

## 창업주의 사망과 기업가치의 관련성

심동석

세종대학교 경영대학 회계학과 교수  
(Shimds@Sejong.ac.kr)

창업주의 사망에 따라 직계가족이 경영권을 승계한다는 정보는 자본시장에서 과거 창업주의 경영실적, 2세 경영자의 경영수업기간 및 승계되는 기업의 특성 등에 의하여 다양하게 평가되어질 수 있다.

본 연구의 목적은 한국증권시장에서 1980년 1월 1일부터 1995년 5월 31일 사이에 표본으로 선정된 38개 기업을 대상으로 창업주 사망공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향과 비정상수익률의 결정요인을 분석하는 것이다.

연구결과에 따르면 전체표본의 주가는 공시일과 공시일 전후기간에 걸쳐 별다른 양상을 보이지 않는 것으로 나타났다. 그러나 부채비율이 높은 소표본의 주가는 공시전 기간(AD-30~AD)동안 유의수준 5%에서 유의한 8.386%의 큰 폭으로 하락한 것으로 나타났다. 대조적으로 부채비율이 낮은 소표본의 주가는 공시전 기간(AD-30~AD)과 공시일과 그 다음날의 2일간(AD~AD+1)에 각각 유의수준 5%에서 유의한 6.534%, 1.901% 상승한 것으로 나타났다. 이는 투자자들이 부채비율이 높은 소표본의 경우에만 창업주의 사망정보가 주가에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 기대를 하는 것으로 볼 수 있다.

한편 공시일에 나타나는 주식의 비정상수익률의 결정요인을 알아보기 위하여 횡단면 회귀분석을 실시한 결과는 다음과 같다. 2세 경영자가 창업주 사망전 기업경영에 참가한 기간(TIME), 동종업종 경영자에 대한 창업주가 달성한 경영실적의 크기(ABILITY), 부채비율(DEBT) 및 총자산(TA)이 공시일의 비정상수익률차이를 설명하는데 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다.

### I. 서 론

#### 1.1 연구의 목적

대부분 한국 기업의 창업주는 8.15해방 이후 축적된 자본과 자연적 부존자원이 절대적으로 부족한 어려운 환경에서 기업을 창업하였으며, 격변하는 경영환경하에서 창업주는 기업을 유지·성장시키기 위하여 남다른 노력과 정성을 다하여 왔다. 실제 지난 30년간 한국경제가 급속히 성장할 수 있었던 원인으로 기업을 자신과 동일시하며 전문적인 식견과 경영능력으로 기업을 성장시키려고 노력한 이들

창업주의 기업가정신을 과소평가할 수 없을 것이다. 물론 일부 창업주는 시장경제원리에 따른 상호경쟁을 통하여 기업을 성장시키는 대신 정부와의 밀착을 통한 특혜적 지원을 바탕으로 기업을 성장시켰지만, 그들이 회사의 내부경영에서만은 성실한 노력으로 기업을 이끌어 온 것은 사실이라고 볼 수 있다(조동성, 1994).

한편 한국의 기업에서는 일반적으로 창업주 또는 사주로 불리는 단일 지배주주가 이사회에 상당한 영향력을 가지고 있기 때문에 기업내부의 이사회가 무능력한 창업주를 경영에서 배제시키는 일종의 경영자 임면권을 행사할 수 없는 실정이다. 또한 기업 외부에서도 기업인수합병시장이 아직 취약하여 무

능력한 창업주를 퇴진시키는 것이 현실적으로 어려운 편이다.<sup>1)</sup> 이러한 상황에서 창업주는 본인이 원한다면 살아있는 동안 절대적인 경영권을 행사할 수 있게 되므로 창업주의 전문적인 식견과 경영능력은 기업을 성장시키는데 중요한 역할을 한다고 볼 수 있다. 이렇게 한국에서는 창업주가 기업경영 전반에 관해 절대적 권한을 행사하므로 창업주의 사망은 기업의 장래 진로에 큰 영향을 미치게 된다.

한국에서도 비교적 규모가 큰 기업은 설립된지 30내지 40년이라는 상당한 기간이 지남에 따라 창업주가 자연히 사망하게 되어 기업의 경영권이 2세 경영자에게 승계되는 과정을 밟게되었다.<sup>2)</sup> 창업주의 사망에 따라 직계가족이 경영권을 승계한다는 정보는 자본시장에서 과거 창업주의 경영실적, 2세 경영자의 경영수업기간 및 승계되는 기업의 특성 등에 의하여 다양하게 평가되어질 수 있다.

창업주의 사망정보가 이와같이 자본시장에서 중요한 정보로 인식될 수 있는데도 불구하고 이러한 정보가 실제 증권시장에 전달되었을 때 기업가치에 어떠한 영향을 미치는 지에 대한 국내의 연구는 전무한 실정이다. 다만 외국의 경우 경영자사망의 정보효과와 그에 관한 결정요인을 분석한 Johnson, Magee, Nagarajan and Newman의 연구(1985)가 있을

뿐이다.

Johnson et al.(1985)은 1971년부터 1982년 사이에 경영자의 사망이 공시된 53개 기업을 표본으로 선정하여 경영자사망의 정보효과와 그에 관한 결정요인을 분석하였다. 그들의 연구결과에 의하면 경영자사망 공시일에 전체표본 주식의 비정상수익률은 유의하지 않게 나타났으나, 사망한 경영자가 창업주인 소표본의 비정상수익률은 유의한 양의 값을 갖는 것으로 나타났다. 또한 전체표본을 대상으로 횡단면 회귀분석한 결과에 따르면 사망한 경영자가 창업주인 지를 나타내는 더미변수, 경영자의 지위 그리고 창업주의 경영능력에 따라 주주들이 부담하는 비용이 비정상수익률을 설명하는데 유의한 변수로 나타났다.

그러나 Johnson et al.의 연구(1985)결과는 자본시장이나 경영자노동시장이 경영자의 대리인비용을 감소시킬 수 있는 장치가 비교적 잘 정비되어 있는 미국 기업을 표본으로 분석한 것이므로, 한국 기업의 특수 환경에서 나타나는 창업주사망의 공시효과를 검토해 볼 필요가 있다. 또한 그들의 연구에서는 창업주가 사망한 표본의 수가 15개로 극히 제한적이기 때문에 창업주의 사망이 주가에 미치는 효과만을 조사하고 주가의 결정요인에 대한 분석은 실시하지 않았다.<sup>3)</sup>

- 1) 공개매수제도는 이미 1976년 증권거래법에 도입되었으나, 이 제도가 처음 활용된 예는 미국의 나이키사가 당초 합작설립했던 삼사스 포츠의 주식을 1994년에 공개매수한 것이라고 할 수 있다. 더욱더 적대적 기업인수를 위한 공개매수는 1994. 10. 26에 한솔제지가 동일고무벨트 회장을 상대로 공개매수를 통하여 동해투금을 인수한 것이 첫 사례이었다. 그러나 1997년 4월부터 투자자가 발행주식수의 10% 이상에 해당하는 대량주식을 취득하는 것을 제한하고 있는 증권거래법 200조가 폐지되고, 기업인수합병시장이 외국인에게도 개방될 예정이므로 기업인수합병시장은 한층 본격화될 전망이다. 이러한 맥락에서 1996. 12. 6 한화종금의 2대주주 등은 기존 경영진의 경영부실을 이유로 경영권을 인수하려는 적대적 기업인수를 시도하였다(월간조선 1996. 12).
- 2) 과거에는 창업주의 사망에 따라 세대교체가 되는 경우가 대부분이었지만, 최근에는 사망 이전에 스스로 경영권을 승계해 주기도 한다. 이때 경영권을 승계받은 2세 경영자들은 기업의 중요한 사항을 여전히 창업주의 결정에 따르기 때문에 경영일선에서 은퇴한 창업주는 여전히 경영에 막강한 영향력을 행사하게 된다. 즉 창업주에게 은퇴한 없다는 내용이 증명되는 대목이다(중앙일보사, 1996).
- 3) Johnson et al.(1985)은 경영자사망의 정보효과를 설명하기 위하여 다른 변수와 함께 사망한 경영자가 각각 창업주 또는 전문경영자인지를 나타내는 더미변수를 사용하였다. 그러나 본 연구에서는 전문경영자 사망의 정보효과는 분석하지 않았으며, 그 이유는 다음과 같다. 표본기간에 걸쳐 현직에 있는 전문경영자가 사망하였다는 공시는 거의 없는 편이다. 또한 한국에서는 미국과 달리 소유와 경영이 분리되어 있지 않은 실정이므로 창업주에 의하여 선임된 전문경영자가 독립적인 경영권을 행사하지 못하게 된다. 그 결과 전문경영자의 사망이 기업가치에 미치는 영향은 창업주에 비하면 미미하다고 볼 수 있기 때문이다.

따라서 본 연구는 한국 증권시장에서 창업주 사망공시가 주식의 비정상수익률에 어떠한 영향을 미치며, 주식의 비정상수익률의 결정요인을 분석하려고 한다.

## 1.2 연구의 방법과 범위

본 연구는 1980년 1월 1일부터 1995년 5월 31일 사이에 창업주가 사망하였다고 공시된 기업 중 표본으로 추출된 38개 기업을 대상으로 시장위험조정수익률 모형(market & risk adjusted returns model)을 사용하여 측정한 공시일 전후 각 30일간의 누적비정상수익률을 근거로 창업주 사망공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향에 대한 가설을 검증하였다.

또한 창업주가 사망하였다고 공시된 기업의 비정상수익률 결정요인에 대한 가설을 검증하기 위하여 횡단면 회귀분석을 하였다. 횡단면 회귀분석식에서 종속변수로는 공시일의 주식의 누적비정상수익률(이하 공시일의 비정상수익률)을 사용하였다. 공시일의 비정상수익률을 설명하는 독립변수로 먼저 창업주에 대한 특성(과거 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대한 창업주의 경영실적), 2세 경영자의 특성(2세 경영자가 창업주 사망전 경영수업을 받은 기간), 다음으로 창업주가 사망한 회사의 특성(부채비율, 총자산)을 나타내는 변수를 사용하였다. 또한 창업주의 사망공시일이 호황 또는 불황국면에 속하는지를 나타내는 더미변수를 통제변수로 사용하였다.

본 연구는 네 개의 장으로 구성되어 있다. I장 서론에 이어, II장에서는 창업주에 의한 소유경영체제하에서의 기업의 행동과 특성을 설명하였다. 그리고 III장에서는 가설을 설정하고 연구방법을 설명하였으며, IV장에서는 실증분석결과를 제시하였

다. 끝으로 V장에서는 본 연구의 내용을 요약하고 결론을 도출하였다.

## II. 창업주에 의한 소유경영체제에서의 기업행동과 특성

한국의 경우 산업화의 역사가 비교적 짧기 때문에 대부분의 기업이 창업주를 중심으로 한 가족기업형태로 발전하고 있다. 따라서 이들의 주된 관심사는 자신의 소유권을 유지하면서 기업의 지속적인 성장·발전의 길을 모색하는 것이라고 할 수 있다(신유근, 1984). 즉 한국 기업의 주요 경영 특성 중의 하나는 소유와 경영의 미분리현상으로서 소유가족이 기업경영에 직접 참여하여 일상적인 회사운영을 하는 소유경영체제라는 점이다. 소유경영체제가 보편적인 기업지배형태로 나타난 것은 외부환경적 요인과 기업내부적 요인 등의 한국사회의 환경여건상 불가피한 요소가 많았기 때문이다(신유근 등, 1997; 정구현, 1987). 이러한 창업주에 의한 소유경영체제에 있어서의 기업행동과 특성을 설명하면 다음과 같다.

### 2.1 창업주의 절대적인 경영권과 경영권의 친족승계

한국 기업의 창업주는 소유권의 집중을 바탕으로 신규사업에 대한 투자결정, 해외시장의 진출결정 및 중역의 임면결정 등과 같은 모든 기업의 의사결정에 개입함으로써 자신의 의도대로 절대적인 경영권을 행사하여 왔다. 또한 창업주가 기업을 창설하여 경영하다가 노약, 사망, 기타의 사유로 기업의 소유권과 경영권을 후계자에게 넘겨주어야 할 때

파산이나 또는 강력한 법적인 제약이 없다면 상속의 형태를 취하게 된다. 이 때 창업주는 한국가족제도의 전통적 특성과 관련하여 장남위주의 친족승계를 주로 하는 것으로 나타났다. 그 결과 한국 기업에서는 장남위주의 기업승계가 이루어져 소유경영자 중심의 경영체제를 지속시켜 나가고 있다고 할 수 있다(신유근, 1992).

한편 창업주에 비해 경험과 경영능력이 일반적으로 부족한 2세 경영자도 기업을 승계받은 후 절대적인 경영권을 행사하기 때문에 2세 경영자의 양성은 미래 기업의 운명에 중대한 영향을 미친다. 이에 따라 창업주는 2세 경영자에게 소유권을 물려줌과 동시에 2세 경영자를 회사에 입사시켜 중요한 핵심부서로 이동·배치시키면서 경영수업을 쌓게하며, 또한 기업의 현황을 파악하도록 하여 승계에 대비시킨다(강철규 등, 1991).

## 2.2 과도한 차입경영

과거 정부의 고도성장정책으로 한국의 경제가 급격히 성장하면서 기업의 투자기회는 상당히 많았다. 그러나 기업의 내부유보자금이 투자기회를 수행하는데 부족하며 또한 자본시장의 발달이 미비하여, 기업은 내부유보자금과 자본시장에서 증자를 통하여 투자자금을 조달하는데 한계가 있었다. 따라서 이러한 만성적인 자금의 초과수요하에서 기업은 투자자금을 금융기관으로부터 차입하여 조달하게 되었다. 특히 자본집약적 업종에 속하는 기업은 대규모 신규투자자금을 금융기관을 통한 간접금융에 크게 의존함으로써 타인자본의 비중이 크게 증가하였다. 또한 과거 정부주도의 경제개발과정에서 특정산업의 육성을 위한 정책금융이 중점적으로 시행되었다. 이때 기업이 정책금융의 수혜자가 되면

이자비용이 상당히 저렴했으므로 금융기관으로부터 차입 그 자체가 기업에게 이익을 제공해 주기도 하였다(조동성, 1994). 그 결과 기업은 정책금융과 같은 금융기관으로부터 차입에 의한 타인자본을 선호하게 되었다. 더욱더 창업소유주는 기업의 확장과정에서 기업에 대한 지배권을 존속시키기 위해 자신의 소유집중을 희석시키는 증자를 통한 자금조달보다 타인자본의 사용을 선호하였다(소병희, 1995). 또한 기업의 도산에 따른 부도처리가 경제적, 정치적, 사회적으로 미치는 파급효과가 심각하기 때문에 정부는 빈번히 부실기업에게 상환금융예, 법인세 및 특별부가세 감면과 같은 구제금융을 제공하였다. 그 결과 이러한 과도한 차입경영관행은 더욱 조장되었다.

## 2.3 성장우선의 전략

과거 1980년대까지만 해도 우리 경제전체는 초과수요상태에 있었으며, 또한 가격과 진입을 규제하는 독과점체제하에 있었기 때문에 기업이 사업기회만 획득하면 이익은 자동적으로 보장되었다. 이러한 경제구조하에서 소유경영자는 많은 사업기회를 획득하려고 노력하였으며, 이는 기업의 외형성장을 초래하였다. 한편 소유경영자는 기업의 자산증식을 자신의 부의 증식과 동일시하게 된다. 이러한 상황에서 소유경영자는 자신의 기업에 자기의 모든 것을 걸었으며, 또 특혜로 인해서 얻어지는 이익이 소유주 개인의 재산증식으로 이어진다고 보게되므로 소유경영자는 적극적으로 특혜를 얻기 위한 노력을 아끼지 않았다. 더욱더 정부가 수출주도적 경제정책과정에서 제공했던 여러 가지 특혜와 지원조치의 수혜기업을 선정하는 기준이 기업의 외형성장에 비중을 크게 두었으므로, 정부의 특혜적 금융지원은

수혜기업의 과잉투자를 유발하게 하였다(소병희, 1995). 또한 과거 자본시장이 발달하지 못하고 기업가에 대한 평가기준이 미약한 상황에서 외형성장은 기업가에 대한 평가기준으로 활용되었다(정광선편, 1996). 그 결과 한국기업은 기업의 자산을 증대시키는 성장우선의 전략을 추구해 왔다. 즉 기업의 성과를 평가하는 요소 가운데 어느 점보다도 성장에 우선권을 두었다는 점에서 강압성장전략(forced growth strategy)을 취해 왔다고 볼 수 있다.

### III. 연구가설의 설정 및 연구방법

#### 3.1 연구가설의 설정

먼저 창업주 사망공시가 비정상수익률에 미치는 영향에 관한 가설을 설정한 다음 창업주의 사망공시에 나타나는 비정상수익률을 결정하는 요인에 관한 가설을 설정하였다.

##### 3.1.1 창업주 사망공시가 비정상수익률에 미치는 영향에 관한 가설

다른 조건이 일정한 경우 사망한 창업주의 경영능력이 2세 경영자로부터 예상되는 경영능력보다 좋을(나쁠)것으로 자본시장에서 기대되는 경우, 또는 과거 창업주의 경영실적이 동종업종에 속하는 다른 경영자의 평균경영실적보다 좋았다는(나빴다는)것으로 자본시장에서 평가되면, 외부 투자자들은 2세 경영자의 미래 경영실적이 창업주가 계속

경영권을 행사할 때의 경영실적보다 나쁠(좋을)것으로 판단하게 된다. 그 결과 창업주의 사망공시는 기업의 가치에 부정적인(긍정적인) 영향을 미치게 된다. 또한 창업주의 경영능력외에도 창업주가 사망한 회사의 특성인 부채비율과 총자산의 크기 등과 같은 여러 요인들이 기업의 가치에 부정적 또는 긍정적 영향을 미치게 된다. 이에따라 창업주의 사망공시가 비정상수익률에 미치는 영향은 창업주 사망공시의 부정적인 면과 긍정적인 면이 상쇄되어 나타난 순효과에 따라 결정된다고 볼 수 있다.

그러나 본 연구에서는 창업주 사망공시가 기업의 가치에 미치는 순효과는 긍정적인 것(Johnson et al., 1985)보다는 부정적일 것으로 기대된다. 왜냐하면 창업주들은 물적 또는 인적 자원이 부족했던 1950~60년대의 어려운 시기에 기업을 창업하고<sup>4)</sup>, 자신의 기업을 성장시키기 위하여 주어진 정치·경제·사회적 여건을 가장 잘 활용한 유능한 기업가로 볼 수 있으므로(강철규 등, 1991) 창업주의 사망은 기업에 큰 손실이 되기 때문이다. 또한 창업주의 사망으로 2세 경영자들이 경영에 참가함으로써 2세 경영자간에 마찰이 발생하여(조동성, 1994) 결국 기업의 가치가 하락할 수 있기 때문이다. 따라서 다음과 같은 <가설 1>을 설정하였다.

<가설 1> 창업주 사망공시는 비정상수익률에 음의 영향을 미친다.

##### 3.1.2 창업주 사망공시의 비정상수익률 결정요인에 관한 가설

한국의 경우 산업화의 역사가 비교적 짧기 때문에

4) 표본기업 중 창업년도가 1960년대 이전인 기업의 수는 30개이며 전체표본의 79%(30/38)를 차지하고 있는 것으로 나타났다.

대부분의 기업이 창업주를 중심으로 한 가족기업형태로 발전하고 있다. 따라서 창업주는 기업을 계속 경영하다가 노약 또는 사망하면 경영권을 친족에게 승계시키게 된다. 이때 창업주는 소유경영체제를 공고히 하기 위하여 후계자 양성에도 많은 노력을 경주하고 있다. 후계자 양성과정에서 최근 가장 일반화되고 있는 방법은 2세 경영인들로 하여금 창업주가 살아있을 때 해외유학을 통하여 선진기술을 익히도록 하며, 귀국하여서는 그 기업의 주요 간부사원으로 경영수업을 받는 것이다(신유근, 1992).

창업주에 비해 경험과 경영능력이 일반적으로 부족한 후계자도 기업을 승계받은 후 절대적인 경영권을 행사하기 때문에 후계자의 양성은 미래 기업의 운명에 중대한 영향을 미친다. 따라서 2세 경영자가 창업주로부터 충분한 기간동안 경영수업을 받은 후 경영권을 승계한 것으로 자본시장에서 기대되면, 외부 투자자들은 2세 경영자의 미래 경영실적이 그렇지 않은 경우보다 좋을 것으로 판단하게 된다. 그 결과 창업주 사망공시는 기업의 가치에 긍정적인 영향을 미치게 되어 주가는 상승하게 되므로 다음과 같은 <가설 2>를 설정하였다.

<가설 2> 2세 경영자가 창업주로부터 경영수업을 받으면서 기업 경영에 참가한 기간은 비정상수익률과 양의 관계를 갖는다.

창업주가 사망하기 전에 달성한 경영실적이 동종업종 경영자의 평균경영실적보다 좋았다는(나뻛다는)것으로 자본시장에서 평가되면, 외부 투자자들은 창업주가 계속 경영권을 행사하는 것이 기업에

유리(불리)할 것으로 판단하게 된다. 그 결과 창업주의 사망공시는 기업의 가치에 부정적인(긍정적인) 영향을 미치게 된다. 즉 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 창업주가 사망하기 전에 달성한 경영실적의 상대적 크기가 클수록 미래 예상되는 경영실적이 창업주가 계속 경영권을 행사할 때의 경영실적보다 더 나빠질 것으로 판단하게 된다. 이에따라 주가는 큰 폭으로 하락하게 되므로 다음과 같은 <가설 3>을 설정하였다.

<가설 3> 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 창업주가 달성한 경영실적의 상대적 크기는 비정상수익률과 음의 관계를 갖는다.

일반적으로 외부 투자자들은 기업의 부채비율이 적정한 수준 이하에 있다고 인식하는 경우, 그들은 부채의 사용에 의한 세금절감효과가 부실위험이 증가함에 따라 나타나는 파산비용을 상회할 것으로 판단하게 된다. 그 결과 주가는 상승하게 된다. 그러나 외부 투자자들은 기업의 부채비율이 과도하게 높다고 인식하는 경우, 그들은 부채를 사용하는 것이 기업의 부실위험을 증가시키고 이에따른 파산비용이 세금절감효과를 상회하는 것으로 판단하게 된다. 그 결과 주가는 하락하게 된다. 즉 높은 부채비율은 외부 투자자로 하여금 부채를 사용함으로써 나타나는 세금절감효과보다 부실위험의 증가에 따른 파산비용이 더 클 것으로 판단하게 하여 주가를 하락시키는 요인이 된다. 특히 한국 기업의 부채비율은 외국기업에 비하여 지나치게 높은 실정<sup>5)</sup>이므로 한국의 합리적인 주식투자자들은 위에서 설명한 관점에 따라

5) 국내 제조업의 평균부채비율은 경쟁국의 동종업종의 부채비율의 2-3배에 이르고 있다. 예를 들면 1994년 국내 제조업의 평균부채비율(302.5%)은 미국(166.5%), 일본(209.3%) 및 대만(87.2%)보다 상당히 높은 것으로 나타났다. 또한 1995년에도 한국 제조업의 평균부채비율은 286.5%로 미국의 평균부채비율인 162.5%보다 상당히 높은 것으로 나타났다(기업경영분석, 1996).

부채비율이 과도하게 높은 주식을 투자대상으로 기피하는 경향을 보이고 있다(김진우, 1992).

이에 따라 높은 부채비율은 기업의 부실위험을 증가시키며, 또한 2세 경영자가 공격적인 경영활동을 하기 위하여 신규자금을 조달하는데 장애요인이 될 수 있다. 그 결과 주가는 하락하게 되므로 다음과 같은 <가설 4>를 설정하였다.

<가설 4> 승계한 기업의 부채비율은 비정상수익률과 음의 관계를 갖는다.

규모가 큰 기업은 작은 기업에 비하여 규모의 경제를 비교적 크게 누릴 수 있으며, 또한 여러 가지 투자대상에 쉽게 분산투자를 할 수 있으므로 기업의 채무불이행위험을 감소시킬 수 있다. 더욱더 규모가 큰 기업이 채무불이행상태에 빠질 경우 과거 정부는 한국 기업의 국제적 명성을 보호하며, 실업자의 발생을 억제하기 위한 것과 같은 정책적인 이유로 대기업에게 구제금융을 빈번히 제공하였다. 부실 대기업에 대한 빈번한 구제금융은 증권시장의 투자자들로 하여금 규모가 큰 기업일수록 채무불이행상태에 빠지더라도 또 다시 구제금융을 쉽게 받을 수 있으리라는 기대를 갖도록 하였다(김웅한, 1986). 이러한 구제금융에 대한 기대는 대기업의 하향위기(down-side risk)를 0 이상으로 하게 하여, 규모가 큰 기업은 경영부실에 따른 심각한 위험을 부담하지 않는 혜택을 볼 수 있게 된다.

또한 자금조달의 측면에서도 규모가 큰 기업은 규모가 작은 기업에 비하여 회사의 지명도가 높으

며, 담보자산이 충분하므로 은행여신은 물론 직접 금융시장을 이용하는 데도 매우 유리하다고 할 수 있다. 그 결과 일반적으로 규모가 큰 기업은 자금경색이나 불황기에 부실화될 위험이 규모가 작은 기업보다 작다고 할 수 있다(신동명, 1995; 김지수, 1996).

이에 따라 투자자들은 상대적으로 규모가 큰 기업이 작은 기업에 비하여 구제금융의 가능성으로부터 기대되는 혜택과 함께 필요한 자금을 용이하게 조달할 수 있는 혜택이 클 것으로 판단하게 된다.<sup>6)</sup> 그 결과 규모가 큰 기업의 주가는 작은 기업보다 상승하게 되므로 다음과 같은 <가설 5>를 설정하였다.

<가설 5> 승계한 기업의 규모는 비정상수익률과 양의 관계를 갖는다.

### 3.2 연구방법

본 연구에서는 창업주 사망공시가 주식의 비정상 수익률에 미치는 영향에 대한 가설을 검증하기 위하여 사건연구방법을 사용하였으며, 또한 비정상수익률의 결정요인에 대한 가설을 검증하기 위하여 횡단면 회귀분석을 실시하였다.

#### 3.2.1 사건연구

본 연구는 1980년 1월 1일부터 1995년 5월 31일 사이에 창업주가 사망하였다고 공시된 기업 중 표본으로 추출된 38개 기업을 대상으로 시장위

6) 기업의 규모가 어떠한 재무적 경로를 통하여 기업의 가치에 영향을 미치는가에 대한 납득할만한 이론이 없는 것이 현실이며, 더욱더 기업의 규모가 클수록 2세 경영자가 조직을 관리하는 것이 어려워 규모가 기업의 가치에 부의 영향을 미친다고 볼 수도 있다. 그러나 본 연구는 과거 부실 대기업에 대한 빈번한 구제금융과 최근 부도방지협약제도와 주거래 은행에 의한 협조용자에 따라 대기업이 중소기업에 비해 상대적으로 쉽게 경영위기를 넘길 수 있다는 관점에서 이 가설을 설정하였다.

협조정수익률모형(market & risk adjusted returns model)을 사용하여 측정한 공시일 전후 각 30일간의 누적비정상수익률을 근거로 창업주 사망공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향에 대한 가설을 검정하였다.<sup>7)</sup>

비정상수익률의 측정 및 통계적 유의성 검정은 다음과 같은 절차에 따라 수행되었다.

첫째, 시장모형으로 조정된 특정일의 비정상수익률은 다음의 식 (1)로 측정하였다.

$$AR_{it} = Rit - (a_i + b_i R_{mt}) \text{ ----- (1)}$$

AR<sub>it</sub> : 회사 i의 t일의 비정상수익률

R<sub>it</sub> : 회사 i의 t일의 수익률

R<sub>mt</sub> : 시장포트폴리오의 t일의 수익률

a<sub>i</sub> : 사건전 기간의 수익률 자료를 이용하여 추정한 시장모형의 회귀상수

b<sub>i</sub> : 사건전 기간의 수익률 자료를 이용하여 추정한 시장모형의 회귀계수

시장모형에서 a<sub>i</sub>와 b<sub>i</sub>를 추정하는 데 사용한 사건전 기간은 공시전 200일에서 공시전 31일까지의 기간(AD-200~AD-31)으로 하였다.

둘째, 특정일에서 표본기업의 평균비정상수익률은 다음의 식 (2)로 측정하였다.

$$AAR_t = 1/N \sum_{i=1}^N AR_{it} \text{ ----- (2)}$$

AAR<sub>t</sub> : t일의 평균비정상수익률

AR<sub>it</sub> : 회사 i의 t일의 비정상수익률

N : 표본회사의 수  
셋째, AAR<sub>t</sub>의 통계적 검정은 다음의 식 (3)으로 계산된 t값을 사용하였다.

$$t = AAR_t / s \text{ ----- (3)}$$

AAR<sub>t</sub> : t일의 평균비정상수익률

S : 사건전 기간(AD-200~AD-31)의 일별 평균비정상수익률의 표준편차

넷째, 누적평균비정상수익률은 다음의 식 (4)로 측정하였다.

$$CAR = \sum_t AAR_t \text{ ----- (4)}$$

CAR : t일에서 k일까지의 누적평균비정상수익률

다섯째, CAR의 통계적 검정은 다음의 식 (5)로 계산된 t값을 사용하였다.

$$t = CAR / S\sqrt{T} \text{ ----- (5)}$$

T : AAR<sub>t</sub>를 누적한 일 수

### 3.2.2 횡단면 회귀분석

본 연구에서는 창업주의 사망공시일에 나타나는 비정상수익률의 결정요인을 설명하기 위하여 앞에서 설정한 4가지의 가설(가설2~가설5)을 검정하였다. 가설을 검정하기 위하여 사용한 횡단면 회귀분석식은 다음의 식 (6)과 같다. 횡단면 회귀분석식에서 종속변수로는 창업주사망을 공시한 개별기업 주식의 (AD-30~AD+1)기간의 누적비정상수

7) 창업주의 사망공시가 비정상수익률과 연관되기 위해서는 창업주의 사망이 갑작스러운 것이어야 한다. 그러한 표본을 사용하는 경우 공시일 직전후일의 짧은 기간에 나타나는 비정상수익률을 근거로 공시효과를 검증할 수 있다. 그러나 현실적으로 한국의 자본시장에서는 단순히 창업주가 숙환으로 사망하였다는 내용의 공시가 극소수 이루어진 상황에서 창업주가 급작스럽게 사망하였는지를 알 수 없는 실정이다. 또한 시장은 창업주의 사망을 정확하게 예측할 수는 없지만 본 논문의 실증결과로부터 확인된 바와 같이 사망에 관한 정보가 사망공시일 이전부터 자본시장에 누설되어 주가에 반영되었다는 것을 나타내고 있다. 따라서 본 논문은 전체 창업주 사망공시 표본을 대상으로 사망공시정보가 사망 30일 전부터 주가에 반영될 수 있다는 잠정적인 견해에 따라 사망 30일 전부터 사망공시일까지의 누적비정상수익률로 정보효과를 검증하였다.

익률을 사용하였으며, 그 이유는 창업주의 사망이 공시된 개별기업의 비정상수익률의 움직임을 검토해 본 결과 창업주사망이 공식적으로 공시되기 약 30일 전부터 이미 창업주사망에 관한 정보가 시장에 유출되어 주가에 반영되어 왔다는 것이 관찰되었기 때문이다. 또한 횡단면 회귀분석식에서 독립변수로는 비정상수익률의 결정요인을 설명하기 위하여 앞에서 설정한 4가지의 가설(가설2~가설5)을 검정하는데 가장 적절하다고 판단되는 대응변수와 시장국면을 나타내는 통제변수를 다음의 식 (6)과 같이 사용하였다.

$$CAR_i = a_0 + a_1 TIME_i + a_2 ABILITY_i + a_3 DEBT_i + a_4 TA_i + a_5 MRK_i \text{ -----(6)}$$

- CAR<sub>i</sub> : 기업 i의 (AD-30~AD+1)기간의 누적비정상수익률
- TIME<sub>i</sub> : 기업 i의 2세 경영자가 창업주 사망전 경영수업을 받은 기간
- ABILITY<sub>i</sub> : 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 기업 i의 창업주가 사망하기전에 달성한 경영실적의 상대적 크기
- DEBT<sub>i</sub> : 기업 i의 부채비율
- TA<sub>i</sub> : 기업 i의 총자산의 로그값
- MRK<sub>i</sub> : 창업주의 사망공시일이 약세시장에 속하는 경우 0의 값을 가지며, 창업주의 사망공시일이 강세시장에 속하는 경우 1의 값을 갖는 더미변수

횡단면 회귀분석식에 사용된 독립변수를 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

(1) TIME

2세 경영자가 창업주 사망전 경영수업을 받은 기간인 TIME은 <가설 2>를 검정하기 위한 독립변수이다. 본 연구에서는 TIME으로 2세 경영자가 창업주 사망전 최고경영자의 자격으로 기업경영에 참가한 기간의 개월 수를 사용하였다. 가설의 설정에서 설명한 바와 같이 TIME의 회귀계수인 a<sub>1</sub>은 (+)일 것으로 예상된다.

(2) ABILITY

동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 창업주가 사망하기 전에 달성한 경영실적의 상대적 크기인 ABILITY는 <가설 3>을 검정하기 위한 독립변수이다. 본 연구에서는 ABILITY의 대응변수로 창업주가 사망하기전 4년간의 순이익 평균성장율을 상장회사총감에 나타나 있는 같은 기간의 산업 평균 순이익 평균성장율로 나눈 값을 사용하였다. 가설의 설정에서 설명한 바와 같이 ABILITY의 회귀계수인 a<sub>2</sub>는 (-)일 것으로 예상된다.

(3) DEBT

기업의 부채비율인 DEBT는 <가설 4>를 검정하기 위한 독립변수이다. 본 연구에서는 부채비율로 창업주가 사망한 직전 년도말의 장부상의 부채금액을 자기자본으로 나눈 값을 사용하였다. 가설의 설정에서 설명한 바와 같이 DEBT의 회귀계수인 a<sub>3</sub>는 (-)일 것으로 예상된다.

(4) TA

기업의 총자산인 TA는 <가설 5>를 검정하기 위한 독립변수이다. 본 연구에서는 총자산으로 창업주가 사망한 직전 년도말의 장부상 금액의 로그값을 사용하였다. 가설의 설정에서 설명한 바와 같이

TA의 회귀계수인  $a_4$ 는 (+)일 것으로 예상된다.

(5)MRK

시장국면이 정보내용에 영향을 미칠 수 있으므로<sup>8)</sup> 시장국면을 나타내는 더미변수인 MRK를 통제변수로 사용하였다. 본 연구에서는 MRK는 호황국면(86.1~89.4, 92.9~94.11)에는 1의 값을 가지며, 불황국면(80.1~85.12, 89.5~92.8, 94.12~95.6)에는 0의 값을 갖는 더미변수로 정의하였다.

3.3 표본의 선정

본 연구의 분석대상에 포함된 표본기업은 다음과 같은 기준에 의하여 선정되었다.

- (1) 1980년 1월 1일부터 1995년 5월 31일 사이에 창업주가 사망한 날이 경제신문과 시중 일간지에서 명확하게 확인할 수 있는 기업
- (2) 주가의 반응을 분석할 수 있는 상장기업

(3) 창업주가 사망한 회사 중 자기자본이 잠식된 것과 같은 비정상적인 상황에 있지 않고 주식이 원활하게 거래된 기업

(4) 금융, 보험, 증권업종을 제외한 기업

(5) 한국신용평가주식회사가 발간한 재무제표 및 일별 주가수익률 자료를 이용할 수 있는 기업 셋째 기준을 적용한 이유는 자기자본이 잠식된 것과 같은 비정상적인 기업의 재무구조는 일반 기업에 비하여 매우 열악하므로 이들의 기업이 표본에 포함되면 본 연구의 결과가 왜곡될 수 있는 가능성이 있기 때문이다. 또한 넷째 기준은 이들 업종에 속한 기업의 특성과 회계수치가 일반기업과 많은 차이가 있기 때문에 이러한 업종에 속한 기업을 표본에서 제외시키기 위하여 적용되었다.

위와 같은 기준을 적용하여 본 연구의 표본으로 최종선정된 기업은 38개이었다. 최종표본으로 선정된 38개 기업의 산업별 분포와 연도별 표본회사의 수는 다음의 <표 1>과 같다.

<표 1> 최종표본의 현황

연도별 표본수		산업별 분포	
연도	표본회사수	산업	표본수
1981	3	1)음·식료품제조업	4
1982	1	2)섬유제품제조업	5
1984	3	3)화학물 및 화학제품제조업	6
1985	3	4)비금속광물제품제조업	3
1987	9	5)영상,음향 및 통신장비제조업	5
1989	2	6)건설업	3
1991	3	7)도매 및 상품중개업	3
1992	3	8)기타 업종	9
1993	5		
1994	6		
총계	38	총계	38

주)기타 업종에는 9개회사가 각각 9개 산업에 분포되어 있다.

8) 한신경제연구소(1993)는 시설투자공시라는 일종의 호재가 약세시장에서는 전반적인 재료부족으로 인하여 강하게 주가에 반영되었으나, 강세시장에서는 전체시장여건이 호조를 보이므로 시설투자 공시정보라는 호재가 주가에 크게 부각되지 않는다고 주장하였다.

〈표 1〉에서 볼 수 있는 바와 같이 연도별 표본수는 1987년이 9개 기업으로 가장 많았고, 1982년이 1개 기업으로 가장 적게 나타났다. 한편 표본기업의 산업별 분포에 의하면 화합물 및 화학제품제조업이 6개회사로 가장 많았으며, 앞에서 설명한 기타 업종에 포함된 9개 산업은 각각 1개 기업으로 가장 적은 것으로 나타났다.

#### IV. 실증분석결과

##### 4.1 창업주 사망공시가 주가에 미치는 영향

여기서는 창업주 사망공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향에 대한 〈가설 1〉을 검증하기 위하여 전체표본과 부채비율의 크기에 따라 구분한 소표본의 공시일 전후 각 30일간(AD-30~AD+30)의 비정상수익률(AAR), 누적비정상수익률(CAR) 및 t값을 정리하면 〈표 2〉와 같다. 또한 〈표 2〉에 나타나 있는 누적비정상수익률을 그림으로 나타내면 [그림 1]과 같다.

〈표 2〉에 나타나 있는 비정상수익률의 분석결과에 의하면 전체표본의 주가는 [그림 1]에서 볼 수 있는 바와 같이 공시일(AD-1~AD)과 공시일 전후기간(AD-30~AD+30)에 걸쳐 별다른 양상을

보이지 않는다. 또한 공시일의 비정상수익률은 0.162%로 미미하며, t값이 0.286으로 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과 한국증권시장에서 창업주사망의 공시효과는 미약하다고 볼 수 있다.<sup>9)</sup> 따라서 전체표본에 대한 창업주 사망공시일의 비정상수익률이 통계적으로 유의하지 않게 나타났기 때문에 〈가설 1〉은 기각된다.

그러나 전체표본을 부채비율의 크기에 따라 구분한 두 소표본의 주가는 서로 다른 반응을 나타내고 있다.<sup>10)</sup> 부채비율이 낮은 소표본의 주가는 공시전 기간(AD-30~AD)에 걸쳐 서서히 상승하는 반면에 부채비율이 높은 소표본의 주가는 계속 하락하는 것으로 나타났다.<sup>11)</sup> 이러한 분석결과에 따라 창업주 사망공시가 기업가치에 미치는 순효과는 기업의 부채비율과 같은 특성에 따라 서로 다르게 나타난다는 것을 확인할 수 있다. 그리고 이러한 순효과가 표본기업간에 서로 상쇄되어 전체표본 주식의 공시일의 비정상수익률이 통계적으로 유의하지 않게 나타난 것으로 볼 수 있다. 또한 두 소표본의 주가는 공시일 이후에는 별다른 양상을 보이지 않고 있다. 이는 창업주사망이 공식적으로 공시되기 약 30일 전부터 이미 창업주사망에 관한 정보가 시장에 유출되어 주가에 반영되어 왔다는 것을 나타내고 있다.

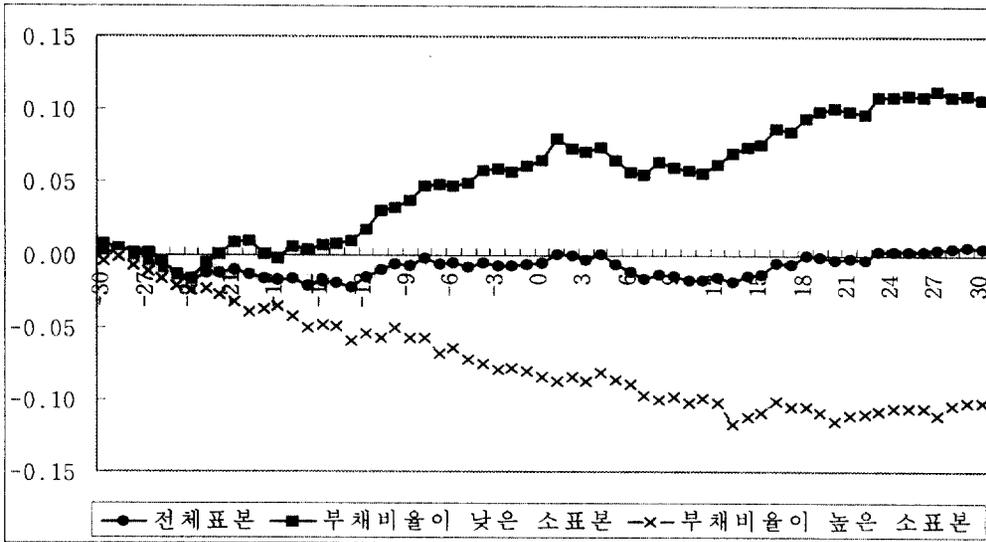
9) 본 연구에서 확인된 바와 같이 전체표본에 대한 창업주 사망공시효과는 개별표본기업들의 사망공시효과가 상쇄되어 통계적으로 유의하지 않게 나타났기 때문에 개별표본기업에 대한 창업주 사망공시효과가 미약하다고 단정할 수는 없다.

10) 부채비율에 따라 전체표본을 두 소표본으로 구분한 이유는 다음과 같다. 한국 기업은 재무구조상 부채비율이 과다한 사실이 지적되어 왔기 때문에 기업의 부채비율을 낮추려는 노력은 대체적으로 긍정적인 평가를 받기 때문이다(강효석, 1988). 또한 합리적인 주식투자자들은 부채비율이 과도하게 높은 주식을 기피하는 경향을 보이고 있기 때문이다(김건우, 1992). 한편 사전연구의 검증결과를 개선하기 위하여 부채비율 대신 다른 여러 변수를 기준으로 전체표본을 소표본으로 구분한 후, 각 소표본의 비정상수익률을 분석하였다. 분석결과에 의하면 각 소표본의 비정상수익률이 부채비율을 기준으로 구분한 소표본의 비정상수익률보다 통계적으로 유의하지 않게 나타나 본 연구에서는 분리하여 보고하지 않았다. 이는 횡단면 회귀분석결과 독립변수 중 부채비율이 비정상수익률을 설명하는데 가장 통계적으로 유의하게 나타난 결과와 일치한다.

11) AD-30~AD기간에 나타나는 두 소표본의 비정상수익률을 통계적으로 검증한 결과는 〈표 3〉에 나타내었다.

〈표 2〉 공시일 전후 주식의 비정상수익률

	전체표본				부채비율이 낮은 소표본				부채비율이 높은 소표본			
	AAR	t	CAR	t	AAR	t	CAR	t	AAR	t	CAR	t
-30	0.00149	0.37	0.00149	0.37	0.00718	1.40	0.00718	1.40	-0.00421	-0.67	-0.00421	-0.67
-29	0.00016	0.03	0.00164	0.28	-0.00244	-0.47	0.00474	0.65	0.00306	0.48	-0.00115	-0.12
-28	-0.00492	-1.22	-0.00327	-0.47	-0.00327	-0.63	0.00147	0.16	-0.00593	-0.94	-0.00708	-0.65
-27	-0.00230	-0.57	-0.00557	-0.69	-0.00038	-0.07	0.00109	0.10	-0.00443	-0.70	-0.01151	-0.91
-26	-0.00511	-1.27	-0.01068	-1.19	-0.00523	-1.02	-0.00414	-0.36	-0.00468	-0.74	-0.01619	-1.15
-25	-0.00512	-1.27	-0.01580	-1.61	-0.00976	-1.91	-0.01390	-1.11	-0.00509	-0.81	-0.02129	-1.38
-24	-0.00234	-0.58	-0.01814	-1.71	-0.00222	-0.43	-0.01612	-1.19	-0.00271	-0.43	-0.02400	-1.44
-23	0.00559	1.39	-0.01255	-1.10	0.01101	2.15	-0.00510	-0.35	0.00069	0.10	-0.02331	-1.31
-22	0.00047	0.11	-0.01209	-1.00	0.00600	1.17	0.00089	0.05	-0.00387	-0.61	-0.02718	-1.44
-21	0.00118	0.29	-0.01091	-0.86	0.00791	1.54	0.00880	0.54	-0.00537	-0.85	-0.03255	-1.64
-20	-0.00272	-0.67	-0.01363	-1.02	0.00067	0.13	0.00948	0.55	-0.00656	-1.04	-0.03911	-1.87
-19	-0.00272	-0.67	-0.01635	-1.17	-0.00863	-1.68	0.00085	0.04	0.00166	0.26	-0.03745	-1.72
-18	-0.00111	-0.27	-0.01746	-1.20	-0.00371	-0.72	-0.00286	-0.15	0.00167	0.26	-0.03578	-1.58
-17	0.00098	0.24	-0.01648	-1.09	0.00824	1.61	0.00538	0.28	-0.00618	-0.98	-0.04196	-1.78
-16	-0.00462	-1.15	-0.02110	-1.36	-0.00146	-0.28	0.00392	0.19	-0.00797	-1.26	-0.04993	-2.05
-15	0.00217	0.54	-0.01893	-1.18	0.00258	0.50	0.00650	0.31	0.00146	0.23	-0.04847	-1.93
-14	-0.00004	-0.00	-0.01897	-1.14	0.00078	0.15	0.00728	0.34	-0.00110	-0.17	-0.04957	-1.91
-13	-0.00318	-0.79	-0.02214	-1.30	0.00240	0.46	0.00967	0.44	-0.00932	-1.48	-0.05889	-2.21
-12	0.00625	1.56	-0.01589	-0.91	0.00776	1.51	0.01743	0.78	0.00466	0.74	-0.05423	-1.98
-11	0.00582	1.45	-0.01007	-0.56	0.01257	2.46	0.03000	1.31	-0.00269	-0.42	-0.05692	-2.02
-10	0.00404	1.00	-0.00603	-0.32	0.00239	0.46	0.03239	1.38	0.00625	0.99	-0.05067	-1.76
-9	-0.00149	-0.37	-0.00752	-0.40	0.00495	0.96	0.03734	1.55	-0.00664	-1.05	-0.05731	-1.94
-8	0.00474	1.18	-0.00278	-0.14	0.00954	1.86	0.04688	1.91	-0.00014	-0.02	-0.05745	-1.90
-7	-0.00397	-0.99	-0.00675	-0.34	0.00179	0.35	0.04867	1.94	-0.01040	-1.65	-0.06785	-2.20
-6	0.00097	0.24	-0.00578	-0.28	-0.00128	-0.25	0.04739	1.85	-0.00319	0.50	-0.06465	-2.06
-5	-0.00317	-0.79	-0.00894	-0.43	0.00229	0.44	0.04967	1.90	-0.00796	-1.26	-0.07261	-2.26
-4	0.00318	0.79	-0.00576	-0.27	0.00837	1.63	0.05805	2.18	-0.00225	-0.35	-0.07486	-2.29
-3	-0.00136	-0.33	-0.00712	-0.33	0.00117	0.22	0.05922	2.19	-0.00437	-0.69	-0.07923	-2.38
-2	-0.00028	-0.06	-0.00740	-0.34	-0.00214	-0.41	0.05708	2.07	0.00140	0.22	-0.07783	-2.30
-1	0.00108	0.26	-0.00632	-0.28	0.00381	0.74	0.06089	2.17	-0.00204	-0.32	-0.07987	-2.32
0	0.00054	0.13	-0.00578	-0.25	0.00445	0.87	0.06534	2.29	-0.00400	-0.63	-0.08386	-2.40
1	0.00646	1.61	0.00068	0.03	0.01456	2.85	0.07990	2.76	-0.00300	-0.47	-0.08686	-2.44
2	-0.00146	-0.36	-0.00078	-0.03	-0.00617	-1.20	0.07373	2.51	0.00307	0.48	-0.08379	-2.32
3	-0.00290	-0.72	-0.00368	-0.15	-0.00242	-0.47	0.07131	2.39	-0.00307	-0.48	-0.08686	-2.37
4	0.00410	1.02	0.00042	0.01	0.00285	0.55	0.07416	2.45	0.00557	0.88	-0.08129	-2.19
5	-0.00684	-1.70	-0.00643	-0.26	-0.00887	-1.73	0.06529	2.13	-0.00527	-0.84	-0.08657	-2.29
6	-0.00504	-1.25	-0.01147	-0.47	-0.00755	-1.47	0.05774	1.85	-0.00288	-0.45	-0.08944	-2.34
7	-0.00479	-1.19	-0.01625	-0.65	-0.00264	-0.51	0.05511	1.75	-0.00739	-1.17	-0.09683	-2.50
8	0.00265	0.66	-0.01360	-0.54	0.00918	1.79	0.06429	2.01	-0.00350	-0.55	-0.10033	-2.56
9	-0.00104	-0.25	-0.01464	-0.57	-0.00444	-0.86	0.05985	1.85	0.00241	0.38	-0.09792	-2.46
10	-0.00295	-0.73	-0.01760	-0.68	-0.00117	-0.22	0.05868	1.79	-0.00451	-0.71	-0.10244	-2.54
11	-0.00008	-0.01	-0.01768	-0.68	-0.00285	-0.55	0.05583	1.68	0.00307	0.48	-0.09937	-2.44
12	0.00191	0.47	-0.01577	-0.60	0.00670	1.31	0.06253	1.86	-0.00281	-0.44	-0.10218	-2.48
13	-0.00263	-0.65	-0.01839	-0.69	0.00802	1.56	0.07055	2.08	-0.01491	-2.37	-0.11709	-2.81
14	0.00402	1.00	-0.01438	-0.53	0.00333	0.65	0.07388	2.15	0.00511	0.81	-0.11198	-2.66
15	0.00066	0.16	-0.01371	-0.50	0.00238	0.46	0.07626	2.20	0.00317	0.50	-0.10881	-2.55
16	0.00671	2.17	-0.00501	-0.18	0.01085	2.12	0.08710	2.48	0.00777	1.23	-0.10104	-2.34
17	-0.00115	-0.28	-0.00616	-0.22	-0.00161	-0.31	0.08550	2.41	-0.00365	-0.58	-0.10469	-2.40
18	0.00528	1.31	-0.00087	-0.03	0.00895	1.75	0.09445	2.64	-0.00056	-0.08	-0.10525	-2.39
19	-0.00047	-0.11	-0.00135	-0.04	0.00427	0.83	0.09872	2.73	-0.00428	-0.68	-0.10953	-2.46
20	-0.00200	-0.50	-0.00335	-0.11	0.00210	0.41	0.10082	2.76	-0.00540	-0.86	-0.11493	-2.56
21	0.00050	0.12	-0.00285	-0.09	-0.00168	-0.32	0.09914	2.69	0.00383	0.60	-0.11111	-2.45
22	-0.00058	-0.14	-0.00343	-0.11	-0.00147	-0.28	0.09767	2.62	0.00125	0.19	-0.10986	-2.40
23	0.00618	1.54	0.00275	0.09	0.01121	2.19	0.10888	2.90	0.00202	0.32	-0.10784	-2.33
24	-0.00045	-0.11	0.00231	0.07	-0.00005	-0.00	0.10883	2.87	0.00127	0.20	-0.10657	-2.29
25	-0.00006	-0.01	0.00225	0.07	0.00164	0.32	0.11047	2.89	0.00086	0.13	-0.10571	-2.25
26	-0.00005	-0.01	0.00220	0.07	-0.00123	-0.24	0.10924	2.83	-0.00020	-0.03	-0.10590	-2.23
27	0.00095	0.23	0.00315	0.10	0.00411	0.80	0.11335	2.91	-0.00523	-0.83	-0.11114	-2.32
28	0.00126	0.31	0.00442	0.14	-0.00430	-0.84	0.10905	2.78	0.00679	1.08	-0.10435	-2.16
29	0.00155	0.38	0.00597	0.19	0.00072	0.14	0.10978	2.77	0.00209	0.33	-0.10226	-2.10
30	-0.00155	-0.38	0.00442	0.14	-0.00242	-0.47	0.10735	2.69	0.00036	0.05	-0.10190	-2.07



(그림 1) 창업주 사망공시일 전후 주식의 비정상수익률 행태

전체표본, 부채비율이 낮은 소표본과 부채비율이 높은 소표본의 주식의 비정상수익률을 보다 구체적으로 분석하기 위하여 소표본의 주가가 서로 다르

게 반응하는 AD-30~AD기간과 공시일 전후 상이한 여러 기간의 비정상수익률을 표로 나타내면 다음의 <표 3>과 같다.<sup>12)</sup>

<표 3> 전체표본과 부채비율의 크기로 구분한 주식의 비정상수익률

구분	전체표본	부채비율이 낮은 소표본	부채비율이 높은 소표본
표본수	38	19	19
CAR(AD-1~AD)	0.162%	0.826%	-0.604%
t값	(0.286)	(1.143)	(0.681)
CAR(AD~AD+1)	0.700	1.901	-0.700
t값	(1.237)	(2.631)**	(0.789)
CAR(AD-30~AD)	-0.578	6.534	-8.386
t값	(-0.259)	(2.298)**	(-2.401)**
CAR(AD-30~AD+1)	0.068	7.990	-8.686
t값	(0.301)	(2.766)**	(-2.447)**

\* : 10%유의수준에서 유의적임(양측검정)

\*\* : 5%유의수준에서 유의적임(양측검정)

12) 추정기간으로 AD-300~AD-31 등 여러 기간을 사용하여 비정상수익률을 측정한 결과 비정상수익률의 행태, 종속변수로 사용한 CAR(AD-30~AD+1)의 값과 통계적 유의성이 각각 [그림 1] 및 <표 3>과 큰 차이가 없는 것으로 나타나 본 연구에서는 이를 분리하여 보고하지 않았다.

〈표 3〉에서 볼 수 있는 바와 같이 공시전 기간(AD-30~AD)동안 전체표본 주식의 비정상수익률을 분석한 결과에 의하면 평균적으로 창업주 사망 공시는 주가를 0.578% 정도 하락시키는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않았다. 그러나 부채비율이 낮은 소표본의 경우 AD-30~AD기간 동안 주가는 유의수준 5%에서 유의한 6.534% 상승한 것으로 나타났다. 더욱더 공시일과 그 다음날의 2일간(AD~AD-1)에 주가가 유의수준 5%에서 유의한 1.901% 상승한 것은 주목할 만한 현상이다.<sup>13)</sup> 이러한 결과에 의하면 부채비율이 낮은 기업의 창업주가 사망하였다는 공시는 주가에 긍정적인 영향을 미치는 정보로 해석된다는 것을 입증하고 있다. 반면에 부채비율이 높은 소표본의 경우 AD-30~AD기간 동안 주가는 대조적으로 유의수준 5%에서 유의한 8.386%의 큰 폭으로 하락한 것으로 나타났다. 이는 2세 경영자가 공격적인 경영을 하는 과정에 유리한 투자기회를 적극적으로 수행하려고 하나, 부채비율이 과도하게 높은 기업의 2세 경영자는 외부로부터 충분한 자금을 적시에 조달하지 못하여 유리한 투자기회를 포기하게 된다(Brealey and Myers, 1996). 또한 높은 부채비율로 인한 과도한 금융비용은 2세 경영자가 경영활동을 수행하는데 큰 부담이 될 수 있기 때문이다. 그 결과 투자자들은 부채비율이 높은 소표본의 경우에만 창업주 사망공시가 주가에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 기대를 하는 것으로 볼 수 있다.

앞에서 분석한 내용을 요약하면 다음과 같다. 공시일과 공시일 전후 상이한 여러 기간에 걸쳐 전체 표본의 주가반응은 통계적으로 유의하지 않게 나타나 〈가설 1〉은 기각되었다. 그러나 AD-30~AD기

간 동안 부채비율이 높은 소표본의 주가는 유의수준 5%에서 유의한 8.386%의 큰 폭으로 하락하였으나, 대조적으로 부채비율이 낮은 소표본의 주가는 AD-30~AD와 AD~AD+1기간 동안 각각 유의수준 5%에서 유의한 6.534%, 1.901%의 큰 폭으로 상승한 것으로 나타났다. 이러한 분석결과에 의하면 창업주 사망공시가 주가에 미치는 영향은 창업주가 사망한 회사의 부채비율과 같은 특성에 따라 달라진다는 것을 확인할 수 있다.

#### 4.2 횡단면 회귀분석결과

여기서는 공시일에 나타나는 비정상수익률의 결정요인에 대한 4가지 가설(가설2~가설5)을 검증하기 위하여 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 횡단면 회귀분석식에서 종속변수로 CAR(AD-30~AD+1)를 사용하였으며, 그 이유는 〈그림 1〉에서 볼 수 있는 바와 같이 창업주사망이 공식적으로 공시되기 약 30일 전부터 이미 창업주사망에 관한 정보가 시장에 누설되어 주가에 반영되어 왔다는 것을 관찰하였기 때문이다. 또한 독립변수로는 식 (6)에서 볼 수 있는 바와 같이 각 가설을 검증하는데 적합한 대응변수를 사용하였다.

횡단면 회귀분석에 사용된 변수들의 기초통계치는 다음의 〈표 4〉와 같다. 또한 식 (6)을 이용하여 횡단면 회귀분석을 실시한 결과는 다음의 〈표 5〉와 같다.

13) Johnson et al.(1985)의 연구에서는 창업주 사망공시일(AD)의 비정상수익률이 유의수준 10%에서 유의한 3.50%로 나타났으며, 또한 공시일과 그 다음날의 2일간(AD-1~AD)의 비정상수익률은 3.56%로 나타났다.

〈표 4〉 변수들의 기초통계치

변수	평균	표준편차	최소값	최대값	표본수
CAR	0.00	0.15	-0.53	0.29	38
TIME	29.43	64.44	0.00	205.00	38
ABILITY	3.80	14.74	-12.19	77.11	34*
DEBT	327.55	163.30	64.80	621.40	38
TA	2522.26	2249.61	370.00	9666.00	38
MRK	0.61	0.50	0.00	1.00	38

\* 상장회사에 대한 산업평균순이익은 1983년부터 이용할 수 있었기 때문에 1982년 이전에 창업주 사망 공시가 이루어진 4개 기업의 ABILITY변수는 측정할 수 없었다.

〈표 5〉에서 볼 수 있는 바와 같이 회귀식 1의 조정된 결정계수(adj-R<sup>2</sup>)는 42.30%이며, F값은 7.041로 유의수준 1%에서 통계적으로 유의하게

나타났다. 또한 모든 독립변수의 회귀계수는 예상한 것과 같은 부호를 가지며, 적어도 유의수준 10%에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 회귀식

〈표 5〉전체표본의 비정상수익률 결정요인분석

$$CAR_i = a_0 + a_1 TIME_i + a_2 ABILITY_i + a_3 DEBT_i + a_4 TA_i + a_5 MRK_i$$

변수	예상 부호	회귀식 1			회귀식 2		
		회귀계수	t값	VIF	회귀계수	t값	VIF
INTERCEPT		-0.1680	-0.792		-0.1240	-0.603	
TIME	+	0.0005	1.689**	1.184	0.0006	1.857**	1.188
ABILITY	-	-0.0004	-2.155**	1.157	-0.0004	-1.916**	1.188
Debt	-	-0.0007	-4.159***	1.434	-0.0007	-4.567***	1.487
TA	+	0.1060	1.537*	1.270	0.1130	1.692**	1.274
MRK					-0.0760	-1.772**	1.122
표본수		34			34		
R <sup>2</sup>		0.493			0.544		
adj-R <sup>2</sup>		0.423			0.462		
F		7.401***			6.676***		

주) 1. 독립변수를 정의하면 다음과 같음

TIME : 2세 경영자가 창업주 사망전 경영수업을 받은 기간

ABILITY : 동종업종 경영자에 대한 창업주의 경영능력

DEBT : 부채비율

TA : 총자산의 로그값

MRK : 시장국면을 나타내는 터미변수(호황 1, 불황 0)

2. \*\*\*는 1%, \*\*는 5%, 그리고 \*는 10% 유의수준에서 유의함을 의미함.

2는 회귀식 1에서 사용한 독립변수에 시장국면을 나타내는 더미변수를 추가한 후 회귀분석한 결과를 나타내고 있다. 회귀식 2의 조정된 결정계수 ( $adj-R^2$ )는 46.20%이며, F값은 6.676로 유의수준 1%에서 통계적으로 유의하게 나타나, 회귀식 2의 설명력이 회귀식 1보다 3.90%정도 증가한 것을 알 수 있다. 또한 회귀식 2에서는 모든 독립변수의 회귀계수가 적어도 유의수준 5%에서 통계적으로 유의하며, 예상한 것과 같은 부호를 가지는 것으로 나타났다.<sup>14)</sup>

한편 본 연구의 회귀분석에 사용된 독립변수들간에 다중공선성(multicollinearity)문제가 발생할 가능성이 있기 때문에 다중공선성에 대한 문제는 VIF(variance inflation factor)로 검토하였다. <표 5>에 나타나 있는 횡단면 회귀분석결과에 의하면 각 독립변수의 VIF가 1.5를 초과하지 않아 심각한 다중공선성에 대한 문제는 존재하지 않는 것으로 판단할 수 있다.

회귀식 2가 회귀식 1보다 더 유의한 결과를 보여주고 있으므로 회귀식 2의 개별회귀계수를 근거로 4가지의 가설(가설2~가설5)을 검정한 내용은 다음과 같다.

TIME의 회귀계수  $a_1$ 은 예상한 것과 같은 (+) 부호를 가지며, 유의수준 5%에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 이러한 결과는 2세 경영자가 창업주 사망전 최고경영자의 자격으로 기업경영에 참가한 기간이 길수록 주가는 큰 폭으로 상승한다는 <가설 2>를 지지하는 것을 의미한다.

ABILITY의 회귀계수  $a_2$ 는 예상한 것과 같은

(-)부호를 가지며, 유의수준 5%에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 이러한 결과는 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대한 창업주가 사망하기 전에 달성한 경영실적의 상대적 크기가 클수록 주가는 큰 폭으로 하락하게 된다는 <가설 3>을 지지하는 것을 의미한다. 이러한 결과는 Johnson et al. (1985)의 연구결과와 일치하는 것이다.<sup>15)</sup>

DEBT의 회귀계수  $a_3$ 는 예상한 것과 같은 (-)부호를 가지며, 유의수준 1%에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 이러한 결과는 높은 부채비율로 인한 과도한 금융비용은 2세 경영자의 경영활동에 큰 부담이 되며, 또한 부채비율이 높은 기업의 2세 경영자는 적시에 타인자본을 조달할 수 없는 불리한 상황이 발생하여 주가가 하락하게 된다는 <가설4>를 지지하는 것을 의미한다.

TA의 회귀계수  $a_4$ 는 예상한 것과 같은 (+)부호를 가지며, 유의수준 5%에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 이러한 결과는 규모가 큰 기업의 주가가 작은 기업보다 상승하게 된다는 <가설 5>를 지지하는 것을 의미한다.

앞에서 가설을 검정한 결과를 요약하면 <가설 1>은 기각되었지만 나머지 네 가지의 <가설 2>, <가설 3>, <가설 4> 및 <가설 5>는 지지되는 것으로 나타났다.

14) 익명의 심사위원이 지적한 바와 같이 회귀식 2의 독립변수에 창업주의 재임기간(T)과 승계되는 기업이 단일기업인지 기업집단인지를 나타내는 더미변수(GROUP)를 추가하여 회귀분석한 결과는 다음과 같다. 전체식의  $R^2$ 와 F값은 45.50%, 4.930으로 각각 회귀식 2보다 작은 값을 갖는 것으로 나타났다. 또한 T와 GROUP 변수의 회귀계수는 각각 0.00001( $t=0.739$ ), -0.0440( $t=-0.958$ )으로 모두 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타나 본 연구에서는 이를 분리하여 보고하지 않았다.

15) 이 두 연구는 비정상수익률의 계산방법, 대용변수의 측정방법이 서로 다르기 때문에 직접적인 비교는 할 수 없는 실정이다.

## V. 결 론

창업주의 사망에 따라 직계가족이 경영권을 승계한다는 정보는 자본시장에서 과거 창업주의 경영실적, 2세 경영자의 경영수업기간 및 승계되는 기업의 특성 등에 의하여 다양하게 평가되어질 수 있다. 본 연구의 목적은 한국증권시장에서 1980년 1월 1일부터 1995년 5월 31일 사이에 표본으로 선정된 38개 기업을 대상으로 창업주 사망공시가 주식의 비정상수익률에 미치는 영향과 비정상수익률의 결정요인을 분석하는 것이다.

본 연구의 실증분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 전체표본의 주가는 공시일(AD-1~AD)과 공시일 전후기간(AD-30~AD+30)에 걸쳐 별다른 양상을 보이지 않는다. 또한 공시일의 비정상수익률은 0.162%로 미미하며, t값이 0.286로 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과 한국증권시장에서 창업주사망의 공시효과는 미약하다고 볼 수 있다. 따라서 전체표본에 대한 창업주사망 공시일의 비정상수익률이 통계적으로 유의하지 않게 나타났기 때문에 <가설 1>은 기각되었다.

그러나 부채비율이 높은 소표본의 주가는 AD-30~AD기간 동안 유의수준 5%에서 유의한 8.386%의 큰 폭으로 하락하였으나, 대조적으로 부채비율이 낮은 소표본의 주가는 AD-30~AD와 AD~AD+1기간 동안 각각 유의수준 5%에서 유의한 6.534%, 1.901%의 큰 폭으로 상승한 것으로 나타났다. 이러한 분석결과에 의하면 창업주 사망공시가 주가에 미치는 영향은 창업주가 사망한 회사의 부채비율과 같은 특성에 따라 달라진다는 것을 확인할 수 있다.

둘째, 공시일에 나타나는 비정상수익률의 결정요인에 대한 4가지 가설(가설2~가설5)을 검증하기 위하여 횡단면 회귀분석을 실시한 결과는 다음과 같다. 2세 경영자가 창업주 사망전 기업경영에 참가한 기간(TIME), 동종업종 경영자의 평균경영실적에 대하여 창업주가 사망하기 전에 달성한 경영실적의 상대적 크기에 대한 창업주의 경영능력(ABILITY), 부채비율(DEBT), 총자산(TA)이 공시일의 비정상수익률차이를 설명하는데 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다.

이러한 분석결과에 따라 <가설 1>은 기각되었지만 나머지 네 가지의 <가설 2>, <가설 3>, <가설 4> 및 <가설 5>는 지지되는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 창업주위주의 경영시스템을 가진 한국의 경영에 다음과 같은 정책적 함의를 제시한다고 할 수 있다.

2세 경영자가 창업주 사망전 최고경영자의 자격으로 기업경영에 참가한 기간이 비정상수익률을 설명하는데 유의한 변수로 나타나 창업주가 2세 경영자를 양성하는 것이 중요하다는 점을 제시하고 있다. 따라서 창업주는 경영권을 승계할 때 2세 경영자가 격변하는 경영환경에 적응할 수 있는 전문적인 경영지식과 위기관리능력이 있는지를 면밀하게 확인한 후 기업승계여부를 결정하여야 한다. 또한 기업을 승계받은 후 2세 경영자도 절대적인 경영권을 행사함으로써 2세 경영자의 독단적인 의사결정을 견제할 수 있도록 이사회와 감사의 기능을 강화하려는 노력이 지속되어야 한다. 또한 부채비율이 비정상수익률을 설명하는데 유의한 변수로 나타나 높은 부채비율은 창업주가 사망할 때 기업에 불리한 영향을 미친다는 점을 제시하고 있다. 따라서 창업주는 과도한 차입경영을 지양하여야 한다. 정부도 과도한 차입경영관행을 없애기 위하여 상호지

급보증과 구제금융정책 등을 재검토하여야 하며, 소액주주의 권한을 강화시키는 정책을 추진하여야 한다.

본 연구가 가지고 있는 실증분석상의 한계점은 다음과 같다.

첫째, 창업주가 평상시 기업경영에 행사한 영향력의 크기를 객관적으로 측정할 수 없었기 때문에 창업주의 경영능력을 나타내는 변수가 주식의 비정상 수익률에 미치는 영향을 충분히 분석하지 못하였다.

둘째, 창업주의 경영능력을 측정할 수 있는 변수들의 대체대용변수를 충분히 검토하지 못하였다. 또한 승계되는 기업이 중앙집권적 또는 분권적인지를 나타내는 조직특성과 창업주의 네트워크가 중요한지 기술과 능력이 더 중요한지를 나타내는 변수들을 자료의 부족으로 충분히 고려하지 못 하였다.

셋째, 표본으로 선정된 기업의 수가 충분하지 않아 횡단면 회귀분석한 결과를 일반화시키는데 다소 어려움이 있었다.

넷째, 창업주의 사망표본을 선정할 때 창업주의 사망이 갑작스러운 것인지에 관한 정확한 정보를 입수할 수 없었다.

창업주의 사망공시가 주가에 미치는 영향에 관한 연구는 주식의 비정상수익률을 보다 정교하게 측정하는 모형과 비정상수익률의 결정요인을 보다 객관적으로 설명하는 이론적 모형을 개발하는 방향으로 지속되어야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

강철규, 최정표, 장지상(1991), *재벌, 비봉출판사*.  
 강효석(1988), "유상증자시 주식의 발행가격이 주주의 부

에 미치는 영향," *경영학연구*, 24, 99-128.  
 김건식(1995), "재벌과 소수주주보호," 한국의 대기업-누가 소유하며 어떻게 지배되는가, 포스코 경영연구소 기업구조화편, 201-240.  
 김건우(1992), "상장기업의 우량성에 관한 연구," *증권학회지*, 14, 25-64.  
 김용환(1986), "한국기업 재무구조현황과 금융 및 세계개혁의 필요성," *경제학연구*, 29-54.  
 김지수(1996), "중소기업의 재무적 특성과 자본비용에 관한 연구," *재무연구*, 21, 135-165.  
 소병희(1995), "재벌과 소수주주보호," 한국의 대기업-누가 소유하며 어떻게 지배되는가, 포스코 경영연구소 기업구조화편, 57-115.  
 신동령(1995), "현금흐름이 제조업의 투자지출에 미치는 영향에 관한 연구," *증권금융연구*, 1, 93-110.  
 신유근(1984), *한국 기업의 특성과 과제*, 서울대 출판부.  
 신유근(1992), *한국의 경영*, 박영사.  
 신유근 등(1997), *한국 대기업의 경영특성*, 세경사.  
 정광선 편(1996), *21세기 한국 기업의 통할체제*, 서울대학교 경영대학 증권금융연구소.  
 정구현(1987), *한국 기업의 성장전략과 경영구조*, 대한상공회의소.  
 조동성(1994), *한국재벌연구*, 매일경제신문사.  
 조선일보사(1996. 12), *월간조선*.  
 중앙일보사(1996), *재계를 움직이는 사람들*.  
 최종서(1991), "기업의 자본구조, 지분구조, 및 규모와 경영자의 이익수정유인과의 관계," *경영학연구*, 21, 209-244.  
 한국은행(1996), *기업경영분석*.  
 한신경제연구소(1993), *시설투자가 주가에 미치는 영향*.  
 Brealey R. A. & Myers S. C. (1996), *Principles of Corporate Finance*, 5th ed., McGraw-Hill.  
 Johnson, W. B., Magee, R. P., Nagarajan, N. J., and Newman, H. A. (1985), "An Analysis of Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths : Implications for Managerial Labor Market," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 151-178.

## An Empirical Study on the Relationship Between Founder Deaths and Firm Value

Dong Suk, Shim\*

### Abstract

The purposes of this study are to examine abnormal stock returns associated with announcements of founder deaths, and to determine whether the abnormal stock returns can be explained by firm characteristics variables. Both traditional event study method and multiple regression analysis have been employed in order to answer this question.

The findings of empirical study can be summarized as follows:

First, on average the announcements of founder deaths is not associated with significant abnormal stock returns. However, the announcements of founder deaths for subsample with low debt ratio is associated with significant positive abnormal stock returns. The announcements of founder deaths for subsample with high debt ratio is associated with significant negative abnormal stock returns.

Second, DEBT and Ability have significantly negative relationship with cumulative abnormal stock returns, whereas TA and Time have positive relationship with cumulative abnormal stock returns.

---

\* SeJong University.