

Stock Market Reactions to CEO Succession in Family-Controlled Firms*

가족기업의 신임 최고경영자 공시에 대한 주식시장의 반응

Jinah Ryu(First Author)

University of Illinois at Urbana-Champaign
(jinahr2@illinois.edu)

Sun Hyun Park(Corresponding Author)

Seoul National University
(sunpark@snu.ac.kr)

Dong Kee Rhee(Co-Author)

Seoul National University
(rheedong@snu.ac.kr)

.....

We study market response toward family vs. professional CEO succession in a family-controlled firm. Drawing on theories distinguishing family CEOs from professional CEOs, we propose two competing hypotheses on whether investors react to family CEO succession more negatively (or positively) than to professional CEO succession in a family-controlled firm. We find that stock market reactions to family CEO succession are more negative compared to professional CEO succession, supporting the theoretical perspectives that stockholders consider family CEO succession as an extension of the owner family's private benefit seeking. This negative market response to family CEO succession, however, decreases when the firm is under the market regulatory authorities' monitoring. Our empirical analysis examining the announcement of CEO succession events in Korean public family-controlled firms between 2005 and 2016 provides strong support for our theoretical perspectives.

Key Words: CEO succession, investor reaction, family firm, corporate governance

.....

1. 서론

가족기업(Family-controlled firm)은 창업주 또는 그 가족구성원이 기업의 주요한 의사결정에 강한

지배력(control)을 행사하는 기업이다.¹⁾ 기존 연구들은 가족기업을 하나의 '왕조(dynasty)'에 빗대어 지배가족을 중심으로 한 폐쇄적인 기업체로 인식하기도 하였다(Bertrand and Schoar, 2006). 그러나 근래 대다수의 가족기업들은 더 이상 사적 소유

Submission Date: 09. 21. 2020

Revised Date: (1st: 03. 18. 2021)

Accepted Date: 04. 07. 2021

* This paper is based on the first author's master's thesis.

1) 기존 연구들은 가족의 지배력을 그들의 지분율(ownership)과 경영 참여 여부를 고려하여 측정하였다(Chang and Shim, 2015; Villalonga and Amit, 2006). 한국기업을 배경으로 한 연구들도 지분율과 세대경영을 복합적으로 고려하여 가족기업을 측정하였다(Kim and Cho, 2011).

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

기업에 머무르지 않고 주식시장에 상장, 거래되고 있으며(Chung and Luo, 2013), 투자자들의 주목과 규제기관들의 관리 감독을 받고 있다. 이에 따라 주식시장 투자자와 같은 외부 이해관계자들이 가족기업의 지배구조와 전략을 어떻게 평가하는지는 매우 중요한 문제가 되었다.

가족기업의 전략적 리더십은 특히 투자자들이 주목하는 주요 이슈이다(Hambrick and Mason, 1984; Zhang and Wiersema, 2009). 가족기업의 최고경영자는 가족경영자(Family CEO)와 전문경영자(Professional CEO)로 구분된다. 기존 연구는 가족기업에서 어떤 유형의 경영자가 기업 성과에 더 긍정적인 영향을 미치는지 연구하였으나(Chang and Shim, 2015; Jeong et al., in press, Miller et al., 2013), 가족기업의 경영자 유형에 대한 투자자들의 평가에 대한 국내 외 연구는 매우 부족하다. 기존 연구는 최고경영자 선임의 선행 요인에만 주목하거나(Kim and Cho, 2011; Park et al., 2010), 가족기업과 비가족기업을 구분하지 않은 연구들에 한정되어 있다(Back and Kim, 2014; Shin and Chang, 2005).

투자자들이 가족경영자와 전문경영자를 다르게 인식하는지, 어떤 경영자를 선호하는지를 밝히는 것은 가족기업 연구의 중요한 과제이다. 특히 우리나라는 가족기업 비중이 높고, 많은 가족기업 그룹의 소속 기업이 주식시장에 상장되어 있다. 투자자들의 평가는 기업의 시장가치와 단기 자본흐름뿐만 아니라, 기업에 대한 사회적 인식에도 영향을 미친다(Chung and Luo, 2008). 선임 최고경영자에 대한 투자자들의 인식과 평가는 장기적으로 가족기업의 자원 확보 및 생존에도 영향을 줄 수 있다. 지배가족의 경영 참여에 대한 투자자들의 관심이 상당히 높음에도 불구하고, 투자자들이 가족경영자 혹은 전문경영자 중

누가 기업 경영에 더 긍정적인 영향을 미칠 것이라고 판단하는지는 쉽게 예단할 수 없는 문제이기도 하다. 본 연구는 가족기업의 선임 최고경영자 공시에 대한 주식시장 투자자들의 반응을 실증 분석하여 투자자들의 가족경영자와 전문경영자에 대한 상대적 평가와, 투자자 평가가 어떤 기업특성에 의해 영향을 받을 수 있는지를 연구하였다.

본 연구는 가족기업의 최고경영자 선임이 기업 규모와 범위(scale and scope) 확장에 있어 주요한 사건이며(Chandler, 1990; Chang and Shim, 2015, Zhang and Ma, 2009), 주식시장 투자자들은 경영자 유형에 따라 기업의 전략과 추후 성과를 예측한다고 가정하였다. 본 연구는 가족경영자에 대한 기존 이론들을 크게 책임경영자 혹은 사익추구 경영자로서의 두 가지 흐름으로 구분하고, 투자자들의 가족경영자의 선임에 대한 반응을 대립가설을 세우고 검증하였다. 더불어, 가족경영자에 대한 투자자들의 긍정적인 혹은 부정적인 인식은 가족기업이 대규모 기업집단 선정과 같은 정부규제의 대상이 되었을 때, 각각 강화되고 완화될 것이라는 조절효과를 가설화 하였다.

본 연구는 한국 유가증권시장에(Korea Composite Stock Price Index Market; KOSPI Market) 상장된 가족기업들의 12년 간(2005-2016년) 최고경영자 선임 공시에 대한 주식시장 반응을 분석하여, 투자자들은 선임 가족경영자에 전반적으로 부정적으로 반응하지만 대규모 기업집단에 속한 기업에 대해서는 이러한 부정적인 반응이 완화됨을 발견하였다. 본 연구는 두 가지 방법으로 표본을 구성하고 독립변수를 생성하여 분석하였다. 첫째, 내생성(endogeneity) 문제를 제어하기 위해 Coarsened Exact Matching(CEM)을 표본을 구성하였다. 둘째, 조절효과를 검증하기 위해 상호작용효과를 검토

하였을 뿐 아니라, 조절변수를 기준으로 하위표본을 구성하여 조절효과에 대한 강건성 검사를 시행하였다. 하위표본에서는 최고경영자의 승계 유형²⁾을 6 가지로 세분하여 범주변수화 함으로써(가족승계자/전문승계자, 가족승계자/전문승계자, 내부승진/외부영입-전문승계자) 가족구성원의 최고경영자 승계 효과를 보다 다각적으로 검증하였다. 종합적으로, 본 연구는 투자자들이 가족경영자를 책임경영보다는 족벌주의의 연장선으로 인식할 수 있지만, 대규모 기업집단과 같이 지배구조에 대한 공식적 감시구조가 존재하며, 타 기업에 비해 경쟁력 있는 규모와 범위를 확보하여 조직 내의 공식 구조가(formal structure) 설립된 기업에 대해서는 가족경영자와 전문경영자 승계를 크게 구분하지 않는다고 결과를 해석하였다.

본 연구는 다음과 같은 기여점을 갖는다. 첫째, 가족기업의 두 가지 경영자 유형에 대해 일관적 결론에 도달하지 못한 선행연구의 이론을 주식시장의 기관투자자, 일반 투자자, 규제기관이라는 가족기업의 중요한 이해관계자의 입장에서 이론화하였다. 본 연구는 상반된 이론적 가설을 제시함으로써 어떤 관점이 투자자들의 평가 메커니즘을 설명하는 것에 적합한지에 대해 통합적으로 검토하였다. 둘째, 투자자들이 가족경영자와 전문경영자를 구분하여 인식하며, 전문경영자에 비교하였을 때 가족경영자 선임에 보다 부정적으로 반응하는 것을 밝혔다. 다양한 최고경영자 교체의 경우를 고려하였음에도, 투자자들은 가족경영자의 선임에 대해 일관적으로 부정적인 반응을 보였다. 다만, 정부의 대규모 기업집단 선정과 같은 제도적 규제는 가족경영자의 부정적 측면, 즉 높은 지배구조 감시비용, 검증되지 않은 경영능

력, 지배가족의 사적 이해관계 추구에 대한 투자자의 의구심을 완화시킬 수 있다는 것을 보였다. 이는 창업 가족 외에 다양한 형태의 투자자가 가족기업의 중요한 이해관계자로 부상한 상황에서 중요한 이론적, 실무적 시사점이다.

II. 연구배경

2.1 가족기업의 지배구조: 가족경영자, 전문경영자, 시장투자자

가족기업은 소유와 경영이 일치하는 기업형태로 이해되어 왔다. 최고경영자와 주요경영진의 직책을 대주주(혹은 창업자) 가족 구성원이 맡는 경우가 대부분이기 때문이다. 가족 구성원은 창업자 본인 혹은 그의 처, 자녀, 형제, 조카, 삼촌, 사위, 손자, 그 다음 세대 등을 포함한다(Villalonga and Amit, 2006). 기존 연구는 가족기업에서는 소유자와 경영자의 이익이 자연스럽게 일치하기 때문에 경영자의 의사결정 과정을 감시하고 규율할(discipline) 필요성이 거의 없을 것으로 이해하였다(Anderson and Reeb, 2003; Schulze et al., 2001)

그러나 기업 규모와 범위가 성장함에 따라 가족기업 역시 외부인력 및 자본을 조달하게 되며, 이는 기업의 지배구조 변화와 소유와 경영 불일치로 이어지게 된다(Berle and Means, 1932; Chandler, 1990; Cheffins and Bank, 2009). 첫째, 국내외 많은 가족기업들이 가족경영자뿐 아니라 전문경영자

2) 최고경영자의 변경에 대한 연구는 신임 최고경영자의 선임(appointment)을 검토하는 것과, 신임 최고경영자의 교체(change)를 검토하는 두 가지로 나눌 수 있다. 해당 하위표본에 대한 강건성 검사는 최고경영자 교체 사건을 전임자와 승계자(predecessor-successor) 간의 승계 유형(succession)에 따른 투자자 반응을 검토하기 위한 것이다.

도 두루 선임한다. 전문경영자란 창업자의 가족 구성원이 아닌 비가족경영자를 의미한다. Table 1에 따르면 지난 12년 간 국내 KOSPI 상장 가족기업이 가족경영자를 최고경영자로 선임한 비율은 약 43%이며 나머지 57%는 전문경영자를 선임하였다. 전문경영자는 대주주 집단 외부에서 고용되어 실무를 맡는다는 점에서, 가족기업임에도 불구하고 경영자가 소유주와 완벽히 일치하지 않게 된다. 둘째, 많은 가족기업들이 주식 시장에 상장하게 되면서 주주 집단이 다변화하였다. 지배가족 외에도 주식시장 기관 및 일반 투자자들도 가족기업의 중요한 주주이며, 다른 비가족 기업과 마찬가지로 주주와 전문경영자의 이해관계는 언제나 상충의 여지가 있다. 동시에 주식시장의 투자자들은 가족경영자와도 항상 같은 이해관계를 가지지 않는데, 가족경영자들은 지배가족의 일원으로서 가문의 통제권과 유산(legacy) 보전하고자 하는 특수한 목적을 가지기 때문이다. Gomez-Mejia는 이러한 가족

기업 지배 가족의 특수한 이해관계를 지배가족의 “사회정서적 가치(socio-emotional wealth)”라고 통칭하였다(Cennamo et al., 2012; Gomez-Mejia et al., 2007; Gomez-Mejia et al., 2011). 따라서 가족기업에서는 가족경영자, 전문경영자, 시장 투자자들 간의 보다 복잡한 소유와 경영의 이해관계가 발생하게 된다.

위와 같은 가족기업의 지배구조 변화를 반영하여 최근 연구는 가족경영자를 전문경영자와 구분하여 이론화하였으나, 두 경영자 형태를 비가족 주주, 즉 시장투자자의 입장에서 이론화한 연구는 상대적으로 부족하다. 가족기업 지배구조 변화의 한 축인 경영자 형태 분화를 그 변화의 다른 한 축인 주주의 다변화와 함께 고려한 연구는 다음과 같은 이유로 특히 중요해 보인다. 첫째, 기존 이론은 이미 가족경영자와 전문경영자가 주주 집단과 서로 다른 관계를 가질 것이라고 전제하고 있다(Miller et al., 2013). 그러나 외부 이해관계자들이 가족경영자와 전문경영

〈Table 1〉 연도별 최고경영자 교체 공시 및 가족최고경영자 선임 비율

연도	가족최고경영자 선임 비율	총 최고경영자 교체 공시
2005	0.47	103
2006	0.47	119
2007	0.40	114
2008	0.40	134
2009	0.52	124
2010	0.43	117
2011	0.37	143
2012	0.41	142
2013	0.44	162
2014	0.41	152
2015	0.37	126
2016	0.43	150
총 표본	0.43	1586

자 선임을 어떻게 평가하는지에 대한 이해 없이는 가족기업에서 두 경영자 유형의 효율성을 구분하기 어렵다. 둘째, 가족기업의 경영자 유형에 대한 외부 투자자들의 인식과 평가는 실증적으로도 중요한 주제이다. 최고경영자 교체에 대한 투자자들의 반응은 기업의 단기 성과 및 시장 가치에 영향을 줄 뿐 아니라 가족경영자와 전문경영자에 대한 사회적 시선과 정당성에 영향을 주기도 한다.

III. 이론 및 연구가설

3.1 가족경영자: 책임경영 혹은 사익추구경영

최근 연구는 가족경영자를 전문경영자와 구분하여 설명하였으나, 두 유형의 경영자가 기업에 미치는 영향에 대한 연구결과는 일관되지 않다. 본 연구는 기존 가족기업 연구에서 가족경영자와 전문경영자를 구분하는 이론적 관점을 크게 두 가지로 검토하였다. 하나는 가족경영자를 주요 주주이자 책임경영자로 보는 연구들이며, 다른 하나는 가족경영자를 지배가족의 사익추구 경영의 도구로 보는 연구들이다. 이러한 상반된 견해는 가족지배기업 내의 가족경영자의 역할에 대한 서로 다른 이론적 관점에 기인한다.

가족경영자에 대한 첫 번째 관점은 가족경영자가 지배가족의 뿐 아니라 다른 투자자의 이해관계를 모두 고려하여 기업의 경쟁력을 극대화할 것이라는 가족경영자 책임경영 관점이다(Villalonga and Amit, 2010). 이 관점은 가족경영자가 가족기업의 대주주 집단, 곧 지배가족 출신이기 때문에 전문경영자들에 비해 주주들의 감시비용을 현저히 낮춘다고 주장한다. 전통적인 대리인이론에 따르면 가족경영자는 그

자신 대주주 집단 곧 주인(principal)의 일원이며, 전문 경영인은 소유권이 없는 대리인(agent)에 해당한다(Jensen and Meckling, 1976). 따라서 가족경영자는 경제적 유인이 주주 집단과 부합하는 경향이 큰 반면, 전문경영자의 사적 이익은 주주 집단의 이익과 부합하지 않을 수 있으므로 전문경영자는 기회주의적 의사결정을 할 가능성이 높다는 것이다(Anderson and Reeb, 2003). 해당 관점은 가족경영자가 전문경영자에 비해 기업의 장기적 이익을 보다 적극적으로 도모하며, 이해관계자들과의 동반 성장을 추구한다고 주장한다(Chirico et al., 2021; Corbetta and Salvato, 2004).

가족경영자에 대한 두 번째 관점은 가족경영자가 지배가족의 사적 이해관계를 다른 주주의 이해관계에 우선하여 고려하며, 기업의 경쟁력을 약화시킬 것이라는 가족경영자 사익추구 경영 관점이다(Bertrand et al., 2002; Shleifer and Vishny, 1986; Villalonga and Amit, 2010). 이 관점은 가족경영자가 비가족 주주 및 기타 이해관계자들의 이익을 희생하여 지배가족의 경제적 이익을 추구할 가능성이 크기 때문에 주주들의 감시비용을 오히려 높인다고 주장한다. 전통적 대리인 이론의 관점을 계승하되 지배가족 주주와 다른 주주 간의 이해가 상충할 수 있음을 조명하는 주인-주인 충돌 이론이(principal-principal perspective) 이러한 관점을 대변하는 대표적인 예이다(Young et al., 2008). 관련 이론은 가족경영자와 지배가족이 경제적 이익 뿐 아니라 창업자 가문의 사회정서적 목표(socio-emotional wealth)도 중요한 의사결정 요건으로 보아 자신들의 사적 이해관계를 다른 주주들의 경제적 이해관계에 선행하여 고려할 수 있다고 주장한다(Gomez-Mejia et al., 2007; Jeong et al., in press).

투자자들은 가족기업에서의 가족경영자의 최고경

영자 선임에 평가하는데 있어 위의 상반된 측면, 곧 책임경영과 사익추구 경영 관점을 모두 고려할 수 있다. 아래에서는 이러한 이론적 관점에서 가족기업에서 가족경영자 선임에 대한 투자자들의 평가가 어떻게 달라질 수 있는지를 가설화한다.

3.2 가족기업 투자자들의 가족경영자 선임에 대한 반응

신임 최고경영자의 선임은 경영자들의 권한과 영향력을 설정하는 지배구조 상의 중요한 의사결정이다(Aguilera and Jackson, 2010). 최고경영자 선임 공시 시, 투자자들은 새로운 최고 경영자의 배경, 경력 및 자질에 대한 정보를 얻고, 향후 기업의 전략적 방향을 예측하기도 한다. 예를 들면 주식 시장 투자자들은 외부에서 영입된 신임 최고경영자에 긍정적으로 반응하는 경향이 있는데(Bonnier and Bruner, 1989), 이는 외부에서 영입된 경영자가 기존과는 차별화된 전략을 시행하여 기업성과를 개선할 것으로 기대하기 때문이다(Connolly et al., 2016).

본 연구는 가족기업의 최고경영자 교체가 주식시장 투자자들이 주목하는 중요한 지배구조의 변화 사건이며, 신임 최고경영자의 가족경영자 혹은 전문경영자 여부에 투자자들이 상이하게 반응할 것이라 가정한다. 가족기업에서의 최고경영자 유형이 신임 최고경영자의 전략에 대한 중요한 신호로 해석되기 때문이다. 다만, 앞에서 논의하였듯이 가족경영자 선임은 책임경영과 장기적인 성장 계획을 투자자에게 시사할 수 있지만, 지배가족 사익 추구에 머무른 미래 전략을 시사할 수도 있다. 따라서, 투자자들이 최고경영자 교체를 어떻게 받아들일 것인가는 이론적으로 예단하기 어려우며, 본 연구는 시장의 투자자 입장에서 가족경영자 선임이 시사하는 향후 기업 전

략을 아래와 같이 양방향으로 이론화하고 가족경영자 선임에 대한 주주들의 반응에 대한 대립가설을 제시한다.

먼저 가족경영자가 가족기업의 책임경영을 보다 강화할 것이라는 첫번째 관점에서 보면 외부 투자자들은 가족경영자가 주주의 이익을 대변하는 전략을 이행할 것이라 인식하여 이에 긍정적으로 반응할 수 있다. 투자자들은 가족경영자가 기업의 지배구조 비용을 낮추며, 기업의 장기성장 가능성을 높인다고 해석할 것이다. 전통적 대리인 이론에 따르면, 투자자들이 가장 크게 고려하는 문제는 투자자들과 경영자 간의 정보비대칭성과 이에 따른 경영자 감시비용이다. 시장 투자자들은 기업 외부에서 활동하며 주요 전략 설정 및 실무는 기업 내부의 경영자가 진행하기 때문에 투자자들이 경영자들의 의사결정을 모두 감시 감독하기는 어렵다. 전문경영자는 종종 기업의 자원을 이용하여 주주나 기업이 아닌 개인의 사익을 추구하기도 한다(Boivie et al., 2011). 반면 가족경영자는 그 자신 기업의 주요 주주로서 기업 성과와 존속에 대한 강한 경제적, 사회인지적 유인을 가진다고 볼 수 있다. 가족경영자는 그 자신이 주요한 주주인 이상, 전문경영자에 비해 주주의 이익을 해치는 결정을 하지 않을 것이며, 그들의 기회주의적인 행동을 통제하지 못함으로써 발생하는 지배구조 비용은 상대적으로 낮다고 볼 수 있다(Villalonga and Amit, 2006).

비슷한 맥락에서, 투자자들은 기업의 장기 변명이 가족경영자의 주요 의사결정 기준이라고 판단할 수 있다. 가족경영자는 전문경영자와 달리 단기적 재무성과 이외에도 지배가족 가치 및 유산 보존과 같은 장기적 가치를 고려할 수도 있다. 기존 연구는 가족경영자가 기업의 투자 의사결정 시 보다 장기적인 평가기간을 고려하는 경향이 있음을 보였다

(Le Breton-Miller, et al., 2011). 최근 연구는 가족경영자가 전문경영자에 비해 기업의 연구개발 활동에 더 많은 예산을 보다 지속적으로 투자한다거나(Ryu and Kim, 2020), 기업 이해관계자들과의 동반 성장을 더 적극적으로 도모하기도 한다는 것을 시사하였다(Chirico et al., 2021; Marques et al., 2014).

따라서, 가족기업의 비가족 주주, 즉 시장 투자자들은 가족경영자를 주주집단의 일원으로 인식하며, 그들이 전문경영자에 비해 주주들의 이익과 부합하는 기업 전략을 이행할 것으로 예측할 수 있다. 가족 경영자들이 소유주로서 책임감 있는 참여와 기업의 장기적 성장을 고려한 경영을 실시하여 경영자와 주주 간의 대리인 비용이 최소화될 것으로 생각할 수 있기 때문이다. 이는 가족기업이 신임 최고경영자로 가족경영자를 공시하였을 때, 주식 투자자들은 새로운 경영자가 향후 주주의 이익을 보다 중요시하는 전략을 시행할 것으로 기대하여 보다 긍정적으로 반응할 것이라는 것을 시사한다. 따라서,

가설 1a: 가족기업에서 최고경영자 교체 공시에 대한 주식시장의 반응은 가족경영자 선임의 경우 전문경영자 선임의 경우보다 더 긍정적일 것이다.

반면, 가족경영자가 가족기업의 지배가족의 사적 이익을 다른 주주, 특히 시장 투자자들의 이익에 우선할 것이라는 두 번째 관점은 투자자들이 가족경영자 선임에 부정적으로 반응할 것이라는 것을 시사한다. 가족경영자는 외부 주주를 비롯한 다른 기업 이해관계자들이 견제하기 어려울 정도로 기업 경영에 큰 지배력을 가지고 있는 경우가 많으며, 이 경우 기업 내, 외부 이해관계자들 간의 정보대칭성은 더 높

아진다(Bertrand et al., 2008). 관련하여 주인-주인 충돌 이론은(principal-principal agency perspective) 가족기업에서 가족경영자와 투자자 간의 이해관계의 충돌 가능성이 전문경영자와 투자자 간의 이해관계 충돌 가능성보다 더 높을 수 있다는 것을 지적한다(Morck and Yeung, 2003; Young et al., 2008). 예를 들면, 기업집단을 소유한 지배 가족은 종종 집단 내 특정 기업의 자원을 자신이 보다 더 큰 자금결정 권리(cash-flow rights)를 가진 다른 기업으로 이동시켜(tunneling) 소액주주들의 이익을 침해하기도 한다(Bertrand et al., 2002). 가족경영자 선임이 지배가족 입장에서는 재산 상속과 경영권 승계의 일환일 수 있지만(Hamilton and Biggart, 1988), 주식시장 투자자들은 이것이 주주의 이익 증진에 불필요한 소모적 과정이라 평가할 가능성이 크다(Chung and Luo, 2008).

관련 연구는 가족기업의 가족경영자의 의사결정 목표가 다른 주주 및 기업 이해관계자들과 다르다는 관점을 제시한다(Gomez-Mejia et al., 2011). 지배가족은 기업의 주요의사결정에 경제적 가치의 득실뿐만 아니라, 가문의 사회정서적 목표 및 유산(family legacy)의 득실을 고려한다. 예를 들면, 기업의 투자 철수가(divestiture) 경제적으로 최적의 전략인 상황에서도, 가족기업 구성원은 그것이 가족의 명예를 실추시킨다고 판단하여 주주 이익에 반함에도 불구하고 해당사업을 지속시키기도 한다(Chung and Luo, 2008; Praet, 2013). 더불어 오랜 기간 동안 기업 내, 외부의 경쟁을 거쳐 그 경영역량을 검증받음으로써 최고경영자 후보로 고려되는 전문경영자와는 달리 2, 3세대 가족경영자의 경우 이러한 엄격한 경쟁과정과 검증을 거치지 않는 경우가 많다(Burkart et al., 2003). 투자자들은 가족경영자가 최고경영자로서의 적절한 경영능력을 갖추지 못

한 채, 창업자 가족이라는 배경만으로 요직에 임명되었다고 판단할 수 있다.

시장의 투자자들은 가족경영자를 자신들에게 배타적인 주주집단의 일원으로 인식하며, 그들이 외부 주주들의 이익 및 기업 성과보다는 지배가족만의 사적 이해관계를 우선시하는 전략을 이행할 것으로 예상할 수 있다. 이는 지배가족 일원이 경영직을 맡았을 때 가족기업을 지배가족의 사적 이해관계를 증진하는 수단으로 사용할 수 있다는 경각심을 투자자들에게 줄 수 있다. 가족경영자가 가족기업의 최고경영자로 선임되었을 때, 주식 투자자들은 자신들의 이해관계가 지배가족의 이해관계와 충돌하여 훼손될 것으로 예측하여 이를 부정적으로 평가할 수 있다. 따라서,

가설 1b: 가족기업에서 최고경영자 교체 공시에 대한 주식시장의 반응은 가족경영자 선임의 경우 전문경영자 선임의 경우보다 더 부정적일 것이다.

3.3 대규모 기업집단 선정의 조절 효과

앞서 논의하였듯이, 가족기업에서의 최고경영자 선임은 추후 기업의 성장과 전략에 영향을 미치는 중요한 사건이며, 투자자들은 가족경영자 혹은 전문경영자의 최고경영자 선임이 지배구조 비용에 어떤 영향을 미치는지에 따라 긍정적으로 혹은 부정적으로 반응할 수 있다. 더불어, 투자자들은 최고경영자의 승계유형과 함께 가족기업의 특성을 함께 고려할 수도 있으며, 기업특성에 대한 정보는 신임 경영자 유형에 따른 투자자들의 반응을 조절할 수 있다. 최고경영자 교체에 대한 투자자들의 반응을 연구한 기존 문헌에 따르면, 평가자들은 신임 경영자에 대한 정보

가 불완전하다고 느끼는 경우 기업 명성과(reputation) 같은 기업특성을 함께 고려하여 의사결정을 한다(Friedman and Singh, 1989; Shen and Cannella, 2003). 예를 들면, 투자자들은 신임 최고경영자가 과거에 일했던 기업의 명성이 신임 경영자의 경영능력에 대한 불확실성을 줄여준다고 인지하여, 이 경우 해당 최고경영자 선임에 대해 보다 긍정적으로 반응하는 경향이 있다(Graffin et al., 2011).

다양한 기업 특성 중에서도, 해당 가족기업에 대한 시장 규제기관의 규제, 관리 감독은 투자자들이 가족기업의 최고경영자 유형과 함께 고려하는 중요한 정보일 수 있다. 예를 들어 시장 규제기관의 대규모 기업집단 지정은 투자자들에게 크게 두 가지의 정보를 제공할 수 있다. 첫째, 규제기관이 해당 가족기업의 지배구조를 실질적으로 감시한다는 보증(certification)에 대한 정보를 부여한다. 기존 연구는 가족기업이 그 규모와 범위를 증가시키에 따라 기업집단 간 내부거래, 창업자 가족들의 사적이익 추구 등 다양한 형태로 외부 투자자를 비롯한 주주들의 이익을 침해할 수 있다는 것을 보였다(Bertrand et al., 2008). 이러한 기업 규모 증가는 외부 투자자들과 경영자간의 정보 비대칭성과 감시비용을 높인다. 각국의 공정거래위원회는 대규모 기업집단으로 지정된 기업들 간의 상호출자 및 내부거래를 관리하고, 추가적인 기업활동 공시 의무를 부과한다. 이러한 규제는 대규모 가족기업 내에서의 가족경영자들의 사적이익 추구를 견제하는 최소한의 안전 장치(safeguards)로 해석될 가능성이 크다.

둘째, 대규모 기업집단 지정은 해당 가족기업이 다른 가족 기업들에 비해 일정 정도의 규모와 범위를 성취하였으며, 이와 같은 성과에 기반하여 가족경영자가 그 경영능력을 입증하였다는 추가 신호로(certification) 투자자들에 의해 해석될 가능성도

있다. 기업이 성장하는 과정에는 창업가 가족 중심으로 운영되던 업무를 세분화 및 계층화하고 전문 인력을 중간 경영자로 고용하여 일선 경영을 담당하는 등 경영 체계의 고도화가 수반되는 경우가 많다 (Agarwal et al., 2020). 다른 가족기업에 비해 확장된 규모와 범위는 해당 가족기업과 지배가족의 우수한 경영 능력을 간접적으로 시사할 수도 있다. 소규모 가족기업에서는 이러한 기업경영의 고도화가 이루어지지 못해, 앞서 논의했던 가족경영자 선임이 가지는 부정적 효과가 보다 두드러질 것이라 예상할 수 있다.

따라서 시장 규제기관의 대규모 기업집단 지정은 가족경영자의 최고경영자 선임에 대한 투자자들의 긍정적인 인식은 강화하고 부정적인 인식을 완화할 수 있다. 투자자들이 가족경영자의 최고경영자 선임에 대해 보다 긍정적으로 반응하는 경우(가설 1a), 대규모 기업집단 지정은 가족경영자가 당국의 규제 하에서 책임경영을 지속할 것임을 보증함으로써 가족경영자에 대한 투자자들의 긍정적인 인식을 강화할 수 있을 것이다. 다른 한편, 투자자들이 가족경영자의 최고경영자 선임에 보다 부정적으로 반응하는 경우(가설 1b), 대규모 기업집단 지정은 지배가족의 사적이익 추구를 규제하고, 더불어 가족경영자의 경영능력에 대한 간접적 신호로 기능함으로써 투자자들의 부정적 평가를 완화할 수 있다. 반면, 대규모 기업집단에 지정되지 않은 소규모 기업집단 혹은 단일 가족기업은 시장 규제기관의 이러한 추가적인 정보 제공 효과를 기대하기 어려우며, 투자자들의 가족경영자 선임에 대한 긍정적 인식이 강화되거나 부정적 인식이 완화될 기회가 적다. 따라서 본 논문은 가족경영자의 최고경영자 선임에 대한 투자자 반응에 관한 주 가설에 대해 아래와 같은 조절효과를 제시한다.

가설 2: 가족기업의 대규모 기업집단지정 여부는 가족경영자 선임에 대한 투자자들의 긍정적(부정적) 반응을 보다 강화(완화)할 것이다.

IV. 연구방법

4.1 표본 및 자료수집

본 연구의 표본은 KOSPI에 상장된 가족기업들이며, 가족기업들의 최고경영자 교체 공시 사건을 (announcement event) 그 주요 대상으로 한다. 최고경영자 교체 공시 사건은 FnGuide에서 운영하는 DataGuide의 대표이사 변경공시 자료를 수집하였다. 수집한 자료 내용은 금융감독원이 운영하는 전자공시시스템에(Data Analysis, Retrieval and Transfer System; DART) 각 기업이 제출한 대표이사 변경공시로 재확인하였다. 본 논문은 가족기업을 최대주주 가족 중심의 기업지배구조를 가진 기업으로 정의하였고, 최대주주 가족의 지배력은 가족 구성원이 가진 지분율과 경영 참여 여부 2가지로 관찰하였다(Villalonga and Amit, 2006). 가족기업은 (1) 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율이 50% 이상이거나, (2) 창업주 사망 혹은 퇴임으로 이미 창업주의 2세대 이후 세대로 지분 및 경영권이 계승되었거나, (3) 창업주(혹은 최대주주) 외 그 가족구성원이 등기임원으로 임명되어 있는 경우로 정의하였다. 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율은 사업보고서의 '주주에 관한 사항' 항목을 참조하였다. 창업주 이후 세대로의 지분 및 경영권 계승 여부는 각 기업의 공식 웹사이트와 사업보고서의 '회사의 개요 및

연혁' 항목을 참조하였다. 창업주 가족구성원의 등기 임원 재직 여부는 각 기업 사업보고서의 '임원 및 직원 등에 관한 사항' 항목을 참조하였다.

지분율과 경영권을 동시에 고려한 본 연구의 정의는 다른 연구들보다 가족기업의 실제 산업 환경을 더 잘 반영하고 있다. 첫째, 본 연구는 벤처 기업같이 창업가 본인 외의 다른 가족이 경영에 참가하지 않는 경우³⁾는 가족기업에 포함하지 않았다. 기업 행동 및 의사결정과정은 기존의 가족기업과 상이하기 때문이다(Cannella et al., 2015; Miller et al., 2011). 따라서 최대주주 지분율이 50% 이하이면서 동시에 창업주 외의 가족 구성원이 기업 내부 임원으로 일하고 있지 않으면 가족기업으로 정의하지 않았다. 둘째, 세대경영 및 가족구성원의 등기임원 여부 등을 주요한 가족기업 분류 기준으로 고려하였다. 한국 가족기업들을 지배가족의 지분율만으로 정의하면, 지배가족이 실제로 기업의사결정에 다른 주주 및 실무자들에 비해 높은 영향력을 가지는 경우는 포함하기 어렵다(Kim et al., 2010; Kim and Cho, 2011; Roh et al., 2013). 본 논문은 창업자 이후 세대로 지분 혹은 경영 승계가 이미 이루어졌거나, 창업자의 가족구성원이 기업 내부에서 일하고 있을 경우에, 지배가족 중심 기업문화가 구축되고 그들이 지배력을 유지할 수 있다고 가정하였다.

본 연구는 2005년 1월 21일부터 유가증권시장 상장 기업들에 대해 대표이사 변경 신고가 의무화 되었으며, 최고경영자 교체 내용은 교체 발표 후 1일이 지나기 전에 전자공시시스템에 공시하여야 하

는 것을 고려하여 2005년-2016년을 연구의 대상기간으로 하였다. 연구기간 동안 총 723개 기업에서 2,876개 공시 사건이 발생하였다. 기존연구들을 참고하여 금융업에 속한 기업을 제외하였고, 지배가족이 존재하지 않는 기업을(공기업, 민영화된 공기업, 비가족 투자은행이 최대주주인 기업, 외국계 기업) 제외하였다(Kim et al., 2012). 또한 주식시장의 반응을 관찰할 수 없는 주식매매거래정지 기업, 보호예수 지정 기업,⁴⁾ 상장폐지 직전으로 주식시장정보 및 사업보고서를 확인할 수 없는 기업들을 제외하였다. 마지막으로 회귀계수들 간의 차이와 표준오차를 고려한 df_{beta} 값을 계산하고 95% 오차 범위에서 이상치를 제거하였다. 상기 절차를 통하여 확정된 최종 표본은 485개 기업에 대한 1586개의 최고경영자 교체 공시이며, 이 기업들은 190개의 기업집단에 소속되어 있거나 단독기업으로 구성되었다.

본 연구는 총 2가지 방법으로 각각 표본 및 독립변수를 생성하여 실증 분석의 정밀도를 높였다. 첫째, 매칭표본을 구성하고, 지배가족 구성원의 최고경영자 선임(*Family CEO Succession*) 독립변수로 분석하였다(Table 5). 해당 분석은 독립변수인 최고경영자유형과 종속변수인 주식시장 반응에 동시에 영향을 줄 수 있는 변수들의 영향력을 배제하여 연구의 내생성 문제를 고려하는 데 도움을 준다. 둘째, 대규모 기업집단에 소속된 기업과 그렇지 않은 기업으로 하위표본을 구성하고, 최고경영자 교체를 6가지로 유형화하여 독립변수로 분석하였다(Table 6, Table 7). 해당 추가분석은 대규모 기업집단 소속 기업들과 소속되지 않은 기업들 간에 주

3) 창업가 본인 이외의 가족구성원이 기업 지배에 관련이 없는 기업(lonelyfounder firm)은 일반 가족기업에 비해 지배가족의 가치보다 창업가 가치(entrepreneurial value)를 우선시하는 것으로 관찰 되었다(Cannella et al., 2015; Miller et al., 2011).

4) 한국 유가증권거래소(Korean Exchange: KRX)는 상장된 지 6개월 미만인 기업, 선박투자기업, 부동산투자기업의 경우 주식거래를 제한하고 있다.

식시장의 반응이 단순히 크기의 차이인지 반대의 반응을(긍정적/부정적) 보이는지 확인하게 해 주었다. 또한 최고경영자 교체에 선임자 유형, 승계자 유형 및 승계자의 기업 내부/외부 출신 여부를 함께 고려한 범주형 변수를 독립변수로 사용하였다. 실제 가족기업에서 발생할 수 있는 모든 유형의 경영자 교체를 고려하였기 때문에, 승계자가 지배가족 구성원일 시 투자자들에게 미치는 영향을 더 엄격한 기준으로 관측할 수 있었다.

4.2 변수측정

4.2.1 종속변수

본 연구는 사건연구방법(event study methodology) 사용하여 최고경영자 교체 공시 사건에 대한 주식시장 반응을 분석하였다(Fama, 1991; Kothari and Warner, 2007; Lee and James, 2007). 주식시장 반응은 사건 당일 전후 1일을 (-1, +1) 포함하여 총 3일 동안 주가의 누적비정상수익률로(Cumulative Abnormal Returns; CAR) 측정하였는데, 이는 사건일 2일 이전부터 그 이전 120일 동안의 (-121, -2) 주가 수익률과 비교하여 계산하였다. 누적비정상수익률의 계산은 DataGuide의 주가자료 및 사건연구방법을 이용하였다.

4.2.2 독립변수

(1) 가족경영자의 최고경영자 선임

(Family CEO succession)

본 연구는 최고경영자를(CEO: chief executive officer) 사업보고서를 실제로 작성, 책임져야하는 법적 책임자인 대표이사로 정의한다. 이 정의는 한

국 가족기업지배구조 특성 상 기업집단 총수, 회장, 사장 등 여러 지도자 직급이 존재하는 것을 인식한 국내 연구를(Kim and Cho, 2011; Park et al., 2010; Seo and Jang, 2010) 참고하였다. 지배가족 구성원이란 가족기업의 최대주주와 그 특수관계인을 의미한다. 지배가족 구성원은 최대주주 본인 혹은 그의 처, 자녀, 조카, 삼촌, 사위, 손자 등으로 사업보고서에 명시되어 있거나 각 기업 웹페이지 및 미디어에 명시되어 있는 경우로 확인하였다 (Shin and Chang, 2005). 위와 같은 정의를 토대로 DART의 '대표이사 변경공시'에서 '변경 후 대표이사'에 명시된 인물이 지배가족 구성원이면 1, 아닌 경우 0으로 독립변수를 측정하였다. 변경된 최고경영자가 2인 이상이며 지배가족 구성원과 전문경영인이 혼합된 경우, 지배가족의 최고경영자 선임으로 판단하여 독립변수를 1로 측정하였다. 기존 연구들을 따라 복수의 대표이사가 존재하는 경우에는 영향력이 더 큰, 즉 소유한 지분이 더 큰 경영자를 최고경영자로 정의하였다(Kim and Cho, 2011). 다만 '변경 후 대표이사'가 지배가족 구성원과 전문경영인이 혼합된 형태라도, 교체 이전 최고경영자가 지배가족 구성원뿐이었고 교체 이후 새롭게 전문경영자가 추가된 방식이라면(즉, 가족최고경영자 → 가족최고경영자+전문최고경영자 형태), 독립변수를 0으로 측정하였다. 지배가족구성원만의 경영형태에, 전문경영인이 새로운 최고경영자로 등장했기 때문이다. 추가 분석에서는 위의 다양한 승계 유형을 하위 표본으로 심층 분석하였다.

(2) 대규모 기업집단(FTC-listed Company)

본 연구의 조절변수는 기업의 대규모 기업집단 소속 여부이다. 본 연구는 매년 한국 공정거래위원회가(Fair Trade Commission; FTC) 발표하는 대

규모 기업집단 리스트를⁵⁾ 기준으로, 대규모 기업집단을 판단하였다. 공시대상 기업집단 리스트 지정 목적은 기업집단의 투명성을 제고하기 위함이지만, 그 지정 기준은 기업집단이 평가 당시까지 달성한 자산총액이다. 리스트는(2021년 현재 기준) 자산총액이 5조원 이상에 해당하는 규모가 최상위인 기업집단만을 등수에 따라 출간한다. 이는 해당리스트에 속하는 기업집단은 다른 기업집단 혹은 기업에 비해 경쟁력 있는 성장을 해왔음을 의미한다. 실제로 매년 발간하는 공시대상기업집단 리스트는 경쟁력 있는 기업집단의 변동을 보여준다. 근래에 큰 성장을 이룩하고 있는(lonefounder firm으로 분류되는) 카카오, 네이버와 같은 인터넷기반 기업은 2016년, 2017년 이후부터 이 리스트에 등장하였다. 본 연구는 최고경영자 교체가 일어난 기업이 그 해 공정거래위원회가 발표한 대규모기업집단 리스트 중 한 집단에 소속되어 있다면 1, 그렇지 않으면 0으로 측정하였다.

4.2.3 통제변수

(1) 최고경영자 교체 사유(Event Dummy)

최고경영자 교체와 주식시장 반응을 연구한 해외 논문들은, 주식시장에 부가적인 정보를 줄 수 있는 최고경영자 교체의 특정 사유를 통제하였다(Friedman and Singh, 1989; Lee and James, 2007; Shen and Cannella, 2003). 그러나 최고경영자 교체를 연구한 국내 논문들은 교체 배경에 대해 고려한 경우가 드물다(Kang, 2014). 본 논문은 최고경영자 교체의 특정 사유에 대한 정보를 수집하여 연구의

정밀성을 높였다. 본 연구는 해외 논문들에서(Lee and James, 2007; Shen and Cannella, 2003) 제시된 최고경영자 교체 사유와 한국 가족기업의 실제 환경을 함께 고려하여 분석에 반영하였다. 총 5가지 사유가 고려되었는데 (1)소유 지배가족의 변경 (2) 회생절차 종결에 따른 기업 인수 (3) 지배가족과 타 대주주(large block-holders) 간의 지분 분쟁 (4) 계열사 구조조(restructuring; 같은 계열사 내 기업 인수합병 및 기업 분할) (5) 선임자의 횡령, 배임 사건으로 인한 최고경영자 교체 사유이다. 이를 카테고리 더미 변수로 분석에 포함하였다. <Table 2>은 최고경영자 교체 시, 그 교체 사유가 공개된 사건의 개수와 그 비율을 나타낸다. 교체 사유는 전자공시시스템의 '대표이사 공시', '최대주주 변경공시', '인수합병 공시', '기업 분할 공시', '횡령 및 배임 발생 공시', 사업보고서 및 관련 뉴스를 참고하였다.

(2) 선임자 유형(Family Predecessor)

통제변수이자 첫 번째 매칭변수이다. 매칭변수들을 고려한 기준은 다음 섹션인 분석 방법에서 설명한다. 선임자 유형은 교체 이전 최고경영자가 가족경영인이었는지 전문경영인이었는지를 나타내는 변수이다. 각 기업의 사업보고서에서 판별하였으며 가족경영인이었을 경우 1, 전문경영인이었을 경우 0의 값을 취하는 더미변수이다.

(3) 기업 규모(Firm Size)

통제변수이자 두 번째 매칭변수이다. 기업규모는 기업의 자산 값에 로그를 취하여 측정하였다.

5) 공정거래위원회 웹페이지에 따르면, 대규모 기업집단은 공시대상기업집단, 상호출자제한 기업집단을 아우르는 용어이다. 2002년 이래로 리스트에 출간되는 구체적인 자산총계의 기준은 2조원, 5조원 이상 등으로 상향조정 되었으나, 최상위 기업집단들만 출간된다는 사실은 변함이 없다.

<Table 2> 최고경영자 교체 사유(Event Dummy)의 빈도

최고경영자 교체 사유 (Event Dummy)	빈도	%
(1) 소유 지배가족의 변경	24	1.5
(2) 지배가족과 타 대주주 간의 지분 분쟁	4	0.3
(3) 계열사 구조조정 (같은 계열사 내 기업 인수합병 및 기업 분할)	57	3.6
(4) 선임자의 횡령, 배임 사건	8	0.5
(5) 회생절차 종결에 따른 기업 인수	13	0.8
(0) 관찰되지 않음	1480	93.3
총 표본	1586	100

(4) 단독기업 여부(*Standalone*)

통제변수이자 마지막 매칭변수이다. 단독기업 여부는 해당 기업이 어떠한 기업집단에도 속하지 않은 기업이면 1, 기업집단에 소속된 기업이면 0으로 측정하였다.

(5) 교체 이전 기업의 경영성과(*Previous Performance*)

교체 이전 경영성과는 최고경영자 교체 직전분기 산업조정자산수익률로(industry-adjusted return on asset) 측정하였다(Chung and Luo, 2013; Miller et al., 2014; Park et al., 2010; Shin and Chang, 2005). 자산수익률은 이자 및 법인세 차감 전 이익(Earnings Before Interest & Taxes; EBIT)을 자산 총계로 나눈 값으로 계산하였다. 산업조정자산수익률은 각 기업별 자산수익률에서 소속 산업 자산수익률의 평균값을 차감하여 도출하였다. 소속 산업은 한국표준산업분류의(Korean Standard Industrial Classification; KSIC) 대분류(1-digit)를 기준으로 하였다.

(6) 기업 워크아웃(*Firm Workout*)

최고경영자 교체가 일어난 당시 기업이 회생절차

중에 있으면 1, 아닌 경우 0으로 측정하였다. 다만 파산으로 주식매매가 정지된 상태가 아니라, 지배가족이 여전히 지배주주로서 기업에 지배력을 유지하고 있는 상태로 한정하였다. 사업보고서의 '기업의 개요' 현황과 전자공시시스템의 회생절차 관련 공시를 참조하였다.

(7) 지배가족 지분율(*Family Ownership*)

지배가족 즉 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율이다. TS2000의 각 기업의 사업보고서 '주주에 관한 사항'을 이용하였다.

(8) 공동대표 여부(*Co-CEO status*)

전자공시시스템 내 각 기업의 '대표이사 변경공시'에서 '변경 후 최고경영자'가 2인 이상인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0으로 측정하였다. 최고경영자가 공동대표인 경우 기업성과가 유의미하게 달라질 수 있다는 기존 연구를 근거로 하였다(Miller et al., 2014).

(9) 외부영입(*Outside Succession*)

교체된 최고경영자가 기업 및 기업집단 외부 출신인 경우 1, 내부 출신인 경우 0으로 측정하였다. 최

최경영자 교체에 대한 기존 연구는, 신임 최고경영자가 기업 내부 혹은 해당 기업과 같은 산업 출신인지 여부를 향후 기업전략 및 성과에 영향을 주는 중요한 변수로 다루었다. 두 유형의 최고경영자는 해당 기업에 대해 가진 지식(Zhang and Rajagopalan, 2003), 내부 경영진들에게 받는 지지(Shen and Cannella, 2002), 향후 기업전략 연속성에서(Friedman and Singh, 1989) 상이한 유형을 보인다. 기존 연구는 이러한 최고경영자 출신 여부가 최고경영자 교체 이후 기업성과뿐 아니라 투자자들에게도 투자 판단에 중요한 정보로 작용한다는 것을 보이고 있다(Lee and James, 2007). 다만 본 연구는 신임 최고경영자가 기업 외부에서 영입되었다라도, 해당 기업과 같은 지배가족이 최대주주로 있는 다른 기업에서 영입된 경우 내부 출신으로 판단하였다. 이는 한국 환경에서 같은 기업집단에 소속된 계열사들은 지배가족에 대한 정보를 공유하고 그 기업 시스템이 유사한 점을 고려하였다.

(10) 소속 산업, 연도 더미(*Industry dummy, Year dummy*)

각 기업의 소속 산업은 최고경영자 교체가 일어난 해에 해당 기업이 소속한 산업을 기준으로 하였다. 한국표준산업분류(Korean Standard Industrial Classification: KSIC)의 대분류(1-digit)를 이용하였으며, 금융업 및 보호예수산업(부동산투자업 등) 제외하여 총 11개의 산업이 관찰되었다. 소속 산업은 더미 변수로 회귀식에 반영하였다. 최고경영자 교체 공시 관측 기간은 2005년-2016년으로 총 12개 연도를 연구 대상으로 하였으며, 2005년을 기준으로 한 더미 변수를 회귀식에 반영하였다.

(11) 기업 연혁(*Firm Age*)

최경영자 교체 공시 시 연도에서 해당 기업의 주식 시장 상장연도를 빼고 1을 더했다. 주식 시장에 상장된 시점부터 주식시장 투자자들과 상호관계를 맺게 되므로, 주식시장 반응이 종속변수인 본 연구에 적합한 연혁 변수이다.

4.3 분석 방법

4.3.1 매칭표본 구성(Coarsened Exact Matching: CEM)

본 연구는 최고경영자 교체자 유형의 선택 편익의와(selection bias) 내생성 문제(endogeneity bias)를 해결하기 위해 통계 분석에 매칭 표본을 사용하였다. 기업의 특성 혹은 환경이 새로운 최고경영자의 유형 결정에 영향을 미치면서 동시에 주식시장 반응에도 영향을 미친다면, 최고경영자 유형과 주식시장 반응의 관계는 왜곡될 수 있기 때문이다. 본 연구는 Coarsened Exact Matching(CEM)을 이용하여 (1) 선임자 유형(*Family Predecessor*) (2) 기업 규모(*Firm Size*) (3) 단독기업 여부에(*standalone*) 대해 표본을 매칭 하였다.

첫째, 한국 가족기업에서 선임자 유형(*Family Predecessor*)은 다음 최고경영자 유형에 영향을 주는 요인이며(Kim and Cho, 2011), 동시에 투자자들에게 최고경영자교체에 대한 중요한 컨텍스트를 제공한다. 가족기업의 최고경영자 승계자 유형에 따른 기업 성과를 연구한 기존 연구도 선임자 유형을 통제해야 할 내생 요인으로 판단하였다(Chang and Shim, 2015). 둘째, 기업 규모(*Firm Size*)와 단독기업 여부(*Standalone*)는 각 기업의 최고경영자 후보 인력 풀 크기에 영향을 줄 수 있기 때문에, 새로

운 최고경영자 결정에 유의한 영향을 미친다(Dalton and Kesner, 1983; Finkelstein and Hambrick, 1996). 우선 기업 규모가 작은 가족기업은 규모가 큰 가족기업 기업 내부에 유능한 전문경영인의 수가 충분하지 않다(Kim et al., 2012). 또한 동일한 가족 기업집단에 속한 기업들은 임원급 인력들을 종종 공유한다(Granovetter, 2005). 단독기업 형태의 기업들은 특정 기업집단에 속한 계열사들에 비해 최고경영자급 인력 확보가 어려울 수 있다. 동시에, 기업 규모(Firm Size)와 단독기업 여부(Standalone)는 각 기업의 전략 변경 시 나타나는 주식 시장 거래에 차별적인 영향을 미칠 수 있다.

4.3.2 하위표본 분석(Subsample Analysis)

본 연구는 대규모 기업집단 여부가 가족최고경영자 선임에 대한 주식시장의 반응에 유의하게 영향을 미친다는 조절효과에 대한 가설2를 전체 표본에서의 상호효과(interaction effect) 뿐만 아니라 하위표본 분석으로도(Subsample Analysis) 추가 검증하였다. 하위표본은 대규모 기업집단에 해당하지 않는 표본과(non-FTC하위표본), 대규모 기업집단에 해당하는 표본(FTC하위표본) 2종류로 나누어, 각 종류 별로 가족최고경영자에 대한 주식시장의 반응이 다른지 비교하였다. 두 하위표본은 관측치 규모에서 큰 차이를 보이지 않았다(N=872, 714).

하위 표본에서는 최고경영자 교체유형을 보다 상세히 구분하여 새로운 범주형 변수로(categorical variable) 구성하여 검증하였다. 이 새로운 독립변수는 선임자 유형(Family Predecessor), 가족경영자의 최고경영자 승계(Family CEO Succession), 외부영입(Outside Succession) 세 가지 변수를 조합하여 일어날 수 있는 모든 승계 유형을 카테고리

변수화하였다. 매칭에 사용되었던 3가지 변수 중 선임자 유형은(Family Predecessor) 새로운 독립변수 조작에 반영하였고, 기업규모(Firm Size)은 통제변수로 이용하였다. 단독기업여부는(Standalone) 하위표본 분석에서 제외하였는데, FTC하위표본은 모두 단독기업에(Standalone) 해당하지 않기 때문이다.

V. 연구결과

(Table 3)은 분석에 사용된 모든 변수들의 평균, 표준편차, 상관계수를 보여준다. 표본 매칭에 사용된 2개 변수 (선임자 유형, 기업규모)를 제외하고는 모든 변수 간 상관관계 값이 0.5 이하이다. 변수 간 다중공선성 문제는 없을 것으로 판단된다.

5.1 매칭표본 분석 결과

(Table 4)는 매칭표본에서 최고경영자 교체 공시에 대한 주식시장의 반응에 대한 회귀분석의 결과이다. Model 2는 논문의 대립 가설 중 가설1b를 지지한다. 가족경영자의 선임(Family CEO Succession) 공시 때 전문경영인 선임 공시 때보다 더 부정적인 주식시장 반응이(-0.5020, $p = 0.009$) 나타났다. 결과는 가족기업에서의 지배가족 최고경영자의 선임이 투자자들에게 부정적으로 받아들여진다는 것을 보여준다.

Model 4는 대규모 기업집단이(FTC-listed Company) 지배가족의 최고경영자 선임과 주식시장 반응의 부의 관계에 조절효과를 가지는지를 검증하였다. 대규모 기업집단과 지배가족 최고경영자 선

〈Table 3〉 변수의 기술통계 및 상관관계

변수	Mean	SD	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
(1) CARs	0.00	0.03											
(2) Family CEO Succession	0.42	0.49	-0.04										
(3) FTC-listed Company	0.45	0.5	0.04*	-0.15***									
(4) Family Predecessor	0.49	0.5	-0.02	0.52***	-0.18***								
(5) Standalone	0.13	0.34	-0.02	0.11***	-0.35***	0.10***							
(6) Firm Size	20.66	1.75	0.02	0.00	0.65***	0.01	-0.34***						
(7) Previous Performance	-0.01	0.05	0.01	0.03	0.01	0.00	-0.01	0.09***					
(8) Firm Workout	0.01	0.1	0.03	-0.06*	0.09***	-0.08**	-0.04	0.06*	-0.01				
(9) Family Ownership	44.91	16.48	0.05**	-0.03	-0.08**	-0.04	-0.03	-0.22***	0.00	0.01			
(10) Co-CEO status	0.55	0.5	0.03	0.36***	0.04	0.33***	-0.06	0.22***	0.03	0.03	0.00		
(11) Outside Succession	0.04	0.2	0.05**	-0.17***	-0.05*	-0.08**	0.00	-0.1***	-0.04	-0.02	0.04	-0.08**	
(12) Firm Age	23.24	13.12	0.04	0.04	0.01	0.04	0.06	0.14***	-0.05**	0.08**	-0.18***	0.06**	0.02

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

임의 조절효과 향의 예측계수는 양의 방향으로 유의미하였다. 이는 가족경영자 선임에 대한 상대적인 주식시장의 부정적 반응이, 해당 기업이 대규모 기업집단에 소속되었을 때 완화된다는 것을 의미한다. 따라서 Model 4는 투자자들은 가족경영자의 최고경영자 선임을 부정적으로 받아들이지만(가설 1b), 해당 가족기업의 대규모 기업집단 소속이 이러한 부정적 효과를 완화할 것이라는 가설2를 지지한다. 이는 대규모 기업집단 소속여부가 가족기업의 지배구조를 평가하는 투자자들에게 추가적인 긍정적 신호로 작용한다는 것을 보여준다. 다만 대규모 기업집단 소속의 신호효과를 고려하더라도, 전문경영자 선임에 비교하여 가족경영자 선임에 대한주식시장 반응은 연구의 표본 전체에서 여전히 부정적이라는 것을 고려할 필요가 있다(Model 4의 $-0.7632+0.7239$).

한편 가족경영자 선임시 관찰되는 투자자들의 부

정적인 반응은 최고경영자가 가족경영자 출신 여부가 아니라, 최고경영자 교체라는 불확실한 사건 자체 때문에 발생할 수도 있다. 본 연구는 표본을 최고경영자 교체 사건과 교체유형별로 나누어 주식시장의 반응이 시장의 동향과 유의미한 차이가 있는지를 t-검정을 통해 확인하였다. 그 결과인 〈Table 5〉에 따르면, 주식시장은 가족경영자 선임이 공시된 경우만 유의미하게 부정적인 반응을 보이며 최고경영자 교체나 전문경영자 선임에는 유의미한 반응을 보이지 않는다. 이는 투자자들이 최고경영자 교체 사건 자체가 아니라 선임경영자의 유형을 고려할 것이라는 본 연구의 기본 가정을 확인해준다.

〈Figure 1〉 역시 Model 4와 같이, 대규모 기업집단 소속여부가 최고경영자 교체에 대한 주식시장 반응에 조절효과를 주는 것을 보여준다. 그림은 대규모 기업집단에 소속되지 않은 기업과 소속된 기업

〈Table 4〉 가족최고경영자로의 교체 공시에 대한 주식시장 반응 회귀분석 결과

변수	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Previous Performance	2.9274 (1.9121)	3.0396 (1.9090)	2.9366 (1.9128)	2.8386 (1.9112)
Firm Workout	-1.1948 (1.6154)	-1.2358 (1.6124)	-1.2265 (1.6178)	-1.1835 (1.6139)
Family Ownership	0.0122** (0.0059)	0.0122** (0.0059)	0.0123** (0.0059)	0.0127** (0.0059)
Co-CEO status	0.3543* (0.1962)	0.4553** (0.1996)	0.3413* (0.1990)	0.4299** (0.2029)
Outsider Succession	0.5590 (0.4655)	0.3414 (0.4720)	0.5649 (0.4659)	0.3020 (0.4728)
Family CEO Succession		-0.5020*** (0.1914)		-0.7632*** (0.2371)
FTC-listed Company			0.0804 (0.2027)	-0.2560 (0.2561)
Family CEO succession X FTC-listed firms				0.7239* (0.3818)
Constant	0.0681 (0.4531)	0.2420 (0.4571)	0.0455 (0.4568)	0.3154666 (0.4632)
R-squared	0.0357	0.0400	0.0358	0.0422
Adjusted r-squared	0.0163	0.02	0.0158	0.0211
Observations	1586	1586	1586	1586

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

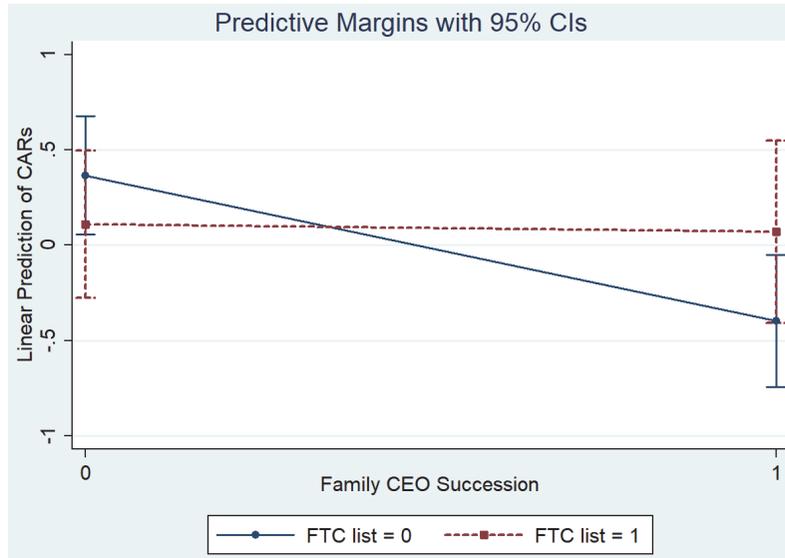
Event dummy, Year dummy, and Industry dummy are included but omitted in the table.

〈Table 5〉 교체 공시 시 CAR의 유의미성 t-test 검증 결과

	Total Succession	Family CEO Succession	Professional CEO Succession
N	1586	672	914
CARs	-0.6016 (0.0874)	-0.2175* (0.1209)	0.0555 (0.1227)

의 경우에서 모두 투자자들은 가족경영자보다 전문 경영자선임을 선호한다는 것을 알 수 있다. 다만 대규모 기업집단에 소속되지 않은 기업은(*FTC-listed Company*=0) 전문경영자 선임과 가족경영자 선임

시 나타나는 주식시장 반응의 차이가, 대규모 기업 집단에 소속된 기업에서(*FTC-listed Company* = 1) 관찰되는 차이에 비해 매우 크다는 것을 알 수 있다.



〈Figure 1〉 지배가족의 최고경영자 승계와 주식시장 반응: 대규모 기업집단 조절효과

5.2 하위표본 분석과 강건성 분석의 결과

하위표본 분석은 대규모 기업집단 소속 여부를 기준으로 구분하였다. 앞에서 설명하였듯이, 최고경영자 교체 시 주식시장의 반응에 영향을 줄 수 있는 선임자 유형(*Family Predecessor*), 지배가족 최고경영자 승계(*Family CEO Succession*), 외부영입(*Outside Succession*)을 조합하여 새로운 독립변수를 추가하였다. 총 2가지 방법으로 독립변수를 생성하여 앞서의 주요연구결과에 대한 강건성 검사를 시행하였다.

〈Table 6〉의 Model1-Model3은 해당기업이 대규모 기업집단으로 지정된 기업에 속하지 않은 경우, Model4-Model6은 속하였을 경우의 하위표본 분석 결과이다. non-FTC하위표본 분석 시에는 주식시장은 여전히 가족경영자 선임에(*Family CEO Succession*) 부정적으로 반응하였지만(Model2,

-0.5320, $p=0.03$), FTC하위표본 분석결과에서는 유의미한 반응이 발견되지 않았다(Model5, 0.2028, $p=0.54$). 이 결과는 지배가족의 경영활동으로 인해 비가족 주주들이 기업지배구조에 느끼는 부정적인 인식은 대규모 기업집단 소속이라는 신호효과에 의해 감쇄될 수도 있으며, 투자자들의 지배가족주주에 대한 부정적 반응이 대규모 기업집단 외, 소규모 기업들의 경우 두드러진다는 것을 보여준다.

또한, 이 분석에는 최고경영자 교체유형을 네 가지 카테고리(Fam → Fam, Fam → Pro, Pro → Fam, Pro → Pro) 구성한 더미변수를 독립변수로 사용하였다. 〈Table 6〉의 Model 3과 Model 6은 이 새로운 네 가지 카테고리 변수로 추가 상세분석한 결과이다. 분석 기본 카테고리는 가족경영자 최고경영자 승계가(*Family CEO Succession*) 0인 경우로(Fam → Pro, Pro → Pro) 하였다. 즉, 분석 결과는 전문경영자 승계 시에 비교하였을 때,

〈Table 6〉 대규모 기업집단 하위표본 분석1: 최고경영자 교체 유형 4가지에 대한 주식시장 반응

변수	Model 1 (non-FTC)	Model 2 (non-FTC)	Model 3 (non-FTC)	Model 4 (FTC)	Model 5 (FTC)	Model 6 (FTC)
Firm Size	0.1157 (0.1241)	0.1210 (0.1239)	0.1276 (0.1243)	-0.1343 (0.0992)	-0.1351 (0.0993)	-0.1389 (0.1000)
Previous Performance	2.9071 (2.2426)	2.8532 (2.2378)	2.7431 (2.2443)	-3.0619 (3.2448)	-3.1944 (3.2534)	-3.2012 (3.2556)
Firm Workout	-1.8805 (2.4925)	-1.8820 (2.4870)	-1.8064 (2.4903)	0.7393 (0.9569)	0.8039 (0.9631)	0.7991 (0.9638)
Family Ownership	0.0103 (0.0077)	0.0094 (0.0077)	0.0093 (0.0077)	0.0066 (0.0087)	0.0067 (0.0087)	0.0066 (0.0087)
Co-CEO status	0.1346 (0.2381)	0.2865 (0.2477)	0.2991 (0.2484)	0.3977 (0.2966)	0.3087 (0.3301)	0.3161 (0.3311)
Family CEO Succession		-0.5320** (0.2445)			0.2028 (0.3295)	
<i>Base category: Professional CEO succession (Fam → Pro or Pro → Pro)</i>						
Pro → Fam			-0.3260 (0.3895)			0.0308 (0.6138)
Fam → Fam			-0.6013** (0.2650)			0.2360 (0.3445)
Constant	-2.4577 (2.4717)	-2.3432 (2.4668)	-2.4803 (2.4758)	2.9076 (2.3504)	2.8780 (2.3520)	2.9612 (2.3668)
R-squared	0.0366	0.0420	0.0425	0.0548	0.0554	0.0555
Adjusted r-squared	0.0022	0.0067	0.006	0.0119	0.011	0.0097
Observations	872	872	872	714	714	714

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Event dummy, Year dummy, and Industry dummy are included but omitted in the table.

다른 2가지 유형에(가족경영인 선임자 & 가족최고경영자 승계: *Fam → Fam*, 전문경영인 선임자 & 가족최고경영자 승계: *Pro → Fam*) 대한 주식시장 반응을 나타낸다. non-FTC하위표본을 분석한 Model 3에서 주식시장은 전문경영자 승계에 비해 가족선임자가 다른 가족원에게 경영권을 승계했을 경우(*Fam → Fam*) 부정적으로 반응하였다(-0.6013,

$p = 0.02$). 이와 반대로, FTC하위표본을 분석한 Model 6에서는 새로운 범주형 변수에 대한 투자자들의 반응이 통계적으로 유의미하게 관찰되지 않았다.

두 번째 하위표본 분석 〈Table 7〉에는 최고경영자의 승계 유형 독립변수를 선임자 유형(*Family Predecessor*), 지배가족 최고경영자 승계(*Family CEO Succession*), 전문경영자의 외부영입(*Outside*

〈Table 7〉 하위표본 분석2: 최고경영자 교체 유형 6가지에 대한 주식시장 반응

변수	Model 1 (non-FTC)	Model 2 (non-FTC)	Model 3 (non-FTC)	Model 4 (FTC)	Model 5 (FTC)	Model 6 (FTC)
Firm Size	0.1157 (0.1241)	0.1210 (0.1239)	0.1223 (0.1237)	-0.1343 (0.0992)	-0.1351 (0.0993)	-0.1339 (0.1001)
Previous Performance	2.9071 (2.2426)	2.8532 (2.2378)	3.0420 (2.2352)	-3.0619 (3.2448)	-3.1944 (3.2534)	-3.0623 (3.2818)
Firm Workout	-1.8805 (2.4925)	-1.8820 (2.4870)	-1.7740 (2.4830)	0.7393 (0.9569)	0.8039 (0.9631)	0.8524 (0.9710)
Family Ownership	0.0103 (0.0077)	0.0094 (0.0077)	0.0096 (0.0077)	0.0066 (0.0087)	0.0067 (0.0087)	0.008 (0.0087)
Co-CEO status	0.1346 (0.2381)	0.2865 (0.2477)	0.3311 (0.2515)	0.3977 (0.2966)	0.3087 (0.3301)	0.2701 (0.3412)
Family CEO Succession		-0.5320** (0.2445)			0.2028 (0.3295)	
<i>Base Category: Family CEO succession (Fam → Fam)</i>						
Fam → Pro & Outsider			0.0881 (0.9035)			1.1183 (1.8187)
Fam → Pro & Insider			0.5804* (0.3278)			-0.0619 (0.4915)
Pro → Pro & Outsider			2.1312*** (0.6828)			-0.4375 (0.9472)
Fam → Pro & Insider			0.3598 (0.2931)			-0.2626 (0.3572)
Constant	-2.4577 (2.4717)	-2.3432 (2.4668)	-2.9655 (2.4709)	2.9076 (2.3504)	2.8780 (2.3520)	3.0514 (2.3900)
R-squared	0.0366	0.0420	0.0499	0.0548	0.0554	0.0564
Adjusted r-squared	0.0022	0.0067	0.0113	0.0119	0.011	0.0077
Observations	872	872	872	714	714	714

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Event dummy, Year dummy, and Industry dummy are included but omitted in the table.

Succession) 3가지 변수를 고려한 6가지 카테고리⁶⁾로 구성했다. 6가지 카테고리별 빈도와 예시는 〈Table 8〉에 설명하였다. 〈Table 8〉은 본 연구의 가족기업

연구표본에서 전문경영자 최고경영자 승계의 경우, 선임자 역시 전문경영자이며, 승계자가 기업내부 출신인 경우가 많으며(40%), 특히 선임자가 가족경

6) 지배가족 최고경영자 승계(Family CEO Succession)가 1인 경우 외부영입(Outside Succession) 변수는 0의 값만 갖기 때문에 카테고리는 8개가 아닌 6개가 된다.

〈Table 8〉 세 가지 변수를 고려한 최고경영자 교체 유형

	Family CEO Succession	Professional CEO Succession	
		Inside Succession	Outside Succession
Family Predecessor	533 (34%) 광동제약: 최수부 → 최성원 두산: 박용만, 이재경 → 박정원, 이재경 SK: 최태원, 박영호 → 최태원, 박영호, 최재원	221 (14%) 태경산업: 김영환 → 심재강 동화약품: 윤도준, 윤길준 → 윤도준, 조창수	19 (1%) 현대리바트: 경규한 → 김화웅 유유제약: 유승필 → 유승필, 박중선 넥센타이어: 강병중, 홍종만, 강호찬 → 이현봉
Professional Predecessor	139 (9%) 백광산업: 이기영 → 김성훈 동국실업: 김승원 → 박효상 아시아나항공: 윤영두 → 박삼구, 김수천	630 (40%) KR모터스: 이정달 → 박근배 기아차: 서영종 → 이형근, 이삼용 가온전선: 김성은 → 김연수	44 (3%) 동원F&B: 김해관 → 박성철 이화산업: 민경서 → 홍성우 삼화콘텐서: 이근범 → 황호진 삼천리: 한준호 → 한준호, 정순원
총 표본	672	851	63
		914	

영자인 경우는 대부분이 기업 내부에서 승진한 전문 경영자가 최고경영자를 승계하는 패턴을 보여준다(14%).

〈Table 6〉에서 관찰하였듯이, 〈Table 7〉에서도 투자자들의 가족경영자 선임에 대한 부정적 반응은 non-FTC 하위표본에서만 확인되었다(Model 2, 5). 〈Table 7〉에서 새로운 독립변수의 분석 기본 카테고리인 가족최고경영자 승계 경우로(*Family CEO Succession*=1) 지정하였다.⁷⁾ Model 3에 따르면, 해당 가족기업이 대규모 기업집단에 속하지 않았을 때(non-FTC), 가족경영자가 최고경영자 승계를 하는 경우와 비교하여(base category), 전임자가 전문경영인인면서, 전문경영인승계자가 외부에서 영입 되었을 때(Pro → Pro & Outsider) 주식시장 반응

이 가장 긍정적이다(2.1312, $p=0.00$). 또한, 전임자가 가족경영이면서 전문경영자가 내부에서 승계하였을 때도 비교적 긍정적인 것을 보여준다(0.5804, $p=0.08$). 이러한 가족경영자 승계자에 대한 투자자들의 부정적 반응 혹은 전문 경영자 승계자에 대한 긍정적 반응은 FTC 하위표본에서는 관찰되지 않았다. 이는 대규모 기업집단이 주주들에게 지배가족에 대한 추가적인 긍정적 정보를 제공한다는 가설 2의 주장이 최고경영자 승계자의 외부출신 여부까지(*Outside Succession*) 고려했을 때도 유의하다는 것을 보여준다.

요약하자면, 매칭표본 회귀분석과 카테고리 더미 변수를 이용한 하위표본 분석 두 가지 방법 모두에서 본 연구의 실증 결과는 투자자들이 가족지배기업

7) 전문경영인의 승계를 분석 기본 카테고리로 지정하면 외부영입(*Outside Succession*)의 변이를 측정할 수 없기 때문이다.

〈Table 9〉 가설2의 대규모 기업집단 지정 효과의 강건성 검사 결과 (매칭 표본 이용)

변수	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Previous Performance	2.8310 (1.9292)	2.7866 (1.9234)	2.8458 (1.9134)	2.7931 (1.9269)
Firm Workout	-1.2200 (1.6190)	-1.1819 (1.6144)	-1.1859 (1.6146)	-1.1835 (1.6151)
Family Ownership	0.0128** (0.0062)	0.0130** (0.0061)	0.0128** (0.0061)	0.0131** (0.0062)
Co-CEO status	0.3219 (0.2040)	0.4188** (0.2079)	0.4293** (0.2030)	0.4188** (0.2079)
Outsider Succession	0.5823 (0.4679)	0.3115 (0.4745)	0.3001 (0.4734)	0.3100 (0.4753)
FTC-listed Company	-0.0039 (0.2779)	-0.3002 (0.3129)	-0.2576 (0.2568)	-0.2999 (0.3130)
Firm Size	0.0371 (0.0828)	0.0202 (0.0821)		0.0196 (0.0828)
Firm Age	-0.0007 (0.0076)		0.0007 (0.0075)	0.0005 (0.0076)
Family CEO Succession		-0.7597*** (0.2376)	-0.7641*** (0.2374)	-0.7604*** (0.2380)
Family CEO succession X FTC-listed firms		0.7182* (0.3826)	0.7251* (0.3821)	0.7192* (0.3831)
Constant	-0.6697 (1.6906)	-0.0862 (1.6960)	0.2982 (0.5007)	-0.0851 (1.6966)
R-squared	0.0360	0.0423	0.0422	0.0423
Adjusted r-squared	0.0163	0.0158	0.0211	0.0200
Observations	1586	1586	1586	1586

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Event dummy, Year dummy, and Industry dummy are included but omitted in the table.

에서 가족경영자 선임을 전문경영자에 비해 투자자들에게 부정적으로 평가한다는 가설을(가설 1b) 지지하였다. 하지만 이러한 부정적 효과는 해당 기업이 대규모 기업집단에 속하지 않은 경우에 한정되었다(가설 2). 대규모 기업집단의 경우 이러한 지배가족 최고경영자 선임에 대한 주식시장의 부정적 반응은 관찰되지 않았다.

마지막으로, 본 연구의 가설2에서 설명하는 대규

모 기업집단 지정 효과는 대규모 기업집단 지정이라는 추가정보의 효과라기보다는 기업 규모 혹은 연혁의 효과일 수 있다. 대규모 기업집단 지정 효과의 강건성을 검사하기 위해, 기업 규모와(*Firm Size*) 기업 연혁을(*Firm Age*) 사용하여 매칭표본을 분석하였다. 그 분석 결과인 〈Table 9〉에 따르면, 대규모 기업집단 지정의 효과는 전반적으로 기업 규모 혹은 연혁의 효과와는 별개로 유의미하다. 우선, 기업 규

모의 효과를 통제하기 위해 기업 규모를(*Firm Size*) 통제변수로 추가한 Model 2에서는 가족경영자 선임 시 부정적 반응과(-0.7597, $p=0.00$) 대규모 기업 집단 지정의 조절변수가(0.7182, $p=0.06$) 모두 유의미하여 가설2를 지지하였다. 다음으로 Model 3에서는 기업 연혁을(*Firm Age*) 통제변수로 추가하였고, 가족경영자 선임 시 부정적 반응과(-0.7641, $p=0.00$) 대규모 기업집단 지정 조절효과가(0.7251, $p=0.07$) 여전히 유의미하였다. 기업 규모와 기업 연혁을 동시에 통제 변수로 추가한 Model 4에서도 그 유의미함은 유지되었다. 따라서 대규모 기업집단 지정의 조절효과가 실질적으로 기업 규모와 기업 연혁의 효과일 수 있다는 대체 가설은 설득력이 떨어지며, 가설2는 지지되었다.

VI. 결론 및 논의

가족기업은 아시아나 신흥경제국에서 주요 조직형태로 여겨지는 경우가 많지만, 사실 세계에서 가장 보편적인 기업 형태이며, 서구의 대부분 대기업 역시 가족기업 성장의 결과이다(Colpan and Hikino, 2018; La Porta et al., 1999). 특히 많은 국내 기업들이 가족기업임을 고려할 때, 가족기업에서 어떤 유형의 경영자가 더 우수한 성과를 이끌어낼 수 있는지는 기업지배구조 연구의 중요한 연구 주제이다. 이와 같은 중요성에도 불구하고 가족기업의 최고경영자 교체에 대한 투자자들의 반응에 대한 연구가 부족했던 것이 사실이다.

본 논문은 가족기업의 최고경영자 교체 유형에 대한 주식 시장의 상이한 반응을 연구하였다. 먼저, 본 연구는 투자자들이 가족경영자 선임 시 전문경영자

선임에 비해 보다 부정적으로 반응함을 발견하였다. 이는 주주들이 가족경영자들이 지배가족의 사회정서적 부를 추구할 수 있다거나, 전문경영자들에 비해 능력을 검증받지 못했다거나, 혹은 지배가족의 사적 이해관계를 주주의 이해관계에 우선하여 추구하는 등, 가족경영의 부정적 가능성을 보다 중시할 수 있다는 점을 시사한다. 또한 이러한 투자자들의 가족경영자 선임에 대한 부정적 반응이 해당 기업이 대규모 기업집단에 지정과 같은 감독기관의 규제에 의해 완화되는 것을 발견하였다. 이는 대규모 기업집단 소속 여부가 규제기관의 가족경영자들의 사적 이해관계 추구에 대한 견제나 가족기업의 경영효율성에 대한 긍정적인 신호로 기능하여, 가족경영자 선임에 대한 주식시장의 부정적 반응을 보다 완화시킬 수 있다는 것을 시사한다.

본 연구는 다음과 같은 이론적, 실증적 기여점을 가진다. 첫째, 본 연구의 결과는 가족기업 연구에 최고경영자의 지배가족 구성원 해당 여부가 중요한 변수라는 것을 시사한다. 주식시장이 비교적 일찍이 자리잡은 서구국가에서는 상장 기업에서 최고경영자의 기업 내부출신/외부출신 여부가 최고경영자 유형을 구분하는 대표적 요소이듯이, 가족기업 중심으로 경제가 발전해 온 국가에서는 가족경영자/전문경영자 여부가 보편적으로 관찰되는 요소이다. 그러나 지배가족들이 이미 소유구조를 기반으로 가족기업 내 지배력을 유지하고 있는 상황에서, 과연 최고경영자의 가족경영자 여부가 유의미한 지표가 될 수 있는가에 대해서는 의문이 있었던 것이 사실이다. 본 연구는 이 질문에 대한 실증적인 결과를 제시하며, 최고경영자의 지배가족 구성원 여부가 비가족주주, 특히 시장의 투자자들의 투자이사 결정에 유의미한 영향을 끼치는 것을 보였다. 매칭표본 분석으로 최고경영자 교체의 내생성 문제를 고려한 경우

와, 승계 유형을 세분화한 후에도, 주식시장이 가족 기업의 전문경영자에 비해 가족경영자 승계에 상대적으로 더 부정적으로 반응하는 경향을 일관되게 관찰하였다.

둘째, 본 연구는 가족경영자에 대한 기존 가족기업 연구의 일관되지 않은 이론적 메커니즘을 구분하고, 실증적으로 뒷받침한다. 가족기업의 최고경영자 유형에 대한 선행 연구들은 가족경영자의 존재가 비가족 이해관계자들의 이익에 긍정적일 수도, 부정적일 수도 있다는 혼합된 견해를 보였다. 그러나 실제로(비가족) 주주들이 가족경영자와 전문경영자를 차별적으로 평가하고 투자 결정을 하는지에 대한 질문은 실증연구의 대상이 되지 못했다. 본 연구는 가족경영자에 대한 책임경영 가설과 사익추구경영 가설 중 사익추구경영 가설이 더욱 설득력을 지니는 것으로 분석하였다. 더불어 해당 가족기업의 대규모 기업집단 소속 여부를 조절 변수로 검토하여, 이 추가적 정보가 가족경영자 승계에 대한 투자자들의 부정적 인식을 완화함을 발견하였다.

본 연구는 여러 한계점도 가지고 있다. 먼저, 신임 최고경영자 유형과 주식시장 반응의 관계를 분석할 때 경영자 개인특성을(예: 교육배경, 이전 경력) 고려하지 않았다는 점이다. 승계자 개인의 특성을 고려하는 것은 추후 연구의 중요한 과제로 보인다(Perez-Gonzalez, 2006). 다만 본 연구는 전문경영자의 개인적 특성을 부분적으로 반영하기 위해 내부영입/외부영입의 범주 변수를 생성하고, 이를 하위표본에서 검토하였다. 본 연구는 전문경영자가 해당 기업의 지배가족이 경영하는 기업(예: 같은 기업집단의 계열사) 외의 기관에서 영입된 경우를 외부영입으로 한정하였다. 이는 가족기업의 계열사로부터 전문경영자가 영입된 경우 지배가족과 긴밀한 관계를 가지고 있을 가능성이 높기 때문에 투자자들

이 가족기업 경영에 대해 가지는 의구심이 엄격한 의미의 외부영입일 경우 더 완화될 것으로 판단하였기 때문이다. 실증 결과는 외부에서 영입된 전문최고경영자가 승계할 때 투자자들의 반응이 가장 긍정적이라는 것을 보여주었다.

향후 연구는 기업지배구조에 대한 투자자들의 평가가 실질적으로 가족기업 내 지배가족의 지위와 그들의 전략적 의사결정에 영향을 주는지, 혹은 최고경영자 교체 이후 가족경영자와 전문경영자의 전략을 다르게 평가하거나(Feldman et al., 2016) 기업의 장기 생존에 영향을 주는지를 주목해야 한다. 가족기업들은 가족경영자 선임에 대한 투자자들의 상대적인 부정적 평가를 염두에 두고, 실질적으로 지배구조를 바꾸기보다는 시장에 현 승계구조에 대한 정당성을 설명하거나(verbal accounts), 미디어와 증권 애널리스트에게 간접적 영향력을 행사하는 상징적 경영(symbolic management) 실시할 수 있다(Park, 2020). 다른 한 편으로, 가족기업은 지배가족 구성원이 최고경영자로 선임될 때, 주주를 포함한 기업 이해관계자의 긍정적인 평가와 사회적 정당성을 얻기 위한 정책을 실시할 수도 있다(Seo and Lee, 2020). 향후 연구는 가족기업의 지배구조와 그에 대한 다양한 이해관계자들의 평가, 이어지는 기업의 대응을 일련의 과정으로서 더 긴밀히 연결할 수 있을 것으로 기대한다.

참고문헌

- Agarwal, R., S. Braguinsky, and A. Ohyama(2020), "Centers of gravity: The effect of stable shared leadership in top management teams on firm growth and industry evolution," *Strategic Management Journal*, 41(3), pp. 467-498.
- Aguilera, R.V. and G. Jackson(2010), "Comparative and international corporate governance," *Academy of Management annals*, 4(1), pp. 485-556.
- Anderson, R. C., and D. M. Reeb(2003), "Founding-family ownership and firm performance: evidence from the SandP 500," *The Journal of Finance*, 58(3), pp.1301-1328.
- Back, Y.J. and E. S. Kim(2014), "Determinants and consequence of new CEO origin in turbulent industries," *Journal of Strategic Management*, 17(2), pp.47-77.
- Berle, A., and G. Means(1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan Publishing Co
- Bertrand, M., and A. Schoar(2006), "The role of family in family firms," *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), pp.73-96.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan(2002), "Ferretting out tunneling: An application to Indian business groups," *The Quarterly Journal of Economics*, 117(1), pp.121-148.
- Bertrand, M., S. Johnson, K. Samphantharak, and A. Schoar(2008), "Mixing family with business: A study of Thai business groups and the families behind them," *Journal of financial Economics*, 88(3), pp.466-498.
- Boivie, S., D. Lange, M. L. McDonald, and J. D. Westphal(2011), "Me or we: The effects of CEO organizational identification on agency costs," *Academy of Management Journal*, 54(3), pp.551-576.
- Bonnier, K. A., and R. F. Bruner(1989), "An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms," *Journal of Accounting and Economics*, 11(1), pp.95-106.
- Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer(2003), "Family firms," *The Journal of Finance*, 58(5), pp.2167-2201.
- Cannella Jr, A. A., C. D. Jones, and M. C. Withers (2015), "Family-versus lone-founder-controlled public corporations: Social identity theory and boards of directors," *Academy of Management Journal*, 58(2), pp.436-459.
- Cennamo, C., P. Berrone, C. Cruz, and L.R. Gomez-Mejia(2012), "Socioemotional wealth and proactive stakeholder engagement: Why family-controlled firms care more about their stakeholders," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), pp.1153-1173.
- Chandler A.(1990), *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*. Harvard University Press: Cambridge, MA
- Chang, S. J., and J. Shim(2015), "When does transitioning from family to professional management improve firm performance?," *Strategic Management Journal*, 36(9), pp. 1297-1316.
- Cheffins, B., and S. Bank(2009), "Is Berle and Means really a myth?," *Business History Review*, 83(3), pp.443-474.
- Chirico, F., D. H. Welsh, R. D. Ireland, and P. Sieger(2021), "Family versus non family firm franchisors: Behavioural and performance Differences," *Journal of Management Studies*,

- 58(1), pp.165-200.
- Chung, C. N., and X. Luo(2008), "Human agents, contexts, and institutional change: The decline of family in the leadership of business groups," *Organization Science*, 19(1), pp. 124-142.
- Chung, C. N., and X. Luo(2013), "Leadership succession and firm performance in an emerging economy: Successor origin, relational embeddedness, and legitimacy," *Strategic Management Journal*, 34(3), pp.338-357.
- Colpan, A. M., and T. Hikino(2018), "The Evolutionary Dynamics of Diversified Business Groups in the West" *Business Groups in the West: Origins, Evolution, and Resilience*, OUP Oxford, pp. 26-69
- Connelly, B. L., D. J. Ketchen Jr, K. A. Gangloff, and C. L. Shook(2016), "Investor perceptions of CEO successor selection in the wake of integrity and competence failures: A policy capturing study," *Strategic Management Journal*, 37(10), pp.2135-2151.
- Corbetta, G. and C. Salvato(2004), "Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on "comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence"," *Entrepreneurship theory and Practice*, 28(4), pp.355-362.
- Dalton, D. R., and I. F. Kesner(1983), "Inside/outside succession and organizational size: The pragmatics of executive replacement," *Academy of Management Journal*, 26(4), pp.736-742.
- Fama, E. F.(1991), Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), pp.1575-1617.
- Feldman, E. R., R. Amit, and B. Villalonga(2016), "Corporate divestitures and family control," *Strategic Management Journal*, 37(3), pp. 429-446.
- Finkelstein, S., and D. Hambrick(1996), *Strategic Leadership*, West Publishing Company, Minneapolis.
- Friedman, S. D., and H. Singh(1989), "CEO succession and stockholder reaction: The influence of organizational context and event content," *Academy of Management Journal*, 32(4), pp.718-744.
- Gomez-Mejia, L. R., K. T. Haynes, M. Núñez-Nickel, K. J. Jacobson, and J. Moyano-Fuentes (2007), "Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills," *Administrative Science Quarterly*, 52(1), pp.106-137.
- Gomez-Mejia, L.R., C. Cruz, P. Berrone, and J. De Castro(2011), "The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms," *Academy of Management Annals*, 5(1), pp. 653-707.
- Graffin, S. D., M. A. Carpenter, and S. Boivie (2011), "What's all that (strategic) noise? Anticipatory impression management in CEO succession," *Strategic Management Journal*, 32(7), pp.748-770.
- Granovetter, M.(2005), "Business Groups and Social Organization," in N. Smelser and R. Swedberg (eds.), *The Handbook of Economic Sociology (2nd Edition)*, Princeton, NJ, Princeton University Press, pp.429-450.
- Hambrick, D. C., and P. A. Mason(1984), "Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers," *Academy of Management*

- Review*, 9(2), pp.193-206.
- Hamilton, G. G. and N. W. Biggart(1988), "Market, culture, and authority: A comparative analysis of management and organization in the Far East," *American Journal of Sociology*, 94, pp.S52-S94.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H.(1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- Jeong, S. H., H. Kim, and H. Kim(in press), "Strategic Nepotism in Family Director Appointments: Evidence from Family Business Groups in South Korea," *Academy of Management Journal*
- Kang, H.C.(2014), "Active family management and firm performance in the large business group," *Asian Review of Financial Research*, 27(1), pp.141-176.
- Kim, A. R. and M. H. Cho(2011), "CEO turnover in owner-managed firms: The choice between owner-manager and professional CEO," *Journal of Strategic Management*, 14(2), pp.57-75.
- Kim, S.H., S. J. Chae, and H. Y. Lee(2010), "The effects of corporate governance and ownership structure over conservatism of accounting information: Focusing on family-firm," *Korea Management Review*, 39(3), pp.797-833.
- Kim, S.J., Park, J.H., and Kim, C.S.(2012), "CEO Utilization and weeding-out in Korean business groups: A comparative study of chaebol and non-chaebol groups," *Korea Management Review*, 41(3), pp.483-510.
- Kothari, S. P. and J. B. Warner(2007), "Econometrics of event studies," In *Handbook of empirical corporate finance* Elsevier. pp.3-36.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (1999), "Corporate ownership around the world," *The Journal of Finance*, 54(2), pp. 471-517.
- Le Breton-Miller, I., D. Miller, and R. H. Lester (2011), "Stewardship or agency? A social embeddedness reconciliation of conduct and performance in public family businesses," *Organization Science*, 22(3), pp.704-721.
- Lee, P. M., and E. H. James(2007), "She'-e-os: gender effects and investor reactions to the announcements of top executive appointments," *Strategic Management Journal*, 28(3), pp. 227-241.
- Marques, P., P. Presas, and A. Simon(2014), "The heterogeneity of family firms in CSR engagement: The role of values," *Family Business Review*, 27(3), pp.206-227.
- Miller, D., A. Minichilli, and G. Corbetta(2013), "Is family leadership always beneficial?," *Strategic Management Journal*, 34(5), pp. 553-571.
- Miller, D., I. Le Breton-Miller, A. Minichilli, G. Corbetta, and D. Pittino(2014), "When do Non-Family CEO s Outperform in Family Firms? Agency and Behavioural Agency Perspectives," *Journal of Management Studies*, 51(4), pp.547-572.
- Miller, D., I. Le Breton Miller, and R. H. Lester (2011), "Family and lone founder ownership and strategic behaviour: Social context, identity, and institutional logics," *Journal of management studies*, 48(1), pp.1-25.
- Morck, R., and B. Yeung(2003), "Agency problems in large family business groups," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), pp. 367-382.

- Park, J. H., Y. D. Sung, and M. K. Jung(2010), "The role of chaebol on CEO turnover in Korean corporate governance," *Journal of Strategic Management*, 13(3), pp.89-119.
- Park, S. H.(2020), "Symbolic Management: At the Boundaries of Institutional Environment, Governance and Strategy" *Journal of Strategic Management*, 23(3), pp.117-142.
- Pérez-González, F.(2006), "Inherited control and firm performance," *American Economic Review*, 96(5), pp.1559-1588.
- Praet, A.(2013), "Family firms and the divestment decision: An agency perspective," *Journal of Family Business Strategy*, 4(1), pp.34-41.
- Roh, T. W., M. A. Kim, D. S. Jo, O. S. Yang, and Y. C. Lee(2013), "Internal and external corporate governance and corporate social performance in family-controlled firms," *Journal of Strategic Management*, 16(2), pp.23-55.
- Ryu, J. H. and H. Kim(2020), "CEO Turnover and R&D Investment," *Korea Management Review*, 49(6), pp.1415-1452.
- Schulze, W. S., M. H. Lubatkin, R. N. Dino, and A. K. Buchholtz(2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), pp.99-116.
- Seo, J. I. and D. H. Lee(2020), "CEO Change and Corporate Social Responsibility," *Journal of Strategic Management*, 23(1), pp.25-47.
- Seo, J. I. and H. W. Jang(2010), "CEO characteristics and firm R&D investment: The moderating role of TMT characteristics and ownership structure," *Journal of Strategic Management*, 13(1), pp.29-49.
- Shen, W., and A. A. Cannella Jr(2003), "Will succession planning increase shareholder wealth? Evidence from investor reactions to relay CEO successions," *Strategic Management Journal*, 24(2), pp.191-198.
- Shin, H. H., and J. H. Chang(2005), "An analysis of the determinants of CEO turnover: Firm performance, professional CEO, and business Group," *Korea Management Review*, 34(1), pp.289-311.
- Shleifer A., R. W. Vishny(1986), "Large shareholders and corporate control," *Journal of Political Economy*, 94, pp.461-488
- Villalonga, B., and R. Amit(2006), "How do family ownership, control and management affect firm value?," *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp.385-417.
- Villalonga, B., and R. Amit(2010). Family control of firms and industries. *Financial Management*, 39(3), 863-904.
- Young, M. N., M. W. Peng, D. Ahlstrom, G. D. Bruton, and Y. Jiang(2008), "Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective," *Journal of Management Studies*, 45(1), pp.196-220.
- Zhang, J., and H. Ma(2009), "Adoption of professional management in Chinese family business: A multilevel analysis of impetuses and impediments," *Asia Pacific Journal of Management*, 26(1), pp.119-139.
- Zhang, Y., and M. F. Wiersema(2009), "Stock market reaction to CEO certification: The signaling role of CEO background," *Strategic Management Journal*, 30(7), pp.693-710.
- Zhang, Y., and N. Rajagopalan(2003), "Explaining new CEO origin: Firm versus industry antecedents," *Academy of Management Journal*, 46(3), pp.327-338.

-
- The author Jinah Ryu is a doctoral student in Business Administration at the Gies College of Business, University of Illinois at Urbana-Champaign. Her research interests include organizational strategy and institutional processes.
 - The author Sun Hyun Park is Associate Professor of Strategy and International Management at College of Business, Seoul National University. Professor Park's research focuses on corporate governance, top management team, diversity and innovation.
 - The author Dong Kee Rhee is Professor of Strategy and International Management at College of Business, Seoul National University. Professor Rhee's research focuses on global competitive strategy, and corporate governance in international context, including strategies of family-owned business groups