

# 가족의 경영참여, 임금격차, 그리고 미래주가폭락위험 간의 관련성\* The Moderating Effect of Family Involvement in Management on the Relationship Between Wage Disparity and Stock Price Crash Risk\*

박선영(주저자)  
Seun-Young Park(First Author)

경북대학교 행정학부 조교수·공공문제연구소 겸임연구원 Assistant Professor, School of Public Administration and Research Institute of Public Affairs, Kyungpook National University(sypark13@knu.ac.kr)

.....

본 연구는 기업내 수직적 임금격차와 미래 주가폭락위험 간의 관련성을 분석하여 우리나라 기업의 임금격차 발생요인을 추론해 보고자 한다. 특히 창업자 가족의 경영참여 정도와 경영승계 여부에 따른 차이를 심층적으로 분석한다. 실증분석 결과, 임금격차와 미래 주가폭락위험 간에는 유의한 관련성이 발견되지 않았다. 이는 우리나라 기업의 임금격차가 효율적인 계약 과정에서 발생한 결과일 수 있는 동시에, 미흡한 지배구조 하에서 경영자의 강한 협상력이 반영된 결과일 수 있음을 시사한다. 그러나 가족의 경영참여도가 높을수록 임금격차와 미래 주가폭락위험 간에 유의한 양(+)의 관련성이 나타났다. 특히 가족기업을 대상으로 한 분석에서는 후속세대가 경영하는 기업에 한하여 이러한 양(+)의 관련성이 확인되었다. 이러한 결과는, 가족기업에서의 임금격차 확대가 미흡한 내부 감시·견제 메커니즘에서 기인할 수 있으며, 이러한 부정적 영향이 후속세대 가족기업에서 더욱 두드러질 수 있음을 시사한다.

주제어: 임금격차, 효율적 계약가설, 경영자 지대추구, 주가폭락위험, 가족기업, 후속세대 경영승계, 대리인 비용

This study examines the relationship between vertical wage disparity (hereinafter wage disparity, WD) within firms and future stock price crash risk (hereinafter CR) to identify the causes contributing to WD in Korean companies. Specifically, it analyzes how this relationship varies according to the level of founder family involvement in management and generational succession. Using data from non-financial firms listed on the KOSPI from 2002 to 2022, the study finds no systematic relationship between WD and CR. However, a significant positive relationship between WD and CR is observed as family involvement in management increases. Notably, among family firms, this positive relationship is only present in firms managed by subsequent generations. These findings suggest that expanding WD in family firms may result from insufficient internal monitoring and control mechanisms, and these negative effects may be more pronounced in family firms managed by subsequent generations.

Keyword: Wage disparity, Efficient contracting, Managerial rent-seeking, Stock price crash risk, Family firm, Generational succession, Agency problem

.....

최초투고일: 2024. 08. 21      수정일: (1차: 2025. 01. 24)      게재확정일: 2025. 01. 26

\* 이 논문은 2023년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 인문사회분야 신진연구자지원사업의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2023S1A5A8081823). This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea(NRF-2023S1A5A8081823).

## I. 서론

본 연구는 기업의 최고경영자와 비임원 직원 간 연봉 격차(이하 임금격차)와 미래주가폭락위험 간의 관련성을 분석함으로써 우리나라 기업의 수직적 임금격차 발생요인을 추론하고자 한다. 또한 이러한 관련성이 창업자 가족의 경영참여 정도와 경영승계 여부에 따라 어떠한 차이를 보이는지 심층적으로 분석하고자 한다.

최근 전 세계적으로 계층간 소득불평등이 심화되는 것에 대해 언론과 정치계는 우려의 목소리를 높이고 있다. 기업내 심화되는 수직적 임금격차는 결국 사회적 소득불평등의 원인이 된다는 비판적 목소리가 대두되며 많은 나라에서 임금격차를 제한하는 제제를 도입하고 있다. 우리나라에서도 민간기업 최고임금을 최저임금의 30배로 제한하자는 법안을 2016년 발의하였으며, 국민연금을 필두로 기관투자자들이 이사의 보수한도를 올린 기업을 중점관리 하겠다는 방침이다.<sup>1)</sup> 나아가 미국은 최고경영자 연봉과 중위수 근로자의 연봉 비율을 공개하도록 하는 Dodd-Frank Act 법안을 2015년 채택하여 2017년부터 공시하고 있다.

그러나 임금격차가 내포하는 의미에 대해서는 양분된 의견이 지속적으로 제기되고 있다. 흥미로운 점은 최고경영진들에게 지급되는 프리미엄에 대한 대중적 반감은 경제적인 근거에서는 명확하지 않다는 것이다. 최근 연구에 따르면 높은 임금격차가 기업 성과를 저해하지 않으며 오히려 성과 향상에 기여한다는 결과를 제시하고 있다(Mueller et al. 2017; Cullen and Perez-Truglia 2022). 그렇다면 임

금격차가 큰 기업을 부정적으로 인식하는 근거는 무엇인가? 투자자들은 임금격차가 큰 기업에 투자하는 것을 우려해야 하는가? 다시 말해, 높은 임금격차를 보이는 기업의 주가수익률이 다른 기업에 비해 저조할 것인가? 본 연구는 이러한 의문점에서 출발하여, 임금격차와 주가폭락위험 간의 관련성을 분석함으로써 우리나라 기업의 임금격차가 발생한 요인을 추론하고자 한다. 임금격차의 발생요인에 따라 경영자의 악재축적 유인이 달라질 수 있으며, 이는 기업의 미래 주가폭락위험을 증가 또는 감소시킬 수 있을 것으로 예상된다.

기업내 임금격차는 다음 두가지 상반된 메커니즘에서 발생할 수 있다. 첫째, 임금격차는 경영자의 능력을 반영한 효율적 계약과정의 결과일 수 있다. 이 경우 임금격차는 경영자의 능력과 임금토너먼트의 긍정적 측면이 강화될 수 있는 기업 지배구조를 반영한 것으로 볼 수 있다. 선행연구에 따르면, 우수한 능력을 지닌 경영자일수록 기업 전반에 대한 이해도가 높아 정확한 예측이 가능하며, 이는 발생액 측정의 오차를 감소시켜 이익의 질을 향상시키고 정보비대칭을 감소시킨다고 하였다(Demerjian et al. 2013). 또한 이러한 경영자는 높은 순실현가치를 실현할 수 있는 투자안을 선택할 가능성이 높다고 알려져 있다(Chemmanur et al. 2009). 주가폭락위험이 주가치와 기업가치에 미치는 부정적 영향을 고려할 때, 우수한 능력을 갖춘 경영자는 시장에서의 자신의 명성을 유지하기 위해 정확하고 적시성 있는 정보를 제공함으로써 정보비대칭을 감소시키고 주가폭락을 사전에 방지할 수 있을 것으로 예상된다.

반면, 경영자 지대추구행위 가설(managerial rent extraction hypothesis)에 따르면 임금격차가 경영

1) 국민연금 '살전 고양이'제동. 이사보수한도 올린 기업 '중점관리' (2019년 4월 16일 연합뉴스).

자의 보상 결정 과정에서의 교섭력과 이사회에 대한 영향력의 결과물일 수 있다(Bebchuk and Fried 2004). 이 가설은 경영진에 대한 효과적인 감시·감독이 부재한 취약한 내부지배구조 하에서 경영자가 기업의 총 보상 재원 중 과도한 부분을 자신들에게 배분함으로써 임금격차를 심화시킨다고 설명한다. 이 경우 임금격차는 경영자의 능력보다는 이사회에 낮은 효과성과 경영자에게 집중된 권한이라는 기업 지배구조의 특성을 반영할 가능성이 있다.

더욱이, 권한이 집중된 경영자는 자신의 효용을 극대화하는 의사결정(예: 제국건설을 위한 비최적 투자 의사결정)의 정당성을 확보하기 위해 이익조정에 관여하거나 부정적 정보를 축적하여 현재의 높은 보상 수준을 유지하고자 하는 유인이 증가할 것으로 예상된다. 이러한 행위는 회계정보의 투명성을 저해하고 기업의 정보비대칭을 심화시켜 결과적으로 미래주가폭락위험을 증대시킬 것으로 예상된다.

그러나 임금격차의 발생요인은 기업별로 다양할 수 있으며, 특히 기업의 고유한 특성에 따라 상이한 양상을 보일 것으로 예상된다. 이에 본 연구는 기업특성 중 가족지배기업(family-controlled firms)에 초점을 맞추어 이들 기업의 임금격차와 미래주가폭락위험 간의 관련성을 분석하고자 한다. 가족소유 기업은 전세계적으로 상당한 비중을 차지하고 있으며(Anderson and Reeb 2003; La Porta et al. 1999),<sup>2)</sup> 자국 경제와 글로벌 경제에서 중요한 역할을 담당하고 있다. 대한상공회의소의 2006년 조사에 따르면, 우리나라 상장기업 중 가족기업의 비중은 68.3%로, 미국의 54.5%보다 높은 수준이다.<sup>3)</sup> 이

처럼 우리나라 시장에서 가족기업이 차지하는 비중은 상당함에도 불구하고, 국내 가족기업에 관한 연구는 해외에 비해 상대적으로 미흡한 실정이다. 특히 가족지배기업의 임금격차 발생 원인과 경제적 효과에 대해서는 국내외적으로 충분한 연구가 이루어지지 않았다.

본 연구는 가족지배기업의 임금격차 발생요인에 다음과 같은 특성이 있을 것으로 예상된다. 우선 긍정적 측면에서, 우리나라 가족기업이 전통적인 가족기업의 장점이 부각되는 지배구조, 즉 경영자와 주주 간 대리인 비용이 낮고 경영자에 대한 효과적인 모니터링이 이루어지는 효율적인 지배구조를 가진다면, 가족기업의 임금격차는 경영자 능력을 반영하는 지표일 수 있다.

한편 최근 우리나라는 창업주의 손자 세대가 경영전면에 나서는 등 오너경영의 세대교체가 본격화되고 있다. 일부 선행연구는 다음 세대로 기업승계가 될수록 가족기업의 장점은 희석되고, 가족기업의 단점은 부각될 수 있다고 경고한다(Bennedtsen et al. 2006; Villalonga and Amit 2006). 예를 들어, 가족 중심의 폐쇄적 지배구조에서는 가족경영자가 자신의 집중된 의사결정권을 활용하여 과도한 보상을 책정하는 사적이익 추구행위가 발생할 수 있으며, 이는 기업 내 임금격차 심화로 이어질 수 있다. 국내 선행연구는 기업집단(재벌) 소속 기업의 소유경영자는 초과보상을 받고 있으며, 나아가 이들의 초과보상은 기업의 미래 회계성과에 부정적 영향을 미치고 투자성 현금흐름 유출을 증가시키는 것으로 나타났다(김용식 2017). 연구는 이러한 결과가 소유경영자의 비효율

2) La Porta et al.(1999)은 27개의 선진국에 속한 기업을 대상으로 한 표본에서 30%에 해당하는 기업들이 가족 구성원 혹은 창업자가 지배하는 형태라 하였음.

3) 국내 가족기업 구분 기준: 1) 최대주주, 특수관계인의 지분이 50%이상이거나, 2) 50% 미만이어도 지배권을 보유하고 있으며 가족 구성원이 2인이상 경영에 참여하는 경우 등으로 정의함 (2006년 정책자료: 주요국의 가족기업 현황과 시사점 연구)

적 투자의사결정을 통한 방만 경영을 시사하며, 이는 소유경영기업이 부담하게 되는 대리인 비용의 한 형태로 해석된다고 주장하였다.

이러한 추론을 바탕으로 본 연구는 가족주주의 기업경영참여 수준은 임금격차와 미래주가폭락위험 간의 관계에 미치는 영향을 분석하고, 나아가 이러한 영향이 창업자 세대와 후속세대 간에 차이가 있는지 살펴보고자 한다. 본 연구는 2002년부터 2022년까지 유가증권시장에 상장된 비금융업을 대상으로 분석을 진행하였다. 전체 표본 9,763 기업-연도 중에서 가족주주의 지분율이 5% 이상이면서 가족임원이 한명 이상 존재하는 가족기업의 비중은 57%로 나타났다. 회귀분석 결과, 임금격차와 미래주가폭락위험 간에는 체계적인 관련성이 발견되지 않았다. 이는 우리나라 기업의 임금격차가 효율적 계약과정의 결과일 수 있는 동시에 경영자의 지대추구 행위의 결과일 수도 있음을 시사한다. 즉, 이 두 상반된 효과가 서로 상쇄되어 전체적으로 유의미한 관련성이 나타나지 않았을 가능성이 있다.

그러나 가족기업의 경우 가족의 경영참여 수준이 증가할수록 임금격차와 미래주가폭락위험 간 유의한 양(+)의 관련성이 존재하는 것으로 나타났다. 이는 비가족기업에서의 임금격차가 미래주가폭락위험과 음(-)의 관련성이나 유의하지 않은 반면, 가족기업에서는 가족의 경영참여 수준이 증가할수록 임금격차가 미래주가폭락위험을 증가시킬 수 있음을 의미한다. 한편, 가족의 경영참여 수준 자체는 미래주가폭락위험과 유의한 음(-)의 관계를 보였다. 또한, 가족기업만을 대상으로 한 분석에서는, 기업업력이 오래된 가족기업, 즉 후속세대경영 가족기업에 한하여 가족의 경영참여 수준이 증가할수록 임금격차와 미래주가폭락위험간 유의한 양(+)의 관련성이 확인되었다.

종합하면, 가족기업에서의 임금격차 확대는 경영자에 대한 기업 내부의 감시·견제 메커니즘이 효과적으로 작동하지 않는 상황에서 발생했을 가능성을 시사한다. 그리고 이러한 임금격차의 확대가 제시하는 부정적 영향은 후손세대로 경영이 승계된 가족기업에서 더욱 두드러질 수 있음을 본 연구결과는 보여준다.

본 연구는 우리나라 기업 내 수직적 임금격차가 기업의 보상체계 시스템의 건전성과 정당성, 나아가 기업지배구조의 효율성에 대해 가지는 시사점을 제시하고 있다. 또한, 가족지배의 영향을 경영참여 수준과 세대간 경영승계 측면에서 다각적으로 분석함으로써, 우리나라에서 가족주주의 이해관계자 중심 기업 문화가 자본시장에 미치는 영향을 보여준다. 본 연구는 가족기업 특성에 따른 상황적 증거를 제시함으로써 기업가치를 재정립하고, 가족기업의 지속가능경영과 책임경영에 대한 시사점을 제공한다는 점에서 학문적, 실무적으로 중요한 기여를 할 것으로 기대된다.

본 연구는 제1장 서론에 이어 제2장에서는 선행연구와 가설을 제시한다. 제3장에서는 변수측정방법과 연구모형을 제시하고, 제4장에서는 실증분석 결과를 설명한다. 마지막으로 제5장에서는 결론을 제시한다.

## II. 선행연구와 가설

### 2.1 임금격차와 미래주가폭락위험 간의 관련성

기업 내 임금격차 심화 현상에 대해 다수의 연구자들이 그 발생원인과 경제적 영향을 파악하고자 했으나, 기존 연구들은 혼재된 결과를 제시하고 있으며 학계의 의견도 양분되어 있다. 주목할 만한 점은 최고경영진의 고액 보상에 대한 대중의 반감이 경제

적 근거와 반드시 일치하지 않는다는 것이다. 최근 연구들은 높은 임금격차가 기업 성과를 저해하지 않으며, 오히려 성과 향상에 기여한다는 결과를 보여 주고 있다(Mueller et al. 2017; Cullen and Perez-Truglia 2022). 이는 높은 임금격차가 경영자의 노력 수준을 반영한다는 가설을 뒷받침한다.

반면, 임금격차가 낮은 기업들은 상대적으로 낮은 자본비용을 보이는 것으로 나타났으며, 일부 연구에서는 높은 임금격차를 보인 기업들이 임금격차 정보 공시 후 저조한 초과수익률을 기록했다고 보고했다. 연구자들은 이러한 현상이 불평등을 기피하는 투자자들, 즉 친 사회적 성향이 강한 투자자들이 임금격차가 낮은 기업의 보상 체계를 더 공정하다고 인식하기 때문이라고 해석했다(Dittmann et al. 2023). 본 연구는 임금격차가 자본시장의 정보환경에 미치는 영향을 규명하고자 하며, 특히 임금격차와 주가폭락위험 간의 관계를 분석함으로써 이 문제에 대한 실증자료를 제공하고자 한다.

회계정보의 주요 제공자인 경영자는 일반적으로 부정적 정보의 공시를 회피하는 경향이 있다. 이러한 부정적 정보가 기업 내부에 축적되어 특정 임계점에 도달하면, 누적된 정보가 일시에 시장에 유입되어 주가의 급격한 하락을 초래할 수 있다. 선행연구에서는 이러한 현상을 '주가폭락위험'으로 정의하고 있으며(Hutton et al. 2009), 정보 제공자인 경영자의 재량적 의사결정에 크게 영향을 받는다. 따라서 경영자의 능력과 유인에 따라 기업의 주가폭락위험 수준이 상이하게 나타날 수 있다. 정보 공시에 관한 의사결정 권한이 경영자에게 있다는 점을 고려할 때, 경영자가 기업 차원의 주가폭락위험에 미치는 영향은 상당한 중요성을 지닌다.

본 연구는 임금격차가 미래 주가폭락위험에 미치는 영향을 분석함으로써, 임금격차에 반영된 경영자

의 능력과 유인을 추론하고자 한다. 임금격차와 주가폭락위험 간의 관계는 두 가지 상반된 이론적 관점에서 고찰될 수 있다: 효율적 계약가설에 기반한 토너먼트 이론과 경영자 지대추구행위에 근거한 불평등 계약 이론이다. 본 연구는 이 두 이론적 틀에 따라 임금격차와 주가폭락위험 간의 관계가 상이하게 나타날 것으로 예상한다.

효율적 계약가설에 따르면, 대리인 비용이 불가피한 기업 환경에서 경영자 보상계약은 이러한 비용을 최소화할 수 있는 가장 효과적인 수단이 될 수 있다. 경쟁적 시장에서 경영자들은 그들의 능력과 명성에 따라 평가받게 되며, 따라서 높은 임금격차를 보이는 기업의 최고경영진은 시장에서 가장 유능한 경영자일 가능성이 있다. 이는 능력에 기반한 효율적 계약의 결과를 시사한다. 이러한 관점에서, 경영자와 직원 간의 임금격차는 경영자의 한계생산성을 직원의 한계생산성으로 나눈 비율로 해석될 수 있다(Jensen and Meckling 1976).

토너먼트 이론은 효율적 계약이론을 보완하며, 임금격차가 조직 내 하위 계층의 구성원들에게 최선의 노력을 기울이도록 동기를 부여하는 효과적인 수단이라고 주장한다. 토너먼트 이론의 맥락에서, 다수의 연구들은 높은 임금격차가 기업 성과와 긍정적인 관계를 가진다고 보고하고 있다(Mueller et al. 2017; Cullen and Perez-Truglia 2022).

선행연구에 따르면, 우수한 능력을 가진 경영자일수록 기업 전반에 대한 이해도가 높아 정확한 예측이 가능하며, 이는 발생액 측정의 오차를 감소시켜 이익의 질을 향상시키고 정보비대칭을 감소시킨다(Demerjian et al. 2013). 또한 이러한 경영자는 높은 순현재가치를 실현할 수 있는 투자안을 선택할 가능성이 높다(Chemmanur et al. 2009). 주가폭락위험이 주주가치와 기업가치에 미치는 부정적

영향을 고려할 때, 우수한 능력을 지닌 경영자는 시장에서의 자신의 명성을 유지하기 위해 정확하고 적시성 있는 정보를 제공함으로써 정보비대칭을 감소시키고 주가폭락을 사전에 방지할 수 있을 것으로 예상된다.

Ben-Nasr and Ghouma(2018)은 과도하게 관대한 직원 연봉이나 복지혜택은 직원들의 내부고발 가능성을 낮춤으로써 공시의 질을 저하시키고, 이는 결과적으로 미래 주가폭락위험을 증가시킬 수 있다고 주장했다. 이들은 경영자가 자신들의 부정행위를 은폐하고 내부고발 가능성을 낮추기 위해 직원들에게 과도한 보상과 혜택을 제공할 수 있다고 추론했다. Dyck et al.(2010)은 기업사기의 가장 효과적인 고발자가 투자자, SEC(미국 증권거래위원회), 감사인이 아닌 사내 직원들이라고 지적하며, 이는 직원들이 기업 내부정보에 대한 접근성이 높고 정보취득비용이 낮아 경영진의 부정행위를 가장 효과적으로 발견할 수 있기 때문이라고 설명했다. 따라서 본 연구는 효율적 계약에 따른 임금격차가 형성된 기업의 경우, 직원과 경영진 간의 부정한 결탁을 방지하고 직원들의 내부 모니터링이 효과적으로 이루어 질 수 있는 환경이 조성될 수 있다고 추론한다(Ben-Nasr and Ghouma 2018).

종합하면, 임금격차가 효율적 계약의 결과로 발생한 경우, 이는 경영자의 우수한 능력과 임금 토너먼트 제도의 긍정적 효과가 반영된 건전한 기업 지배구조를 의미할 것이다. 따라서 높은 임금격차에 반영된 우수한 능력의 경영자는 주주가치를 극대화하는 방향으로 의사결정을 내리고, 부정적 정보를 적시에 공시하는 등 기업위험을 효과적으로 관리함으로써 미래 주가폭락위험을 감소시킬 가능성이 있다. 이에 본 연구는 임금격차와 주가폭락위험 간에 음(-)의 관계가 존재할 것으로 예상된다.

앞서 논의한 임금격차의 긍정적 측면과 대조적으로, 경영자 지대추구행위 가설은 임금격차를 경영자가 보상 결정 과정에 개입하고 이사회에 영향력을 행사하는 정도를 나타내는 지표로 해석한다(Bebchuk and Fried 2004). 이는 이사회가 경영자의 권력에 종속될 수 있다는 점에 근거한다. 예를 들어, 최고경영진이 사외이사의 선임과 보상 수준에 영향력을 행사할 수 있어, 이사회가 최고경영자의 보상 수준을 독립적이고 객관적으로 결정하기 어려울 수 있다. Carcello et al.(2011)은 이사회 선임 과정에서 최고경영자의 개입도가 높을수록 감사위원회의 모니터링 기능이 약화됨을 실증적으로 보여주었다.

국내외 선행연구들은 기업지배구조의 질이 낮을수록 경영자에게 초과보상이 지급되며, 이는 미래성과에 부정적인 영향을 미침을 보여주었다(지성권&신성욱 2007). 광명민&김현진(2017)은 최고경영자 보상비용을 경영권 집중화 수준에 대한 대응치로 활용하여, 경영자에게 권한이 집중될수록 기업가치가 하락하고 과잉투자자와 같은 비효율적 의사결정이 증가함을 보고했다. 이미주 외(2020)의 연구는 한국기업의 임원 보수가 주식수익률 및 매출액 변화율과 양(+)의 상관관계를 보였으나, 수익성 지표와는 유의한 관계가 없음을 보여주었다. 연구진은 임원보수가 수익성보다 매출액에 연동되어 결정되는 경우, 경영자들이 단기적 성과나 기업규모의 확장에 치중할 수 있다는 우려를 제기했다.

이처럼 수익성이 확보되지 않은 외형확대는 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 경영자는 이러한 상황을 은폐하고 높은 보상 수준을 정당화하기 위해 당기이익을 조정하거나 투자자산의 손상차손 등 부정적 정보의 보고를 지연시키도록 재무보고 시스템에 영향력을 행사할 가능성이 있다. 한편 김예원&정성문(2020)은 우리나라에서 임금격차가 큰 기업일수

록 증가변동성이 높다는 결과를 제시하여 수직적 임금격차는 조직내 갈등과 사회적자본<sup>4)</sup>의 저하를 유발하여 기업위험을 증가시킬 수 있다고 해석했다.

종합하면, 임금격차는 내부 감시·견제 메커니즘이 취약한 상황에서 더욱 확대될 수 있다. 따라서 큰 임금격차는 대리인 문제의 심화, 경영자의 사적 이익 추구로 인한 수익성 하락, 이를 은폐하기 위한 이익조정과 부정적 정보의 축적 가능성을 증가시킬 것으로 예상된다. 결과적으로 높은 임금격차는 미래 추가폭락위험과 양(+)<sup>4)</sup>의 관련성을 가질 것으로 예상된다.

이처럼 임금격차와 미래 추가폭락위험 간의 관계에 대한 이론적 예측이 상반되므로, 본 연구는 다음과 같은 대립가설을 설정한다.

가설 1: 임금격차는 미래 추가폭락위험과 체계적인 관련성을 가질 것이다.

## 2.2 가족지배기업의 임금격차와 미래 추가폭락위험 간의 관련성

본 연구는 임금격차가 미래 추가폭락위험에 미치는 영향이 가족의 경영참여 정도에 따라 비가족기업과 차별적일 것이라 예상된다. Connelly et al. (2016)에 따르면, 소수의 기업에 장기적으로 집중투자하는 투자자(dedicated investors)는 보상체계를 포함한 기업 경영에 상당한 영향력을 행사하며, 기업의 다양한 이해관계자들과의 관계를 중시하는 특성을 보인다.

본 연구는 일반 대주주와는 구별되는 가족지배주주의 다음과 같은 특성에 주목한다. 첫째, 가족지배주주는 집중투자자이자 장기투자자로서, 가족의 부

와 기업의 가치가 밀접하게 연관되어 있다. 이들은 경영자에 대한 모니터링을 통해 대리인 문제를 완화하고 기업가치를 극대화하려는 강력한 경제적 유인을 가지며, 장기적 소유를 통해 기업에 대한 깊은 이해와 장기적 전망을 형성한다. 따라서 가족기업의 높은 임금격차는 경영자의 탁월한 능력과 전문성에 대한 정당한 보상을 반영할 가능성이 높다.

둘째, 가족지배주주는 단기적 경제성과보다 장기적 기업 경쟁력과 지속가능성을 중시한다. 이로 인해 가족기업의 경영자들은 단기적 성과에 대한 압박이 상대적으로 자유로워, 장기적 성과 향상에 집중할 수 있다. 따라서 개인적 성과보상 증대나 경영권 보호를 위한 기회주의적 경영의사결정 또는 악재축적의 유인이 감소할 것으로 예상된다.

셋째, 가족지배주주는 세대를 이어가는 장기적인 투자자로서, 다양한 이해관계자들과 장기적 계약을 유지한다. Yoshikawa et al.(2005)이 제시한 관계지향적 주주(relational owners)로서의 가족지배주주는 직원의 종신고용(lifetime employees)이나 가족 친화적 정책(family-friendly policies)을 통해 직원의 직업 안정성과 근무 환경을 개선하려는 경향이 있다(Ben-Nasr and Ghouma 2018). 이러한 환경에서 직원들은 단순한 금전적 보상을 넘어 비금전적 가치를 중요시할 가능성이 높으며, 이는 업무만족도 향상과 시장 신뢰 강화로 이어져 추가 안정성에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

종합하면, 가족기업은 경영자 능력에 대한 공정한 평가와 효과적인 모니터링이 가능하고, 장기적 성과를 중시하며, 이해관계자 중심의 기업문화를 형성한다. 이러한 특성으로 인해 가족기업에서의 임금격차는 미래 추가폭락 위험을 감소시킬 것으로 예상된다.

4) 조직 내 구성원 간의 신뢰와 정보교류 네트워크를 사회적자본(social capital)이라 한다(Blyler and Coff 2003).

이러한 가족기업의 긍정적인 측면과는 대조적으로, 가족지배주주와 소액주주간의 대리인 문제가 심화에 대한 우려가 제기되고 있다. 최근 우리나라에서는 창업주의 손자 세대가 경영 전면에 나서는 등 오너경영의 세대교체가 본격화되고 있다.<sup>5)</sup> 선행연구들은 후손세대로 기업승계가 될수록 가족기업이 갖는 장점은 희석되고 가족기업의 단점이 부각될 수 있음을 지적한다(Bennedson et al. 2006; Anderson and Reeb 2003; 광영민&김현진 2017). 이러한 비판의 핵심은 가족기업의 최고경영자(CEO) 선정 과정에 있다. 가족기업은 능력 있는 외부 전문 CEO를 배제하고 제한된 가족 구성원 중에서만 CEO를 선택하는 경향이 있다. 경험과 능력이 부족한 가족 CEO의 임명은 비가족 임원의 불만을 초래하고, 가족중심의 폐쇄적인 경영 구조는 혁신을 제한하여 기업 경쟁력 약화를 초래할 수 있다.

또한 기업규모 성장과 후계자 승계에 따라 가족주주의 지분이 감소하면서 소유권과 지배권의 괴리는 커질 수 있다. 이는 지배주주의 기회주의적인 행동과 소액주주 이해침해 유인을 강화할 수 있다. 가족경영자는 이사회에 견제기능 약화를 이용해 과도한 보상이나 특수관계자 거래를 통해 기업 부를 착취할 가능성이 있다 (Anderson and Reeb, 2003).

이러한 상황에서 가족지배주주는 사적 이익을 위해 수익성이 낮은 프로젝트에 투자하는 등 비효율적 의사결정을 할 수 있다(박선영 2016; 최중서&광영민 2010). 김용식(2017)은 국내 기업집단 소속 기업의 소유경영자가 받는 초과보상이 미래 회계성과에 부정적 영향을 미치고 투자성 현금흐름 유출을 증가시킴을 보여주었다. 이러한 비효율적 투자는 자본투자의 효율성을 저하시키고 기업성과에 부정적인 영향

을 초래하므로, 경영자는 과잉투자로 인한 부정적 영향을 은폐하려는 유인이 증가할 것이다.

종합하면, 가족기업의 임금격차는 내부 감시·견제 메커니즘이 약화된 상황에서 더욱 확대될 수 있으며, 이는 특히 후손세대가 경영하는 가족기업에서 두드러질 것으로 예상된다. 이에 본 연구는 가족주주의 경영참여 수준이 임금격차와 주가폭락위험간의 관계에 미치는 영향이 긍정적 또는 부정적 일 수 있다는 가설 2와, 이러한 영향이 창업자 세대와 후손세대 간에 차이가 있는지를 분석하는 가설 3을 설정한다. 본 연구 결과는 가족기업의 후계자 승계가 지속가능성에 미치는 영향을 평가하고 책임경영에 대한 시사점을 제공할 것으로 기대한다.

가설 2: 가족주주의 경영참여수준은 임금격차와 미래주가폭락위험간 체계적인 관련성을 가질 것이다.

가설 3: 가설 2의 영향은 창업자 이후 후손세대에 의하여 경영되는 가족지배기업과 창업자 세대의 가족지배기업 간 차이가 있을 것이다.

### III. 변수측정과 연구모형

#### 3.1 변수측정

##### 3.1.1 종속변수: 미래주가폭락위험(*Crash Risk<sub>i,t+1</sub>*)

본 연구는 Hutton et al.(2009)의 모형에 따라 주가급락위험을 측정한다. 그리고 기업-연도 표본은

5) 주요그룹 경영전면 나선 오너 3·4세...책임경영은 면애기. (스트레이트 뉴스, 2023. 01.04)

적어도 26개의 주별수익률이 존재하는 표본을 대상으로 한다.

$$r_{j,\tau} = \alpha_j + \beta_1 r_{m,\tau-2} + \beta_2 r_{m,\tau-1} + \beta_3 r_{m,\tau} + \beta_4 r_{m,\tau+1} + \beta_5 r_{m,\tau+2} + \beta_6 r_{i,\tau-2} + \beta_7 r_{i,\tau-1} + \beta_8 r_{i,\tau} + \beta_9 r_{i,\tau+1} + \beta_{10} r_{i,\tau+2} + \epsilon_{j,\tau} \quad Eq. (4)$$

$$W_{j,\tau} = \ln(1 + \epsilon_{j,\tau})$$

여기서,  $r_{j,\tau}$ 는  $\tau$ 주에 주식  $j$ 에 대한 수익률이고  $r_{m,\tau}$ 는  $\tau$ 주에 KOSPI의 가치가중 시장지수 수익률이며,  $r_{i,\tau}$ 는  $\tau$ 주에 산업별 가치가중수익률 (표준산업분류 중분류기준으로 기초시가총액을 이용)이다.  $\tau$ 주에 기업  $j$ 에 대한 기업-고유 주간수익률 ( $W_{j,\tau}$ )은 Eq. (4)의 잔차에 1을 더하고 자연로그를 취해 측정한다. 즉,  $W_{j,\tau} = \ln(1 + \epsilon_{j,\tau})$ .

본 연구에서는 세 개의 주가폭락위험 측정치를 이용하며, 각각 *NCSKEW*, *DUVOL*, 그리고 *CRASH*이다. 첫 번째 측정치 *NCSKEW*는 음(-)의 조건부 수익률 왜도(negative conditional return skewness)이다.<sup>6)</sup> 구체적으로 Eq. (5)와 같은 방식으로 측정하며 여기서  $n$ 은 관측치(week)의 수를 의미한다.

$$NCSKEW_{j,t} = - \left[ \frac{n(n-1)^{3/2} \sum W_{j,\tau}^3}{[(n-1)(n-2)(\sum W_{j,\tau}^2)^{3/2}]} \right] \quad Eq. (5)$$

*DUVOL*은  $W$ 의 상승주(주별 수익률이 연평균 주별 수익률 이상인 경우)의 수익률 변동성(표준편차) 대비 하락주(주별 수익률이 연평균 주별수익률 미만인 경우)의 수익률 변동성의 자연로그 값으로, *DUVOL* 값이 크다는 것은 음(-)의 주가 분포가 더 크다는 것

이며, 주가폭락위험이 높다는 것을 의미한다.

$$DUVOL_{j,t} = \ln \left[ \frac{(n_u - 1) \sum_{down} W_{j,\tau}^2}{(n_d - 1) \sum_{up} W_{j,\tau}^2} \right] \quad Eq. (6)$$

마지막 변수는 지시변수(indicator variable) *CRASH*로서 기업이 1년에 한번 이상의 급락주가 있는 경우 1의 값을 갖는다. 본 연구에서 사용한 주가급락 가능성에 대한 세 가지 측정치는 모두 그 값이 증가할수록 주가폭락위험이 크다는 것을 의미한다. 본 연구에서는 *NCSKEW*와 *DUVOL*이 종속변수가 되는 경우 OLS(ordinary least squares) 회귀분석을 하며 *CRASH*를 종속변수로 하는 경우에는 로지스틱 회귀분석(logit regression)을 한다.

### 3.1.2 독립변수: 임금격차(Wage Disparity: $WD$ , $WD_{adj}$ )

본 연구에서는 임금격차를 계산하기 위하여 다음의 두가지 변수를 이용한다: 1) 임원과 직원의 실제 보수지급액을 이용한 비율( $WD$ ), 2) 해당 기업의  $WD$ 에서 연도별-산업별  $WD$  중위수 값을 차감한 값 ( $WD_{adj}$ ). 구체적으로  $WD$ 의 분자에는 등기이사(사외이사, 감사, 감사위원회 위원 제외)의 1인 평균 년 총지급액 (급여 및 상여금 등의 현금보상으로 퇴직급여는 제외)이며 분모는 직원 1인의 평균 급여액으로 계산된다(Connelly et al. 2016; Shin 2014). 이러한 임금격차 변수는 임금격차에 영향을 미치는 기업 특성 및 보상시스템을 포함한 기업 제반 지배 구조 환경이 반영된 변수라는 점에서 절대적인 임금

6) *NCSKEW*는  $W$ 의 음(-)의 왜도값, 주가수익률 분포의 꼬리가 왼쪽으로 길게 늘어져 있는 정도를 의미한다. 따라서 음(-)의 왜도값이 크다는 것은 주가수익률이 극단적으로 낮은 값을 가질 가능성이 크다는 것을 나타낸다.

수준 변수(absolute levels of pay)에 비하여 장점이 있다(Pfeffer and Langton 1993). 두 번째 변수는 임금격차가 산업특성에 따라 차이가 있을 수 있는 가능성을 고려한 것이다(Bao et al. 2019).

연도별 임금격차의 중위수 값은 다음과 같다. 전체적인 임금격차는 2002년 약 4.2배에서 2022년 약 7.7배, 가족기업(FAM)은 4.3배에서 8.3배, 비가족기업(NFAM)은 4.1배에서 7.1배로 각각 선형적으로 증가하는 추세를 나타냈다.

### 3.1.3 조절변수: 가족기업

본 연구는 동기임원과 평직원 간의 임금격차에 초점을 두고 있다. 따라서 본 연구에서는 최대주주인 가족주주가 동기임원에 존재하면서 동시에 가족주주의 지분율이 5% 이상인 경우(Villalonga and Admit 2006; Gomez-Mejia et al. 2003), 실질적인 지배력을 행사할 수 있다고 판단하여 이를 가족지배기업(FAM)으로 정의한다. 가족지배기업 관련 자료는 사업보고서상의 최대주주명부와 임원현황정보를 비교·대조하여 구성하였다. 본 연구 표본에서 가족지배기업, FAM은 전체표본에서 57%를 차지하며, 가족임원(FMBODN)은 평균 1.7명으로 나타났다. 이에 따라 가족지배력은 가족동기임원수(FMBODN)가 증가할수록 강화될 것으로 예상된다.

### 3.2 연구모형

본 연구 가설 1은 임금격차와 미래 추가폭락위험 간의 관련성을 검증하는 것이고, 가설 2는 이 둘의 관계에 가족지배기업이 어떠한 영향을 주는지 검증하는 것이다. 이러한 가설 1과 가설 2를 검증하기 위하여 아래와 같이 Model (1)~(2)를 각각 설정하였다.

$$\begin{aligned} CrashRisk_{i,t+1} = & \alpha + \beta_1 WD(WDadj)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} \\ & + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} \\ & + \beta_6 EQ_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 LSHR_{i,t} + \beta_9 FOR_{i,t} \\ & + \beta_{10} BIGA_{i,t} + \beta_{11} TVRCH_{i,t} + \beta_{12} RET_{i,t} \\ & + \beta_{13} RETSTD_{i,t} + \beta_{14} CrashRisk_{i,t} \\ & + \beta \sum ID + \beta \sum YD \end{aligned} \quad Model (1)$$

$$\begin{aligned} CrashRisk_{i,t+1} = & \alpha + \beta_1 WD(WDadj)_{i,t} \times FMBODN_{i,t} \\ & + \beta_2 WD(WDadj)_{i,t} + \beta_3 FMBODN_{i,t} \\ & + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DEBT_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} \\ & + \beta_7 GROWTH_{i,t} + \beta_8 EQ_{i,t} + \beta_9 AGE_{i,t} \\ & + \beta_{10} LSHR_{i,t} + \beta_{11} FOR_{i,t} + \beta_{12} BIGA_{i,t} \\ & + \beta_{13} TVRCH_{i,t} + \beta_{14} RET_{i,t} + \beta_{15} RETSTD_{i,t} \\ & + \beta_{16} CrashRisk_{i,t} + \beta \sum ID + \beta \sum YD \end{aligned} \quad Model (2)$$

여기서,  $CrashRisk_{t+1}$ :  $t+1$ 년의 추가폭락 위험으로 다음 3가지 측정치로, 1)  $FNCSKEW$  = 식 2에 의한  $t+1$ 년의 음(-)의 왜도값, 2)  $FDUVOL$  = 식 3에 의한  $t+1$ 년의 수익률 변동성, 3)  $FCRASH$  =  $t+1$ 년 기업이 1년에 한번 이상의 폭락주가 있는 경우 1의 값;  $WD$  = 임금격차 (임원평균임금/직원평균임금);  $WD_{adj}$  = 산업조정 임금격차;  $FMBODN$  = 가족기업의 가족주주동기임원 수;  $WD(WD_{adj}) \times FMBODN$  =  $WD(WD_{adj})$ 와  $FMBODN$ 의 상호교차변수;  $SIZE$  = 총자산의 자연로그 값;  $DEBT$  = 총부채/기초총자산;  $ROA$  = EBITDA/기초총자산;  $GROWTH$  = 과거 3개년의 매출액 성장률;  $EQ$  = 과거 3개년의 절대값 성과대응 재량적 발생액(Kotari et al. 2005)의 합;  $AGE$  = 상장후 기업연령에 대한 자연로그값;  $LSHR$  = 최대주주지분율;  $FOR$  = 외국인지분율;  $BIG4$  = 당해년도 대형회계법인이 감사인인 경우 1, 아니면 0;  $TVRCH$  = 월평균 주식회전율(총보통주거래량/유동보통주식수);  $RET$  = 개별기업의 한 회계연도 동안 주별 누적초과수익률;  $RETSTD$  = 개별기업의 한 회계연도 동안 주별 수익률의 표준편차;  $ID$  = 산업별 더미;  $YD$  = 연도더미.

본 연구의 종속변수는  $t+1$ 년도의 주가폭락위험으로 *FNCSKEW*, *FDUVOL* 그리고 *FCRASH*이며, Model (1)에서 관심변수는 임금격차 *WD*,  $WD_{adj}$ , Model (2)에서는 임금격차와 가족기업의 가족등기 임원수 간의 상호교차변수,  $WD(WD_{adj}) * FMBODN$ 가 된다.

기타 통제변수는 선행연구에서 주가급락위험에 영향을 준다고 제시한 변수들을 포함한다(Hutton et al. 2009). 우선 기업특성으로 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*DEBT*), 수익성(*ROA*), 성장률(*GROWTH*), 회계불투명성(*EQ*), 상장후 기업연령(*AGE*)을 포함하였다. 추가적으로 지배구조변수로는 최대주주지분율(*LSHR*), 외국인지분율(*FOR*)과 감사인규모(*BIG4*)를 통제하였다.

다음으로 주식시장과 관련된 요인들은 월평균주식회전율(*TVRCH*), 기업고유주간수익률(*RET*), 그리고 수익률의 표준편차(*RETSTD*)를 포함하였다. 주식회전율이 높다는 것은 투자자들 간 상이한 의견이 존재할 가능성을 시사하며, 또한 과거 높은 수익률은 과대평가된 경우 당기 주가하락을 초래할 수 있으므로 주가급락위험과 양(+의) 관련성을 예상한다. 그리고 주가폭락을 경험한 미래에도 주가폭락을 경험할 가능성이 높으므로 당기의 주가폭락변수를 추가

하였다. 마지막으로 연구기간 동안 기업이 속한 산업 특성과 해당연도의 경제 특수성으로 인한 영향을 통제하기 위하여 산업 더미(*ID*)와 연도더미(*YD*)를 추가하였다.

### 3.3 표본선정

본 연구는 2002년부터 2022년까지 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 다음 <표 1>과 같은 조건을 만족하는 기업을 표본기업으로 선정하였다.

## IV. 분석결과

### 4.1 기술통계 및 상관관계

<표 2>는 연구모형에 사용된 주요변수들의 기술 통계량으로 Panel A는 전체표본, Panel B는 가족기업과 비가족기업간 통계량을 비교분석한 것이다. 본 연구의 종속변수인 미래 주가폭락위험 대응치인 *FNCSKEW*와 *FDUVOL*의 평균(중위수)값은 각각  $-0.295(-0.238)$ ,  $-0.183(-0.185)$ 로 나타났으며,

<Table 1> 표본의 선정

	표본수 (기업-연도, 개)
2002년부터 2022년까지 비금융업 유가증권 상장기업	12,934
12월말 결산법인 이외 법인 제거	(539)
자본잠식기업 제거	(54)
자료미비 제거	(2,578)
최종 표본	9,763
<i>FAM</i> =1 (가족기업, 가족주주 지분율이 5% 이상이면서 가족임원이 1명 이상인 기업-연도)	5,586 (57%)
<i>FAM</i> =0 (비가족기업인 기업-연도)	4,177 (43%)

이 두 값이 클수록 추가폭락위험 가능성이 높다는 것을 의미한다. *FCRASH*는 0.076(0.0)이고 이는 표본기업의 평균 7.6% 정도가 1년에 한번 이상의 급락주가 있었다는 것을 나타낸다. 임금격차 변수인 *WD*는 평균(중위수) 7.2(4.8)로 평균적으로 직원의 연봉 대비 임원의 연봉이 7.2(4.8배)배인 것을 의미하며, 기업이 속한 산업의 *WD*중위수 값을 차감한 *WD<sub>adj</sub>*는 2.2(0.0)로 나타났다. 다음으로 우리나라 유가상장 기업들은 평균 1명의 가족주주가 임원

(*FMBODN*)인 것으로 나타났다.

가족기업과 비가족기업을 비교해 보면, 우선 가족기업의 *NCSKEW*와 *FDUVOL*, *FCRASH*는 모두 비가족기업에 비하여 유의하게 낮은 값을 나타내며, 이는 가족기업의 추가폭락위험이 낮다는 것을 의미한다. 반면 임금격차변수인 *WD*와 *WD<sub>adj</sub>*에 있어서는 가족기업이 평균(중위수) 7.2(5.0), 2.24(0.2)인 반면 비가족기업은 7.0(4.5), 2.19(-0.2)로 나타남으로써, 가족기업의 임금격차가 비가족기업에 비해

〈Table 2〉 주요 변수의 기술통계량

Panel A: Full sample (n=9,763)

	Mean	Median	Std.Dev.	Q1.	Q3.
<i>FNCSKEW</i>	-0.295	-0.238	0.681	-0.653	0.111
<i>FDUVOL</i>	-0.183	-0.185	0.319	-0.400	0.031
<i>FCRASH</i>	0.076	0.000	0.266	0.000	0.000
<i>WD</i>	7.200	4.840	7.175	3.015	8.458
<i>WD<sub>adj</sub></i>	2.222	0.006	6.990	-1.626	3.334
<i>FMBODN</i>	1.000	1.000	1.113	0.000	2.000
<i>SIZE</i>	20.136	19.891	1.627	18.971	21.094
<i>DEBT</i>	0.466	0.475	0.199	0.310	0.616
<i>ROA</i>	0.080	0.073	0.073	0.040	0.114
<i>GROWTH</i>	0.157	0.063	0.578	-0.004	0.145
<i>EQ</i>	0.139	0.116	0.091	0.074	0.179
<i>AGEI</i>	2.915	3.091	0.751	2.485	3.497
<i>LSHR</i>	0.426	0.427	0.163	0.309	0.533
<i>FOR</i>	0.107	0.048	0.138	0.010	0.153
<i>BIG4</i>	0.655	1.000	0.476	0.000	1.000
<i>TVRCH</i>	-0.001	0.000	0.029	-0.004	0.002
<i>RET</i>	0.150	0.081	0.474	-0.143	0.382
<i>RETSTD</i>	0.063	0.056	0.031	0.042	0.075

변수정의 : *FNCSKEW*=  $t+1$ 년의 추가급락 위험(식 2)으로 음(-)의 왜도값; *FDUVOL* =  $t+1$ 년의 추가급락 위험(식 3) 수익률 변동성; *FCRASH*=  $t+1$ 년의 추가급락 위험으로 기업이 1년에 한번 이상의 급락주가 있는 경우 1의 값; *WD*= 임금격차 (임원평균임금/직원평균임금); *WD<sub>adj</sub>*= 산업조정 임금격차; *FMBODN*= 가족기업의 가족주주등기임원 수; *SIZE*= 총자산의 자연로그 값; *DEBT*= 총부채/기초총자산; *ROA*= EBITDA/기초총자산; *GROWTH*= 과거 3개년의 매출액 성장률; *EQ*= 과거 3개년의 절대값 성과대응 재량적 발생액(Kotari et al. 2005)의 합; *AGEI*= 상장후 기업연령에 대한 자연로그값; *LSHR*= 최대주주지분율; *FOR*= 외국인지분율; *BIG4*= 당해년도 대형회계법인이 감사인인 경우 1, 아니면 0; *TVRCH*= 월평균 주식회전율 (총보통주거래량/유통보통주식수); *RET*= 개별기업의 한 회계연도 동안 주별 누적초과수익률; *RETSTD*= 개별기업의 한 회계연도 동안 주별 수익률의 표준편차.

〈Table 2〉 주요 변수의 기술통계량 (계속)

Panel B: Full sample (n=9,763)

	FAM=1(n=5,586)		FAM=0(n=4,177)		Means t-test	Median z-test
	Mean	Median	Mean	Median		
<i>FNCSKEW</i>	-0.314	-0.250	-0.271	-0.217	-3.070***	-2.747***
<i>FDUVOL</i>	-0.190	-0.189	-0.173	-0.174	-2.560**	-2.524**
<i>FCRASH</i>	0.071	0.000	0.084	0.000	-2.450**	-2.451**
<i>WD</i>	7.224	5.027	7.083	4.529	1.780*	6.624***
<i>WD<sub>adj</sub></i>	2.244	0.219	2.193	-0.216	1.350	7.964***
<i>FMBODN</i>	1.723	2.000	0.000	0.000	117.520***	89.760***
<i>SIZE</i>	19.848	19.607	20.520	20.321	-20.640***	-18.921***
<i>DEBT</i>	0.437	0.444	0.505	0.522	-16.830***	-16.189***
<i>ROA</i>	0.081	0.073	0.079	0.073	1.360	1.295
<i>GROWTH</i>	0.186	0.064	0.118	0.061	5.790***	3.245***
<i>EQ</i>	0.133	0.112	0.147	0.122	-7.640***	-6.934***
<i>AGEI</i>	0.607	1.000	0.718	1.000	-11.390***	-11.317***
<i>LSHR</i>	0.090	0.042	0.131	0.060	-14.970***	-10.222***
<i>FOR</i>	0.434	0.436	0.416	0.411	5.320**	4.946***
<i>BIG4</i>	2.977	3.135	2.831	2.996	9.500***	8.551***
<i>TVRCH</i>	-0.001	0.000	-0.001	0.000	0.470	-0.608
<i>RET</i>	0.171	0.104	0.122	0.055	5.050***	6.209***
<i>RETSTD</i>	0.061	0.055	0.065	0.056	-5.250***	-3.727***

1) 변수 정의는 〈Table 2〉 참조.

통계적으로 유의하게 높은 것을 확인할 수 있다. 그리고 가족기업은 평균 1.72명의 가족임원(*FMBODN*)이 있는 것으로 나타났다.

한편 상관관계를 살펴본 결과,<sup>7)</sup> 미래 주가폭락위험(*NCSKEW*, *FDUVOL*, *FCRASH*)과 임금격차(*WD*, *WD<sub>adj</sub>*)간에는 *FCRASH*를 제외하고는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 임금격차가 큰 기업일수록 미래 주가폭락위험이 증가할 수 있다는 가능성을 암시한다. 그러나 상관관계분석은 종속변수에 영향을 미칠 수 있

는 다른 혼재변수의 영향을 고려하지 않은 결과로서 다중회귀분석을 통해 확인해 볼 필요가 있다.

#### 4.2 가설 1에 대한 회귀분석 결과

본 연구의 가설 1은 기업내 평직원대비 임원의 임금 비율과 미래 주가폭락위험 간의 관련성을 확인하는 것이며, 〈표 3〉은 관심변수 *WD*, *WD<sub>adj</sub>*를 각각 이용한 회귀분석 결과이다. 우선 칼럼1~3에서 *WD*는 종속변수 *FNCSKEW*와 *FDUVOL*에 대하여 양

7) 지면의 효율성을 위해 표 제시는 생략한다.

〈Table 3〉 임금격차와 미래 주가폭락위험 간의 관련성 (n=9,763 전체표본)

<i>Dep. Var.</i>	<i>FNCSKEW</i>	<i>FDUVOL</i>	<i>FCRASH</i>	<i>FNCSKEW</i>	<i>FNCSKEW</i>	<i>FCRASH</i>
<i>Ind. Var.</i>	<i>WD</i>			<i>WD<sub>adj</sub></i>		
<i>Constant</i>	-1.157*** (-6.113)	-0.523*** (-5.774)	-1.845** (-2.246)	-1.159*** (-6.022)	-0.523*** (-5.686)	-1.847** (-2.230)
<b><i>WD (WD<sub>adj</sub>)</i></b>	0.001 (0.398)	0.001 (0.713)	-0.004 (-0.558)	0.001 (0.327)	0.000 (0.664)	-0.004 (-0.509)
<i>SIZE</i>	0.062*** (6.750)	0.026*** (5.902)	-0.047 (-1.257)	0.062*** (6.763)	0.027*** (5.917)	-0.048 (-1.276)
<i>DEBT</i>	-0.170*** (-4.105)	-0.088*** (-4.547)	0.004 (0.018)	-0.170*** (-4.111)	-0.088*** (-4.557)	0.005 (0.022)
<i>ROA</i>	-0.025 (-0.185)	-0.034 (-0.569)	-1.900*** (-2.955)	-0.025 (-0.181)	-0.033 (-0.562)	-1.902*** (-2.959)
<i>GROWTH</i>	0.101 (1.262)	0.041 (1.107)	0.396 (0.848)	0.101 (1.263)	0.041 (1.109)	0.396 (0.847)
<i>EQ</i>	-0.007 (-0.830)	-0.005 (-1.243)	-0.064 (-0.842)	-0.007 (-0.835)	-0.005 (-1.244)	-0.064 (-0.841)
<i>AGE</i>	-0.043*** (-3.552)	-0.020*** (-3.350)	0.048 (0.845)	-0.043*** (-3.559)	-0.020*** (-3.357)	0.049 (0.847)
<i>LSHR</i>	-0.221*** (-3.706)	-0.096*** (-3.575)	-0.170 (-0.647)	-0.221*** (-3.717)	-0.097*** (-3.592)	-0.168 (-0.640)
<i>FOR</i>	0.146* (1.752)	0.093** (2.470)	0.017 (0.044)	0.146* (1.755)	0.093** (2.473)	0.015 (0.041)
<i>BIG4</i>	0.026 (1.192)	0.010 (1.087)	0.072 (0.787)	0.026 (1.192)	0.010 (1.087)	0.072 (0.787)
<i>TVRCH</i>	0.107 (0.443)	0.053 (0.523)	1.471 (1.067)	0.107 (0.442)	0.053 (0.522)	1.471 (1.067)
<i>RET</i>	0.150*** (5.864)	0.073*** (5.835)	0.058 (0.536)	0.150*** (5.866)	0.073*** (5.829)	0.058 (0.537)
<i>RETSTD</i>	-0.550 (-1.189)	-0.489** (-2.248)	0.076 (0.044)	-0.550 (-1.189)	-0.489** (-2.248)	0.076 (0.044)
<i>CrashRisk</i>	0.053*** (3.879)	0.047*** (3.634)	-0.203 (-1.311)	0.053*** (3.871)	0.047*** (3.636)	-0.203 (-1.310)
<i>Industry &amp; Year dummy Included</i>						
(Pseudo)R <sup>2</sup>	0.069	0.068	0.022	0.069	0.068	0.022

1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함. 표준오차는 firm-clustering 하여 계산된 것임. 2) 각 변수의 정의는 〈Table 2〉 참조

(+)의 계수값을, *FCRASH*에 있어서는 음(-)의 계수값을 보이지만 모두 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났다. 나아가  $WD_{adj}$ 를 이용한 칼럼 4~6를 살펴보면, *WD*의 결과와 유사하며, *FNCSKEW*와 *FDUVOL*에 대하여 양(+)의 계수값을, *FCRASH*에 있어서는 음(-)의 계수값으로 모두 유의하지는 않다. 이러한 결과는 종속변수와 독립변수에 영향을 미칠 수 있는 교란변수를 통제한 후의 결과로 의미가 있다.

본 연구는 우리나라의 임금격차가 효율적 계약과정의 결과인지 혹은 경영자의 지대추구 행위로 인한 대리인 문제의 결과인지에 따라, 미래 주가폭락위험과 음(-) 또는 양(+)의 관련성을 가질 수 있다고 예측하였다. 그러나 회귀분석 결과, 임금격차와 미래 주가폭락위험 간의 체계적인 관련성은 발견되지 않았다. 이러한 결과는 두가지 측면에서 해석될 수 있다. 첫째, 우리나라에서 임금격차는 효율적 계약과정의 결과와 경영자의 지대추구 행위라는 두가지 상반된 특성이 동시에 존재할 수 있으며, 이 두 효과가 서로 상쇄되어 전체적으로 유의미한 관련성이 나타나지 않았을 가능성이 있다. 둘째, 임금격차와 미래 주가폭락위험 간의 관계가 기업특성 등 다른 요인에 의해 조절될 수 있다는 가능성이 있다. 이에 본 연구는 가족지배기업 여부가 임금격차와 미래주가폭락위험 간의 관계에 미치는 조절효과를 분석하고자 한다.

통제변수는 대체적으로 선행연구와 일치하는 방향성과 유의성을 제시하고 있다(Hutton et al. 2009). 구체적으로 *SIZE*, *FOR*, *RET*, *CrashRisk*는 유의한 양(+)의 관련성을 보이는 반면, *DEBT*, *ROA*, *AGE*, *LSHR*은 유의한 음(-)의 관련성으로 나타났다. 이는 기업규모가 크고, 외국인 지분율이 높을수록, 기업의 과거 주가수익률이 높을수록 과대평가된 주가의 하락으로 미래 주가급락위험이 높다는 것을 의미한다.

또한 과거 주가급락을 경험한 기업은(*CrashRisk*)은 미래 주가급락을 경험할 가능성이 증가하는 것을 확인할 수 있다. 한편 수익률(*ROA*)이 좋을수록 투자자에게 긍정적인 정보로 해석될 수 있기 때문에 주가폭락 위험이 감소하며, 기업 부채비율(*DEBT*), 기업연령(*AGE*), 그리고 대주주지분율(*LSHR*)은 높을수록 경영자에 대한 채권자와 대주주, 시장의 모니터링이 효과적으로 작동하여 경영자의 악재축적 유인이 감소할 수 있음을 시사하는 결과라 할 수 있다.

### 4.3 가설 2에 대한 회귀분석 결과

〈Table 4〉는 가설 2, 즉 가족기업의 가족주주 임원의 수가 증가할수록 임금격차와 미래 주가폭락위험 간 유의미한 영향이 존재하는지 검증한 회귀분석 결과이다. 여기서 관심변수는 가족주주 임원수 *FMBODN*이며, *FMBODN*과 *WD*,  $WD_{adj}$  간의 상호교차변수이다. 우선 *WD*,  $WD_{adj}$  단독변수는 모든 주가폭락 종속변수와 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 비가족기업의 경우 임금격차와 미래 주가폭락위험 간 체계적 관련성이 발견되지 않았음을 의미한다. 한편 가족기업의 경영참여 수준을 나타내는 *FMBODN* 단독변수는 모든 칼럼에서 음(-)의 계수값을 보이며 5%~1%수준에서 유의하다. 이는 가족의 경영참여수준이 높을수록 미래 주가폭락위험이 감소할 수 있음을 시사한다.

이러한 현상은 가족주주의 고유한 특성에 기인할 수 있다. 가족주주는 세대를 잇는 장기 투자자로서 가족의 부와 기업의 가치가 밀접하게 연관되어 있어, 기업의 장기적 경쟁력과 지속가능성을 중시하는 의사결정을 할 가능성이 높다. 또한 가족주주의 적극적인 경영참여로 소유와 경영의 일치가 이루어져 대리인 비용이 감소하는 긍정적 효과가 나타나는 것으로 해석

〈Table 4〉 임금격차와 미래 추가폭락위험 간 가족 경영의 조절 효과 (n=9,763 전체표본)

<i>Dep. Var.</i>	<i>FNCSKEW</i>	<i>FDUVOL</i>	<i>FCRASH</i>	<i>FNCSKEW</i>	<i>FNCSKEW</i>	<i>FCRASH</i>
<i>Ind. Var.</i>	<i>WD</i>			<i>WD<sub>adj</sub></i>		
<i>Constant</i>	-0.898*** (-5.286)	-0.381*** (-4.807)	-1.697* (-1.889)	-0.910*** (-5.341)	-0.386*** (-4.850)	-1.750* (-1.924)
<b><i>FMBODN × WD (WD<sub>adj</sub>)</i></b>	<b>0.002** (2.546)</b>	<b>0.001* (1.880)</b>	<b>0.011** (2.297)</b>	<b>0.002** (2.404)</b>	<b>0.001* (1.734)</b>	<b>0.012** (2.287)</b>
<i>WD (WD<sub>adj</sub>)</i>	-0.001 (-0.537)	0.000 (0.034)	-0.012 (-1.373)	-0.001 (-0.587)	-0.000 (-0.013)	-0.012 (-1.327)
<b><i>FMBODN</i></b>	<b>-0.020** (-2.221)</b>	<b>-0.008* (-1.933)</b>	<b>-0.157*** (-2.742)</b>	<b>-0.010* (-1.772)</b>	<b>-0.005** (-2.435)</b>	<b>-0.102** (-2.211)</b>
<i>SIZE</i>	0.060*** (8.691)	0.025*** (7.776)	-0.040 (-0.973)	0.060*** (8.730)	0.025*** (7.820)	-0.041 (-0.990)
<i>DEBT</i>	-0.209*** (-4.717)	-0.103*** (-5.095)	-0.167 (-0.654)	-0.210*** (-4.734)	-0.104*** (-5.111)	-0.169 (-0.661)
<i>ROA</i>	-0.030 (-0.238)	-0.030 (-0.513)	-0.813 (-1.162)	-0.029 (-0.232)	-0.029 (-0.505)	-0.819 (-1.171)
<i>GROWTH</i>	-0.003 (-0.213)	-0.003 (-0.516)	-0.069 (-0.846)	-0.002 (-0.201)	-0.003 (-0.509)	-0.068 (-0.836)
<i>EQ</i>	0.076 (0.858)	0.023 (0.542)	0.184 (0.348)	0.075 (0.852)	0.022 (0.539)	0.182 (0.343)
<i>AGE</i>	-0.046*** (-4.659)	-0.021*** (-4.462)	0.047 (0.765)	-0.046*** (-4.651)	-0.021*** (-4.457)	0.048 (0.781)
<i>LSHR</i>	-0.277*** (-5.448)	-0.123*** (-5.256)	-0.396 (-1.392)	-0.278*** (-5.459)	-0.123*** (-5.269)	-0.393 (-1.379)
<i>FOR</i>	0.119* (1.804)	0.082*** (2.643)	-0.455 (-1.138)	0.119* (1.798)	0.082*** (2.640)	-0.462 (-1.154)
<i>BIG4</i>	0.032* (1.829)	0.014* (1.770)	0.070 (0.716)	0.032* (1.818)	0.014* (1.762)	0.069 (0.709)
<i>TVRCH</i>	0.244 (0.904)	0.109 (0.875)	1.649 (1.227)	0.243 (0.898)	0.108 (0.870)	1.643 (1.222)
<i>RET</i>	0.167*** (7.864)	0.079*** (8.009)	0.103 (0.836)	0.167*** (7.858)	0.079*** (8.002)	0.103 (0.834)
<i>RETSTD</i>	-0.663* (-1.833)	-0.497*** (-3.074)	-0.148 (-0.072)	-0.655* (-1.812)	-0.494*** (-3.055)	-0.116 (-0.056)
<i>CrashRisk</i>	0.057*** (4.562)	0.050*** (4.289)	-0.166 (-0.992)	0.057*** (4.567)	0.050*** (4.293)	-0.166 (-0.993)
<i>Industry &amp; Year dummy Included</i>						
(Pseudo)R <sup>2</sup>	0.077	0.075	0.029	0.077	0.075	0.029

1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함. 표준오차는 firm-clustering 하여 계산된 것임. 2) 각 변수의 정의는 〈Table 2〉 참조

할 수 있다. 그러나 본 연구의 관심변수인 상호교차 변수  $FNBDN*WD(WD_{adj})$ 는 모든 칼럼에서 양 (+)의 계수값을 보이며 10%~5% 수준으로 통계적으로 유의하다. 이는 가족의 경영참여 수준 증가에 따른 미래주가폭락위험 감소효과가 임금격차에 의해 약화됨을 시사한다.

본 연구는 가족기업의 임금격차에 대해 두 가지 상반된 영향을 제시했다. 첫째, 가족기업의 긍정적 측면에서, 경영자와 주주 간 대리인 비용 감소 및 효과적인 모니터링으로 인한 임금격차는 경영자 능력에 대한 공정한 평가와 효율적 계약을 반영할 수 있다. 반면, 기업 업력과 규모 증가에 따라 가족지배주주가 적은 소유권으로 기업을 지배하면서 소액주주와의 대리인 문제가 심화될 수 있다. 더욱이 폐쇄적 지배구조 하에서 가족경영자가 집중된 영향력을 이용해 불평등하게 높은 임금을 배분할 가능성이 있다. 본 연구 결과는 가족기업의 임금격차 발생 원인으로 후자의 부정적 측면이 우세함을 지지한다.

#### 4.4 가설 3 대한 회귀분석 결과

본 연구는 가족기업의 임금격차에 대해 두 가지 상반된 영향을 추론했다. 그러나 <표 4>의 결과는 가족기업의 임금격차 발생 원인으로 가족지배주주의 기회주의적 유인이 우세함을 시사한다. 이에 따라 이러한 부정적 측면이 후손 세대 경영 가족기업에서 주로 나타나는지 검증했으며, 그 결과를 <표 5>에 제시하였다.

본 연구에서는 창업자와 후손 세대 경영 가족기업을 구분하기 위한 데이터가 용이하지 않으므로 간접적으로 본 연구의 가족기업 표본에서 기업업력의 중위

수(42년)를 기준으로 표본을 구분했다. 중위수 42년 이상인 기업-연도는 2,943개, 42년 미만인 기업-연도는 2,643개로 분류되었으며, 42년 이상인 기업은 후계자 승계가 이루어진 기업으로 간주하였다.

Panel A의 기업업력 42년 이상인 표본에서는 관심변수  $FNBDN*WD(WD_{adj})$ 가 모든 칼럼에서 양 (+)의 계수값을 보이며 5%~1% 수준에서 통계적으로 유의했다. 반면에 Panel B의 기업업력이 42년 미만 표본(창업자경영 가족기업)에서는 관심변수가 음(-)의 계수값을 보였으나 통계적으로 유의하지 않았다.

이러한 결과는 가설 2의 결과를 뒷받침하며, 우리나라 가족기업이 전반적으로 경영자와 주주간 대리인 비용 감소라는 긍정적 측면이 강하고, 이는 미래주가폭락위험 감소에 기여할 수 있음을 시사한다. 그러나 가족기업의 임금격차 확대는 내부 감시·견제 메커니즘의 미흡에서 기인했을 수 있으며, 이러한 비효율적 기업지배구조의 부정적 영향은 후손세대 경영 가족기업에서 더욱 두드러지는 것으로 나타났다.

#### 4.5 추가분석<sup>8)</sup>

##### 4.5.1 임금격차와 비효율적 투자수준 간의 관련성

앞의 분석결과와 가족기업의 경영참여수준이 증가할수록 임금격차가 미래주가폭락위험을 증가시킴을 보여준다. 이는 가족주주에게 통제권과 경영권이 집중될 경우, 가족경영자가 자신의 영향력을 이용하여 불평등하게 높은 임금을 가족임원에게 배분함으로써 임금격차가 심화될 수 있다는 가설을 지지한다.

더 나아가, 가족기업에서 이러한 임금격차를 야기하

8) 추가분석에 대한 회귀분석 결과는 지면의 효율성을 위해 표제시는 생략한다.

〈Table 5〉 가족기업에서 후속세대 경영승계의 조절효과 (n=5,586 가족기업)

Panel A: 후속세대 경영승계 가족기업 (n=2,943)

Dep. Var.	<i>FNCSKEW</i>	<i>FDUVOL</i>	<i>FCRASH</i>	<i>FNCSKEW</i>	<i>FNCSKEW</i>	<i>FCRASH</i>
Ind. Var.	<i>WD</i>			<i>WD<sub>adj</sub></i>		
<i>Constant</i>	-1.155*** (-3.224)	-0.517*** (-2.964)	-2.135 (-0.993)	-1.206*** (-3.344)	-0.539*** (-3.071)	-2.227 (-1.029)
<b><i>FMBODN</i> × <i>WD (WD<sub>adj</sub>)</i></b>	<b>0.005*** (3.132)</b>	<b>0.002*** (2.602)</b>	<b>0.016** (2.414)</b>	<b>0.005*** (3.083)</b>	<b>0.002** (2.538)</b>	<b>0.017** (2.450)</b>
<i>WD (WD<sub>adj</sub>)</i>	-0.007** (-2.147)	-0.003* (-1.715)	-0.021 (-1.047)	-0.008** (-2.205)	-0.003* (-1.780)	-0.021 (-1.050)
<b><i>FMBODN</i></b>	<b>-0.027 (-1.451)</b>	<b>-0.013 (-1.460)</b>	<b>-0.088 (-0.857)</b>	<b>-0.004 (-0.295)</b>	<b>-0.004 (-0.555)</b>	<b>-0.007 (-0.083)</b>
<i>Other Control variables, Industry &amp; Year dummy Included</i>						
(Pseudo)R <sup>2</sup>	0.083	0.074	0.053	0.083	0.074	0.053

1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함. 표준오차는 firm-clustering 하여 계산된 것임. 2) 각 변수의 정의는 〈Table 2〉 참조

Panel B: 창업자경영 가족기업 (n=2,643)

Dep. Var.	<i>FNCSKEW</i>	<i>FDUVOL</i>	<i>FCRASH</i>	<i>FNCSKEW</i>	<i>FNCSKEW</i>	<i>FCRASH</i>
Ind. Var.	<i>WD</i>			<i>WD<sub>adj</sub></i>		
<i>Constant</i>	-1.578*** (-3.060)	-0.639*** (-2.877)	-2.559 (-1.156)	-1.568*** (-3.033)	-0.630*** (-2.832)	-2.353 (-1.055)
<b><i>FMBODN</i> × <i>WD (WD<sub>adj</sub>)</i></b>	<b>-0.001 (-0.371)</b>	<b>-0.001 (-0.634)</b>	<b>-0.029 (-0.988)</b>	<b>-0.000 (-0.147)</b>	<b>-0.001 (-0.430)</b>	<b>-0.038 (-1.123)</b>
<i>WD (WD<sub>adj</sub>)</i>	0.002 (0.315)	0.001 (0.616)	0.034 (0.803)	0.001 (0.138)	0.001 (0.454)	0.047 (1.005)
<b><i>FMBODN</i></b>	<b>-0.007 (-0.296)</b>	<b>-0.003 (-0.247)</b>	<b>0.041 (0.220)</b>	<b>-0.013 (-0.751)</b>	<b>-0.007 (-0.933)</b>	<b>-0.081 (-0.684)</b>
<i>Other Control variables, Industry &amp; Year dummy Included</i>						
(Pseudo)R <sup>2</sup>	0.065	0.064	0.027	0.065	0.064	0.027

1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함. 표준오차는 firm-clustering 하여 계산된 것임. 2) 각 변수의 정의는 〈Table 2〉 참조

는 기업환경은 경영자의 제국건설형 과잉투자 등 사적이익 추구 행위를 유인할 수 있다. 이러한 비효율적 투자는 미래 기업 성과와 기업가치의 하락으로 이어질 가능성이 높으며, 결과적으로 경영자의 악재

축적 유인을 증가시켜 미래 주가폭락위험을 높일 수 있다. 본 연구는 임금격차와 미래주가폭락위험 간의 관계에서 비효율적 투자의사결정이 매개경로로 작용하는지 추가분석하고자 한다.

이를 위해 McNichols and Stubben(2008)의 모형<sup>9)</sup>을 활용하여 비효율적 투자수준, 과잉투자수준을 측정하였다. 과잉투자수준을 종속변수로 하여 회귀분석한 결과는 다음과 같다. 전체 표본 분석 결과,  $WD$ 는 음(-)의 계수값을 보이며 5% 수준에서 유의한 반면,  $FMBODN*WD$ 는 양(+ )의 계수값을 보이며 10%수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 비가족기업에서는 임금격차가 증가할수록 비효율적 투자 또는 과잉투자수준이 낮아지지만, 가족기업에서는 가족의 경영참여수준이 증가할수록 임금격차 확대가 높은 비효율적 투자수준과 관련됨을 제시한다. 나아가 후속세대 경영승계 가족기업과 창업자 경영 가족기업으로 구분하여 분석한 결과, 이러한 현상이 후속세대 경영 가족기업에서 두드러지는 것을 확인하였다. 이러한 결과는 가족기업에서의 임금격차 확대가 가족경영자의 대리인 문제 심각성과 정보비대칭 심화를 시사한다는 본 연구의 추론을 지지하며, 앞선 분석 결과와 논리적 연계성을 보여준다.

#### 4.5.2 임금격차와 미래회계성과와의 관련성

앞의 추가분석 결과는 가족기업의 임금격차 확대가 비효율적 투자 또는 과잉투자 수준과 높은 관련성을 보였으며, 이는 가족경영자의 대리인 비용의 심화를 시사한다는 추론을 지지한다. 이러한 맥락에서 본 연구는 가족기업의 임금격차 심화가 가족경영자의 사적이익 추구를 견제하지 못하는 취약한 기업지배구조를 반영한다는 관점에서, 이러한 지배구조적 취약성이 기업의 차기 회계성과에 부정적 영향을 미치는지 실증분석하고자 한다. 이를 위한 종속변수는  $t+1$

기의 영업이익률( $OPM$ )과 총자산이익률( $ROA$ )을 사용한다.

전체표본에 대한 회귀분석결과,  $WD$ 는  $OPM$ 과  $ROA$  각각의 종속변수에 유의한 관련성을 보이지 않았으며,  $FMBODN*WD$  또한 유의한 관련성을 보이지 않았다. 반면, 후속세대 경영승계 가족기업 표본에서는  $WD$ 가  $OPM$  및  $ROA$ 와 각각 유의한 양(+ )의 관련성을 보였으며,  $FMBODN$  또한 두 종속변수와 유의한 양(+ )의 관련성을 나타냈다. 그러나 상호교차변수  $FMBODN*WD$ 는 두 종속변수에 대해 유의한 음(-)의 관련성을 보였다. 이러한 결과는 후속세대 경영승계 가족기업에서 임금격차 확대가 미래 기업성과의 하락과 관련됨을 시사한다. 이는 김용식(2017)의 연구결과와 일관되며, 본 연구의 가설을 지지하는 것으로 해석된다.

한편 창업자경영 가족기업 표본에서는 종속변수가  $ROA$ 인 경우에 한해  $FMBODN*WD$ 가 유의한 양(+ )의 관련성을 보이지만, 나머지 관심변수( $WD$ ,  $FMBODN$ )에서는 유의한 관련성이 발견되지 않았다. 이는 창업자경영 가족기업에서 임금격차 확대가 기업 수익성 향상과 연관될 수 있음을 시사한다. 이러한 결과는 창업자경영 가족지배기업의 임금격차 발생원인이 후속세대 경영승계 가족지배기업과 다를 수 있음을 암시한다.

#### 4.5.3 기업집단을 통제 한 분석

우리나라는 국내 기업집단의 피라미드식 지배소유를 억제하고 기업의 건전한 지배구조를 유도하기 위해 출자총액제한 및 상호출자제한 규정을 도입하여

9) 그들의 모형에 따라 종속변수는  $t$ 기의 투자수준( $t$ 기 설비투자액+연구개발총액)/( $t-1$ )기말 총자산)이며, 독립변수는  $t-1$ 기의 토빈Q를 이용하였고 (구체적으로  $Q_t = \frac{QTR2(3,4)_{i,t-1}}{2(3,4)_{i,t-1}}$  변수를 이용하였으며 토빈Q가 2(3,4)분위수에 속하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가짐), 추가로  $t$ 기의 영업현금흐름과 자산성장성을 통제하였다.

해당 기업을 공시하고 있다. 이러한 제도는 사실상 '재벌'의 개념을 정의하는 규정이라고 할 수 있으며 (김용식, 2017), 본 연구는 이러한 '재벌'기업의 특성이 연구 결과에 영향을 미쳤는지 확인하기 위해 '재벌'기업에 대한 통제변수를 추가하여 재분석해 보았다.

공정거래위원회는 2016년 공정거래법 개정에 따라 상호출자제한 기업집단 기준을 자산총액 5조원에서 10조원으로 상향했으므로, 본 연구는 이 개정된 규정으로 지정된 기업에 대해 'CHAEBOL' 더미변수를 부여하여 2016년부터 2022년을 대상으로 재분석했다.

회귀분석결과, CHAEBOL 변수를 통제 한 후에도 주분석 결과는 유지되었다. 즉 가족의 경영참여도 (FMBODN)가 증가할수록 미래주가폭락위험이 감소했으나, 가족의 경영참여도가 높은 상황에서 임금격차가 확대될수록 미래주가폭락위험이 증가하는 것으로 나타났다. 또한 이러한 관계는 후속세대 경영 가족지배기업에서 더욱 강하게 나타났다.

## V. 결론

최근 전 세계적으로 계층간 소득불평등 심화에 대해 언론과 정치계는 우려가 커지고 있으며, 기업 내 임금격차의 확대 현상에 대해 많은 연구자들이 그 원인과 영향을 파악하고자 노력해왔다. 그러나 기존 연구들은 임금격차의 영향에 대해 일관되지 않은 결과를 제시하고 있으며, 임금격차의 의미에 관해서도 학계의 의견이 양분되어 있다.

이에 본 연구는 임금격차와 미래주가폭락위험 간의 관련성을 분석하여 임금격차 발생원인에 따라 경영자의 악재축적 유인이 어떻게 달라지는지 추론하고

자 하였다. 나아가 이러한 관련성이 창업자 가족의 경영참여 정도에 따라 차별적인지, 그리고 후손세대가 경영 가족기업에서는 어떠한 차이를 보이는지 심층 분석해 보았다.

본 연구 결과는 다음과 같다. 첫째, 임금격차와 미래주가폭락 위험 간의 체계적 관련성은 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 우리나라 기업의 임금격차가 효율적인 계약 과정의 결과이거나 경영자의 사적 이익 추구의 결과일 수 있다는 상반된 가능성을 시사한다. 둘째, 가족의 경영참여 수준은 임금격차와 미래주가폭락위험 간에 유의한 양(+)의 조절효과를 보였다. 이는 가족의 경영참여 수준과 미래주가폭락위험 간 음(-)의 관련성이 존재하는 상황에서, 가족기업의 임금격차가 미래주가폭락위험에 부정적인 영향을 미침을 의미한다. 셋째, 가족기업을 대상으로 분석한 결과, 후속세대 경영 가족기업에 한하여 가족의 경영참여 수준이 높을수록 임금격차와 미래주가폭락위험 간 유의한 양(+)의 관련성이 확인되었다.

또한 본 연구의 논리적 연계성을 보강하기 위해 추가분석으로 임금격차와 비효율적 투자수준, 그리고 임금격차와 미래회계성과 간의 관련성을 분석하였다. 임금격차와 비효율적 투자수준과의 분석결과, 가족의 경영참여수준이 증가할수록 임금격차 확대가 높은 비효율적 투자수준과 관련되는 것으로 나타났으며, 이러한 현상이 후속세대 경영 가족기업에서 두드러졌다. 나아가 임금격차와 미래회계성과 분석에서는 후속세대 경영승계 가족기업의 임금격차 확대가 미래기업성과 하락과 관련이 있음을 확인하였다.

종합하면, 우리나라 가족기업은 전반적으로 경영자와 주주 간 대리인 비용 감소라는 긍정적인 측면이 강하며, 이는 미래주가폭락위험의 감소에 기여할 수 있다는 점을 시사한다. 그러나 가족기업의 임금격차 확대는 가족경영자의 대리인 문제의 심각성과 감시·

전제 메커니즘의 미흡에서 기인되었을 가능성이 있으며, 이러한 비효율적인 지배구조의 부정적인 영향은 후손세대 경영 가족기업에서 부각될 개연성이 높다는 추론을 지지한다.

본 연구는 임금격차 발생 원인이 기업별로 상이할 수 있으며, 특히 가족기업의 경영참여수준에 따라 다를 수 있음을 보여준다. 또한 가족지배의 영향을 경영참여 수준과 세대간 경영승계 측면에서 다각적으로 분석함으로써, 가족기업의 기업가치 재정립과 지속가능경영, 책임경영에 대한 시사점을 제공하는 점에서 학문적, 실무적 의의가 있다.

## 참고문헌

- 곽영민, 김현진(2017), "최고경영자에 대한 경영권 집중화 수준과 기업가치," **회계학연구**, 제42권 1호, pp. 187-226.
- (Kwak, Y. M. and Kim, H. J.(2017), "Managerial Centrality and Firm Value," *Korean Accounting Review*, 42(1), pp.187-226.)
- 김예원, 정선문(2022), "수직적 임금격차와 주가변동성의 상관관계," **회계저널**, 제31권 5호, pp.1-32.
- (Kim, Y. and Jung, S. M.(2022), "Executive-Employee Pay Disparity and Stock Price Risk," *Korean Accounting Journal*, 31(5), pp.1-32.)
- 김용식(2017), "기업집단 소유경영자가 초과보상과 미래성장에 미치는 영향," **회계정보연구**, 제35권 1호, pp.1-33.
- (Kim, Y. S.(2017), "The Effect of the Owner CEO in Chaebol Firms on Overcompensation and Future Performance," *Accounting Information Review*, 35(1), pp.1-33.)
- 박선영(2016), "기업의 과잉투자의사결정이 기업성장에 미치는 영향: 가족지배기업을 중심으로," **회계정보연구**, 제34권 3호, pp.169-188.
- (Park, S. Y.(2016), "The Effect of Managers' Overinvestment Decision on their Firm Performance: Focusing on Family-controlled Firms," *Accounting Information Review*, 34(3), pp.169-188.)
- 이미주, 유혜양, 황인태(2020), "임원보수와 기업성과," **경영학연구**, 제49권 3호, pp.523-557.
- (Lee, M. J., Yu, H. and Hwang, I. T.(2020), "Executive Compensation and Corporate Performance," *Korean Management Review*, 49(3), pp. 523-557.)
- 지성권, 신성욱(2007), "기업지배구조가 경영자보상 및 미래경영성과에 미친 영향," **한국회계학회 학술발표논문집**, 2007(0), pp.1-42.
- (Chi, S. and Shin, S. W.(2007), "The Effects of Corporate Governance on Managers' Compensation and Future Firm Performance," **한국회계학회 학술발표논문집**, 2007(0), pp. 1-42.)
- 최중서, 곽영민(2010), "경영자의 과잉투자성향과 이익조정의 관련성," **회계학연구**, 제35권 4호, pp.75-131.
- (Choi, J. S., and Kwak, Y. M.(2010), "Association between Managerial Overinvestment Propensity and Real and Accrual-Based Earnings Management," *Korean Accounting Review*, 35(4), 25-81.)
- Anderson, R. C. and Reeb, D. M.(2003), "Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500," *The Journal of Finance*, 58(3), pp.1301-1328.
- Bebchuk, L. A. and Fried, J. M.(2004), *Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Bennedsen, M., Nielsen, K., Perez-Gonzalez, F.,

- and Wolfenzon, D.(2006), "Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance," *NBER, Working Paper* 12356.
- Ben-Nasr, H. and Ghouma, H.(2018), "Employee welfare and stock price crash risk," *Journal of Corporate Finance*, 48, pp.700-725.
- Bao, M. X., Cheng, X., Smith, D. and Tanyi, P.(2019), "CEO pay ratios and financial reporting quality," *Global Finance Journal*, pp.1-17.
- Blyler, M., and Coff, R. W.(2003), "Dynamic capabilities, social capital, and rent appropriation: Ties that split pies," *Strategic Management Journal*, 24(7), pp.677-686.
- Carcello, J. V., Neal, T. L., Palmrose, Z. V., and Scholz, S.(2011), "CEO involvement in selecting board members, audit committee effectiveness, and restatements," *Contemporary Accounting Research*, 28(2), pp.396-430.
- Connelly, B. L., Haynes, K. T., Tihanyi, L., Tihanyi, D. L. and Devers, C. E.(2016), "Minding the gap: Antecedents and consequences of top management-to-worker pay dispersion," *Journal of Management*, 42(4), pp.862-885.
- Chemmanur, T. J., Paeglis, I., and Simonyan, K. (2009), "Management quality, financial and investment policies, and asymmetric information," *Journal of Financial Quantity Analysis*, 44(5), pp.1045 - 1079.
- Cullen, Z. and Perez-Truglia, R.(2022), "How much does your boss make? The effects of salary comparisons," *Journal of Political Economy*, 130(3), pp.766-822.
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., and McVay, S. E.(2013), "Managerial ability and earnings quality," *The Accounting Review*, 88(2), pp. 463-498.
- Dittmann, I., Montone, M. and Zhu, Y.(2023), "Wage gap and stock returns: Do investors dislike pay inequality?," *Journal of Corporate Finance*, 78, pp.1-36.
- Dyck, A., Morse, A. and Zingales, L.(2010), "Who blows the whistle on corporate fraud?," *The Journal of Finance*, 65(6), pp.2213-2253.
- Gomez-Mejia, L. R., Larraza-Kintana, M. and Makri, M.(2003), "The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations," *Academy of Management Journal*, 46(2), pp.226-237.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H.(1976), "Agency costs and the theory of the firm," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- Kothari, S., Leone, A. and Wasley, C.(2005), "Performance matched discretionary accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp.163-197.
- McNichols, M. F. and Stubben, S. R.(2008), "Does earnings management affect firms' investment decisions?," *The Accounting Review*, 83(6), pp.1571-1603.
- Mueller, H. M., Ouimet, P. P. and Simintzi, E.(2017), "Within-firm pay inequality," *Review of Financial Studies*, 30, pp.3605-3635
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., and Tehranian, H. (2009), "Opaque financial reports, R2, and crash risk," *Journal of Financial Economics*, 94(1), pp.67-86.
- La Porta, R., López De Silanes, F. and Shleifer, A. (1999), "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 54, pp.471-517.
- Pfeffer, J., and Langton, N.(1993), "The effect of wage dispersion on satisfaction, productivity, and working collaboratively: Evidence from college and university faculty," *Administrative*

- Science Quarterly*, 38, pp.382-407
- Shin, T.(2014), "Explaining Pay disparities between top executives and nonexecutive employees: A relative bargaining power approach," *Social Forces*, 92(4), pp.1339-1372.
- Villalonga, B. and Amit, R.(2006), "How do family ownership, control and management affect firm value?," *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp.385-417.
- Yoshikawa, T., Phan, P. H., and David, P.(2005), "The impact of ownership structure on wage intensity in Japanese corporations," *Journal of Management*, 31, pp.278-300.

---

• 저자 박선영은 현재 경북대학교 행정학부의 조교수로 재직 중이다. 이화여자대학교를 졸업하였으며, KDI 국제정책대학원에서 석사, 이화여자대학교에서 경영학 박사를 취득하였다. 주요 연구 분야는 민간 및 공공 부문의 회계, 감사 및 거버넌스 등이다.