

가족기업의 친족등용에 관한 연구*

Nepotism in Korean Family Firms

강 형 철**·변 희 섭***

Hyung Cheol Kang·Hee Sub Byun

본 연구는 CEO 교체사건이 존재하는 한국거래소 유가증권시장 상장기업들을 대상으로 친족등용(nepotism)의 사전적 결정요인과 그 결과로서 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 우선, 지배주주의 친족을 지배주주 본인, 자녀, 기타 친족으로 구분하고 각자가 CEO로 선임되는 결정요인을 분석한 결과, 기업이나 산업의 수익성이 좋고 위험이 작은 기업일수록 자녀가 선임될 가능성이 유의하게 높아지는 것으로 나타난다. 다음으로 각각의 CEO 교체유형이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 자녀 또는 기타 친족이 CEO로 선임된 경우 기업가치가 유의하게 낮은 것으로 나타난다. 이러한 결과들은 CEO의 경영능력과는 별개로 안정적인 수익확보가 용이한 기업의 경영권을 자녀에게 물려주는 친족등용 성향이 경영자 시장의 효율성을 제약함으로써 기업가치에 악영향을 미친다는 기존의 연구결과(Perez-Gonzalez, 2006)와 일치한다. 본 연구는 지배주주가 재무적으로 우월한 기업의 경영권을 자녀에게 물려주려는 시도가 오히려 기업가치를 하락시키는 결과를 초래할 수 있다는 실증적 논거를 제시한다는 점에서 학술적 의미가 있다.

국문 색인어: 가족경영, 친족등용, CEO 교체, 경영자 시장, 기업가치

한국연구재단 분류 연구분야 코드: B050700, B050703

* 이 논문은 2018년도 서울시립대학교 교내학술연구비 지원을 받아 작성되었다.

** 서울시립대학교 경영대학 경영학부 교수(hckang@uos.ac.kr), 제1저자

*** 한림대학교 경영대학 금융재무학과 조교수(heesbyun@hallim.ac.kr), 교신저자

논문 투고일: 2019. 05. 27, 논문 최종 수정일: 2019. 08. 09, 논문 게재 확정일: 2019. 08. 19

I. 서론

최고경영자(이하 CEO)는 기업의 경영의사결정에 대해 최종적인 영향력을 보유하기 때문에 이들의 교체는 기업가치 측면에서 중대한 변화를 초래할 수 있는 사건이다. 따라서 CEO 교체에 대한 많은 연구들은 왜 CEO 교체가 일어나는지와 CEO 교체가 기업가치 또는 주가에 미치는 영향을 다루고 있다. 소유가 분산되어 전문경영인 중심인 미국기업을 대상으로 한 연구들은 대체적으로 기업의 성과가 나쁠 때 CEO 교체가 발생하고, 교체 이후 기업가치가 상승한다는 결과를 보고하고 있다(Denis and Denis, 1995; Weisbach, 1988; Warner, Watts, and Wruck, 1988). 이러한 결과는 전문경영자 시장이 효율적으로 작동하고 있음을 시사한다.

하지만 미국, 영국 등 서구 선진국과는 달리 한국의 많은 기업은 지배주주 가족(controlling family)에게 소유가 집중되어 전문경영자뿐만 아니라 가족경영자도 존재하는 상황이다. 가족경영자의 존재는 전문경영자 시장이 비효율적인 경우 이를 대체하는 긍정적 효과를 가져올 수 있지만, 오히려 전문경영자 시장을 제약하는 요인으로 작용할 우려도 공존한다. 가족경영자와 같은 장기투자자의 존재는 장기적인 안목의 투자의사결정을 통해 기업의 효율성을 증진시키고 우수한 성과를 나타낼 수 있다(Stein, 1988; 1989; James, 1999). 하지만, 지배주주가 경영자 지위를 가족구성원에 한정하는 친족등용(nepotism) 성향과 자녀 또는 친족에 대한 이타주의(altruism) 성향이 경영자 시장의 효율성과 규율기능을 어렵게 하여 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수도 있다(Perez-Gonzalez, 2006; Schulze, Lubatkin, Dino, and Buchholtz, 2001; Schulze, Lubatkin, and Dino, 2003).

이러한 상반된 예측을 고려하여 본 연구에서는 CEO 교체사건 중 전문경영자에서 가족경영자로의 교체(Professional to Family: 이하 'P-F 교체')와 가족경영자에서 전문경영자로의 교체(Family to Professional: 이하 'F-P 교체')에 집중하여 각각 교체의 결정요인과 기업가치에 미치는 사후적 효과를 검증한다. 가족이라는 장기투자자 관점에서 보면, P-F 교체는 장기적인 안목에서의 경영활동으로 전환한다는 것을 의미하고, F-P 교체는 단기성과 위주의 경영활동으로 전환한다는 것을 시사한다. 한편, 경영자 시장 관점에서 보면, P-F 교체는 친족등용이면서 효율적 경영자 시장을 떠나 협소한 경영자 시장으로 이전

한다는 것을 의미한다. 그 반대인 F-P 교체는 협소한 경영자 시장을 떠나 효율적 경영자 시장으로 이전함을 의미한다.

보다 중요하게, 본 연구에서는 친족등용에 대한 보다 구체적인 분석을 위해 P-F 교체의 경우 가족경영자를 지배주주 본인, 본인의 자녀, 기타 친족으로 구분하여 세밀한 분석을 시도한다. 가족경영자를 본 연구에서와 같이 구분한 연구는 국내외에서 찾아보기 어렵다.¹⁾ 이러한 구분이 의미가 있는 이유는 다음과 같다. 첫째, 지배주주 본인을 제외하고 자녀를 CEO로 선임하는 것은 친족등용으로서 가장 협소한 경영자 시장을 활용하는 것이고, 자녀에 대한 이타주의가 발현될 가능성이 매우 높다. 둘째, 자녀를 CEO로 선임한다는 것은 경영권 승계를 의미하며 이에 따른 대리인 문제가 나타날 우려가 존재한다. 이와 같이 친족등용, 이타주의, 승계 이슈를 고려하면 자녀로의 P-F 교체는 전문경영자 시장을 대상으로 한 전통적인 연구결과와는 반대로 경영성과가 좋을 때 일어날 가능성이 존재한다. 또한 이타주의로 인해 자녀가 CEO로 선임된 이후 성과가 나빠지더라도 CEO 교체가 발생하지 않을 가능성이 높다. 자녀의 검증되지 않은 경영능력과 경영권 승계과정에서 나타나는 대리인 문제 측면에서 보면 자녀로의 P-F 교체 이후 기업가치가 악화될 가능성이 높다.

본 연구에서는 이러한 가능성을 확인하기 위해 2005년부터 2015년까지 대표이사 변경과 관련한 한국거래소의 공시자료를 수작업을 통해 확인하여 CEO 교체가 발생한 모든 표본 중 P-F 교체인지, F-P 교체인지를 구분한다. 여기서, P-F 교체인 경우 새로이 선임된 CEO가 지배주주 본인인지, 지배주주 본인의 자녀인지, 아니면 기타 친족인지를 세분한다. 이러한 세분화 과정을 거친 후 각 교체의 결정요인과 교체 이후 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 지배주주의 친족을 지배주주 본인, 자녀, 기타 친족으로 구분하고 각자가 CEO로 선임되는 결정요인을 분석한 결과, 기업이나 산업의 수익성이 좋고 위험이 작은 기업일수록 자녀가 선임될 가능성이 유의하게 높아지는 것으로 나타난다. 이는 CEO의 경영능력과 별개로 안정적인 수익확보가 용이한 기업의 경영권을 자녀에게 물려줌으로써 승계절차를 용이하게 하고 자녀의 CEO로서의 역량을 보여주려는 시도로 이해될 수 있다. 산업 수

1) 이렇게 가족을 세분한 연구로서 유일하다고 판단되는 연구는 태국 기업집단의 지배주주 가계도를 분석한 Bertrand, Johnson, Samphantharak, and Schoar(2008)이다. 가족경영자를 세분하기 어려운 이유는 다양한 자료를 통해 상당한 수작업이 요구되기 때문이다.

의성의 유의한 설명력은 산업 경기가 좋은 상황에서 검증되지 않은 자녀의 경영능력 또는 평판을 키워주려는 지배주주의 이타주의가 작동한 것으로 이해될 수 있다. 또한 이러한 결과는 CEO 교체가 기업의 과거 성과와 음(-)의 관계를 보이고, 특히 산업 요인을 배제한 기업의 순수한 성과가 나쁠 때 CEO 교체의 발생 가능성이 증가한다는 이론적, 실증적 예측과 상반되는 결과이다(Holmstrom, 1979; 1982; Diamond and Verrecchia, 1982; Jenter and Kanaan, 2015). 이는 기존의 연구들이 소유가 분산되어 지배주주 가족이 존재하지 않는 경우를 대상으로 하고 경영자시장이 효율적이라고 가정하기 때문에 나타나는 현상이며, 우리나라와 같이 가족기업이 만연하고 경영자 시장이 협소한 상황에서는 다른 결과가 나타날 수 있다는 것을 보여주는 결과이다.

둘째, 각각의 CEO 교체유형이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 지배주주의 자녀 또는 기타 친족이 CEO로 선임된 경우 기업가치가 유의하게 낮은 것으로 나타난다. 이는 경영자 지위를 가족 구성원에 한정하는 친족등용 성향이 경영자 시장의 효율성을 제약함으로써 기업가치에 악영향을 미친다는 기존의 연구결과를 지지하는 결과이다(Perez-Gonzalez, 2006; Schulze, et al., 2001; 2003). 결국, 지배주주 본인의 친족등용과 이타주의 성향으로 인해 본인의 자녀에게 재무적으로 우수한 기업의 경영권을 물려주게 되지만, 이로 인해 의도와는 다르게 기업가치에 악영향을 미치게 된다는 것을 의미한다. 이는 지배주주가 CEO 선임과정에서 경쟁적이고 효율적인 경영자 시장을 포기하고 자녀들의 경영능력에 대한 검증절차 없이 협소한 경영자 시장을 활용한 것이 그 원인일 수 있다.

본 연구는 가족기업에서 나타나는 CEO 교체의 결정요인과 CEO 교체가 기업가치에 미치는 영향을 종합적으로 파악했다는 점에서 그 의미가 있다. 특히 국내에서 기존의 많은 연구들은 두 가지 이슈 중 어느 하나에 초점을 두고 연구를 수행해 왔다. 가족기업에서 기업성고가 CEO 교체에 미치는 영향은 신현한·장진호(2005), 김아리·조명현(2011), 남윤성(2017) 등의 연구가 있고, CEO 교체가 기업성고에 미치는 영향은 박준용(1998), 김정진·이기은(2009) 등의 연구가 대표적이다. 하지만 동일한 표본에 근거한 인과관계의 규명이 종합적인 해석에 필수적인 만큼, CEO 교체의 사전적 원인과 사후적 결과를 통합적으로 연구한 본 연구는 중요한 학술적 의미를 갖는다.

또한 본 연구는 가족기업에서 CEO 유형을 세분화한 공헌점을 갖는다. 국내의 기존 연

구에서는 가족이 CEO인지의 여부만 확인할 뿐, 본 연구에서와 같이 가족경영자를 지배주주 본인, 자녀, 기타 친족으로 구분한 연구는 찾아보기 어렵고 분석결과에 근거한 간접적인 해석만을 제공하고 있다. 경영권 승계 및 친족등용의 이슈를 다루기 위해 이러한 구분은 필연적임에도 불구하고 기존 연구에서 거의 다루어지지 않았던 이유는 자료의 제약에 있을 것이다. 본 연구에서는 사업보고서, 신문 등 다양한 자료원천을 사용하여 이 제약을 극복하고 유의미한 시사점을 이끌어낸 공헌점이 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 제 II장에서는 가족경영자 선임의 결정요인과 가족경영자 선임이 기업가치에 미치는 영향에 대한 기존 연구를 소개하고 가설을 제시한다. 제 III장에서는 표본의 선정 및 변수의 측정방법과 기초통계를 제시한다. 제 IV장에서는 친족등용의 결정요인과 친족등용이 기업가치에 미치는 영향을 구분하여 제시한다. 마지막으로 제 V장에서는 결론과 시사점을 제시하고 논문을 마무리한다.

II. 기존 연구 및 연구 가설

1. 가족경영자 선임의 결정요인

전통적으로 CEO 교체가 과거 기업의 성과와 음(-)의 관계를 갖는다는 것은 잘 알려진 사실이다. 특히 CEO 교체는 기업이 속한 시장 및 산업 요인을 배제하고 CEO 고유의 경영능력에 기반해야 한다고 주장한다(Holmstrom, 1979, 1982; Diamond and Verrecchia, 1982). 이러한 CEO 교체에 대한 전통적 연구는 경영자 시장이 경쟁적이고 효율적인 상황에서 CEO 교체를 이사회에 의한 규율장치로 가정하고 이루어진 것이다.

하지만 지배주주가 가족으로 이루어진 상황에서는 이러한 가정이 더 이상 유효하지 않다. 더욱이 Perez-Gonzalez(2006)는 가족구성원 중 대표이사를 선임하는 것이 마치 2000년 올림픽 금메달리스트의 장자를 2020년 올림픽 국가대표로 선정하는 것과 다를 바 없다는 주장²⁾을 제시한다. 이러한 주장에 기반하여 Burkart, Panunzi, and Shleifer

2) David C. Johnston, New York Times(2001. 2. 14), "Dozens of Rich Americans Join in Fight to Retain the Estate Tax".

(2003)의 가족기업에서의 경영권 승계에 대한 이론적 연구에 따르면 전문경영자가 가족경영자보다 더 우수한 능력을 보유한다고 가정한다. 이는 가족기업에서의 경영자 교체의 결정요인은 전통적 관점과 다른 요인에 기인하거나 다른 결과가 나타날 가능성이 존재한다는 것을 의미한다.

따라서 지배주주가 가족인 기업을 대상으로 한 연구에서는 전통적 연구와는 조금 다른 관점에서 경영자 교체의 결정요인을 다루고 있다(Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006; Maury, 2006). Burkart et al.(2003)에 따르면 지배주주 일가는 자신들의 후생(welfare)을 극대화하기 위해 가족구성원이 CEO 직위를 맡을지, 전문경영자에게 위임할 것인지를 결정한다. 여기서 지배주주 가족의 후생은 자신들의 지분 가치와 통제의 사적 이득(private benefits of control)으로 구성된다. 따라서 지배주주 일가는 소유권이 큰 기업의 경영을 직접 담당함으로써 자신의 지분가치를 극대화하려고 하거나, CEO 직위를 활용하여 사적 이득을 최대한 누리려고 할 것이다.

서론에서 제시한 바와 같이 가족경영자는 장기투자자라는 관점에서 충분히 장점을 가질 수 있지만, CEO 선임이 친족등용과 이타주의 성향으로 이루어지는 경우 가족경영자의 참호구축 효과(entrenchment effects), 경영권 승계, 보수적 경영 등으로 기업경쟁력이 도태될 수 있는 단점이 나타날 수 있다(Allen and Panian, 1982; Schulze et al., 2003). 친족등용은 그 자체로 경영자 시장을 제약하여 협소한 경영자 시장을 활용한다는 것을 의미하며, 지배주주가 자녀를 CEO로 선임하는 경우 가장 협소한 경영자 시장을 활용하게 되는 것이다. 한편, 이타주의는 성과가 나쁜 가족경영자에 대한 규율을 어렵게 하여 비경쟁적인 가족경영자가 선임될 수 있으며 자신의 직위에 위협을 느끼지 않는다면 직위유지를 위한 노력을 기울이지 않게 되는 결과를 초래할 수 있다.

지배주주가 이러한 친족등용과 이타주의의 부정적 측면을 인지한다면 안정적인 경영권 승계절차의 마무리를 위해 재무적으로 우월한 기업을 자신의 자녀 또는 친족에게 맡길 가능성이 존재한다. 즉, 지배주주의 2세대들은 경영자로서의 명성(reputation)을 쌓아 나가야 책임이 있기 때문에 열악한 기업의 경영자가 되는 경우 명성을 보여줄 기본적인 기회조차 박탈될 가능성이 있기 때문이다. 국내의 연구에서 간접적이거나 이러한 증거를 확인해 볼 수 있다. 김아리·조명현(2011)에 따르면 기업의 성과가 좋은 경우 가족경영자가 선임될

가능성이 증가하는 반면, 신현한·장진호(2005)에 따르면 기업의 성과가 나빠 CEO가 교체되는 현상은 가족경영자보다는 전문경영자인 경우 더 쉽게 발생한다. 한편, 강형철(2014)은 우리나라 기업집단을 대상으로 과거 성과와는 다른 측면에서 지배주주 가족의 소유권이 크거나 그룹에 대한 통제권이 큰 계열사일수록 가족이 CEO일 가능성이 증가한다는 결과를 제시한다.

본 연구는 기존 연구와 달리 가족경영자를 지배주주 본인, 자녀, 기타 친족으로 구분하기 때문에 친족등용의 유인을 보다 세밀히 분석해 볼 수 있다. 자녀를 CEO로 선임한다는 것은 CEO로서의 경영능력과 무관하게 가장 협소한 경영자 시장을 활용하는 것이므로, 이에 따른 부정적인 영향을 최소화하기 위하거나 이타주의를 이유로 재무적으로 우월한 기업에서 자녀가 CEO로 선임될 가능성이 가장 크게 나타날 것으로 기대한다. 따라서 친족등용의 결정요인에 대한 다음의 가설을 제시한다.

가설 1: 수익성이 좋고 위험이 작은 기업일수록 최고경영자는 가족경영자, 특히 자녀로 교체될 가능성이 높다.

2. 가족경영자 선임이 기업가치에 미치는 영향

가족경영자 선임의 사후적 결과로서 본 연구에서는 CEO 교체가 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 기존 연구에 따르면 가족경영자 선임이 기업가치에 미치는 영향은 논란의 여지가 있다. 긍정적 측면에서, 가족경영자는 장기투자자이므로 전문경영자의 근시안적 투자의사결정을 제약하여 투자효율성과 기업가치를 증진시킬 수 있다(Stein, 1988, 1989; James, 1999). 또 다른 측면에서 가족경영자는 금전적 보상보다는 기업의 장기적 성공과 관련된 비금전적 보상을 선호하고, 기업과 관련하여 획득하기 어려운 특화된 지식을 더 많이 보유하고 있다(Kandel and Lazear, 1992; Davis, Schoorman, and Donaldson, 1997).

하지만 대리인 이론, 친족등용, 이타주의, 경영권 승계에 관한 많은 연구들은 가족경영자 선임의 부정적 결과를 예측하고 있다. 대리인 이론에 따르면 지배주주에 의한 과도한

경영권 행사가 오히려 지배주주와 외부주주 간 대리인 문제를 유발하는 등 기업가치에 부정적 효과를 미칠 가능성이 있다(Burkart et al., 2003; Shleifer and Vishny, 1997; Villalonga and Amit, 2006). 지배주주는 경영자 직위를 가족 구성원에 한정하는, 즉 친족등용 성향이 있기 때문에 경영자 시장을 제약하여 기업가치에 악영향을 미칠 수 있다(Perez-Gonzalez, 2006; Schulze et al., 2001; 2003). 또한 지배주주의 자녀 또는 친족에 대한 이타주의도 성과가 나쁜 가족경영자에 대한 규율을 어렵게 해서 기업가치를 약화시킬 수 있다(Schulze et al., 2003).

기존의 많은 실증연구에 따르면 소유가 분산되고 투자자 보호가 강한 서구 선진국을 위주로 가족경영자의 긍정적 결과가 보고되는 반면, 우리나라와 같이 투자자보호가 약하고 소유가 집중된 국가에서는 가족경영자의 부정적 결과가 보고되고 있다.

우선 서구 선진국을 대상으로 가족경영자의 긍정적 측면을 제시한 실증연구는 다음과 같다. Anderson and Reeb(2003)은 S&P500 기업을 대상으로 가족경영자인 기업이 전문경영자인 기업에 비해 성과가 더 우수하다는 결과를 보고한다. Villalonga and Amit(2006)와 Adams, Almeida, and Ferreira(2009)는 Fortune 500 기업을 대상으로 설립자가 CEO일 때 가치가 높다는 결과를 제시한다. Fahlenbrach(2009)는 미국 기업을 대상으로 설립자가 CEO일 때 가치가 높고, 투자가 많고, 주식시장 성과도 우수하다는 것을 발견한다. Maury(2006)는 서유럽 국가들의 기업을 대상으로 가족경영자 기업의 성과와 가치가 모두 우수하지만, 그 관계는 서유럽 국가 중 투자자 보호가 강한 국가에 한정된다는 증거를 제시한다.

이상의 연구들에서조차도 가족경영자 중 설립자의 우수성을 발견하지만, 설립자의 후손이 CEO일 때는 기업가치가 하락하는 결과를 제시하고 있다(Villalonga and Amit, 2006; Fahlenbrach, 2009). 또한 캐나다 기업을 대상으로 한 Morck, Stangeland, and Yeung(1998)은 가족경영자 기업의 영업성과가 더 낮다고 보고한다. 한편, 설립자의 후손이 경영자로 선임되는 사건을 대상으로 주식시장에서 부정적인 주가반응을 제시한 연구들도 다수 존재한다(Smith and Amoako-Adu, 1999; Perez-Gonzalez, 2006; Bennedsen, Fan, Jian, and Yeh, 2015).

친족등용이라는 본 연구의 주요 분석목적과 이상의 연구결과들을 종합해 보면, 지배주

주가 협소한 경영자 시장을 활용하여 CEO를 선임하게 되는 경우 기업가치에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 더욱이, 새로이 선임된 CEO가 지배주주의 자녀인 경우 가장 협소한 경영자 시장의 활용 및 이타주의를 이유로 기업가치에 가장 부정적 영향을 미칠 것으로 기대된다. 따라서 CEO 교체유형이 기업가치에 미치는 영향에 대한 다음의 가설을 제시한다.

가설 2: 최고경영자 선임 시 가장 협소한 시장을 활용할 경우, 즉, 최고경영자를 지배주주의 자녀로 선임할 경우 기업가치에 부정적 영향을 미칠 것이다.

III. 분석 자료와 변수

1. 분석 자료

본 연구는 한국거래소 유가증권시장(Korea Stock Composite Index, KOSPI) 상장 기업³⁾ 중 당해 회계연도에 대표이사 교체⁴⁾가 발생(공시)된 기업을 최초 분석표본으로 설

- 3) 몇몇 학술연구는 협의의 기준에 따라 특정 지분(e.g. 5%, 25% 등)을 보유한 대주주의 존재 여부로 가족기업을 구분하고 있다(Maury, 2006; Villalonga and Amit, 2006; Andres, 2008). 하지만, 이러한 기준은 다수의 계열사를 거느린 기업집단을 통해 소수의 지분만으로 지배주주 일가가 사실상의 통제권을 확보하는 한국 자본시장의 실정과 괴리가 존재한다. 따라서, 본 연구는 광의의 기준인 지분구조와 무관하게 실질적인 통제권을 보유한 지배주주 일가가 존재하는 경우를 가족기업으로 정의한다(Anderson and Reeb, 2003). 이를 위해, 본 연구는 사업보고서를 바탕으로 지배주주를 파악한다. 만일, 사업보고서상 최대주주가 법인(계열사)으로 명시된 경우 동 법인의 지분구조를 파악하여 실질적 통제권을 갖는 지배주주(동일인) 정보를 추출한다. 필요한 경우, 기업 연혁(설립자), 신문기사, 기타 공시자료 등을 확인하여 앞서 추출한 정보의 적정성을 재차 검증한다. 지배주주 일가는 사업보고서상 특수관계인으로 명시될 뿐만 아니라, 지배주주와의 관계도 공시되므로, 이들의 성명을 확인한다. 추가적으로 '대표이사 변경' 공시에 포함된 최대주주 및 특수관계인과의 관계 공시정보를 파악하여 사후적으로 가족기업 여부를 재차 검증한다.
- 4) 본 연구가 경영권 승계 이슈를 다루고 있어 대표이사가 지배주주의 자녀로 변경되는 것만이 경영권 승계로 볼 수 있는가에 대한 논란이 제기될 수 있다. 다만, 대표이사는 사실상 기업의 경영의사결정에 대한 최종적 권한을 보유하기 때문에 명백하게 의도된 경영권 승계로 인식될 수 있으며, 가장 큰 파급력을 가질 것으로 예상되어 논쟁의 여지가 크지 않다고 판단된다. 이러한 연유로 기업지배구조 분야에서는 대표이사 변경의 기업의 큰 변화를 야기하는 핵심적 사건(events)으로 인식하며, 관련 연구들은 이러한 사건을 중심으로 대리인문제의

정한다. 이러한 설정은 본 연구의 목적이 경영자 시장 내 친족등용의 원인과 결과를 검증하는데 있기 때문이다. 분석기간은 2005년부터 2015년까지이다. 재무제표의 비교 가능성과 규제의 상이성을 고려하여 금융·보험업 기업과 자본잠식 기업은 표본에서 제외한다. 이러한 기준을 적용하여 1,917개 기업-연도 표본(610개 기업)이 실증분석에 활용된다. 대표이사 교체에 관한 정보는 한국거래소 상장공시시스템(Korea Investor's Network for Disclosure System, KINDS)의 '대표이사 변경' 공시를 바탕으로 수작업을 통해 수집한다. 동 공시에는 교체 전과 후의 대표이사 성명이 포함되어 있다. 본 연구는 기업의 사업보고서의 '최대주주 및 특수관계인의 주식소유 현황'을 바탕으로 지배주주와 이들의 지분구조를 파악한다. 이러한 과정에 있어, 최대주주가 법인(계열사 등)으로 보고되는 경우 이들 기업의 소유구조를 추적하여 실질적인 지배권을 행사하는 지배주주를 재차 확인한다. 혈연관계로 맺어진 지배주주 일가(자녀 또는 친족)는 사업보고서와 각종 언론자료를 바탕으로 수작업을 통해 수집하여 구분한다. 기업의 재무자료와 주식가격은 사업보고서를 데이터베이스화한 FN-Guide에서 추출하여 활용한다.

2. 변수

가. CEO 교체

본 연구는 당해 회계연도에 1회 이상 '대표이사 변경' 공시에 이루어진 기업을 CEO 교체 발생 표본으로 인식한다. 이러한 공시에 포함된 교체 전과 후의 대표이사 성명을 지배주주 일가의 정보와 매칭(matching)하여 전문경영자와 가족경영자로 구분한다. 이러한 과정을 거쳐 P-F, F-P 와 나머지 CEO 교체를 구분한다. P-F 교체(P-F turnover_는 전문경영자에서 가족경영자(지배주주 일가)로 CEO가 교체된 기업을 의미하며,⁵⁾ 동 교체는

원인과 결과를 논의한다. 무엇보다, 진정한 경영권 승계의 시점을 파악하는 것은 연구자 개인의 주관에 개입될 여지가 있고, 객관적인 자료의 입수가 거의 불가능하다. 이러한 논의에도 불구하고, 대표이사 변경만을 경영권 승계로 인식한 것은 본 연구의 한계점을 밝힌다.

5) 대표이사가 여러 명이 존재하는 기업과 공시가 다수 존재하므로, P-F 교체는 전문 경영자만 존재하는 기업에서 가족 경영자가 1명이라도 추가 또는 교체 선임된 경우를 의미한다. 반대로, F-P 교체는 대표이사 중 1명이라도 가족 경영자가 존재하다가 모두 전문 경영자만 존재하는 경우를 의미한다.

가족경영자의 유형에 따라 P-F 본인(지배주주, P-F CS), P-F 자녀(자녀, P-F child)와 P-F 기타 친족(기타 친족, P-F others)으로 세분화된다. P-F 교체는 효율적 경영자 시장에서 협소한 경영자 시장의 이전의 효과를 의미하며, 이들을 세분화한 교체 유형은 시장 이전의 효과와 더불어 친족등용의 효과를 동시에 반영한다. F-P 교체(F-P turnover)는 가족경영자에서 전문경영자로 CEO가 교체된 기업을 의미한다. F-P 교체는 협소한 경영자 시장에서 효율적 경영자 시장의 이전의 효과를 반영한다. P-P(P-P turnover) 또는 F-F 교체(F-F turnover)는 P-F 교체와 F-P 교체에 해당하지 않는 나머지 CEO 교체가 발생한 기업을 의미한다. 한편, P-F와 F-P 교체를 구분함에 있어 (1) 최대주주와 CEO가 동시에 변경된 경우, (2) 10% 이상 최대주주가 없는 경우, (3) 법원에 의한 강제 교체, (4) 기업 분할, (5) 기존 CEO 사망 등은 포함하지 않았다. 이는 경영권과 더불어 실질적인 통제권(소유권)을 가져야만 사실상 가족경영자로서의 영향력을 보유할 것이기 때문이다. 한편, 법 집행이나 기업 경영상의 목적으로 CEO가 교체된 경우 경영자 시장의 작동으로 보기 어려워 포함하지 않는다. 당해 회계연도에 서로 다른 유형의 '대표이사 변경' 공시에 발생한 경우 최초 공시를 바탕으로 유형을 구분한다. 이는 본 연구가 이전 회계연도의 경영 성과 또는 행태가 다음 회계연도의 CEO 교체에 미치는 영향을 분석하기 때문에 이러한 관계를 가장 명확히 반영할 수 있는 설정으로 이해될 수 있다.⁶⁾

〈Table 1〉은 CEO 교체 유형별 표본의 분포를 제시한다. CEO 교체가 발생한 기업은 1,917개로 분석기간에 걸쳐 특이한 추이 없이 균등하게 분포하게 나타난다.

6) 본 연구는 동일 회계연도에 서로 다른 유형의 공시가 2회 이상 존재하는 표본을 제외하여 추가적인 분석을 실시하였다. 분석결과, 보고된 결과와 대동소이한 결과를 확인할 수 있었다.

〈Table 1〉 Sample Distribution by the Type of CEO Turnover

Year/ Type	Total turn over	P-F turnover				F-P turn over	F-F turn over	P-P turn over
		Total	P-F CS	P-F child	P-F others			
2005	169	14	5	5	4	16	53	86
2006	176	11	7	2	2	10	66	89
2007	152	6	2	2	2	10	54	82
2008	185	11	8	2	1	15	64	95
2009	183	12	6	4	2	9	73	89
2010	168	14	7	4	3	10	61	83
2011	175	9	5	4	0	19	71	76
2012	168	13	10	2	1	8	68	79
2013	194	11	2	5	4	26	75	82
2014	179	14	10	2	2	19	65	81
2015	168	11	9	2	0	12	51	94
Total	1,917	126	71	34	21	154	701	936

Note: This table shows the sample distribution by the type of CEO turnover in each year. Total turnover means firms in which the CEOs are replaced in the calendar year. P-F turnover means firms in which the professional CEOs are replaced to family CEOs (controlling family). This type of CEO turnover is sub-divided into three types based on new CEOs' status within a family. P-F CS means firms in which the professional CEOs are replaced to a controlling shareholder. P-F child means firms in which the professional CEOs are replaced to a controlling shareholder's children. P-F others means firms in which the professional CEOs are replaced to a controlling shareholder's other relatives. F-P turnover means firms in which family CEOs are replaced to professional CEOs. F-F turnover means firms in which family CEOs are replaced to other family CEOs. P-P turnover means firms in which professional CEOs are replaced to other professional CEOs or are not classified to the above types of CEO turnover.

P-F 교체는 126개 기업에서 발생한 것으로 관찰되는데, 이는 전체 CEO 교체의 10%를 하회하는 수준이다. 동 교체가 자본시장에서 흔히 관찰할 수 있는 일반적인 현상이 아님을 시사한다. 따라서, 이러한 교체는 지배주주 일가의 유인을 반영하여 결정되며, 투자자들 역시 이를 의미 있는 변화로 인식할 가능성이 높음을 유추할 수 있다. P-F 교체 중 본인으로의 교체는 71개, 자녀로의 교체는 34개, 기타 친족으로의 교체는 21개 기업에서 발생한 것으로 관찰된다. 협소한 경영자 시장으로 이전 시에도 유형별로 상이한 유인이 반영될 개연성을 시사한다. 효율적인 경영자 시장으로의 이전을 의미하는 F-P 교체가 발생한 기업

은 154개가 존재한다. 본 연구는 이러한 유형의 교체와 P-F 교체를 비교함으로써 경영자 시장의 이전 행태에 대한 보다 엄밀한 이해를 제시한다. 동질적인 경영자 시장의 활용을 반영하는 동일한 주체 간 CEO 교체는 1,637개로 관찰된다.⁷⁾ 이 중 지배주주 일가 간 교체(F-F 교체)가 발생한 기업은 701개가 존재한다. 이는 국내 기업들이 기존 형성된 경영자 시장을 주로 활용하고 있음을 시사한다. 역으로 새로운 경영자 시장으로의 이전 결정이 증대한 사건(event)로 인지될 수 있음을 반증한다.

나. 기업 특성

본 연구는 다양한 기업 특성 변수가 각 유형별 CEO 교체에 미치는 영향을 분석한다. 이를 바탕으로 경영자 시장의 이전과 친족등용에 어떤 유인이 반영되는지를 확인한다. 먼저, 기업의 수익성은 기존 경영자의 능력과 경영자 시장의 규율효과를 신호한다. 가령, 낮은 수익성으로 인한 CEO 교체는 기존 경영자의 비효율적인 경영행태에 대한 일종의 규율효과로 해석될 수 있다. 반면, 수익성이 충분히 높음에도 불구하고 무리하게 CEO 교체가 발생한다면 이는 경영자 시장이 효율적으로 작동하기 보다는 친족등용에 악용될 수 있음을 시사할 것이다. 본 연구는 수익성의 대응치로 총자산 대비 영업이익을 활용한다(Profitability). 산업의 수익성 역시 경영자 시장의 효율성을 판단하기 위해 활용한다. 다만, 앞선 수익성과 달리 신규 CEO의 능력에 대한 기대를 반영한다는 측면의 차이를 갖는다. 산업 전망이 불안정한 상황에서 새롭게 선임된 CEO는 기업을 구제할 충분한 경영능력을 갖추고 있음을 의미할 것이다. 이 역시도 앞선 수익성과 마찬가지로, 산업의 수익성이 낮은 상황에서 우수한 신규 CEO가 선임됨을 의미하기 때문에 경영자 시장이 효율적으로 작동하고 있음을 시사한다. 반면, 오히려 산업 전망이 밝은 추세를 편승하여 경영능력을 돋보일 의도로 가족 경영자를 선임할 가능성도 동시에 존재한다. 본 연구는 한국표준산업분류 세 자리(3-digit)를 기준으로 유가증권시장 상장기업을 분류하고, 각 산업의 평균 수익성(영업이익/총자산)을 산업 수익성의 대응치로 활용한다(Industry profitability). 한편, 기업의 위험 역시 CEO 선임에 대한 영향력을 갖는다. 비교적 위험이 큰 기업에서

7) P-P 교체는 비교 집단으로 활용되므로, 정보 부족으로 인해 정의된 CEO 교체 유형으로 분류되지 못한 모든 기업을 포함한다.

새롭게 CEO가 선임된 경우 이들의 경영능력을 통해 재무위험을 최소화할 의도로 이해될 수 있다. 하지만, 위험이 낮은 기업에 대한 친족등용을 통해 가족경영자가 경영상의 재량권(discretion)을 발휘하기 용이한 환경을 사전에 제공할 가능성도 존재한다. 본 연구는 과거 5년간 총자산 대비 당기순이익의 표준편차를 기업 위험의 대응치로 활용한다 (Volatility).

지배주주 일가는 두 가지 경로를 통해 통제권(control rights)을 행사한다. 지배주주 일가의 직접 지분 보유(Direct ownership)와 계열사를 통한 우회적인 간접 지분 보유(Disparity)가 그것들이다. 전자의 경우 배당, 자본이득에 비례하는 금전적 보상에 연관되기 때문에 직접 지분이 높은 기업에 대해 지배주주는 효율적인 경영행태를 보일 것이다 (Jensen and Meckling, 1976). 반면, 후자는 지배주주 일가의 금전적 보상과 직접적인 연관성을 갖지 않으며, 단순히 통제권 확보를 위한 수단이기 때문에 간접 지분이 높은 기업에 대해 지배주주는 사적이득을 극대화하는 방향으로 경영의사결정을 유도할 가능성이 높다(La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 1999). 이러한 논의하에서 친족등용의 긍정적인 측면이 부각된다면, 직접 지분이 높은 기업에서 발생할 가능성이 높다. 반면, 부정적인 측면이 부각된다면, 간접 지분이 높은 기업에서 발생할 가능성이 높다.

기업의 대리인 문제 수준 역시 친족등용과 연관될 수 있다. 특히, 대리인 문제가 CEO 교체의 주된 원인으로 작용할 가능성이 높다는 점에서 경영자 시장의 효율성을 가늠하기 위한 기준으로 활용이 가능하다. 가령, 대리인 문제의 발생 가능성이 낮은 기업에서 친족등용이 발생할 경우 이는 기존 CEO의 비효율적인 경영에 대한 규율기능이 작동되지 않음을 시사할 것이다. 반대의 경우 비효율적인 경영을 친족등용을 통해 해소하려는 행태로 해석될 수 있다. 본 연구는 대리인 문제 발생 가능성의 대응치로 총자산 대비 영업활동에서의 현금흐름에서 총자산 대비 당기순이익을 차감한 값에 절대값을 취한 변수를 활용한다. 이는 CEO의 자의적인 이익조정(earnings management)의 크기가 클수록 재량권에 기초한 사적이득 추구 가능성이 높을 것이라는 논리에 기초한다(Almeida, Park, Subrahmanyam, and Wolfenzon, 2009).

본 연구는 여타 기업특성 변수를 모형에 추가하여 누락변수의 편의(omitted variable bias)에 기초한 내생성 문제를 사전에 통제한다. 기업규모의 대응치로 총자산에 자연로그

를 취한 값을 포함한다(Size). 이와 관련하여 비교적 규모가 작은 기업일수록 새롭게 선임된 친족이 재량권을 발휘하기 용이할 것으로 예상된다. 부채비율의 대응치로 총자산 대비 총부채를 활용한다(Leverage). 지배주주 일가의 금전적 제약하에서 부채를 통한 자금조달이 용이한 기업에 대해 경영상의 재량권을 확대하기가 용이할 것이므로, 이러한 기업에 대한 친족등용이 발생할 가능성이 높을 것으로 예상할 수 있다. 기업의 성장단계에 따라 상이한 경영행태가 발생할 가능성이 존재한다. 따라서, 이를 통제하기 위해 기업연령(firms' age)에 자연로그를 취한 값을 모형에 추가한다(Age). 관련하여, 이미 사업 성숙기에 접어든 안정적인 기업에 대한 친족등용이 발생할 가능성이 존재한다. 반면, 새롭게 설립되어 외부 투자자가 쉽게 정보를 접하기 힘든 신생기업에서 사적이득을 추구하기가 용이하므로 이들 기업에 대한 친족등용이 발생할 가능성도 동시에 존재한다.

〈Table 2〉 Definition of Variables

Variables	Definition
P-F turnover	A dummy variable that takes value of 1 for firms in which professional CEOs are replaced to family CEOs (controlling family).
P-F CS	A dummy variable that takes value of 1 for firms in which professional CEOs are replaced to a controlling shareholder.
P-F child	A dummy variable that takes value of 1 for firms in which professional CEOs are replaced to a controlling shareholder's children.
P-F others	A dummy variable that takes value of 1 for firms in which professional CEOs are replaced to a controlling shareholder's other relatives.
F-P turnover	A dummy variable that takes value of 1 for firms in which family CEOs are replaced to professional CEOs.
Profitability	Operating income/total assets
Industry profitability	Industry average profitability based on Korea Standard Industry Code 3-digit
Volatility	Standard deviation of ROA (net income/total assets) over past 5 years
Direct ownership	Ownership of controlling family
Disparity	Ownership of affiliates
Accruals	Absolute value of difference between operating cash flow divided

	by total assets and net income divided by total assets
Size	Natural log of total assets
Leverage	Debt/total assets
Age	Natural log of firm's age (current year-foundation year+1)
Cash	Cash and cash equivalents/total assets
Dividend	Dividend/total assets
Investment	(Capital expenditure+R&D expense)/total assets
Tobin's Q	(Market value of equity+book value of debt)/book value of total assets
SD of stock return	Standard deviation of monthly stock return over past 5 years

Note: This table shows the definition of variables.

기업의 재무적 재량의 대응치로 총자산 대비 현금 및 현금등가물을 활용한다(Cash). 새롭게 선임된 친족의 재량권을 확대할 목적으로 현금 보유액이 많은 기업에 대해 친족등용이 발생할 가능성이 제기될 수 있다. 마지막으로, 기업가치의 대응치로 자기자본의 시장가치와 부채의 장부가치의 합을 자산의 장부가치로 나눈 값(Tobin's Q)을 활용한다. 기업가치가 약화된 기업에서 효율적 경영의 필요성이 가중될 것이므로, 이러한 기업에서 친족등용이 발생한다면 이들에 대한 긍정적인 역할을 기대함을 시사한다. 동 변수는 본 연구의 두 번째 파트인 친족등용의 기업가치 관련성을 분석함에 있어서도 활용된다. 기업가치 관련성을 분석함에 있어 앞서 정의한 변수에 추가하여 총자산 대비 배당액(Dividend)과 총자산 대비 투자지출(자본적 지출과 연구개발비의 합계, Investment)을 모형에 포함한다.

3. 기술통계량

〈Table 3〉는 실증분석에 활용될 변수의 기술통계량을 제시한다. 앞선 〈Table 1〉과 동일하게 CEO 교체 유형을 P-F 교체, F-P 교체와 나머지 교체로 분리하고, 각 유형에서 변수들의 평균값을 제시한다. P-F 교체는 본인, 자녀와 기타 친족이 신규로 선임된 경우로 재차 구분하여 통계량을 계산한다. 전체 CEO 교체 표본의 수익성(Profitability)의 평균은 0.0252로 나타났으며, 협소한 경영자 시장으로 이전을 의미하는 P-F 교체 표본의 평균은 0.0378로 관찰된다. 특히, 눈에 띄는 점은 이러한 시장 이전과 더불어 친족등용이 동시

에 발생한 P-F 자녀(0.0542)와 P-F 기타 친족(0.0455) 유형에서 수익성이 비교적 높게 관찰된다는 점이다. 특히, 나머지 CEO 교체와 P-F 자녀 유형 간 수익성의 차이는 0.0305으로 최소 5% 수준에서 유의적인 값이 확인된다. 이는 친족등용이 비교적 우수한 경영성과를 보이는 기업에서 발생하고 있음을 의미한다. F-P 교체의 수익성 평균이 가장 낮게 관찰된다. 이를 앞선 결과와 연계하면, 협소한 경영자 시장의 활용으로 인해 수익성이 악화되어 이를 개선시키고자 효율적 경영자 시장으로의 이전이 발생하고 있음을 시사한다. P-P 또는 F-F 교체의 경우 대체로 전체 결과와 유사한 결과가 확인된다.

한편, 산업 수익성(Industry profitability)의 경우에도 수익성과 대체로 유사한 패턴이 확인된다. 나머지 CEO 교체와 P-F 자녀 유형 간 산업 수익성의 차이는 0.0156으로 최소 5% 수준에서 유의적인 값이 관찰된다. 마찬가지로, 친족등용이 산업 수익성이 높은 기업에서 발생하고 있는데, 이는 지배주주가 산업 추이에 편승하여 친족등용이 우수한 경영능력을 가졌음을 신호할 유인을 반영한다. 반면, F-P 교체의 경우 산업 수익성이 가장 낮게 관찰되는데, 이는 효율적 경영자 시장을 활용한 전문 경영자의 경영능력에 대한 기대가 크음을 시사한다. 기업의 위험(Volatility)의 경우, 친족등용이 발생한 기업에서 가장 낮게 관찰되고 있다. 다만, 여타 CEO 교체 유형과의 차이는 유의적이지 않다.

지배주주 일가의 소유구조의 대응치로 먼저, 직접 지분(Direct ownership)의 평균은 0.2098로 관찰된다. P-F 교체의 평균은 0.2583으로 비교적 높게 관찰된다. 다만, 친족등용의 경우 지배주주 본인이 경영권을 확보한 경우와 큰 차이가 관찰되지 않는다. F-P 교체는 대체로 P-F 교체와 유사한 통계치가 관찰된다. 계열사를 통한 간접 지분(Disparity)의 평균은 0.1695로 확인된다. P-F 기타 친족의 경우 동 변수의 평균이 0.2183으로 비교적 높게 관찰되는데, 이는 사적이익 추구의 가능성에 대한 우려를 제기한다. 대리인문제의 대응치인 이익조정 크기(Accruals)의 평균은 0.0785로 관찰된다. 친족등용의 경우 비교적 낮은 통계치가 관찰되는데, 이는 기존 경영자의 대리인문제를 발생시켰을 가능성이 낮음에도 불구하고 교체가 발생하였으므로, 협소한 경영자 시장으로의 이전의 비효율적 행태를 나타낸다. F-P 교체에서는 이익조정 크기가 비교적 높게 확인되는데, 이는 효율적 경영자 시장으로의 이전이 가족경영자의 비효율적인 경영행태에 기인할 수 있음을 의미한다.

여타 기업특성으로 기업규모(Size)의 평균은 19.9016으로 관찰된다. 자녀 등용의 경우

비교적 소규모 기업에서 발생하며, 기타 친족 등용의 경우 대규모 기업에서 발생하고 있음을 확인할 수 있다. 부채비율(Leverage)의 평균은 0.4782로 나타난다. 부채비율 역시 자녀 등용의 경우 비교적 낮은 통계치가, 기타 친족 등용의 경우 높은 통계치가 확인된다. 기업연령(Age)의 전체표본의 평균은 3.4142로 관찰되었으며, 현금 보유액(Cash)의 평균은 0.0533으로 나타난다. 친족등용과 나머지 유형의 CEO 교체와의 눈에 띄는 차별점을 확인되지 않는다. 배당액(Dividend)과 투자지출(Investment)의 평균은 각각 0.0075, 0.0313으로 관찰된다. 기업가치의 대용치인 Tobin's Q의 평균은 1.1256으로 관찰되며, 친족등용의 경우 비교적 낮은 통계치가 확인된다.

〈Table 4〉는 실증분석에 활용될 변수 간 상관계수를 제시한다. P-F 교체와 수익성(Profitability) 간에는 유의적인 상관관계가 확인되지 않았다. 반면, P-F 교체 중 자녀로의 교체(P-F 자녀)만이 수익성과 유의적인 양(+)의 상관관계가 성립하는 것으로 관찰된다. 더불어, 산업평균 수익성(Industry profitability)과 P-F 자녀 간에도 유의적인 양(+)의 상관관계가 확인되었다. 이는 기업 고유의 수익성이 높거나, 산업전망이 밝은 기업에 대한 경영권을 지배주주의 자녀에 이전하는 이타주의 성향을 단변량 분석에서 지지하는 결과이다.

〈Table 3〉 Summary Statistics

Variables /Type	Total turn over	P-F turnover				F-P turn over	F-F turn over	P-P turn over	Difference				
		Total	P-F CS	P-F child	P-F others				P-F turn over	P-F CS	P-F child	P-F others	F-P turn over
Profitability	0.0252	0.0378	0.0277	0.0542	0.0455	0.0185	0.0325	0.0154	-0.0138	-0.0021	-0.0305*	-0.0225	0.0054
Industry profitability	0.0352	0.0420	0.0387	0.0500	0.0400	0.0339	0.0357	0.0330	-0.0078*	-0.0042	-0.0156*	-0.0054	0.0010
Volatility	0.0408	0.0373	0.0428	0.0310	0.0298	0.0405	0.0363	0.0455	0.0042	-0.0017	0.0104	0.0115	0.0005
Direct ownership	0.2098	0.2583	0.2582	0.2630	0.2515	0.2431	0.2691	0.1534	-0.0519*	-0.0502*	-0.0541	-0.0421	-0.0362*
Disparity	0.1695	0.1675	0.1539	0.1644	0.2183	0.1773	0.1212	0.2059	0.0028	0.0168	0.0058	-0.0487	-0.0078
Accruals	0.0785	0.0638	0.0658	0.0669	0.0520	0.0753	0.0640	0.0992	0.0178	0.0137	0.0156	0.0307	0.0061
Size	19.9016	19.4954	19.2751	19.5646	20.1283	19.7915	20.0340	19.8860	0.4410*	0.6570*	0.3480	-0.2240	0.1250
Leverage	0.4782	0.4719	0.4698	0.4636	0.4924	0.4811	0.4543	0.4972	0.0064	0.0084	0.0140	-0.0139	-0.0030
Age	3.4142	3.3686	3.2794	3.4579	3.5256	3.4952	3.4683	3.3677	0.0490	0.1400	-0.0439	-0.1120	-0.0874
Cash	0.0533	0.0511	0.0541	0.0515	0.0406	0.0491	0.0482	0.0577	0.0023	-0.0007	0.0016	0.0126	0.0045
Dividend	0.0075	0.0081	0.0076	0.0097	0.0076	0.0061	0.0072	0.0080	-0.0006	0.0000	-0.0021	-0.0001	0.0016
Investment	0.0313	0.0252	0.0268	0.0315	0.0099	0.0263	0.0344	0.0315	0.0069	0.0051	0.0002	0.0221	0.0059
Tobin's Q	1.1256	0.9955	1.0536	0.9495	0.8736	0.9747	1.0898	1.1888	0.1350*	0.0713	0.1760	0.2480*	0.1630*
SD of stock return	0.5232	0.5053	0.5336	0.4403	0.5172	0.5331	0.4957	0.5451	0.0190	0.0112	0.0845*	0.0065	-0.0109

Note: This table shows the summary statistics of variables based on the type of CEO turnover. The definition of types of CEO turnover is the same as 〈Table 1〉. 'Difference' is the difference between the sample for each type of CEO turnover and other samples. To minimize the influence of outliers, all variables are winsorized at level 1% and 99%. * denotes the 5% significance level at a minimum.

(Table 4) Correlation Analysis

Variables	P-F turnover	P-F CS	P-F child	P-F others	F-P turnover	Profitability	Industry profitability	Volatility	Direct ownership
P-F CS	0.7394*								
P-F child	0.5066*	-0.0264							
P-F others	0.3968*	-0.0206	-0.0141						
F-P turnover	-0.0784*	-0.0580*	-0.0397	-0.0311					
Profitability	0.041	0.0061	0.0477*	0.0261	-0.0241				
Industry Profitability	0.0467*	0.0179	0.0517*	0.0131	-0.0102	0.5288*			
Volatility	-0.025	0.0103	-0.0361	-0.031	-0.0025	-0.4150*	-0.1992*		
Direct ownership	0.0654*	0.0482*	0.0363	0.0223	0.0500*	0.1102*	0.0225	-0.1289*	
Disparity	-0.0027	-0.0155	-0.0034	0.0261	0.0117	0.0657*	0.0859*	-0.0365	-0.5183*
Accruals	-0.038	-0.0243	-0.0151	-0.0272	-0.0091	-0.4450*	-0.2141*	0.4496*	-0.1159*
Size	-0.0641*	-0.0731*	-0.027	0.0142	-0.0194	0.3560*	0.0878*	-0.3392*	-0.0694*
Leverage	-0.0079	-0.0078	-0.0092	0.0071	0.0041	-0.2535*	-0.1861*	0.0973*	-0.1706*
Age	-0.0153	-0.0334	0.0074	0.0148	0.0302	-0.0742*	-0.0817*	-0.0743*	-0.037
Cash	-0.0099	0.0026	-0.0042	-0.0229	-0.0212	0.0861*	0.0611*	0.0786*	-0.0735*
Dividend	0.0147	0.0006	0.0257	0.0011	-0.0381	0.5001*	0.3319*	-0.0914*	0.0321
Investment	-0.0275	-0.0152	0.0007	-0.0388	-0.025	0.0466*	0.0021	0.0478*	0.0014
Tobin's Q	-0.0587*	-0.024	-0.0402	-0.0451*	-0.0753*	0.043	0.0912*	0.2095*	-0.1022*
SD of stock return	-0.0235	0.0100	0.0555*	-0.0032	0.0149	-0.4128*	-0.1984*	0.4041*	-0.1943*
Variables	Disparity	Accruals	Size	Leverage	Age	Cash	Dividend	Investment	Tobin's Q
Accruals	-0.0475*								
Size	0.0536*	-0.3263*							
Leverage	0.0536*	0.2417*	0.1065*						
Age	-0.0777*	-0.0118	0.0437	0.0285					
Cash	0.0472*	0.03	-0.1009*	-0.1787*	-0.0664*				
Dividend	0.0204	-0.1755*	0.1123*	-0.3583*	-0.1128*	0.1916*			
Investment	-0.0238	-0.0109	0.0956*	0.0496*	-0.1378*	-0.0318	0.0496*		
Tobin's Q	-0.0256	0.1440*	-0.0048	0.0174	-0.1341*	0.1930*	0.2781*	0.1458*	
SD of stock return	0.0265	0.3889*	-0.4121*	0.3150*	-0.0095	0.0089	-0.3464*	-0.0132	0.1194*

Note: This table shows the correlation coefficient among variables. The definition of variables is in (Table 2). To minimize the influence of outliers, all variables are winsorized at level 1% and 99%. * denotes the 5% significance level at a minimum.

IV. 실증분석결과

1. 친족등용의 결정요인

본 연구는 CEO 교체 표본 중 (1) P-F 교체, (2) P-F 본인(지배주주), (3) P-F 자녀, (4) P-F 기타 친족, (5) F-P 교체가 발생한 기업에 1의 값을 부여한 더미변수를 설정하고, 이를 종속변수로 활용한다. 따라서, 각 종속변수를 활용한 모형의 분석결과는 해당 교체 유형과 나머지 교체 유형의 독립변수 간 차이를 반영하게 된다. 이러한 설정은 경영자 시장의 작동을 가정하여 유형 간 기업특성에 기초한 경영상의 유인의 차이를 비교하는 것이 본 연구의 주된 목적이기 때문이다. 자연히, 모형 간 추정계수의 차이는 각 유형의 CEO 교체에 영향을 미치는 기업특성의 효과의 차이를 의미한다.

본 연구의 주요 변수인 CEO 교체 여부는 질적 특성을 반영하는 이산형 변수(discrete variable)이므로, 이러한 형태의 종속변수를 분석하기 위한 기법으로 Probit 모형을 활용한다. CEO 교체는 이전 회계연도의 경영성과와 기업특성에 기초에 발생하는 것이 현실적이다. 따라서, 모든 독립변수는 1기(t-1) 이전의 수치를 활용한다. 기업-연도 표본을 사용함에 따라 잠재적 이분산성과 자기상관에 따라 추정결과에 오류가 발생할 가능성을 고려하여 기업수준의 clustered standard error를 통해 통계적 유의성을 검증한다(Petersen, 2009). 한편, CEO 교체의 추이와 패턴의 산업 간 차이를 통제하기 위해 산업더미변수(Industry effect, λ)를 모형에 추가한다. 더불어, 자본시장 여건, 경기변동의 영향력을 사전에 고려하기 위해 연도더미변수(Year effect, η)도 모형에 추가한다. 아래 식 (1)은 친족등용의 결정요인을 분석하기 위한 모형을 나타낸다.

$$\begin{aligned}
 P(\text{CEO turnover}_{it}) = & \Phi(\alpha_0 + \alpha_1 * \text{Profitability}_{it-1} + \alpha_2 * \text{Industry profitability}_{it-1} \\
 & + \alpha_3 * \text{Volatility}_{it-1} + \alpha_4 * \text{Direct ownership}_{it-1} + \alpha_5 * \text{Disparity}_{it-1} \\
 & + \alpha_6 * \text{Accruals}_{it-1} + \alpha_7 * \text{Size}_{it-1} + \alpha_8 * \text{Leverage}_{it-1} + \alpha_9 * \text{Age}_{it-1} \\
 & + \alpha_{10} * \text{Cash}_{it-1} + \alpha_{11} * \text{Tobin's } Q_{it-1} + \lambda_j + \eta_t + \varepsilon_{it}) \quad (1)
 \end{aligned}$$

여기서, CEO turnover = P-F turnover, P-F CS, P-F child, P-F others과 F-P turnover / i는 기업, j는 산업, t는 회계연도를 의미한다.

〈Table 5〉는 친족등용의 결정요인의 분석결과를 제시한다. 모형 (1)은 P-F 교체(P-F turnover), 모형 (2)는 P-F 본인(P-F CS), 모형 (3)은 P-F 자녀(P-F child),⁸⁾ 모형 (4)는 P-F 기타 친족(P-F others)과 모형 (5)는 F-P 교체(F-P turnover)를 각각 종속변수로 활용한 분석결과이다. 모형 (1)의 수익성(Profitability)의 추정계수는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰된다. 이는 효율적 경영자 시장에서 협소한 경영자 시장으로의 이전이 취약한 경영성과로 인해 발생하기 보다는 오히려 우수한 경영성과를 갖는 기업에 대해 주로 발생하고 있음을 의미한다. 한편, 동 변수는 P-F 자녀를 종속변수로 활용한 모형 (3)에서만 유의한 양(+)의 값이 확인되고 있다. 이는 친족등용, 특히, 자녀로의 경영권 이전이 주로 수익성이 높은 기업에서 발생함을 의미한다. 이는 전통적 대리인이론하에서 비효율적인 경영행태를 보이는 경영자에 대한 규율효과로 경영자 시장이 작동한다는 주장과 배치되는 결과이다. 이와 달리, 지배주주는 자녀의 경영능력을 자본시장에 신호할 목적으로 사전에 우수한 경영성과를 보이는 기업을 선별하여 자녀에게 경영권을 이전하고 있음을 의미한다. 더욱이, 이러한 유형의 CEO 교체는 우수한 경영능력을 갖춘 기존 전문경영자를 퇴출시키고 있음을 의미하기 때문에 여타 소액주주의 부를 훼손할 가능성이 존재함을 시사한다. 모형 (1)의 산업 수익성(Industry profitability)의 추정계수는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값이 관찰되고 있다. 가족경영자의 진입이 주로 전망이 밝은 산업에서 발생하고 있음을 의미한다. 마찬가지로, 동 변수의 추정계수는 P-F 자녀를 종속변수로 활용한 모형 (3)에서만 유의적인 양(+)의 값이 관찰된다. 이는 산업 전망이 밝은 기업의 경영권을 자녀에게 이전함으로써 이들의 경영능력을 신호하기 위한 의도로 해석될 수 있으며, 앞선 수익성의 결과와 일맥상통한다. 산업 전망이 어두운 상황에서 친족등용을 통해 책임경영을 강화하고, 우수한 경영능력을 인정받으려는 행태는 현실적으로 관찰되지 않음을 시사한다. 기업의 위험(Volatility)의 추정계수는 모형 (3)에서만 유의적인 음(-)의 값으로 관찰된다. 이는 위험이 낮아 경영상의 재량권을 확대하기 용이한 기업의 경영권을 자녀에게 이전하고 있음을 의미한다. 정리하면, 친족등용, 특히 자녀로의 경영권 이전은 주로 수익성이 높거나 위험이 낮은

8) 본 연구의 분석표본(1,917개) 중 P-F 교체 표본은 34개로 나타난다. 이는 종속변수인 이항 변수의 값이 0이 과도하게 많이 관찰됨에 따른(zero-inflated) 분석상의 오류가 발생할 가능성을 제기한다. 이러한 문제점을 사전에 완화하는 차원에서 King and Zeng(2001)에서 제안한 rare events logit analysis를 실시한 결과, 대체로 보고된 결과와 유사한 결과가 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다.

기업에서 발생하여 가설 1이 지지되고 있음을 확인할 수 있다.

〈Table 5〉 Determinants of Nepotism

Variables/ Model	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)	Model(5)
	Dependent variable (t)				
	P-F turnover	P-F CS	P-F child	P-F others	F-P turnover
Intercept	-4.8167*** [-5.58]	-4.3738*** [-3.48]	-5.9623*** [-5.51]	-7.2435*** [-19.43]	-6.6172*** [-8.22]
Profitability (t-1)	2.3262** [2.48]	1.8583 [1.61]	3.4136** [2.19]	1.0325 [0.77]	-1.1911 [-1.33]
Industry profitability (t-1)	4.4160** [2.10]	3.3487 [1.39]	8.8951*** [2.68]	-0.8608 [-0.19]	2.2715 [1.19]
Volatility (t-1)	0.3494 [0.23]	2.1148 [1.19]	-5.7295** [-2.11]	-1.3822 [-0.48]	1.0888 [0.75]
Direct ownership (t-1)	0.8200*** [2.60]	0.9685** [2.40]	0.4351 [0.92]	0.6039 [1.31]	0.8384*** [3.12]
Disparity (t-1)	0.4052 [1.28]	0.3780 [0.91]	0.1224 [0.29]	0.6755 [1.32]	0.7336*** [2.65]
Accruals (t-1)	-1.0442* [-1.67]	-1.6532** [-2.23]	0.9122 [1.06]	-1.7256 [-1.30]	-0.2782 [-0.51]
Size (t-1)	-0.1091*** [-3.05]	-0.1396*** [-2.61]	-0.1189** [-2.36]	0.0342 [0.63]	0.0167 [0.51]
Leverage (t-1)	0.6430** [2.38]	0.4837 [1.42]	0.7539* [1.69]	0.7179 [1.55]	0.0190 [0.08]
Age (t-1)	0.1580* [1.75]	0.0677 [0.62]	0.2977 [1.63]	0.1072 [0.66]	0.1387 [1.64]
Cash (t-1)	-0.1665 [-0.19]	-0.8211 [-0.85]	0.8517 [0.65]	-0.8332 [-0.46]	-0.2027 [-0.24]
Tobin's Q (t-1)	-0.2316* [-1.93]	-0.1877* [-1.74]	-0.1084 [-0.45]	-0.4837 [-1.39]	-0.3051** [-2.11]
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,760	1,760	1,760	1,760	1,760
Pseudo R ²	0.108	0.172	0.188	0.216	0.102

Note: This table shows the regression results for the determinants of nepotism using probit model. The definition of variables is in 〈Table 2〉. To minimize the influence of outliers, all variables are winsorized at level 1% and 99%. The numbers in the square brackets are z-statistics computed by clustered standard error at the firm level. ***, **, and * denote significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively. Industry effect and Year effect denote industry dummy variables and year dummy variables.

소유구조 변수로 지배주주 일가의 직접 지분(Direct ownership)의 추정계수는 P-F 교체를 종속변수로 활용한 모형 (1)에서 유의적인 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타난다. 다만, 이러한 효과는 지배주주 본인으로 CEO가 교체된 경우(모형 (2))에 국한하여 확인되고 있으며, 자녀(모형 (3))와 기타 친족(모형 (4))으로 교체된 경우에는 관찰되지 않고 있다. 이는 협소한 경영자 시장으로의 이전이 발생하더라도 지배주주 본인이 경영 일선에 참여하는 경우 책임경영을 강화하는 효과가 기대됨을 의미한다. 반면, 친족등용의 경우에는 이러한 효과가 기대되지 않음을 시사한다. 계열사를 통한 간접 지분(Disparity)의 추정계수는 P-F 교체 유형들에 해당되는 모형에서 유의적이지 않은 값이 확인된다. 모형 (5)의 F-P 교체의 경우 직접 지분과 간접 지분의 추정계수가 모두 유의적인 양(+)의 값이 확인된다. 이는 전문 경영자로 경영권 이전이 발생하기 전 지배주주는 자신의 통제권을 안정적으로 확보하기 위해 직접 지분과 간접 지분을 늘리는 행태를 보이고 있음을 의미한다. 이는 전문 경영자의 진입으로 인해 자신의 영향력이 희석될 가능성을 감소시킬 목적으로 이해된다. 다만, 두 가지 소유구조 변수 모두 유의적인 양(+)의 값을 가지므로, 이러한 의도가 책임경영을 강화할 목적인지, 사적이익을 유지할 목적인지는 명확하게 판단되지는 않는다.

모형 (1)에서 대리인문제의 대응치인 이익조정(Accruals)의 추정계수는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타난다. 이러한 효과는 P-F 본인을 종속변수로 활용한 모형 (2)에서만 유효한 것으로 관찰된다. 이는 대리인문제에 대한 규율을 위해 지배주주 본인이 직접 경영에 참여하기보다는 사전적으로 이러한 문제가 크지 않았던 기업에 대해 선별하고 있음을 의미한다.

여타 기업특성 변수는 본 연구의 주된 목적인 친족등용의 유인을 파악함에 있으므로 모형 (3)과 (4)를 중심으로 해석한다. 모형 (3)의 기업규모(Size)의 추정계수는 유의한 음(-)의 값, 부채비율(Leverage)의 추정계수는 유의한 양(+)의 값이 관찰된다. 이는 자녀로의 경영권 이전이 주로 소규모의 기업이나 부채를 통한 자금조달이 빈번한 기업에서 발생함을 의미한다. P-F 기타 친족을 종속변수로 활용한 모형 (4)의 경우 여타 기업특성 변수들의 유의적인 효과가 확인되지 않고 있다.

2. 친족등용의 기업가치 관련성

가. 단순 회귀분석 결과

본 연구는 친족등용의 사후적 결과를 분석하기 위해 기업가치 관련성을 추가적으로 확인한다. 이는 앞서 분석된 결과는 사전적 유인(원인)만을 제시할 뿐 사후적으로 기업가치 개선이 확인된다면 협소한 경영자 시장으로의 이전, 친족등용이 반드시 비효율적인 행태임을 의미하지 않을 것이기 때문이다. 즉, 친족등용의 사후적 결과 역시 기업가치를 악화시키는 것으로 관찰되어야 앞선 분석결과와 일관성 있는 주장이 가능할 것이다. 이러한 분석을 통해 본 연구의 주장을 보다 신뢰성 있게 검증이 가능할 것으로 기대된다.

종속변수로 기업가치의 대용치인 Tobin's Q의 CEO 교체 이후의 값을 활용한다. 주요 독립변수로는 (1) P-F 교체(P-F turnover), (2) P-F 본인(지배주주, P-F CS), (3) P-F 자녀(P-F child), (4) P-F 기타 친족(P-F others), (5) F-P 교체(F-P turnover)를 활용한다. 이상의 변수의 추정계수는 나머지 교체 유형과의 기업가치 간 차이를 의미한다. 본 연구는 OLS(Ordinary Least Squares) 모형을 통한 회귀분석을 실시한다. 앞선 Probit 모형과 동일하게 기업수준의 clustered standard error를 통해 통계적 유의성을 검증하며, 기타 기업특성 변수는 1기 이전의 수치를 활용한다. 아래 식 (2)은 친족등용의 기업가치 관련성을 분석하기 위한 모형을 나타낸다.

$$\begin{aligned}
 \text{Tobin's } Q_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * P\text{-F turnover}_{it} + \beta_2 * P\text{-F CS}_{it} + \beta_3 * P\text{-F child}_{it} + \beta_4 * P\text{-F others}_{it} \\
 & + \beta_5 * F\text{-P turnover}_{it} + \beta_6 * \text{Size}_{it-1} + \beta_7 * \text{Leverage}_{it-1} + \beta_8 * \text{Profitability}_{it-1} \\
 & + \beta_9 * \text{Age}_{it-1} + \beta_{10} * \text{Cash}_{it-1} + \beta_{11} * \text{Dividend}_{it-1} + \beta_{12} * \text{Investment}_{it-1} \\
 & + \beta_{13} * \text{Direct ownership}_{it-1} + \lambda_j + \eta_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{2}$$

여기서, i 는 기업, j 는 산업, t 는 회계연도를 의미한다.

〈Table 6〉는 식 (2)의 추정결과를 제시한다. 모형 (1)의 P-F 교체의 추정계수는 5% 수준에서 유의적인 음(-)의 값으로 관찰된다. 이는 협소한 경영권 시장으로의 이전이 CEO 교체의 효율성을 제한함으로써 기업가치에 부정적인 효과를 가짐을 의미한다. 이는 앞선

〈Table 3〉의 결과와 일맥상통한다. 모형 (2)의 P-F 본인의 추정계수는 유의적이지 않은 반면, 모형 (3)과 (4)의 P-F 자녀와 P-F 기타 친족의 추정계수는 최소 5% 수준에서 유의적인 음(-)의 값이 나타난다. 이는 앞선 모형 (1)의 결과가 주로 이들 유형, 즉, 친족등용에 의해 유도되고 있음을 시사하며, 가설 2를 지지하는 결과이다. 친족등용이 경영자 시장의 비효율성을 야기할 것이라는 주장을 뒷받침하며, 〈Table 3〉의 결과와도 일관적이다.9)

〈Table 6〉 Firm Value Relevance of Nepotism

Variables/ Model	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)	Model(5)	Model(6)
	Dependent variable=Tobin's Q (t)					
Intercept	0.5427* [1.87]	0.5336* [1.83]	0.5389* [1.85]	0.5245* [1.80]	0.5382* [1.85]	0.5264* [1.81]
P-F turnover (t)	-0.0928** [-2.31]					
P-F CS (t)		-0.0468 [-0.77]			-0.0513 [-0.84]	
P-F child (t)			-0.1071** [-1.97]		-0.1122*** [-2.06]	
P-F others (t)				-0.1869*** [-3.35]	-0.1912*** [-3.42]	
F-P turnover (t)						-0.0482 [-0.93]
Size (t-1)	0.0133 [1.04]	0.0142 [1.11]	0.0139 [1.09]	0.0147 [1.15]	0.0136 [1.06]	0.0146 [1.15]
Leverage (t-1)	0.3983*** [3.27]	0.3949*** [3.24]	0.3958*** [3.24]	0.3966*** [3.25]	0.3993*** [3.27]	0.3939*** [3.23]
Profitability (t-1)	-0.2273 [-0.65]	-0.2488 [-0.71]	-0.2427 [-0.69]	-0.2551 [-0.72]	-0.2310 [-0.65]	-0.2594 [-0.74]
Age (t-1)	-0.0471 [-1.22]	-0.0486 [-1.26]	-0.0480 [-1.24]	-0.0485 [-1.25]	-0.0470 [-1.21]	-0.0483 [-1.25]
Cash (t-1)	1.1782*** [3.04]	1.1839*** [3.05]	1.1875*** [3.07]	1.1837*** [3.06]	1.1794*** [3.04]	1.1864*** [3.07]
Dividend (t-1)	11.161*** [4.75]	11.1041*** [4.74]	11.1170*** [4.72]	11.1106*** [4.75]	11.1644*** [4.75]	11.0799*** [4.73]
Investment (t-1)	0.2281 [0.84]	0.2352 [0.86]	0.2408 [0.88]	0.2207 [0.81]	0.2217 [0.81]	0.2332 [0.85]

9) 한편, 앞선 친족등용의 결정요인에서 Tobin's Q는 유의적인 영향력을 보이지 않고 있다. 반면, 친족등용 이후 Tobin's Q가 유의적으로 낮게 관찰된다는 점은 이들의 경영권 진입 이후 비효율적인 경영에 대한 우려로 인해 기업가치 훼손되고 있음을 시사한다. 더불어, 일반적으로 Tobin's Q가 낮은 수준에 있는 기업에 자녀(또는 기타 친족)이 등용될 가능성에 기초한 역의 인과관계의 성립 가능성이 크지 않음을 의미한다.

Volatility (t-1)	2.9489*** [5.18]	2.9574*** [5.21]	2.9433*** [5.20]	2.9421*** [5.20]	2.9374*** [5.18]	2.9548*** [5.21]
Direct ownership (t-1)	-0.1842* [-1.93]	-0.1880** [-1.97]	-0.1883** [-1.98]	-0.1884** [-1.98]	-0.1847* [-1.94]	-0.1876** [-1.97]
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,722	1,722	1,722	1,722	1,722	1,722
R ²	0.295	0.294	0.294	0.294	0.295	0.294

Note: This table shows the regression results for the effect of nepotism on firm value using the OLS model. The definition of variables is in <Table 2>. To minimize the influence of outliers, all variables are winsorized at level 1% and 99%. The numbers in the square brackets are z-statistics computed by clustered standard error at the firm level. ***, **, and * denote significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively. Industry effect and Year effect denote industry dummy variables and year dummy variables.

모형 (4)는 P-F 교체에 해당하는 세 가지 CEO 교체 유형의 효과를 동시에 고려한 분석인데, 대체로 앞선 모형 (2), (3), (4)와 유사하나 결과가 확인되고 있다. 모형 (5)의 F-P 교체의 추정계수는 유의적이지 않다. 앞선 <Table 3>에서 확인되는 바와 같이 F-P 교체가 발생하더라도 지배주주는 여전히 높은 통제권을 행사하기 때문에 신규 경영자의 경영의사결정이 제약될 가능성이 높다. 이 때문에 투자자들이 기대감이 크지 않은 것으로 추론된다. 정리하면, 친족등용으로 인한 사후적 결과 역시 부정적으로 관찰되면, 이는 한국 자본시장에서 가족경영 행태가 지배주주 일가의 사적이익 추구에 악용될 가능성이 높음을 시사한다.

통제변수로 부채비율(Leverage), 현금 보유액(Cash), 배당액(Dividend)과 기업 위험(Volatility)의 추정계수는 유의적인 양(+)의 값이 확인된다. 이는 부채의 절세효과, 외생적 위기를 대응하기 위한 완충장치로 현금의 역할, 배당의 기업가치 신호와 고위험-고수익 관계에 기초한 해석이 가능하다. 지배주주의 직접 지분(Direct ownership)의 추정계수는 유의적인 음(-)의 값이 확인되는데, 지나친 지분의 증가가 오히려 참호구축(entrenchment), 위험회피 등을 바탕으로 전문 경영자의 재량권을 제한할 가능성이 높기 때문으로 해석된다.

나. CEO 교체의 내생성 통제¹⁰⁾

앞선 <Table 6>의 분석은 CEO 교체가 내생적으로 결정된다는 점에서 내생성(endogeneity) 문제로 인해 계수값에 편의(bias)가 발생할 수 있다. 본 절에서는 이 문제를 해결하는 방안으로 Heckman (1979) 모형을 사용한다. Heckman 모형은 CEO 교체를 결정하는 미관측 사적 정보(unobserved private information)가 2단계 모형 추정 시 Heckman's λ 의 형태로 반영된다는 장점이 있다. Heckman 모형을 적용하기 위한 CEO 교체의 도구변수로서 Anderson and Reeb(2003)과 Villalonga and Amit(2006)을 참조하여 총자산에 자연로그를 취한 값(Size)과 과거 5년 간 월별 주식수익률의 표준편차(SD of stock return)를 사용한다.

<Table 7>에서 Heckman 모형의 분석결과, 모형(3)의 2단계 결과에서 'P-F 자녀' 교체 유형의 경우에만 유의한 음(-)의 계수값을 가져, 본 연구의 가설 2와 잘 부합한다. 나머지 교체유형인 'P-F 본인', 'P-F 기타 친족', 'F-P 교체'는 기업가치에 미치는 영향이 전무하다.

10) 내생성 문제에 대해 지적해주신 익명의 심사자께 감사드립니다.

〈Table 7〉 Heckman(1979) 2-stage Approach

Variables/ Model	Model(1)		Model(2)		Model(3)		Model(4)		Model(5)	
	2-stage: Tobin's Q	1-stage: P-F turnover	2-stage: Tobin's Q	1-stage: P-F CS	2-stage: Tobin's Q	1-stage: P-F child	2-stage: Tobin's Q	1-stage: P-F others	2-stage: Tobin's Q	1-stage: F-P turnover
Intercept	0.7589*** [3.52]	0.7641 [0.85]	0.7720*** [3.62]	0.6587 [0.58]	0.7870*** [3.66]	1.1314 [0.74]	0.7812*** [3.68]	-3.3916*** [-2.02]	0.7833*** [3.65]	-1.0998 [-1.37]
P-F turnover (t)	-0.9643** [-2.46]									
P-F CS (t)			-0.7212 [-1.41]							
P-F child (t)					-1.3132** [-2.41]					
P-F others (t)							1.3095 [1.38]			
F-P turnover (t)									0.1258 [0.18]	
Leverage (t-1)	0.4269*** [5.17]	0.5916** [1.98]	0.4055*** [5.15]	0.4404 [1.22]	0.3979*** [5.01]	0.7057 [1.34]	0.3745*** [4.65]	0.4667 [0.84]	0.3965*** [5.04]	-0.1280 [-0.49]
Profitability (t-1)	0.0571 [0.22]	2.7617*** [3.13]	-0.0974 [-0.41]	2.0046** [1.97]	-0.0483 [-0.20]	4.8620*** [2.84]	-0.2241 [-0.96]	1.4637 [0.76]	-0.1817 [-0.81]	-0.0508 [-0.06]
Age (t-1)	-0.0274 [-1.01]	0.2106** [2.06]	-0.0396 [-1.56]	0.1410 [1.12]	-0.0341 [-1.31]	0.3126* [1.67]	-0.0473* [-1.84]	0.0661 [0.38]	-0.0461* [-1.71]	0.1129 [1.32]
Cash (t-1)	1.0309*** [3.93]	-0.8550 [-0.89]	1.0757*** [4.29]	-0.7952 [-0.66]	1.0885*** [4.29]	-0.7967 [-0.51]	1.1384*** [4.47]	-0.8275 [-0.43]	1.1226*** [4.41]	-0.8650 [-0.98]
Dividend (t-1)	11.3412*** [6.60]	-1.4731 [-0.26]	11.2739*** [6.80]	-2.9834 [-0.39]	11.5103*** [6.89]	-1.7939 [-0.22]	11.5013*** [6.86]	0.7235 [0.07]	11.5515*** [6.71]	-8.4070 [-1.34]
Investment (t-1)	0.1133 [0.41]	-0.6974 [-0.68]	0.1933 [0.73]	-0.2074 [-0.17]	0.2809 [1.05]	1.4837 [0.98]	0.3632 [1.30]	-7.8470* [-1.91]	0.2551 [0.99]	-0.2902 [-0.31]
Volatility (t-1)	3.0336*** [6.67]	-0.2014 [-0.12]	3.0772*** [6.89]	1.5301 [0.80]	2.8824*** [6.55]	-3.9951 [-1.07]	2.9998*** [6.77]	-4.2876 [-1.01]	2.9101*** [6.79]	0.4888 [0.32]
Direct ownership (t-1)	-0.1035 [-1.24]	0.5558** [2.15]	-0.1473* [-1.89]	0.6284** [1.97]	-0.1579** [-2.11]	0.3704 [0.88]	-0.2002*** [-2.70]	0.4147 [0.84]	-0.1954** [-2.42]	0.3285 [1.38]

Size (t-1)	-0.6311* [-1.79]	-0.5027 [-1.17]	-1.5808** [-2.27]	0.3365 [0.53]	-0.1520 [-0.46]
SD of stock return (t-1)	-0.1574**** [-3.97]	-0.1711**** [-3.39]	-0.1925**** [-2.85]	0.0376 [0.53]	-0.0236 [-0.70]
Heckman's λ	0.4295*** [2.25]	0.3102 [1.34]	0.5198** [2.24]	-0.6079 [-1.60]	-0.0860 [-0.24]
Industry effect	Yes	No	No	No	No
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,666	1,666	1,666	1,666	1,666
Wald χ^2	-	689.45	681.39	654.93	710.84

Note: This table shows the regression results for the effect of nepotism on firm value using Heckman's(1979) 2-stage approach. The definition of variables is in (Table 2). Instrumental variables for 1-stage estimation are the firm's asset size(Size) and stock return volatility(SD of stock return). To minimize the influence of outliers, all variables are winsorized at level 1% and 99%. The numbers in the square brackets are z-statistics. ****, ***, **, and * denote significance at the 1%, 5%, and 10% level, respectively. Industry effect and Year effect denote industry dummy variables and year dummy variables.

이러한 결과로 볼 때, 전문경영인에서 지배주주의 자녀로 CEO 교체가 이루어질 경우 기업가치에 일관되면서도 유의하게 부정적 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 이는 가설 2에서 제시한 바와 같이 가장 협소한 경영자 시장의 활용 또는 이타주의가 그 원인일 수 있으며, 결국 친족등용은 기업가치에 도움이 되지 않는다는 것을 시사한다.

V. 결론 및 시사점

가족경영자와 전문경영자를 구분한 연구는 다수 존재하지만 가족경영자를 본 연구에서처럼 지배주주 본인, 자녀, 기타 친족으로 세분한 연구는 찾아보기 어려운 상황이다. 또한 가족기업에서 친족등용, 이타주의, 경영권 승계 이슈는 학술적, 정책적으로 중요함에도 불구하고 그 동안 자료의 제약 등을 이유로 많이 다루어지지 않아 온 것이 사실이다. 따라서 본 연구는 가족기업이 만연한 우리나라 상장기업을 대상으로 CEO 교체 시 친족등용의 결정요인과 그러한 결정이 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 시도되었다.

본 연구의 주요 분석결과는 다음과 같다. 우선, 친족등용은 왜 일어나는지를 규명하기 위해 가족경영자를 지배주주 본인, 자녀, 기타 친족으로 구분하고 각자가 CEO로 선임되는 결정요인을 분석한 결과, 기업이나 소속 산업의 수익성이 좋고 위험이 작은 기업일수록 자녀가 선임될 가능성이 유의하게 높아지는 것으로 나타난다. 이는 CEO의 경영능력과는 별개로 안정적인 수익확보가 용이한 기업의 경영권을 자녀에게 물려줌으로써 승계절차를 용이하게 하려는 시도로 이해될 수 있다. 특히 소속 산업의 수익성은 개별기업의 CEO가 통제불가능한 영역에 해당한다. 따라서 산업경기가 좋은 상황에서 검증되지 않은 자녀의 경영능력 또는 평판을 키워주려는 지배주주의 이타주의가 작동한 것으로 이해될 수 있다.

두 번째 이슈로 세분화된 CEO 교체유형이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 지배주주의 자녀가 CEO로 선임된 경우에 기업가치가 유의하게 낮은 것으로 나타난다. 이는 경영자 지위를 가족 구성원에 한정하는 친족등용 또는 이타주의 성향이 경영자 시장의 효율성을 제약함으로써 기업가치에 악영향을 미친다는 관점을 지지하는 결과이다. 본 연구는 친족등용과 이타주의에 기반하여 지배주주가 재무적으로 우월한 기업의 경영권을 자녀

에게 물려주려는 시도가 오히려 기업가치를 하락시키는 결과를 초래할 수 있다는 새로운 관점을 제시한다는 점에서 학술적 의미가 있다.

다만, 본 연구의 CEO 교체유형은 크게 P-F 교체, F-P 교체로만 구분하였고, 가족경영자에서 가족경영자로의 교체(즉, F-F 교체), 전문경영자에서 전문경영자로의 교체(즉, P-P 교체)는 전체 표본에서 일종의 비교집단 또는 통제집단의 의미로 활용되었다. 친족등용이라는 연구목적을 구현하기 위해 본 연구는 새로이 선임되는 가족경영자(F)의 구분에 초점을 두었고, F-F 교체는 그 건수도 많을 뿐 아니라 가족경영자가 복수로 존재하는 경우 구분이 모호한 경우가 많았기 때문이다. CEO 유형을 구분하는 보다 많은 시간과 노력이 투입된다면 동 이슈에 대한 보다 발전적인 연구가 가능하리라 기대해본다.

참고문헌

- 강형철 (2014), “기업집단에서 지배주주 가족에 의한 경영과 기업성과”, **재무연구**, 제27권 제1호, pp. 141-176.
- (Translated in English) Kang, H. (2014). “Active Family Management and Firm Performance in the Large Business Group”, *Asian Review of Financial Research*, 27(1): 141-176.
- 김아리 · 조명현 (2011), “소유경영기업의 최고경영자 교체에 관한 실증연구: 소유경영자와 전문경영인의 비교”, **전략경영연구**, 제14권 제2호, pp. 57-75.
- (Translated in English) Kim, A., and M., Cho (2011). “CEO Turnover in Owner-managed firms: The Choice Between Owner-manager and Professional CEO”, *Journal of Strategic Management*, 14(2): 57-75.
- 김정진 · 이기은 (2009), “최고경영자 교체유형 및 교체원인의 결합유형과 기업성과 간의 관계”, **대한경영학회지**, 제22권 제3호, pp. 1563-1582.
- (Translated in English) Kim, J., and K., Lee (2009). “A Study on the interaction Effect of CEO Succession Types and Reasons on Firm Performance”, *Korean Journal of Business Administration*, 22(3): 1563-1582.
- 남윤성 (2017), “최고경영자 유형, 사외이사, 기업성과가 가족임원의 선임에 미치는 영향에 대한 탐색적 연구”, **인적자원관리연구**, 제24권 제5호, pp. 75-86.
- (Translated in English) Nam, Y. (2017). “An Exploratory Study on the Influence of CEO Type, Outside Director, and Firm Performance on the Appointment of Family Member in BOD”, *Journal of Human Resource Management Research*, 24(5): 75-86.
- 박준용 (1998), “최고경영자의 교체가 기업의 성과 및 전략에 미치는 영향”, **전략경영연구**, 제1권 제1호, pp. 1-22.
- (Translated in English) Park, J. (1998). “The Effect of Top Manager's

Change on The Performance and Strategy of A Firm”, *Journal of Strategic Management*, 1(1): 1-22.

신현한·장진호 (2005), “최고경영자 교체에 영향을 미치는 요인분석: 경영성과, 전문경영자, 대규모기업집단”, *경영학연구*, 제34권 제1호, pp. 289-311.

(Translated in English) Shin, H., and J., Chang (2005). “An Analysis of the Determinants of CEO Turnover: Firm Performance, Professional CEO, and Business Group”, *Korean Management Review*, 34(1): 289-311.

이지혜·변희섭 (2013), “지배주주는 언제 사회적 책임을 강화하는가?”, *보험금융연구*, 제24권 제4호, pp. 31-74.

(Translated in English) Lee, J., and H., Byun (2013). “Controlling Shareholders and Corporate Social Responsibility”, *Journal of Insurance and Finance*, 24(4): 31-74.

_____ (2015), “지배주주 지분율과 기업의 위험추구행태: 경쟁위협이 규율효과”, *보험금융연구*, 제26권 제3호, pp. 95-139.

(Translated in English) Lee, J., and H., Byun (2015). “Ownership of Controlling Shareholders and Corporate Risk-Taking Behavior: Disciplinary Effect of Competitive Threat in Product Markets”, *Journal of Insurance and Finance*, 26(3): 95-139.

Adams, R., H., Almeida, and D., Ferreira (2009). “Understanding the Relationship between Founder-CEOs and Firm Performance”, *Journal of Empirical Finance*, 16(1): 136-150.

Allen, M., and S., Panian (1982). “Power, Performance, and Succession in the Large Corporation”, *Administrative Science Quarterly*, 27(4): 538-547.

Almeida, H., S., Park, M., Subrahmanyam, and D., Wolfenzon (2011). “The

- structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols”, *Journal of Financial Economics*, 99(2): 447-475.
- Andres, C. (2008). “Large shareholders and firm performance-An empirical examination of founding-family ownership”, *Journal of Corporate Finance*, 14(4): 431-445.
- Anderson, R., and D., Reeb (2003). “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance*, 58(3): 1301-1328.
- Bennedsen, M., J., Fan, M., Jian, and Y., Yeh (2015). “The family business map: framework, selective survey, and evidence from Chinese family firm succession”, *Journal of Corporate Finance*, 33(C): 212-226.
- Bertrand, M., S., Johnson, K., Samphantharak, and A., Schoar (2008). “Mixing family with Business: A study of Thai Business Groups and Families Behind Them”, *Journal of Financial Economics*, 88(3): 466-498.
- Burkart, M., F., Panunzi, and A., Shleifer (2003). “Family Firms”, *Journal of Finance*, 58(5): 2167-2201.
- Davis, J., D., Schoorman, and L., Donaldson (1997). “Toward a stewardship theory of management”, *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Denis, D., and D., Denis (1995). “Performance changes following top management dismissals”, *Journal of Finance*, 50(4): 1029-1057.
- Diamond, D., and R., Verrecchia (1982). “Optimal managerial contracts and equilibrium security prices”, *Journal of Finance*, 37(2): 275-288.
- Fahlenbrach, R. (2009). “Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2): 439-466.
- Heckman, J. (1979). “Sample selection bias as a specification error”, *Econometrica*, 47(1): 153-161.

- Holmstrom, B. (1979). "Moral hazard and observability", *Bell Journal of Economics*, 10(1): 4-29.
- _____ (1982). *Managerial incentive problems: A dynamic perspective*, in Essays in Economics and Management in Honor of Lars Wahlbeck (Swedish School of Economics, Helsinki), 210-235.
- James, H. (1999). "Owner as manager, extended horizons and the family firm", *International Journal of the Economics of Business*, 6(1): 41-56.
- Jensen, M., and W., Meckling (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Jenter, D., and F., Kanaan (2015). "CEO turnover and relative performance evaluation", *Journal of Finance*, 70(5): 2155-2184.
- Kandel, E., and E., Lazear (1992). "Peer pressure and partnerships", *Journal of Political Economy*, 100(4): 801-817.
- King, G., and L., Zeng (2001). "Logistic regression in rare events data", *Political analysis*, 9(2): 137-163.
- La Porta, R., F., Lopez-de-Silanes, and A., Shleifer (1999). "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54(2): 471-517.
- Maury, B. (2006). "Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations", *Journal of Corporate Finance*, 12(2): 321-341.
- Morck, R., D., Stangeland, and B., Yeung (1998). "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?", *NBER Working paper* 6814.
- Perez-Gonzalez, F. (2006). "Inherited control and firm performance", *American Economic Review*, 96(5): 1559-1588.
- Petersen, M. (2009). "Estimating standard errors in finance panel data sets:

- Comparing approaches”, *Review of Financial Studies*, 22(1): 435-480.
- Schulze, W., M., Lubatkin, R., Dino, and A., Buchholtz (2001). “Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence”, *Organizational Science*, 12(2): 99-116.
- Schulze, W., M., Lubatkin, and R., Dino (2003). “Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms”, *Journal of Business Venturing*, 18(4): 473-490.
- Shleifer, A., and R., Vishny (1997). “A survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- Smith B., and B., Amoako-Adu (1999). “Management succession and financial performance of family controlled firms”, *Journal of Corporate Finance*, 5(4): 341-368.
- Stein, J. (1988). “Takeover threats and managerial myopia”, *Journal of Political Economy*, 96(1): 61-80.
- _____ (1989). “Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior”, *Quarterly Journal of Economics*, 104(4): 655-669.
- Villalonga, B., and R., Amit (2006). “How do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value?”, *Journal of Financial Economics*, 80(2): 385-417.
- Warner, J., R., Watts, and K., Wruck (1988). “Stock prices and top management changes”, *Journal of Financial Economics*, 20(1-2): 461-492.
- Weisbach, M. (1988). “Outside Directors and CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics*, 20(1-2): 431-460.

Abstract

This study investigates the determinants of nepotism by a controlling shareholder and its effect on firm value, using firms listed in Korea Exchange. After dividing a type of CEO into controlling shareholders, their children, and other relatives, we find the likelihood that controlling shareholders' children is appointed as a CEO significantly increases in firms with high profitability, good industry outlook, and low risks. We also show that when children or other relative is appointed as a CEO, the firm value is significantly lower. These results are consistent with Perez-Gonzalez (2006) that nepotism can hurt minority shareholders' wealth by restricting the efficiency of the managerial labor market. This study has the academic implication for presenting empirical evidence that controlling shareholders' intention to succeed the management rights of profitable firms to their children can aggravate the firm value.

※ Key words: Family management, Nepotism, CEO turnover, Managerial labor market, Firm value