

친족의 지분 승계 및 임원 임용이 기업가치에 미치는 영향*

백재승**, 이상휘***, 한명로****

<요 약>

본 연구는 친족 중심의 기업경영행태가 주요한 비중을 차지하고 있는 기업에서 친족의 지분 승계 및 임원 임용이 기업가치에 미치는 영향을 조사하였다. 이 때 기업특성변수를 고려하여 시장의 반응을 측정함으로써 재무적 특성과의 관계도 분석에 포함하였다. 이를 위해 2001년부터 2014년까지 유가증권시장에 상장된 비금융업 표본을 대상으로 친족에 대해 지분을 승계하거나 주요 임원으로 임용 또는 승진한 기업을 대상으로 기업가치에 미치는 영향을 조사하였다. 이와 함께 자본구조, 소유구조, 위험도, 기업집단 여부 등의 기업 특성 및 글로벌 금융위기와 같은 경제상황을 고려하여 살펴보았다. 주요 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 지분 승계 및 임원 임용은 공시일 주변 기업가치에 긍정적으로 작용한 것으로 조사되었다. 둘째, 자본구조 측면에서 부채비율이 낮거나 소유구조 측면에서 대주주지분율이 높을수록 지분 승계를 실시할 가능성이 높게 나타났고 이는 임원 임용에도 유사하게 적용되었다. 셋째, 공시일 주변 양(+)의 가치 변화에 영향을 미친 개별 변수로서 외국인지분율, 시장가치, 수익성, 재벌 여부 등이 유의적인 관계를 보였다. 이와 같은 연구 결과는 친족이 경영활동에서 중요한 역할을 차지하는 기업에서 친족의 지분 승계 및 임원 임용과 같은 전략이 효과적인 경우 외부적인 평가가 기업가치 증진에 도움이 된다는 점을 시사한다. 또한 지분 승계 등의 기업전략에 있어서 소유구조, 시장가치 등 해당 기업의 특성을 고려함으로써 보다 효율적인 결과를 유도할 수 있는 기준이 될 것이다. 본 연구의 결과는 국내외적으로 기업활동에 큰 부분을 차지하는 가족기업의 성과를 개선하기 위한 기업전략을 발굴하고 관련정책의 효율성을 높이는 방안을 연구하는데 유용한 참고자료가 될 수 있다

한글 색인어: 지분 승계, 임원 임용, 승진, 가족기업, 소유구조, 기업가치, 기업특성, 사건연구

* 한국산업경영학회 동계학술대회 발표

** 한국외국어대학교 국제금융학부 교수 (E-mail: jbaek@hufs.ac.kr)

*** 경희대학교 무역학과 교수 (E-mail: slee@khu.ac.kr)

**** 한국외국어대학교 대학원 박사과정 (E-mail: buddhahan@hanmail.net)

I. 서론

본 연구는 기업활동에 있어서 운영 및 소유구조 상에서 큰 축을 담당하고 있는 친족에 대한 지분 승계 및 임원 승진·임용과 같은 친족 경영 참여 사건이 지니는 경제적 기능 및 학문적 의의를 제고하는데 일조하기 위해 이루어졌다. 이를 위해 국내 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 친족에 대한 지분 승계 및 임원 승진이 시장의 평가와 가치는 연관관계를 조사하는데 목적을 두고 있다. 이러한 연구는 친족 중심의 경영이 주요한 비중을 차지하는 현대 기업에서 이 같은 활동이 관련된 경제주체에 대해 미치는 효용을 높이고 궁극적으로 경제발전에 기여할 수 있다. 특히 기업집단 즉, 재벌과 같은 조직체제에서는 영업활동과 함께 상당히 중요한 경영전략으로서 기업에 중대한 영향을 미치게 된다.

친족 승계는 가족이 기업활동에 관여하는 기업에 있어서 필연적인 경영관리활동으로서 대리인문제 완화, 경영환경 변화에 따른 전략적 대응, 기업경영 및 조직의 효율성 강화, 수익성 개선 등의 목적으로 이루어진다(남영호·문성주, 2007; 박상경·이해영, 2011; 박진영 등, 2013). 이러한 친족 경영과 기업가치에 관한 연구는 주로 두 가지로 이루어져왔다. 첫 번째는 친족이 경영에 참여하는 가족기업의 주요 동기와 성과를 측정하는 것이고, 두 번째는 친족 경영의 기업가치 효과와 이들 효과에 영향을 미치는 요인 분석으로 수행되어 왔다. 하지만 본 연구와 같이 2000년대 이후 2014년 최근까지의 광범위한 기간을 대상으로 친족에 대한 지분 승계 및 임원 임용을 이용하여 친족 경영의 배경 및 성과를 조사한 연구는 미진한 편이다. 나아가 경제상황 변화, 소유구조 및 관련 기업 특성과 같은 변수를 심도있게 고려한 것은 진행되지 않았다.¹⁾

친족의 경영 참여나 지분 인수와 같은 기업전략은 기업에 미치는 영향력이 크고 이는 기업이 활동하는 금융시장에 참여하는 이해관계자의 부에 영향을 미쳐 궁극적으로 경제 전반적인 파급효과를 가져온다. 이와 같은 관점에서 친족의 경영참여 또는 지분 인수가 가지는 경제적 효과에 관해 방대한 자료를 이용하여 조사하는 것은 자본시장에서의 비용 최소화와 경제 발전을 위해 주요한 연구대상이 될 수 있다.

이론적으로 볼 때 경영자노동시장에 관한 기준가설에 의하면 경영자가 기업성장을 개선토록 유도하는 인센티브 및 경영자가 보유한 평판이 기업지배권시장의 규율과 관련하여 기업가치에 중요한 기능을 수행한다(Fama, 1980; Gilson, 1989; Denis and Denis, 1995 외). 예를 들어 Gilson(1989)의 연구에서는 이에 대한 실증적 증거로서 기업이 부실하거나 도산 위험에 처한 기업을 표본으로 분석한 결과 조사대상기업의 3분의 1정도인 34%만이 경영자가 2년 이상 재직한 것으로 나타나 경영자노동시장의 정보성을 검증하였다.

실제로 국내에서 기업이나 은행의 친족 경영진 선임, 사임에 따라 동 기관의 주가는 사태 추이에 따라 등락을 거듭하고 신용등급의 변화에도 영향을 주었다. 이는 지배구조 상의 경영진 프리미엄 또는 경영진 리스크가 기업의 가치에 유의적인 관계를 맺고 있음을 재차 확인시켜 준 것으로 볼 수 있다. 국내가 아니더라도 미국 애플사의 주가가 최고경영자인 스티브잡스(Steve Jobs)의 경영 참여 여부에 따라 부침을 보이는 등 국내외에서 유사한 사례를 많이 찾아볼 수 있다.

이러한 맥락에서 기업이 동일성을 유지하면서 소유권이나 경영권을 후계자에게 넘겨주는 것

1) 친족 경영은 지분 승계 및 경영진으로의 임용 또는 승진의 형태가 주를 이룬다. 다른 암묵적인 활동은 실증분석을 위한 자료화가 어렵다는 점에서 이 활동을 연구의 주요 대상으로 설정하였다.

은 경제활동의 핵심적인 역할을 수행하는 기업에 있어서 중요한 의미를 가질 뿐만 아니라 기업 활동의 연속성 측면에서 경제적 효과가 크다는 점에는 재론의 여지가 없을 것이다. 이와 더불어 주요 국가에서 기업 활동에서 지대한 비중을 차지하는 가족기업 또는 오너기업의 성과를 다른 기업과 비교분석하고 그에 따라 가족기업의 형태로 운영되는 기업의 특징, 성과 또는 위험관리 기법도 다수의 연구에서 제기되었으며, 그 중요성도 점증되고 있다.

전 세계 기업의 90%가 가족경영으로 알려져 있다. 가족기업은 경영권 세습 또는 승계가 가능한데 이는 이사회를 중심으로 경영권을 강화시키고 이에 따라 지분이 희석되더라도 이사회를 통해 경영권을 장악할 수 있기 때문이다. 이들 가족기업은 창업자에 이어 2세 또는 전문경영인에게 소유권 또는 경영권이 이전되는 과정 즉 가업승계과정에서 효율성, 비효율성 양자를 내포하고 있는데 어떤 경우 경영권 승계과정에서 무리한 절차들이 수반되면서 경영활동 전반에 영향을 받기도 한다(이현복, 2015).

가족기업은 미국과 유럽 등 선진국에서도 흔히 발견되는 기업구조이지만 특히 아시아, 남미 등 신흥시장에서 가족기업의 실체는 국가경제 차원에서도 주요한 관심사가 되어 왔다. 우리나라의 경우에도 경제발전을 이끌고 전체 경제규모에서 상당한 비중을 차지하는 재벌의 상당수가 가족기업 형태로 운영되고 있으며, 이들 재벌기업의 성과가 비재벌기업과 어떻게 다른가에 관해 전통적으로 경영학을 연구하는 학자, 실무자 및 정책당국이 오랜 기간 연구해오고 있다. 그리고 이에 따른 관련 연구는 가족기업이나 친족 경영이 경제상황 또는 기업 환경에 따라 긍정적 또는 부정적인 역할을 수행한다는 여러 증거를 제시하고 있다(Fama and Jensen, 1983; Davis, 1983; Ibrahim and Eills, 1994; Astachan and Shanker, 2003; 박경서·백재승, 2001; 최우석·이우백, 2005; 박진영 등, 2013).

이상과 같은 배경에 입각하여 본 연구는 친족의 지분 승계 및 임원 임용이 기업가치에 미치는 영향을 조사하였다. 이 때 기업특성변수를 고려하여 시장의 반응을 측정함으로써 재무적 특성과의 관계도 분석에 포함하였다. 이를 위해 2001년부터 2014년까지 유가증권시장에 상장된 비금융업 표본을 대상으로 친족에 대해 지분을 승계하거나 주요 임원으로 임용 또는 승진한 기업을 대상으로 기업가치에 미치는 영향을 조사하였다. 이와 함께 자본구조, 소유구조, 위험도, 기업집단 여부 등의 기업 특성 및 글로벌 금융위기와 같은 경제상황을 고려하여 살펴보았다. 또한 경기가 좋은 시점인지 그렇지 않은 불황시점인지를 고려하여 전반적인 경제상황이 승계 및 임용 성과와 가지는 유기적 관계를 함께 조사하였다. 주요 지분을 인계하거나 임원을 임용하는 것은 기업의 영업전략 및 기타 활동에 영향을 주어 현금흐름에 상당한 변화를 가져올 수 있고 특히 중소·중견기업에 있어서는 기업구조의 축이 바뀔 수도 있는 경영전략대상이 되기 때문이다.

보다 구체적으로 본 연구는 다음과 같은 내용을 포함한다. 먼저 i) 2001년부터 2014년까지 14년간 유가증권시장 상장기업 중 비금융업종을 표본으로 지분 승계 및 임원 임용과 관련된 기업자료를 세밀하게 조사하고 시기별로 면밀히 분석한다. 그 다음으로 ii) 공시일을 기준으로 비정상초과주가수익률의 변화를 측정하여 주요 기업특성별로 분류, 비교한다. iii) 지분 승계 및 임원 임용을 실시할 가능성에 영향을 주는 요인과 기업가치 변화에 유의적인 영향을 미치는 기업특성 요인에는 어떤 것들이 있는지를 분석한다. 이 때 글로벌 금융위기, 기업집단 여부 및 기타 재무적 특성 등 다양한 요인들을 포함시켜 평가함으로써 차별화된 학문적 시사점을 제시한다.

연구에 필요한 자료는 2001년부터 2014년까지 유가증권시장에 상장된 비금융 상장기업들

대상으로 공시된 자료를 토대로 하였다. 이 기간 동안 신문, 금융감독원(DART) 등에서 공시한 인수 내역을 토대로 하였다. 이를 통하여 조사한 총 443건의 승계 및 임용 공시를 구하였다. 발표 기준일은 이사회 결의일 또는 최초로 언론에 발표된 날로 정하였으며, 추가로 주가자료와 재무자료를 조사하였다. 연구에 필요한 기업의 재무자료 내역과 기업가치 산출에 필요한 주가데이터는 한국신용평가(주)의 KIS-Value와 에프엔가이드(주)가 제공하는 자료를 이용하였다. 이 때 소유구조 등 관련 재무자료를 상세하게 추출하여 보다 정교한 결과가 도출되도록 하였다.

승계 및 임용 공시일 전후를 대상으로 사건연구를 활용하여 분석한 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 지분 승계 및 임원 임용은 공시일 주변 비정상초과수익률(CAR)로 측정된 기업가치에 긍정적으로 작용한 것으로 조사되었다. 둘째, 친족 경영의 배경을 조사한 분석에서는 자본구조 측면에서 부채비율이 낮거나 소유구조 측면에서 대주주지분율이 높을수록 지분 승계를 실시할 가능성이 높게 나타났고 이는 임원 임용에도 유사하게 적용되었다. 셋째, 승계 및 임용에 따른 공시일 주변 기업가치 변화에 영향을 주는 요인에는 기업집단 소속여부, 기업 규모나 부채비율, 대주주지분율, 위험도 등의 기업특성변수에 따라 다양한 결과가 도출되었다. 기업집단에 속한 기업이거나 대주주지분율이 높은 기업일수록 양(+)의 주가반응이 발견되었다.

이와 같이 경영권과 관련된 승계나 임용에 대해 평가한 연구 결과는 시장의 평가를 통해 보다 효율적인 승계나 승진을 유도하는 자료가 될 것이며, 부실한 승계나 승진 전략을 통해 발생하는 사회적 비용이나 비판을 줄이는데 기여할 수 있다. 또한 광범위한 표본에 대한 결과를 통해 친족기업에서 이루어진 승계나 승진이 경영활동이나 성장을 위한 효과적인 기업전략이었는지 여부를 재조명한다. 그리고 이를 통해 경영권 세습 관련정책의 효율성을 높이는 방안을 모색하고 세습 경영에 대한 모호한 측면의 시장가치 변화를 조사한다. 이들 자료는 관련 학계, 실무자 및 재무적 투자자에게 실무적인 자료로 유용할 것이며, 투자정책 관련 정책입안자들에게도 좋은 참고자료가 될 것이다.

경영권 승계나 친족의 임용, 승진은 이들이 경영활동을 가까이 하면서 성장하여 내부 사정을 잘 안다는 측면에서 성공적일 수 있지만 한편으로 승계 경영이 실패할 경우 상당한 사회적 비용이나 파장을 초래할 수 있다. 이러한 점에서 본 연구가 제시하는 내용은 점점 치열해지는 세계 경제의 경쟁 속에서 글로벌화에 따른 성장정책 및 경영위험관리의 방향을 제공하는 역할을 할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제II장에서는 기존연구를 조사하고 실제 사례를 통해 연구내용의 이해를 도운 내용을 정리하였다. 제III장에서는 연구내용 및 연구방법에 대해 기술하였고, 제IV장에서는 실증분석을 통해 승계 및 임용과 같은 친족 참여 경영의 경제적 가치를 검증하고 이러한 경제적 성과에 영향을 미치는 요인을 조사하였다. 마지막으로 제V장에서는 연구를 요약하고 결론 및 시사점을 도출하였다.

II. 주요 관련 연구

기업활동 및 경영성과에 지대한 영향을 미치게 되는 경영진의 구성에 대한 관심은 바람직한 경영진 선출과 기업가치의 연관성(Mitchell and Strafford, 2000), 경영진의 보상체계(Mehran, 1995), 이사회 의 구조(Shivdasani and Zenner, 2002 외) 등에 초점을 두고 있다. 이에 따라 친족 여부와 무관하게 선임 또는 사임한 경영진의 과거 경영성과는 어떠한가, 최고경영자가 이사회 의장을 겸임하고 있는가, 이사회 규모와 이사들의 참여 수준은 어떻게 되는가, 경영진이 보유하고 있는 주식비율은 어느 정도 되는가, 계열기업 간 이동인가(Campbell and Phyllis, 2002) 등에 초점을 두고 있다.

가족기업의 성과에 관하여 가족기업의 경영자들은 평균 재직기간이 긴 편이며 이러한 연속성은 역량의 축적을 통해 성과를 향상시킬 수 있다는 점에 있어서 강점을 가질 수 있다(Ibrahim and Eills, 1994). 가족기업에 대해서는 대체로 긍정적 효과를 논하고 있는데 이의 배경에는 낮은 대리인 비용과 거래비용을 제공하는 특별한 종류의 지배구조를 갖고 있다는 논거를 든다(Fama and Jensen, 1983; Aronoff and Ward, 1995; Astachan and Shanker, 2003 외). 또한 Habbershon and Williams(1999)은 가족적 유대감인 인적·사회적 자본이 가족기업의 경쟁우위와 성과에 있어서 핵심이라는 증거를 제시하였다.

Davis(1983)는 가족기업에 있어서 애타주의와 신뢰가 비가족 기업들에 비해 갖는 경쟁우위의 기본적 요인임을 강조한다. 게다가 가족기업의 경우 조직에 대한 몰입과 공동체 의식을 조장하기 위한 온정주의가 모든 구성원들에게 보다 쉽게 확장될 수 있다. 이러한 이유로 인해 Fama and Jensen(1983)은 가족기업의 창업자는 경영자들이나 종업원들을 감시하고 훈련시키는 데 있어서 이점이 있다고 주장하였다.

한편 Villalonga and Amit(2006)은 창업자가 최고경영자 또는 이사회 의장일 때 주가가 높고 이후 후손의 경영권 승계시 기업가치는 다소 하락하여 가족 경영의 의미를 부여하였다. 이후 Andres(2008)는 창업자 중심 가족기업과 일반적으로 소유권이 집중된 경우를 분리하여 분석한 연구에서 가족기업의 기업성과가 우수하다고 주장하였다.

친족 경영과 관련된 국내연구로 남영호·문성주(2006)는 가족기업과 비가족기업의 수익성을 조사한 결과 가족기업의 총자산수익률과 총자산영업이익률은 2.87%, 8.95%로 비가족기업의 0.57%, 7.63%보다 높은 유의적인 차이를 보였다고 주장하였다. 생산성의 경우 가족기업과 비가족기업 사이에 자본생산성에는 유의적인 차이가 없었지만 노동생산성은 가족기업이 28,870천원으로 비가족기업의 19,285천원보다 높아 유의적인 차이를 보였으며, 그 이유를 대주주인 가족을 중심으로 한 높은 단결력, 어려움을 극복하려는 강한 의지, 재빠른 의사결정 등 가족기업의 장점이 적용된 것으로 파악했다. 최우석·이우백(2005), 박진영 등(2013)의 연구도 친족에 의한 오토키업 또는 후손 승계에 의한 친족 경영의 성과가 전문경영인에 의한 성과보다 우수하다는 실증결과를 제시하였다.

본 연구에서 관심을 갖는 친족 경영의 기업가치 관련성 과제는 이들 친족 경영진에 대한 자본시장의 평가에 대한 질문의 해답을 얻는 것이다. 이에 본 연구는 경영자 선임 및 사임 발표에 따른 주가수익률 분석(공시효과), 그리고 이러한 기업가치 변화에 영향을 미치는 요인 분석과 관련이 있는 선행연구를 검토하였다. 경영자의 선임 및 사임이 기업가치에 미치는 영향을 직접적으로 살펴본 주요 연구로서 Carnella et al.(1995)은 미국 텍사스주 소재

은행을 대상으로 경영자노동시장의 기능이 은행의 성과와 유기적인 관련을 맺고 있음을 발견하였고, Denis와 Denis(1995)와 Kang and Shivdasani(1995, 1996)는 각각 미국과 일본기업을 대상으로 최고경영자의 교체가 주가에 긍정적인 영향을 미친다는 사실을 제시하였다.

최고경영자의 정체성 즉 경영자노동시장에 관한 연구로 신현한·장진호(2003)는 직접적으로 경영자노동시장의 효율성이 기업에 긍정적으로 작용한다는 연구결과를 제시하였다. 이 연구에서는 1989년부터 1999년까지 금융기업을 제외한 국내 상장기업을 대상으로 한 연구에서 최고경영자 교체를 한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 경영성과가 향상되었음을 보여주었다. 김정진·이기은(2009)는 기업성과와 다소 무관하게 소유경영자에서 전문경영자로 경영진이 교체된 경우 기업의 단기성과가 향상된다고 보고하였고, 김문태·권현주(2009)의 연구에서는 경영자가 기업의 자산을 효율적으로 활용하여 수익창출이 기대될 때 양호한 신용등급이 부여된다고 주장하였다. 이들과 다르게 본 연구는 경영자의 이동을 추적하여 기업가치 변화를 측정한다는 점에서 차별화된다.

지금까지의 연구결과를 요약할 때 가족기업 및 친족 중심 경영자노동시장의 성과와 관련된 연구는 진행되었으나 실제 시장에서 발생한 친족 경영 관련 사건이 기업의 가치에 미치는 영향은 조사되지 않았다. 이에 본 연구에서는 2001년 이후 상장기업 자료를 통하여 글로벌 금융위기를 전후한 기간에 지분 승계 및 임원 임용(승진) 활동과 이에 따른 기업성과의 변화를 검토하였다. 특히 소유구조, 자산·부채의 구성 등 여러 기업특성과 함께 금융위기 시기와 같은 거시경제상황을 동시에 고려한 연구는 미진한 실정이어서 본 연구의 기여도가 있다고 할 수 있다.

Ⅲ. 연구내용 및 표본

3.1 연구내용

본 연구의 주된 연구내용은 2001년부터 2014년까지 친족에 대한 지분 승계 및 경영진 임명을 단행한 기업을 대상으로 승계, 임용의 형태 및 기업집단 즉 재벌 여부 등 기업의 특성에 따라 이후 경영성과에 차이가 존재하는 지를 금융위기 등 여타 상황을 고려하여 살펴보는 것이다. 즉, 친족의 지분 승계 및 임원 임용이나 승진에 따라 공시 전과 공시 후 기간 동안 해당기업의 가치에 차이가 존재하는지 그리고 형태에 따라 기업가치의 변화에 영향을 미친 특성을 조사하는 것이다.²⁾

이상과 같은 기존연구와 연구배경에 입각하여 본 연구에서는 구체적으로 다음과 같은 내용을 실증분석을 통해 검증하였다.

• 친족 경영의 정보효과

첫 번째 연구내용으로서 국내 자본시장에 친족 경영의 정보효과가 존재하는가에 관한 조사이다. 이는 경영자 또는 경영자로 구성된 경영진이 안정적인 지위를 확보하는데 시장의 평가가 유의적인 작용을 하는가의 여부가 관건일 것이다. 경영자가 그 지위를 누릴 수 있는 안정성은 기업의 성과가 우수하다는 시장의 평가가 존재할 때 확보될 수 있다. 본 연구에서

2) 친족 경영 표본은 직계 후손 및 친인척에 대한 지분 증여, 임원 임용 및 승진을 신문(인터넷 포함) 또는 금융감독원 공시시스템에 공시한 기업을 대상으로 하였다.

는 이러한 시장의 평가를 추가변화와 재무·회계적성으로 측정한다. 경영자의 움직임과 이들 성과 간에 유의적인 상관관계가 존재한다면 친족 경영이 정보성을 가짐으로써 자율적인 규율기능을 어느 정도 수행한다고 판단할 수 있을 것이다.

이에 관하여 친족의 지분 승계나 임원 임용 또는 승진이냐의 방식에 있어서 승계보다는 임용 또는 승진이 가치변화에 보다 크게 작용할 수 있다. 임원으로서 경영활동에 참여하는 것은 조직 전체의 효율성과 직접적으로 연관된다는 면에서 기업가치 변화가 크게 나타날 수 있다. 경영 참여는 상당 기간의 경영 수업이 수반된다는 점에서도 승계보다 큰 효과를 보일 수 있다. 반면에 친족의 경영 참여는 대리인문제를 줄일 수 있지만 사적 효용을 추구함으로써 외부주주와의 이해상충문제가 발생할 수 있으므로 시장의 반응은 양(+) 또는 음(-)으로 예상된다(박경서·백재승, 2001; 남영호·문성주, 2007; 박진영, 2013 외).

국내기업의 경우 재벌이라는 특수한 형태의 기업집단 조직이 형성되어 있고, 재벌의 총수는 경영자노동시장에서 예외적일 수 있다. 재벌의 경우 계열기업간 내부노동자시장(internal labor market)이 형성되어 있어 이 시장의 기능이 잘 수행된다면 외부 시장의 기능이 제 구실을 하지 못할 것이기 때문이다.³⁾ 이와 관련하여 Brickley et al.(1994)은 대규모기업의 하위조직에서의 내부승진과 기업성과가 해당 하위조직의 성과에 밀접한 연관이 있다는 사실을 밝힌 바 있다. 또한 상당수의 기업이 소유경영자(owner manager)에 의해 운영되고 있는 실정을 감안한다면 경영자의 움직임에 의해 추가변동이 설명될 수 있는가의 어려움이 있다. 이에 본 연구에서는 표본으로 선정한 비금융 상장기업을 대규모기업집단(재벌) 소속기업과 비대규모기업집단(비재벌) 기업으로 구분하여 실증분석을 실시하였다.

이와 같은 점을 고려할 때 실증분석의 차원에서 친족 경영 참여의 정보가 기업가치에 미치는 영향이 가장 잘 관찰될 수 있는 형태는 다음과 같은 경우일 것이다.

- o 경영성과가 우수(저조)한 경우
- o 지배주주의 영향력이 큰(작은) 경우

본 연구에서는 앞서 언급한대로 추가뿐만 아니라 회계적 성과(총자산이익률, ROA)를 측정함으로써 정확한 기업성과와 친족의 경영 참여 간 상관관계를 조사하였다. 지금까지의 내용에 입각한 연구가설은 다음과 같다.

가설 1) 친족의 경영 참여는 기업가치와 양(+) 또는 음(-)의 관계를 가지며, 경영성과가 저조하거나 지배주주의 영향력이 클수록 기업가치에 미치는 영향이 크다.

• 친족 경영의 정보효과와 기업특성의 관계

두 번째 연구내용으로서 친족 경영의 정보효과에 기업특성이 미친 영향을 구체적으로 분석하였다. 기업특성에 따라 친족 경영이 기업가치에 미친 영향을 달라질 수 있기 때문이다(Andres, 2008; 박진영 외, 2013). 이를 위해 승계일 또는 임용일 주변 추가변화를 측정하고, 재무변수를 중심으로 한 기업특성과의 관계가 기업가치에 미치는 영향을 면밀히 조사하였다.

승계 및 임용에 따른 기업가치 변화와 요인 변수 및 재무적 특성 간의 관계를 알아보기

3) 내부노동자시장의 쉬운 예로서 기업집단 소속 계열사 간 이동을 들 수 있다.

위한 분석모형으로는 다음의 변수들을 이용하였다.

기업가치 변화 = f(승계 및 임용 여부, 기업집단 소속 여부, 재무적 특성, 금융위기 기간)

여기서 재무적 특성은 기업규모, 부채비율, 수익성, 위험도, 시장가치 등 여러 통제요인을 고려함으로써 보다 면밀한 효과를 검토하였다. 보다 구체적으로 승계 및 임용일 주변의 주가변화와 유의적인 관계를 가지는 재무적 요인을 조사하기 위해 표본기업의 주요 변수(총자산규모, 부채수준, 총자산이익률(ROA), 주가수익비율(PER), 소유구조 등)과 주요 관계사항(승계 지분을 등)을 선정하여 주가변화와의 관련성을 살펴보았다.

재무변수와 관련사항의 특징들은 주가변화에 유의적인 관계를 맺을 것으로 예상된다. 예를 들어, 친족 경영 참여 사건일 전 당해 기업의 ROA가 낮은 경우 이에 대한 개선의 기대감으로 선임일 주변 공시효과에 총자산이익률이 유의적인 양(+)의 관계를 보일 것으로 기대할 수 있다.

가설 2) 친족 경영 공시에 따른 기업가치 변화는 기업특성에 따라 다르게 나타난다.

3.2 연구방법

본 연구는 다음과 같은 방법으로 진행되었다. 먼저 앞서와 같이 친족 경영의 배경이 되는 가족 기업의 성과 및 성과에 영향을 미치는 요인과 관련한 기존연구를 조사하였다. 이를 위해 본 연구는 1) 공시 전후 기간의 비정상누적초과주가수익률(CAR)의 추이 분석, 2) 공시 전후 기간의 비정상누적초과주가수익률 차이 검정 그리고 3) 기업가치 변화에 어떤 개별적 특성이 영향을 미쳤는지 분석하기 위하여 로짓회귀분석 및 횡단면회귀분석을 이용하였다. 로짓회귀분석은 지분 승계 및 임원 임용을 설정한 더미변수를 종속변수로, 횡단면회귀분석은 CAR(-3,3)을 종속변수로 설정하였고 표본기업들의 경영성과, 지배구조 그리고 시장 상황 등을 독립변수로 수행하였다.

표본기업의 주가수익률은 아래 식 (1)과 같이 시장모형을 사용하여 비정상초과수익률(AR, market adjusted abnormal return)과 누적비정상수익률(CAR, cumulative market adjusted return)을 산출하였다. 사건연구를 위한 기준일로는 승계 및 임용을 위한 이사회 결의일 또는 이사회결의일 이전이라도 신문이나 인터넷에 게재된 최초 공시일로 설정하고 공시일 전후 기간(D-20일~D+20일)에 해당 기업에 대하여 통계적으로 유의한 초과주가수익률의 발생여부를 확인하였다.

시장모형의 모수추정기간(estimation period)은 사건일 전 220일에서 21일(-220~-21일)까지의 기간을 사용하였다. 시장모형은 개별기업수익률을 추정하는 식의 기울기(β)와 절편(α)이 분석기간 동안 일정하다는 것을 가정하고 있으나 시장모형의 모수 추정기간이 사건일과 너무 떨어져 있으면 경제상황의 변동 등으로 기업의 정상수익률을 정확히 추정할 수 없게 된다. 따라서 이러한 점을 고려하여 추정기간을 설정하였다.

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \epsilon_j$$

여기서,

R_{jt} : 표본기업 j 의 t 시점에서의 일별주가수익률

R_{mt} : t 시점에서의 시장전체의 일별주가수익률

α_j, β_j : 추정모수, 표본기업의 과거 일별주가수익률

ϵ_j : j 기업의 t 시점에서의 잔차항

공시일의 비정상수익률은 시장모형을 통해 산정한 기대수익률과 실제수익률간의 차이가 되는데 기대수익률은 다음과 같이 계산하였다.

$$E(R_{jt}) = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt}$$

여기서,

$E(R_{jt})$: t 시점에서의 표본기업 j 의 기대수익률

$\hat{\alpha}_j, \hat{\beta}_j$: 시장모형을 이용하여 추정한 표본기업 j 의 계수값

R_{mt} : t 시점에서의 전체시장 일별주가수익률

그리고 사건일 전후 21일(-10일에서 +10일) 사이의 일별비정상수익률(AR)은 다음과 같은 식을 이용하여 구하였다.

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$$

여기서,

AR_{jt} : t 시점에서의 표본기업 j 의 초과수익률

R_{jt} : t 시점에서의 표본기업 j 의 주가수익률

$(\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$: t 시점에서의 표본기업 j 의 기대수익률

n 개 표본기업의 일별평균초과수익률은 위의 식에 의해 계산된 개별기업의 초과수익률을 이용하여 다음 식에 의해 계산하였다.

$$AR_t = \frac{(\sum_{j=1}^n AR_{jt})}{n}$$

S시점에서 M시점까지 사건기간 동안의 평균누적초과수익률은 여러 기간에 대해서 AR_t 를 누적적으로 더함으로써 구하였다.

$$CAR_{SM} = (\sum_{t=S}^M AR_t)$$

사건이 없는 경우 AR_t 와 CAR_{SM} 의 기대값은 0이 되며, 사건기간의 초과수익률이 통계적으로 0과 같다는 귀무가설을 검증하기 위해 n 개 표본기업의 AR_t 와 CAR_{SM} 의 횡단면변동성을 이용하여 t-test를 실시하였다. 연구결과가 극단값에 의해 좌우되는 것을 피하기 위해 중앙값을 이용한 Wilcoxon-signed ranks test를 병행하였다.

3.3 표본

연구에 필요한 자료는 금융감독원 공시시스템(dart.fss.go.kr) 및 일간신문, 인터넷에서 추출한 공시자료를 통해 입수하였다. 표본 데이터는 2001년에서 2014년까지 14년 기간을 분석대상으로 하여 이 기간 동안 친족에 대해 지분 승계 및 임용이나 승진이 이루어진 유가증권시장의 비금융기업 모두를 포함하였다. 표본기업을 정리하면 <표 1>과 같다.

표본을 조사한 바에 따르면 총 512건이 선정되었고 형태별로 볼 때 지분 승계가 379건 (74.0%), 임원 임용(승진 포함)이 133건(26.0%)의 비중을 차지하고 비기업집단(325건, 63.5%)의 비중이 기업집단(187건, 36.5%)보다 높게 조사되었다. 친족에 대한 지분 승계가 많은 이유는 임용이나 승진의 경우 경영수업 등을 위해 어느 정도의 기간이 소요되는 반면 승계의 경우 연령이나 성별과 무관하게 이루어질 수 있다는 점 때문으로 해석할 수 있다. 친족 경영은 기업집단 여부와 무관하게 이루어지므로 상장기업 비중이 높은 비기업집단의 표본 수가 많게 나타난 것으로 보인다.

2008년 글로벌 금융위기 전후를 기준으로 한 건수에서는 이전이 225건, 이후가 287건으로 금융위기 이후 더 많은 표본이 조사되었다. 이는 금융위기 이후 친족 경영에 대한 관심이나 활동이 높아졌다는 점을 보여주는 결과이다. 금융위기에 따른 실물경기 위축에 따라 친족 중심의 내실경영을 도모한 것으로 판단된다. 이와 더불어 금융위기 이후에 기업에 있어서 친족 경영과 전문경영진 중심의 경영전략의 틀에 다소 변경이 왔다는 점을 암시한다.

<표 1> 표본

		지분 승계			임원 임용(승진 포함)			계
		기업집단	비기업집단	소계	기업집단	비기업집단	소계	
	2001~2005년	30	72	102	15	19	34	136
	2006~2010년	46	85	121	21	24	42	177
	2011~2014년	73	93	146	22	32	57	199
계		129 (25.2%)	250 (48.8%)	379 (74.0%)	58 (11.4%)	75 (14.6%)	133 (26.0%)	512
금융위기 전후	2001~2007년	56	112	168	24	33	57	225
	2008~2014년	73	138	211	34	42	76	287

주) 표본은 2001년부터 2014년까지 14년간 유가증권시장에 상장된 기업으로서 친족에 대한 지분 승계 및 임원 임용(승진 포함)을 실시한 비금융기업을 대상으로 함. 기업집단은 매년 4월 공정거래위원회가 지정하여 발표하는 대규모기업집단을 기준으로 함. ()안의 수치는 구성비임.

IV. 실증분석 결과

4.1 표본의 특성

<표 2>는 <표 1>의 지분 승계와 임원 임용을 실시한 표본을 대상으로 기초통계량을 분석한 결과이다. 먼저 표본기업의 자산총액 규모 면에서는 승계와 임용에서 차이를 보이지 않았으나 상대적으로 시가총액이 큰 기업이 임원 임용을 선호하는 것으로 나타났다. 이는 지분 승계시 시가총액이 클수록 증여세 등의 승계비용이 증가하는 것에 기인하는 것으로 판단된다. 부채비율에서는 승계, 임용에 차이가 없으나 기업집단 표본의 부채비율이 비기업집단에 비해 통계적으로 유의하게 높은 부채비율을 보였다. 이는 국내 재벌이 비재벌에 비해 부채비율이 높다는 기존의 결과와 동일한 것이다(박경서·백재승, 2001 외).

투자가치를 표시하는 토빈의 Q의 경우 임원 임용과 기업집단 표본에서 낮은 것으로 조사되었다. 즉, 재벌소속 인수기업의 토빈의 평균 Q가 0.530인데 비해 비재벌 인수기업은

0.663으로 높아, 재벌소속 인수기업들의 자산가치가 비재벌에 비해 시장에서 저평가되어 있음을 알 수 있다. 따라서 토빈의 Q가 낮은 기업집단 소속 기업일수록 시장가치가 저조할 때 친족 경영으로 이를 개선하려 한다는 점을 유추할 수 있다. 이는 주가수익비율(PER)에서도 유사하게 관찰되고 있다. 즉, PER가 상대적으로 낮은 표본에서 임용 또는 승진 비중이 높게 조사되어 친족 경영의 입장에서 볼 때 시장가치를 높이는데 노력한다는 점을 암시해주고 있다. 한편 비재벌 인수기업의 PER가 낮아 시장의 주가변동위험에 덜 민감함을 알 수 있다.

최대주주와 친족 및 특수관계인이 소유하는 주식을 포함한 지분율을 의미하는 대주주지분율은 예상과 부합하게 지분 승계를 실시한 표본에서 크게 나타났다. 이와 같은 조사결과로부터 대주주지분율이 높을수록 경영진에 참여하는 것보다는 지분을 승계하여 경영권을 승계하려는 방법을 선호한다는 점을 알 수 있다. 하지만 기업집단과 비기업집단을 구분한 경우 대주주지분율은 유의적인 차이를 보이지 않았다. 따라서 특정 기업의 높은 대주주지분율에 기인한 수치임을 알 수 있다. 이러한 조사 결과에서 볼 때 재벌 여부와 무관하게 지분율의 차이가 지분 승계와 경영진 참여를 결정하는 요인이 된다는 점을 추론할 수 있다. 이에 대한 결과는 회귀분석 결과에서도 확인된다.

하지만 외국인지분율의 경우 지분 승계율과는 반대로 나타났으며, 임원 임용에서 비율이 높았다. 이는 외국인지분율이 높은 경우 친족 경영 참여에 있어서 지분 승계보다 임원 참여

<표 2> 표본의 기초통계량

변수	전체 (n=512)	지분 승계·임원 임용 구분		기업집단 구분		차이값검정 (A-B)
		지분 승계 (n=379)	임원 임용 (n=133)	기업집단(A) (n=187)	비기업집단(B) (n=325)	
자산총액 (10억원)	197.83	191.50	198.35	558.45	52.49	0.00***
시가총액 (100억원)	201.89	163.89	235.22	504.33	57.32	0.00***
부채비율	0.782	0.733	0.798	0.875	0.706	0.04**
토빈의 Q	0.627	0.671	0.549	0.530	0.663	0.00***
주가수익비율(PER)	22.62	27.32	20.45	44.89	18.06	0.07*
대주주지분율 (%)	36.45	43.40	33.81	39.19	36.02	0.17
외국인지분율 (%)	12.78	10.93	13.83	19.35	6.83	0.00***
위험도(베타계수)	0.831	0.905	0.787	0.967	0.756	0.00***
배당성향(%) =배당금/순이익	29.58	28.34	30.56	27.45	31.56	0.13
총자산영업이익률(%)	4.91	5.14	4.79	5.27	4.66	0.02**
현금흐름비율(%) =현금흐름/총자산	5.24	5.59	5.01	5.97	4.89	0.03**
ROA(%) =순이익/총자산	3.19	3.77	3.03	3.82	2.79	0.02**
지분승계비율(%) =승계주식수/발행주식수	4.37	4.37	-	1.40	7.36	0.00***

주) 표본은 2001년부터 2014년까지 유가증권시장에 상장된 기업으로서 친족에 대해 지분 승계 및 임원 임용(승진 포함)을 실시한 기업을 대상으로 함. 대주주지분율은 최대주주와 친족 및 특수관계인이 소유하는 주식을 포함한 지배주주지분율을 의미함. 각 수치는 평균값이고 차이값 검정은 p-값을 나타냄. ***, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 수치를 나타냄.

를 선호할 수 있다는 점으로 이해할 수 있다.

위험도를 나타낸 베타계수의 경우 임원 임용에서 낮게 나타나 경영성과의 가변성이 높은 기업일수록 승계보다 경영진 참여를 통해 친족 경영에 나설 수 있다는 점을 알 수 있다.

수익성을 기업집단 즉, 재벌과 비재벌로 구분한 경우 총자산영업이익률, ROA 모두 비기업집단 소속기업보다 기업집단의 수익성이 양호한 양(+)의 값을 보여 친족 경영 표본기업의 수익성은 대부분 기업집단인 기업으로부터 유발되고 있었다. 이는 재벌 소속 인수기업들이 비재벌 인수기업에 비해 상대적으로 재무상태가 양호한 기업들이 친족 경영을 수행하고 있음을 보여주는 것이다.

총 발행주식수 대비 승계주식수로 산출한 승계비율은 평균 4.37%로 조사되었다. 기업집단 여부는 매년 4월 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업집단을 기준으로 하였는데 표에서와 같이 기업집단의 지분 승계 비율은 1.40%로 비기업집단의 7.36%에 비해 유의적으로 낮은 수준을 보였다. 이는 상호출자제한 등의 규제를 받는 기업집단에 비해 비기업집단에서 2세 또는 3세에 대한 지분 승계를 통해 강업을 넘기려는 인센티브가 크다는 점을 나타내고 있다.

4.2 공시효과

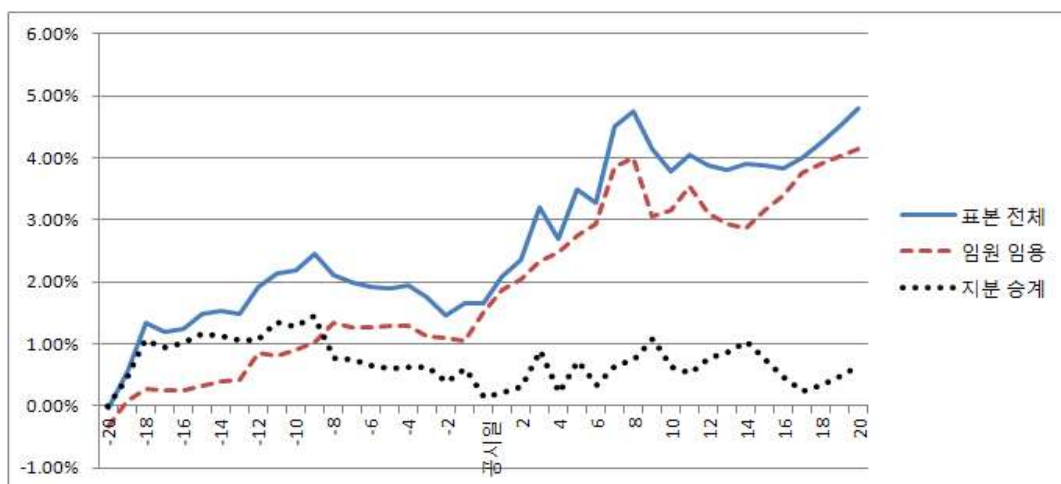
<그림 1>은 표본기업이 지분 승계 또는 임원 임명을 통해 친족의 경영참여를 발표한 공시일을 기준으로 전후 20일간의 단기 비정상누적초과주가수익률(CAR) 추이를 나타낸다.

표본 전체에서 볼 때 공시 전 -20일부터 공시일까지 주가수익률이 지속적으로 상승하다가 공시일 주변에서 소강상태를 보인 이후 다시 증가하고 있음을 나타냈다. 이와 같은 추이는 재벌기업을 대상으로 후손을 임원으로 승진시킨 경우 공시일 주변 단기 CAR이 긍정적인 결과를 보인다는 것이다. 또한 이는 국내 자본시장에서 친족, 소유자의 경영 참여를 긍정적으로 본다는 기존의 결과와 유사한 것이다(최우석·이우백, 2005; 박진영 등, 2013 외).

<표 3>은 공시효과(CAR)를 지분 승계와 임원 임용 및 기업집단 여부로 분류한 것이다.

먼저 지분 승계와 임원 임용으로 분류한 경우 표본의 공시효과는 상당 부분이 임원 임용에

<그림 1> 공시효과(CAR) 추이



서 비롯되고 있다는 점을 알 수 있다. 즉, <그림 1>과 동일하게 지분 승계 공시일 이후 비정상수익률은 지속적으로 약한 양(+)의 보합세를 유지하여 수익률을 방어하는 반면 임원 임용은 큰 폭의 증가세를 나타냈다. 지분 승계의 평균 CAR(-3,3)은 0.76%(중앙값 0.53%), 임원 임용은 1.34%(중앙값 1.22%)로 측정된 것을 비롯하여 측정기간이 길어질수록 이러한 추이는 확대되었다. 또한 이러한 수치는 통계적으로도 유의한 차이를 보여 두 가지 친족 경영 방식에 대해 시장에서 임원 합병을 우수한 경영전략으로 인식한다는 점을 보여준다.

지분 승계와 임원 임용으로 분류한 경우와 다르게 기업집단 여부로 분류한 CAR은 두 집단에서 유의적인 차이를 보이지 않았다. CAR(-3,3), CAR(-10,10) 등에서 대체로 기업집단 표본이 높은 초과수익률을 시현하는 것으로 관찰되지만 비기업집단과의 차이가 크지 않고 통계적으로도 유의한 수치를 보이지 않았다.

따라서 <표 3>의 공시효과 결과에 의하면 친족 경영을 위한 지분 승계나 임원 임용에 있어서 해당기업이 기업집단에 소속된 기업인가의 여부보다 지분을 승계하느냐, 실제 경영에 참여

<표 3> 공시효과

	전 체 (n=512)	지분 승계·임원 임용 구분		기업집단 구분		차이값 검정	
		지분 승계 (1)	임원 임용 (2)	기업집단 (3)	비기업집단 (4)	(1) - (2)	(3) - (4)
CAR(-1,1)	0.0156*** [0.0096]***	0.0038 [0.0027]	0.0112** [0.0077]**	0.0079* [0.0041]*	0.0076* [0.0034]	0.059* (0.024)**	0.059* (0.074)*
CAR(-3,3)	0.0214*** [0.0136]***	0.0076* [0.0053]*	0.0134*** [0.0122]***	0.0100* [0.0192]*	0.0097* [0.0083]	0.003*** (0.004)***	0.063* (0.054)*
CAR(-5,5)	0.0260*** [0.0223]***	0.0082* [0.0078]	0.0187** [0.0163]**	0.0137** [0.0127]**	0.0152* [0.0108]	0.001*** (0.003)***	0.160 (0.175)
CAR(-10,10)	0.0386*** [0.0173]***	0.0076 [0.0089]	0.0316** [0.0254]**	0.0156* [0.0154]	0.0116** [0.0129]*	0.018*** (0.015)**	0.114 (0.212)
CAR(-20,20)	0.0485*** [0.0254]***	0.0082 [0.0105]	0.0401** [0.0361]**	0.0252* [0.0261]	0.0221 [0.0205]	0.001*** (0.005)***	0.450 (0.348)

주) 각 수치는 지분 승계, 임원 임용(승진 포함)의 방법으로 친족 경영을 공시한 기업의 CAR 평균값임. 평균 아래 []안의 수치는 중앙값이고 차이값 검정은 평균과 중앙값 차이에 대한 p-값을 나타냄. * ***, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 수치를 의미함.

시키느냐의 방식에 대해 시장의 반응이 크게 나타난다는 점을 알 수 있다.

4.3 회귀분석

본 절에서는 가족기업의 주요 경영전략의 하나로 사용되는 친족 경영 방식에 따라 단기 기업가치 변화에 유의적인 차이를 보이는지와 그 요인에 관하여 분석하였다. 분석방법으로는 로짓회귀분석을 통하여 승계나 임용을 선택할 가능성을 조사하고 횡단면회귀분석을 통해 공시 전후 기간에 걸쳐 기업의 특성변수가 공시효과에 미치는 영향을 조사하였다.

회귀분석에서 사용된 기업특성 변수 간 상관분석을 수행한 결과는 <표 4>와 같다. 주요 설명변수간의 계수를 살펴보면 부채비율과 토빈 Q간의 음(-)의 상관관계를 발견할 수 있다. 이는 투자자들이 기업의 부채비율을 재무위험으로 인식하고 기업이 창출하는 부 가운데 타 인자본의 몫이 커질 것이라는 우려 등이 반영된 것으로 볼 수 있다. 주목할만한 점으로 승

계비율과 배당성향, 수익성은 양(+)의 관계를 보였고 이 외에 설명력에 지장을 줄 수 있는 다중공선성의 영향은 없는 것으로 파악되었다. 회귀분석에 사용된 변수로서 공시일 기준으로 금융위기 이전(2001년-2007년), 금융위기 이후(2008년-2014년)로 나누어 분석하였다. 금융위기는 기업의 재무의사결정에 유의한 영향을 미칠 수 있다는 점에서 중요한 통제변수가 된다.

<표 5>는 친족 경영의 수단으로 이용되는 지분 승계, 임원 임용(승진)의 전략을 선택하는 특성변수를 파악하기 위해 로짓회귀분석을 실시한 결과를 정리한 것이다. 각 회귀분석의 종속변수는 두 가지 방식에 가변수를 부여하여 실시하였다.

회귀식 (1), (2)는 지분 승계를 수행할 가능성을 분석한 것이다. 회귀식 (1)에서 기업집단 더미는 유의적인 음(-)의 계수값을 보여 재벌일수록 지분 승계 가능성이 낮게 나타났다. 금융위기 이후 더미변수는 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값으로 산출되어 금융위기 이후에 지분 승계 가능성이 높아졌다는 사실을 알 수 있다.

회귀식 (2)의 재무적 특성 변수로는 토빈의 Q, 대주주지분율, 배당성향, ROA가 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 보여 이들 변수가 높을수록 지분 승계를 채택할 가능성이 크다는 점을 나타낸다. 토빈의 Q, 배당성향, ROA가 양(+)의 계수값을 보인 것은 보유자산에 대한 시장의 평가가 좋거나 우량한 기업일수록 지분 승계를 통해 친족 경영을 강화한다고 할 수 있다. 또한 앞서 언급한대로 대주주지분이 유의한 양(+)의 값으로서 대주주지분이 높을수록 지분 승계가 활발하다는 점을 보여준다. 한편 부채비율, 외국인지분율은 유의한 음(-)

<표 4> 피어슨상관분석

	총자산	시가 총액	부채 비율	토빈의 Q	베타 계수	PER	대주주 지분율	외국인 지분율	배당 성향	ROA	승계 비율
총자산	1										
	512										
시가 총액	0.919*	1									
	512	512									
부채 비율	0.385*	0.425*	1								
	512	512	512								
토빈의 Q	0.035*	0.007*	-0.333	1							
	502	502	502	502							
베타 계수	0.101	0.045	-0.241*	-0.601	1						
	497	497	497	488	497						
PER	0.058	0.071	0.077	0.013*	-0.092	1					
	455	455	455	455	455	464					
대주주 지분율	-0.122*	-0.109	-0.114	0.0001*	-0.158	0.243	1				
	501	501	501	501	497	454	501				
외국인 지분율	0.330*	0.341*	-0.374	0.052*	-0.113	0.242	-0.169*	1			
	477	477	477	476	454	451	477	477			
배당 성향	0.050*	0.068	0.190*	0.221	-0.281*	0.286*	0.003*	0.069*	1		
	489	489	489	489	489	489	489	489	489		
ROA	0.001*	0.020*	0.016	0.056*	-0.129*	0.181*	0.243*	0.009*	0.065*	1	
	512	512	512	512	512	512	512	512	512	512	
승계 비율	0.088	0.098*	0.071	-0.036*	-0.074	0.746	0.279*	-0.303*	0.209*	0.188*	1
	429	429	429	429	429	429	429	429	429	429	429

주) 주요 변수 간 피어슨(Pearson) 상관관계를 분석한 결과임. 표본은 2001년부터 2014년까지 유가증권시장에 상장된 기업으로서 지분 승계, 임원 임용을 실시한 기업을 대상으로 함. 상관계수 아래 수치는 분석대상 기업수를 표시함. *은 5% 수준 이상으로 통계적으로 유의한 수치를 의미함.

의 값으로서 지분 승계 가능성을 낮추는 변수로 작용하였다. 따라서 소유구조 측면에서 지배주주의 통제력이 높을수록, 부채와 외부주주 지분이 낮을수록 지분 승계를 수행할 가능성이 높다는 사실을 확인할 수 있다.

<표 5>의 회귀식 (3), (4)는 친족을 임원으로 임용 또는 승진할 가능성에 대한 결과이다. 임원 임용을 통해 경영활동에 직접 참여하게 되므로 지분 승계보다 직접적인 영향을 줄 수 있으므로 영업이나 자산 측면에서 친족 경영의 효과가 크다고 판단할 수 있다.

회귀분석 결과는 기업집단 소속기업 더미와 금융위기 기간 더미에서 모두 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 보여 재벌기업일수록, 금융위기 이후 기간일수록 친족의 임원 임용에 의한 방법을 활용할 가능성이 높다는 사실을 보여준다. 이러한 결과는 재벌 소속 기업은 후손에 대한 경영 참여를 선호하며, 글로벌 금융위기 이후 이러한 경영 참여를 경영전략으로 채택할 가능성이 높아졌다는 것을 시사한다. 한편 임원 임용이나 승진은 재무적 특성 변수에서 토빈의 Q, 대주주지분을 이외에는 별다른 유의적 관계는 발견되지 않았다. 이는 친

<표 5> 로짓회귀분석

	종속변수: 지분 승계 및 임원 임용			
	지분 승계		임원 임용	
	(1)	(2)	(3)	(4)
절편	0.464*** (0.00)	0.597** (0.01)	-1.057 (0.37)	-0.907 (0.38)
기업집단 더미	-0.168** (0.04)	-0.227 (0.19)	1.131*** (0.00)	0.482* (0.08)
금융위기 이후 더미	1.415* (0.08)	1.002* (0.08)	0.787*** (0.00)	0.793** (0.01)
로그(총자산)	0.125 (0.78)	0.099 (0.59)	0.433 (0.42)	0.329 (0.37)
부채비율	-0.868 (0.19)	-0.778* (-1.98)	-0.014 (-0.96)	-0.822* (-1.87)
토빈의 Q		2.662** (0.02)		-0.245** (0.03)
주가수익비율		0.712 (0.39)		0.679 (0.31)
대주주지분율		2.365** (0.04)		0.809* (0.02)
외국인지분율		-1.292** (0.03)		-0.048 (0.46)
위험도(베타)		0.618 (0.18)		-0.221 (0.55)
배당성향		0.469* (0.08)		-0.907 (0.12)
수익성(ROA)		0.012* (0.07)		0.010 (0.21)
pseudo-R ²	0.019	0.076	0.031	0.094
관찰표본수	512	489	512	489

주) 로짓회귀분석은 표본기간 동안 지분 승계와 임원 임용(승진 포함)에 대해 더미변수 1을 부여하여 종속변수로 하고 기업 특성과 기타 변수를 설명변수로 사용함. 대주주지분율은 최대주주와 친족 및 특수관계인이 소유하는 주식을 포함한 지분율을 의미함. 추정치 아래의 ()은 p-값이며, ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

족을 임원으로 임용하는데 있어서 투자가치가 좋거나 지배주주 영향력이 큰 것을 제외하고는 다른 재무적 특성이 유의적으로 고려되지 않는다는 점을 나타내는 것으로 볼 수 있다.

이상과 같은 로짓회귀분석 결과를 요약하면 지분 승계를 통한 친족 경영 강화는 비재벌 일수록 선호하고 재무적 특성이 반영되는 반면 임원 임용은 재벌에서 가능성이 늘어나고 재무적 특성과는 그다지 연관이 없음을 보였다. 재무적 특성 중에서는 토빈의 Q, 대주주지분율, 배당성향, 수익성 등이 유의적인 관계를 보였다. 특히 토빈의 Q, 대주주지분율은 모두 유의적인 관계를 나타냄으로써 경영성과와 지배주주의 영향력이 친족 경영의 정보효과에 영향을 미칠 것이라는 가설에 부합하였다.

<표 6>과 <표 7>은 지분 승계 및 임원 임용의 공시효과에 영향을 미치는 요인을 조사하기 위해 실시한 횡단면회귀분석 결과를 정리한 것이다. 종속변수는 CAR(-3,3)으로 설정하고 특성변수는 로짓회귀분석과 유사하게 인수합병 수단, 기업집단, 금융위기와 재무적 특성을 고려하였다.

먼저 <표 6>은 연구목적인 지분 승계와 임원 임용을 중심으로 기업집단 여부와 관계 고려한 결과이다.

회귀식 (1)에서 지분 승계를 나타내는 더미변수는 종속변수인 CAR(-3,3)에 유의한 영향을 주지 않고 기업규모가 클수록, 부채가 적을수록 양(+)의 값으로 산출되었다.

<표 6> 횡단면회귀분석: 친족의 지분 승계 및 임원 임용 더미변수 사용

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
절편	-1.053*** (-2.60)	-1.037* (-1.77)	0.938 (1.38)	-1.056** (-2.06)	-1.044 (-1.62)	0.908 (1.16)
지분 승계 더미(A)	0.009 (1.12)			0.012 (1.11)		0.012 (1.11)
임원 임용 더미(B)		0.145** (2.34)			0.109** (2.16)	
기업집단 더미(C)			0.020 (0.99)	-0.031 (-0.01)	-0.023 (-1.27)	0.020 (0.99)
(A)×(C)				0.017** (2.06)		
(B)×(C)					0.048* (1.79)	
지분승계비율						0.009** (2.16)
로그(총자산)	0.051** (2.38)	0.049** (2.31)	0.004*** (2.67)	0.033*** (2.83)	0.041** (2.41)	0.035** (2.02)
부채비율	-0.217* (-1.86)	-0.094 (-0.96)	-0.108* (-1.81)	-0.209* (-1.86)	-0.109* (-1.96)	-0.247** (-2.16)
산업·연도더미	포함					
F-value	3.45	5.56	5.91	4.48	3.51	3.79
Adjusted R ²	0.039	0.058	0.062	0.051	0.040	0.042
관찰표본수	512	512	512	512	512	429

주) 횡단면회귀분석은 지분 승계 및 임원 임용(승진 포함) 공시일 전후 3일간의 비정상누적초과주가수익률 CAR(-3,3)을 종속변수로 하였고 설명변수로는 기업집단 더미 및 기타 재무적 특성을 사용함. 대주주지분율은 최대주주와 친족 및 특수관계인이 소유하는 주식을 포함한 지분율을 의미함. ()은 t-값이며, ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

회귀식 (2)에서는 임원 임용 더미가 유의한 양(+)의 값을 보여 친족의 경영진 임용이 시장가치에 긍정적으로 작용한 것으로 나타났고 이는 가족기업의 장점을 제시한 기존 연구의 결과를 지지하는 것이다(남영호·문성주, 2007; 박상경·이해영, 2011; 박진영 등, 2013).

회귀식 (3)은 기업집단 여부를 더미로 한 결과인데 유의적이지 않아 기업집단 여부가 친족 경영 공시일 주변 단기효과에 영향을 미치지 않는 것으로 조사되었다. 한편 회귀식 (1)~(3)에서 기업규모를 대용한 총자산과 부채비율은 각각 유의한 양(+)과 음(-)으로 산출

<표 7> 횡단면회귀분석: 기업특성과의 관계

	(1)	(2)	(3)
절편	0.753** (2.43)	0.805*** (2.72)	0.712** (2.15)
지분 승계 더미(A)		0.116 (1.37)	
임원 임용 더미(B)			0.353* (1.91)
기업집단 더미(C)	0.068* (1.72)	0.050 (1.59)	0.049 (1.58)
금융위기 이후 더미	0.364** (2.33)	0.109 (0.79)	0.112 (1.01)
로그(총자산)	0.013*** (2.84)	0.014*** (3.00)	0.013*** (2.93)
부채비율	-0.078** (-2.41)	-0.030** (-2.02)	-0.037** (-2.06)
토빈의 Q	0.469*** (3.38)	0.395*** (3.01)	0.482*** (3.67)
추가수익비율	0.178 (0.68)	0.195 (0.81)	0.172 (0.67)
대주주지분율	0.131* (1.85)	0.111 (1.57)	0.133* (1.87)
외국인지분율	-0.058** (2.52)	-0.068** (2.61)	-0.057** (2.52)
위험도(베타)	-0.006 (-0.23)	-0.008 (-0.18)	-0.006 (-0.22)
배당성향	0.017* (1.79)	0.013* (1.68)	0.012* (1.69)
수익성(ROA)	0.002** (2.05)	0.002** (2.28)	0.002** (2.23)
(A)×(C)		0.526** (2.44)	
(B)×(C)			0.248** (1.99)
산업·연도더미		포함	
F-value	8.74	11.90	10.35
Adjusted R ²	0.060	0.082	0.073
관찰표본수	489	489	489

주) 횡단면회귀분석은 지분 승계 및 임원 임용(승진 포함) 공시일 전후 3일간의 비정상누적초과주가수익률 CAR(-3,3)을 종속변수로 하였고 설명변수로는 기업집단 더미 및 기타 재무적 특성을 사용함. 대주주지분율은 최대주주와 친족 및 특수관계인이 소유하는 주식을 포함한 지분율을 의미함. ()은 t-값이며, ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

되어 대기기업일수록, 부채수준이 낮을수록 시장가치 변화에 유리한 것을 알 수 있다.

회귀식 (4)~(6)에서는 지분 승계 및 임원 임용을 수행한 것과 기업집단 여부와 의 상호작용변수를 같이 살펴보았다.

회귀식 (4)는 지분 승계와 기업집단의 상호작용변수를 포함한 결과로서 이 변수가 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이는 기업집단의 지분 승계일수록 이러한 경영활동을 시장에서 보다 긍정적으로 평가하고 있는 것으로 판명되고 있다. 재벌의 친족에 대한 지분 승계가 총수 일가와 외부투자자와의 정보비대칭 상황을 고려한다면 기업가치를 신호하는 효과로도 작용할 수 있다는 점을 시사하는 결과로 볼 수 있다. 여타 변수는 지금까지의 결과와 동일하게 산출되었다.

회귀식 (5)는 (임원 임용 \times 기업집단)의 상호작용변수를 포함한 결과로서 이 변수 또한 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 재벌의 후손 임용에 대해 시장반응이 긍정적으로 나타남을 보이는 것으로서 <표 3> 및 지금까지의 결과와 일맥상통한 사실을 확인시켜준다. 따라서 대체로 기업집단의 지분 승계와 후손의 임원 임명에 대해 시장반응이 우호적임을 알 수 있다.

또한 친족 경영진의 선임으로 이전 경영진이 사임하게 되므로 경영성과가 부진한 기업일수록 그만큼 기업가치에 긍정적인 정보로 작용할 수 있음을 보여주는 것으로도 해석할 수 있다(Yermack, 2004),

회귀식 (6)은 지분승계비율에 대해 살펴본 것으로 지분승계비율이 높을수록 양호하게 산출되었다. 이는 승계비율이 긍정적인 신호로 작용할 수 있다는 시사점을 제공하는 결과이다.

한편 회귀식 (4)~(6)에서도 기업규모는 유의한 양(+)의 계수값을 보이고 부채비율은 음(-)의 계수값으로 측정되었다. 기업규모가 양(+)인 점은 시장지배력 이론에 따라 기업규모가 대형화되고 기업자원 사용의 집중력이 커지면서 시장지배력이 더욱 강화되는 효과가 예상되기 때문으로 판단된다. 그리고 부채수준이 높을수록 위험도가 높다는 점이 고려되고 있다고 볼 수 있다. 따라서 친족 경영을 강화하는 가족기업의 주가 증진 효과에 있어서도 규모효과(규모가 클수록)와 레버리지효과(부채수준이 낮을수록)가 작용한다는 점을 알 수 있다.

<표 7>은 지분 승계와 임원 임용을 수행한 표본기업의 재무적 특성을 종합한 회귀분석 결과로서 대체로 지금까지 조사된 내용과 일관된 사실을 요약하고 있다. 회귀식 (1)은 CAR(-3,3)을 종속변수로 하고 재무적 특성을 포함한 것으로서 기업집단, 금융위기 이후 기간, 토빈의 Q, 대주주지분율, 배당성향, ROA 등에서 유의한 양(+)의 값을, 부채비율과 외국인지분율에서 음(-)의 값을 보였다.

회귀식 (2)와 (3)의 기업집단 더미와의 상호작용변수에서도 유사한 결과를 제공한다. 재무적 특성 변수가 대체로 지금까지의 결과를 반영한 가운데 부채비율이 낮을수록, 토빈의 Q가 높을수록, 수익성이 좋을수록, 기업집단에 속한 기업의 친족 경영 강화 활동일수록 공시효과에 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타났다.

이상과 같은 회귀식의 결과를 종합할 때 국내 기업 친족 경영 활동에 유의적인 영향을 미치는 요소로서 경영성과와 지배주주지분율이 주된 영향력을 미쳤으며, 이와 함께 기업규모, 부채비율, 소유구조 및 수익성 등 특성변수도 유의적으로 작용하였음을 알 수 있다.

V. 요약 및 시사점

다수 사례에서 발견되었듯이 수익성, 성장성, 안정성 등의 영업활동 측면이 아닌 친족 경영 수준, 경영진 구성, CEO 리스크와 같은 비영업적 측면도 기업가치 변화에 주요 요인으로 작용한다. 본 연구에서는 친족 경영의 정보가 기업가치에 미치는 영향을 고찰하고자 2001년부터 2014년까지 국내 유가증권 상장기업에서 이루어진 친족의 지분 승계 및 임원 임용(승진) 활동을 표본으로 기업가치의 변화를 실증을 통해 분석한 바, 연구의 결과는 다음과 같이 요약할 수 있다.

지분 승계 및 임원 임용 공시일 주변 공시효과는 두 가지 활동 모두 대체로 양(+)의 값으로 관측되었고 임원 임용에서 보다 크게 나타났다. 이는 새로운 친족 경영진 및 경영활동에 대하여 시장에 미래 성과에 대한 기대감을 주어 주가상승을 유발하고, 기업성과에 긍정적인 역할을 수행하는 친족 경영진의 선임은 시장에서 당해 기업의 가치가 회복되는 반응을 야기할 수 있음을 시사한다. 친족 경영 정보가 기업가치를 신호하는 예측대로 반영되고 있는 결과로 볼 수 있다.

지분 승계 및 임원 임용 가능성에 영향을 미치는 요인을 조사한 결과에서는 투자가치와 수익성 등 경영성과와 대주주지분율이 유의적인 영향을 미치고 있었으며, 이러한 영향력은 승계 및 임용일 주변 공시효과에 영향을 미치는 변수를 분석한 횡단면회귀분석에서 재차 확인되었다. 즉, 지배주주지분율이 높고 경영성과가 우수한 기업의 친족 경영 활동이 그렇지 않은 기업에서보다 시장의 평가가 긍정적으로 나타났다. 따라서 국내 가족 기업의 친족 경영진에 대한 선임·사임 활동에 가장 유의적인 영향을 미치는 요소로는 경영성과와 지배주주의 영향력이며, 이와 함께 기업규모, 레버리지 등의 특성변수가 유의적으로 작용하였다.

본 연구는 다음과 같은 시사점과 활용방안이 예상된다.

첫째, 연구결과로 제시된 친족 경영의 정보효과는 기업가치 제고방안을 수립하는데 일조할 것으로 기대된다. 국내기업의 지배구조정책에서 친족 경영이 상대적으로 모호하거나 미흡하게 논의되고 있기 때문이다. 둘째, 친족 경영자의 선임 의사결정과 기업의 재무적 특성간의 관계는 경제정책 및 개별 재무정책 수립에 유용한 자료로 쓰일 수 있다. 예를 들어, 친족 경영자 선임에 따른 기업가치 변화가 기업의 재무적 특성에 따라 어떠한 차이가 발생하는지에 대한 결과는 경영자 정보가 여러 측면에서 기업구조에 영향을 미친다는 점을 고려할 때 경영효율성 향상에 도움을 줄 수 있다. 셋째, 기업집단에 소속된 표본에 관한 분석 결과는 개별의 조직 효율성 평가에 자료를 제공할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 우리나라의 경영자 리스크에 대한 지배구조 개선방향에 대한 자료로도 이용될 수 있을 것이다.

종합할 때 지분 승계 및 임원 임용 정보를 포함하는 친족 경영과 기업의 조직효율성간의 관계에 대한 연구가 그 중요성에 비해 아직까지 미흡하다는 점에서 본 연구에서는 국내에서 친족 경영 활동이 기업가치에 미치는 영향을 재평가하였다는데 의의가 있다고 볼 수 있다.

참 고 문 헌

- 김문태·권현주(2009), “경영자의 노력과 사적 소비가 신용평가에 미치는 영향”, *대한경영학회지(대한경영학회)*, 22(4), 1845-1866.
- 김정진·이기은(2009), “최고경영자 교체유형 및 교체원인의 결합유형과 기업성과 간의 관계”, *대한경영학회지(대한경영학회)*, 22(3), 1563-1582.
- 남영호·문성주(2007), “가족기업의 성과에 관한 연구: 코스닥 등록기업을 중심으로,” *중소기업연구(중소기업학회)*, 29(1), 21-48.
- 박경서·백재승(2001), “재벌기업의 경영자는 비재벌기업의 경영자와 얼마나 다른가: 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구,” *재무연구(한국재무학회)*, 14(2) 89-130.
- 박상경·이해영(2011), “가족기업과 대리인비용: 패널자료로부터의 근거,” *기업경영연구(한국기업경영학회)*, 25(3), 264-282.
- 박진영·최정화·최문섭(2013), “후손 승진 공시에 따른 가족기업의 비정상수익률 분석: 국내 재벌기업을 중심으로,” *기업경영연구(한국기업경영학회)*, 25(3), 233-250.
- 신현한·장진호(2003), “최고경영자의 교체에 따른 경영성과 변화”, *재무연구(한국재무학회)*, 16(2), 231-256.
- 이현복(2015), “기업의 비윤리적 행위와 주가변화에 관한 연구”, *기업경영연구(한국기업경영학회)*, 22(4), 85-100.
- 최우석·이우백(2005), “오너경영과 기업성과에 관한 실증연구,” *재무연구(한국재무학회)*, 18, 121-155.
- Andres, C.(2008), “Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership”, *Journal of Corporate Finance*, 14, 431-445.
- Aronoff C.E. and J.L. Ward(1995), “Succession in family business’ ” *Family Business Review*, 11(3), 181-185.
- Astachan, J.H. and M.C. Shanker(2003), “Family business' contribution to U.S economy: A closer look,” *Family Business Review*, 25, 250-275.
- Brickley, J.A., Coles, J.L., and R.L. Terry(1994). “Outside directors and the adoption of poison pills”, *Journal of Financial Economics*, 35, 371-390.
- Campbell, T. and Y.K. Phyllis(2002), "Corporate governance in South Korea: The Chaebol experience," *Journal of Corporate Finance*, 8(4), 373-391.
- Carnella, A.C., D.R. Fraser, and D.S. Lee(1995), "Firm failure and managerial labor markets: Evidence from Texas banking," *Journal of Financial Economics*, 38(2), 185-210.
- Davis, P.(1983), “Realizing the potential of the family business,” *Organizational Dynamics*, 12(1), 47-56.
- Denis, D. and D. Denis(1995), "Performance change following top management dismissals," *Journal of Finance*, 50(4), 1029-1057.
- Fama, E.F.(1980), "Agency problems and the theory of the firm," *Journal of Political Economy*, 88(1), 288-307.
- Fama, E. F. and M.C. Jensen(1983), “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Gilson, S.C.(1989), "Management turnover and financial distress," *Journal of Financial Economics*, 21(1), 241-262.
- Habbershon, T.G. and M.L. Williams(1998), “A Resources-based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firm,” *Family Business Review*, 12(1), 18-39.
- Ibrahim A.B. and W.H. Ellis(1994), “Family Business Management: Concepts and Practice,” *Kendal and Hunt Publishing Company*.

- Jensen, M.C.(1986), "Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Kang, J.K. and A. Shivdasani(1995), "Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, 38(1), 29-58.
- Kang, J.K. and A. Shivdasani(1996), "Does the Japanese governance system enhance shareholder wealth? Evidence from the stock-price effects of top management turnover," *Review of Financial Studies*, 9(4), 1061-1095.
- Kaplan, S. and B. Minton(1994), "Appointments of outsiders to Japanese Boards: Determinants and implications for managers" , *Journal of Financial Economics*, 36(1), 225-258.
- Mehran, H.(1995), "Executive compensation structure, ownership, and firm performance," *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.
- Mitchell, M.E. and E. Strafford(2000), "Managerial decisions and long-term stock price performance," *Journal of Business*, 73(3), 287-315.
- Rosenstein, S. and J.G. Wyatt(1990), "Outside directors, board independence, and shareholder wealth," *Journal of Financial Economics*, 26(1), 175-191.
- Shivdasani, A. and M. Zenner(2002), Best Practices in Corporate Governance-What Two Decades of Research Reveal, *Salomon Smith Barney*.
- Villalonga, B. and R. Armit(2006), "How do family ownership, control and management affect firm value" , *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Yermack, D.(2004), "Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors" , *Journal of Finance*, 60(3), 2281-2308.

<Abstract>

Information effect of family business management on firm value: Evidence from Korean family-owned firm

Jae-Seung Baek* Sang Whi Lee** Myungro Han***

Numerous studies have shown the effect of corporate governance structure adopted by firms on firm value. In general, there are particularly positive relationships between firm characteristics of good governance and firm value. In this paper, using Korean firms, we investigated information effect of family-owned business on shareholders' wealth. Especially, we examined this relationship directly by (i) the announcement effects of ownership succession and management appointment of family members on shareholder value and (ii) the determinant of firm value change which includes family managerial activity information through comprehensive empirical work.

To investigate the goal of the paper, we consider macroeconomic factors as well as financial character such as financial crisis, business group, firm size and leverage which influence firm value changes following family business events. We classify samples of the heir succession and management appointment into two groups depending upon family business type and business group to determine which category is better to increase firm value for the shareholder's wealth maximization. Also, we include financial crisis period and firm characteristics to see how these factors affect firm value changes. In this regard, our research suggests additional important evidence about the effect of the transfer of the family owned business on firm value with a case of an heir succession and management appointment in Emerging market. Family business Korean financial market has good characteristics that are suitable to examine the value of equity of the firms following financial strategy change.

In order to test the hypothesis, we use standard event study methodology with market model. The time horizon sets the announcement date as an event date and observes the performance of 20 days prior and after the disclosure date. Financial data are extracted by KIS-value and FN guide date set which are normally used for the study in this field. Our sample consisted of 512 family business events of the firms announced from 2001 to 2014 and publicly listed and traded institutions reported by the KSE. The independent(control) variables used in the paper are firm size, leverage ratio, managerial performance and dividend ratio, ownership structure, financial crisis period dummy, and the dependent variable is the cumulative abnormal return(CAR) which is calculated by market model.

As a result, we find that the relationships between the announcement effect of family business event such as ownership succession and new management appointment of family members and short-term stock return have positive effects due to expectation about future firm performance. However, firm value changes following family business activity have different market reaction due to firm characteristics. While firms with good managerial performance(ROA) and higher ownership by controlling shareholder experience larger increases in the value of their equities, firms with bad performance and lower ownership by controlling

shareholder reveal negative market responses. In addition, firms with larger asset and smaller debt experience less impact on their firm value which shows significant relationship between financial characteristics and firm value following family business event. To the extent that firm value enhances after corporate governance structure changes due to the increase in expected return on investment, our results are consistent with the view that non-financial characteristics such as management reshuffling and ownership succession can derive a link between corporate system and firm value.

These results are consistent with the view that the increase in the expected rate of return due to family owned business is more pronounced as the succession method fits. Our results suggest that the appreciation of financial share prices is attributable for the factors around family business management and ownership succession.

Keywords: Family business, Ownership succession, Management appointment of family member, Ownership structure, Firm value, Firm characteristic, Event study

* Hankuk University of Foreign Studies

** Kyung Hee University

*** Hankuk University of Foreign Studies