

The Financial Impact Generated by Shifts in Value Strategic Emphasis

Kichul Hong* · Kwangho Park**†

*Graduate School of Management Consulting, Hanyang University

**Department of Business Administration, Hanyang University

가치전략 중점의 변화가 재무성과에 미치는 영향

홍기철* · 박광호**†

*한양대학교 일반대학원 경영컨설팅학과

**한양대학교 ERICA 캠퍼스 경상대학 경영학부

Korea's main manufacturing industries, which have led its economy for the past three decades, are faced with a serious downturn and loss of competitive advantages due to the current economic depression, China's rise, and the drop of oil prices. Korean business firms must adopt the paradigm shift in their value strategies, along with a government-led industrial restructuring in order to gain sustainable competitive advantages. Business firms allocate their limited resources between value creation and value appropriation, however, what effect does strategic emphasis on value creation versus value appropriation have on a business firm's financial performance? This paper empirically addresses this issue by examining the effect of shifts in strategic emphasis on stock return. Furthermore, this study examines appropriate choices of strategic emphasis to gain differential financial performance. The data set used in this regression analysis comes from the KISLINE database of NICE Information Service. The variables that form the basis of this analysis are stock return, ROA, and Strategic Emphasis [(advertising expenditures-R&D expenditures)/assets]. The interactive effect with situational factors regarding the firm and the type of technological environment in which the firm is operating was also analyzed. Our results show that investors acknowledge a shift of strategic emphasis as a sign of stock valuation. In comparison to US, Korean business firms have weak value creation capabilities in high-technology industries, and weak value appropriation capabilities in low-technology industries. This proves Korean firms are fast followers in the global market. Our findings suggest that Korean firms have to adopt a balanced value strategy, nurturing value creation and developing value appropriation for overcoming the current economic downturn and becoming a first mover in the dawn of "Industry 4.0."

Keywords : Value Strategy, Value Creation, Value Appropriation, Strategic Emphasis

1. 서 론

우리나라 경제발전의 견인차 역할을 해온 철강, 조선 ·

해운, 석유화학 등 중후장대 산업이 세계 경기 침체, 중국의 부상, 유가하락, 보호무역정책 등으로 경영실적이 악화되고 특히 일부 조선 · 해운사는 한계기업으로 전락하여 수많은 협력업체와 함께 대량 실직과 금융기관의 부실채권 증가로 한국경제에 부담을 주고 있다. 국내외 전문가들의 '한국경제는 상처에 반창고만 붙이고 있다', '한국 경제는 느린 자전거를 탄 상황'[7], '한국이 단순히

Received 10 October 2016; Finally Revised 17 November 2016;
Accepted 22 November 2016

† Corresponding Author : oobepark@hanyang.ac.kr

과거의 성공방식을 답습하면 위기는 더욱 빨리, 심각하게 도래할 것'[9]이라는 진단처럼 한국경제는 4차 산업혁명의 태동으로 거세게 밀려오는 글로벌 변혁의 풍파에 좌초되느냐 아니면 새로운 기회를 포착하고 재도약하느냐의 기로에 서 있다.

정부는 철강·조선·해운·석유화학·건설을 5대 취약업종으로, 조선·해운은 경기 민감업종으로, 철강·석유화학은 공급과잉업종으로 각각 분류하여 산업 구조조정을 가속화하는 한편, ICT 융복합·문화·콘텐츠 등 신성장 분야에 대한 금융, 투자, 세제 등 육성 정책을 추진하고 있다. 그러나 산업구조조정 속도는 더디고 신성장산업은 아직 궤도에 오르지 못해 한국경제의 미래는 여전히 불투명한 상황에 있다. 정부차원의 거시적 접근 뿐만 아니라 개별기업의 지속가능한 경쟁우위 확보를 위한 새로운 경영전략 수립이 절실한 시점이다.

이제는 패스트팔로워(Fast Follower) 전략으로는 일본 기업뿐만 아니라 중국기업들에 대한 경쟁적 우위를 지속할 수 없다는 것이 현실로 다가왔다. 즉 주어진 산업구조 속에서 치열한 경쟁으로 더 많은 가치를 차지하기 위한 가치전유(Value Appropriation) 전략만을 고수해온 한국기업의 경쟁전략은 더 이상 유효하지 않게 되었다. 이런 위기를 극복하기 위해서는 한국기업들은 글로벌시장에서의 전략 패러다임 시프트(Paradigm Shift)를 단행해야 한다. 즉 가치창조(Value Creation)와 가치전유 전략을 동시에 추구하는 균형적 가치전략을 채택해야 한다. 글로벌 시장에서 가치전략을 추구하는 '밸류이노(Value Inno) 기업'들이 각 산업별로 가치창조 역량과 이를 기반으로 가치전유를 용이하게 하는 역량을 동시에 개발하거나 획득해야 한다[29]. 대기업이든 중소기업이든 가치창조 전략에 최우선적으로 경영관심을 집중해야 한국경제가 근본적인 체질 개선으로 재도약 할 수 있을 것이다.

Mizik and Jacobson[26]은 가치창조 및 가치전유 전략이 지속가능한 경쟁우위 확보를 통해 탁월한 재무적 성과로 귀결된다는 지속가능한 경쟁우위 프레임워크를 제시한 바 있다. 기업의 가치창조와 가치전유 사이의 전략적 중점(Strategic Emphasis : 이하 SE)의 변화를 진단하기 위해 SE 지표를 "(광고비-연구개발비)/총자산"으로 정의하고 미국기업을 대상으로 분석한 결과, 가치창조보다는 가치전유로의 전략중심 이동이 긍정적인 영향을 미치므로 경쟁우위를 지속시키기 위한 브랜드 전략과 같은 격리기구(Isolating Mechanism)를 강화할 것을 제시하였다. 이는 미국기업이 충분한 가치창조 역량을 보유하고 있는 퍼스트 무버(First Mover)로서의 특성을 가졌기 때문일 것이다.

본 논문에서는 한국기업이 퍼스트 무버로 도약하기 위한 가치창조 또는 가치전유 대한 전략적 우선순위를 제

시하고자 한다. 기업은 지속가능한 경쟁우위를 확보하기 위해 가용할 수 있는 자원이 제한적이므로 가치창조 또는 가치전유의 전략적 선택이 불가피하다. 본 논문은 가치창조와 가치전유 전략 중 어디를 강조하는가의 전략적 선택이 장기적 재무성과에 어떤 효과를 주는지를 연구한다.

본 논문에서 실증분석을 통해 다루고 있는 이슈는 다음과 같다. 첫째, 한국기업들의 SE 변화라는 정보를 투자자들은 미래 현금흐름의 변화의 신호로 인식하는가? 둘째, 각 기업 간 중요한 차이가 있는 기업의 수익성(Profitability)과 과거의 SE를 기업과 관련된 상황요인이라고 할 때, 한국기업들의 SE 변화 정보를 투자자들이 미래 현금흐름의 변화의 신호로 인식하는 과정에서 상황요인이 상호작용하는가? 셋째, 하이테크(High Technology), 스테이블테크(Stable Technology), 로우테크(Low Technology) 등 기술환경 특성을 환경요인이라고 할 때, 한국기업들의 SE 변화 정보를 투자자들이 미래 현금흐름의 변화의 신호로 인식하는 과정에서 환경요인이 상호작용하는가? 끝으로, 한국기업과 미국기업을 비교할 때 가치전략적 측면에서의 차이점과 퍼스트 무버 또는 패스트팔로워의 특징을 규명하고자 한다.

이제는 산업별 기술변화의 속도가 다르므로 산업별로 한국기업의 가치전략 우선순위가 시장과 투자자에게 다르게 인식되어야 할 것이다. 또한 한국기업들은 퍼스트 무버로 도약할 수 있는 가치전략을 추구할 수 있어야 할 것이다. 본 연구를 통해 위기에 처한 한국기업들에게 가치전략의 새로운 시사점을 제시하고자 한다.

2. 선행연구

2.1 가치창조와 가치전유

2.1.1 가치

경제적 의미에서의 가치는 기업이 제안(공급)하고, 고객이 구매하는 재화나 서비스를 통해 실현되는 고객가치(Customer Value)라고 정의할 수 있다[38]. 가치에 대한 다양한 정의들의 공통점은 가치가 오퍼링(Offering)에 내재되거나 오퍼링의 사용(Use)에 연관되었다는 점을 지적하고 있다. Woodruff[37]의 정의를 Anderson et al.[2]의 고객가치제안(Customer Value Proposition) 개념으로 확장하면 가치를 정의할 수 있을 것이다. 즉 가치는 고객에게 중요한 오퍼링의 전반적인 속성, 기능, 그리고 실제 상황에서 고객의 목적과 목표를 달성하게 하는 사용을 통해 얻게 되는 차별적 편익과 핵심공명(Resonating Focus)에 대한 주관적 선호와 평가를 의미한다[29].

2.1.2 가치창조와 가치전유

Brandenburger and Stuart[5]는 경쟁전략이 전략경영이론의 주류로 자리 잡고 있었던 1990년대 후반에 ‘가치’라는 새로운 관점으로 기업전략을 조명했다. 경쟁전략이 산업구조를 중심으로 한 포지셔닝 전략이라면 가치전략은 기업을 중심으로 한 가치 맵(Value Map)으로 가치창조와 가치전유 전략이다. 즉 1단계에서 고객, 협력업체와 협력하여 가치를 창조하고 2단계에서 자유롭게 협상으로 가치전유량을 결정하는 모델을 제시하였다[4, 5].

Brandenburger and Stuart[5]는 가치창조 단계에서 기여 가치(Added Value)를 극대화할 수 있는 고객, 협력업체를 선택하여 고객의 지불의사(Willingness-to-Pay)와 협력업체의 기회비용(Opportunity Cost)을 최대한 통제할 수 있는 가치 맵 구조(Architecture)를 설계하여 기업의 경계(Boundary)를 결정해야 하고, 동시에 우호적 이질성(Heterogeneity)을 극대화할 수 있는 내부역량을 확보해야 하며, 가치창조 단계가 가치전유 단계의 협상 성과에 결정적 영향을 주므로 퍼스트 무버 우위의 근원인 가치창조 단계가 게임의 판을 결정한다는 시사점을 제시하였다.

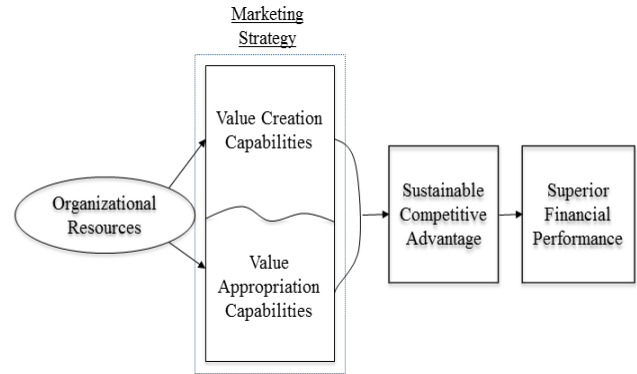
가치창조는 혁신, 생산, 시장 출시와 같은 프로세스인 반면, 가치전유는 이익을 획득하는 프로세스로 이익을 차지하기 위하여 경쟁세력을 제한(예, 모방을 어렵게 하는 진입장벽)하는 역량이다. 창조된 이익은 격리기구를 통해 즉각적으로 소멸되지 않고 전유될 수 있다. 격리기구의 요소로는 평판, 브랜드, 고객의 전환비용, 광고, 네트워크 외부성(Externalities) 등이 있다. 가치창조 없이 가치전유만을 추구하는 기업은 방어적인 패스트팔로워의 운명을 맞게 될 것이다. 동시에 가치창조로 퍼스트 무버가 되더라도 본격적으로 시장이 형성되었을 때 지대(Rents)를 유지하기 위한 사후 제한조건 즉 Rumelt가 제시한 격리기구 개념인 불완전 모방성(Imitability)과 불완전 대체가능성이 없다면 가치전유에 실패하게 될 것이다[31].

2.2 가치전략의 중점 변화

2.2.1 가치창조와 가치전유 사이의 트레이드오프

Mizik and Jacobson[26]은 가치창조 및 가치전유에 대한 가치전략의 중점 변화가 지속가능한 경쟁우위 확보를 통해 재무적 성과로 귀결된다는 지속가능한 경쟁우위 프레임워크를 <Figure 1>과 같이 제시하였다.

기업은 트레이드오프(Tradeoff) 관계에 있는 가치창조와 가치전유 프로세스 간에 우선순위를 정하여 한정된 자원을 배분해야 한다. 스펙트럼의 극단에서 볼 때 가치창조에 치중하는 기업은 경쟁사가 기존 제품의 이익을 침해해 올 때 끊임없이 혁신제품을 출시한다. 반면에 가



<Figure 1> Marketing Strategy and the Sustainable Competitive Advantage Framework

치전유에 치중하는 기업은 브랜드 광고 등으로 모방 진입장벽을 세워 우위 지속 기간을 연장시킨다. 대부분의 기업은 양 극단을 지양하고 균형 잡힌 전략을 선택할 것이다.

2.2.2 전략적 중점(SE)의 정의

기업은 다양한 자원과 역량(기술, 재무, 물질, 법률, 인간, 조직, 정보, 관계)을 가치창조 또는 가치전유 모두에 활용한다. 그러나 특별히 R&D 지출로 확보된 기술혁신 역량은 가치창조와 관련되고, 광고지출로 획득된 차별화된 오퍼링 역량은 가치전유와 관련된다.

SE란 기업이 가치창조에 대한 가치전유의 상대적 강조(가치전유-가치창조)를 말한다. 시장과 투자가는 기업이 보내는 SE의 변화정보를 신호로 감지하고 기업의 미래가치를 예측하게 된다. 가치창조, 가치전유 중 어디에 중점을 두고 강조하고 있는지? 기업 상황과 환경에 따라 어떤 전략적 선택을 하고 있는지? SE가 가지는 의미는 매우 크다고 볼 수 있다.

(1) 가치창조 프로세스로서의 기술혁신

Schumpeter[33]는 가치창조를 생산 패턴의 개혁 또는 변혁 활동으로서 3가지 방식으로 정의하였다. 첫 번째 방식은 신상품을 생산하거나 기존 상품이라도 새로운 방식으로 생산하는 것이고, 두 번째는 새로운 재료 조달원 또는 상품 판매망을 확보하는 방식이며, 세 번째는 산업을 재편하는 방식이다. 기업은 우위의 제품을 생산하고 생산과 물류 프로세스의 혁신을 위하여 R&D에 투자하고 기술 역량을 확보하려고 한다. 기업은 새로운 솔루션을 구축하고 고객의 변하는 필요를 충족시키기 위하여 기술 역량을 활용한다[11].

가치는 제품 혁신(Product Innovation)과 프로세스 혁신(Process Innovation)을 통해 창조된다[25]. Solow[35]는 R&D가 경제성장과 생산성에 긍정적 효과를 미친다는 가설을

검증하였다. Denison[8]은 1인당 국민소득에서 총 증가액의 약 40%는 기술 변화에, 동 금액의 20%는 ‘조직적인 R&D’에 기인하므로 R&D 비용은 가치창조와 관련이 있음을 입증하였다. R&D는 가치창조의 가장 중요한 핵심 성공요인으로 검증되었다[14].

(2) 가치전유 프로세스로서의 광고

이론적으로 볼 때, 특허권이 가치전유를 위한 효과적인 대안으로 보이지만, 실제로는 특허권 보호가 가치전유에 매우 제한적인 효력이 있는 것으로 분석되었다. 즉 Levin et al.[21]의 설문조사 결과, 경영자들의 4%만이 특허권 보호를 매우 효과적인 수단이라는 견해를 가지고 있었고, 광고와 같은 마케팅 활동이 중심적인 격리기구으로써 매우 효과적인 가치전유 수단인 것으로 검증되었다.

광고는 차별적인 오퍼링으로 가치전유의 기간을 연장시키거나 또는 경쟁사의 모방을 어렵게 만드는 역할을 한다. 특히 브랜드 전략은 경쟁사의 모방을 어렵게 하고 경쟁우위를 지속시키는 역할을 한다[1]. 고급 브랜드의 지속성은 쉽게 모방할 수 있는 제품 속성 때문이 아니라 광고에 의한 차별화에 의해 발생된다. Golder[12]는 광고가 가치전유 기간을 지속시키는 핵심요인중 하나라고 강조한다.

광고에 대한 실증연구 결과, 광고는 이익 창출과 유의미한 정(+)의 효과가 있는 것으로 검증되었다[17]. 광고는 경제활동을 촉발시키기 보다는 시차를 두고 경제활동을 뒤따라가므로 가치전유와 관련된다고 할 수 있다[3].

(3) SE의 조작적 정의

기업의 전략은 한정된 자원 배분의 선택과 선택의 트레이드오프를 보면 알 수 있다. 과거 연구문헌들이 기업의 전략을 파악하기 위해 자원배분 패턴을 사용하였다[16].

광고는 가치전유와, R&D는 가치창조와 관련이 있으므로, i기업의 t회계연도 전략적 중점(SE_{it})은 다음과 같은 지표로 나타낼 수 있다[26].

$$SE_{it} = (\text{광고비}_{it} - \text{연구개발비}_{it}) / \text{총자산}_{it}$$

- 광고비와 연구개발비의 t : t회계연도의 연중기간
- 총자산의 t : t회계연도의 말

SE의 양(+)의 값은 기업의 가치전략이 상대적으로 가치전유 기반 전략에 있고, 음(-)의 값은 기업의 가치전략이 상대적으로 가치창조에 치중하고 있음을 시사한다. SE의 증가는 가치전유 전략으로 가치전략이 이동한 것이고, SE의 감소는 가치창조 전략으로 가치전략이 변화된 것이다. 비록 R&D와 광고이외의 많은 요인들이 SE

에 영향을 미치지만, R&D와 광고가 SE에 미치는 영향이 현저하다는 점을 감안할 때 SE는 기업의 가치전략 변화를 나타내는 지표가 될 수 있을 것이다.

2.3 SE 변화와 재무성과

정보효과(Information Content)에 대한 초기연구에서는 ROA와 같은 전통적인 회계적 변수의 변화가 주가에 미치는 영향에 초점을 두었다.

Erickson and Jacobson[10]은 주식 수익률에 대한 광고비와 R&D 효과를 분리해서 연구하여 가치창조 또는 가치전유 역량 제고가 성과를 높인다는 연구를 하였으나, Mizik and Jacobson[26]은 SE의 변화가 주식수익률에 어떤 영향을 주는지 즉 SE의 정보효과를 분석하였다.

SE 변화 연구는 과거 연구와는 차이가 있다. R&D와 광고에 동일하게 지출하는 기업(SE = 0)이 이를 동시에 2배로 늘렸을 경우 이 두 변수에 상당한 변화가 있었음에도 기업의 전략적 강조(SE = 0)는 동일하므로 가치전략에는 변동이 없다고 보는 것이다. 이처럼 SE 지표를 통해 가치전략의 변화를 분석할 수 있다.

3. 연구의 설계

3.1 연구모형

본 연구는 Mizik and Jacobson[26]의 연구모형을 준용하였다.

3.1.1 SE의 “정보효과” 분석

SE의 추가적 정보효과에 대한 분석은 재무회계적 성과(ROA)의 변화와 SE의 변화가 주식수익률(Stock Return)에 미치는 영향을 회귀분석을 통해 연구될 수 있다.

$$StkR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta ROA_{it} + \alpha_2 \Delta SE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

- StkR_{it} : t시점에서 i기업의 주식수익률
- ΔROA_{it}: 예상치 못한 총자산수익률의 변화 * ROA_{it} = 영업이익_{it}/총자산_{it}
- ΔSE_{it} : 예상치 못한 전략적 강조의 변화
- ε_{it} : 오차

효율적 주식시장 가설에 따르면 투자자들은 예상치 못한 변화에 반응하므로, 과거 정보에 기초한 예측치에서 벗어난 값 즉 시계열예측 모형에서 벗어난 잔차(Residual)를 변수의 변화에 대한 측정지표로 활용한다.

식 (1)은 현재 및 미래 재무성과 정보를 제공하는 지표로써 회계 지표인 ROA를 활용하고 동 지표의 이익반응계수(Earnings Response Coefficient)인 α_1 은 예상치 못한 회계정보의 변화에 대한 주식 시장의 반응 정도를 설명한다. 하지만 회계 지표로 순 현금흐름 기대치를 완전히 설명하기는 제한적이다.

본 연구는 시장에서 SE의 변화가 추가적인 정보효과를 제공하는지를 규명한다. 즉 주식시장은 SE 지표를 미래 수익에 대한 유의미한 정보로 받아들인다는 가설을 검증하고자 한다.

[가설 1] 한국기업들의 SE 변화를 투자자들이 중요하게 인식한다.

3.1.2 SE 변화에 대한 재무성과(StkR_{it})의 반응 모델

SE의 변화에 대한 시장의 반응은 상황에 따라 다르다. 특히, 시장은 ① 기업과 관련된 상황요인과 ② 환경요인에 따라 체계적으로 상호작용 한다.

(1) 기업과 관련된 상황요인(Situational Factors)

주식시장은 기업의 상황에 따라 반응한다. 가장 핵심적인 요인은 수익성이다. 수익성의 조절효과(Moderating Effect)에 대해서는 대립된 가설이 있다. 첫 번째 견해는 정(+)의 예상치 못한 이익을 시현한 기업은 우위 동결효과(Lock-In Effect)를 위해 가치전유 전략으로 중점을 이동해야 하며, 같은 논리로 경영성과가 기대에 못 미치는 기업은 가치를 전유할 만큼 충분한 가치를 창조하지 못했으므로 가치창조 역량에 SE를 이동시켜야 한다[26]. 반면, 대안적 견해는 경쟁우위의 소멸에 초점을 둔다. 예상치 못한 이익을 시현한 기업은 과거의 성공에 안주할 수 없으며 기존의 우위가 경쟁으로 소멸되는 속도보다 빠르게 새로운 우위를 창조하는데 초점을 두어야 한다는 견해이다[13].

또한 SE의 기존 전략도 주식시장의 반응에서 조절효과로 작용한다. 진화경제학(Evolutionary Economics)의 경로 의존성(Path Dependency) 개념에 근거할 때 과거의 SE는 현재의 SE를 형성하고 미래의 선택에 영향을 미치게 된다. 즉 예상치 못한 전략의 변화(ΔSE_{it})에 대한 주식시장의 반응은 과거의 전략적 선택(SE_{it-1})에 의해 조절된다.

그러나 효과의 방향성에 대해서는 명확하지 않다. 한계효용체감(Diminishing Marginal Returns)의 가정에 따르면 가치창조 역량이 높은 기업은 가치창조 역량을 높여 더라도 얻을 수 있는 이익이 적고 가치전유 역량이 높은 기업은 가치전유 역량을 높여더라도 얻을 수 있는 이익이 적다.

반면, Lei et al.[20]은 기업의 기술이 점점 더 특수화됨

에(Specialized) 따라 경쟁사들이 모방하기 어려운 전문기술을 생산하게 되면 경쟁우위의 원천이 될 수 있다. 따라서 가치창조 역량이 높은 기업은 가치창조 역량을 더욱 제고해야 하고 가치전유 역량이 높은 기업은 가치전유 역량을 지속적으로 제고해야 한다는 견해이다.

예상치 못한 ROA(ΔROA_{it})와 SE의 과거 수준(SE_{it-1})을 조절변수로 식 (2)를 식 (1)에 대입하여 식 (3)을 도출할 수 있다.

$$StkR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta ROA_{it} + \alpha_2 \Delta SE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\alpha_2 = \alpha_{20} + \alpha_{21} \Delta ROA_{it} + \alpha_{22} SE_{it-1} \quad (2)$$

$$StkR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta ROA_{it} + \alpha_{20} \Delta SE_{it} + \alpha_{21} \Delta ROA_{it} \Delta SE_{it} + \alpha_{22} SE_{it-1} \Delta SE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

본 연구에서는 주식시장에서 기업의 회계적 성과(ROA) 정보가 SE 변화의 조절효과로 작용한다는 가설을 검증하고자 한다.

[가설 2-1] 투자자들이 한국기업들의 SE 변화 정보를 미래 현금흐름의 변화의 신호로 인식하는 과정에서 기업의 수익성 정보에 영향을 받는다.

상관계수 α_{21} 은 예상치 못한 SE의 변화(ΔSE_{it})에 대한 주식시장의 반응에서 예상치 못한 ROA 변동(ΔROA_{it}) 정보의 조절효과를 나타낸다. $\alpha_{21} > 0$ 의 값은 경영성과가 양호한($\Delta ROA_{it} : +$) 기업은 가치전유 전략을 강조($\Delta SE_{it} : +$)하고 경영성과가 양호하지 않은($\Delta ROA_{it} : -$) 기업은 가치창조 전략을 강조($\Delta SE_{it} : -$)하는 것이 적합하다는 것을 나타낸다.

본 연구에서는 주식시장에서 SE의 기존 전략 정보가 SE 변화의 조절효과로 작용한다는 가설을 검증하고자 한다.

[가설 2-2] 투자자들이 한국기업들의 SE 변화 정보를 미래 현금흐름의 변화의 신호로 인식하는 과정에서 기존의 SE 정보에 영향을 받는다.

계수 α_{22} 는 예상치 못한 SE의 변화에 대한 주식시장의 반응에서 과거 SE 정보의 조절효과를 나타낸다. $\alpha_{22} > 0$ 의 값은 과거의 가치전유 전략을 강조($SE_{it-1} : +$)한 기업은 계속해서 가치전유를 강조($\Delta SE_{it} : +$)하고 과거의 가치창조를 강조(-)한 기업은 계속해서 가치창조(-)를 강조하는 특수화 가정을 지지한다. 반면, $\alpha_{22} < 0$ 의 값은 과거의 가치전유 전략을 강조($SE_{it-1} : +$)한 기업은 반대로 가치창조를 강조($\Delta SE_{it} : -$)하는 한계효용체감의 가정을 지지한다.

(2) 기술환경 요인

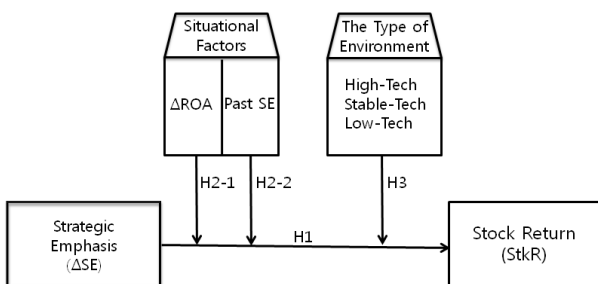
주식시장은 기업의 특수한 요인뿐만 아니라 산업의 특성에 따라 다르게 반응한다. Chandler[6]는 산업을 구분하는 핵심 특성으로 기술의 역할을 강조한다. 하이테크 산업은 신제품 개발이 경쟁우위의 결정적 요인으로써 높은 R&D 투자, 제품변화, 장기간의 자금회수기간을 특징으로 한다. 반면, 스테이블테크 및 로우테크 산업은 제품 변화가 거의 없고 하이테크 산업에 비해 훨씬 기능적인 경쟁을 하며, 기존 제품 및 프로세스 개발과 마케팅 노력으로 성과를 창출한다. 신제품 개발보다는 제품 기능개선 및 원가절감에 더 치중한다.

가치창조 역량이 하이테크 산업에서 더 중요할 것이다. 하이테크 산업에 속한 기업은 혁신의 물결에 저항하지 않고 신기술을 지속적으로 받아들이며 신제품을 창조해야만 성공할 수 있다. 반면, 스테이블테크 및 로우테크 산업의 경우 가치전유 역량이 더 중요하다. 가치창조를 위한 기회가 상대적으로 적고 경쟁우위를 지속시키기 위해 노력해야만 한다. 이는 기술환경에 따라 α_{20} 추정치의 규모 또는 부호가 다를 수 있음을 알 수 있다.

하이테크 기업도 가치전유 역량이 가치창조 역량 못지않게 중요하다는 견해가 있다. Levin et al.[21]은 혁신 제품을 모방하는 것이 개발하는 것보다 용이하고 35% 이상 저렴하다고 한다. 특허를 얻지 않은 혁신제품의 대부분이 1년 내 모방될 수 있고 특허 혁신제품은 3년 내 모방될 수 있다고 한다. 하지만, 우량한 평판 또는 브랜드 이미지는 모방하기 쉽지 않고 비용이 많이 든다. 따라서 하이테크 산업에서도 가치전유 역량 개발에 힘써야 한다[37]. 기술환경의 효과를 분석하기 위해 서로 다른 기술환경을 대상으로 회귀분석을 실시하여 상관계수를 비교해 볼 수 있을 것이다.

본 연구에서는 주식시장에서 기업의 기술환경요인이 SE 변화의 조절효과로 작용한다는 가설을 검증하고자 한다.

[가설 3] 투자자들이 한국기업들의 SE 변화 정보를 미래 현금흐름의 변화의 신호로 인식하는 과정에서 기술 환경요인에 따라 다르게 받아들인다.



<Figure 2> Research Model

<Table 1>은 본 연구의 대상이 되는 산업목록으로써 Mizik and Jacobson[26]의 분류체계이다.

<Table 1> Industry Affiliation : High-, Stable-, and Low-Technology Groups

High-Tech	Stable-Tech	Low-Tech
Pharmaceuticals	Chemicals	Food
Computers	Rubber · pastic	Tobacco
Instruments	Fuel, Metal	Textile
Semiconductors	Industrial Machinery	Apparel
Telecommunications	Aircraft	Paper
	Automotive	Forest
	Electrical Equipment	Furniture
	Miscellaneous Manufacturing	Building Materials

3.2 변수의 조작적 정의

3.2.1 종속변수 : $StkR_{it}$ (t시점에서 i기업의 주식수익률)

종속변수인 $StkR_{it}$ 는 $[(주식수_{it} \times 주가_{it} + 배당금_{it}) - (주식수_{it-1} \times 주가_{it-1})] / (주식수_{it-1} \times 주가_{it-1})$ 로 정의되었다.

가치전략의 경제적 편익은 단일 회계연도에만 국한되는 것이 아니라 장기적으로 실현된다. 전략은 미래 수익에 영향을 미치는 무형자산으로 볼 수 있는 것이다[35]. 이런 견해로부터 전략의 가치는 선택된 전략에 의해 발생될 수 있는 초과 미래 수익(Excess Future Returns)으로 나타난다고 볼 수 있다. 따라서 전략의 가치는 선택된 전략에 의해 발생될 수 있는 미래 현금흐름의 현가라고 할 수 있다.

$$V_i = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

V_i : 전략의 기대가치의 현가

CF_t : 전략에 의해 발생될 수 있는 현금흐름

r : 자본비용

실무적으로 전략의 기대가치를 위의 공식으로 예측하는 것은 불가능하므로 효율적 시장 가설에 따라 불편추정량(Unbiased Estimator)으로 $StkR$ 을 선택할 수 있다. 현 주가에는 미래 현금흐름에 대한 모든 정보가 내포되어 있는데, 예상치 못한 전략의 변화가 발생하면 시장은 반응하여 주가에 변화를 주게 된다. 그리고 새로운 주가는 이 전략의 변화가 미래 현금 흐름에 미치는 장기적 영향을 반영한다.

따라서 주가에는 미래 현금 흐름에 대한 모든 정보가 내포되고 전략의 총 기대가치를 주식시장에서 측정할 값으로 매출액, ROA, 시장점유율보다 전략적 의사결정에 대한 평가 척도로서 더욱 적합할 것이다.

3.2.2 독립변수

① ΔROA_{it} : 예상치 못한 총자산수익률의 변화

전통적으로 주가에 영향을 미치는 요인으로 재무지표의 변화를 사용하고 있다. 따라서 본 연구에서는 예상치 못한 총자산수익률의 변화, 즉 ΔROA 를 중요한 독립변수로 채택하였다(상관계수 α_1). Δ 가 ‘예상하지 못한(Unanticipated)’이라는 의미를 가지고 있기에 시장 또는 투자자들의 예상 ROA와 실제 ROA의 차이를 나타낸다.

② ΔSE_{it} : 예상치 못한 전략적 강조의 변화

투자자들은 SE의 변화를 어떤 정보로 받아들이는가? 만일 유의한 관계가 있다면, 투자자들은 ‘SE의 변화’라는 정보를 미래현금흐름의 변화의 신호로 보고 기대수준을 높이거나 낮추어, 결국 주가가 상승 또는 하락하게 되는 결과가 될 것이다. 따라서 SE의 변화, 즉 ΔSE 를 독립변수로 채택하였다(상관계수 α_2). Δ 는 ‘예상하지 못한’이라는 의미로써 시장 또는 투자자들이 예상했던 SE와 실제 SE의 차이를 나타낸다.

‘예상하지 못한 차이’는 시계열예측모형(Time Series Forecast Model)의 지수평활법을 적용하여 산출하였다. 확률변동이 심한 시계열을 평활하기 위해서는 작은 지수평활계수값을 사용하고, 확률변동이 거의 없는 시계열을 평활하기 위해서는 높은 평활계수값을 사용하면 된다[28]. 본 논문은 지수평활계수(α) 0~1사이의 중간 값인 $\alpha = 0.5$ 를 사용하여 ROA와 SE를 대상으로 예상 값을 산출하였고, 예상 값과 실제 값과의 차이를 예상치 못한 변화 값으로 채택하였다.

3.2.3 조절변수

독립변수인 예상치 못한 SE의 변화(ΔSE_{it})와 종속변수인 주식수익률($StkR_{it}$) 사이의 조절변수로서 예상치 못한 ROA 변화(ΔROA_{it})와 과거의 SE(SE_{it-1})를 감안하여 독립변수와 조절변수의 곱(상호작용항)인 $\Delta ROA_{it} \times \Delta SE_{it}$ 와 $SE_{it-1} \times \Delta SE_{it}$ 를 추가하였다.

또한, 기업이 활동하고 있는 환경요인으로 하이테크, 스테이블테크, 로우테크 기업집단으로 분류하여 분석하였다.

3.3 표본선정과 자료수집

국내 증시 상장종목수의 20%로써 전 종목 시가총액의 70%를 차지하는 한국종합주가지수(KOSPI200) 종목을 대상으로 데이터를 수집하였고 개별기업의 업종분류는 한국거래소 전자공시시스템(kind.krx.co.kr)을 참고하였다.

주가정보 및 재무지표는 NICE평가정보의 KISLINE 데

이터베이스를, R&D 비용은 금융감독원 전자공시시스템(DART) 공시자료를 통해 수집되었다. 본 연구의 핵심정보인 광고선전비는 연결손익계산서의 광고선전비와 판매촉진비를 합산하였고, R&D 비용은 주식항목에서 개발비(무형자산)의 증가액과 경성연구개발비(비용)를 합산하였다.

실증분석 대상 기간은 DART의 감사보고서 공시 개시년도인 2001년부터 2015년까지이며, 상장기간이 7년 이하이거나 광고선전비, R&D 비용 등 주요 재무정보가 누락된 기업은 분석 대상에서 제외하였다. 재무정보와 주가정보의 정합성을 위해 12월 말 회계연도 기업을 대상으로 하였으며 관찰 기업수는 총 76개이며 분석대상 데이터는 1,000개이다.

본 논문은 한·미 기업의 비교가능성을 위해 Mizik and Jacobson[26] 분석방법을 준용하여 t시점의 일관성을 유지하였다. 즉 손익계산서 계정과목은 연간기준(1. 1~12. 31), 재무상태표 계정과목은 연말기준(12. 31)이며, 종속 및 독립변수는 동일한 t회계연도로 매칭 되었고, 재무정보의 공시시점은 반영되지 않았다. 재무정보의 공시 시점은 기업별, 연도별로 상이하여 충분한 표본수의 분석이 현실적으로 용이하지 않은 면을 감안하였다. 또한 $StkR_{it}$ 산정시 배당금_{it}은 기간 매칭과 정확성 측면에서 t회계연도에 실제 지급된 배당금을 적용하였다.

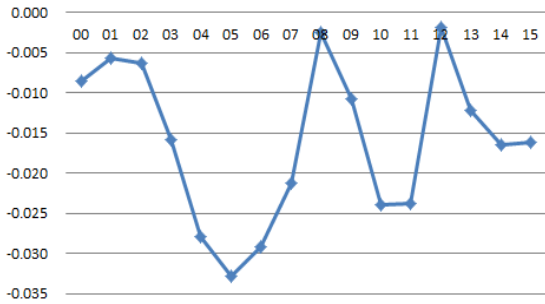
분석방법은 조절효과 검정을 위해 SPSS 20을 활용한 위계적 회귀분석(Hierarchical Regression)을 실시하였다.

4. 실증분석 결과

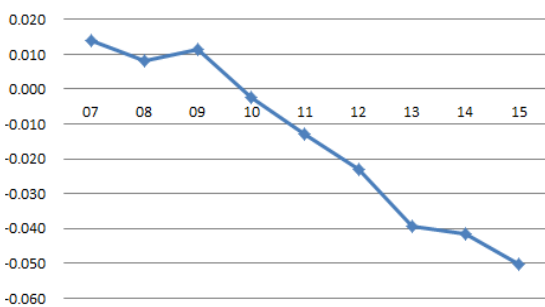
4.1 기업의 SE 지표 현황

SE 지표는 산업에 따라, 동일 산업 내 기업에 따라 차이가 있다. 예를 들면, 2001~2015년간 국내 ICT 업종의 평균 SE는 -.046으로써 가치창조 역량에 상대적 중점이 있었다. 반면, 식품업종의 평균 SE는 +.046로써 가치전유 역량에 중점이 있었다. 이러한 지표의 차이는 업종별 기술변화의 차이를 반영한다고 할 수 있다.

한편, 동일 산업 내에서도 기업에 따라 경쟁방식이 다를 수 있는데 이는 SE의 차이로 나타난다. 예를 들면, 전자업종에서 <Figure 3(B)>의 LG전자는 지속적으로 가치창조 역량을 강조하는 전략을 심화시키고 있으나, <Figure 3(A)>의 삼성전자는 2015년 마케팅비 11.0조 원, R&D비 14.8조 원을 지출하여 가치창조와 가치전유 역량을 순환적으로 강조하며 순환의 주기가 단축되어가는 패턴을 보이고 있다.



<Figure 3(A)> SE Indicator for the Samsung Electronics Co., Ltd. 2000-15



<Figure 3(B)> SE Indicator for the LG Electronics Inc. 2007-15

4.2 표본의 기술통계량

<Table 2>에서 보는 바와 같이 기술환경별로 볼 때 SE는 큰 차이를 보이고 있다. 하이테크 기업집단의 SE는 -.031로써 기술변화가 빠른 산업의 특성상 가치창조 역량에 중점을 두고 있음을 알 수 있다. 하이테크 기업집단에서 SE의 표준편차는 .124로써 스테이블테크 .032, 로우테크 .031 보다 매우 높게 나타나 기업별 편차가 큰 편이다. 하이테크 기업집단은 주식수익률은 .245로써 타 기업집단보다 낮으나 높은 가치창조 역량(SE = -.031)을 바탕으로 미래성장 잠재력을 기대해 볼 수 있을 것이다.

스테이블테크 기업집단의 SE는 -.002로써 기술환경 변화가 크지 않아 가치창조에 대한 중점이 약하게 나타났다. 주식수익률이 .392로써 타 기업집단보다 높게 나타나 2001~2015년간 화학, 철강, 선박 등 중후장대 산업이 국내경제 성장의 견인차 역할을 한 것을 반영하고 있다.

로우테크 기업집단의 SE는 유일하게 ‘+’로써 .026을 나타내 가치전유 역량에 중점을 두는 산업의 특성을 보이고 있으며 가치전유 전략 위주로 타 산업과 유사한 수준의 회계적 수익을 실현한 것은 소비재 산업을 국가경쟁력 차원에서 주목해야할 업종이라는 것을 말해주고 있다.

한미기업 간 기술통계량을 살펴보면 전체 표본에서 한국기업의 SE 지표가 -.0007로써 미국(-.024)에 비해 가치창조 역량이 약한 것으로 나타났다. 이는 한국기업이 패스트팔로우가 된 근본원인이라고 볼 수 있는데, ROA가 .062로써 미국(.087)보다 낮은 결과를 초래한 것으로 보인다.

기술환경별로 볼 때 하이테크 기업집단에서 한국기업의 평균 SE 지표가 -.03로써 미국(-.07)에 비해 가치창조 역량이 부족한 것으로 나타났다. 하이테크 기업집단은 4차 산업혁명기의 신성장산업이 집중되어 있다는 점에서 한국경제의 미래를 위해 가볍게 볼 수 없는 결과다.

스테이블테크의 경우 한국기업의 SE 지표가 -.002로 미국(-.007)에 비해 가치창조 역량이 약하다. 골똥산업 위주로 구성되어 경기침체와 공급과잉으로 현재의 위기를 맞고 있다고 볼 수 있다.

로우테크 기업집단의 경우 한국기업의 SE 지표가 .026으로 미국(.049)에 비해 가치전유 역량이 약하게 나타났다. 특히, 미국기업의 ROA는 .145로써 매우 높다.

따라서 한미기업 간 비교에서 한국기업은 기술이 급변하는 하이테크 산업에서 가치창조가 약하고, 고도의 마케팅 전략이 필요한 로우테크 산업에서 가치전유가 약한 것으로 나타났다. 현재와 같은 가치전략으로는 글로벌 시장에서 퍼스트 무버로서 지속가능한 경쟁우위를 확보하는데 한계가 있을 것이다.

<Table 2> Descriptive Statistics(Comparison between Korea and America)

	Full Sample		High-Tech		Stable-Tech		Low-Tech	
	Korea	America	Korea	America	Korea	America	Korea	America
Stock Return								
Mean	.34	.27	.25	.28	.39	.26	.31	.24
S.D.	(.77)	(.87)	(.60)	(.91)	(.89)	(.88)	(.56)	(.69)
ROA								
Mean	.062	.087	.068	.052	.061	.099	.058	.145
S.D.	(.06)	(.22)	(.08)	(.28)	(.05)	(.19)	(.04)	(.11)
SE								
Mean	-.0007	-.024	-.03	-.07	-.002	-.007	.026	.049
S.D.	(.07)	(.11)	(.12)	(.11)	(.03)	(.10)	(.03)	(.08)
No. of Observations	1,000	3,480	198	1,288	557	1,770	245	422

<Table 3> Descriptive Statistics(Industries)

	ICT	Chemicals	Food
Stock Return			
Mean	.194	.333	.288
S.D.	(.558)	(.618)	(.493)
ROA			
Mean	.081	.066	.071
S.D.	(.074)	(.051)	(.040)
SE			
Mean	-.046	.008	.046
S.D.	(.152)	(.040)	(.029)
No. of Observations	113	250	128

주요업종의 기술통계량은 <Table 3>에서 보는 바와 같이 ICT 업종은 SE 지표가 -.046으로써 산업의 특성상 가치창조 역량에 중점을 두고 있다. 화학업종은 SE 지표가 .008로써 ‘+’인 점은 글로벌 선진기업처럼 하이테크 산업으로 변혁되지 못하고 공급과잉으로 구조조정 대상업종으로 전락한 현실을 반영하고 있다. 식품업종은 SE 지표가 .046으로 높은 가치전유 역량으로 대규모 R&D 투자가 소요되는 타 업종과 유사한 수준의 회계적 수익을 시현했다.

4.3 검증 결과

회귀분석을 실시하기 위하여 종속변수의 자기상관과 독립변수 간 다중공선성 검토를 실시하였다. Durbin-Watson 지수가 2에 근접하므로 종속변수는 자기상관이 없이 독립적이었다. VIF 지수는 1.026~4.668로 10 미만이므로 독립변수 간 다중공선성이 없는 것으로 나타났다.

회귀모형의 적합도 검정은 잔차의 등분산성과 정규성을 검증하였다. 잔차의 등분산 그래프(ZPred-ZResid)는 평균 0을 중심으로 무작위로 분포되어 있으므로 잔차는 등분산 가정을 만족하였으나, 표준화된 잔차의 Shapiro-Wilk 검정결과 정규성 가정을 만족하지 않는 것으로 나타났다. 그러나 이런 정규성 가정은 회귀모형의 다른 가정에 비해 덜 중요하고, 극단적인 경우가 아니며, 표본수가 충분히 크기 때문에(15개 또는 100개 이상) 적합도 검정에 영향을 주지 않는다고 보았다[18, 22, 32].

<Table 4> Correlation Matrix

	StkR _{it}	ROA _{it}	SE _{it}	ΔROA _{it}	ΔSE _{it}
StkR _{it}	1.0				
ROA _{it}	.156***	1.0			
SE _{it}	-.003	.039	1.0		
ΔROA _{it}	.239***	.505***	.088**	1.0	
ΔSE _{it}	.069*	.165***	-.262***	.004	1.0

* p < .05, ** p < .01, *** p < .001.

변수간 상관관계 분석결과 <Table 4>와 같이 주식수익률(StkR_{it})이 ΔROA_{it} 및 ΔSE_{it}와 유의미한 관계가 있는 것으로 나타났다.

위계적 회귀분석 결과, 전체 표본 및 기술환경별 식 (3)의 상관계수 추정치는 <Table 5>와 같다.

4.3.1 전체 표본에 대한 결과

<Table 5>의 전체 표본 추정치 결과에서 예상치 못한 SE의 상관계수(α₂₀)가 2.03으로써 유의수준 .05에서 유의한 것으로 나타났다. 투자자가 한국기업의 SE 변화를 중요하게 인식한다고 해석할 수 있다. 즉 투자자는 SE를 회계적 수익(ROA)이 제시하는 미래수익에 대한 추가적 정보로 인식하므로 [가설 1]은 채택되었다.

예상치 못한 ROA와의 상호작용 효과(Interactive Effect)가 -16.46으로써 유의수준 .001에서 유의한 것으로 나타나, 기업의 수익성과 관련된 상황요인이 SE의 변화에 영향을 미친다는 [가설 2-1]은 채택되었다. 상관계수 α₂₁(-16.46)은 ROA의 양(+)의 충격(Positive Shock)에 대해 투자자는 가치창조 역량을 강조하는 전략(SE < 0)을 원하는 것으로 나타났다. 반대로, 수익의 음(-) 충격(Negative Shock)의 경우 투자자는 가치전유 역량을 강조하는 전략(SE > 0)에 대해 긍정적으로 반응한다고 할 수 있다. 이는 ΔSE의 상관계수(α₂₀)와 비교해 볼 때 흥미로운 결과다. 투자자들은 기본적으로 가치전유 전략에 긍정적으로 반응하나, 회계적 실적과의 상호작용 효과에서는 예상보다 높은 수익을 시현할 경우 미래를 대비한 가치창조 역량에 중점을 두기를 원한다는 것이다.

또한, 과거 SE와의 상호작용 효과에 대한 상관계수 α₂₂가 1.52(sig. .130)로써 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나 [가설 2-2]는 기각되었다. 다만, 상관계수 1.52는 투자자들이 과거 SE에 대한 전문화 전략을 긍정적으로 평가하는 것으로 해석될 수 있다.

4.3.2 기술 환경의 역할

기술환경 특성을 기준으로 산업을 하이테크, 스테이블테크, 로우테크로 기업집단을 나누어 회귀분석을 실시한 결과 <Table 5>와 같이 나타났다.

SE의 상관계수(α₂₀)는 스테이블테크와 로우테크 기업 집단에서 통계적으로 유의하였으나 하이테크 기업집단(sig. .116)에서는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 다만, 하이테크 기업집단에서 ICT 업종의 경우 SE의 상관계수(α₂₀)는 1.54로써 유의수준 .05에서 유의한 것으로 나타났다(<Table 6> 참조). 상관계수(α₂₀)가 하이테크 1.11, 스테이블테크 15.05, 로우테크 20.43으로써 기술환경이 낮을수록 가치전유 역량을 강조하는 SE 변화에 투자자들의 긍정적 반응을 보였다.

<Table 5> Stock Market Reaction to Changes in SE(Comparison between Korea and America)

	Full Sample		High-Tech Group		Stable-Tech Group		Low-Tech Group	
	Korea	America	Korea	America	Korea	America	Korea	America
Model : $StkR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1\Delta ROA_{it} + \alpha_{20}\Delta SE_{it} + \alpha_{21}\Delta ROA_{it}\Delta SE_{it} + \alpha_{22}SE_{it-1}\Delta SE_{it} + \varepsilon_{it}$								
ΔROA	3.75*** (7.72)	1.58*** (15.26)	3.15*** (6.17)	1.36*** (9.49)	3.83*** (4.35)	1.80*** (10.85)	2.68* (2.28)	3.09*** (6.45)
ΔSE	2.03* (2.23)	1.18*** (3.54)	1.11 (1.58)	2.01*** (3.61)	15.05** (3.33)	1.50*** (2.83)	20.43** (2.84)	.91 (.55)
$\Delta ROA \times \Delta SE$	-16.46*** (-3.68)	3.73*** (6.93)	-14.51*** (-4.37)	2.79*** (3.91)	53.47 (.81)	5.37*** (5.93)	-35.75 (-3.95)	-14.77 (-1.42)
$SE_{it-1} \times \Delta SE$	1.52 (1.52)	-.61 (-.59)	.617 (.808)	6.00** (2.91)	-103.95** (-2.23)	-3.44** (-2.59)	-152.74 (-1.618)	-5.80 (-.91)
R^2	.07	.20	.23	.26	.07	.22	.10	.43
No. of Observations	1,000	3,480	198	1,288	557	1,770	245	422

1) t-statistics are in parenthesis.

2) * $p < .05$, ** $p < .01$, *** $p < .001$.

또한, 예상치 못한 ROA와 ΔSE 의 상호작용 효과($\Delta ROA \times \Delta SE$)에 대한 상관계수(α_{21})의 경우 하이테크 기업집단에서만 유의한 것으로 나타났다. 하이테크 기업집단의 상관계수는 -14.51로써 예상치 못한 ROA 상승 시(‘+’) 가치창조 역량에 중점(‘-’)을 둘 때 시장이 긍정적으로 반응하였다. 한편, 스테이블테크 기업집단에서 화학업종은 상관계수(α_{21}) -167.72로써 유의수준 .05에서 유의하게 나타나(<Table 6> 참조) 시장에서 예상치 못한 수익 시현 시 가치창조 역량에 중점을 두기를 매우 강하게 요구하고 있는 것으로 나타났다.

기존 SE와 ΔSE 의 상호작용 효과($SE_{it-1} \times \Delta SE$)의 경우 상관계수(α_{22})가 스테이블테크 기업집단에서만 유의한 것으로 나타났다. 스테이블테크 기업집단의 상관계수는 -103.95로써 시장의 한계효용체감의 효과로 기존의 가치전략과 다른 패러다임 시프트가 요구되는 것으로 나타났다.

<Table 6> Stock Market Reaction to Changes in Strategic Emphasis(Industries)

	ICT	Chemicals	Food
ΔROA	3.35*** (4.74)	5.84*** (6.35)	3.53* (2.37)
ΔSE	1.54** (2.36)	3.02 (.45)	20.26** (2.96)
$\Delta ROA \times \Delta SE$	-15.54*** (-5.14)	-167.72* (-2.48)	61.15 (.70)
$SE_{it-1} \times \Delta SE$.966 (1.39)	-20.53 (-.45)	-151.06 (-1.77)
R^2	.31	.16	.23
No. of Observations	113	250	128

1) t-statistics are in parenthesis.

2) * $p < .05$, ** $p < .01$, *** $p < .001$.

따라서 투자자들이 한국기업들의 SE 변화 정보를 미래 현금흐름의 변화의 신호로 인식할 때 기술 환경요인에 따라 다르게 받아들인다는 [가설 3]은 부분적으로 지지되었다.

<Table 6>은 ICT, 화학, 식품업종의 SE와 주가수익률과의 관계를 보여주고 있다.

상기 3개 업종의 상관계수가 해당 기술환경별 기업집단과 유사한 특징을 보였다. ICT 및 화학업종의 경우 예상치 못한 초과수익 시현시 가치창조 역량 강화를 시장은 주문하고 있고 식품업종은 수익시현 여부에 관계없이 가치전유 역량을 강화할 것을 투자자들은 원하는 것으로 나타났다.

4.3.3. 한국기업과 미국기업의 비교

<Table 5>에서 SE 변화에 대한 주식시장의 반응을 한국기업과 미국기업 간에 비교하였다.

한미 기업의 전체 표본을 비교해 볼 때 예상치 못한 회계적 수익(ΔROA) 충격에 대한 상관계수(α_1)에서 한국기업이 3.75로써 미국기업(1.58)보다 높아, 국내 투자자가 미국 투자자보다 당해연도의 회계적 성과를 과대평가하며 예상치 못한 ROA 충격의 지속성이 크다고 할 수 있다.

SE의 상관계수(α_{20})에서 한국기업이 2.03으로써 미국기업 1.18보다 다소 높게 나타나 한국 시장이 가치전유 전략에 더 긍정적인 반응을 보였다.

조절효과의 경우 한미기업 간 확연한 차이를 보여준다. ΔROA 조절효과 경우 예상보다 양호한 수익시현에 대한 한국기업의 상관계수(α_{21})가 -16.46이나 미국은 3.73으로 나타나, 한국투자자들은 가치창조 전략에 긍정적으로 반응하였으나 미국 투자자들은 가치전유 전략을 원하는 것으로 나타났다. 한국기업의 분석결과는 기업이 과

거의 성공에 안주할 수 없으며 새로운 우위를 창조하는데 초점을 두어야 한다는 견해를 뒷받침하며[13] 패스트 팔로워의 특성을 반영한다고 할 수 있다. 반면, 미국기업의 경우 정(+)의 예상치 못한 이익을 실현할 때 경쟁우위 동결효과(Lock-In Effect)를 위한 가치전유 전략으로 중점을 이동해야 한다는 견해를 뒷받침하며 퍼스트 무버의 특성을 반영한다고 할 수 있다.

또한, 재무성과가 기대에 못 미치는 경우 한국 투자자들은 대규모 자금이 소요되면서 성공가능성이 불확실한 가치창조 역량보다 단기에 성과를 제고할 수 있는 가치전유 역량에 중점을 두기를 원하는 반면, 미국 투자자들은 가치를 전유할 만큼 충분한 가치를 창조하지 못했으므로 가치창조 역량에 SE를 이동하기를 원한다고 해석될 수 있다.

과거 SE의 상관계수(α_{22})의 경우 한미 모두 통계적으로 유의성은 없으나 지표가 상반되게 나타나, 국내 투자자들은 기존의 가치전략을 심화시키는 전문화 전략에 긍정적인 반응을 보인 반면, 미국 투자자들은 한계효용체감의 법칙으로 인한 가치전략의 시프트에 긍정적인 반응을 보인 것으로 추측된다.

기술환경별로 한미기업을 비교해 볼 때 하이테크 기업 집단의 경우 예상치 못한 수익 발생시 전략적중점의 변화에 대한 상관계수(α_{21})에서 한국기업은 -14.51로써 미국의 2.79와 차이를 보이고 있다. 한국 투자자들은 하이테크 기업집단에 신성장 산업이 집중되어 있는 만큼, 초과수익금을 가치창조 역량에 투자하기를 원하나, 미국 투자자들은 퍼스트 무버로써 이미 선점한 하이테크 산업에서 경쟁우위를 최대한 지속시키기 위한 격리기구 강화 등 가치전유 전략을 선호한다고 볼 수 있다.

스태이블테크 기업집단의 경우 예상치 못한 가치전략의 변화에 대한 상관계수(α_{20})에서 한국기업은 15.05로써 미국(1.50)보다 높게 나타나 한국 시장이 가치전유 전략에 더 긍정적인 반응을 보였다. 또한, 과거 SE의 상호작용효과에 대한 상관계수(α_{22})에서 한국기업은 -103.95로써 미국(-3.44)보다 기존 전략의 변화를 강하게 요구받고 있다. 또한 한국기업의 상환계수의 크기가 미국 보다 매우 높은 것은 미국 투자자들은 장기적 관점에서 기업의 성과와 전략을 평가하여 안정적으로 반응하는 반면 한국 투자자들은 단기적으로 급격히 반응한다고 할 수 있다.

로우테크 기업집단의 경우 예상치 못한 수익에 대한 상관계수(α_1)가 한국은 2.68, 미국은 3.09로써 주가가 회계적 수익 변동에 민감하게 반응하는 것으로 나타났다.

한국기업의 결정계수(R_2)가 .07로써 미국(.20)보다 낮아 독립변수의 설명력이 떨어지는 것으로 나타났다. 이는 한국의 자본시장이 회계적 성과 등 공시정보나 경영전략의 변화와 같은 미래 선행지표에 대한 정보 활용도

가 낮고 투기성 자급에 의한 단기 투자에 좌우되는 취약한 구조를 보였다.

5. 연구 시사점

5.1 기업관점의 시사점

본 연구에서 한국기업이 가치전략 관점에서 미국보다 가치창조 또는 가치전유 역량이 부족하고 이에 따라 수익률이 낮은 패스트팔로워로서의 특성을 보여주었으므로, 한국기업이 퍼스트 무버로 도약하기 위한 기술환경별 가치전략의 우선순위를 제안하고자 한다.

기술환경별로 볼 때 하이테크 산업의 경우 적극적인 가치창조 전략이 필요하다. 4차 산업혁명기에 한국경제의 미래 먹거리가 될 수 있는 ICT, 바이오 등 신성장산업이 집중되어 있으나 미국보다 가치창조 역량이 부족한 것으로 나타나 퍼스트 무버로서의 시장 선점에 실기할 우려가 있다. 2016년 6월 현재 10대 그룹의 유보금이 550조 원으로 사상 최대로 기록하였으나 M&A 등 투자를 하지 않고 현금만 쌓아두고 있다[24]. 현재 한국은 선진국에 비해 총요소 생산성 증가에 대한 기술변화의 기여율이 가장 낮은 수준에 머물러 있다. 연구개발, 인적자원에 힘써 기술혁신이 성장의 핵심역량이 되어야 할 시점이다[30]. 경영성과에 직접적으로 영향을 미치는 가치창조 기능으로 프로세스운영과 고객이 중시되어 한다[15]. 4차 산업혁명기에 접어든 시점에서 적극적인 가치창조를 통한 퍼스트 무버 전략으로 구조적 우위를 확보함으로써 시장을 지배할 수 있어야 한다[29].

스태이블테크 산업의 경우 철강, 화학, 조선 등 중후장대 산업으로 한국경제의 고도성장기를 견인하였으나 최근 중국의 부상, 세계 경기침체, 유가하락 등으로 수익성이 악화되고 공급과잉으로 산업재편의 대상이 되고 있다. 본 연구를 통해 시장이 가치전략 패러다임 전환을 강하게 요구하는 것으로 나타난 만큼, 단순 기능개선이 아닌 하이테크 산업으로의 전환을 위한 과감한 가치창조 전략이 필요하다.

로우테크 산업에서 한국기업의 가치전유 역량이 미국기업에 비해 약하며, 미국기업은 강력한 가치전유 역량으로 타 업종에 비해 매우 높은 수익을 실현하였다. 한국도 아모레퍼시픽이 해외시장에서 K-뷰티 전략으로 높은 수익을 실현했다. 로우테크 제품은 소비자에게 고급 브랜드 이미지로 각인될 때 향유할 수 있는 편익이 매우 크므로 K-팝, K-드라마를 필두로 시작된 한류 붐에 편승한 K-패션, K-뷰티, K-푸드, K-의료 등 K-브랜드에 대한 글로벌 마케팅전략을 제안한다.

한국경제는 더 이상 기존방식으로는 성장할 수 없는 새로운 도전에 직면해 있다. 최근 한진해운 사태는 기업가 정신과 전문성이 부족한 재벌 2세의 경영실패와 정부의 전략산업에 대한 관리 역량부족이 국민경제에 미치는 위험이 얼마나 큰지를 여실히 드러냈다. 한국경제의 위기를 극복하기 위해서는 도전적 기업가 정신으로 과감한 가치창조와 가치전유 전략을 동시에 추구하는 균형적 가치전략을 채택할 수 있어야 현재의 위기를 벗어날 수 있을 것이다[29].

끝으로 본 연구를 통해 가치전략의 중점변화에 대한 정보가 시장에서 기업가치 평가의 신호로 인식된다는 점이 실증적으로 검증된 만큼, 기업은 가치창조 또는 가치전유 전략에 관한 정보를 투명하게 공시하여 재무성과 제고를 위한 수단으로 활용하고, 투자자들에게는 미래 선행지표를 활용한 장기투자 여건을 조성해야 한다.

5.2 정책적 시사점

우리기업이 글로벌 시장에서 현재 위기를 근본적으로 극복하려면 기업의 노력만으로는 부족하다. 정부가 기업의 가치전략이 성공할 수 있도록 정책적 환경을 조성해 주어야 한다. 특히 중소기업에 대한 R&D 지원으로 글로벌 역량을 강화할 필요가 있다[19].

우선, 하이테크와 스테이블테크 산업에서 가치창조 역량을 높이기 위해 기업의 R&D 투자와 혁신기술 습득을 위한 M&A를 독려하는 정책 수립을 제안한다. 정부는 조세특례법에 의거 대기업의 R&D 설비투자 세액공제율을 '13년 10%에서 '14년 3%, '15년 1%로 인하한 바 있어 [27] 기업의 연구개발 의지를 약화시킬 우려가 있다. 한편 혁신기술 보유 기업과의 M&A 소요자금에 대해서는 정책금융기관의 우대조건 적용이 필요하다.

스테이블테크 산업은 각국의 보호무역정책 기조로 무역마찰이 빈번한 업종이다. 정부는 우리기업이 글로벌 기업과의 경쟁에서 불공정한 취급을 받지 않도록 시장 감독자로서 적극 관리감독 해야 한다. 예를 들면, 미국 상무부가 한국산 철강, 세탁기에 대한 반덤핑 관세를 부과했을 때 정부 주도로 미국 국제무역법원(CIT) 또는 WTO에 제소하여 강관의 경우 CIT의 재심 요구로 반덤핑 관세가 하향 조정되었고[23] 세탁기의 경우 한국 승소로 최종 판결났다[34].

로우테크 산업은 가치전유 위주의 전략으로 고수익을 창출할 수 있는 분야이다. 다만, 문화컨텐츠 또는 서비스업종의 해외사업은 금융조달의 필요성이 크나, 사업자의 신용 또는 담보력이 부족하고 프로젝트의 성공가능성을 예측하기가 어려워 금융조달가능성(Bankability)이 낮다. 따라서 정부는 정책금융기관이 별도의 계정(Account)을

만들어 전략적으로 K-브랜드 사업을 지원하고 부실발생 시 개별 프로젝트 단위로 문책하지 않고 포트폴리오로 관리할 수 있도록 제도개선을 제안한다.

5.3 향후 연구 과제

본 연구를 통해 SE가 단순하지만 강력한 가치전략 지표로 입증된 만큼 향후 추가적인 연구가 진행될 수 있을 것이다. 첫째, 산업전환기를 맞이하고 있는 한국경제에 산업재편의 대상이 되고 있는 업종에 대해 가치전략적 관점에서 연구가 필요하다. 특히 대표적인 공급과잉업종인 화학의 경우 첨단산업으로의 전환에 대한 필요성이 제기되고 있으나 전환의 타이밍이 늦어지고 있어 지속가능한 경쟁우위 확보에 대한 우려를 자아내고 있다. 화학업종의 SE 지표를 일본의 화학업종과 비교하여 스테이블테크에서 하이테크 사업으로 전환하는 과정에서 SE 변화의 타이밍 차이를 연구함으로써 시사점을 발견할 수 있을 것이다. 다만 통계분석에서 회귀모형의 적합도 검증에 취약할 경우 표본수의 충분한 크기뿐만 아니라 변수변환 방법을 사용하거나 정규오차를 가정하지 않고 추정하는 로베스트 회귀방법을 사용할 수 있을 것이다.

둘째, 글로벌 시장에서 치열한 경쟁을 하고 있는 개별 기업을 대상으로 SE 지표를 분석하여 국내외 퍼스트 무버와 비교해 볼 필요가 있다. 지속가능한 경쟁우위를 확보하고 있는 글로벌 기업의 SE 변화 패턴은 한국기업의 패스트팔로워의 한계를 뛰어 넘을 수 있는 성공적 가치전략 DNA를 학습할 수 있는 기회가 될 것이다.

셋째, 금융기관의 신용평가시스템에 SE 지표를 반영하여 회계자료에 기반한 현행의 평가시스템에 대한 보완 효과를 연구해 볼 필요가 있다. 분식회계로 투자자들 또는 채권자들이 엄청난 손실을 부담하는 사건들이 보도되는 가운데 SE 지표와 같은 미래 선행지표의 개발이 절실하다.

References

- [1] Aaker, D.A., Measuring Brand Equity Across Products and Markets, *California Management Review*, 1996, Vol. 38, No. 3, pp. 102-121.
- [2] Anderson, J.C., Narus, J.A., and Rossum, W.V., Customer Value Propositions in Business Markets, *Harvard Business Review*, 2006, Vol. 84, pp. 90-99.
- [3] Asley, R., Granger, C.W.J., and Schmalensee, R., Advertising and Aggregate Consumption : An Analysis of Causality, *Econometrica*, 1980, Vol. 48, No. 5, pp. 1149-1167.

- [4] Bowman, C. and Ambrosini, V., Value Creation Versus Value Capture: Towards a Coherent Definition of Value in Strategy, *British Journal of Management*, 2000, Vol. 11, No. 1, pp. 1-15.
- [5] Brandenburger, A.D. and Stuart, Jr. H.W., Value-Based Business Strategy, *Journal of Economics and Management Strategy*, 1996, Vol. 5, No. 1, pp. 5-24.
- [6] Chandler, A.D., The Competitive Performance of U.S. Industrial Enterprises Since the Second World War, *Business History Review*, 1994, Vol. 68, No. 1, pp. 1-72.
- [7] Chosun Ilbo, Korea's Economy is a Toothless Tiger in Winter, 2015-12-16, <http://news.chosun.com>.
- [8] Denison, E.F., The Sources of Economic Growth in the United States, New York : Committee for Economic Development, 1962.
- [9] Digital Times, Use the Mes to the Crisis Insensitivity, 2015-12-17, <http://dt.co.kr>.
- [10] Erickson, G. and Jacobson, R., Gaining Comparative Advantage Through Discretionary Expenditures : the Returns to R&D and Advertising, *Management Science*, 1992, Vol. 38, No. 9, pp. 1264-1279.
- [11] Gatignon, H. and Xuereb, J.M., Strategic Orientation of the Firm and New Product Performance, *Journal of Marketing Research*, 1997, Vol. 34, No. 1, pp. 77-90.
- [12] Golder, P.N., Historical method in Marketing Research with New Evidence on Long-Term Market Share Stability, *Journal of Marketing Research*, 2000, Vol. 37, No. 2, pp. 156-172.
- [13] Grant, R., The Resource-Based Theory of Competitive Advantage : Implications for Strategy Formulation, *California Management Review*, 1991, Vol. 33, No. 3, pp. 114-135.
- [14] Griliches, Z., R&D and Productivity, in Handbook of the Economics of Innovation and Technological Change, Paul Stoneman, Blackwell Publishers, Oxford England, 1995, pp. 52-89.
- [15] Han, S.H., Chung, K.S., and Hong, S.P., Effect of Quality Management to Performance : Focusing Manufacturing Companies Awarding Korean National Quality Awards, *Journal of the Society for Quality Management*, 2014, Vol. 42, No. 4, pp. 729-746.
- [16] Harrison, J.S., Hall, E.H., and Nargundkar, R., Resource Allocation as an Outcropping of Strategic Consistency : Performance Implications, *Academy of Management Journal*, 1993, Vol. 36, No. 5, pp. 1026-1051.
- [17] Kessides, I.N., The Persistence of Profits in U.S. Manufacturing Industries, in the Dynamics of Company Profits, Dennis Mueller, Cambridge University Press, 1990.
- [18] Kleinbaum, D.G., Kupper, L.L., Muller, K.E., and Nizam, A., Applied Regression Analysis and Multivariable Methods, Pacific Grove, CA : Duxbury, 1998, 3rd ed. pp. 115-117.
- [19] Lee, H.-W. and Baek, D.-H., The Effect of National Aid Programs to Small Business in Global R&D Cooperation Outcome and Global Business Activities, *Journal of the Society of Korea Industrial and Systems Engineering*, 2014, Vol. 37, No. 4, pp. 177-186.
- [20] Lei, D., Hitt, M.A., and Bettis, R., Dynamic Core Competencies Through Meta-Learning and Strategic Context, *Journal of Management*, 1996, Vol. 22, No. 4, pp. 549-569.
- [21] Levin, R.C., Klevoric, A.K., Nelson, R.R., and Winter, S.G., Appropriating the Returns from Industrial Research and Development, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1987, Vol. 3, pp. 783-831.
- [22] Lumley, T. and Diehr, P., The Importance of the Normality Assumption in Large Public Health Data Sets, *Annu. Rev. Public Health*, 2002, Vol. 23, pp. 151-169.
- [23] Maeil Business Newspaper, SeAh Steel, Solving Bad Factor, 2016-10-5, <http://news.mk.co.kr>.
- [24] Maeil Business Newspaper, Top 10 Conglomerates Sit on Record Cash Reserve, <http://news.mk.co.kr>.
- [25] Mansfield, E., Rapoport, J., Romeo, A., Wagner, S., and Beardsley, G., Social and Private Rates of Return From Industrial Innovation, *Quarterly Journal of Economics*, 1977, Vol. 91, No. 2, pp. 221-240.
- [26] Mizik, N. and Jacobson, R., Trading Off between Value Creation and Value Appropriation : the Financial Implications of Shifts in Strategic Emphasis, *Journal of Marketing*, 2003, Vol. 67, No. 1, pp. 63-76.
- [27] Munhwa Ilbo, Korea's Crisis of Scientific and Technology, 2016-6-10, <http://munhwa.com>.
- [28] Park, B.-J., Statistics For Business and Economic Using MS Excel & ETEX, 4th ed. Sigmapress, 2013, p. 592.
- [29] Park, K.-H., A Balanced Value Strategy Framework for the Strategy Paradigm Shift, *Journal of the Korea Management Engineers Society*, 2015, Vol. 20, No. 1, pp. 111-146.
- [30] Park, S.-R. and Lee, Y.-H., Industry Competitiveness Analysis of Korea, *Korea Economic Research Institute*, 2009, pp. 2-226.

- [31] Peteraf, M.A., The Cornerstones of Competitive Advantage : A Resource-Based View, *Strategic Management Journal*, 1993, Vol. 14. No. 3, pp. 179-191.
- [32] Rob, K., Multiple Regression, Minitab Assistant White Paper, 2014.
- [33] Schumpeter, J.A., Capitalism, Socialism, and Democracy, New York : Harper and Row, 1942.
- [34] Seoul Economic Daily, WTO against US Anti-Dumping Duties on Korea Washer Makers, 2016-9-8, <http://sedaily.com>.
- [35] Solow, R.M., Technical Change and the Aggregate Production function, *Review of Economics and Statistics*, 1957, Vol. 39, No. 3, pp. 312-320.
- [36] Srivastava, R.K., Shervani, T.A., and Fahey, L., Market-Based Assets and Shareholder Value : A Framework for Analysis, *Journal of Marketing*, 1998, Vol. 62, No. 1, pp. 2-18.
- [37] Teece, D.J., Profiting for Technological Innovation : Implications for Integration, Collaboration, Licensing, and Public Policy, in the Competitive Challenge : Strategies for Industrial Innovation and Renewal, D. Teece, ed. Cambridge, MA : Ballinger Publishing Company, 1987.
- [38] Woodruff, R.B., Customer Value : the Next Source for Competitive Advantage, *Journal of the Academy of Marketing Science*, 1997, Vol. 25, No. 2, pp. 139-153.

ORCID

Kichul Hong | <http://orcid.org/0000-0002-6471-6716>

Kwangho Park | <http://orcid.org/0000-0001-9418-6026>