



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사 학위논문

구성원의 행복이 기업가치에
미치는 영향:
한국 기업을 중심으로

2020년 2월

서울대학교 대학원

경영학과 경영학 전공

김나영

초 록

최근 행복 경영에 대한 관심이 증가하고 있는 추세이다. 이러한 관심은 미국뿐 아니라, 우리나라에서도 점점 주목받고 있다. 본 연구는 행복 경영이 조직 단위에서 기업의 퍼포먼스에 긍정적인 영향을 미친다는 Fulmer과 동료들(2003)의 논문을 우리나라 컨텍스트에서 확인하고자 한다. 본 연구는 2010년부터 2016년까지 Great Place to Work사의 한국 지사에서 매년 발표하는 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정된 기업들을 대상으로 연구를 진행하였다. 사건연구와 통제집단 대비방식을 활용하여 기업가치, 주가 수익률, 총자산수익률을 분석하였다. 분석 결과, ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정되었던 사실은 기업가치에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 또한, 통제집단 대비방식 분석 결과, 100대 기업으로 선정된 기업들과 대조표본 기업들 간의 주가 수익률 및 총자산수익률 차이는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

주요어 : 행복 경영, 구성원 행복, 기업가치, 기업성과
학 번

목 차

제 1 장 서 론	1
제 2 장 선행연구 검토 및 가설 설정	5
제 1 절 구성원 행복과 성과	5
제 2 절 이론적 배경 및 가설	9
제 3 장 연구방법	14
제 1 절 연구 대상 및 데이터 수집	14
제 2 절 연구 방법 1 - 사건 연구(Event Study)	20
제 3 절 연구 방법 2-1 - 통제집단 대비 방식(주가수익률)	22
제 4 절 연구 방법 2-2 - 통제집단 대비 방식(총자산수익률)	24
제 4 장 연구결과	25
제 1 절 선정 기업의 현황	25
제 2 절 사건연구에 대한 연구결과	26
제 3 절 통제집단 대비 방식 연구에 대한 결과(주가수익률)	26
제 4 절 통제집단 대비 방식 연구에 대한 결과(총자산수익률)	27
제 5 장 결론	30
제 1 절 연구의 시사점	30
제 2 절 연구의 한계 및 향후 과제	32
참고문헌	33
Abstract	37

표 목차

[표 1]	선정 기업의 산업별 분포(사건 연구)	18
[표 2]	선정 기업의 산업별 분포(주가 수익률).....	19
[표 3]	선정 기업의 산업별 분포(사건 연구)	19
[표 4]	선정 기업의 연도별 분포	25
[표 5]	선정 기업의 기술 통계량	25
[표 6]	평균 비정상 수익률 및 누적 평균 비정상 수익률.....	26
[표 7]	선정 기업 및 대조 기업 주가 수익률	27
[표 8]	선정 기업 및 대조기업 ROA.....	29

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 배경

"Everyone talks about building a relationship with your customer. I think you build one with your employees first."

- Angela Ahrendts (Senior Vice President, Apple)

최근 직원 행복 경영을 추구하는 기업들이 증가하고 있다. 행복 경영이라는 단어가 비교적 최근에 되어서야 주목을 받았기 때문에 ‘행복 경영’의 어떠한 학계의 일치된 정의는 찾아보기 어렵다. 하지만, 문자 그대로 ‘행복 경영’이란 조직의 구성원 및 다양한 이해관계자들이 느끼는 행복을 통해 기업의 생존 및 성과로 연결시키는 경영 방식이라고 할 수 있을 것이다. 행복 경영의 일환으로는 구성원들의 자율성 보장, 조직 문화, 가족 친화 제도 등을 들 수 있다. 이와 관련해 Bahrami와 Evans(1987)는 구성원들의 자율성을 중시하고 의사소통이 자유로운 조직 구조 및 문화가 기업의 성공에 기여한다고 밝힌 바 있다. 즉, 행복 경영의 방식이 기업의 성공과 밀접한 관련이 있다는 것이다. 따라서 더 폭넓게 기업의 ‘행복 경영’을 정의해 보면, 기업이 존속하는 동안 구성원들에게 제공하는 총 행복의 크기를 최대화하는 경영 방식이라고도 볼 수 있는 것이다.

국내의 대표적 행복 경영 사례로는 롯데그룹과 SK그룹을 꼽을 수 있다. 롯데그룹의 경우, 핵심 기업문화 중 하나인 가치 창조의 문화에 ‘직원 행복 창조’가 명시되어 있는 만큼 직원 행복을 추구하고 있다. 일례로, 롯데는 2017년 업계 최초로 전 계열사에 ‘남성 육아 휴직 의무화 제도’를 도입하여 임직원과 가족들의 행복을 추구하고자 하였다. 뿐만 아니라, 롯데그룹은 2012년 대기업 최초로 자동 육아휴직을 도입하여 출산한 여성이라면 누구나 눈치 보지 않고 육아 휴직을 쓸 수

있게 하였다. 이처럼 롯데그룹은 다양한 가족친화 정책을 통해 그룹의 핵심 가치인 ‘직원 행복 창조’를 일궈내고 있다.

SK그룹은 직원 행복을 넘어 이해관계자의 행복을 핵심적으로 추구하고자 하는 가치로 삼고 있다. SK그룹이 직원 행복 경영을 추구함을 반증하는 가장 최근의 사건은 공개된 SK 2019 확대경영회의를 들 수 있다. 회사의 궁극적인 목표를 구성원의 행복에 초점을 맞추고, 이를 위해서는 다양한 사회적 가치를 통해 구성원들의 행복을 넘어 이해관계자의 행복도 함께 만들어 나가야 한다고 발표함과 동시에 평가와 보상의 기준이 성과가 아닌 구성원 전체의 행복에 대한 기여도가 될 것임을 밝혔다(www.sk.co.kr).

실제로, SK그룹의 계열사인 SK텔레콤은 2017년 7월에 상대평가 제도를 폐지하였다. 상대평가 제도는 우리나라 대기업에서 평가/보상, 연봉협상, 해고 등을 위한 가장 중요한 기초 자료로 사용되기 때문에 폐지하기 어려운 제도 중 하나이다. 하지만, SK텔레콤은 기존의 상대평가와 평가 등급을 없앴으로써 같은 팀 내에서 함께 일하는 동료와의 경쟁이 아닌 협력을 꾀하고, 개인별 성과를 중요시 여김으로써 구성원들의 생산성을 향상시키고자 하였다. 다시 말해, 보통의 우리나라 대기업에서 높은 경쟁률을 뚫고 입사한 인재들이 상대평가라는 제도 하에서 저성과자라고 낙인 찍히거나, 동료와의 경쟁을 통해 회사를 다니는 것이 행복하지 않다고 느끼는 것과 비교해 볼 때 SK텔레콤은 이러한 제도를 폐지함으로써 직원 행복의 가치를 추구하고 있다.

해외 사례로는 넷플릭스(Netflix)를 들 수 있다. 넷플릭스의 조직을 운영하는 방식은 마치 프로 운동 구단과 비슷하다. 프로 구단의 선수들 처럼 뛰어난 인재들을 채용하고 유지하는 데에 집중한다. 또한, 회사의 이익을 최우선으로 하고 높은 성과를 내겠다는 회사의 방향을 함께 이해하고 지지하는 이른바 ‘성숙한 어른’을 채용하고 유지하려 한다. 이는

구성원들에게 최대의 자율성을 부여하기 위한 하나의 전제조건으로 작용한다. 즉 넷플릭스는 자율성이 보장된 근무환경에서 구성원들이 뛰어나고 성숙한 인재들과 함께 일할 때, 행복하고 높은 성과를 낼 수 있다고 믿는다(McCord, 2017). 이러한 인재의 채용 및 유지 또한 직원 행복 경영의 일환으로 해석할 수 있다.

앞서 언급한 사례들뿐만 아니라, 다양한 산업 및 나라에서도 각자 고유의 방식으로 직원들의 행복을 기업 경영 가치로 설정하는 경우가 최근 들어 증가하고 있다. 그렇다면 이윤 창출과 주주 이익의 극대화를 추구하는 기업들이 다른 방법이 아닌 행복 경영을 추구하는 이유는 무엇일까? 이는 행복 경영을 추구함으로써 기업의 본질적인 목적을 달성할 수 있기 때문이다. 즉 기업의 본질적인 목적은 이윤 창출과 이익의 극대화이고 기업은 행복 경영을 수단으로 여기는 것이다.

기업이 행복 경영을 중요 가치로 설정하고 추구하는 트렌드가 최근에 수면 위로 떠오르기 이전부터, 행복한 개인과 생산성 혹은 성과에 대한 관계는 다양한 연구들을 통해 증명되어 왔다(Brayfield & Crockett, 1955; Iaffaldano & Muchinsky, 1985; Judge 등, 2001; Locke, 1976; Petty, McGee, & Cavender, 1984; Vroom, 1964). 예를 들어, Judge 등(2001)의 메타 연구에 따르면 개인의 직무만족과 개인 성과 간의 상관관계가 0.3 정도 되는 것으로 확인하였다. 즉, 개인 수준의 직무만족 및 행복도가 개인의 성과와 관련성이 높은 것이다.

개인 수준을 넘어, 사업부 수준에서도 직원의 행복과 생산성 및 성과에 대한 연구 결과가 존재한다. Harter(2002)는 구성원들의 행복도가 사업부 수준의 성과와 관련이 있음을 밝힌 바 있다. 뿐만 아니라, Ostroff(1992)의 경우, 선생님들을 대상으로 한 학교의 퍼포먼스 관련 연구를 통해 구성원 행복과 성과 간의 정적 관계를 주장한 사례가 있다. 또한 구성원의 행복과 조직 수준의 성과 간의 관계 중, 특별히 구성원의

행복과 기업의 퍼포먼스를 실증적으로 다루는 연구는 Fulmer 등(2003)을 제외하고는 거의 없었다. 주로, 유명 언론 기사에서 구성원의 행복과 기업 성과에 대해 많이 다루었다(예, Branch, 1999; Filbeck & Preece, 2003; Grant, 1998; Gubman, 1998; Lau & May, 1998; Levering & Moskowitz, 2001; Watson, 2002). Fulmer(2003)의 연구와 관련 언론에서 다른 내용의 결과는 구성원이 행복할수록 기업 성과가 더 높아진다는 일치된 합의점을 도출하였다. 하지만, Fulmer(2003)은 기존 분석의 한계점으로 이론적 근거가 없는 점과 Filbeck과 Preece(2003)의 연구를 제외한 다른 분석은 넓은 시장 대조기업을 비교 대상으로 삼았다는 점을 지적하였다. 이에 Fulmer과 동료들(2003)은 선행분석의 한계점을 보완하여 구성원들의 행복이 기업 성과에 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인하였다.

구성원의 행복과 다양한 차원의 생산성 및 성과 간의 관계에 대한 결과를 종합해보면, 구성원의 행복은 생산성 및 성과에 긍정적인 영향을 미친다. 하지만, 기존의 연구는 모두 서양 문화권의 나라(주로 미국)를 대상으로 진행되었다. 이에 본 연구는 Fulmer(2003)의 연구와 같이 구성원의 행복과 조직 수준의 성과 간의 관계를 우리나라의 컨텍스트 하에서 살펴보고자 한다.

제 2 장 선행연구 검토 및 가설 설정

제 1 절 구성원 행복과 성과

Michael Porter의 Competitive Advantage(1985)에 따르면 인사관리는 근로자들의 동기와 스킬을 결정하는 요소로서 어떤 기업에서나 경쟁 우위에 영향을 미치고, 특정 산업에서는 기업 경쟁 우위의 핵심 요소가 된다. 뿐만 아니라, 전략적 성과관리 시스템인 균형 성과표(Balanced Scorecard)를 처음 개발한 Kaplan과 Norton(1992)에 따르면, 미래의 기업 재무 성과는 인적 자산을 포함한 내부 프로세스가 얼마나 잘 운영되는가에 달려있다고 주장했다. 다시 말해, 근로자들이 경쟁 우위의 원천으로 작용하기 때문에, 구성원들의 행복을 통해 기업은 생산성과 이익을 향상시킬 수 있다.

근본적으로, 개인 차원에서 행복한 사람이 미래에 기대되는 수익이 더 높다고 하겠다(Diener 등, 2002). 이 연구에 따르면, 대학 입학 시자가 보고한 행복도와 19년 후의 소득, 직무 만족, 그리고 실직 이력 등 직업 관련 결과와 소득과 직무 만족은 정적으로, 실직 이력은 부적으로 관계가 있다고 밝힌 바 있다.

또한, Oswald 등(2015)은 비슷한 맥락에서 개인의 행복이 생산성에 정적으로 영향을 미친다는 것을 다수의 실험을 통해 확인하였다. 총 4개의 실험을 영국 대학생들을 대상으로 진행하였는데 첫 번째 실험에서는 학생들을 무작위로 실험집단과 통제집단으로 구분하고, 실험집단에 속한 학생들에게는 코미디 영상을 보여주었고, 통제집단에게는 일반영상을 시청하게 하였다. 시청 후, 피험자들은 간단한 수학 문제 풀이를 하였다. 그 결과, 코미디 영상을 시청한 실험 집단이 통제 집단보다 수학문제 풀이 결과가 좋게 나타났다.

두 번째 실험에서도 학생들을 무작위로 실험집단과 통제집단으로 구분한 후, 각각 코미디와 일반 영상을 시청하게 하였다. 단, 실험 시작 전, 영상 시청 직후, 그리고 실험 참여 완료 직후에 모든 피험자에게 설문지를 통한 행복도를 측정하였다. 그 결과, 실험집단이 통제집단 보다 수학 문제 풀이에서 더 높은 정답률을 나타냈다(Oswald 등, 2015).

세 번째 실험은 첫 번째 실험을 변형시켰다. 행복 유도를 위해 코미디 영상을 시청하게 하는 대신, 피험자들로 하여금 간단한 스낵이나 음료를 실험집단 학생들에게 제공했다. 통제집단은 아무것도 제공받지 못했다. 이후, 피험자들은 간단한 수학 문제 풀이를 진행했다. 첫 번째 실험의 결과와 같이 실험집단의 학생들이 더 높은 생산성을 나타내었다(Oswald 등, 2015).

마지막 실험은 실험을 시작하는 시점에 피험자들의 생산성을 먼저 측정하였다. 그리고 실험이 끝나는 시점에 피험자들에게 최근 개인 및 가족의 삶에 비극적 사건 유무를 설문하였다. 비극적 사건이 있었다고 응답한 피험자들은 행복도와 실험 시작 시점에 측정한 생산성 모두 낮은 것으로 나타났다(Oswald 등, 2015).

즉, 개인 차원에서 행복한 사람이 그렇지 않은 사람 보다 더 나은 성과를 만들어 내고, 이는 생산성의 차이에서 비롯된다고 해석할 수 있는 것이다. 따라서 이를 기업 경영에 확장시켜 적용해보면, 경쟁 우위의 원천인 내부 구성원들이 행복하다고 느낄수록, 구성원들이 창출해내는 생산성이 증가하여 기업의 높은 성과로 이어진다.

사업부 수준에서 구성원의 행복과 성과에 대한 연구 결과도 존재한다. Harter(2002)는 설문을 통해 36개 기업의 약 8,000개의 사업부 수준으로 직원 행복도와 성과 간의 관계를 분석하였다. 그 결과, 사업부 직원들의 평균 직무만족은 열정, 고객만족, 생산성, 이익 등과

높은 상관관계를 나타내는 것을 확인했다. 이 또한, 구성원들의 행복도가 사업부 수준의 성과와 관련이 있음을 보여준다.

더 넓게는 직원의 행복이 조직 수준의 성과와 관련이 있음을 보여주는 연구결과도 존재한다. Ostroff(1992)는 약 298개 학교 약 14,000명의 선생님들을 대상으로 설문을 진행하였고, 선생님들의 직무 만족 및 태도와 학교 성과 간의 관계를 확인하였다. 각 학교 별 선생님들의 평균 직무 만족은 학생의 학업 성적, 출석률, 선생님에 대한 학생들의 만족도가 높고, 자퇴율은 낮은 것으로 나타났다. 이 결과를 통해, 구성원들의 행복이 개인 및 사업부 수준을 넘어 조직 수준의 성과에도 유의미한 결과를 미칠 수 있다는 점을 알 수 있다.

앞선 논의를 종합해 보면, 개인 및 사업부 수준, 그리고 조직 수준에서 구성원의 행복은 성과에 유의미하게 긍정적으로 영향을 미친다. 이 긍정적 상관관계는 기업의 컨텍스트에서도 확인이 되었다(Fulmer 등, 2003).

Fulmer 등(2003)은 매년 미국 Fortune이 선정하는 ‘미국 일하기 좋은 100대 기업(100 Best Companies to Work for in America)’ 내부 구성원과의 좋은 관계로 보았다. 내부 구성원의 관계가 좋다는 것은, 결국 구성원들의 행복을 위해 기업이 조직 차원에서 노력하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

Fulmer와 동료들(2003)은 1998년 ‘미국 일하기 좋은 100대 기업’ 리스트를 활용하여 구성원들의 행복과 기업 성과의 관계를 확인하였다. 미국 Fortune지는 1998년 리스트 업을 위해 설립한지 10년 이상 되었고, 500명 이상 규모의 회사 중, 성과가 좋고 직원 만족도가 높은 평판을 지닌 238개 회사를 선정하였다. 선정된 회사들에게 서베이 참여 요청을 하였고, 총 161개의 기업이 최종적으로

참여하였다. ‘미국 일하기 좋은 100대 기업’ 선정 과정은 설문으로 진행되고, 내부 구성원의 응답을 100점, 회사 서베이 점수를 55점, 그리고 설문에 대한 구성원들의 코멘트를 20점, 총 175점 만점으로 구성된다. 내용은 경영진에 대한 신뢰, 존경, 자부심, 동료애, 공정성 등을 포함한다. 총 161개의 참여 기업 중 점수에 따라 Fortune지는 ‘미국 일하기 좋은 100대 기업’ 을 선정하였다.

Fulmer 등(2003)은 1986년에 선정된 100대 기업 중 주식 시장에 상장된 50개 회사들을 분석 대상으로 삼았다. 또한, 타겟으로 선정된 50개 회사와 가장 유사하고 주식 시장에 상장된 기업 50개를 대조 표본(Matched Sample)으로 뽑아 분석을 진행하였다.

Fulmer 등(2003)의 연구결과는 다음과 같다. 첫째, ‘미국 일하기 좋은 100대 기업’ 에 선정된 회사 구성원들의 긍정적인 태도는 매년 크게 바뀌지 않고, 안정적으로 유지되었다. 둘째, 100대 기업으로 선정된 회사는 시장 포트폴리오와 비교하였을 때, 누적수익률이 훨씬 높게 나타났다. 특히, 선정된 해인 1998년부터 2000년까지의 평균 누적 수익률은 100대 기업으로 선정된 회사는 82%였고, 시장 포트폴리오는 37%였다. 즉 100대 기업으로 선정된 회사가 82%의 수익률을 냈다는 것이다. 뿐만 아니라, ‘미국 일하기 좋은 100대 기업’ 으로 선정된 기업의 연간 수익률도 시장 포트폴리오보다 월등하게 높았으며, 대조표본과 비교하였을 때에는, 선정된 해인 1998년에 더 높은 연간 수익률을 나타냈다(선정기업: 29%, 대조 표본 기업: 7%). 결론적으로, ‘미국 일하기 좋은 100대 기업’ 에 선정된 기업들의 주가가 훨씬 더 올라갔다는 것이고, 이는 구성원의 행복이 높은 기업일 수록 기업성과가 증가한다는 것을 증명한다.

제 2 절 이론적 배경 및 가설

본 연구는 앞서 논의된 구성원의 행복과 성과, 특히 기업 수준의 성과 간의 긍정적 관계를 서양 문화권이 아닌 우리나라의 컨텍스트에서 확인하고자 한다. 본 연구에서 논의하고자 하는 구성원의 행복이 기업 수준의 성과, 특히 재무성으로 이어진다는 주장은 자원기반이론(Barney, 1986; Wernerfelt, 1984)과 신호효과(Signaling Effect; Spence, 1973)으로 뒷받침할 수 있다.

자원기반이론은 경쟁우위의 주요 결정요인으로 자원의 희소성과 독특성에 방점을 두며 시작되었다(Barney, 1986; Wernerfelt, 1984). 이후, Barney(1991)은 이를 더 발전시켜, 조직의 경쟁우위 창출을 위한 자원은 가치 있어야 하며(value), 경쟁자들에게는 없는 희소성, 혹은 독특성을 지녀야 하며(rareness), 쉽게 모방할 수 없으며(imitability) 경쟁자들이 지니는 다른 자원으로 대체 불가능한(substitutability) 특성을 지닌 자원이나 능력을 확보해야 한다고 주장한다. 즉, 이러한 특성을 지닌 자원이나 능력은 다른 조직으로 쉽게 전이가 어렵고, 확보하기 힘들기 때문에 경쟁 조직 혹은 타 조직이 쉽게 모방할 수 없다 따라서, 완전경쟁 상황이 형성되기 힘들다. 또한, 특정 조직만의 독특한 역사, 조건, 조직 문화는 조직 내의 자원을 쉽게 모방할 수 없게 하여 독특성을 지닐 수 있다. 따라서, 다른 조건이 동일하더라도, 조직의 독특한 역사나 조건에 기반한 조직 문화 같은 부분은 대체 불가능하게 된다(Wright 등, 1994). 결국, 이러한 자원은 조직이 경쟁 우위를 창출할 수 있게 하는 자원이 되고 핵심 역량으로 작용함을 알 수 있다(Prahalad & Hamel, 1990).

본 연구의 대상인 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정된 기업들은 모두 GPTW의 Trust Index[®]와 Culture Audit[®]을 바탕으로 선정된다. Trust Index[®]와 Culture Audit[®]은 내부 구성원의 만족도를

바탕으로 조직 문화를 측정하는 서베이 프로그램이다. 보다 자세히 말하자면, 경영진에 대한 신뢰, 존중, 공정, 자부심, 동료애 등을 조사한다. 이에 따라, 100대 기업으로 선정된 기업들은 구성원들의 만족도를 바탕으로 높은 수준의 조직 문화를 지니고 있는 것이다. 다시 말해, 조직 내에서 구성원들 간의 높은 신뢰, 존중, 공정, 자부심, 동료애 등을 바탕으로 해당 조직만의 특별하고 가치 있는 조직 문화를 형성하는 것이다.

자원기반적 시각에 근거하여 Barney(1986)는 조직의 문화가 기업 경쟁우위의 원천이 된다고 주장했다. 기업의 조직문화는 기업이 경영을 하는 방식을 정의하는 복잡하고 다양한 가치, 신념, 가정, 그리고 상징성을 반영한다. 이러한 관점에서, 조직문화는 조직의 관련된 구성원, 고객, 공급자, 그리고 경쟁자들을 고려할 뿐만 아니라 기업이 이 액터들과 어떻게 상호작용을 하는지를 정의하기 때문에 조직문화는 기업에 중대한 영향을 미친다고 할 수 있다(Louis, 1983).

조직문화가 가치 있고, 희소하며, 쉽게 모방하기 어렵다면, 이 또한 기업의 경쟁우위가 될 수 있다(Barney, 1986). 조직은 각기 모두 다른 사회적 결과물이고, 이는 내부 구성원들의 독특한 특성과 경험을 반영한다(Barely, 1983; Polanyi, 1958). 뿐만 아니라, 기업은 자신들만의 연혁을 지니고(Clark, 1970, 1972; Selznick, 1957), 창립자의 독특한 특성을 또한 반영한다(Schein, 1983; Zucker, 1977). 이러한 독특함은 주로 기업문화에 반영되고 기업문화 자체가 가치 있고, 희소하며, 쉽게 모방하기 어려워진다. 따라서, 기업문화는 기업 경쟁 우위 창출의 원천이 될 수 있다(Barney, 1986).

구성원들의 행복을 고려하는 기업은 각 기업마다 독특한 제도 및 방식을 통해 고유의 기업 문화를 창출하게 된다. 앞서 예로 들었던 롯데그룹의 육아휴직 제도 도입과 SK텔레콤의 상대평가 제도 폐지를 통해 각각 다른 방식으로 기업은 구성원의 행복을 추구한다. 이를 통해

조성된 기업만의 고유한 문화나 구성원 간의 정서는 타 기업 및 경쟁사가 모방하기 어렵고, 희소하고, 가치 있기 때문에 기업의 경쟁 우위 창출 요소가 될 것이다. 따라서, Fulmer 등(2003)의 연구 결과처럼 한국에서도 동일하게 구성원의 행복이 기업의 성과에 유의미하게 영향을 미칠 것이라고 예측할 수 있다.

다음으로는 Michael Spence(1973)이 제시한 신호 효과로 구성원의 행복이 기업 재무성과에 긍정적으로 영향을 미친다는 주장을 뒷받침하고자 한다. 시장신호이론(Market Signaling Theory)은 정보의 비대칭성이 시장의 개별 주체의 경제활동에 영향을 미친다는 점에서부터 시작되었다. Spence(1973)은 취업시장에서의 신호효과를 보았는데, 구직자의 학력이 회사가 구직자의 교육수준 및 업무능력을 가늠할 수 있게 하는 정보신호로 작용한다는 것을 밝혔다. 즉, 더 많은 정보를 소유한 사람이 자신의 이익을 극대화하기 위해 정보를 가지지 못한 사람에게 정보를 전달함으로써 정보 비대칭성의 문제를 완화시킬 수 있다는 것이다. 이러한 시장신호이론은 경제학 뿐 만 아니라 다양한 사회과학 분야에 도입되어 사용되고 있다(Cohen & Dean, 2005; Gulati & Higgins, 2003). 특히, 주식시장에서도 시장 신호 효과가 잘 적용되는데, Reuer 외(2012)는 주식시장에 상장된 기업을 인수 시, 인수자가 지불하는 프리미엄은 해당 상장기업이 가진 전략적 제휴 파트너나 벤처캐피털, 그리고 IPO 주관 투자은행의 명성에 의해 영향을 받는다는 것을 실증적으로 밝혀낸 바 있다.

이러한 논의를 바탕으로 기업이 일하기 좋은 100대 기업으로 선정되었다면, 이는 시장에 긍정적인 신호로 작용하여 투자자들로 하여금 투자율을 높일 수 있을 것이다. 일하기 좋은 100대 기업으로 선정되었다는 것은, 구성원들의 행복을 먼저 고려한다는 의미이다. 구성원들의 행복을 고려하는 경영방식을 통해, 직원들의 만족도와 로열티를 높이게 된다면, 구성원들의 직무 몰입 또한 높아지고, 이는 이직률 저하, 생산성

향상, 고객만족도 향상 등의 경영 성과를 창출할 수 있다. 이러한 정보를 바탕으로, 100대 기업으로 선정되었다는 정보가 투자자들에게 긍정적인 투자신호로 작용할 수 있다. 따라서, 구성원의 행복은 기업가치에 긍정적으로 영향을 미칠 것으로 예측할 수 있다.

본 연구에서는 기업 가치의 지표로 주식시장의 데이터 중 주가, 주가 수익률, 그리고 ROA를 살펴보고자 한다. 주가와 주가 수익률의 경우, 기대되는 미래 전망을 바탕으로 한 기업의 가치에 대한 통합적인 기대를 반영한다. 주식투자자들은 공개된 재무적 요소만을 고려하지 않고, 가능한 모든 정보를 고려하고자 하기 때문에 주식 시장에서의 기업 가치는 이론적으로 시장이 가진 정보를 포함한 무형 자산부터 유형의 자산까지 모든 기대되는 요소들을 반영한다. 따라서, 100대 기업으로 선정되었다는 사실 또한 시장이 가진 정보 중에 하나이고, 기업의 기대되는 가치에 영향을 줄 수 있기 때문에, 본 연구에서는 주가 및 주가 수익률을 살펴보고자 한다.

ROA의 경우, 연구자들이 재무적 성과를 측정할 때 가장 많이 사용되는 지표이다. ROA는 두 가지 요소를 포함한다: 당기 순이익을 총자산으로 나눈 값이 총자산 수익률이다. 이는 조직이 자산을 활용하여 이익을 발생시키고 조직이 수익을 증가시키고, 비용을 줄이고, 기업의 자산을 효율적으로 레버리지 하는 노력을 긍정적으로 반영한 결과이다. 개인 수준에서 구성원들의 만족도가 높을 경우, 개인의 성과와 생산성이 높다는 연구결과가 있다(Judge 등, 2001). 개인의 성과와 생산성을 조직 수준으로 합친다면 이는 조직의 당기 순이익에 긍정적으로 영향을 미치고, 결과적으로 조직의 ROA를 증가시킬 수 있다.

이에 본 연구는 Fulmer 외(2003)의 연구를 따라 구성원의 행복의 지표로 ‘일하기 좋은 100대 기업’을 살펴보고자 하고, 우리나라 기업을 대상으로 연구를 진행하여 한국 컨텍스트에서도 동일한 결과가 나오

는지 확인하고자 한다. 즉, ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정된 사실은 기업 내부의 자원, 특히 조직 문화가 가치 있고, 희소하며, 모방이 어렵기 때문에 경쟁우위의 원천으로 작용하고, 시장에 긍정적인 신호효과를 내기 때문에 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 따라서, ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정된 기업은 시장 포트폴리오와 선정되지 않은 기업들보다 더 높은 퍼포먼스를 나타낼 것이 다. 따라서,

가설) ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정된 기업은 선정되지 않은 기업들보다 더 높은 성과를 낼 것이다.

제 3 장 연구방법

제 1 절 연구 대상 및 데이터 수집

본 연구는 2010년부터 2016년 동안 Great Place to Work(이하 GPTW) 한국 지사가 발표한 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’ 리스트를 기반으로 진행한다.

GPTW가 선정하는 일하기 좋은 일터는 신뢰경영을 바탕으로 일하기 좋은 기업 문화를 쌓아가는 회사를 일컫는다. 대한민국 일하기 좋은 100대 기업을 선정하는 방법은 미국 Fortune지의 ‘Fortune U.S. 100 Best’ 을 비롯한 유럽, 중남미, 일본 등 세계 66개 국에서 동일한 방법으로 진행한다. 선정 절차는 샌프란시스코의 Great Place to Work Institute® 이 개발한 고유의 평가 시스템인 직원 만족도 설문조사(Trust Index®)와 기업문화 경영 평가(Culture Audit®) 그리고 직원의 주관식 기술평가를 바탕으로 선정된다. 선정비중은 Trust Index®와 구성원의 주관식 기술평가가 약 66%, Culture Audit®가 약 33%로 총 180점 만점으로 구성된다(www.greatplacetowork.co.kr).

Trust Index®는 미국 Great Place to Work Institute®에서 연구하여 개발한 조사도구로, 내부 구성원들의 신뢰 수준 및 만족도를 측정하고 분석하는 평가 시스템이다. 이는 세계 각국의 Great Place to Work의 일하기 좋은 100대 기업을 선정함에 있어 동일하게 사용되는 평가 시스템이다. Trust Index®가 진단하는 범위와 내용은 다음과 같다(www.Great place to work. co. kr) :

1) 믿음(Credibility)

- 커뮤니케이션 역량(Communication)- 경영진과 구성원 간의 열린 의사소통 및 정보 공유
- 사업 추진 역량(Competence)-명확하고 일관된 비전을

제시하는 사업 추진 역량

- 윤리경영(Integrity)-경영진의 일관성 있고 책임감 있는 리더십

2) 존중(Respect)

- 지원(Support)-성장의 기회 제공 및 지원
- 참여(Collaboration)-의사결정 시 참여 보장 및 협력적 파트너 ship 추구
- 보살핌(Caring)-구성원에 대한 인간적인 배려와 존중

3) 공정성(Fairness)

- 형평성(Equity)-성과에 대한 공정한 보상 및 복리후생 제도
- 중립성(Impartiality -차별 없는 고용 및 승진의 기회 제공
- 정당성(Justice)-모든 인사제도의 공정성 및 업무 절차의 투명성

4) 자부심(Pride)

- 개인 자부심(Personal Job)-자신의 일과 성과에 대한 자부심
- 팀 자부심(Team)-팀의 업적에 기여하는 긍지
- 조직에 대한 자부심(Organization)-회사의 대외 이미지 및 사회공헌에 대한 자부심

5) 동료애(Camaraderie)

- 동료 간의 친밀함(Intimacy)-다양성 인정 및 상대방에 대한 배려
- 호의(Hospitality)-우호적이며 개방적인 직장 분위기
- 공동체 의식(Community)-가족, 하나의 팀이라는 공동체 의식

Culture Audit® 또한 미국 Great Place to Work Institute®에서 연구하여 개발한 조사 도구로, 기업의 일반 현황 및 문화적 특성을 파악하기 위한 분석 평가 시스템이다. 세계 각국의 Great Place to

Work의 일하기 좋은 100대 기업을 선정함에 있어 동일하게 사용되는 평가 시스템이다. Trust Index®가 진단하는 범위와 내용은 다음과 같다(www.greatplacetowork.co.kr) :

1) 기업의 일반적 현황-조직구조, 구성원 수, 복리후생제도, 휴가제도 등

2) 기업의 GPTW 조직문화 활동-교육/평생학습, 일과 삶의 균형, 다양성 등

- 예시 질문: 모든 계층의 구성원들이 개인의 경력개발이나 역량개발을 위한 계획을 설계할 수 있도록 해줍니까?
- 아내가 임신/출산을 하는 경우, 구성원인 남편에게 출산 휴가가 허용됩니까?
- 다양성을 존중하고 차별대우를 없애기 위하여 특별히 고용된 직원이 있습니까?

3) Culture Audit® 평가내용

- 격려(Inspiring)-조직의 리더가 조직의 미션, 목적, 목표를 구성원들에게 전달하고 연결하는 방식
- 공유(Speaking)-조직의 리더가 구성원들과 함께 정보를 공유하는 방식
- 경청(Listening)-조직의 리더가 구성원들의 의견을 귀담아 듣고 통합하는 방식
- 감사(Thanking)-조직의 리더가 업무를 잘 수행하는 것과 부가적인 노력에 대해 감사를 표하는 방식
- 개발(Developing)-조직의 리더가 구성원들의 능력 및 역량을 개발하도록 돕는 방식
- 돌봄(Caring)-조직의 리더가 구성원들의 개인적 니즈에 대해 관심을 표하는 방식
- 채용과 환영(Hiring & Welcoming)-조직의 리더가 새로운 구성원을 채용하고 환영하는 방식
- 축하(Celebrating)-조직의 리더가 성공을 축하해주고 동료

애를 강화 시키는 방식

- 인정과 나눔(Sharing)-조직의 리더가 공통의 노력을 바탕으로 한 결과를 나누고 공동체에 다시 환원하는 방식

본 논문은 Fulmer(2003)의 연구 방법처럼, 특정 한 해의 리스트(i.e., 1998)를 대상으로 연구를 진행하기 어려움이 있었다. 한국 GPTW에서 매년 발표되는 기업의 수가 100개가 되지 않고 평균적으로 35개 정도이기 때문에 데이터 표본의 수가 너무 작아질 우려가 있었다. 따라서, 2010년부터 2016년 동안의 기간을 설정하여 표본을 구성하였고, 두 가지 방식의 방법론을 활용하였다. 2010년부터 2016년 동안의 리스트에 포함된 기업들 중 설정 기간 내에 처음으로 선정된 연도를 기준으로 삼았다. 예를 들어, 기업 A가 2010년과 2011년에 연속으로 선정되었다면, 2010년을 기준으로 한다는 것이다.

연구 대상은 앞서 언급한 것처럼 한국 GPTW의 2010년부터 2016년 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’ 리스트를 활용하였고, 연구분석에 필요한 기업별, 날짜 별 주가 수익률, 시장 포트폴리오 데이터, 총자 산수익률 등은 KISVALUE 및 FnGuide.com을 통해 얻었다.

본 연구는 두 가지의 연구 방법을 활용하였다. 첫 번째로는 사건연구 방법을 사용하였고, 두 번째로는 Fulmer외(2003)의 연구처럼 대조 표본을 활용하였다.

사건연구 방법의 표본은 2010년부터 2016년 동안의 리스트에 포함된 기업들 중 설정 기간 내에 처음으로 선정된 시점에서 거래소(KOSPI)와 코스닥(KOSDAQ) 주식시장에 상장된 기업들을 연구대상으로 설정하였다. 총 37개의 기업이 표본으로 선정되었다.

[표1] 선정 기업의 산업별 분포(사건 연구)

산업	기업명	개수
제조	네케스, 덕양산업, 두산인프라코어, 삼강엔엔티, 성우하이텍, 신원, 실리콘웍스, 애경유화, 우림기계, 우진플라임, 코오롱인더스트리, 토탉, 풀무원, 하림, 한국아트라스비엑스, 한화케미칼, LG 디스플레이, LG 생활건강, LG 화학	19
증권/보험	삼성증권, 한화생명보험, 현대해상화재보험, DB 손해보험	4
IT/통신	네오위즈, 다우기술, 테브시스템즈, 이엔에프테크놀로지, KT	5
유통	롯데하이마트, 현대백화점	2
기타	웅진코웨이, 파라다이스, 한국전력공사, 한미글로벌건축사사무소, 한전 KPS, 현대건설, 효성아이티엑스	7

주가 수익률에 대한 통제집단 대비 방식 방법의 표본은 2010년부터 2016년 동안의 리스트에 포함된 기업들 중 설정 기간 내에 처음으로 선정된 시점에서 거래소(KOSPI)와 코스닥(KOSDAQ) 주식시장에 상장된 기업들 37개 중, 대조 표본을 구성할 수 없는 기업을 제외한 총 29개 기업이 표본으로 선정되었다. ①

총자산수익률(ROA)에 대한 대조 표본연구 방법은 2010년부터 2016년 동안 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정된 기업들 중 공기관, 일반 기업, 유한회사 등을 제외한 외감법 적용 대상 기업 및 상장 기업을 대상으로 표본을 구성하였다. 총 100개의 기업이 표본으로 선정되었다.

① 한국전력공사와 한전 KPS는 독점 기업으로 연구 표본에서 제외하였다. LG디스플레이, 롯데하이마트, 한화생명보험은 매칭된 기업들이 모두 비상장 기업이기에 때문에 제외하였다. 덕양산업과 두산인프라코어는 매칭된 기업의 상장시기가 달라 주가 연구 표본에서 제외하였다.

[표2] 선정 기업의 산업별 분포(주가 수익률)

산업	기업명	개수
제조	네패스, 삼강엠엔티, 성우하이텍, 신원, 실리콘웍스, 애경유화, 우림기계, 코오롱인더스트리, 토탉, 풀무원, 하림, 한국아트라스비엑스, 한화케미칼, LG 생활건강, LG 화학	16
증권/보험	삼성증권, 현대해상화재보험, DB 손해보험	3
IT/통신	네오위즈, 다우기술, 테브시스템즈, 이엔에프테크놀로지, KT	5
유통	현대백화점	1
기타	웅진코웨이, 파라다이스, 한미글로벌건축사사무소, 현대건설, 효성아이티엑스	5

[표3] 선정 기업의 산업별 분포(ROA)

산업	기업명	개수
제조	경신, 기가비스, 네패스, 대원포리머, 대구기계, 덕양산업, 디알엑시온, 라인호, 롯데알미늄, 매일유업, 미래생활, 삼강엠엔티, 삼우중공업, 성우하이텍, 세아상영, 세일전자, 신영, 신원, 신화철강, 실리콘웍스, 아이엔에스, 애경유화, 엘에스엠트론, 엠코테크놀로지코리아, 영진철강, 와이즈와이어즈, 우림기계, 우진플라임, 유한킴벌리, 제니스월드, 천호엔케어, 코오롱인더스트리, 콘티넨탈오토모티브코리아, 토탉, 평화발레오, 풀무원, 하림, 한국아트라스비엑스, 한화케미칼, 해피엘엔비, LG 디스플레이, LG 생활건강, LG 화학	43
금융	롯데카드, 메르세데스벤츠파이낸셜서비스코리아, 삼성증권, 신한금융투자, 신한생명보험, 신한은행, 신한카드, 아주저축은행, 하나은행, 한화생명보험, 현대캐피탈, 현대해상화재보험, BNK 부산은행, DB 생명보험, DB 손해보험	16
IT/통신	네오위즈, 다우기술, 테브시스템즈, 미디어월네트웍스, 스마일게이트게임즈, 엔비전, 에스에이피코리아, 오케이몰, 이엔에프테크놀로지, 펜타시스템테크놀로지, 한국금융아이티, 한국내쇼날인스트루먼트, KT	13
유통	고어코리아, 뉴스킨코리아, 다비육종, 데상트코리아, 디엔컴퍼니, 올림푸스한국, 이니프리, 지엔푸드, 한국도키백, 한국베링거인겔하임, 한국세르비에, 한국쓰리엠, 한국아스텔라스제약, 한국에브리, 한국엔드레스하우저, 한국이엠씨컴퓨터시스템즈, 현대백화점	17
기타	공향철도, 마크로밀엠브레인, 서비스에이스, 본아이에프, 에스제이더블유인터내셔널, 웅진코웨이, 파라다이스, 한국에자이, 한미글로벌건축사사무소, 현대건설, 호텔롯데, 효성아이티엑스	12

제 2 절 연구 방법 1 - 사건 연구(Event Study)

사건연구(event study)는 시장에 어떤 사건이 발생하거나, 정보가 공개되었을 때, 이로 인한 주가 변화를 측정하는 방법론이다. 이는 재무 이론가인 Fama와 그의 동료들(1969)이 시장의 효율성을 연구하면서 처음 개발되었다. 본 연구의 사건은 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’으로 선정된 사실이 처음 발표된 날짜로 정의하였다.^②

어떠한 특정사건이 기업가치에 미치는 영향을 확인하기 위해서는 비정상 수익률(abnormal return)을 측정해야 한다. 비정상 수익률은 통상적인 시장의 움직임으로 인한 것을 넘어서는 주가 변화를 말한다. 이를 측정하기 위해서는 먼저 정상수익률을 도출해야 한다. 본 연구는 기준 모델로 Brown 과 Warner(1985)의 시장모형을 채택하였다.

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

- r_{it} : 주식 i 의 t 일의 수익률
- r_{mt} : t 일의 시장 포트폴리오 수익률
- α_i : 주식 i 의 고유 위험
- $\beta_i r_{mt}$: 시장 전체의 변화에 따른 주식 i 의 수익률 변화
- ε_{it} : 주식 i 의 t 일의 오차항(error term)

시장포트폴리오 수익률인 r_{mt} 로는 거래소 상장 기업인 경우에는 종합주가지수를, 코스닥 등록 기업인 경우에는 코스닥 지수를 사용하였다.

^② 2010년부터 2016년까지 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’으로 선정된 사실이 처음 발표된 날짜는 다음과 같다: 2010년 12월 1일, 2011년 11월 9일, 2012년 10월 25일, 2013년 11월 7일, 2014년 11월 19일, 2015년 10월 22일, 2016년 12월 15일.

분석 대상 37개 기업에 식(1)을 각각 적용하여, $\alpha_i, \beta_i, \sigma^2$ 를 추정하였다. 모수 추정을 위해 1년간의 일별 시계열 데이터를 활용하였다. 선정 발표 시점 2주 전부터 시작해 거꾸로 1년 동안의 일별 주가 데이터를 이용하였다. 2주간의 데이터를 추정에서 제외한 이유는 100대 기업으로 선정된 사건이 정상수익률 추정에 영향을 미쳐 추정편의를 일으킬 가능성이 있기 때문이다(Beaver, 1968).

각 기업에 대해 식(1)의 모수를 추정한 후, t 일의 주식 i 비정상수익률 A_{it} 는 다음의 식과 같이 도출한다.

$$A_{it} = r_{it} - \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_{mt} \quad (2)$$

100대 기업으로 선정된 사건이 발표된 날로부터 5일 전과 5일 후까지의 기간을 사건이 영향력을 미칠 수 있는 사건 기간으로 설정하여 이 기간 동안의 비정상수익률 추이를 살펴보았다. 식(2)를 바탕으로 37개 기업의 100대 기업 선정일 주변의 평균 비정상수익률(\bar{A}_t)과, t -검정통계량(TS_t), 그리고 누적 평균 비정상수익률(CAR_t)을 살펴보았다. 평균 비정상수익률은 기업별로 비정상수익률의 기업 간 평균값을 말한다. 누적 평균 비정상수익률은 평균 비정상수익률의 기간 내 누적값을 나타낸다. t -검정통계량은 기업별 비정상수익률이 0인지를 검증하기 위한 통계량을 의미한다. 이 3가지의 통계량은 다음의 식으로 도출하였다.

$$\bar{A}_t = \sum_{i=1}^N \frac{A_{it}}{N} \text{ for } t \in \{-5, \dots, 5\} \quad (3)$$

$$CAR_t = \sum_{t=-5}^5 \bar{A}_t \quad (4)$$

$$TS_t = \sum_{i=1}^N \frac{A_{it}/\hat{\sigma}_i}{\sqrt{N}} \text{ for } t \in \{-5, \dots, 5\} \quad (5)$$

제 3 절 연구 방법 2-1 - 통제집단 대비 방식(주가수익률)

먼저 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정되었다는 사실이 주가 수익률에 미치는 영향을 확인하기 위해 Fulmer 등(2003)의 연구 방법과 같이 통제집단 대비 방식(대조 표본)을 이용하였다. 100대 기업에 선정된 기업들 중, 주식 시장에 상장된 36개 기업을 대상으로 가장 유사한 대조 표본을 선정하였다. 선정 방식은 다음과 같다: 1) 한 번도 GPTW의 일하기 좋은 100대 기업에 선정되지 않았고, 2) 산업 코드가 네 자리까지 일치하고, 3) 자산의 규모가 비슷하며, 4) 주식 시장에 상장된 기업이라는 조건을 만족시키는 기업들을 대조 표본으로 선정하였다. 만약, 이 조건에 부합하지 않는 기업은 산업 코드를 세 자리 일치로 확대하여 대조 표본을 구성하였다. 대조 표본 구성의 신뢰도를 높이기 위해 현직 증권사의 애널리스트의 피드백을 반영하여 대조 표본을 구성하였고, 대조 표본 구성이 어려운 기업의 경우 연구 표본에서 제외하였다. 총 29개의 표본과 29개 기업의 대조 표본을 구성하였다.

또한, 구성된 표본이 100대 기업으로 선정되기 전에 대조 표본과 기업 가치가 비슷했는지를 확인하기 위해, 100대 기업 선정 발표날을 T 시점이라고 했을 때, 3년 전의 시점(T-3)의 종가와 T 시점까지 3년간의 주당 배당금을 모두 더한 값을 T 시점의 종가로 나누어 계산하였다. 주식 시장에 상장된 기업 36개 및 대조 표본 36개 중 T-3 시점의 주가 수익률(R_{bf}) 데이터를 얻을 수 없는 기업들은 제외하여 선정 기업 17개와 대조 표본 17개를 대상으로 분석했다.

$$R_{bf} = \frac{(CP_{it-3} + \sum_{t-3}^t DPS)}{CP_{it}} \quad (6)$$

- CP_{it} : 기업 i 의 t 시점(선정 발표날)의 증가
- CP_{it-3} : 기업 i 의 $t-3$ 년 시점(선정 발표날 3년 전)의 증가
- DPS : 주당 배당금

발표일 3년 후 추가 수익률(R_{af})은 100대 기업 선정 발표날을 T 시점이라 했을 때, 3년 후의 시점(T+3)의 증가와 3년간의 주당 배당금을 모두 더한 값을 T 시점의 증가로 나누어 계산하였다.

$$R_{af} = \frac{(CP_{it+3} + \sum_t^{t+3} DPS)}{CP_{it}} \quad (7)$$

- CP_{it} : 기업 i 의 t 시점(선정 발표날)의 증가
- CP_{it+3} : 기업 i 의 $t+3$ 년 시점(선정 발표날 3년 후)의 증가
- DPS : 주당 배당금

시장 포트폴리오 (R_{bm})는 다음의 식을 통해 도출하였다.

$$R_{bm} = \frac{SI_{mt+3}}{SI_{mt}} \quad (8)$$

- SI_{mt} : 시장의 t 시점(선정 발표날) 지수
- SI_{mt+3} : 시장의 $t+3$ 년 시점(선정 발표날 3년 후) 지수

제 4 절 연구 방법 2-2 - 통제집단 대비 방식(총자산수익률)

주가 수익률 뿐만 아니라, 기업의 총자산수익률(ROA) 또한 통제집단 대비 방식을 사용하였다. 앞선 대조 표본 구성 방식과 동일하게 1) 한 번도 GPTW의 일하기 좋은 100대 기업에 선정되지 않았고, 2) 산업 코드가 네 자리까지 일치하고, 3) 자산의 규모가 비슷하며, 4) 외감법 적용 대상 기업 및 상장 기업이라는 조건을 만족시키는 기업들을 대조 표본으로 선정하였다. 만약, 이 조건에 부합하지 않는 기업은 산업 코드를 세 자리 일치로 확대하여 대조 표본을 구성하였다. 대조 표본 구성의 신뢰도를 높이기 위해 현직 증권사의 애널리스트의 피드백을 반영하여 대조 표본을 구성하였다.

선정 시점인 T 시점을 기준으로 3년 전(T-3)부터 3년 후(T+3)까지의 각 시점 별 ROA (ROA_{it})를 다음의 수식을 적용하여 계산하였다.

$$ROA_{it} = \frac{NI_{it}}{TA_{it}} \text{ for } t \in \{-3, \dots, 3\} \quad (9)$$

- NI_{it} : 기업 i 의 t 년도의 당기 순이익
- TA_{it} : 기업 i 의 t 년도의 총 자산

ROA는 현재 기업의 총자산을 얼마나 효율적으로 운영하느냐를 측정하는 지표이다. 모든 회계 지표는 회계 결산 연도를 기반으로 한다.

제 4 장 연구결과

모든 데이터에 대한 분석은 STATA 프로그램을 활용해 진행하였다.

제 1 절 선정 기업의 현황

[표4]는 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정된 기업들의 연도별 분포를 나타낸다. 100대 기업으로 선정된 기업의 개수는 연도별로 더 많지만, ROA분석이 불가능한 일반 기업, 유한회사, 공기관 등을 제외한 기업의 수를 연도별로 나타냈다. ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정된 모든 회사는 GPTW 코리아 홈페이지에서 확인 가능하다(www.greatplacetowork.co.kr).

[표4] ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’ 선정 기업의 연도별 분포

연도	기업의 수
2010	17
2011	29
2012	20
2013	8
2014	12
2015	9
2016	5

[표5]는 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정된 기업들의 기술 통계량을 나타낸다.

[표5] 선정 기업의 기술 통계량

	총 자본 (단위: 억)	매출액 (단위: 억)	당기순이익 (단위: 억)	주당순이익(EPS) ^③	종업원 수 (단위: 명)
평균	7520	885	13200	3810	1978
표준편차	21800	2810	39700	5753	4438
최소값	-143	-193	58	-162	29
최대값	117000	19700	250000	26798	29089

③ 주당순이익은 선정 기업 중 상장 회사만을 분석하였다.

제 2 절 사건연구에 대한 연구결과

[표6]의 결과에 의하면 100대 기업으로 선정되었다는 사실로 인한 사건 5일 전부터 5일 후까지의 비정상수익률을 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 100대 기업에 선정되었다는 사실이 선정 기업들에 대한 주가에 반영되지 않는다고 해석할 수 있다. 따라서, 사건 연구에 따른 결과는 본 연구의 가설을 지지하지 않는다.

[표6] 평균 비정상수익률 및 누적 평균 비정상수익률

사건날짜	평균 비정상 수익률	t-검정 통계량	누적 평균 비정상 수익률	일별 비정상 수익률 누적 평균
-5	-0.513	-1.110	-0.513	
-4	0.050	0.174	-0.463	
-3	0.301	1.143	-0.161	
-2	0.084	0.247	-0.078	
-1	-0.106	-0.259	-0.183	
0	-0.094	-0.318	-0.277	-0.094
1	0.179	0.337	-0.098	0.085
2	-0.264	-0.748	-0.362	-0.179
3	0.163	0.439	-0.199	-0.015
4	0.205	0.606	0.006	0.189
5	0.182	0.502	0.189	0.372

제 3 절 통제집단 대비 방식 연구에 대한 결과(주가수익률)

[표7]의 결과에 의하면 100대 기업으로 선정된 기업과 대조 기업의 발표 시점 기준 3년 전의 주가 수익률에 관련해서는 대조 기업이 더 높은 주가 수익률을 나타냈다. 하지만, 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 표본의 수가 적었기 때문에 통계적으로 유의하게 나타나지 않은 것으로 판단된다. 결론적으로, 선정기업과 대조 기업의 선정 시점 이전의 주가 수익률에는 차이가 없었다고 판단하였다.

발표 시점 3년 후 선정 기업의 주가 수익률은 14%, 대조 기업은 66% 증가한 것으로 나타났다. 다시 말해, 대조 기업이 선정된 기업 보다 더 높은 퍼포먼스를 냈다는 것이고, 이 차이는 유의수준 0.05에서 통

계적으로 유의한 것으로 나타났다. 100대 기업에 선정된 기업보다 대조 기업에 투자를 하였을 때, 더 높은 수익률을 냈다는 것이다.

발표 시점 3년 후와 3년 전의 주가 수익률의 차이를 선정 기업과 대조 기업별로 분석하였다. 그 결과, 대조 기업이 더 높은 수익률을 내는 것으로 나타났으나, 이는 유의 수준 0.05에서 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

주가 수익률에 대한 통제집단 대비 방식에 대한 결과는 대조 기업들이 100대 기업으로 선정된 기업들 보다 더 높은 주가 수익률을 통계적으로 유의한 수준에서 나타냈다. 따라서, 본 연구의 가설을 지지하지 않았다.

[표7] 선정 기업 및 대조 기업 주가 수익률

	T-3	T+3	(T+3) -(T-3)
선정 기업	99%	114%	22%
대조 기업	145%	166%	71%
차이	-46%	-52%	-49%
t검정 통계량	-0.95	-1.74**	-0.70

제 4 절 통제집단 대비 방식 연구에 대한 결과(총자산수익률)

[표 8]의 결과에 의하면 선정 연도(T)를 포함한 전후 3년간 선정 기업의 ROA가 대조 기업의 ROA보다 근소하지만 꾸준히 높게 나타났다. 선정 기업과 대조 기업의 ROA 차이가 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의하게 나타난 연도는 주로 발표 시점 전인 것으로 확인되었다. 이는 선정된 회사들이 기존에 회사의 실적이 좋게 나타났을 때,

‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’ 선정을 위한 서베이에 참가하는 것으로 해석할 수 있다. 수치상으로는 발표 후에도 선정 기업의 ROA가 대조 기업보다는 높게 나타나지만, 이는 통계적으로 유의하지 않았다. 즉 100대 기업으로 선정된 기업들이 선정 이전보다 자산을 덜 효율적으로 운영했다는 것으로 해석할 수 있다. 따라서, 100대 기업으로 선정된 기업들이 대조 기업들 보다 수치적으로는 높은 ROA를 나타냈으나, 선정 이후에는 통계적으로 유의미하지 않은 결과를 보였으므로 본 연구의 가설은 기각되었다.

위의 모든 분석결과를 종합해 보면, ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’ 으로 선정된 기업들과 대응표본 기업들 간의 주가 수익률 및 총자산 수익률 차이는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 그 결과, 본 연구의 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’ 에 선정된 기업은 선정되지 않은 기업들보다 더 높은 성과를 낼 것이라는 가설은 기각되었다.

[표8] 선정 기업 및 대조 기업 ROA

	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	(T 시점 이후 3년간 평균 ROA - T 시점 이전 3년간 평균 ROA)
선정 기업	0.08	0.09	0.08	0.07	0.06	0.05	0.05	-0.03
대조 기업	0.03	-0.003	0.05	0.03	0.04	0.05	0.04	0.02
차이	0.05	0.093	0.03	0.04	0.02	0.002	0.01	-0.05
t검정 통계량	1.96*	1.36	2.02**	1.89**	0.99	0.19	0.59	-1.25

제 5 장 결론

제 1 절 연구의 시사점

본 연구의 결과를 요약하자면 다음과 같다. GPTW가 매년 선정하는 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정되었다는 사실은 단기적인 관점에서 주가에 영향을 미치지 않는다. 뿐만 아니라, 100대 기업에 선정된 기업들은 장기적인 관점에서도 주가수익률이나 ROA에서 유의미한 결과를 나타내지 못하였다. 결과적으로 본 연구가 설정한 가설인 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정된 기업들은 그렇지 않은 기업들보다 더 높은 퍼포먼스를 나타낸다는 가설은 기각되었다.

본 연구와 비슷하게 기업 수준에서 행복과 퍼포먼스 사이의 관계를 연구한 Fulmer과 동료들(2003)은 미국의 컨텍스트에서 일하기 좋은 100대 기업으로 선정된 기업들이 시장 포트폴리오와 비교하여 누적 수익률이 훨씬 높게 나타났고, 대조 표본과 비교하였을 때에도 더 높은 연간 수익률을 기록하였음을 확인하였다. 즉 미국의 컨텍스트에서는 100대 기업으로 선정되었다는 사실이 주식 투자자들에게 긍정적인 시그널링으로 작용하였다고 해석할 수 있다. 하지만, 본 연구의 결과는 미국 컨텍스트 하의 결과와 달리 일하기 좋은 100대 기업으로 선정됨은 주가나 중요 투자 지표에 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 오히려 주가 수익률의 경우, 대조 기업들이 발표 시점 이후 유의미하게 더 높은 주가 수익률을 나타냈다.

다시 말해, 우리나라의 투자자들은 아직까지 행복 경영에 대한 정보에 민감하게 반응하지 않고, 이는 기업들에 직접 투자로 이어지지 않았다. 우리나라는 행복 경영이라는 개념 자체가 도입되어 시행된 지 얼마 안 되었다. 일례로, 일-가정 양립제도의 일환으로 통과된 주 52시간 근무제는 2018년 7월에 들어서야 통과가 되어 시행되고 있다. 뿐만 아니

라, 기업 수준에서 자발적으로 구성원들의 행복을 경영의 일환으로 바라보고 다양한 사내 제도나 복지를 변화시키는 기업들이 아직까지 몇 없는 것이 사실이다. 물론 행복 경영이라는 개념이 학계 및 경영 현장에서 그리 오래되지 않았다. 하지만, 우리나라에서는 다른 나라들보다도 최근에 들어서야 행복 경영이라는 개념이 도입되었기 때문에, 우리나라의 주식투자자들에게는 행복 경영의 지표로 여겨질 수 있는 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정되었다는 사실이 민감할 정도로 시그널링이 되지 않는다는 것으로 해석할 수 있다.

뿐만 아니라, 미국 컨텍스트의 연구에서는 100대 기업으로 선정되는 것이 긍정적인 시그널링을 줄 수 있는데, 우리나라에서는 시그널링이 되지 않는 이유를 결과 발표 매체에서 찾을 수 있다. 미국의 경우, ‘미국 일하기 좋은 100대 기업’의 결과가 유명 경제 잡지인 Fortune지에 매년 실린다. 반면 우리나라의 100대 기업 선정의 결과는 주요 언론사 및 인터넷 뉴스에 실린다. Fortune지를 통해 전달하는 정보는 미국 내의 투자자 뿐 아니라 해외 각국의 다양한 투자자들에게 접근이 가능해 주가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 생각된다. 반면, 우리나라의 경우에는 미국의 경우만큼 해당 정보가 많은 사람들에게 미치지 않기 때문에 한국 컨텍스트에서는 효과를 확인할 수 없었다고 생각한다.

본 연구의 결과가 예상했던 가설을 지지하지는 못했지만, 본 연구는 기존의 다양한 연구들이 개인 혹은 팀 수준의 행복과 성과 간의 관계를 보았던 것(Diener, 2002; Harter, 2002; Judge 등 2011; Oswald, 2015)과 달리 기업 수준에서 구성원의 행복과 성과 간의 관계를 살펴본다는 데에 의의가 있다. 또한, 기업 수준에서 구성원의 행복과 성과 간의 관계를 살펴본 미국 컨텍스트의 연구(Fulmer 등, 2003)와 다른 결과를 확인함으로써, 행복 경영을 바라보는 미국과 우리나라의 아직은 다른 시각을 확인할 수 있었다. 아직은 우리나라의 투자자들이 행복 경영에 대해서 민감하게 반응하지 않지만, 현재의 경영 추세가 행복 경영

에 대한 높은 관심으로 이어지고 있다. 때문에, 기업들은 계속해서 행복 경영을 추구할 것으로 생각되고, 이러한 꾸준한 변화는 미국의 경우와 같이 우리나라의 투자자들에게 긍정적인 시그널링을 하여 더 나은 기업 수준의 퍼포먼스로 이어질 수 있을 것이라 생각된다.

제 2 절 연구의 한계 및 향후 과제

본 연구는 다음과 같은 한계를 가지고 있다. 적은 표본 수는 무시할 수 없는 본 연구의 한계이다. 일단, 매년 한국 Great Place to Work에서 선정하는 ‘대한민국 일하기 좋은 100대 기업’에 선정되는 회사들이 100개가 되지 않아 연구 표본을 구성하는데 어려움이 있었다. 평균적으로 매년 35개 정도의 회사가 일하기 좋은 100대 기업에 선정되었다. 매년 100개 기업이 선정되지 않은 이유로 선정 서베이에 많은 회사들이 참여를 하지 않은 것인지, 아니면 많은 회사들이 참여를 하였으나 내부 기준 점수 미달로 리스트에 선정되지 않은 것인지는 확인이 불가능하였다. 뿐만 아니라, 매년 선정되는 회사들 중, 공시 자료 및 주가 관련 데이터를 활용하여 분석하였기 때문에, 상장 기업 및 외감법 적용 대상 기업들만 선정하면 더 적은 수의 표본이 구성될 수밖에 없었다. 따라서, Fulmer과 동료들(2003)의 연구를 방법론적으로 동일하게 한국의 컨텍스트에서 확인하기 어려웠다. 이에 두 가지의 다른 연구 방법을 사용하여 분석을 진행하게 되었다.

따라서, 향후 연구는 보다 많은 표본을 확보할 수 있는 방향을 찾고 연구를 진행할 필요성이 있다. 만약, 더 많은 표본 수를 확보한 후, 연구를 진행한다면 본 연구의 결과와는 다른 결과를 확인할 가능성이 있다. 혹은, Fulmer과 동료들(2003)의 방법론을 동일하게 활용하여 미국 컨텍스트의 연구 결과와 비슷한 긍정적인 결과를 한국 컨텍스트에서도 확인할 가능성이 있다. 뿐만 아니라, 본 연구의 결과는 적은 연구 표본 수 때문에 일반화 시키기 어렵다. 이에 충분한 표본 수를 가지고 향후 연구가 진행될 필요가 있다.

참고 문헌

- Bahrami, H., & Evans, S.(1987). Stratocracy in High–Technology Firms. *California Management Review*, 30(1), 51–66.
- Barney, Jay B.(1986). Organizational culture: Can it be a source of sustained advantage? *Academy of Management Review*, 11(3), 656–665.
- Barney, J.(1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- Beaver, W.(1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92.
- Branch, Shelly.(1999). The 100 Best Companies To Work For In America. *Fortune*, 139(1), 118–144.
- Brayfield, A., & Crockett, W.(1955). Employee attitudes and employee performance. *Psychological Bulletin*, 52(5), 396–424.
- Brown, S., & Warner, J.(1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3–31.
- Clark, B. R.(1970) *The distinctive college: Antioch, Reed, and Swarthmore*. Chicago: Aldine.
- Clark, B.(1972). The Organizational Saga in Higher Education. *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 178–184.
- Cohen, B., & Dean, T.(2005). Information asymmetry and investor valuation of IPOs: Top management team legitimacy as a capital market signal. *Strategic Management Journal*, 26(7), 683–690.
- Diener, E., Nickerson, C., Lucas, R., & Sandvik, E.(2002). Dispositional Affect and Job Outcomes. *Social Indicators Research*, 59(3), 229–259.

- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M., & Roll, R.(1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1–21.
- Filbeck, G., & Preece, D.(2003). Fortune’ s Best 100 Companies to Work for in America: Do They Work for Shareholders? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(5-6), 771–797.
- Fulmer, I., Gerhart, B., & Scott, K.(2003). Are the 100 Best Better? An Empirical Investigation of the Relationship Between Being a “Great Place to Work” and Firm Performance. *Personnel Psychology*, 56(4), 965–993.
- Grant, Linda.(1998). Happy workers, high returns.(evidence that companies that have employees with good morale produce better return on investment)(100 Best Companies to Work for in America)(Cover Story)(Brief Article). *Fortune*, 137(1), 81.
- Gubman E.(1998). *The talent solution*. New York: McGraw Hill.
- Gulati, R., & Higgins, M.(2003). Which ties matter when? the contingent effects of interorganizational partnerships on IPO success. *Strategic Management Journal*, 24(2), 127–144.
- Harter, J., Schmidt, F., & Hayes, T.(2002). Business–Unit–Level Relationship Between Employee Satisfaction, Employee Engagement, and Business Outcomes: A Meta–Analysis. *Journal of Applied Psychology*, 87(2), 268–279.
- Iaffaldano, M., & Muchinsky, P.(1985). Job Satisfaction and Job Performance: A Meta–Analysis. *Psychological Bulletin*, 97(2), 251–273.
- Judge, T., Thoresen, C., Bono, J., & Patton, G.(2001). The Job Satisfaction–Job Performance Relationship: A Qualitative and Quantitative Review. *Psychological Bulletin*, 127(3), 376–407.
- Kaplan, R., & Norton, D.(1992). The balanced scorecard—measures that drive performance. *Harvard Business Review*, 70(1), 71–79.

- Lau, R., & May, B.(1998). A win-win paradigm for quality of work life and business performance. *Human Resource Development Quarterly*, 9(3), 211–226.
- Levering, R., & Moskowitz, M.(1994). *The 100 Best Companies to Work for in America / Robert Levering, Milton Moskowitz*.
- Locke, E. A.(1976). *The nature and causes of job satisfaction*. In M. D. Dunnette (Ed.), *Handbook of industrial and organizational psychology*(1st ed., pp. 1297–1349). Chicago: Rand McNally.
- Louis, M.(1983) *Culture: Yes. Organization: No*. Paper Presented at the annual meeting of the Academy of Management, Dallas.
- McCord, P.(2017). *Powerful: Building a Culture of Freedom and Responsibility / Patty McCord*.
- Ostroff, C.(1992). The Relationship Between Satisfaction, Attitudes, and Performance: An Organizational Level Analysis. *Journal of Applied Psychology*, 77(6), 963–974.
- Oswald, A., Proto, E., & SgROI, D.(2015). Happiness and Productivity. *Journal of Labor Economics*, 33(4), 789–822.
- Petty, M. M., McGee, G. W., & Cavender, J. W.(1984). A meta-analysis of the relationship between individual job satisfaction and individual performance. *Academy of Management Review*, 9, 712–721.
- Polanyi, M.(1958). *Personal knowledge*. Chicago: University of Chicago Press.
- Porter, M.(1985). *Competitive Advantage : Creating and Sustaining Superior Performance / Michael E. Porter*.
- Prahalad, C.K., & Hamel, Gary.(1990). The core competence of the corporation.(also includes a related article on the corporate structure at Vickers Co.). *Harvard Business Review*, 68(3), 79.

- Reuer, J., Tong, T., & Wu, C.(2012). A signaling theory of acquisition premiums: Evidence from IPO targets. *Academy of Management Journal*, 55(3): 667–683.
- Schein, E. H.(1983). The role of the founder in creating organizational culture. *Organizational Dynamics*, 12(1), 13–28.
- Selznick, P.(1957). *Leadership in administration: A sociological interpretation*. Evanston, IL: Pew, Peterson, and Co.
- Spence, M.(1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Vroom, V. H.(1964). *Work and motivation*. New York: Wiley
- Watson, Noshua.(2002). Happy Companies Make Happy Investments: Stocks from our Best Companies to Work For list trounced the S&P 500.(FORTUNE Advisor/Investing/Employee Payoffs) (Brief Article). *Fortune*, 145(11), 162.
- Wernerfelt, B.(1984). A Resource-based View of the Firm. *Strategic Management Journal (pre-1986)*, 5(2), 171–180.
- Wright, P.M., McMahan, G. C. & McWilliams, A.(1994). Human Resources and Sustained Competitive Advantage: A Resource-Based Perspective. *International Journal of Human Resource Management*. 5(2), 301–326.
- Zucker, L. C.(1977) The role of institutionalization in cultural persistence. *American Sociological Review*, 42, 726–743.

Abstract

Does Top 100 Great Place to Work Mean Something In Korea?

Nayoung Kim

Department of Business Administration

The Graduate School

Seoul National University

The attention on happiness management has been growing recently. Such attention is mainly growing not only in America, but also in Korea. The current study aims to examine and replicate the findings of Fulmer and colleagues (2003) which is mainly about the positive relationship between employee happiness and firm performance under Korean context. The present study was conducted using from 2010 to 2016 annual lists of ‘Top 100 Great Place to Work in Korea’ announced by Great Place to Work Korea Institute. The current study was conducted using event study and matched sample methods. Upon analysis, the fact that firms were selected as ‘Top 100 Great Place to Work in Korea’ does not statistically affect firm value. Also, upon matched sample method analysis, compared to matched firms, the selected firms do not show statistical difference on Price–Earnings Ratio and Return on Assets.

Keywords : Happiness Management, Employee Happiness, Firm Value, Firm Performance

Student Number