

기업특성이 경영자능력과 경영성과의 관계에 미치는 영향[†]

조상민* · 유지연**

<요 약>

본 논문은 경영자능력이 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다는 선행연구 결과를 확장하여, 경영성과를 높이는 경영자능력의 역할 정도가 기업특성에 따라 다르게 나타나는지를 분석한다. 기업특성으로는 자금제약이 높은 기업과 시장 내에서 후발기업에 해당하는지 여부를 고려한다. 자금제약이 높은 기업은 자금의 효율적인 사용뿐만 아니라 원활한 자금조달 측면에서도 경영자의 역할이 크게 요구되며, 후발기업은 부족한 보유자원과 낮은 수익성을 극복하기 위해서는 더욱 전문적인 경영자의 판단이 필요하다. 경영자에 대한 의존도가 높은 기업특성을 보유한 경우에는 경영자의 능력에 따라 경영성과가 크게 변동할 것으로 예상된다.

실증분석은 2000년부터 2012년의 상장기업을 대상으로 하였으며, 경영자능력은 Demerjian et al.(2012)의 방법론을 이용하여 먼저 자료포락분석(DEA)을 통해 기업 전체의 효율성을 측정한 다음 기업특성요인을 제거함으로써 경영자능력을 측정하였다. 경영성과는 자산수익률(ROA)로 측정하였다.

실증분석 결과, 자금제약이 높은 기업과 후발기업의 경우에 경영자능력이 경영성과를 높이는 정도가 더 큰 것으로 나타났다. 경영자능력이 높을 경우 원활한 자금조달을 통하여 더욱 효율적인 투자를 진행함으로써 경영성과가 더 크게 증가한 것으로 해석된다. 또한, 상대적으로 열악한 환경에 있는 후발기업에서 높은 경영자능력이 효율적인 의사결정을 유도함으로써 경영성과가 더 크게 증가한 것으로 해석된다.

본 논문은 기업이 처한 상황에 따라 경영자능력이 경영성과를 높이는 정도가 다르게 나타날 수 있음을 확인하였다. 또한, 어떤 기업에서 경영자능력이 더욱 중요하게 요구되는지를 실증적으로 분석하였다는 점에서 의의가 있다.

핵심주제어: 기업특성, 경영자능력, 경영성과, 자금제약, 후발기업

논문접수일: 2018년 02월 01일 수정일: 2018년 03월 05일 게재확정일: 2018년 03월 06일

† 본 논문은 2017년 한남대학교 학술연구조성비 지원에 의하여 연구되었습니다.

* 한남대학교 회계학과 조교수(제1저자), chosmcpa@daum.net

** 한양대학교 회계학과 박사(교신저자), yoojiyeon@hanyang.ac.kr

I. 서 론

경영자는 경영성과를 결정하는 데 영향을 미칠 수 있는 여러 가지 의사결정을 수행한다. 경영자는 기업이 속해 있는 산업의 특성을 파악하고 기업이 과거와 현재의 상황을 면밀하게 분석한 뒤 경영성과를 극대화할 수 있는 장단기 전략을 수립하고 필요한 기술력을 향상시키기 위해 노력한다. 재무제표를 통해 기업의 과거 실적과 현황을 파악하고 경쟁기업의 상황을 통하여 기업이 나아가야 할 목표를 설정한다. 경영자가 기업이 처한 상황과 산업 내에서의 위치를 정확하게 파악하고 있는지에 따라 기업에 필요한 전략을 적절하게 수립할 수 있는지 여부가 결정되고 이러한 경영자의 의사결정에 따라 경영성과가 달라진다.

기업의 전략을 경영성과로 연결시키기 위해 경영자는 기업이 판매하는 제품의 시장수요를 예측하고 제품생산과 판매에 필요한 설비와 시스템 및 인력 등에 대한 투자를 결정한다. 이 때, 경영자는 기업이 현재 보유하고 있는 자원을 고려하여 기업의 강점과 약점을 파악하게 되며, 추가적으로 필요한 자원을 효율적으로 조달하는 역할도 수행한다. 경영자는 경영성과를 극대화할 수 있는 전략을 수립하고, 기업이 보유한 자원을 효율적으로 사용하며 필요한 자원을 적절하게 조달함으로써 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다. 경영자능력이 높은 경우에는 그렇지 않은 경우에 비해 기업의 경영성과가 높은 것으로 알려져 있다(고창렬 등, 2013). 경영자능력이 높으면 상대적으로 기업 가치를 높일 수 있는 투자대안을 선택하는 경향이 있으며 투자에 필요한 자본의 조달비용을 낮출 수 있기 때문이다(박수연 등, 2016; Franco et al., 2017).

능력 있는 경영자는 기업이 속해 있는 산업과 기술의 트렌드를 잘 이해하고 있으며 기업이 생

산하는 제품의 시장수요를 잘 예측하기 때문에 효율적인 자본투자를 결정한다. 선택 가능한 각각의 투자대안에 대하여 어느 시기에 어느 정도의 현금흐름이 발생할 것인지 예측하고 추정된 미래 현금흐름에 대하여 위험정도를 적절하게 판단함으로써 경영성과를 높일 수 있는 투자대안을 선택한다. 또한, 경영자능력이 높은 경우에는 외부 이해관계자들이 기업의 미래 경영성과에 대한 불확실성을 더욱 낮게 인식하는 경향이 있다(고성효 등, 2015). 능력 있는 경영자는 기업이 처한 환경을 정확하게 파악하고 필요한 의사결정이 무엇인지 찾아낼 것이기 때문에 미래의 경영성과에 대하여 긍정적인 기대를 하는 것이다. 높은 경영자능력에 대한 외부이해관계자의 신뢰는 경영자의 의사결정에 대하여 경영자와 외부 이해관계자 사이의 정보비대칭을 완화하는 역할을 통하여 자본비용을 낮추는 역할을 수행하며, 낮은 자본비용은 기업에 필요한 자금을 원활하게 조달하는데 도움을 준다.

본 논문은 경영자능력이 경영성과에 미치는 긍정적인 역할이 기업이 처한 상황에 따라 다르게 나타날 수 있다는 점에 주목한다. 선행연구에 따르면 충분한 자원을 보유하고 있고 대부분의 의사결정이 시스템을 통해 이루어지는 대기업의 경우보다, 보유자원과 시스템이 부족하여 경영자에 대한 의존도가 높은 중소기업의 경우에 경영성과를 높이는 경영자능력의 역할이 더 크다(조상민과 강선아, 2017).

즉, 경영자의 역할을 대체할 수 있는 보유자원이나 내부 의사결정시스템이 부족한 상황에서는 경영자능력에 대한 의존도가 높아질 수밖에 없고 경영자능력이 경영성과를 높이는데 핵심적인 역할을 하는 것이다. 또한, 도산가능성이 높은 경우 등 재무적으로 곤란에 처해 있거나 치열한 경쟁에 직면한 기업의 경우 경영자능력이 신용평가등급을 높이는 역할이 더 크게 나타날 뿐

아니라(Cornaggia et al., 2017), 채무상환 가능성이 불확실한 상황에서 채권자는 추가적인 자본을 제공할지 여부를 결정함에 있어서 경영자능력에 더 많이 의존한다(Franco et al., 2017).

경영자능력이 경영성과를 높이는 데 긍정적인 역할을 하지만, 이러한 역할의 크기는 경영자 개인의 역량에 대한 의존도에 따라 달라질 수 있을 것이다. 보유자원이 충분하지 않거나 치열한 경쟁에 직면해 있는 등 상대적으로 경영성과를 높이기 어려운 기업에서는 그만큼 경영자에 대한 의존도가 높고 경영자의 역량이 더욱 중요시된다. 경영자능력이 더 크게 발휘될 것으로 기대되는 기업의 특성을 찾아낼 수 있다면 상대적으로 소외되고 있는 기업에 대하여 경영성과를 높일 수 있는 대안마련에 기여할 수 있을 것이다.

본 논문은 이러한 점에 착안하여 상대적으로 자금제약이 예상되는 기업과 시장에서 후발주자에 해당하는 기업에서 경영자능력이 경영성과에 미치는 영향이 더 크게 나타나는지 여부를 실증 분석하고자 한다. 자금제약이 큰 기업은 경영성과를 높일 수 있는 좋은 투자대안이 있더라도 자금의 부족으로 인하여 투자를 진행하지 못할 가능성이 있다. 이런 상황에서는 부족한 자금을 필요한 만큼 조달할 수 있는 경영자의 능력이 요구된다. 경영성과를 높이는 좋은 투자대안을 꿰뚫어보고 선택하는 능력도 필요하지만, 자금부족으로 적절한 투자를 진행할 수 없는 상황에서는 필요한 자금을 조달하는 것도 경영자에게 요구되는 매우 중요한 능력이다. 자금이 풍부한 기업에서는 여러 투자대안 중 경영성과를 극대화할 수 있는 투자대안을 선택하는 능력만으로도 경영자의 역할이 충분할 수 있지만, 자금이 부족한 기업에서는 자금을 원활하게 조달하는 능력도 필요하기 때문에, 자금제약이 예상되는 기업에서는 경영자능력의 역할이 더 크게 나타날 것

이다. 능력 있는 경영자가 신용등급에 긍정적인 영향을 미치고 자본의 조달비용을 낮춘다는 선행연구 결과를 고려해볼 때(Cornaggia et al., 2017; Franco et al., 2017), 자금제약이 예상되는 기업에서는 경영성과를 높이는 경영자능력의 역할이 더 크게 나타날 것으로 예상된다.

후발기업은 시장에 늦게 진입하였거나 시장점유율이 상대적으로 낮은 기업을 의미한다. 후발기업은 시장의 트렌드를 이끌어가기 보다는 선도기업을 모방함으로써 경영성과를 유지한다. 후발기업은 혁신을 통해 신기술을 개발하고 시장을 개척하기보다는 선도기업의 기술을 모방하여 기존 시장을 잠식하는 전략을 채택하는 경향이 있다(민병준 등, 2017). 선도기업은 기술적 리더십을 가지고 시장과 자원을 선점함으로써 상대적으로 높은 수준의 초과이익을 누릴 수 있지만, 후발기업은 선도기업에 비해 보유하고 있는 인력과 자원 등이 부족하기 때문에 선도기업과 달리 초과이익을 누리기가 어렵다. 상대적으로 낮은 이익을 누리는 특성으로 인하여 누적된 자금이나 경영자의 의사결정을 뒷받침할 수 있는 내부시스템도 구비되어 있지 않다.

시장의 트렌드를 변화시킬 정도의 혁신을 달성하기에는 자금부족 등으로 대규모의 투자가 어렵기 때문에, 한정된 자원을 효율적으로 사용함으로써 지속적인 이익을 창출하면서 동시에 소규모 투자를 통해 시장점유율을 높여나가는 틈새시장전략을 진행해야 한다. 상대적으로 경영자에 대한 의존도가 높은 후발기업은 경영성과를 높이기 위해 요구되는 경영자능력이 더 많이 필요할 것이다.

자금제약이 예상되는 기업과 후발기업의 경우에 경영성과를 높이는 데 있어서 요구되는 경영자능력의 역할이 차별적으로 나타나는지를 분석하기 위하여, 2000년부터 2015년 사이의 12월 결산법인 중 유가증권상장기업을 대상으로 회귀분

석을 실시한다. 경영자능력의 역할을 직접적으로 분석하기 위하여 Demerjian et al.(2012) 모형을 이용하여 경영자능력을 측정한다. 경영성과는 경영자가 의사결정에 활용할 수 있는 자산에 대한 수익의 비율인 자산수익률(ROA)로 산정하였다. 기업의 부채비율이 동일산업에 속한 기업들의 부채비율 평균 보다 높은 기업을 자금제약이 예상되는 기업으로 분류하고 산업별로 매출액을 기준으로 한 시장점유율이 낮은 기업을 후발기업으로 분류하여 실증분석을 실시한다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 자금제약이 예상되는 기업의 경우에는 자금이 상대적으로 풍부한 기업에 비하여 경영자능력이 경영성과를 높이는 정도가 더 큰 것으로 나타났다. 둘째, 선도기업에 비하여 상대적으로 보유자원이 부족하고 경영자능력에 대한 의존도가 높을 것으로 예상되는 후발기업의 경우에 경영성과를 높이기 위해 경영자능력의 역할이 더 중요한 것으로 나타났다.

본 논문은 경영자능력이 경영성과를 높이는 데 긍정적인 영향을 미친다는 선행연구의 연구결과를 확장하여 기업이 처한 상황에 따라 경영성과를 높이는 경영자능력의 역할이 다르게 나타날 수 있음을 확인하였다는 점에서 의의가 있다. 보유자원이 부족하거나 일반적으로 경영성과를 달성하기가 어려운 기업의 경우에는 경영자에 대한 의존도가 높으며, 경영자능력에 대한 의존 정도가 큰 상황에서 경영자능력이 경영성과에 미치는 영향의 크기가 크게 나타날 수 있음을 분석하였다. 구체적으로 자금제약이 예상되는 기업과 후발기업의 경우에 경영성과를 높이는데 경영자의 역할이 더욱 중요할 수 있음을 실증적으로 분석하였다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서 이론적 배경과 선행연구를 요약하고 제3장에서 연구가설을 제시하며, 제4장에서 연구모형과

표본선정과정 등을 제시한다. 제5장에서 실증분석 결과를 제시하고 제6장에서 결론과 한계점을 요약한다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

1. 경영자능력과 경영성과

경영자는 기업의 전략을 수립하고 자본투자 및 노동투자를 결정하며 자금을 조달하는 등 경영성과와 관련된 의사결정을 수행한다. 따라서 경영자의 능력이 기업의 경영성과에 미치는 영향은 매우 중요하다. 특히 우리나라는 경영자의 의사결정을 모니터링하고 견제하는 이사회 역할이 상대적으로 크지 않기 때문에 경영자능력이 경영성과에 미치는 영향이 더욱 중요하다(임성준과 정형철, 2001). 경영성과를 결정짓는 데에 경영자능력의 역할이 중요한 상황을 고려하여 경영자의 능력이나 성향 및 경영자의 특성에 대한 연구가 많이 진행되고 있다. 경영자능력에 관련된 연구는 주로 경영자능력의 측정방법을 제시하거나 경영자능력이 기업의 경영성과에 미치는 영향을 분석하는 연구들이다.

Fee and Hadlock(2003)은 산업조정 주식수익률을 이용하여 경영자능력을 측정하였다. 동일 산업 내에서 상대적으로 주식수익률이 높게 나타난다면 높은 주식수익률이 경영자의 능력에 기인할 것이라는 가정에 근거한다. 이와는 다르게 경영자의 언론노출정도와 기업의 산업조정 자산수익률을 경영자능력의 대용치로 사용한 연구도 존재한다. Carter et al.(2010)과 Chang et al.(2010)은 경영자 보상 정도를 경영자 능력의 대용치로 사용하였으나 이러한 대용치는 기업의 특성효과와 경영자의 특성효과를 구분하기가 어

렵다는 점 때문에 경영자능력의 측정치로 사용하기에 한계점을 가지고 있다. 이에 Demerjian et al.(2013)은 경영자능력에 대한 직접적인 측정 방법을 제시하였는데, 이는 회계정보를 이용하여 자료포락분석(DEA: Data Envelopment Analysis) 방식으로 기업의 효율성을 추정한 후, 토빗회귀 분석(tobit regression)을 이용해 기업 고유의 특성으로 인한 효과와 경영자 고유의 능력을 분리하여 산출하는 방법이다. Demerjian et al.(2013)에서 경영자능력을 직접적으로 측정한 이후부터는 경영자능력과 관련된 연구가 더욱 활발하게 이루어지고 있다.

경영자는 기업의 중요한 의사결정을 수행하기 때문에 경영자의 특성이나 능력은 여러 방법으로 기업활동에 영향을 미친다. Andreou et al.(2017)은 글로벌 금융위기 하에서 경영자의 능력이 높을수록 뛰어난 자금조달능력으로 인하여 기업의 경영성과가 높게 나타난다는 실증분석결과를 제시하였다. Baik et al.(2011)은 경영자의 능력이 높을수록 유용한 정보를 제공한다는 결과를 제시하면서 이러한 분석결과가 경영자의 능력이 높을수록 미래예측에 대한 능력이 뛰어나기 때문이라고 주장하였다. 즉, 경영자능력은 기업이 처한 위험을 효과적으로 극복하는 방식을 통해서 기업의 경영성과에 영향을 미친다. 박보영(2016)은 경영자의 능력이 높을수록 회계정보의 질적 향상이 자본시장에서의 정보비대칭을 감소시켜준다고 주장하였다.

우리나라에서도 경영자의 능력과 경영성과에 대한 여러 연구가 진행되었다. 고창열 등(2013)은 경영자의 능력과 기업의 미래 경영성과 사이에 양(+의) 관련성이 있다고 주장하였다. 고성효 등(2015)와 박수연 등(2016)은 경영자능력이 높을수록 기업의 내재자기자본비용이 감소하는 경향이 있으며 능력이 높은 경영자는 기업의 가치를 극대화하는 투자의사결정을 선택한다고 하

였다. 경영자능력이 높으면 기업의 성과를 극대화할 수 있는 투자대안을 선택하고 낮은 자본비용으로 자금을 조달함으로써 기업의 경영성과를 높이는 역할을 하는 것이다. 강선아와 김용식(2017)은 재벌기업을 대상으로 경영자능력이 장단기 기업성과에 미치는 영향에 대해 연구하였다. 연구결과 경영자의 능력은 장단기성과와 유의한 양(+의) 관계를 가진다고 보고하였다.

경영자의 능력이 기업성과에 미치는 영향은 경영자 교체에 대한 연구에서도 살펴볼 수 있다. Demerjian et al.(2012)은 능력 있는 경영자로의 교체는 기업성과를 높이는데 긍정적인 영향을 준다고 주장하였다. 심동석과 안창호(2012)는 경영자를 교체한다는 공시와 주가 사이에는 유의적인 영향이 관찰되지 않았으나, 기존 경영자의 성과가 낮았기 때문에 경영자가 교체된 경우에는 경영자를 교체한다는 공시가 주가에 긍정적인 영향을 주는 것으로 보고하였다. 이러한 결과는 능력 있는 경영자로 교체하는 기업에 대해서는 향후 긍정적인 경영성과를 보일 것이라고 생각하는 투자자들의 기대가 반영되었기 때문이다.

2. 선도기업과 후발기업

산업이 다각화되고 기술 변화가 빠르게 일어나는 최근의 상황에서는 선도기업과 후발기업에 대한 전략과 투자 등에 대한 관심이 증가하고 있다. 선도기업은 새로운 시장에 처음 진입한 기업을 의미한다(Schmalensee, 1982). 시장에 먼저 진입한 선도기업은 후발기업에 비해 높은 시장 점유율 가지게 된다(Robinson, 1985). 이에 비해 시장에 늦게 진입한 후발기업은 선도기업에 비해 시장점유율이 낮은 경향을 보인다(Urban et al., 1986). 선도기업은 시장이 체계적으로 형성되기 이전에 시장을 형성하면서 시장을 선도하기 때문에 초기 단계에서의 초과이익을 충분히 누

릴 수 있지만, 이미 시장이 형성된 다음에 시장에 진입한 후발기업은 상대적으로 초과이익을 누리기 어렵기 때문에 선도기업의 높은 시장점유율을 극복하기가 어렵다.

선도기업은 높은 시장점유율을 바탕으로 한 우월한 경쟁력과 초기 단계의 초과이익을 통해 축정한 자원을 이용하여 후발기업이 쉽게 모방할 수 없는 포지셔닝을 구축하고 이러한 이점을 이용하여 높은 수준의 이익으로 연결한다(Kerin et al., 1992). Von Weizsacher(1980)은 시장에 진입하려는 기업들이 지불하는 비용을 진입장벽이라고 하는데 이러한 진입장벽은 이미 해당 시장에 참여한 기업에는 발생되지 않는 비용으로서 이로 인해 선도기업이 후발기업에 비해 우위를 차지한다고 주장하였다. 또한 Lieberman and Montgomery(1988)은 시장에 먼저 진입한 선도기업의 경우 우수한 정보력을 바탕으로 투입요소의 공급가격을 낮추거나 시장의 입지를 내세워 낮은 가격으로 계약을 할 수 있기 때문에 후발기업에 비해 원가우위를 달성할 수 있다고 하였다. 선도기업의 이러한 원가우위는 후발기업과 달리 초기 단계에서 초과이익을 누릴 수 있는 기초가 된다.

후발기업의 경우 학습효과(learning experience)에 의해 선발 브랜드에 비해 불이익을 얻게 된다. Hauser and Wernerfelt(1990)은 시장의 구매자가 후발기업의 상품을 구매하기 위해서는 상대적으로 의사결정 및 탐색 비용이 많이 들어가기 때문에 소비자의 수용 브랜드에 들어가기 어렵다고 주장하였다. 이러한 후발기업의 선도기업에 대한 열위 때문에 후발기업의 전략에 대한 연구가 이어져왔다. Zhang and Markman(1998)은 후발기업의 경우 새로운 카테고리 개발과 하위범주의 카테고리를 만들어 나가는 혁신활동을 해야 한다고 주장하였다. 제약산업을 대상으로 연구한 Bond and Lenn(1977)의 연구에서도 후

발기업의 경우 선도기업이 제공하지 못하는 새로운 이익을 제공함으로써 우위를 가질 수 있다고 주장하였다. 후발기업은 이미 선도기업에 비해 불리한 상황에 있기 때문에 선도기업보다 더 많은 노력을 해야만 선도기업을 추격하거나 생존할 수 있다. 즉, 후발기업의 경영자는 선도기업의 경영자에 비하여 더욱 효율적인 의사결정을 수행해야만 경영성과를 높일 수 있다.

III. 연구가설의 설정

경영자는 기업이 나아가야 할 방향과 장단기 전략을 수립하고 자본투자자와 노동투자자에 대한 의사결정을 수행하며 자본조달의 규모와 시기를 결정하는 등 기업의 경영성과에 미치는 중요한 의사결정을 한다. Bertrant and Schoar(2003)은 경영자의 경영스타일이 기업 활동에 영향을 준다고 하였으며, 특히 우리나라와 같이 경영자의 의사결정을 견제하고 모니터링하는 이사회역의 역할이 상대적으로 크지 않은 경우에는 경영자의 능력이 기업의 경영성과에 미치는 영향력이 더욱 크게 나타난다(임성준과 정형철, 2001). 경영자에 대한 의존도가 높은 상황에서는 경영성과를 높이는 경영자능력의 역할이 더 커지는 것이다.

일반적으로 경영자능력이 높으면 경영성과를 높이는 좋은 투자대안을 선택하는 것으로 알려져 있지만, 자금이 부족한 상황에서는 좋은 투자대안을 선택하는 역할에서 더 나아가서 투자에 필요한 자금을 조달할 수 있는 경영자의 능력이 요구된다. 즉, 자금이 풍부한 기업에 비하여 자금제약이 예상되는 기업의 경우에는 자금조달을 촉진하는 경영자능력이 추가적으로 필요하다. 이러한 점을 고려할 때, 자금제약이 예상되는 기업에서는 자금이 풍부한 기업에 비하여 경영자에

대한 의존정도가 높아지고 경영자능력이 경영성과를 높이는 정도가 더 크게 나타날 것으로 예상된다.

경영자능력이 높으면 기업이 보유한 자원을 효율적으로 사용할 것으로 기대하기 때문에 기업의 신용위험을 감소시킨다. 자금을 빌려주는 채권자의 입장에서는 조달된 자금을 효율적으로 사용함으로써 더 높은 이익을 창출하고 창출된 이익을 통해 자금을 상환할 수 있는지를 고려한다. 만약, 높은 능력의 경영자가 조달한 자금을 효율적으로 사용하여 높은 성과를 달성하고 자금상환 가능성을 높여준다면 이는 기업의 신용위험을 감소시키는 역할을 한다. 실제로 기업의 신용위험을 평가하기 위해서는 기업의 과거 경영성과와 같은 계량화된 정보(hard information) 못지않게 질적 정보(soft information)도 매우 중요한데 경영자능력은 대표적인 질적 정보의 하나이다. 과거에 손실이 발생했거나 이자보상비율이 낮으면 신용위험이 높아지고 자금조달이 어려워지겠지만, 높은 경영자능력은 손실발생이나 낮은 이자보상비율 등으로 인한 신용위험의 부정적 효과를 완화하는 역할을 한다(Cornaggia et al., 2017). 재무제표의 계량적 정보로 인하여 발생한 신용위험에 대한 부정적 효과를 경영자능력이라는 질적 정보가 완화하는 것이다. 또한, 이러한 효과는 재무적 곤경이나 경쟁강도로 인해 압박을 받는 기업의 경우에서 더 크게 나타난다. 파산가능성이 높은 기업이나 치열한 경쟁에 직면한 기업은 자금상환에 필요한 이익을 달성하기가 어렵기 때문에 신용평가 등급이 낮게 나타날 가능성이 높지만, 경영자능력이 높은 상황이라면 이러한 부정적인 상황을 완화하는 경영자능력의 효과가 더욱 크게 작용하기 때문에 신용평가 등급을 충분히 회복할 수 있는 것이다(Cornaggia et al., 2017).

또한, 경영자능력은 기업의 정보비대칭을 완화

하는 역할을 한다. 경영자능력이 높으면 외부 이해관계자들이 경영자의 의사결정에 대하여 더 높은 신뢰를 보이기 때문에 경영자와 외부이해관계자 사이의 정보비대칭이 완화된다. 선행연구에 따르면, 경영자능력이 높은 경우에는 경영자능력이 낮은 경우에 비하여 이익지속성과 이익의 질이 높은 것으로 나타났으며 재무제표를 제작성하는 경우도 적었을 뿐 아니라 대손충당금에 대한 오류도 낮았다(Demerjian et al., 2013). 경영자능력이 높으면 보수주의에 대한 수요도 감소하게 되는데, 이는 경영자능력이 높은 경우에는 기업의 미래 경영성과와 현금흐름에 대한 불확실성을 감소시키기 때문에 보수주의를 적용해야 할 필요성이 낮아지는 것으로 해석된다(이건 등, 2015). 경영자능력이 높은 경우에는 경영자가 미래 경영성과에 대한 예측정보를 더 자주 그리고 더 정확하게 공시하는 경향이 있다. 높은 능력의 경영자는 기업의 상황을 숨기기보다는 더욱 적극적으로 외부에 공시함으로써 외부이해관계자의 신뢰를 이끌어낸다. 이는 경영자 의사결정에 대한 외부 이해관계자의 저평가를 완화하게 되며 기업의 정보를 외부이해관계자에게 더욱 효과적으로 전달함으로써 기업의 정보위험을 감소시키는 역할을 한다. 이러한 방식으로 높은 경영자능력은 이자비용을 낮추는 결과를 초래하며, 경영자능력의 긍정적인 역할은 영업현금흐름이 적거나 도산 가능성이 높은 경영실적이 나쁜 기업에서 더욱 두드러지게 나타나고 있다(Franco et al., 2017).

이러한 점을 고려할 때, 자금계약이 예상되는 기업에서는 경영자능력이 외부자본공급자와의 정보비대칭을 완화함으로써 자본조달비용을 낮추고 필요한 자금을 조달하는데 더 큰 역할을 할 것으로 예상된다. 원활한 자금조달은 경영성과를 높일 수 있는 투자대안을 선택 가능하도록 함으로써 경영성과를 높이는 데 기여할 수 있다.

선행연구에 따르면 2008년 금융위기 당시 경영자능력이 높은 기업은 다른 기업에 비해 파소투자 위험에서 벗어날 수 있었는데, 이는 높은 경영자능력이 기업에 필요한 자금을 원활하게 조달할 수 있도록 역할을 하였기 때문이며, 자본시장은 금융위기 동안에 경영자능력이 높은 기업의 투자에 대해서 투자를 더욱 긍정적으로 평가하였다(Andreou et al., 2017). 또한 경영자능력이 높을수록 자금을 조달하는 능력이 우수하고, 기업의 내재자기자본 비용이 감소한다(박수연 등, 2016).

자금제약이 예상되는 기업에서 경영자능력이 높으면 기업에 필요한 자금을 더욱 낮은 자본비용으로 더욱 효과적으로 조달할 수 있을 것으로 예상된다. 또한, 자금제약이 예상되는 기업은 상대적으로 보유자원이 부족하고 내부 시스템이 정교하지 않을 것이기 때문에 경영성과를 높이기 위해서는 경영자능력에 대한 의존도가 더 높을 것이다. 이러한 점들을 고려할 때, 경영자능력이 경영성과를 높이는 효과는 자금이 풍부한 기업보다는 자금제약이 예상되는 기업에서 더욱 크게 나타날 것으로 예상되어 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 1: 자금제약이 예상되는 기업의 경우 자금이 풍부한 기업에 비해 경영자능력이 경영성과를 높이는 효과가 더욱 크게 나타날 것이다.

시장의 진입 시기와 시장 내에서의 위치에 따라 기업을 선도기업과 후발기업으로 나눌 수 있다. 선도기업은 새로운 시장에 처음 진입하였거나 높은 시장점유율로 인하여 시장에서 선도적인 위치를 점유한 기업을 의미하고, 후발기업은 선도기업 보다 늦게 시장에 진입하였거나 상대적으로 낮은 시장점유율로 인하여 선도기업을

추격하는 기업을 의미한다(Schmaensee, 1982). 선도기업은 먼저 시장에 진입하였기 때문에 초기 단계에 높은 초과이익을 누리게 되고 축적된 이익으로 지속적인 투자가 가능해진다. 일반적으로 선도기업은 선도자의 우위를 통해 후발기업보다 높은 점유율을 가지게 된다(Robinson, 1985). 또한, 선도기업은 후발기업이 선택하는 모방전략에 대응하기 위하여 계속해서 신제품 및 신기술을 개발하여 높은 이익을 추구한다(Kerin et al., 1992). 선도기업은 계속된 이익으로 인해 인적, 물적, 재무적 자원의 관점에서 후발기업에 비해서 우위를 가지게 되며, 이를 통해 지속적인 매출을 창출하고 자금 조달 및 투자가 유리한 상황에 놓이게 된다.

반면에 후발기업은 선도기업이 이루어놓은 기술적 지식의 바탕 위에서 시장에 진입하게 된다. 모방전략을 통하여 선도기업에 비해 더욱 낮은 비용으로 선도기업에 버금가는 기술력을 보유할 수 있다. 그러나 학습효과와 진입장벽으로 인하여 후발기업은 선도기업에 비해 지불해야 할 비용이 늘어나게 된다(Weizsacher, 1980). 학습효과와 이익을 보유한 선도기업에 비해 후발기업은 원가를 절감하기가 더욱 어려워지고 진입장벽으로 인하여 초기 단계의 높은 초과이익을 누리기가 어렵다. 선행연구에 따르면, 선도기업은 지속적인 투자와 우수한 정보력을 바탕으로 투입요소의 공급가격을 낮추어 후발기업에 비해 원가우위를 달성할 수 있다(Lieberman, Montgomery, 1988).

높은 경영자능력은 후발기업으로 하여금 필요한 자원조달을 원활하게 함으로써 경영성과를 높이는 데 필요한 투자대안을 선택 가능하게 할 것이다. 또한, 축적된 자원도 부족하고 시장에서의 평판도 높지 않은 후발기업의 경우에는 한정된 자원을 효율적으로 사용하는 경영자의 능력이 더욱 크게 요구될 것이다. 즉, 능력이 높은

경영자에 의해 필요한 자금조달이 원활하게 이루어지고 부족한 자원을 효율적으로 사용할 수 있게 된다면 후발기업의 경우 경영자능력으로 인한 경영성과의 향상이 더욱 크게 나타날 것이다.

후발기업은 새로운 지식을 창조하는 혁신역량 뿐만 아니라 선도기업이 보유한 지식을 흡수하는 흡수역량도 동시에 필요하다. 선도기업의 경우에는 축적된 자금력과 시장을 선점하면서 축적된 정보를 바탕으로 시장을 이끌어가는 혁신역량에 집중하면 될 것이다. 그러나 후발기업은 선도기업을 극복하기 위해 필요한 혁신역량 뿐만 아니라 현재의 선도기업을 따라잡기 위하여 선도기업의 지식을 흡수하는 역량에도 집중해야 한다. 이렇게 두 가지 역량을 동시에 진행해야 하기 때문에 후발기업의 경우에는 경영자능력에 대한 의존도가 더욱 높을 것이다. 즉, 더 높은 경영성과를 창출하기 위한 경영자능력의 역할은 선도기업에서 보다는 후발기업에서 상대적으로 높을 것으로 예상된다. 이러한 점들을 고려하여 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2: 후발기업의 경우 선도기업에 비해 경영자능력이 경영성과를 높이는 효과가 더욱 크게 나타날 것이다.

IV. 연구모형 및 표본선정

1. 연구모형

1.1 가설 1의 검증모형

본 연구는 기업특성에 따른 경영자능력이 기업성과에 미치는 영향 차이에 대해 검증한다.

가설 1을 검증하기 위한 연구모형은 다음과

같다. 본 논문은 기업의 자금제약이 예상되는 기업의 경우 자금이 풍부한 기업에 비해 경영자능력이 경영성과를 높이는 효과가 더욱 크게 나타날 것이라고 예상했다. 이를 검증하기 위하여 기업 성과를 종속변수로 하고 경영자능력과 자금제약 정도를 독립변수로 하여, 경영자능력과 자금조달 정도를 상호작용변수로 하는 회귀분석을 실시한다. 기업 성과는 자산수익률(ROA)로 측정하였다. 그리고 자금제약 정도는 부채비율을 기준으로 측정하였다(지성권, 2014). β_3 의 계수 값을 이용하여 가설 1을 검증할 수 있다. β_3 은 경영자 능력과 자금조달 정도의 상호작용 변수로 β_3 의 값이 유의한 양(+)의 값을 가지면 자금제약이 많은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 경영자의 능력이 좋을수록 미래경영성과가 더 높은 것으로 해석할 수 있고, 본 논문의 주장과 일치하는 것이다.

[연구모형1]

$$MROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 FD_{it} + \beta_3 MA_{it} \times FD_{it} \\ + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} \\ + \beta_7 BETA_{it} + Ydummy + INDdummy + \epsilon_{it}$$

여기에서,

$MROA_{it}$: 기업 i의 t+1기부터 t+3기까지의

ROA(당기순이익/기초총자산)의 평균

MA_{it} : 기업 i의 t기 경영자 능력. Demerjian et al.(2012)모형에 의해 측정

FD_{it} : 기업 i의 t기의 자금조달 정도. 산업별 부채비율(부채/기초자산)의 평균을 기준으로 3그룹을 나누어 가장 높은 그룹에 속하면 1, 아니면 0을 가지는 더미변수

MTB_{it} : 기업 i의 t기말 시장가치대 장부가치 비율(시가총액/장부가액)

$SIZE_{it}$: 기업 i의 t기말 총자산에 대한 자연로그 값

ROA_{it} : 기업 i의 t기말 자산순이익(당기순이익 / 기초총자산)
 $BETA_{it}$: 기업 i의 t기말 베타
 $Ydummy$: 연도 더미
 $INDdummy$: 산업 더미

로 평균보다 낮으면 후발기업으로 정의하여 1의 값을, 평균보다 높으면 선도기업으로 정의하여 0의 값을 가지는 더미변수
 LEV_{it} : 기업 i의 t기말 현재 부채비율(부채총액/기초자산)

1.2 가설 2의 검증모형

가설 2를 검증하기 위한 연구모형은 다음과 같다. 본 논문은 후발기업의 경우 선도기업에 비해 경영자 능력이 경영성과를 높이는 효과가 더 크게 나타날 것이라고 예상하였다. 이를 검증하기 위하여 [연구모형1]과 같이 기업 성과를 종속 변수로 하고 경영자 능력과 시장에서의 위치를 독립변수로 하여, 경영자 능력과 시장위치 더미변수를 상호작용변수로 하는 회귀분석을 실시한다. [연구모형2]의 β_3 의 계수 값을 이용하여 가설2를 검증할 수 있다. β_3 은 경영자 능력과 기업의 후발기업 여부의 더미변수의 상호작용 변수로 β_3 의 값이 유의한 양(+)의 값을 가지면 후발기업이 선도기업에 비해 경영자의 능력이 좋을수록 미래경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있고, 본 논문의 주장과 일치하는 것이다.

[연구모형2]

$$MROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 FL_{it} + \beta_3 MA_{it} \times FL_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 BETA_{it} + Ydummy + INDdummy + \epsilon_{it}$$

여기에서,

FL_{it} : 기업 i의 t기의 산업내의 위치. 산업별 매출액(매출액/기초자산)의 평균을 기준으

1.3 경영자능력 측정

본 연구에서는 국내의 선행연구에서와 마찬가지로 Demerjian et al.(2012)의 방법을 이용하여 경영자능력을 직접적으로 측정한다. Demerjian et al.(2012)는 첫 번째로 자료포락분석(DEA: Data Envelopment Analysis)¹⁾을 이용하여 기업 전체의 효율성을 측정한다. 다음, 두 번째로 기업 전체의 효율성 중에서 기업의 특성요인을 제거하여 경영자의 고유한 능력을 분리하는 방법으로 경영자능력을 측정하였다. 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

1.3.1 1단계: 기업의 효율성 측정

기업이 성과를 산출하기 위하여 투자된 자원의 비율을 이용하여 기업의 효율성을 측정한다. 즉, 투입된 자원 대비 산출된 성과가 더 많으면 기업을 효율적으로 운영한 것으로 본다. 즉, 최소 자원으로 최대의 성과를 내도록 하는 것이 효율적인 기업 운영인 것이다. 기업이 성과를 내기 위하여 사용한 자원의 대응치로는 매출원가와 판매관리비, 유형자산 및 무형자산을 사용하고, 산출된 성과로는 매출액을 이용한다. 즉, 산업별로 아래의 식을 극대화하는 u와 v값을 산출한 다음 u와 v값을 개별 기업에 적용함으로써 기업의 효율성 정도를 측정한다²⁾(Demerjian et

1) DEA분석에서는 비슷한 상황에서의 의사결정단위들(DMU: decision making units)에 대하여 상대적 효율성을 측정하는 통계적 방법으로, 동일한 산업에서의 다른 기업에 대하여 특정기업의 투입산출비율이 최대가 되도록 하는 최적 가중치 u와 v를 결정한다.
 2) 동일 산업 내에서 기업들의 모든 투입된 자원과 산출된 성과를 이용하여 식(1)을 극대화하는 u와 v 값을 산정한 다음, 산출된 (u와 v)를 개별기업의 투입된 자원과 산출된 성과에 적용하여 개별기업의 효율성점수를 산출한다. 이 때, 동일 산업 내에

al., 2012; 고창렬 등, 2013).

$$\max_{\theta} \theta = \frac{u_1 Sales}{v_1 COGS + v_2 SGA + v_3 PPE + v_4 INTAN} \quad \text{식 (1)}$$

Sales = 매출액
COGS = 매출원가
SGA = 판매관리비
PPE = 유형자산(토지와 건설증여자산은 제외)
INTAN = 무형자산

1.3.2 2단계: 경영자 능력의 측정

1단계에서 측정된 기업의 효율성점수는 경영자의 능력 때문일 수도 있지만 기업의 특수한 상황 때문일 수도 있다. 따라서 경영자의 고유한 능력을 분리해내기 위하여, 1단계에서 산정된 기업 효율성점수에서 기업의 특수한 상황으로 인한 부분을 제거하는 작업을 진행한다. 이 때, 기업의 특수한 상황의 효과를 제거하기 위하여 기업의 규모(SIZE), 시장점유율(MS), 잉여현금흐름(FCF), 상장기간(AGE), 사업부문 수(NBS) 및 외환계정(FC)을 고려한다(Demerjian et al., 2012; 고창렬 등, 2013; 이진 등, 2015). 1단계에서 측정된 기업의 효율성점수는 그 정의상 0부터 1사이의 점수를 가지며, 아래의 식(2)를 이용한 토빗 회귀분석(tobit regression)을 실시하여 잔차를 추정하는데, 이 잔차를 경영자 능력의 측정치로 사용한다.

$$FE = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 MS_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 NBS_{it} + \beta_6 FC_{it} + Ydummy + e_{it} \quad \text{식 (2)}$$

FE_{it}: 기업 i의 t기에 대한 효율성 측정치

SIZE_{it}: 기업 i의 t기말 총자산에 대한 자연로그 값

MS_{it}: 기업 i의 t기 시장점유율(=기업의 매출액/기업이 속한 산업의 총 매출액)

FCF_{it}: 기업 i의 t기에 대한 잉여현금흐름이 0보다 크면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미 변수

AGE_{it}: 기업 i의 t기말 현재 상장기간

NBS_{it}: 기업 i의 t기말 현재 사업부문의 수

FC_{it}: 기업 i의 t기 중 외환계정(외환차손익 및 외화환산손익의 절대값)의 합계금액

Ydummy: 연도 더미변수

1.4 표본의 선정

본 연구는 기업특성별 경영자의 능력이 기업 성과에 미치는 차별적인 영향을 분석한다. 분석에 포함된 표본은 2000년부터 2012년까지 유가증권상장기업의 자료를 이용하였다. FN-GUIDE를 통해 자료를 수집하였으며, 다음의 조건을 만족시키는 기업을 표본으로 선정하였다. 분석에 사용된 최종표본 수는 4,859기업/연도이다.

- (1) 12월 결산법인으로 금융업에 속하지 않는 기업
- (2) 경영자능력 측정치를 산정할 수 있는 기업
- (3) 4년 연속 재무자료의 입수가 가능한 기업
- (4) 각 연도별 산업 소속기업이 10개 이상인 기업

표본 선정에 금융업을 제외한 이유는 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 일반 제조업과 상이함에 따라 분석 표본에서 제외하였다. 또한 결산기가 다른 표본 역시 표본의 동질성을 훼손

서 가장 효율성이 높은 기업의 점수를 1로 가정하고 나머지 기업의 상대적 효율성점수를 부여한다(Demerjian et al., 2012; 고창렬, 2013).

시킬 우려로 인해 표본에서 제외하였다. 본 연구에서 미래경영성과와의 관계를 살펴보기 위하여 t+1기부터 t+3기까지의 자산수익률의 평균값을 이용해야 하므로 연속4년의 재무자료가 존재하는 기업을 표본으로 하였다. 분석대상 표본의 재무자료는 winsorizing 방법을 이용하여 극단치를 제거하였다. 표본은 최종적으로 4,859 기업/연도

로 선정하였다.

<표 1>은 표본의 산업별 구성을 나타낸 것이다. 본 연구의 표본은 석유, 화학, 고무 제조업의 산업이 15.4%로 가장 높은 비율을 나타냈고, 의료 및 정밀, 의약품, 전기장비 제조업이 13.6%의 표본을 차지한다. 표본의 산업별 분포는 비교적 고르게 나타났다.

<표 1> 표본의 산업별 구성

산업명	표본수	비중
의료 및 정밀, 의약품, 전기장비 제조업	662	13.6%
기타기계 및 장비 제조업	275	5.7%
자동차, 기타운송장비, 전기·가스 및 공기 조절 공급업	337	6.9%
정보서비스, 전문서비스업	433	8.9%
석유, 화학, 고무 제조업	746	15.4%
비금속 광물제품 제조업	138	2.8%
식료품, 음료, 담배 제조업	306	6.3%
섬유, 의복, 가죽 제조업	261	5.4%
목재, 펄프, 가구 제조업	239	4.9%
1차 금속 제조업	390	8.0%
기타제품 제조업	72	1.5%
종합 건설업	242	5.0%
도매 및 상품 중개업, 소매업	370	7.6%
운송업	121	2.5%
기타	267	5.5%
합계	4,859	100%

V. 실증분석결과

1. 기술통계 및 상관관계 분석

<표 2>는 본 연구에 사용된 주요 변수들에 대한 기술 통계량을 나타낸다. 기업의 미래경영성과 측정치인 MROA는 0.042의 평균과 0.041의 중위값을 보였다. 경영자능력은 -0.005의 평균값을 가지고 있다. 표본에 사용된 기업들은 평균적으로 부채비율은 0.447, 시장가치대 장부가

치의 비율은 0.933의 값을 나타냈다. 기업규모 변수의 평균은 19.390, 기업의 위험을 나타내는 베타는 0.906의 값을 보이며 대체로 선행연구의 값과 유사한 것으로 나타났다.

<표 3>은 변수들의 상관관계분석 결과이다. 본 연구의 주요변수인 경영자 능력(MA)은 미래 기업성과(MROA)와 0.169의 유의한 양(+)의 값을 보이는데 이는 경영자 능력이 높을수록 기업의 미래성과가 좋아지는 것을 나타내며 선행연구 결과와 같은 결과를 보고하고 있다.

재무적제약(FD)과 미래 경영성과(MROA)는 이고 있다. 이는 재무적제약이 있는 기업은 미래 -0.089의 유의한 음(-)의 관계를 보고하였고, 배 경영성과가 부정적이고, 위험이 더 크다는 것을 타(BETA)와는 0.153의 유의한 양(+)의 값을 보 의미한다.

<표 2> 기술통계량

변수	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
MROA	0.042	0.054	-0.177	0.041	0.219
MA	-0.005	0.117	-0.390	-0.003	0.414
FD	0.324	0.468	0.000	0.000	1.000
FL	0.493	0.500	0.000	0.000	1.000
LEV	0.447	0.191	0.048	0.452	0.932
MTB	0.933	0.910	0.135	0.655	6.518
SIZE	19.390	1.376	16.927	19.153	23.906
ROA	0.047	0.063	-0.177	0.046	0.219
BETA	0.906	0.483	-1.446	0.869	3.485

- $MROA_{it}$: 기업 i의 t+1기부터 t+3기까지의 ROA(당기순이익/평균총자산)의 평균
- MA_{it} : 기업 i의 t기 경영자 능력. Demerjian et al.(2012)모형에 의해 측정
- FD_{it} : 기업 i의 t기의 자금조달 정도. 산업별 부채비율(부채/기초자산)의 평균을 기준으로 3그룹을 나누어 가장 높은 그룹에 속하면 1, 아니면 0을 가지는 더미변수
- FL_{it} : 기업 i의 t기의 산업내의 위치. 산업별 매출액(매출액/기초자산)의 평균을 기준으로 평균보다 낮으면 후발기업으로 정의하여 1의 값을, 평균보다 높으면 선도기업으로 정의하여 0의 값을 가지는 더미변수
- LEV_{it} : 기업 i의 t기말 현재 부채비율(부채총액/자산총액)
- MTB_{it} : 기업 i의 t기말 시장가치대 장부가치 비율(시가총액/장부가액)
- $SIZE_{it}$: 기업 i의 t기말 총자산에 대한 자연로그 값
- ROA_{it} : 기업 i의 t기말 자산순이익(당기순이익/기말총자산)
- $BETA_{it}$: 기업 i의 t기말 베타
- $Ydummy$: 연도 더미
- $INDdummy$: 산업 더미

<표 3> 상관관계 분석결과

	MA	FD	FL	LEV	MTB	SIZE	ROA	BETA
MROA	0.169***	-0.089***	-0.221***	-0.098***	0.060***	0.202***	0.635***	-0.046***
MA		-0.002	-0.266***	0.021	0.015	0.013	0.266***	0.003
FD			0.003	0.714***	0.164***	0.125***	-0.138***	0.153***
LDD				-0.100***	-0.056***	0.051***	-0.289***	0.012
LEV					0.166***	0.153***	-0.159***	0.169***
MTB						0.058***	0.019	0.144***
SIZE							0.228***	0.172***
ROA								-0.028**

변수설명: <표 2> 참조

***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타낸다.

2. 실증분석 결과

<표 4>는 본 논문의 거설1을 검증하기 위한 회귀분석의 실증분석 결과이다. 본 논문에서는 기업이 재무적자금제약이 예상될 경우 그렇지 않은 기업에 비해 경영자능력이 경영성과를 높이는 효과가 더욱 크게 나타날 것이라고 예상하였다. 식(1)의 β_3 는 경영자 능력과 기업의 자금 제약 정도의 상호작용 변수이다. β_3 가 양(+)의 값을 가지면 자금제약이 예상되는 기업의 경영자 능력이 미래 경영성과에 더 긍정적인 영향을 주는 것이라 해석가능하다. <표 4>의 실증결과를 보면 β_3 가 0.023으로 유의한 양(+)의 값을 보고하였다. 이는 본 논문의 가설1과 일치하는 결과이다. 이러한 결과는 경영자의 능력이 뛰어날 경우 기업의 자원을 효율적으로 사용할 것이고, 이러한 능력은 재무적 제약이 있을 경우 더욱 효과적으로 나타나기 때문이라 생각 한다. 또한 경영자의 능력이 뛰어날 경우 기업의 미래

예측을 정확히 하고, 정보위험을 감소시킨다. 이러한 경영자의 뛰어난 능력은 이자비용을 낮추는 결과를 가져오고 이는 경영환경이 좋지 않은 기업에서 두드러지게 나타난 것으로 생각된다.

<표 5>는 본 논문의 가설2를 검증하기 위한 회귀분석의 실증분석 결과이다. 본 논문에서는 후발기업의 경우 선도기업에 비해 경영자 능력이 경영성과를 높이는 효과가 더욱 크게 나타날 것이라고 예상하였다. 식(2)의 β_3 은 경영자 능력과 후발기업 여부 더미변수의 상호작용 변수이다. β_3 의 계수 값이 유의한 양(+)의 값을 가지면 후발기업의 경우 선도기업에 비해 경영자의 능력이 뛰어날수록 미래경영성과가 더 좋아진다는 것을 의미한다.

<표 5>의 β_3 은 0.016의 유의한 양(+)의 값을 보고하여 본 논문의 가설2와 일치하였다. 이는 후발기업의 경우 선도기업에 비해 지불해야 할 비용도 많고, 추가적인 자금 조달이 용이하지 못하다. 또한 후발기업의 경우 자금조달도 효율적

<표 4> 자금제약 예상 여부에 따른 경영자능력이 기업성과에 미치는 영향

$$MROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 MA_{it} \times FC_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 BETA_{it} + Ydummy + INDdummy + \epsilon_{it} \quad (1)$$

변수	계수값	t-Value
Intercept	-0.035	-4.35***
MA	0.000	-0.02
FD	-0.002	-1.43
MA*FD	0.023	2.28**
MTB	0.003	5.05***
SIZE	0.003	6.17***
ROA	0.540	58.45***
BETA	-0.006	-5.23***
Ydummy		포함
INDdummy		포함
Adj.R2		0.4919
F-Value		244.50

변수설명: <표 2> 참조

***, **, *: 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미함.

으로 해야 하고, 선도기업의 지식을 흡수하여 역량을 발휘해야 하므로 뛰어난 경영자의 능력이 필수적이다. 이러한 이유로 본 논문의 결과도 선

도기업에 비해 후발기업의 경영자의 능력이 미래 경영성과에 더 큰 영향을 준 것이라 생각된다.

<표 5> 선도기업과 후발기업에 따른 경영자능력이 기업성과에 미치는 영향

$$MROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 FL_{it} + \beta_3 MA_{it} \times FL_{it} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 BETA_{it} + Ydummy + INDdummy + \epsilon_{it} \quad (2)$$

변수	계수값	t-Value
Intercept	-0.023	-3.06***
MA	-0.004	-0.68
FL	-0.005	-4.96***
MA*FL	0.016	1.76**
LEV	-0.008	-2.63***
MTB	0.003	5.30***
SIZE	0.002	5.79***
ROA	0.530	57.22***
BETA	-0.006	-5.15***
Ydummy		포함
INDdummy		포함
Adj.R2		0.5238
F-Value		259.83

변수설명: <표 2> 참조
 ***, **, *, 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미함.

VI. 결론 및 한계점

경영자는 경영성과를 결정하는 데 영향을 미칠 수 있는 여러 가지 의사결정을 수행한다. 경영자는 기업이 속해 있는 산업의 특성을 파악하고 기업이 과거와 현재의 상황을 면밀하게 분석한 뒤 경영성과를 극대화할 수 있는 장단기 전략을 수립하고 필요한 기술력을 향상시키기 위해 노력한다. 경영자가 기업이 처한 상황과 산업 내에서의 위치를 정확하게 파악하고 있는지에 따라 기업에 필요한 전략을 적절하게 수립할 수 있는지 여부가 결정되고 이러한 경영자의 의사결정에 따라 경영성과가 달라진다.

경영자의 역할을 대체할 수 있는 보유자원이나 내부 의사결정시스템이 부족한 상황에서는 경영자능력에 대한 의존도가 높아질 수밖에 없고 경영자능력이 경영성과를 높이는데 핵심적인 역할을 하는 것이다. 또한, 도산가능성이 높은 경우 등 재무적으로 곤란에 처해 있거나 치열한 경쟁에 직면한 기업의 경우 경영자능력이 신용평가등급을 높이는 역할이 더 크게 나타날 뿐 아니라(Cornaggia et al., 2017), 채무상환 가능성이 불확실한 상황에서 채권자는 추가적인 자원을 제공할지 여부를 결정함에 있어서 경영자능력에 더 많이 의존한다(Franco et al., 2017). 이에 본 연구에서는 경영자의 능력이 경영성과에

미치는 영향이 기업특성별 차이가 있는지 검증한다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 자본제약이 예상 되는 경우 그렇지 않은 기업에 비해 경영자의 능력이 좋을수록 경영성파가 높아지는 것으로 나타났다. 이는 경영자의 능력이 좋을수록 자원의 효율적인 조달, 사용이 가능하기 때문으로 해석된다. 또한 경영자는 능력이 좋을수록 기업의 미래 이익에 대한 예측능력도 뛰어나기 때문에 이러한 경영자의 능력은 자금의 이용에 제한이 없는 기업보다 자금이용에 제약이 있는 기업에서 더 크게 나타난 것이라 생각된다.

둘째, 선도기업에 비해 후발기업이 경영자의 능력이 경영성파에 더 큰 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 후발기업은 선도기업에 비해 시장 진입이 어렵고 시장진입에 대한 비용도 크게 부담하게 된다. 뿐만 아니라 시장에 뒤늦게 진입한 후발주자로서 선도기업의 기술을 습득하여 모방해야 하고, 새로운 기술을 개발해야 한다. 이러한 상황에 처한 후발기업은 선도기업에 비해 능력 있는 경영자의 역량에 많이 의존하게 되고, 그 결과 경영자가 경영성파에 더 큰 영향을 주는 것으로 생각된다.

본 논문은 경영자의 능력이 기업성파에 미치는 영향을 기업특성별로 나누어 그 차이를 연구하였다는 점에서 의의가 있다. 또한, 재무적 제약이 있거나, 후발기업에서 경영자의 역할이 자금제약이 없고, 시장을 선도하는 기업에 비해 경영자의 능력이 더욱 중요하다는 실증 결과를 제시하였다는 점에서 의의가 있다.

참고문헌

1. Andreou, P. C., I. Karasamani, C. Louca, and D. Ehrlich(2017), "The impact of managerial ability on crisis-period corporate investment", *Journal of Business Research*, 79, 107-122.
2. Baik, B., D. Farber, and S. Lee(2011), "CEO ability and management earning forecasts", *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1645-1668.
3. Bertrant, M., Schoar, A.(2003), "Managing With Style: The Effect of Managers on Firm Policies", *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
4. Bond, R. S. and Lean, D. F.(1977), "Sales Promotion and Product Differentiation in Two Prescription Drug Markets", Washington, DC: Economic Report, U. S. Federal Trade Commission.
5. Carter, M.E., F. Franco and I. Tuna(2010), "Premium pay for executive talent: An empirical analysis", *Working paper*, Boston College and London Business School.
6. Chang. Y. Y., S. Dasgupta and G. Hilary (2010), "CEO ability, pay, and firm performance", *Management Science*, 56, 1633-1652.
7. Cornaggia, K. J., G. V. Krishnan and C. Wang(2017), "Managerial ability and credit ratings", *Contemporary Accounting Research* 34(4), 2094-2122.
8. Demerjian, P., B. Lev, and S. McVay(2012), "Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests" *Management*

- Science*, 58(7), 1229-1248.
9. Demerjian, P., B. Lev, M. Lewis and S. McVay(2013), "Managerial ability and earnings quality", *The Accounting Review* 88(2), 463-498.
 10. Fee, C. Edward and Charles J. Hadlock(2003), "Raids, Rewards, and Reputations in the Market for managerial talent", *Review of Financial Studies*, 16-4, 1311-1353.
 11. Franco, G. D., O. K. Hope, and R. H. Lu(2017), "Managerial ability and bank-loan pricing", *Journal of Business Finance and Accounting* 44(9-10), 1315-1337.
 12. Hauser, J. R. and B. Wernerfelt(1990), "An Evaluation Cost Model of Consideration Sets", *Journal of Consumer Research*, 16 (March). 393-408.
 13. Kerin, R. A., P. R. Varadarajan and R. A. Peterson(1992), "First-Mover Advantage: A Synthesis, Conceptual Framework, and Research Propositions", *Journal of Marketing*, 56(October), 33-52.
 14. Lieberman, Marivn B. and David B. Montgomery(1988), "First-Mover Advantage", *Strategic Management Journal*, 9(summer), 41-58.
 15. Robinson, William T.(1985), "Sources of Market Pioneer Advantages in Consumer Goods Industries", *Journal of Marketing Research*, 25(February), 87-94.
 16. Schmalensee, R.(1982), "Product Differentiation Advantages of Pioneering Brands", *The American Economic Review*, 72(3), 349-365.
 17. Urban, Glen L. Theresa Carter, Steven Gaskin and Zofia Mucha(1986), "Market Share Rewards to Pioneering Brands: An Empirical Analysis and Strategic Implications", *Management Science*, 32(June), 645-659.
 18. Von Weizsacker, C. C.(1980), "A Welfare Analysis of Barriers to Entry", *Bell Journal of Economics*, 11(Autumn), 699-420.
 19. Zhang, S., Markman. B.(1998), "Overcoming the Early Entrant Advantage: The Role of Alignable and Nonalignable Differences", *Journal of Marketing Research*, 25(4), 413-426.
 20. 강선아·김용식(2017), "재벌기업에서 경영자 능력이 장·단기 기업성과에 미치는 영향", *경영과 정보연구*, 제36권 제1호, 199-215.
 21. 고성호·고창열·고봉조(2015), "경영자능력이 내재자기자본비용에 미치는 영향", *회계 정보연구*, 제33권 제4호, 161-192.
 22. 고창열·박준호·정훈·유관희(2013), "DEA를 이용한 경영자 능력이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구", *관리회계연구*, 제13권 제 1호, 165-200.
 23. 문희철·황경연·성을현(2016), "기업의 학습 능력 및 지식창출이 기술사업화 및 수출성과에 미치는 영향", *경영과 정보연구*, 제35권 제5호, 1-19.
 24. 민병준·김초월·송재용(2017), "후발기업의 내부 R&D와 모방 경험이 혁신에 미치는 영향: 한국 제약산업을 중심으로", *경영학연구*, 제46권 제4호, 1017-1041.
 25. 박보영(2016), "경영자 능력이 재무분석가 이익예측 정보에 미치는 영향", *경영과 정보연구*, 제35권 제4호, 213-227.
 26. 박수연·정훈·고창열(2016), "DEA로 측정 한 경영자 능력이 기업의 투자효율성에 미치는 영향", *Korea Business Review*, 제20권 제4호, 255-275.

27. 심동석·안창호(2012), “최고경영자 교체와 기업가치”, *회계정보연구*, 제30권 제1호, 315-335.
28. 유지연(2017), “선도기업과 후발기업의 연구개발비가 미래수익성과 이익변동성에 미치는 영향”, 박사학위논문. 한양대학교.
29. 이건·한승수·김용길(2015), “경영자 능력이 보수주의에 미치는 영향에 관한 연구”, *회계학연구*, 제40권 제3호, 257-297.
30. 임성준·정형철(2001), “산업특성과 CEO 특성간의 관계 및 이들 간의 적합성이 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구”, *전략경영연구*, 제4권 제1호, 1-23.
31. 조상민·강선아(2017), “회계정보의 질과 경쟁강도가 경영자능력과 경영성과의 관계에 미치는 영향”, *관리회계연구*, 제17권 제1호, 149-178.
32. 조요한·이대철·임규건(2013), “선도기업과 후발기업에 따른 개방형 혁신활동이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구”, *Journal of Information Technology Applications & Management*, 제20권 제2호, 39-56.
33. 지성권(2014), “소유구조에 따른 외부 자본조달 제약과 배당정책”, *경영과 정보연구*, 제33권 제5호, 171-184.

Abstract

The Effect of Firm Characteristics on the Relationship between Managerial Ability and Firm Performance[†]

Cho Sang-Min* · Yoo Ji-Yeon**

This paper expands the results of previous studies indicating that manager's ability positively affects business performance to analyze whether the degree to which the role of manager's ability improves business performance appears differently according to the characteristics of enterprises. As for the characteristics of enterprises, whether enterprises correspond to enterprises with high levels of funding constraints or late movers in the market is considered. Enterprises with high levels of funding constraints greatly require managers' roles not only for efficient use of funds but also for smooth financing. Late movers require more judgments of professional managers to overcome insufficient resources held and low profitability. In the case of enterprises with corporate characteristics with high dependency on the manager, the business performance is expected to greatly vary with the ability of the manager.

The empirical analysis was conducted with listed companies from 2010 to 2014, manager's ability was measured by first measuring the efficiency of the entire enterprise through data envelopment analysis (DEA) using the methodology of Demerjian et al.(2012) and removing enterprise characteristics factors thereafter. Business performance was measured by the return on industrial fixed assets.

The results of the empirical analysis indicated that the degree to which manager's ability improves business performance was higher in managerial competence enhances managerial performance in enterprises with high levels of funding constraints and late movers. Business performance is considered to have been improved further in cases where manager's ability is high because investments were made more efficiently through smooth funding. In addition, in the case of late movers in relatively poor environments, business performance was improved further because high manager's ability induced efficient decision making.

In this paper, we extend the precedent study that the manager's ability improves the management performance, and confirm that the manager's ability to improve the managerial performance can be different according to the situation of the company. In addition, it is

[†] This study was supported by Hannam University 2017.

* Assistant Professor, Department of Accounting, Hannam University, chosmcpa@daum.net

** Ph.D., Department of Accounting, Hanyang University, yoojiyeon@hanyang.ac.kr

meaningful to analyze empirically whether a company's managerial ability is more important.

This paper expanded the results of previous studies indicating that manager's ability improves performance to identify that the degree to which manager's ability improves business performance may appear differently according to situations in which enterprises are placed. In addition, this paper is meaningful in that it empirically analyzed what enterprises require manager's ability more importantly.

Key Words: Firm Characteristics, Managerial Ability, management performance, financial constraints, follower firm