한 관계를 갖는지를 검증하기 위한 모형이다. 위 모형에서 경영자의 능력과 장·단기성과 간 관계는 양(+)<sup>2</sup>의 관계가 예상되고, 관심변수인 재벌기업 소속의 경영자능력(*MGT\*Group*)의 회귀계수는 장기 기업가치와 양(+)<sup>2</sup>의 관계를 예상하는 반면 단기 기간별 성과에는 음(-)<sup>2</sup>의 관계를 예상한다. 즉 재벌기업에 속한 경영자는 단기적 성과보다는 장기적 성과에 관심을 두기 때문에 경영자능력이 기업가치에 추가적으로 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

## 2. 변수의 정의 및 측정

본 연구모형에서 사용되는 종속변수는 기업의 성과로서, 기업성과는 장기적인 관점에서의 기업가치와 단기적 관점에서의 회계이익으로 구분하여 측정한다. 장기적 기업성과인 기업 가치를 측정하는 종속변수로는 산업조정 토빈Q(*Adj\_Q*)를 사용하며, 기업의 토빈Q에서 기업이 속한 산업 평균 토빈Q를 차감하여 산정한다. 단기적 기업성과인 회계이익을 측정하는 종속변수는 산업조정 ROA(*Adj\_ROA*)를 사용하며, 개별 기업의 ROA에서 기업이 속한 산업의 평균 ROA를 차감하여 계산한다.

독립변수인 경영자능력에 대한 추정치(*MGT*)는 Demerjian at al.(2012)의 연구모형을 이용한다. 이들 추정방법은 국내에서도 몇몇 연구를 통해 검증되고 있고 다음과 같이 2단계를 통해 추

정된다(고창열 외, 2013; Park et al., 2015; 이진외, 2015).

첫 번째 단계는 기업의 효율성을 측정하는 단계로 자료포락분석(DEA)을 통해 동종산업에서의 기업 간 상대적 효율성을 측정한다. DEA에서는 동종 산업 내 개별 기업들이 산출물인 수익창출을 위해 투입되는 자원을 고려하여 효율적 프론티어를 생성하고 이들과 개별기업 간 상대적 효율성점수를 산출한다. 상대적 효율성은 투입대비 산출이 클 때 높다고 보며, 본 연구에서는 선행연구에서와 같이 유형자산(*PPE*), 영업권(*GW*), 기타무형자산(*INTAN*), 매출원가(*COGS*), 판매 및 일반관리비(*SGA*) 총 5개 변수를 투입변수로, 매출액(*SALES*)을 산출변수로 하여 기업별 효율성 점수를 산출한다. DEA분석에 사용된 모형은 다음과 같다. 본 연구에서는 규모수익가변(VRS)인 BCC모형(Banker et al., 1984)을 이용하여 DEA분석<sup>2)</sup>을 수행한다.

$$Max_v \theta = \frac{SALES}{v_1 PPE + v_2 GW + v_3 INTAN + v_4 COGS + v_5 SGA}$$

*SALES*: 매출액, *PPE*: 유형자산(유형자산-토지-건설중인자산-미착자산), *GW*: 영업권, *INTAN*: 기타무형자산(영업권을 제외), *COGS*: 매출원가, *SGA*: 판매 및 일반관리비

상기 DEA분석에서 산출된 기업효율성점수에는 경영자의 능력뿐만 아니라 기업의 특성도 포함되어 있다. 따라서 두 번째 단계에서는 첫 번째 단계에서 산정한 기업효율성점수로부터 기업의 특성을 제거하여 경영자능력을 추출한다. 기업특성변수로 선행연구에서와 마찬가지로, 기업

2) DEA분석은 규모에 대해 수익불변이라는 가정으로 접근하는 방법인 CRS(constant return to scale) 혹은 CCR모형과 규모에 대한 수익이 변화한다는 기존모형에서 가정이 완화된 VRS(variable return to scale), BCC접근방법이 있다. 본 연구는 VRS 모형에 따라 1단계, 기업의 투입물대비 산출물에 대한 효율성점수를 산출한다. 이후 2단계에서는 종속변수의 값이 0~1사이 값을 가지는 기업효율성점수를 이용하여 토빗분석을 통해 경영자의 능력을 추정한다.

규모, 시장점유율, 잉여현금흐름, 상장 후 경과연수, 사업부문수, 외환관련계정 등 6가지를 이용하여 기업효율성 측정치로부터 경영자에게 귀속시킬 수 있는 효율성을 분리한다. 경영자능력 변수는 아래 토빗회귀분석(Tobit regression)에서 산출되는 잔차로 예측한다.

$$Firm\ Efficiency = \alpha + \beta_1 SIZE + \beta_2 MS + \beta_3 FCF + \beta_4 Age + \beta_5 SEG + \beta_6 FC + YR_i + \epsilon_i$$

*Firm Efficiency*: DEA 방식으로 첫 번째 단계에서 측정된 기업 효율성 점수, *SIZE*: 총자산의 자연로그값, *MS*: 매출액/산업의 매출액 합, *FCF*: 잉여현금흐름(=영업이익-Δ운전자본-자본투자금액)이 0보다 크면 1, 아니면 0, *Age*: 상장 이후 경과연수, *SEG*: 사업부문수, *FC*: 외화환산계정(외환차익, 외환차손, 외화환산이익, 외화환산손실)의 절대크기 합/매출액, *YR*: 연도더미

재벌기업에 속하는 기업인지 여부(*GROUP*)는 선행연구와 마찬가지로 2002년 이후 자료는 공정거래위원회에서 발표하는 상호출자제한집단명단을 이용하고, 2000년과 2001년 자료는 30대 재벌기업에 속하는지 여부를 이용한다(김동욱, 2012).

본 연구에서 고려한 통제변수는 선행연구에서 보고된 것으로서, 경영성과에 영향을 주는 기타 요인을 통제하기 위해 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 현금흐름(*OCF*), 자본투자(*CAPEX*), 연구개발비(*RND*), 시장구분(*KOSPI*)등을 포함한다(Demerjian et al., 2012; 고창렬 외, 2013; 이진 외, 2015). 또한 산업특성이나 특정연도의 영향을 통제하기 위해 산업더미와 연도더미를 포함한다.

### 3. 연구표본

본 연구는 2000년부터 2015년까지 유가증권

상장기업 및 코스닥 등록기업을 대상으로 하여 다음의 조건을 만족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 12월 결산법인으로 금융업에 속하지 않는 기업
- (2) 재무자료의 입수가 가능한 기업

첫 번째 조건은 금융업의 경우 재무제표의 양식이나 회계처리방법이 일반 업종과 상이하기 때문이고 두 번째 조건은 [모형 1~2]에 포함된 관심 및 기타변수의 자료획득이 가능한 기업으로 분석하기 위함이다. 또한, IMF라는 특수한 환경으로 인한 효과를 배제하기 위하여 1999년 이전은 분석대상기간에서 제외한다(김성환과 손성규, 2011).

본 연구에서 요구되는 재무자료는 KIS-VALUE III와 상장협의 TS 2000에서 추출한다. 연구기간 2000년과 2015년간 유가증권시장에 상장된 기업은 총 23,546년도-기업이고 금융업과 12월 외 결산법인 및 재무자료의 입수가 불가능한 기업을 제외하여 최종표본 수는 14,303기업-년도이다. 극단치는 상하위 1%수준에서 원저라 이즈하였다.

## IV. 실증분석결과

### 1. 기초통계량

<표 1>은 본 연구에 사용된 표본의 연도별 산업별 구성을 보여준다. 분석에 사용된 표본은 연도별 산업별로 고르게 분포한 양상을 보여주고 있다. 코스피와 코스닥 상장기업은 각각 41%와 59%로 구성되어 있다.

<표 1> 표본구성

Panel A: 연도별 표본구성

| 연도    | 코스피   | 코스닥   | 전체     | %    |
|-------|-------|-------|--------|------|
| 2000  | 385   | 268   | 653    | 4.57 |
| 2001  | 393   | 335   | 728    | 5.09 |
| 2002  | 406   | 422   | 828    | 5.79 |
| 2003  | 418   | 469   | 887    | 6.2  |
| 2004  | 431   | 501   | 932    | 6.52 |
| 2005  | 440   | 544   | 984    | 6.88 |
| 2006  | 457   | 582   | 1,039  | 7.26 |
| 2007  | 459   | 636   | 1,095  | 7.66 |
| 2008  | 478   | 668   | 1,146  | 8.01 |
| 2009  | 479   | 707   | 1,186  | 8.29 |
| 2010  | 481   | 753   | 1,234  | 8.63 |
| 2011  | 225   | 570   | 795    | 5.56 |
| 2012  | 224   | 512   | 736    | 5.15 |
| 2013  | 210   | 462   | 672    | 4.7  |
| 2014  | 217   | 455   | 672    | 4.7  |
| 2015  | 223   | 493   | 716    | 5.01 |
| Total | 5,926 | 8,377 | 14,303 | 100  |

Panel B: 산업별 표본구성

| 산업명         | 빈도   | 백분율   |
|-------------|------|-------|
| 건설업         | 596  | 4.17  |
| 고무제품제조      | 379  | 2.65  |
| 금속가공제조      | 1113 | 7.78  |
| 기타기계장비제조    | 977  | 6.83  |
| 기타산업        | 344  | 2.41  |
| 도소매업        | 1142 | 7.98  |
| 목재및종이제조     | 361  | 2.52  |
| 비금속광물제조     | 293  | 2.05  |
| 운송업         | 215  | 1.5   |
| 운송장비제조      | 844  | 5.9   |
| 음식료담배제조     | 547  | 3.82  |
| 의료물질, 의약품제조 | 930  | 6.5   |
| 의료정밀전기장비제조  | 743  | 5.19  |
| 의류제조        | 399  | 2.79  |
| 전문서비스업      | 1134 | 7.93  |
| 출판영상방송통신컴퓨터 | 1402 | 9.8   |
| 컴퓨터,음향,통신제조 | 1895 | 13.25 |
| 코크스화학제품     | 989  | 6.91  |

<표 2> 기초통계결과

| Variable       | N     | Mean  | STD.  | Q1     | Q25    | Median | Q75   | Q99   |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| <i>TobinQ</i>  | 14303 | 1.180 | 0.719 | 0.406  | 0.759  | 0.961  | 1.327 | 4.718 |
| <i>Adj_Q</i>   | 14303 | 0.000 | 0.653 | -0.991 | -0.354 | -0.129 | 0.144 | 2.989 |
| <i>ROA</i>     | 14303 | 0.013 | 0.125 | -0.640 | 0.002  | 0.033  | 0.073 | 0.230 |
| <i>Adj_ROA</i> | 14303 | 0.000 | 0.122 | -0.591 | -0.023 | 0.018  | 0.062 | 0.205 |
| <i>MGT</i>     | 14303 | 0.000 | 0.142 | -0.390 | -0.076 | -0.001 | 0.075 | 0.414 |
| <i>Group</i>   | 14303 | 0.112 | 0.316 | 0.000  | 0.000  | 0.000  | 0.000 | 1.000 |
| <i>SIZE</i>    | 14303 | 18.52 | 1.29  | 16.24  | 17.63  | 18.30  | 19.17 | 22.82 |
| <i>LEV</i>     | 14303 | 0.414 | 0.203 | 0.044  | 0.252  | 0.408  | 0.559 | 0.947 |
| <i>OCF</i>     | 14300 | 0.047 | 0.097 | -0.261 | -0.005 | 0.048  | 0.103 | 0.312 |
| <i>CAPEX</i>   | 14303 | 0.356 | 0.272 | 0.005  | 0.152  | 0.301  | 0.495 | 1.248 |
| <i>RND</i>     | 14303 | 0.025 | 0.050 | 0.000  | 0.000  | 0.006  | 0.029 | 0.234 |
| <i>KOSPI</i>   | 14303 | 0.414 | 0.493 | 0.000  | 0.000  | 0.000  | 1.000 | 1.000 |

주 1) *TobinQ*: 토빈Q(부채장부가+보통주시가+우선주장부가)/자산장부가, *Adj\_Q*: 산업조정 토빈Q(TobinQ-산업평균TobinQ), *ROA*: 총자산이익율(당기순이익/총자산), *Adj\_ROA*: 산업조정 총자산이익율(ROA-산업평균ROA), *MGT*: Demerjian at al.(2012) 모형을 이용한 t기 경영자능력, *Group*: 30대 재벌기업 소속이면 1, 아니면 0인 더미변수, *SIZE*: 기업규모, 총자산의 자연로그값, *LEV*: 부채비율(총부채/총자산), *OCF*: 영업현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/총자산), *CAPEX*: 자본적 투자금액(자본투자/총자산), *RND*: 연구개발비((개발비+경상연구개발비)/t기 매출액), *KOSPI*: 코스피 상장기업이면 1, 아니면 0인 더미변수

&lt;표 3&gt; 산업별 효율성점수와 경영자능력추정결과

| 산업구분          | 관측치 수 | 기업효율성점수 | 경영자능력    |
|---------------|-------|---------|----------|
| 건설업           | 596   | 0.649   | -0.00004 |
| 고무제품제조        | 379   | 0.695   | 0.00000  |
| 금속가공제조        | 1113  | 0.765   | 0.00027  |
| 기타기계장비제조      | 977   | 0.537   | 0.00002  |
| 기타산업          | 344   | 0.874   | 0.00000  |
| 도소매업          | 1142  | 0.548   | -0.00005 |
| 목재및종이제조       | 361   | 0.834   | 0.00000  |
| 비금속광물제조       | 293   | 0.680   | 0.00000  |
| 운송업           | 215   | 0.899   | 0.00000  |
| 운송장비제조        | 844   | 0.775   | 0.00061  |
| 음식료담배제조       | 547   | 0.780   | 0.00000  |
| 의료물질,의약품제조    | 930   | 0.671   | 0.00020  |
| 의료정밀전기장비제조    | 743   | 0.587   | -0.00002 |
| 의류제조          | 399   | 0.824   | 0.00000  |
| 전문서비스업        | 1134  | 0.517   | 0.00599  |
| 출판영상방송통신컴퓨터   | 1402  | 0.516   | -0.00179 |
| 컴퓨터, 음향, 통신제조 | 1895  | 0.444   | -0.00010 |
| 코크스화학제품       | 989   | 0.429   | -0.00551 |

<표 2>에는 변수들의 기초통계량결과가 제시되어 있다. 경영자능력(MGT)의 평균은 0.000을 보이고, 기업의 효율성점수와 경영자능력은 <표 3>에 산업별 평균값으로 제시되었다. 기업별 효율성점수와 경영자능력에 대한 산업별 평균값이 선행연구의 것과 유사하다. 기업가치를 의미하는 토빈Q(TobinQ)의 평균(중위수)값은 1.18(0.961)이고 총자산이익율(ROA)은 평균과 중간값이 각각 0.013과 0.033이다. 연구표본의 11%정도가 재벌기업(GROUP)에 소속된 것으로 확인되고 표본기업들이 자산대비 자본투자(CAPEX)는 평균 35.6%정도 하는 것으로 나타났다.

## 2. 상관관계분석

<표 4>는 변수들 간 Pearson상관관계 분석결

과를 보여준다. 경영자능력(MGT)과 산업조정토빈Q(Adj\_Q) 및 산업조정ROA(Adj\_ROA)와는 각각 10%, 1% 유의수준에서 양(+)의 관계를 보인다. 재벌기업(GROUP)과 산업조정ROA(Adj\_ROA) 간 상관계수는 0.065로 1%유의수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다.

## 3. 단변량차이분석

<표 5>는 재벌기업(GROUP)과 비재벌기업간 주요변수의 차이를 확인하는 단일변량차이분석 결과이다. 먼저 장기성과를 나타내는 산업조정토빈Q(Adj\_Q)의 경우는 재벌기업인지 여부와 관계없이 차이가 없는 것으로 나타난 반면, 산업조정ROA(Adj\_ROA)의 경우는 재벌기업의 경우 유의하게 높은 수준(0.022)을 보여주고 있다. 한

편 경영자능력(MGT)는 재벌기업이나 일반기업이나 차이가 없는 것으로 보고된다. 자본적 지출(CAPEX)의 경우는 재벌기업의 경우 총자산의 39.6%인데 비해 일반기업의 경우는 약 32.9%수준을 보여 재벌기업이 자본적 지출에 더 많이

투자하는 것으로 확인된다. 연구개발비(RnD)에 대한 투자비중은 재벌기업과 비재벌기업의 경우 각각 매출액의 1.4%, 2.8%으로, 기업특성이 통제되지 않은 연구개발비 투자비중은 일반기업이 상대적으로 높은 것으로 확인된다.

<표 4> 상관관계분석

|                | <i>Adj_Q</i>     | <i>Adj_ROA</i>   | <i>MGT</i>             | <i>Group</i>           | <i>SIZE</i>      | <i>LEV</i>       | <i>OCF</i>       | <i>CAPEX</i>     | <i>RND</i>       |
|----------------|------------------|------------------|------------------------|------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <i>Adj_Q</i>   | 1.000            | -0.059<br><.0001 | <b>0.016</b><br>0.064  | -0.001<br>0.924        | -0.100<br><.0001 | 0.051<br><.0001  | 0.048<br><.0001  | -0.043<br><.0001 | 0.149<br><.0001  |
| <i>Adj_ROA</i> | -0.059<br><.0001 | 1.000            | <b>0.192</b><br><.0001 | <b>0.065</b><br><.0001 | 0.185<br><.0001  | -0.308<br><.0001 | 0.433<br><.0001  | -0.037<br><.0001 | -0.167<br><.0001 |
| <i>MGT</i>     | 0.016<br>0.064   | 0.192<br><.0001  | 1.000                  | -0.008<br>0.390        | 0.005<br>0.533   | 0.027<br>0.001   | 0.137<br><.0001  | -0.022<br>0.011  | -0.126<br><.0001 |
| <i>Group</i>   | -0.001<br>0.924  | 0.065<br><.0001  | -0.008<br>0.390        | 1.000                  | 0.564<br><.0001  | 0.123<br><.0001  | 0.048<br><.0001  | 0.080<br><.0001  | -0.089<br><.0001 |
| <i>SIZE</i>    | -0.100<br><.0001 | 0.185<br><.0001  | 0.005<br>0.533         | 0.564<br><.0001        | 1.000            | 0.203<br><.0001  | 0.126<br><.0001  | 0.122<br><.0001  | -0.219<br><.0001 |
| <i>LEV</i>     | 0.051<br><.0001  | -0.308<br><.0001 | 0.027<br>0.001         | 0.123<br><.0001        | 0.203<br><.0001  | 1.000            | -0.163<br><.0001 | 0.201<br><.0001  | -0.074<br><.0001 |
| <i>OCF</i>     | 0.048<br><.0001  | 0.433<br><.0001  | 0.137<br><.0001        | 0.048<br><.0001        | 0.126<br><.0001  | -0.163<br><.0001 | 1.000            | 0.154<br><.0001  | -0.017<br>0.047  |
| <i>CAPEX</i>   | -0.043<br><.0001 | -0.037<br><.0001 | -0.022<br>0.011        | 0.080<br><.0001        | 0.122<br><.0001  | 0.201<br><.0001  | 0.154<br><.0001  | 1.000            | -0.126<br><.0001 |
| <i>RND</i>     | 0.149<br><.0001  | -0.167<br><.0001 | -0.126<br><.0001       | -0.089<br><.0001       | -0.219<br><.0001 | -0.074<br><.0001 | -0.017<br>0.047  | -0.126<br><.0001 | 1.000            |
| <i>KOSPI</i>   | -0.151<br><.0001 | 0.052<br><.0001  | -0.024<br>0.005        | 0.296<br><.0001        | 0.554<br><.0001  | 0.148<br><.0001  | 0.016<br>0.057   | 0.167<br><.0001  | -0.233<br><.0001 |

주 1) Pearson상관관계

주 2) 변수설명은 <표 2> 주 참고

<표 5> 차이분석(T-test)

| Group여부        | Group소속 | Group비소속 | Diff   | t-value | p-value |
|----------------|---------|----------|--------|---------|---------|
| <i>TobinQ</i>  | 1.260   | 1.262    | -0.002 | -0.060  | 0.950   |
| <i>Adj_Q</i>   | -0.002  | 0.000    | -0.002 | -0.100  | 0.924   |
| <i>ROA</i>     | 0.030   | 0.010    | 0.021  | 5.410   | <.0001  |
| <i>Adj_ROA</i> | 0.022   | -0.003   | 0.024  | 6.550   | <.0001  |
| <i>MGT</i>     | -0.004  | 0.000    | -0.004 | -0.86   | 0.3896  |
| <i>SIZE</i>    | 20.562  | 18.324   | 2.239  | 69.19   | <.0001  |
| <i>LEV</i>     | 0.471   | 0.392    | 0.078  | 12.59   | <.0001  |
| <i>OCF</i>     | 0.058   | 0.044    | 0.015  | 4.84    | <.0001  |
| <i>CAPEX</i>   | 0.396   | 0.329    | 0.067  | 7.660   | <.0001  |
| <i>RnD</i>     | 0.014   | 0.028    | -0.014 | -9.050  | <.0001  |

주 1) 변수설명은 <표 2> 주 참고

#### 4. 회귀분석

<표 6>은 재벌기업의 경영자능력과 기업의 장·단기성과 간 관계를 분석한 결과를 보여준다. Panel A는 재벌기업 소속기업의 경영자가 기업의 장기성과 즉 기업가치에 더 많은 역량을 기울이는지 여부를 나타내는 [모형 1]의 실증결과이다. 경영자능력(MGT)의 회귀계수는 0.144로 1%유의수준에서 산업조정토빈Q(Adj\_Q)에 양(+ )의 관계를 갖는다. 또한 재벌기업(GROUP)의 회귀계수는 0.167로서 역시 1%수준에서 장기 성과에 양(+ )의 방향으로 유의한 영향을 준다. 한편 본 연구의 관심변수인 재벌기업의 경영자 능력(MGT\*GROUP)의 회귀계수는 0.767로서 1%유의수준에서 장기성과지표에 양(+ )의 방향으로 영향을 주는 것으로 확인된다. 즉, 경영자의 능력은 기업의 장기성과, 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며 재벌기업소속 역시 기업가치를 높이는 방향으로 영향을 주고 있다. 뿐만 아니라 재벌기업 소속기업의 경영자는 그룹총수의 의사결정방향 즉 장기적 관점의 기업가치를 극대화하는 방향과 같은 방향으로 능력을 집중할

것이기 때문에 소속기업의 경영자능력은 일반기업과 비교할 때, 추가적으로 장기적 경영성과 즉, 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것을 알 수 있다. 이로써 본 연구의 가설 1은 지지되었다.

한편, Panel B의 결과는 기업의 단기성과와 관련하여 재벌기업 소속기업경영자의 행태를 보여주는 표이다. [모형 2]에서 기업의 단기 경영 성과를 기간별 회계이익 즉 총자산이익율(ROA)로 보고 동종산업 내 평균과의 차이(산업조정 ROA, Adj\_ROA)를 종속변수로 이용하였다. PanelB의 결과는 재벌기업 소속의 경영자가 추가적으로 자신의 능력을 단기성과를 높이는데 집중하는지 여부를 보여준다. 먼저 경영자능력(MGT)의 회귀계수는 0.098로서 1%유의수준에서 유의한 것으로 확인된다. 그러나 재벌기업을 나타내는 Group의 회귀계수는 -0.021로 유의하게 음(-)의 관계를 보여준다. 즉, 전체 표본을 대상으로 분석한 경우에는 경영자의 능력이 높을수록 단기경영성과를 높이는 경향이 확인되나, 재벌기업의 경우는 회계이익을 낮추는 영향이 보고된다. 이러한 결과는 선행연구의 결과와 일관성 있는 결과이다(Kang et al., 2014).

<표 6> 회귀분석

Panel A 장기 성과(기업가치)간 관계: Adj\_Q

| Variable  | Coeff. | t-Value   | Coeff. | t-Value   | Coeff. | t-Value  | Coeff. | t-Value  |
|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|----------|--------|----------|
| Intercept | -0.032 | -0.23     | 0.456  | 2.91***   | 0.438  | 2.79***  | 0.409  | 2.61***  |
| MGT       | 0.144  | 2.95***   |        |           | 0.143  | 2.92***  | 0.061  | 1.19     |
| Group     |        |           | 0.167  | 6.14***   | 0.166  | 6.12***  | 0.163  | 6.01***  |
| MGT*Group |        |           |        |           |        |          | 0.767  | 4.92***  |
| SIZE      | 0.001  | 0.13      | -0.026 | -3.11***  | -0.025 | -2.96*** | -0.023 | -2.8***  |
| LEV       | 0.251  | 6.31***   | 0.267  | 6.76***   | 0.253  | 6.36***  | 0.262  | 6.6***   |
| OCF       | 0.778  | 9.29***   | 0.794  | 9.53***   | 0.773  | 9.24***  | 0.778  | 9.31***  |
| ROA       | -0.233 | -3.18***  | -0.176 | -2.43**   | -0.207 | -2.83*** | -0.202 | -2.76*** |
| KOSPI     | -0.181 | -10.05*** | -0.181 | -10.02*** | -0.179 | -9.94*** | -0.178 | -9.9***  |
| CAPEX     | -0.131 | -4.45***  | -0.150 | -5.12***  | -0.146 | -4.96*** | -0.143 | -4.87*** |
| RND       | 2.098  | 14.34***  | 2.009  | 13.89***  | 2.070  | 14.17*** | 2.050  | 14.04*** |

|                 |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <i>IND_DUM</i>  | Inc.   | Inc.   | Inc.   | Inc.   |
| <i>YEAR_DUM</i> | Inc.   | Inc.   | Inc.   | Inc.   |
| <i>Adj.R2</i>   | 0.0592 | 0.0622 | 0.0631 | 0.371  |
| <i>F-Value</i>  | 17.02  | 17.92  | 17.67  | 22.47  |
| <i>N</i>        | 14,303 | 14,303 | 14,303 | 14,303 |

Panel B 단기 기간성과간 관계: Adj\_ROA

| Variable         | Coeff. | t-Value   | Coeff. | t-Value   | Coeff. | t-Value  | Coeff. | t-Value  |
|------------------|--------|-----------|--------|-----------|--------|----------|--------|----------|
| <i>Intercept</i> | -0.335 | -17.48*** | -0.389 | -17.58*** | -0.393 | -18.0*** | -0.392 | -17.9*** |
| <i>MGT</i>       | 0.098  | 14.32***  |        |           | 0.098  | 14.33*** | 0.101  | 13.93*** |
| <i>Group</i>     |        |           | -0.021 | -5.48***  | -0.021 | -5.51*** | -0.021 | -5.48*** |
| <i>MGT*Group</i> |        |           |        |           |        |          | -0.024 | -1.1     |
| <i>SIZE</i>      | 0.022  | 22.14***  | 0.025  | 21.47***  | 0.025  | 21.94*** | 0.025  | 21.88*** |
| <i>LEV</i>       | -0.168 | -31.35*** | -0.162 | -29.96*** | -0.168 | -31.3*** | -0.168 | -31.4*** |
| <i>OCF</i>       | 0.428  | 39.07***  | 0.452  | 41.38***  | 0.428  | 39.05*** | 0.427  | 39.03*** |
| <i>KOSPI</i>     | -0.013 | -5.25***  | -0.015 | -5.8***   | -0.014 | -5.35*** | -0.014 | -5.37*** |
| <i>CAPEX</i>     | -0.026 | -6.27***  | -0.028 | -6.62***  | -0.024 | -5.77*** | -0.024 | -5.79*** |
| <i>RND</i>       | -0.284 | -13.86*** | -0.329 | -16.08*** | -0.280 | -13.7*** | -0.279 | -13.6*** |
| <i>IND_DUM</i>   | Inc.   |           | Inc.   |           | Inc.   |          | Inc.   |          |
| <i>YEAR_DUM</i>  | Inc.   |           | Inc.   |           | Inc.   |          | Inc.   |          |
| <i>Adj.R2</i>    |        | 0.3295    |        | 0.3167    |        | 0.3317   |        | 0.3318   |
| <i>F-Value</i>   |        | 136.82    |        | 129.08    |        | 134.11   |        | 130.31   |
| <i>N</i>         |        | 14,303    |        | 14,303    |        | 14,303   |        | 14,303   |

주 1) [모형 1]  $LTPerform_{it} = \alpha_0 + \beta_0 MGT_{it} + \beta_1 Group_{it-1} + \beta_2 MGT * Group_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OCF_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 KOSPI_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \beta_9 RND_{it} + \sum \beta IND\_DUM_t + \sum \beta YEAR\_DUM_t + \varepsilon_{it}$

[모형 2]  $STPerf_{it} = \alpha_0 + \beta_0 MGT_{it} + \beta_1 Group_{it-1} + \beta_2 MGT * Group_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OCF_{it} + \beta_6 KOSPI_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 RND_{it} + \sum \beta IND\_DUM_t + \sum \beta YEAR\_DUM_t + \varepsilon_{it}$

*LTPerform<sub>it</sub>*: 장기 경영성과, 산업조정 토빈Q(*Adj-Q*=토빈Q-산업평균Q), *STPerf<sub>it</sub>*: 단기 경영성과, 산업조정 총자산이익율(*Adj-ROA*=ROA-산업평균ROA), *MGT*: Demerjian at al.(2012) 모형을 이용한 경영자능력, *Group*: 30대 재벌기업 소속이면 1, 아니면 0인 더미변수, *MGT\*Group*: *MGT*와 *Group*의 상호작용변수, *SIZE*: 기업규모, 총자산의 자연로그값, *LEV*: 부채비율(총부채/총자산), *OCF*: 영업현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/총자산), *ROA*: 경영성과(당기순이익/총자산), *KOSPI*: 코스피 상장기업이면 1, 아니면 0인 더미변수, *CAPEX*: 자본적 투자금액(자본투자/총자산), *RND*: 연구개발비((개발비+경상연구개발비)/기 매출액), *IND\_DUM*: 산업더미, *YEAR\_DUM*: 년도더미

주 2) \*, \*\*\*, 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미함.

한편, 관심변수인 재벌기업의 경영자능력의 회귀계수는 -0.024이나 유의성이 발견되지 않았다. 즉, 실증결과로부터 재벌기업의 경영자가 자신의 능력을 단기이익을 높이는데 추가적으로 집중하

지는 않는 것으로 확인되었다. 연구의 결과를 요약해보면, 재벌기업의 경영자는 장기적 기업가치 향상에 더욱 능력을 집중하는 반면, 단기 기간별 성과를 높이는 데에는 추가적으로 그 역량을 집

중하지 않는 것으로 확인된다.

## V. 민감도분석

본 연구는 재벌기업에 소속된 경영자의 능력이 단기경영성과와 기업의 본질적 가치인 장기경영성과에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는지 여부를 검증한다. 앞서 토빗분석을 통해 기업 성과로부터 경영자능력을 추출했기 때문에 경영자능력과 성과변수 간 역 인과관계(reverse-causality)는 없을 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 결과의 강건성을 위해 변수 간 역 인과관계를 통제하기 위해 [모형1]과 [모형2]에 각각 전기 종속변수( $Adj\_Q_{t-1}$ ,  $Adj\_ROA_{t-1}$ )를 통제변수로 추가하여 검증하였다. 별도의 표로 제시하지 않았으나 검증결과 본 연구의 결과와 질적으로 동일했다. 따라서 본 연구결과에 역 인과관계로 인한 영향은 없는 것으로 판단된다.

한편 본 연구의 표본은 코스피와 코스닥 상장기업을 대상으로 하고 있다. 기업규모나 시장환경이 코스피 혹은 코스닥 여부에 따라 다를 수 있으므로 코스피와 코스닥 상장샘플을 나누어 각각 분석해보았다. 실증결과는 본 연구의 결과와 질적으로 동일했다. 따라서 본 연구의 결과가 특정 시장환경의 특성에서 기인될 편의는 없는 것으로 확인되었다.

## VI. 결론 및 한계점

기업의 성과를 높이는 데에 경영자의 능력은 매우 중요한 요소이다. 그러나 재벌기업에서는 지배주주 역할을 하는 그룹총수가 대부분의 전략적 의사결정을 수행하고 소속기업의 경영자는

그룹총수의 결정과 같은 방향으로 실행계획을 수립하는 경향이 있다. 즉, 장기적으로 기업 가치에 중요한 영향을 미칠 수 있는 대규모의 장기투자는 그룹총수가 결정하고 그룹총수가 아닌 경영자는 그룹의 방향과 같은 방향으로 실행계획을 수립하게 된다. 재벌은 다양한 성격을 지닌 여러 기업들로 구성되는데, 재벌의 성장 가능성이 여러 기업 경영자의 총합된 능력을 그룹총수의 전략방향으로 집중되는 특성이 있다.

본 연구에서는 재벌기업에서 경영자 능력이 제대로 발휘되는지, 재벌기업의 경영자와 일반 경영자의 능력이 기업의 장·단기성과에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는지 여부를 분석하였다. 실증분석결과, 기존연구와 같이 경영자의 능력과 장·단기성과 간에는 유의한 양(+의) 관계가 확인되었고, 재벌그룹의 경우 장기이익은 높이는 방향으로, 단기이익은 낮추는 방향으로 관계가 확인되었다. 또한 재벌기업의 경영자능력은 추가적으로 장기성과 즉 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 재벌기업의 경영자가 재벌구조의 특성상 장기관점의 기업성과에 자신의 능력을 보다 집중하는 것을 의미한다. 이러한 분석은 경영자나 최대주주의 지분율, 사외이사 구조, 경영자 보상시스템과 같은 기업지배구조에 의해서도 영향을 받을 수 있다. 추후 경영성과에 영향을 주는 이러한 변수들을 추가하여 연구를 확장한다면 보다 종합적인 연구결과를 기대할 수 있을 것이다.

한국경제에서 재벌의 비중은 거의 절대적이며, 향후 한국경제의 생존과 성장은 재벌의 성장가능성에 큰 영향을 받을 것이다. 최근 세계 경제성장률이 둔화되고 경쟁은 더욱 치열해지고 있으며 재벌기업의 그룹총수 역할이 2세와 3세 또는 4세로 옮겨가는 상황에서, 재벌기업의 경영자가 자신의 능력을 장기적 경영성과인 기업가치를 높이는데 집중하고 있음을 확인한 본 논문의

분석결과는 그 의미가 매우 크다.

본 논문의 공헌점은 다음과 같다. 먼저, 그동안 소외되었던 경영자능력 추정치에 대해 최근 발표된 추정모형을 재검증함으로써 기존연구를 방법론적 차원에서 보편화했다. 둘째, 경영자능력 관련 최근 연구흐름을 연장 및 확장하여 한국기업의 특징인 재벌기업에서 경영자능력의 차별성을 검증하였다. 셋째, 본 연구를 통해 검증된 경영자능력의 계량화방법은 실무적으로 주식시장 분석가나 규제당국으로 하여금 벤처기업이나 초기 기업의 가치평가에 활용될 수 있을 것이다. 또한 전문경영자를 영입하거나 기존 경영자의 성과를 평가할 때 경영자의 성과를 기업성과와 분리함으로써 주주 및 이사회 의사결정에서 활용할 수 있을 것이다. 넷째, 재벌이라는 국내기업의 구조적 특성이 일반기업의 의사결정 매카니즘과 차이를 가져올 수 있음을 보고함으로써 정부나 규제당국의 관련정책 입안에 참고자료로 활용될 수 있을 것이다.

## 참고문헌

1. 고창열·박준호·정훈·유관희(2013), “DEA를 이용한 경영자 능력이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구”, *관리회계연구*, 13(1), 165-200.
2. 기현희·김민철(2008), “대표자변경이 주가에 미치는 영향에 관한 연구”, *회계정보연구*, 26(3호), 113-132.
3. 김경혜(2014), “재벌기업이 보수주의와 투자의 사결정 간의 관계에 미치는 영향”, *국제회계연구*, 56, 121-149.
4. 김동욱(2012), “한국 재벌기업의 소유지분율 변화의 동태성과 기업가치”, *금융공학연구*, 11(4), 91-115.
5. 김미숙(2015), “경영자 보상이 투자와 이익조정에 미치는 영향에 관한 연구”, *경영정보연구*, 34(3), 1-18.
6. 김성환·손성규(2011), “산업별 회계정보의 품질에 대한 실증연구”, *회계학연구*, 36(3), 179-215.
7. 김창수(2010), “재벌기업집단의 내부자본시장과 투자”, *한국증권학회지*, 39(4), 611-641.
8. 김현석·손승태·이영수(2007), “재벌, 신용등급 그리고 타인자본조달: IMF 금융위기 전후 비교를 중심으로”, *대한경영학회지*, 20(2), 633-665.
9. 박경서·백재승(2001), “재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가?: 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구”, *재무연구*, 14(2), 89-130.
10. 박대근·윤정선·조봉환(2009), “재벌기업의 투자결정요인에 관한 연구”, *재무관리연구*, 26(4), 35-61.
11. 박중훈·성연달·정무관(2010), “한국의 기업 지배구조 체계에서 최고경영자 교체에 대한 재벌의 역할”, *전략경영연구*, 13(3), 89-119.
12. 신성욱(2013), “경영성과와 경영자 현금보상 민감도”, *경영과 정보연구*, 32(1), 1-14.
13. 오상희(2015), “경영자 지분율과 기업성과 및 주식수익률에 대한 연구: 중국기업을 대상으로”, *경영정보연구*, 34(4), 1-16.
14. 이건·한승수·김응길(2015), “경영자 능력이 보수주의에 미치는 영향에 관한 연구”, *회계학연구*, 40(3), 257-297.
15. Andreou P. C., D. Ehrlich, I. Karasamani, and C. Louca(2015), “Managerial ability and firm performance: Evidence from the global financial crisis”, *Working Paper*.
16. Baik B., D. Farber, and S. Lee(2011), “CEO ability and management earnings forecasts”,

- Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1645-1668.
17. Banker, R. D., A. Charnes, and W. W. Cooper(1984), "Some Models for Estimating Technical and Scale Inefficiencies in Data Envelopment Analysis", *Management Science*, 30(9), 1078-1092.
  18. Chang J. J. and H. Shin(2006), "Governance system effectiveness following the crisis: The case of Korean business group headquarters", *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 85-97.
  19. Chang Y. Y., S. Dasgupta, and G. Hilary(2010), "CEO ability, pay, and firm performance", *Management Science*, 56(10), 1633-1652.
  20. Chemmanur T. J. and I. Paeglis(2005), "Management quality, certification, and initial public offerings", *Journal of Financial Economics*, 76(2), 331-368.
  21. Demerjian P., B. Lev, M. Lewis, and S. McVay(2013), "Managerial ability and earnings quality", *The Accounting Review*, 88(2), 463-498.
  22. Demerjian P., B. Lev, and S. McVay(2012), "Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests", *Management Science*, 58(7), 1229-1248.
  23. Fee C. and C. Hadlock(2003), "Raids, rewards, and reputations in the market for managerial talent", *Review of Financial Studies*, 16(4), 1315-1357.
  24. Kang H. C., R. M. Anderson, K. S. Eom, and S. K. Kang(2014), "Controlling shareholders' value, long-run firm value and short-term performance", *working paper*.
  25. Khanna N. and A. B. Poulsen(1995), "Managers of financially distressed firms: Villains or scapegoats?", *The Journal of Finance*, 50(3), 919-940.
  26. Lee S., K. Park, and H. Shin(2009), "Disappearing internal capital markets: Evidence from diversified business groups in Korea", *Journal of Banking and Finance*, 33, 326-334.
  27. Lew S. H(2015), "Financial policies between chaebol and non-chaebol firms", *working paper*.
  28. Shin H. and Y. Park(1999), "Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean 'Chaebols'", *Journal of Corporate Finance*, 5, 169-191.

## Abstract

### The effect of managerial ability on short-term or long-term firm performance in Chaebol

Kang, Sun-A<sup>†</sup> · Kim, Yong-Shik<sup>\*\*</sup>

This study investigates the relation of managerial ability and firm performance in case of Chaebol in Korea. We employ non-financing firms at Korean markets for the period 2000–2015. Most important decision is made by the head of Chaebol which increases firm value eventually and he has such a strong dominant power that managers belongs to Chaebol have to follow mother firm's decision directions. So it is expected that managers belongs to Chaebol have to focus on long term performance rather than short term profits, which means they concentrate their managerial ability much on the firm value. Otherwise, managers in which non-Chaebol focus their ability on periodic accounting earnings. Thus, this study examines an empirical analysis on the relation of managerial ability and firm performance and the effect of Chaebol on the relation of managerial ability and firm performance. Empirical results are as follows: First, there exists a statistically significant positive relation between managerial ability and firm performance either short- or long-term. Second, we extend this relationship into Chaebol condition and find that managerial ability of Chaebol positively influences on the firm value which is long-term performance, rather than return on assets which is short-term performance. These results imply that managers belongs to Chaebol much concentrate their ability on long-term value which is differentiated from the case of non-Chaebol samples. Chaebol is an important issue in Korea because it dominates most of Korean local economy so its' impact from small changes on our economy is big enough. Our study examining the relationships between managerial ability of Chaebol and firm performance is meaningful and it is a good signal that they concentrate their ability much on the long-term value rather than short-term profits. We expect that the results of this study will provide the academic and practical references. This study will contribute to the future research in accounting through an analysis of managerial ability which is a new measure, Chaebol, and firm value.

Key Words: Managerial ability, Chaebol, Firm performance, Firm Value, Financial Performance

<sup>†</sup> This work was financially supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea(NRF-2016S1A5A8019127), and Hansung University

\* 1st author, Associate Professor, Dept. of Business Administration, ChungNam National Univ. sunakang@cnu.ac.kr

\*\* Corresponding author, Associate Professor, School of Business, Hansung Univ. jacob@hansung.ac.kr