

## 최고경영자 자기과신과 기업성과: 이사회와 재벌의 조절효과\*

박종훈

서강대학교 경영학과 교수  
(johnpark@sogang.ac.kr)

성연달(교신저자)

서강대학교 박사과정  
(sungyd@sogang.ac.kr)

김창수

서강대학교 경영학과 교수  
(cskim@sogang.ac.kr)

본 논문의 목적은 선행연구에서 제시되었던 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부의 관계를 확인하고, 이들 관계가 경영자 통제 상황에 따라 어떻게 달라지는가를 연구하는 것이다. 최고경영자 자기과신(CEO hubris)은 전략적 의사결정 과정에서 오류를 발생시킬 수 있으며, 이는 결과적으로 저조한 기업성과로 이어질 수 있다. 그러나 이와 같은 관계의 강도는 경영자가 어떻게 통제되고 있는가에 따라 달라질 수 있다. 경영자 통제가 강할 때 최고경영자 자기과신이 기업성과에 미치는 영향이 감소할 수 있으며, 반대로 통제가 약할 때는 그 영향이 증대될 수 있다. 이는 조직 내외부의 경영자 감시 및 통제기제가 작동할 때 최고경영자 자기과신이 기업의 실제적 의사결정으로 이어질 가능성이 감소하기 때문이다. 이에 본 연구는 한국 기업환경에서 경영자 통제기제로 이사회와 재벌을 제시하고, 이러한 통제기제들이 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 관계에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 관계는 부의 관계가 확인되었으며, 이러한 부의 관계는 이사회의 독립성이 높거나 기업이 재벌에 속해 있는 경우 감소하였다. 본 연구 결과는 최고경영자에 대한 통제기제가 잘 갖추어져 있는 경우 최고경영자의 인지적 편향성이 기업에 미치는 부정적인 효과가 줄어들 수 있음을 시사한다.

주제어: 최고경영자 자기과신, 기업성과, 이사회, 재벌

### 1. 서론

최고경영자가 자신의 능력과 지위를 과신하는 것은 기업활동에 어떠한 영향을 미칠 수 있을까? 경영학 연구자들은 최고경영자가 자신의 능력과 지위에 대해 과도한 자신감을 갖는 것을 최고경영자 자기과신(CEO hubris)이라고 정의하고, 이와 같은 의문을 다양한 관점에서 해결하고자 노력해왔다(Hayward & Hambrick, 1997; Hiller & Hambrick, 2005; Kahneman & Tversky, 1995). 예를 들면, 조직

행동 연구자들은 미시적 관점에서 최고경영자 자기과신이 기업 의사결정에 오류를 발생시키는 심리적 요인이라고 제시하고 그 과정을 구체적으로 밝히고자 노력해왔다(예, Li & Tang, 2010; Simon & Houghton, 2003). 또한, 재무 및 전략 연구자들은 거시적 관점에서 최고경영자 자기과신이 기업전략이나 투자성향에 어떠한 영향을 미치는지 연구해왔다(예, Hayward & Hambrick, 1997; Malmendier & Tate, 2005). 분야별로 연구 초점은 상이하지만 최고경영자 자기과신이 기업활동에 부정적인 영향을 미친다는 것은 선행연구가 공통으로 주장하는 내용

논문접수일: 2012. 10      게재확정일: 2013. 4

\* 본 연구는 서강대학교 교내연구비(과제번호: 201110047.01 및 201110078.01) 지원에 의한 연구이며, 본 연구를 위해서 건설적인 제안을 해주신 익명의 심사위원들께 감사드립니다.

이다. 즉, 최고경영자가 과도한 자신감을 가질 때 의사결정 과정에서 객관성을 잃을 수 있으며, 이는 전략 선택 및 기업성과에 부정적 영향을 미칠 수 있다는 것이다.

그러나 최고경영자 자기과신이 기업활동에 부정적 영향을 미칠 것이라는 공통된 주장에도 이에 관한 연구는 아직 미흡한 면이 있다. 그 이유는 선행연구가 '최고경영자 자기과신이 기업활동에 부정적 영향을 미치는가?'라는 문제에 주로 초점을 맞추었을 뿐 '어떠한 상황에서 최고경영자 자기과신의 부정적 영향 강도가 달라질 수 있는가?'에 대해서 충분히 설명하지 못했기 때문이다. 최고경영자 자기과신이 기업활동에 미치는 부정적 효과는 최고경영자 자기과신이 의사결정 오류를 발생시키는 데서 기인한다. 따라서 의사결정 오류를 방지하기 위한 경영자 감시통제가 기업에서 어떻게 이루어지는가 하는 것은 최고경영자 자기과신이 기업활동에 미치는 부정적 효과 강도에 영향을 줄 수 있다. 즉 조직 내외에서 최고경영자를 감시 통제하는 장치가 제대로 작동하고 있다면 최고경영자 자기과신이 기업활동에 미치는 부정적 효과가 감소하거나 사라질 수 있으며, 반면 최고경영자에 대해 감시통제 장치가 제대로 갖추어져 있지 못하다면 그 부정적 효과가 더욱 증대될 수 있다(Fama & Jensen, 1983). 따라서 어떠한 경영자 통제기제들이 어느 정도의 통제 강도를 가지는가 하는 것은 최고경영자 자기과신 연구에서 중요한 사항이 될 수 있다.

본 연구는 최고경영자 자기과신이 기업활동에 미치는 부정적 효과를 경영자 통제 상황을 고려하여 실증한다. 좀 더 구체적으로는, 경영자 통제기제로 이사회와 재벌을 고려하고, 기업활동을 나타내는 지표로 기업의 재무적 성과를 사용하여, 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 관계에 대한 이사회 독립

성과 재벌여부의 조절효과를 분석한다. 이는 최고경영자 자기과신이 높을수록 기업성과는 나빠질 수 있으나, 최고경영자로부터 이사회가 독립적이거나 최고경영자가 재벌의 통제를 받을 때 이러한 관계 강도가 약화된다는 점을 확인하기 위한 것이다. 또한, 이를 바탕으로 경영자 통제장치가 제대로 작동할수록 자기과신과 같은 경영자 개인의 인지 특성이 기업활동에 미치는 부정적 효과가 사라지거나 약화될 수 있다는 시사점을 제공하기 위함이다.

본 연구가 이사회와 재벌을 상황 요인으로 고려한 이유는 개별기업 수준과 기업집단 수준에서 경영자 통제가 동시에 이루어지는 국내 기업환경의 특수성을 반영하기 위해서다(신현한 · 장진호, 2005). 우리나라에서는 반세기 동안의 급속한 경제발전을 배경으로 기업집단 체제인 재벌이 활성화되었으며, 현재까지도 많은 기업이 재벌에 속해 있으면서 그 본부의 통제를 받는다. 또한, 한편으로는 1997년 외환 위기 이후 영미식 기업 지배구조 제도가 도입되면서 각 기업의 이사회가 기업의 공식적인 최고 의결 기구로서 경영자를 감시 통제하는 역할을 하게 되었다(Chang & Shin, 2006). 즉, 영미기업과 달리 국내기업은 경영자 통제장치로서 개별기업 수준의 이사회와 기업집단 수준의 재벌을 동시에 가질 수 있게 된 것이다. 따라서 본 연구에서는 이사회와 재벌을 경영자 통제장치로 고려함으로써 국내기업에서 발생하는 경영자 통제의 이중적 구조에 대한 시사점을 제공하고자 한다.

본 논문은 다음과 같이 구성되었다. II장에서는 가설의 이론적 토대를 제공하기 위해서 최고경영자 의사결정 과정과 경영자 통제기제 역할을 논의하고, 최고경영자 자기과신 개념을 제시한다. 또한, 이어지는 III장에서는 이론적 토대를 바탕으로 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 관계, 그리고 이 관계

에 대한 이사회독립성과 재벌여부의 조절효과를 가설화한다. 이후 후반부의 IV장과 V장에서는 본 연구의 표본, 자료수집 출처, 변수측정, 분석방법을 서술하고, 차례로 연구결과를 제시하고자 한다. 끝으로 마지막 VI장에서는 주요 연구결과를 중심으로 시사점과 미래 연구방향 등에 대해서 토의한다.

## II. 이론적 배경

### 2.1 최고경영자 의사결정과 경영자 통제

최고경영자의 의사결정은 기업의 지속적인 생존과 번영, 조직목표 달성에 큰 영향을 미치게 된다(Mintzberg, 1973). 따라서 경영학 연구자들은 최고경영자의 의사결정에 영향을 미치는 요소 및 과정, 그리고 이에 따른 기업전략 및 성과를 설명하는 다양한 관점을 제시하고, 이를 연구해왔다.

경영학에서 최고경영자의 의사결정에 대한 다양한 접근이 이루어져 왔지만, 본격적인 연구가 시작된 것은 1980년대 초 이후라고 말할 수 있다. Hambirck & Mason(1984)은 최고경영자의 의사결정이 기업전략 선택에 큰 영향을 미친다는 전제하에 최고경영자 개인의 인지 및 심리적 특성이 기업성과에 큰 영향을 준다고 주장하였다. 이들의 주장은 이후 최고경영층 이론(upper echelon theory)으로 불리며 여러 후속연구자에 의해 연구범위와 내용이 구체화되고 있다.

최고경영층 이론에 의하면 기업 내외를 둘러싼 상황을 경영자가 받아들이고 전략을 선택하는 과정에서 최고경영자가 가지는 개인적인 특성들이 중요한 역할을 하게 된다(Hambirck & Mason, 1984).

의사결정은 미래에 발생하는 결과를 염두에 두고 현재의 시점에서 제한된 정보를 통해 이루어지기 때문에, 최고경영자가 가지는 개인가치, 인지적 특성, 성격 등이 기업의 외부환경 인식에 영향을 주고, 이는 기업의 전략선택과 이후 성과에 영향을 준다. 따라서 최고경영자의 의사결정은 확실한 정보하에서 객관적으로 이루어지기보다는 최고경영자가 가지는 주관적 판단 성향의 영향을 받을 수밖에 없다(March & Simon, 1958; Cyert & March, 1963).

불확실성의 세계에서 최고경영자의 주관적 판단이 항상 잘못되는 것은 아니지만, 만약 최고경영자에게 의사결정의 오류를 발생시키는 인지적 특성이 있다면 기업의 의사결정은 올바르게 못한 방향으로 이루어질 가능성이 크다(Mischel, 1977). 따라서 최고경영자의 의사결정이 바람직한 방향으로 이루어지기 위해서는 경영자 의사결정 오류를 통제하는 조직 내외의 장치들의 역할이 중요하다(Williamson, 1984). 경영자에 대한 통제기제가 조직 내외에 없거나 제대로 작동하지 못할 때 최고경영자의 개인적인 의사결정 오류가 그대로 기업전략으로 이어지고, 이후 기업성과가 나빠질 수 있기 때문이다. 기업전략 선택이나 의사결정은 최고경영자에 의해 이루어지지만, 다양한 이해관계자가 그 과정에 영향을 미친다. 이는 현대의 기업에서 소유와 경영이 분리되어 있기 때문에 두드러지게 나타나는 현상으로 기업은 제도적으로 주주총회, 이사회 등 내부적인 경영자 통제기제를 가질 뿐 아니라 주식시장, 인수합병 시장, 신용평가, 투자자 등의 간접적이며 외부적인 경영자 통제기제 또한 가진다(김성훈·박철순, 2000).

기업 지배구조는 경영자 통제 또는 기업경영에 대한 통제를 광범위하게 정의하는 개념으로 제시될 수 있다(김주태, 2005). 대리인 이론에 의하면 경영자는 주주의 이익보다는 사적 이익을 추구할 가능성이

있으며, 이에 따라 경영자에 대한 감시 및 통제의 기제가 필요하다(Fama & Jensen, 1983). 감시와 통제기능이 조직 내외에서 제대로 이루어질 때 최고경영자가 독단적 결정이나 사적 이익추구를 위한 의사결정을 할 가능성이 낮아진다. 따라서 대리인 이론 관점에서 최고경영자의 의사결정과 기업 지배구조 상황은 밀접한 관계가 있다. 기업 지배구조를 대표하는 경영자 통제기제들이 제대로 작동할 때 최고경영자가 가질 수 있는 의사결정의 오류의 가능성은 줄어들 수 있을 것이며 반대의 경우 최고경영자의 의사결정오류 가능성이 확대될 것이다. 이는 의사결정의 주체가 최고경영자 개인에서 집단으로 확대될 때 의사결정 과정에 더욱 많은 정보와 지식이 투입되고, 다양한 견해가 제공되어 최고경영자의 독단적인 의사결정이 줄어들고 의사결정의 질이 높아질 수 있기 때문이다. 따라서 최고경영자 의사결정 과정에서 나타날 수 있는 오류가 기업성과에 미치는 영향을 살펴볼 때, 최고경영자에 대한 통제기제가 어떠한 특성이 있는지를 동시에 고려할 필요가 있다.

본 연구에서는 최고경영자의 의사결정과 경영자 통제기제에 대한 논의를 바탕으로 최고경영자의 의사결정에 오류를 발생시키는 대표적인 인지적 특성으로 자기과신을 제시하고, 경영자 통제기제 상황에 따른 최고경영자 자기과신의 의사결정 상의 부정적 효과가 어떻게 변화하는지를 주목한다. Roll(1986)이 최고경영자 자기과신의 개념을 언급한 이후, 최고경영자 자기과신은 기업 의사결정과 최고경영층 이론 연구 분야에서 중요한 주제로 다루어져 왔다. 이는 최고경영자 자기과신이 기업의 의사결정에 왜곡을 가져올 수 있는 중요한 요소이며, 나아가 기업 성과에 영향을 줄 수 있다는 믿음 때문이다.

## 2.2 최고경영자 자기과신

최고경영자 자기과신이란 최고경영자가 자신의 능력이나 지위에 과도한 자신감을 갖는 것을 의미한다(Hayward & Hambrick, 1997). 최고경영자 자기과신은 최고경영자가 자신의 성공이나 명성에 대한 원인을 자신에게 돌릴 때 발생한다(Billett & Qian, 2008; Hayward & Hambrick, 1997). 최고경영자의 성공은 자신의 능력뿐 아니라 조직의 효율성, 경영진의 성공적인 운영, 산업 및 경기의 영향 등 다양한 원인에 의해 발생할 수 있다. 하지만 귀인이론(self-attribution theory)에 따르면 최고경영자는 기업과 개인의 성공을 순전히 자신의 능력에 따른 결과로 인식하는 경향이 있다. 또한, 언론매체나 대중들이 최고경영자를 기업의 성공 원인으로 부각하거나 최고경영자 개인의 성공 사연에 대해 주목할 때 이러한 경향은 더욱 강해질 수 있다(Hayward, Rindova & Pollock, 2004). 이는 주변 사람들이 조직의 성공과 같은 긍정적인 현상의 원인을 특정 개인으로 지목할 때, 당사자가 조직의 성공 원인을 자신에게 더욱 쉽게 귀인시키는 경향이 있기 때문이다(Hewstone & Jaspers, 1982). 이에 선행연구들은 언론매체 상의 최고경영자에 대한 긍정적인 기사에 따른 최고경영자 자기과신을 주목해왔다(Hayward & Hambrick, 1997; Hayward et al., 2004). 언론매체에서 최고경영자를 기업의 성공 요인으로 다루거나 개인 경력을 부각할 때 최고경영자 자기과신이 발생한다는 것이다.

최고경영자 자기과신은 의사결정에 오류를 발생시킬 수 있는 최고경영자의 인지적 특성으로 제시된다(Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009). 인지적 특성의 요소는 내용(content), 구조(structure), 방식(style)으로 제시되는데, 구체적으로 인지의 내

용이란 경영자가 무엇을 알고 있는가를 의미하며, 구조란 지식과 믿음이 어떻게 정리되어 있는가를 의미한다. 또한, 방식이란 경영자의 마음이 어떻게 작동하는가를 말한다(Finkelstein et al., 2009). 최고경영자 자기과신은 인지의 내용, 구조, 방식과 모두 밀접하게 연관된다. 우선, 기업이 성공을 했거나 성공적인 기업인으로 사람들이 인정하고 있다는 사실은 최고경영자가 자신을 평가하는 중요한 근거가 된다. 그러나 이러한 사실 인식이 자기과신으로 직접 이어지는 것은 아니다. 기업 성공과 사람들로부터의 인정이 발생하는 원인을 어떻게 정리할 것인지와 이를 통해 경영자가 어떤 마음가짐을 가질 것인가가 자기과신의 발생과 직접적인 연관을 가진다. 모든 성공 원인을 자신에게 돌리고, 이를 바탕으로 자신의 능력을 과신할 때 자기과신이 생기는 것이다. 즉, 최고경영자 자기과신은 내용, 구조, 방식 등 모든 인지적 요소가 서로 밀접하게 연관되어 발생하는 인지적 특성이다.

정보처리 이론(information processing theory)과 최고경영층 이론은 최고경영자 자기과신이 의사결정 오류를 발생시킬 한 가지 원인이라고 지적한다(Finkelstein et al., 2009). 자기과신에 빠진 최고경영자는 자신이 모든 상황을 통제할 수 있다고 믿으며, 부정적인 확률이 작은 경우 그 상황을 의사결정 과정에서 무시하는 경향을 가진다(Plous, 1993). 따라서 대부분의 연구자는 최고경영자의 자기과신이 합리적인 의사결정을 방해한다고 믿어왔다. 현재까지 제시되는 최고경영자 자기과신에 대한 실증연구의 결과를 살펴보면 최고경영자의 자기과신은 위험회피 성향을 높이는 기제로 작동한다(Li & Tang, 2010). 예를 들어 Hayward & Hambrick(1997)은 최고경영자 자기과신과 인수합병 시 영업권에 대한 과도한 지출이 정(+ )의 관계를 있다는 점을 제

시하면서, 자기과신이 높은 최고경영자가 미래 인수합병 시너지를 과도하게 긍정적으로 평가하고 인수합병에 높은 비용을 지출한다고 주장하였다. 또한, Malmendier & Tate(2005)는 최고경영자의 과도한 자신감과 기업 투자의 관계를 살펴보면, 과도한 자신감을 가진 최고경영자가 외부 자금조달을 통한 투자에 더욱 적극적이라는 연구결과를 제시하였다.

그러나 선행연구가 최고경영자 자기과신이 의사결정에 문제를 일으켜 최종적으로 기업성과에 부정적 영향을 미치게 된다는 점을 이론적으로 주장하고 있음에도, 아직까지 자기과신과 기업성과 간의 직접적인 관계를 실증 분석한 연구는 드물다. 또한 앞 절에서 언급하였듯이, 의사 결정과정에서 영향을 미치는 경영자 통제기제들을 아직까지 적극적으로 고려하지 못한 점도 선행연구의 한계점이라고 할 수 있다. 따라서 선행연구의 한계점을 극복하여 본 연구의 핵심 연구 문제인 '최고경영자 자기과신이 기업성과에 미치는 부정적 영향은 경영자 통제강도에 따라 어떻게 달라지는가?'를 설명하기 위해서는 연구대상인 우리나라 기업의 경영자 통제기제에 대한 이해가 필요하다.

## 2.3 우리나라 경영자에 대한 이중적 통제 구조

우리나라 기업의 경영자 통제기제는 개별기업 수준과 기업집단 수준의 이중 구조로 이루어져 있다. 많은 국내 기업들이 재벌 기업집단에 속해 있는데 이들 재벌기업 경영자는 기업의 이사회와 재벌그룹 본부의 통제를 동시에 받는다. 본 연구는 우리나라 기업이 가지는 경영자 통제기제인 이사회와 재벌의 경영자 통제에 대해 논의하고자 한다.

우선, 이사회는 기업의 최고 의결기관으로서 기업의 경영활동을 감시하고 통제하는 기능을 가진다. 국내 기업들은 1997년 외환위기 이후 기업 지배구

조 측면에서 많은 변화를 겪었다. 외환위기를 겪으면서 IMF의 요구와 정부의 압력 아래 국내 기업들은 크게 주주의 권한 강화, 이사회 제도의 도입이라는 두 가지 측면에서 기업 지배구조 제도를 정비하였다(강명헌, 1999). 특히, 이사회 권한 강화와 경영자에 대한 독립성 제고는 외환위기 이전에 유명무실했던 이사회를 경영활동에 대한 실제적인 통제기구로 만들기 위해, 우리나라 정부가 이사회 승인권 강화와 사외이사의 의무적 도입을 중심으로 적극 추진한 것이었다. 이에 따라 우리나라에서는 1999년과 2003년 두 차례에 걸쳐 기업지배구조모범규준이 정부 산하 기업지배구조 위원회를 통해서 권고되고, 이와 관련된 이사회 구성에 대한 항목이 상법에 포함되었다. 이는 우리나라 기업이 영미의 기업과 형식적으로 유사한 경영자 통제기제를 갖추었음을 의미하는 것이다. 이사회는 최고경영자를 선임하고 해임하는 권한을 가지며, 최고경영자의 의사결정에 대한 감시와 통제의 권한을 가진다. 특히, 사외이사는 전문적 지식을 바탕으로 기업 경영활동에 대한 조언을 제공하고, 사내 경영진과 최고경영자를 감시하는 구실을 한다. 따라서 개별기업에서 최고경영자의 의사결정 과정은 이사회 통제를 받으며, 이사회가 경영자로부터 독립성이 클수록 경영자 통제의 기능이 더욱 활성화될 수 있다(Westphal, 1988, 1999).

두 번째는 재벌 기업집단에서 계열기업을 통제하는 본부이다. 많은 국내 기업들이 재벌이라고 불리는 대규모 기업집단에 속해 있다. 재벌은 특정 핵심 기업의 소유자나 소유자의 가족을 중심으로 각기 다른 산업에 속하는 기업들이 전략적으로 연계된 소유구조를 통해 형성한 기업집단을 말하며(최정표, 2004), 그 본부를 중심으로 그룹에 속한 기업의 경영활동을 감시 및 통제한다. 재벌의 계열기업 통제에 대한 연구자들의 시각은 긍정적인 측면과 부정적

인 측면이 동시에 존재하는데, 아직 대다수의 선행 연구들은 재벌의 부정적인 측면에 초점을 두어왔다(예, Albrecht, Turnbull, Zhang & Skousen, 2010). 이들 연구는 재벌 기업집단 체제에서 기업의 의사결정이 개별기업보다는 그룹 전체 또는 재벌 총수 일가의 이익 여부에 따라 영향을 받을 수 있기 때문에 계열기업에 대한 재벌의 통제를 부정적인 시각으로 바라보아왔다. 하지만 일부 연구자들은 국내 기업환경에서 재벌이 계열기업에 대해서 긍정적인 통제기제로도 작동하고 있다고 제시한다. Chang & Shin(2006)은 낮은 기업성장에 따른 최고경영자 교체에 대해 재벌이 경영자 통제 장치로서 이들 관계를 강화시키는 역할을 한다고 제시하였다. 또한 김준철·신현한·장진호(2005)는 재벌이 재벌 본부를 통해 소속 기업들을 통제하는 사실상의 '이사회' 역할을 한다고 주장하면서, 재벌 기업집단에 속한 기업들의 경영자 보상수준이 재벌에 속하지 않은 기업에 비해 더욱 민감함을 실증하였다. 또한, 김수정·박종훈·김창수(2012)는 최고경영자 교체 빈도가 상대적으로 재벌기업에서 높게 나타나며, 재벌 기업의 경영자 교체는 주로 집단 내 계열사 이동의 형태를 보인다는 점을 제시하면서, 계열기업 최고경영자에 대한 재벌의 통제를 주장하였다. 이러한 선행연구들의 결과들은 재벌이 최고경영자에 대한 통제기제로 작동할 수 있음을 시사하는 것이다.

### III. 연구모형 및 가설

#### 3.1 연구모형

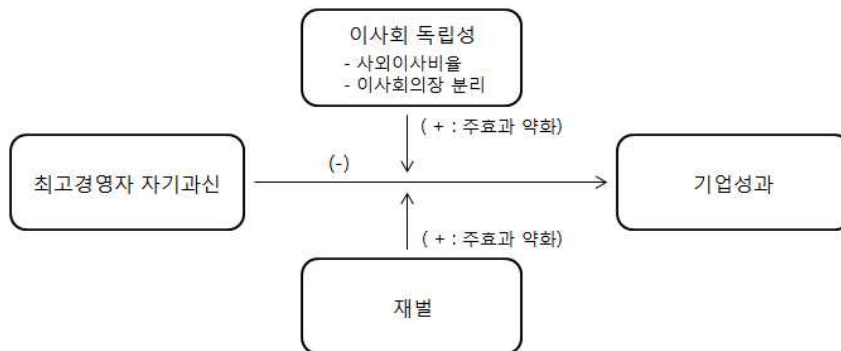
본 연구에서는 최고경영자 자기과신을 기업 의사

결정에 오류를 발생시켜 기업성과에 부정적인 영향을 주는 경영자의 인지적 특성으로 제시하며, 이전 장의 이론적 배경을 근거로 이사회와 재벌의 경영자 통제를 고려하여 <그림 1>과 같은 연구모형을 제시한다.

### 3.2 최고경영자 자기과신과 기업성과

최고경영자 자기과신이 기업성과에 부정적으로 작용하는 것은 최고경영자 자기과신에 따라 발생하는 객관적 시각 상실이 기업 의사결정에 오류를 가져다 주기 때문이다. 최고경영자가 스스로의 능력이나 지위에 대해 과도한 자신감을 가질 때 최고경영자는 두 가지 측면에서 객관적인 시각을 잃을 수 있다. 우선 첫 번째로, 최고경영자가 높은 자기과신을 가질 경우 최고경영자는 독단적인 의사결정을 할 가능성이 높아진다. 기업의 의사결정은 최고경영자 혼자 하는 것이라기보다는 최고경영자를 포함한 최고경영진, 이사회, 중간 관리자, 일반 종업원 등 조직 내부 모든 이해관계자가 직접 혹은 간접적으로 참여하는 것이다(Donaldson & Preston, 1995). 하지만 최고경영자가 자신의 능력과 지위를 과신하게 되면

조직에서 이루어지는 집단적 의사결정이 제대로 이루어지지 못할 가능성이 크다. 때로 최고경영자의 독단적인 결정과 강력한 리더십이 기업 성과를 제고시킬 수는 있으나, 장기적인 관점에서 최고경영자의 독단적 의사결정은 바람직한 기업활동을 저해하는 원인이 될 수 있다. 최고경영자가 조직 구성원들의 의견을 수렴하고 이를 반영하려고 노력할 때 다양한 대안 속에서 더욱 합리적인 의사결정이 가능하기 때문이다. 두 번째로 제시되는 최고경영자 자기과신 문제는 최고경영자가 자신의 능력과 지위를 과신할 때 기업 환경의 불확실성과 위험 수준을 낮게 평가하는 경향이다. 불확실한 기업환경에서 기업이 지속적으로 성장하고 생존하기 위해서는 위험에 대한 객관적인 시각이 필요하다. 하지만 최고경영자가 과도한 자신감을 갖게 되면 위험회피 성향이 감소할 수 있다(Li & Tang, 2010). 최고경영자의 위험회피 성향 감소는 기업의 미래를 과도하게 긍정적으로 바라보는 시각을 가져다주며, 전략과 투자 선택에 있어 객관적이고 신중한 검토를 간과하는 경향을 확대시킬 수 있다. 즉 자기과신이 높을 때 위험회피 성향이 줄어들어으로써 과도한 투자가 이루어질 가능성이 크고, 체계적이지 못한 사업계획에 따라 경영이 이



<그림 1> 연구모형

루어짐으로써 최종적으로 기업성고가 나빠질 수 있다.

본 연구는 이상과 같은 논의를 통해 최고경영자 자기과신과 기업성고가 부의 관계를 가질 것이란 가설을 제시한다.

가설 1: 최고경영자 자기과신과 기업성고는 부(-)의 관계를 가질 것이다.

### 3.3 이사회 독립성의 조절효과

이사회는 기업 경영활동의 최종 의결기구로서 경영자 감시와 통제의 역할을 한다. 따라서 이사회가 감시와 통제 기능을 제대로 할 때 기업 내 발생하는 의사결정의 오류는 감소할 수 있다. 이와 같은 이사회 기능을 본 연구에 적용하면, 이사회 통제기능이 강화될수록 최고경영자 자기과신이 기업성고에 미치는 부정적 효과가 감소할 수 있음을 예측할 수 있다.

기업은 경영진과 종업원이 참여하는 집단적 의사결정을 하지만 그 정점에는 최고경영자가 존재하며, 최고경영자의 생각과 성향은 기업의 의사결정에 중요한 영향을 미친다. 따라서 정보의 불완전성 하에서 최고경영자가 조직 구성원의 다양한 의견을 받아들이고 유연하게 환경에 대처하는 능력은 기업성과 제고를 위해 필요하다. 하지만 모든 최고경영자가 이러한 능력을 항상 갖추기란 어렵다. 따라서 기업에서는 최고경영자의 의사결정 과정을 감시통제하고 집단적인 의사결정이 이루어지는데 도움을 주는 장치가 필요하다.

이사회는 대표적인 경영자 통제기제로 경영 활동에 대한 조언을 제공하고 잘못된 경영 활동을 제한한다(김상훈 · 김양민, 2008). 또한, 이사회가 경영자로부터 독립적일수록 이러한 활동은 더욱 효과적

이다. 이사회가 경영자에게 종속적일 경우 이사회는 최고경영자나 최고경영진으로부터 독립적인 의견을 개진하기 어렵다. 따라서 이사회 기능이 활성화되기 위해서는 경영자로부터의 이사회 독립성이 확보되어야 한다(Villiers, Naiker, & Staden, 2011).

이사회 독립성 확보는 크게 두 가지 방법으로 이루어질 수 있다. 우선 이사회 명시적 권한이 강화되고, 명시적 권한 행사에 대한 경영자의 간섭이 줄어들 때 이사회가 경영자로부터 독립적일 수 있다. 경영진 해임과 선임에 대한 권한, 기업활동에 대한 감사 권한, 임기 보장 등과 관련하여 이사들이 권한을 가지게 될 때 이사회가 경영활동에 대해 건설적인 비판을 할 수 있다. 또한, 실질적으로 최고경영자가 아닌 이사가 이사회 의장을 맡고 있을 때 이사회가 경영자로부터 더욱 독립적일 수 있는데(Rechner & Dalton, 1991), 이는 이사회에서 의장이 안건을 상정하고 진행을 주도하기 때문이다. 실제로 이사회 의장 분리는 최근 많은 기업에서 주주들에 의해 요구되고 있으며, 이는 경영자와 독립적인 인물을 이사회 의장으로 선임하는 것이 경영관리 및 감시의 효과성을 높이기 위해 중요하다는 점을 보여준다. 두 번째로 제시되는 이사회 독립성 확보 방법은 이사회 내 사외이사 비중을 높이는 것이다. 이사회는 최고경영자를 포함하여 경영진에 속한 사내이사과 경영진에 속하지 않는 사외이사로 구분된다. 이사회 내에서 경영자와 관련이 없는 사외이사는 외부인으로서의 객관적인 시각을 가지고 경영활동에 대한 의견을 개진할 수 있다. 사내이사의 경우 최고경영자와 함께 경영활동에 관한 책임을 공동으로 지기 때문에 최고경영자를 통제하는 역할을 하기 어렵다. 따라서 사외이사가 이사회 내에서 높은 비중을 차지할수록 이사회 고유의 기능인 지원과 통제가 이루어질 수 있다(Choi, Park & Yoo, 2007;



Weisbach, 1988).

본 연구에서는 이사회 독립성이 클수록 최고경영자 자기과신이 기업성과에 미치는 부정적 효과가 감소할 것이라는 가설을 제시한다. 좀 더 구체적으로는, 이사회 내 사외이사 비율과 최고경영자와 이사회 의장의 분리 여부가 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부(-)관계에 약화시키는 조절효과를 가질 것이라고 예상한다. 사외이사 비율이 높고 이사회 의장이 분리되어 있으면 이사회 내에서 경영활동에 대한 다양한 이견이 발생할 수 있을 뿐 아니라, 경영자와 반대되는 비판적 의견이 수용될 가능성도 높아진다. 이사회 내 사외이사 비중이 높아질 때 사외이사들이 좀 더 쉽게 자신들의 의견을 개진할 가능성이 높으며, 이사회 의장이 분리되어 있을 때 이사회에서 좀 더 다양한 안건이 상정되고, 경영자와 반대되는 의견을 이사회가 수용할 확률이 높아지기 때문이다. 따라서 사외이사 비중이 이사회에서 높거나, 이사회 의장이 최고경영자와 분리되어 있을 때 최고경영자 자기과신 때문에 발생하는 최고경영자의 독단적 의사결정 성향과 위험 추구 성향이 기업 의사결정으로 그대로 반영될 가능성이 감소할 수 있다. 기업 내 집단적 의사결정이 촉진됨으로써 최고경영자 자기과신이 일으키는 문제들이 해소될 가능성이 높아지는 것이다.

가설 2: 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부(-)의 관계는 이사회 독립성이 클수록 약하게 나타날 것이다.

2-1: 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부(-)의 관계는 이사회 내 사외이사 비율이 높을수록 약하게 나타날 것이다.

2-2: 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부(-)의 관계는 이사회 의장이 최고경영자

와 분리되어 있는 경우 분리되어 있지 않은 경우보다 약하게 나타날 것이다.

### 3.4 재벌의 조절효과

개별기업 수준의 대표적인 경영자 통제기제가 이사회라면 기업집단 수준의 경영자 통제기제는 재벌의 본부라고 할 수 있다. Chang & Shin(2006)은 낮은 기업성과와 최고경영자 교체 간의 관계가 재벌 기업일 때 더욱 두드러지게 나타남을 제시하면서 재벌이 계열기업 경영자를 통제하는 역할을 하고 있다고 주장하였다. 또한, Chang & Hong(2000)은 재벌 기업집단이 계열기업의 경영활동을 통제하고 이를 통해 기업집단 전체의 경제적 성과를 높인다는 점을 제시하였다. 이와 같은 맥락에서 본 연구는 기업이 재벌에 속해 있는 경우 재벌의 경영자 통제 때문에 최고경영자 자기과신이 기업성과에 미치는 부정적 영향이 감소할 것이라고 예상한다.

재벌 그룹 내 계열기업들은 핵심 기업을 중심으로 경제적, 인적 자원을 공유하고 상호출자, 내부거래 등을 통해 소유구조가 밀접하게 연관되어 있다(Chang, 2003). 따라서 재벌 내 기업들은 각각 법적으로 명백히 독립적인 조직임에도 재벌 총수 산하의 재벌 본부의 통제를 받는다(Chang & Shin, 2006). 재벌 본부는 그동안 회장실, 회장 비서실, 구조조정 본부, 경영전략실 등 재벌 그룹별, 시기별로 다양한 명칭으로 불리었으나, 그룹 전체의 중장기 방향을 설정하고, 계열 회사들의 경영 정보를 수집하며, 계열 회사의 경영자들을 관리하는 역할을 변함없이 해왔다. 1997년 외환 위기 이후 한때 정부의 재벌 개혁정책과 맞물리면서 재벌 본부 해체의 위기를 맞기도 했으나 외형이나 명칭의 변화만 있었을 뿐 여전히 다양한 형태의 재벌 본부가 국내 재벌

그룹에 현재까지 존재한다. 또한, 넓은 의미에서의 재벌 본부는 전략실이나 본부 등의 명칭을 가진 공식적인 조직뿐 아니라 계열기업 사장단 회의나 그룹 임원 모임 등 재벌 총수가 주도하는 그룹 전체 경영을 위한 모든 형태의 활동이라고 할 수 있다. 따라서 계열기업이 재벌의 통제를 받는 사실은 부정할 수 없는 사항이다.

재벌의 계열사 통제는 각 계열기업 최고경영자의 의사결정에 영향을 준다. 단독 기업 최고경영자의 경우 최고경영자를 통제할 공식적인 장치는 이사회뿐이다. 따라서 단독기업의 최고경영자가 만약 이사회 내에서 큰 영향력을 가지고 있다면 최고경영자의 의사결정이 잘못되더라도 이를 견제하기 어렵다. 하지만 재벌기업 최고경영자의 경우 이사회와 더불어 재벌의 통제를 받게 된다. 재벌은 각 계열기업의 기업활동에 대한 정보뿐 아니라 각 경영자의 개인 정보를 상시로 수집한다. 또한, 경영활동에 문제가 있을 때 사장단 회의나 그룹 임원 회의를 통해서 그 책임을 해당 경영자에 물을 수 있다. 즉, 재벌기업의 최고경영자는 의사결정에 재벌의 통제를 받는다.

최고경영자가 재벌의 통제를 받을 때 최고경영자 자기과신이 의사결정의 오류로 이어질 가능성은 감소한다. 최고경영자의 자기과신이 발생시키는 의사결정 오류는 크게 최고경영자의 의사결정에 대한 독단적 성향의 증가와 위험감수 성향의 증가로 제시될 수 있는데, 재벌기업의 경우 이러한 경영자의 성향이 기업 의사결정으로 발현되지 못할 가능성이 크다. 재벌기업 최고경영자는 각자 자신의 의지대로 경영활동을 하지만 그룹 전체의 이익과 방향에 맞는 경영활동을 하도록 요구받게 된다. 또한, 재벌 그룹에 속하여 통제를 받기 때문에 최고경영자가 재벌이 아닌 기업에 비해 상대적으로 기업 내 임원들의 인사권을 자유롭게 행사할 가능성이 낮다. 따라서 재

벌기업의 의사결정은 항상 재벌 본부의 통제하에서 일정한 방향성을 가지며, 재벌에 속하지 않는 기업에 비해 상대적으로 집단적인 의사결정을 할 가능성이 크다. 재벌 그룹의 경영 방향성과 통제하에서 최고경영자는 자신의 임의대로 기업전략을 선택하거나 위험성이 높은 전략을 선택하기 어려울 것이며, 집단적인 의사결정은 최고경영자가 자기과신에 빠져서 독단적인 의사결정을 하거나 객관적으로 위험 수준을 판단하지 못하는 것을 막을 수 있다. 따라서 본 연구에서는 이상과 같은 논의를 통해 재벌기업의 경우 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부(-)의 관계가 재벌기업이 아닌 경우에 비해 약하게 나타날 것이라는 가설을 제시한다.

가설 3: 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부(-)의 관계는 재벌기업의 경우 재벌기업이 아닌 경우보다 약하게 나타날 것이다.

## IV. 연구방법

### 4.1 표본 및 자료의 수집방법

본 연구는 2004년부터 2005년까지의 기간의 한국증권거래소 유가증권시장에 상장된 200대 기업을 연구대상으로 살펴보았다. 외환위기 이후 국내에서는 기업 지배구조와 관련된 여러 제도가 정비되었다. 이에 본 연구는 이사회 구성이나 운영이 상대적으로 체계적이고 유사하다고 판단되는 국내 상장기업 자산순위 200대 기업을 최종 표본으로 선정하여 이들 기업을 대상으로 연구를 진행하였다. 연구범위를 동일한 제도적 환경 내의 동일한 규제를 받는 집

단으로 한정하는 것은 연구결과의 신뢰성을 높일 수 있기 때문이다. 또한, 본 연구는 분석대상에서 은행, 보험 등의 금융산업에 속하는 기업들을 배제하였다. 금융산업은 상대적으로 엄격한 정부의 규제와 통제를 받고 있으며, 여타 산업과 다른 재무성과 기준을 가지고 있기 때문이다.

최초 분석대상이 되었던 표본은 2004년 12월 기준 유가증권시장 상장기업 중 자산순위 200대 기업 중 금융회사를 제외한 181개 기업이다. 본 연구는 최초 표본에서 변수에 결측치가 있거나 신뢰성이 부족한 경우와 연구기간 중 상장 폐지된 경우에 해당하는 17개 기업을 표본에서 제외하고, 164개 기업의 2년간 자료를 최종 분석대상으로 활용하였다. 종속변수인 기업성과의 측정을 위해서는 2005년부터 2006년의 2년간 자료가 활용되었으며, 독립변수와 통제변수 측정에는 인과성 확보를 위해 2004년부터 2005년 기간의 자료가 활용되었다. 최종 분석표본은 328개의 기업-연도 패널데이터로 구성되었다.

연구에 필요한 자료는 금융감독원에서 제공하는 전자공시시스템(Dart: Data Analysis, Retrieval and Transfer System)의 사업보고서 '대표이사의 확인서명'과 '임원 및 직원에 대한 사항' 항목과 감사보고서의 재무제표를 바탕으로 하였으며, 최고경영자의 재임기간, 교체 등의 정보를 수집하기 위해 한국신용평가(주)에서 제공하는 Kisline웹서비스와 상장회사협회의 경영인명록을 추가로 이용하였다. 또한, 최고경영자에 대한 기사 분석 통해 최고경영자 자기과신을 측정하기 위해서는 Kisline웹서비스의 인물기사검색과 언론진흥재단의 기사통합검색시스템인 KINDS를 이용하였다.

## 4.2 변수의 측정

### 4.2.1 종속변수

본 연구의 종속변수는 기업성과이다. '기업성과'는 2년 간의 산업조정 자산수익률(two year average of industry-adjusted return on asset)의 평균으로 측정되었다. 자산수익률이란 기업의 총자산 대비 순이익으로, 여러 연구에서 기업활동의 대표적 성과 변수로 사용되었다(예, Cannella & Shen, 2001; Datta & Guthrie, 1994; Huson et al., 2001). 또한, 산업조정 자산수익율은 기업 자산수익률에서 산업 평균 자산수익률을 뺀 값으로, 이는 기업성과에 대한 산업과 연도별 특성을 동시에 통제하기 위한 것이다. 본 연구는 9차 한국표준산업분류(KSIC; Korean Standard Industrial Classification) 중분류(2-digit)을 기준으로 유가시장 기업 내 동종산업의 해당연도의 자산수익률의 평균값을 뺀 값으로 산업조정 자산수익률을 측정하였다. 또한 본 연구에서 단일 연도가 아닌 2년 간의 자산수익율을 평균을 사용한 이유는 측정을 단일 연도로 할 경우 발생할 수 있는 특정 시점이나 사건에 의한 영향력을 최소화하기 위함이다.

### 4.2.2 독립변수

본 연구의 독립변수는 최고경영자 자기과신이다. 최고경영자 자기과신은 인지의 내용, 구조, 그리고 방식이 서로 밀접하게 연관된 최고경영자 특성으로 직접적인 측정의 어려움이 있다. 하지만 선행연구는 최고경영자 자기과신이 기업활동에 미치는 영향의 중요성을 고려하여, 최고경영자 자기과신을 대리변수(proxy variable)를 통해 측정하고 이를 연구하

고 있다. 대표적인 대리변수의 측정 원천은 Hayward & Hambrick(1997)이 제시하는 최고경영자에 대한 언론 매체의 칭찬이다. 언론매체가 최고경영자를 기업의 성공 원인으로 부각하거나 최고경영자 개인의 성공 사연을 대중에게 알릴 때 최고경영자는 자신의 능력과 지위를 과신하는 경향이 발생할 수 있다(Hayward et al., 2004).

본 연구는 선행연구에 근거하여 최고경영자 과신이 발생하는 원천으로 최고경영자에 대한 언론매체의 긍정적 기사를 제시하고, 이를 통해 최고경영자 자기과신을 측정하였다. 구체적으로, '최고경영자 자기과신'은 Hayward & Hambrick(1997)의 연구를 참고하여 최고경영자에 대한 3년간의 긍정적 미디어 노출 횟수를 기반으로 측정되었다. 대상 기간 중 지역 언론매체를 제외한 전국적 범위의 신문사, 인터넷 및 TV의 기사를 검토하여 최고경영자에 관한 긍정적인 기사를 추려내고, 이 숫자에 1을 더한 후 자연로그를 취하였다. 최고경영자에 관한 기사는 한국신용평가(주)에서 제공하는 Kisline의 인물기사 서비스와 한국언론진흥재단의 KINDS기사자료를 통해 수집되었다. 또한, 수집된 기사자료 내용을 연구자들이 교차로 확인함으로써 부정적인 기사를 측정에서 제외하였다. 참고로 기사수집 단계를 살펴보면, 대상이 되는 201명의 최고경영자 중 155명이 총 1,257개의 관련 기사를 가지고 있었으며, 이 중 기업성과 제고, 새로운 비전 제시 혹은 투자계획 공포, 개인 성공담 등 긍정적인 내용을 담고 있는 기사가 1,127개로 나타났다. 관련 기사의 긍정성 여부는 연구자 2인이 각각 내용분석(content analysis)을 한 후에 그 결과를 교차비교하여 판단하였다. 또한, 본 연구가 t-3에서 t-1의 3년간의 기간을 기사 수집 기간으로 한정하는 이유는 Hayward & Hambrick(1997)의 측정 방식을 따른 점도 있지만, 국내 기

업의 최고경영자 재임 기간이 평균적으로 약 4년인 점도 고려했기 때문이다(박종훈 · 성연달 · 정무관, 2010). 변수의 측정에 있어서 기사 수에 1을 더하여 로그값을 취한 이유는 최고경영자에 대한 기사 수가 포아송 분포(poisson distribution)를 따르기 때문이다.

#### 4.2.3 조절변수

본 연구에서는 선행연구에 따라서 이사회 독립성 요인으로 사외이사 비율과 이사회위원장 분리 여부로 제시하였다(Tang, Crossan, & Rowe, 2011). 우선, 사외이사비율은 이사회와 관련된 연구에서 가장 많이 연구된 변수 중 하나로, 이사회 독립성을 대표하는 변수이다. 즉, 이사회 내 사외이사 비율이 클수록 이사회가 경영자로부터 독립성을 가지고 경영자에 대한 감시와 통제의 역할을 제대로 수행할 가능성이 증대된다(Ocasio, 1994). 본 연구에서 '사외이사 비율'은 사업보고서 상의 사외이사 수를 최고경영자를 제외한 등기이사 수로 나누어 측정하였다. 두 번째로, 이사회위원장 분리는 최고경영자와 이사회위원장을 각각 다른 사람이 맡고 있는 것을 의미한다. 이사회가 제대로 된 감시와 통제기능을 수행하기 위해서는 최고경영자와 이사회 의장은 분리되는 것이 바람직하다(Cannella & Lubatkin, 1993). 본 연구는 '이사회위원장 분리'를 최고경영자의 겸직을 사업보고서 상의 대표이사 성명과 임원명단 1순위 직급자로 명시되는 이사회위원장의 성명이 다른 경우로 정의하고 이를 더미 변수로 측정하였다(박종훈 외, 2010).

본 연구에서 조절변수로 사용되는 또 하나의 변수는 재벌이다. 재벌은 특정 핵심기업과 이를 소유한 특정가족이나 소유자를 중심으로 각기 다른 산업에

속하는 기업들이 그룹을 형성하고, 그룹의 한 구성체로서 기업활동을 행하는 기업형태를 말한다(최정표, 2004). 공정거래위원회는 매년 자산규모와 소유구조 및 지배력을 판단하여 대규모 기업집단 리스트를 공개하는데, 본 연구는 공정거래위원회의 대규모 기업집단 48개중 공기업과 특정지배인이 존재하는 않는 16개 기업집단을 배제한 32개 기업집단을 재벌로 정의하고자 한다. 측정은 해당기업이 32개 기업집단에 속한 경우 1로, 속하지 않은 경우를 0로 측정하였다.

#### 4.2.4 통제변수

최고경영자 자기과신이 기업성과에 미치는 효과를 제대로 추정하기 위해서는 다른 외생변수를 통제할 필요가 있다. 본 연구에서는 기업규모, 부채비율, 소유분산도, 이사회 규모, 최고경영자 교체, 이전 기업 성과를 통제변수로 고려하였다. 첫째, 기업규모는 기업성과에 영향을 줄 수 있는 요인으로 선행연구에서 제시되어 왔다(Cannella, Lee, & Park, 2008). 본 연구에서는 '기업규모'를 자산 자산규모의 로그값으로 측정하고 이를 통제변수로 고려하였다. 둘째, 부채비율은 기업의 재무적 안정성을 나타내는 지표로 기업성과에 영향을 줄 수 있다. '부채비율'은 총부채를 총자본으로 나눈 값으로 측정되어 통제되었다. 셋째, 소유분산도를 통제하였다. 소유분산도란 기업 지분이 얼마나 분산되어 있는가를 의미하는 것으로, 지분구조 분산 정도는 경영자의 경영활동과 기업성과에 영향을 줄 수 있다. 본 연구에서는 '소유분산도'를 5대 주주의 지분율의 엔트로피 지수로 측정하여 통제변수로 고려하였다. 넷째, 이사회 규모를 통제하였다. 이사회는 기업의 경영자 통제 및 지원 활동을 하며 그 활동은 기업성과에 영향을 줄 수 있다

(Villiers et al., 2011). 본 연구에서는 '이사회규모'를 최고경영자를 제외한 등기이사수로 측정하였다. 다섯째, 새로운 경영자가 취임하게 되면 기업활동에 많은 변화가 발생하고 이는 기업성과의 변화로 이어질 수 있다(Karaevli, 2007). 본 연구는 '최고경영자 교체'를 연간 사업보고서상의 대표이사 변동으로 정의하고, 이를 더미 변수로 측정하였다. 마지막 여섯 번째는 이전 기업성과를 통제변수로 고려하였다. 이는 기업이 본래 유지하던 성과 수준을 고려하기 위한 것이다. '이전 기업성과'는 t-2와 t-1 시점의 2년간 산업조정 자산수익률 평균값으로 측정되었다.

#### 4.3 분석방법

연구의 분석에 있어서 중요하게 고려되어야 할 부분은 인과성 확보이다. 본 연구는 독립변수와 종속변수의 인과성 확보를 위하여, t년도의 종속변수에 대해 t-1년의 독립, 조절, 통제변수들을 사용함으로써 독립변수와 종속변수 간의 역의 인과관계가 존재하지 않도록 분석모형을 구조화하였다.

분석방법은 일반화 최소제곱법(general least squares: GLS) 방식을 사용하였다(Goodstein & Boeker, 1993). 데이터가 패널 구조일 때 패널 개체 간의 이분산성(heteroskedastic)과 패널 그룹 내 시점 간 발생할 수 있는 자기 상관성(auto correlation)을 고려해야한다. 하지만 본 연구의 경우 자료수집 기간이 2년으로 비교적 짧기 때문에 자기 상관을 고려하지 않고, 이분산성만을 고려한 일반화 최소제곱법을 분석방법으로 사용하였다.

## V. 연구결과

본 연구는 가설 검증을 위한 회귀분석을 시행하기 전에 분석에 사용되는 변수들에 관한 기술 통계 및 변수 간 상관관계를 분석하였다. <표 1>은 실증분석에 사용된 변수들의 평균, 표준편차, 그리고 상관관계가 제시한다. 회귀분석에는 표준화 값을 사용했지만 <표 1>에서 제시되는 분석 값은 비표준화된 변수 값을 통해 얻어진 결과이다. 기술통계 분석 결과에서 산업조정 자산수익률로 측정한 기업성과의 평균이 0에 가깝게 나타남에 따라 표본대상의 성과가 산업평균에 가까움을 확인할 수 있었다. 또한, 사외이사 비율의 평균은 약 33%로 나타났으며, 대상 기업 중 최고경영자와 이사회 의장이 분리된 경우는 약 41%로 나타났다. 연구대상 중 재벌기업에 속하는 기업 비율이 약 46%로 나타났다. 상관관계 분석에 있어서 변수 간 다중공선성이 문제가 되지 않은 것으로 나타났다. 기업규모가 사외이사 비율과 이사회 의장 분리와 상대적으로 높은 상관관계 값을 가지지만 변량증폭요인 값이 5 이하이기 때문에 변수 간 다중공선성 문제가 없다고 판단된다. 각 변수의 상관관계 값을 살펴보면 최고경영자 자기과신이 기업성장에 부(-)의 관계( $r = -.181, p < .01$ )를 가지는 것을 볼 수 있다. 이와 같은 결과는 가설 1에서 예상하는 바와 일치한다.

<표 2>는 가설을 검증하기 위해 계층적 회귀분석(hierarchical regression)을 실시한 결과이다. 연구결과가 모형 변화에 따라 일관성을 가지는지 확인하기 위해 첫 단계에서는 통제변수의 효과만 추정하고, 단계별로 독립 및 조절변수의 효과를 차례로 추정하였다. 기업성장에 영향을 미치는 통제변수만 고려한 모형 1에서는 부채비율과 이사회 의장 분리를

제외한 나머지 통제변수들이 기업성과와 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 분석결과에 따르면 기업 규모가 클수록 기업성과가 좋은 것으로 나타났으며, 재벌일 경우도 기업성과가 재벌이 아닌 기업에 비해 높게 나타났다. 모형 2는 가설 1을 검증하기 위한 것으로, 모형 1의 변수에 최고경영자 자기과신 변수를 포함한다. 모형 2의 분석결과, 최고경영자 자기과신은 기업성과와 유의한 부(-)의 관계가 있는 것으로 확인되었다( $\beta = -.092, p < .001$ ). 이는 최고경영자 자기과신이 기업성장에 부정적 영향을 미친다는 가설 1을 지지하는 결과이다. 모형 3과 4는 가설 2를 검증하기 위한 모형이다. 각각의 분석결과를 살펴보면, 우선 모형 3에서 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부(-)의 관계 여전히 유의하게 나타나는 가운데( $\beta = -.096, p < .001$ ), 최고경영자 자기과신과 사외이사 비율의 곱하기 항이 기업성장에 정(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다( $\beta = .031, p < .001$ ). 이는 사외이사 비율이 높을수록 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부의 관계가 약화될 것이라 가설 2-1을 지지하는 결과이다. 모형 4에서도 모형 3과 마찬가지로 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부(-)의 관계가 유의하게 나타나며( $\beta = -.092, p < .001$ ), 조절효과를 살펴보기 위한 최고경영자 자기과신과 이사회 의장 분리의 곱하기 항이 기업성과와 유의한 정(+)의 관계를 가진다( $\beta = .069, p < .001$ ). 이는 가설 2-2를 지지하는 결과이다. 따라서 가설 2는 모형 3과 4에 의하여 지지된다. 모형 5는 가설 3의 검증 결과이다. 모형 5에서는 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부(-)의 관계가 유의하게 나타나며( $\beta = -.126, p < .001$ ), 동시에 최고경영자 자기과신과 재벌의 곱하기 항이 기업성장에 유의한 정(+)의 관계를 나타낸다( $\beta = .098, p < .001$ ). 이는 재벌기업의 경우 상대적으로 최고경영

〈표 1〉 변수에 대한 평균, 표준편차, 상관관계

변수	평균	표준 편차	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. 기업성과	.001	.063										
2. 최고경영자 자기과신	.207	1.070	-.181**									
3. 사외이사 비율	.327	.166	-.269**	.354**								
4. 이사회회장 분리	.415	.493	.083	-.063	.034							
5. 재벌	.463	.499	-.019	.314**	.243**	.062						
6. 기업규모	27.153	1.573	-.184**	.543**	.653**	.262**	.457**					
7. 부채비율	1.717	3.280	-.096	.081	.041	-.008	.019	.017				
8. 소유분산도	.837	.254	.080	-.145**	-.013	.199**	.049	.039	.063			
9. 이사회 규모	6.665	2.776	-.057	.282**	.422**	.396**	.211**	.621**	-.009	.070		
10. 최고경영자 교체	.189	.392	-.070	.133*	.078	.068	-.011	.179**	.082	-.043	.117*	
11. 이전 기업성과	.023	.065	.801**	-.173**	-.290**	.079	-.074	-.221**	-.140*	.066	-.087	-.079

주) 산업터미와 연도터미 값은 생략됨. 표본수는 328개임

\* $p < .05$ , \*\* $p < 0.01$

〈표 2〉 기업성과에 대한 일반화 최소제곱법 회귀분석결과

변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수항	-.112** (.042)	-.011 (.034)	-.083* (.040)	-.004 (.049)	-.012 (.050)	-.042 (.047)
<b>통제변수</b>						
기업규모	.097*** (.013)	.144*** (.017)	.133*** (.014)	.123*** (.018)	.119*** (.018)	.103*** (.015)
부채비율	.010 (.024)	-.005 (.022)	-.008 (.023)	.015 (.024)	.018 (.025)	.015 (.025)
소유분산도	.007 (.042)	-.041 (.031)	-.009 (.033)	-.042 (.041)	-.046 (.042)	-.021 (.042)
이사회 규모	.017*** (.003)	.012*** (.004)	.013*** (.003)	.014*** (.004)	.011*** (.003)	.013*** (.003)
최고경영자 교체	.055** (.020)	.034 (.021)	.072*** (.018)	.046 (.028)	.007 (.023)	.051* (.023)
이전 기업성과	.329*** (.008)	.326** (.010)	.329*** (.010)	.308*** (.010)	.316*** (.012)	.313*** (.012)
사외이사 비율	-.173*** (.014)	-.153*** (.014)	-.158*** (.013)	-.149*** (.015)	-.132*** (.016)	-.138*** (.015)
이사회회장 분리	.022 (.021)	-.022* (.011)	-.002 (.008)	-.025 (.018)	-.017 (.020)	-.012 (.017)
재벌	.095*** (.019)	.084*** (.018)	.119*** (.017)	.068*** (.021)	.076*** (.025)	.081*** (.025)
<b>설명변수</b>						
최고경영자 자기과신		-.092*** (.007)	-.096*** (.007)	-.092*** (.014)	-.126*** (.019)	-.154*** (.024)
최고경영자 자기과신 × 사외이사 비율			.031*** (.007)			.021* (.010)
최고경영자 자기과신 × 이사회회장 분리				.069*** (.018)		.086*** (.017)
최고경영자 자기과신 × 재벌					.098*** (.022)	.071** (.025)
<b>카이제곱값</b>	11430.780***	3332.450***	6856.610***	4514.070***	1319.430***	2499.930***
<b>표본수 (기업-연도)</b>	328	328	328	328	328	328

\* $p < .05$ , \*\* $p < .01$ , \*\*\* $p < .001$ ; 양측 검정됨.

더미변수를 제외한 변수들의 계수값은 표준화 값을 나타내며, 괄호 안은 표준오차임. 연도 및 산업더미의 값은 생략됨.

자와 기업성과의 부(-)의 관계가 약화될 것이란 가설 3을 지지하는 결과이다. 끝으로 모형 6은 각 단계의 변수를 모두 포함한 것으로 모형 2, 3, 4가 제

시한 것과 일관된 연구결과를 보여준다.

가설 1, 2, 3의 검증에 이어, 본 연구에서는 연구 표본을 재벌기업과 재벌이 아닌 기업으로 양분하여



〈표 3〉 재벌여부에 따른 집단별 일반화 최소제곱법 회귀분석결과

변수	재벌기업의 경우			재벌기업이 아닌 경우		
	모형 7	모형 8	모형 9	모형 10	모형 11	모형 12
상수항	-.163* (.067)	-.017 (.080)	-.159** (.061)	-.191* (.094)	-.079*** (.021)	-.210* (.097)
<b>통제변수</b>						
기업규모	.103*** (.027)	-.081* (.034)	-.094** (.024)	.095* (.042)	-.067 (.041)	-.123 (.044)
부채비율	.057 (.037)	.012 (.036)	.060 (.037)	.032 (.025)	.027 (.026)	.031 (.024)
소유분산도	.130 (.067)	.167* (.075)	.124* (.060)	.057 (.068)	.092 (.063)	.044 (.066)
이사회 규모	-.025** (.009)	-.016 (.009)	-.021* (.009)	-.028** (.009)	-.029** (.009)	.028 (.009)
최고경영자 교체	-.023 (.040)	-.032 (.044)	-.042 (.039)	-.091** (.035)	-.095** (.031)	-.067 (.039)
이전 기업성과	-.839*** (.024)	-.826*** (.026)	-.812*** (.020)	-.763*** (.024)	-.759*** (.020)	-.766*** (.025)
사외이사 비율	.014 (.465)	-.023 (.029)	-.009 (.023)	-.108*** (.031)	-.106*** (.030)	-.132 (.035)
이사회회장 분리	.101** (.032)	.106** (.036)	.057* (.036)	.068 (.040)	.060 (.037)	.072* (.040)
<b>독립변수</b>						
최고경영자 자기과신	.015 (.023)	-.019 (.023)	-.031 (.024)	-.095*** (.022)	-.247** (.092)	-.114*** (.031)
최고경영자 자기과신 × 사외이사 비율		.135*** (.021)			.072*** (.022)	
최고경영자 자기과신 × 이사회회장 분리			.133*** (.034)			.070 (.048)
<b>카이제곱값</b>	1987.720***	1549.660***	2475.71***	1503.720***	2591.850***	2149.120***
<b>표본수 (기업-연도)</b>	152	152	152	176	176	176

\* $p < .05$ , \*\* $p < .01$ , \*\*\* $p < .001$ : 양측 검정됨.

더미변수를 제외한 변수들의 계수값은 표준화 값을 나타내며, 괄호 안은 표준오차임. 연도 및 산업더미의 값은 생략됨.

최고경영자 자기과신과 기업성과의 부(-)의 관계에 대한 이사회 독립성의 조절효과를 추가로 분석하였다. 이는 이사회의 조절효과를 재벌기업의 경우와 재벌이 아닌 기업을 대상으로 각각 분석해 봄으로

써, 이사회의 경영자 통제효과가 어느 집단에서 더욱 두드러지는지 살펴보기 위함이다. 〈표 3〉은 152개의 재벌기업과 176개의 재벌에 속하지 않는 기업을 구분하여 분석한 결과이다. 우선, 모형 7에 의하

면 재벌기업에서 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부(-)의 관계가 유의하게 나타나지 않았다. 반면 모형 10에 의하면 재벌에 속하지 않는 기업에서 최고경영자 자기과신과 기업성과가 유의한 부(-)의 관계를 나타냈다( $\beta = -.095, p < .001$ ). 이러한 결과는 재벌기업에서 최고경영자 자기과신이 기업성과에 부정적 영향을 미치기가 어렵지만, 재벌에 속하지 않는 기업에서는 부정적 영향을 미칠 가능성이 높다는 것을 의미한다. 또한, 모형 8과 9에서 최고경영자 자기과신이 기업성과에 직접적인 효과를 미치지 못하지만, 사외이사 비율과 이사회 의장 분리 변수 각각이 최고경영자 자기과신과 상호작용하여 기업성과와 정(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다(각,  $\beta = .135, p < .001$ ;  $\beta = .133, p < .001$ ). 모형 11에서는 최고경영자 자기과신이 기업성과와 유의한 부(-)의 관계를 맺고 있으며, 높은 사외이사 비율은 이 관계를 약화시키는 역할을 하였다( $\beta = .072, p < .001$ ) 하지만 모형 12에서 이사회 의장 분리의 조절효과는 정(+)의 부호를 보여주지만 유의하지 않았다. 요컨대, 모형 8과 11에서의 사외이사 비율의 조절효과를 비교하면 재벌기업에서의 계수값( $\beta = .135, p < .001$ )이 재벌에 속하지 않은 기업집단에서의 계수값( $\beta = .072, p < .001$ ) 보다 크게 나타나며, 모형 9와 12에서 이사회 의장 분리의 조절효과의 경우 재벌기업에서만 유의성을 보여준다.

## VI. 논의 및 결론

본 논문은 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 관계 강도가 경영자 통제 상황에 따라 어떻게 달라지는지 설명하기 위한 연구이다. 본 연구는 최고경

영자 자기과신이 기업활동에 부정적 효과를 미친다는 선행연구의 관점을 확장하여, 그 부정적 효과가 상황에 따라 다르게 나타날 수 있다는 관점을 취한다. 특히, 상황 요인으로 우리나라 기업 환경에서 볼 수 있는 개별기업과 재벌 기업집단 수준의 이중적 경영자 통제를 주목하고, 구체적으로 이사회와 재벌 본부를 경영자 통제기제로 제시한다. 본 연구는 2004년과 2005년의 유가증권 시장에 상장된 자산 순위 200위 기업의 최고경영자와 기업성과, 그리고 각 기업의 경영자 통제 상황에 대한 자료를 가지고 분석한 결과, 다음과 같은 결과를 얻었다.

첫째, 선행연구의 이론적 주장과 같이, 본 연구결과에서는 최고경영자 자기과신이 기업성과에 부정적 영향을 주는 것으로 나타났다. 최고경영자가 자신의 능력과 지위를 과신하게 되면 의사결정 과정에서 다른 사람의 의견을 객관적으로 수용하지 못할 뿐 아니라 기업활동에서 발생하는 위험을 과소평가하여 무리한 투자나 잘못된 전략선택을 할 가능성이 높아진다(Hayward et al., 2004). 즉 최고경영자 자기과신은 합리적인 기업 의사결정 과정을 방해하는 요소로서, 궁극적으로 기업성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 본 연구결과는 최고경영자 자기과신이 기업의 재무적 성과에 영향을 미칠 수 있음을 확인한 것이다.

둘째, 본 연구결과는 국내 기업에서 이사회 의 독립성이 클 때 최고경영자 자기과신이 기업성과에 미치는 부정적 효과가 약화된다는 주장을 지지한다. 본 연구에서는 아시아 외환 위기 이후 도입된 영미식 이사회 제도가 국내 기업에 정착되어 경영자 통제 역할을 하며, 영미 기업에서와같이 그 독립성이 커질수록 경영자 통제 효과가 커진다고 주장하였다. 이러한 주장은 국내 기업의 기업집단식 경영체제 때문에 이사회가 제 역할을 하지 못할 것이라는 회의

적 시각에 반하는 것이다. 영미권과 비교하면 우리나라의 이사회 제도가 상대적으로 정착되지 못한 부분이 있지만, 외환 위기 이후 우리나라 이사회의 긍정적 체질 변화는 분명히 있었다. 세계 시장에서 경쟁하기 위해 기업 경영의 투명성 제고가 요구되고, 주주의 권한을 강화되는 상황에서 기업들은 이사회 제도가 실질적으로 기업활동에 도움이 될 수 있도록 다양한 노력을 기울였던 것이다(김성훈·박철순, 2000; 정기웅, 2004). 본 연구결과는 개별기업의 이사회가 국내 기업에서 경영자 통제 장치로 일정 부분의 역할을 하고 있으며, 독립성이 보장될 때 그 역할이 더욱 제대로 이루어진다는 점을 시사한다.

셋째, 본 연구결과는 기업이 재벌에 속할 때 최고경영자 자기과신이 기업성과에 미치는 부정적 영향 강도가 감소할 것이라는 주장을 지지한다. 본 연구는 재벌 본부가 계열기업 경영자를 통제하는 역할을 하고 있으며, 이러한 통제활동이 최고경영자의 독단적 의사결정이나 위험 추구 행동을 제어할 수 있다고 주장하였다. 본 연구의 이 같은 주장은 집단식 경영체제가 활성화된 우리나라 기업환경 특성에 기반을 둔 것이다. 한국전쟁 이후 우리나라 기업들은 재벌이라는 집단식 경영체제를 구축하고 그룹 내부 거래를 통해 빈약한 자본과 시장의 문제를 해결해 왔다(최정표, 2004). 즉, 재벌은 계열기업의 독립성을 인정하기보다는 그룹 전체의 이익을 위해 경영활동을 간섭해 왔다. 그동안 정부 및 학계는 재벌의 계열기업 경영활동 간섭을 주로 부정적인 시각에서 바라보고, 재벌 해체나 개혁에 대한 논의를 진행하였다. 이는 재벌이 그룹 전체의 이익을 위해 계열기업의 의사결정에 간섭할 때 나타나는 개별기업의 합리적 선택 제한 및 주주의 자산가치 훼손의 문제 때문이었다. 하지만 다른 관점에서 보면 재벌의 계열기업 관리는 효과적인 경영활동 감시 통제기제가 될

수 있다. 기업 경쟁이 심화될 때 재벌은 기업집단의 생존과 성장을 위해 개별 계열기업의 이익을 극대화하려고 애쓰며, 경영자가 잘못된 행동을 하는 것을 제어할 수 있다. 따라서 재벌은 계열기업의 경영활동을 바람직하게 통제하는 기제로도 작용할 수 있다. 본 연구는 재벌이 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 부의 관계를 약화시킴을 실증적으로 제시함으로써 재벌의 경영자 통제 역할을 확인하였다.

넷째, 추가분석 결과는 재벌에 속하지 않은 기업에 비해 재벌기업의 이사회 독립성이 최고경영자 자기과신의 기업성과에 대한 부정적 영향을 감소시키는데 더욱 효과적일 것이란 점을 제시한다. 재벌기업의 경우 최고경영자 자기과신의 부정적 효과가 기업성과로 이어지기 어려울 뿐 아니라, 이사회가 최고경영자를 통제하는 효과가 더 클 수 있다. 그 이유는 크게 두 가지로 추정할 수 있다. 우선, 재벌기업의 이사회 임원의 실질적인 인사권은 재벌 본부에 있기 때문에 이사회가 최고경영자에게 종속되는 정도가 약할 수 있다. 재벌기업 임원의 인사권한은 형식적으로 개별기업의 최고경영자에 있지만, 실질적으로는 재벌 본부나 총수가 가지고 있는 경우가 많다(신현한·장진호, 2005). 실제로 재벌 그룹은 각 계열기업 임원들을 그룹 수준에서 관리하고, 그룹 차원의 정기적 인사를 단행하는 경우가 많다. 두 번째 이유는 재벌기업의 최고경영자가 상대적으로 이사회 의견을 수용할 가능성이 높기 때문이다. 재벌기업 최고경영자는 해당 기업에서 경력을 마치는 것이 아니라 그룹 내에서 순환 보직을 하는 경우가 빈번하다(김수정 외, 2012). 따라서 재벌기업 최고경영자는 자신의 이후 경력을 위해 재벌 본부에 의해 임명되거나 임명이 승인된 이사회 임원들의 의견을 유연하게 받아들일 필요가 있다. 반면, 재벌기업이 아닌 기업의 최고경영자는 정점에 있기 때문에

현재 위치 이후의 경력을 생각하기 어렵다. 따라서 재벌기업 이사회는 최고경영자에서 상대적으로 독립적이며 사외이사 비중이 높거나 이사회 의장이 분리될 때 더욱 다양한 이견을 제시하고 수용시킬 가능성이 높다고 예상할 수 있다.

본 연구는 학문적으로나 실무적으로 다음과 같은 기여를 한다. 첫째, 본 연구는 상황요인에 따라 최고경영자 자기과신이 기업성과에 미치는 부정적 영향의 강도가 달라짐을 실증적으로 제시함으로써 연구영역을 확대하였다. 기존 연구의 관계 여부를 살펴보는 접근을 확장하여 관계 강도에 연구초점으로 맞추므로써 미래 연구 영역 확대에 부분적으로나 일조하였다. 둘째, 본 연구는 국내 기업지배구조 상황을 연구에 반영하여, 이사회 제도와 재벌의 효과성에 대한 여러 함의를 제공하였다. 학계 및 산업에서 국내기업의 이사회가 아무런 효용이 없다는 주장이 종종 제기하기도 하지만 본 연구는 이사회가 경영자 통제에 긍정적인 작용을 할 것이라는 점을 실증적으로 제시하였다. 또한, 재벌에 관해서는 재벌이 계열기업에 대한 실질적인 통제장치로 작동할 수 있음을 주장하고, 그 증거의 단면을 제시하였다. 셋째, 본 논문은 최고경영자 자기과신을 기업 의사결정에 오류를 미치는 원인으로 제시하고 기업성과에 대한 영향을 규명함으로써 최고경영자 의사결정 상에 있어서 통제 장치의 중요성을 환기 시키는데 일조하였다. 또한, 이는 바람직한 의사결정을 이끌어 내고 기업의 생존 및 번영을 이루기 위해서 경영자에 대한 알맞은 통제기제 운영의 필요성을 시사한다.

가설 수립 및 검증 과정에서 세심한 주의를 기울였지만, 본 연구는 다음과 같은 한계점을 지닌다. 첫째, 본 연구는 최고경영자 자기과신이 기업 의사결정 과정에 오류를 가져다주고 잘못된 의사결정은 기업성과를 악화시킬 것이라고 주장하지만, 이 과정을

실증적으로 제시하지 못했다. 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 직접적 관계만 실증했을 뿐, 자기과신이 어떠한 오류를 만들고 이 오류가 성과로 이어지는 과정을 구체적으로 실증하지 못하였다. 둘째, 최고경영자 자기과신 측정에 선행연구의 방식을 따르긴 했으나, 본 연구는 최고경영자에 관한 언론매체 기사를 통해 간접적으로 최고경영자 자기과신을 측정하였다. 최고경영자 자기과신은 개인의 인지적 특성이다. 따라서 이를 보다 정확하게 측정하기 위해서는 설문이나 인터뷰가 필요하다. 또한, 긍정적 언론 노출은 해당 연도의 긍정적 성과와 관련되기 때문에, 성공적인 특정연도 성과가 평균으로 회귀하는 현상 때문에 '최고경영자 자기과신'과 '이후 기업성과' 간의 부(-)의 관계가 나타나는 현상이 나타날 수 있다는 문제제기가 가능하다. 따라서 향후 연구에서는 최고경영자 자기과신 측정에 대한 타당성과 신뢰성을 확대하기 위해 다양한 측정방식이 시도되어야 할 것이다. 셋째, 본 논문은 이사회와 재벌을 경영자 통제기제로 다루고 있으나, 각각이 최고경영자 자기과신과 기업성과 간의 관계에 어떠한 영향을 미치는지를 살피고 있을 뿐 이사회와 재벌이 서로 어떠한 관계를 맺으며, 이들 관계가 어떻게 경영자 통제에 영향을 미치는지 구체적으로 논의하지 못하고 있다. 따라서 향후에는 이사회와 재벌의 이중적 경영자 통제 구조를 보다 심층적으로 이해하기 위해서는 이들 통제기구의 관계에 대한 보다 다양한 논의가 제시될 필요가 있다.

연구상의 여러 한계점에도 본 연구는 최고경영자 자기과신 문제와 관련하여 이사회와 재벌의 경영자 통제 효과에 대한 시사점을 제공하였다는 데 큰 의의를 가진다. 특히, 본 연구는 재벌을 부정적으로 바라보는 일반적인 시각과 달리 재벌이 계열기업 경영자를 통제하는 효과적인 장치가 될 수 있다는 점을

제시하였다. 그러나 여기서 분명히 해야 할 점은 본 연구가 재벌식 경영체제가 전적으로 옳다는 주장하고 있지는 않다는 점이다. 본 연구는 재벌의 경영자 통제 효과를 일부 지적하고 있을 뿐, 계열기업에 관한 재벌의 영향을 포괄적으로 다루지 않았기 때문이다. 다양한 분야의 여러 학자가 주장하는 바와 같이 재벌식 경영체제는 부정적 측면과 긍정적 측면을 동시에 가질 수 있다. 따라서 향후 연구자들은 재벌식 경영체제에 대해 균형적인 시각에서 재벌식 경영체제에 대한 장단점을 논의하고, 이를 바탕으로 국내 기업 운영체계에 관한 바람직한 방향을 제시할 필요가 있다.

## 참고문헌

- 김명헌 (1999), "재벌개혁과 기업지배구조," **한국경제연구**, 3, 113-151.
- 김상훈 · 김양민 (2008), "이사회와 최고 경영층의 관계적 요인이 기업성과에 미치는 영향," **전략경영연구**, 11(1), 43-63.
- 김성훈 · 박철순 (2000), "사외이사제도의 이론적 배경과 시대적 의미," **전략경영연구**, 3(2), 1-23.
- 김수정 · 박종훈 · 김창수 (2012), "기업집단의 최고경영자 활용 및 퇴출에 관한 연구: 재벌집단과 비재벌집단 간 비교," **경영학연구**, 41(3), 483-510.
- 김주태 (2005), "기업지배구조의 결정요인에 관한 향후 연구," **대학경영학회지**, 18(6), 2419-2452.
- 김준철 · 신현한 · 장진호 (2005), "이사회구조 및 기업집단의 그룹본부가 경영자보상에 미치는 영향" **전략경영연구**, 8(1), 21-38.
- 박종훈 · 정무관 · 성연달 (2010), "최고경영자 교체와 이사회 영향력: 사회정치적 관점," **인사조직연구**, 18(2), 97-138.
- 신현한 · 장진호 (2005), "최고경영자 교체에 영향을 미치는 요인분석: 경영성과, 전문경영자, 대규모기업집단," **경영학연구**, 34(1), 289-311.
- 정기용 (2004), "한국의 기업지배구조에 대한연구 - 미국의 기업지배구조와 비교분석을 중심으로," **경상논총**, 30: 73-100.
- 최정표 (2004), **한국재벌의 이론과 현실**. 서울: 건국대학교 출판부.
- Albrecht, C., Turnbull, C., Zhang, Y., & Skousen, C. J. (2010), "The relationship between South Korean chaebols and fraud," *Management Research Review*, 33(3), 257-268.
- Billett, M. T., & Qian, Y. (2008), "Are overconfident CEOs born or made? evidence of self-Attribution bias from frequent acquirers," *Management Science*, 54(6), 1037-1051.
- Boeker, W., & Goodstein, J. (1993), "Performance and successor choice: the moderating effects of governance and ownership," *Academy of Management Journal*, 36(1), 172-186.
- Cannella, A. A., Jr., & Shen, W. (2001), "So close and yet so far: Promotion versus exit for CEO heirs apparent," *Academy of Management Journal*, 44(2), 69-88.
- Cannella, A. A., Lee, H. U., & Park, J. H. (2008), "Top management team functional background diversity and firm performance: Examining the roles of team member collocation and environmental uncertainty," *Academy of Management Journal*, 51(4), 768-784.
- Cannella, A. A., & Lubatkin, M. (1993), "Succession as a sociopolitical process: Internal impediments to outsider selection," *Academy of Management Journal*, 36(4), 763-793.
- Chang, J. J., & Shin, H. H. (2006), "Governance system effectiveness following the crisis:

- The case of Korean business group headquarters,” *Corporate Governance: An international review*, 14(2), 85-97.
- Chang, S. J. (2003) “Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea,” *Academy of Management Journal*, 46(2), 238-253.
- Chang, S. J., & Hong, J. (2000), “Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions,” *Academy of Management Journal*, 43(3), 429-448.
- Choi, J. J., Park, S. W., & Yoo, S. S. (2007), “The value of outside directors: evidence from corporate governance reform in Korea,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(4), 941-962.
- Cyert, R. M., & March, J. G. (1963), *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall/Pearson Education.
- Datta, D. K., & Guthrie, J. P. (1994), “Executive succession: organizational antecedents of CEO characteristics,” *Strategic Management Journal*, 15(7), 569-577.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995), “The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications,” *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983), “Separation of ownership and control,” *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009), *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*, New York: Oxford University Press.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984), “Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers,” *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Hayward, M. L. A., & Hambrick, D. C. (1997) “Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris,” *Administrative Science Quarterly*, 42(1), 103-127.
- Hayward, M. L. A., Rindova, V. P., & Pollock, T. G. (2004), “Believing one’s own press: The causes and consequences of CEO celebrity,” *Strategic Management Journal*, 25(7), 637-653.
- Hewstone, M., & Jaspers, J. (1982), “Intergroup relations and attribution processes,” In *Social Identity and Intergroup Relations*. In H. Tajfel (Ed.), Cambridge, U.K: Cambridge University Press, 99-133
- Hiller, N. J., & Hambrick, D. C. (2005), “Conceptualizing executive hubris: The role of (hyper-) core self-evaluations in strategic decision-making,” *Strategic Management Journal*, 26(4), 297-319.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1992), *Conflict resolution: A cognitive perspective*, University of Toronto.
- Karaevli, A. (2007), “Performance consequences of new CEO ‘Outsideness’: Moderating effects of pre- and post-succession contexts,” *Strategic Management Journal*, 28(7), 681-706.
- Li, J., & Tang, Y. I. (2010), “CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion,” *Academy of Management Journal*, 53(1), 45-68.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005), “Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited,” *European*

- Financial Management*, 11(5), 649-659.
- March, J. G., & Simon, H. A. (1958), *Organizations*. Oxford, England: Wiley.
- Mintzberg, H. (1973), *The nature of managerial work*, New York: Harper & Row.
- Mischel, W. (1977), "On the future of personality measurement," *American Psychologist*, 32(4), 246.
- Ocasio, W. (1994), "Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in U.S. industrial corporations, 1960-1990," *Administrative Science Quarterly*, 39(2), 285-312.
- Plous, S. (1993), *The psychology of judgment and decision making*, McGraw-Hill Book Company.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991), "CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis," *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.
- Roll, R. (1986), "The hubris hypothesis of corporate takeovers," *Journal of Business*, 197-216.
- Simon, M., & Houghton, S. M. (2003), "The relationship between overconfidence and the introduction of risky products: Evidence from a field study," *Academy of Management Journal*, 46(2), 139-149.
- Tang, J., Crossan, M., & Rowe, W. G. (2011), "Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board," *Journal of Management Studies*, 48(7), 1479-1503.
- Villiers, C., Naiker, V., & Staden, C. J. (2011), "The Effect of Board Characteristics on Firm Environmental Performance," *Journal of Management*, 37(6), 1636-1663.
- Weisbach, M. S. (1988), "Outsider directors and CEO turnover," *Journal of financial Economics*, 20, 431-460.
- Westphal, J. D. (1998), "Board games: How CEOs adapt to increases in structural board independence from management," *Administrative Science Quarterly*, 43(3), 511-537.
- Westphal, J. D. (1999), "Collaboration in the boardroom: behavioral and performance consequences of CEO-board social ties," *Academy of Management Journal*, 42(1), 7-24.
- Williamson, O. (1984), "Corporate Governance," *The Yale Law Journal*, 93(7), 1197-1230.

## The CEO hubris and firm performance: The moderating role of board independence and chaebol affiliation

Jong-Hun Park\* · Yundal Sung\*\* · Changsu Kim\*\*\*

### Abstract

This study examines the moderating role of the management control mechanisms in Korea, involving board and chaebol, in the relationship between CEO hubris and firm performance.

This study begins with the negative effect of CEO hubris on firm performance. It is argued that hubris-infected CEOs are likely to become overconfident and committed to the risky and problematic decision-making, resulting in poor firm performance.

*Hypothesis 1: CEO hubris is negatively associated with firm performance.*

If CEO hubris is associated with poor firm performance, then what factors can alleviate or exacerbate its performance consequence? Faced with the inherent principal-agent problem, weak board independence may allow agency problems. Moreover, the inherent agency problems may be amplified by the other problem associated with CEO hubris. Circumstances exist, however, that may promote board independence in reducing agency problems.

We focus on two circumstances of strong board independence: a high proportion of outsiders on the board and the separation of the CEO and chair positions. We argue that CEO hubris is in check when the outside directors are prevalent in a board, potentially restraining the negative consequence that the CEO hubris might engender. It is also critical to separate the CEO and chair positions by means of ensuring board independence. We argue that, when the board chair and CEO positions are separated, CEOs may have less incentive and discretion to enable their hubris to drive the firm in their managerial interests.

---

\* Professor, Sogang Business School, Sogang University

\*\* Doctoral student, Sogang Business School, Sogang University

\*\*\* Professor, Sogang Business School, Sogang University



*Hypothesis 2a: The higher the outside director ratio in a board, the weaker the relationship between CEO hubris and poor firm performance.*

*Hypothesis 2b: The relationship between CEO hubris and poor firm performance will be weaker in the case of the separated CEO and chair positions.*

In Korea, large family-run, diversified business groups, termed chaebols, dominate the economy. In general, a strong group control on personnel decisions limits the discretions of CEOs in individual affiliates under chaebol. In other words, chaebol group headquarters play the role of monitoring and controlling CEOs of group affiliated firms. Therefore, it is argued that the agency problems arising from hubris-infected CEOs will be less of a concern when the firm belongs to chaebol.

*Hypothesis 3: The relationship between CEO hubris and poor firm performance will be weaker in the case of chaebol firms as opposed to non-chaebol firms.*

Using data from the Korean public firms of 2004 and 2005, we found that both board independence and chaebol affiliation weaken the relationship between CEO hubris and poor firm performance. These findings draw attention to the negative consequence of CEO hubris and the mitigating role of board independence and chaebol affiliation. Our study offers a practical implication that the unhealthy influence of CEO hubris on firm performance can be checked and balanced by a group control mechanism, as well as an independent board.

Key words: CEO hubris, firm performance, board independence, chaebol