

가족기업과 주가급락위험

유혜영

한세대학교 국제경영학과 조교수

채수준

강원대학교 경영회계학부 부교수

Family Firms and Stock Price Crash Risk

Hae-Young Ryu^a, Soo-Joon Chae^b

^aDepartment of International Business, Hansei University, South Korea

^bDivision of Business Administration and Accounting, Kangwon National University, South Korea

Received 30 Nov 2019, Revised 16 Dec 2019, Accepted 24 Dec 2019

Abstract

The purpose of this study is to examine how the characteristics of family firms affect stock price crash risk. Prior studies argued that the opacity of information due to agency problem causes a plunge in stock prices. The governance characteristics of family firms can increase information opacity which leads to crash risk. Therefore, this study verifies whether family firms have a high possibility of stock price crash risk.

We use a logistic regression model to test the relationship between family firms and stock price crash risk using listed firms listed on the Korean Stock Exchange during the fiscal years 2011 through 2017. The family firm is defined as the case where the controlling shareholder is the chief executive officer or the registered executive. If the controlling shareholder's share is less than 5%, it is not considered a family business.

We found that family firms are more likely to experience a plunge in stock prices. This supports the hypothesis of this study that passive information disclosure behavior and information opacity of family firms increase stock price crash risk.

Keywords: Family Firms, Stock Price Crash Risk, Agency Problem

JEL Classifications: D52, G30

I. 서론

전 세계적으로 금융위기와 함께 주가급락 현상이 발생하면서, 주가급락을 야기하는 원인에 대한 연구들이 진행되고 있다. 주가급락이란 높

게 설정되어 있던 주가가 급격하게 하락하는 현상을 일컫는다. 정보 불투명성이 장기간 지속됨에 따라, 기업 정보가 주가에 적절히 반영되지 못하는 경우, 주가는 본질가치보다 높게 형성되기 마련이다. 축적되어 있던 불투명한 정보는 임

^a First Author, E-mail: hyryu@hansei.ac.kr

^b Corresponding Author, E-mail: sjchae@kangwon.ac.kr

© 2019 The Institute of Management and Economy Research. All rights reserved.

계점에 이르러 시장에 확산되는데, 이때 주가가 급격히 하락한다는 것이다 (Jin and Myers, 2006). 주가급락은 비대칭적 분포를 나타내는 위험으로 다각화를 통해 감소시킬 수 없다. 따라서 극단적인 위험의 발생가능성에 대해 민감하며, 이에 대해 높은 프리미엄을 요구하는 투자자들에게 있어 주가급락 위험은 상위의 관심사항이 된다 (Santa-Clara and Yan, 2010). 또한 기업을 경영하며, 기업의 주가변동에 민감한 경영자의 입장에서도 분석될 필요가 있는 위험이다.

한편, 금융 분야의 대표적 이론인 효율적 시장 가설(Efficient Market Hypothesis, EMH)에 의하면, 금융자산의 가격은 모든 정보를 충분히 반영하여 책정된다. 세부적으로 효율적 시장 가설은 반영되는 정보의 범위에 따라 약형, 준강형, 강형 시장가설로 분류된다. 약형 효율적 시장가설에 의하면 현재 시장에서 거래되고 있는 금융자산의 가격은 이용가능한 모든 과거 정보를, 준강형 효율적 시장가설에 의하면 모든 공개된 정보를, 강형 효율적 가설에 의하면 비공개 정보까지 포함한 모든 정보를 적절히 반영한다. 즉, 효율적 시장가설이란 주식 가격에 이용 가능한 정보가 즉각적으로 반영되고 있다는 가설이다.

그런데 기업관련 정보, 그중에서도 부정적인 정보는 적절히 공개되지 않을 가능성이 높다. Jin and Myers (2006)는 정보의 불투명성이 주가급락현상을 발생시킨다고 주장한 바 있다. 기업관련 정보들이 장기간에 걸쳐 적절히 공시되지 않는 경우, 주가는 해당 정보들을 반영하지 못한 채 상대적으로 높게 형성되기 마련이다. 미공개정보들은 임계점에 이르러 시장에 확산되는데, 이때 높게 평가되어 있던 주가가 급격히 떨어진다. 학계에서는 정보의 불투명성이 주가급락을 초래한다고 보고, 정보 불투명성을 야기하는 기업 특성들에 대한 연구를 진행해왔다. 구체적으로 재무보고의 질이 낮은 기업 (Hutton, Marcus and Tehranian, 2009), 이익조정을 수행하는 기업 (Francis, Hasan and Li, 2016), 조세회피성향이 강한 기업 (Kim, Li and Zhang, 2011)에서 주가가 급락하는 것으로 나

타났다.

본 연구에서는 한국기업의 상당부분을 차지하는 가족기업의 특성이 주가급락위험에 어떠한 영향을 미치는 지 살펴보고자 한다. 기업을 소유하는 가족이 경영에 직접 참여하는 가족기업은 주주와 경영자 간의 대리인 문제 대비 지배주주와 소수주주 간의 대리인 문제가 부각되는 기업이다. 본 연구에서는 가족기업의 지배구조적 특성이 정보공시관련 행태에 직접적으로 영향을 미칠 수 있다고 보고, 해당 기업에서의 미래 주가급락 발생 가능성을 살펴본다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. II장에서는 가족기업 및 주가급락관련 선행연구들을 살펴보고, 연구의 가설을 설정한다. III장에서는 연구모형 및 표본선정과정 등에 대해 설명하며, IV에서는 분석결과를 제시한다. 마지막으로, V장에서 연구의 결론 및 시사점에 대해 논의한다.

II. 이론적 배경 및 가설의 전개

1. 가족기업

가족기업에 대한 통일된 정의는 없다. 선행연구들은 가족기업을 정의하는데 있어 3가지 방법을 사용하였다. 먼저, 지배주주인 가족이 경영에 참여하는 가 여부로 가족기업을 정의한 연구가 있다 (Ban Hye-Jung, 2007). 둘째, 지배주주인 가족인 일정수준 이상의 지분을 갖고 있는 가로 가족기업 여부를 판단한 연구가 있다 (Faccio, Lang and Young, 2001). Faccio, Lang and Young (2001)는 한국 및 동아시아 기업들의 경우, 창업자 가족이 실질적인 소유자인 경우가 많다고 언급하면서, 창업자 가족이 20% 이상의 지분을 보유한 경우 가족기업으로 분류하였다.

Handler (1989)는 지배주주의 경영참여 및 소유권을 복합적으로 고려할 필요가 있다고 주장하였다. 이에 최근의 연구들은 경영참여여부 및 지분율의 두 가지 기준을 종합적으로 적용하여 가족기업을 측정하고 있다. 본 연구에서는 가족기

업을 지배주주가 경영에 실질적으로 참여하면서 5%이상의 소유권을 보유한 경우로 정의하였다.¹⁾

2. 추가급락

기업의 주가는 기업의 미래가치를 나타낸다는 점에서 주주, 채권자, 기업의 내부 이해관계자에게 중요한 의미를 지닌다. 따라서 기업의 주가가 급격하게 떨어질 위험을 의미하는 추가급락 위험은 시장참여자가 인지하여 대비하고 싶은 위험이다.

Hutton, Marcus and Tehranian (2009)는 추가급락 위험을 통계학의 정규분포에서 발생가능성이 낮은 끝 부분에서 발생할 수 있는 위험이라고 하여 꼬리위험(tail risk)의 일종으로 해석하였다. 기업의 주가를 정규분포곡선으로 나타내면, 평균값 부분이 발생할 가능성이 가장 높고 양 쪽 꼬리로 갈수록 발생할 가능성이 매우 낮다. 만약, 꼬리부분인 추가급락 현상이 발생한다면 경기 및 증시에 상당한 타격을 주는 변수로 작용한다. 따라서 추가급락은 금융경제시장에서 발생 가능성이 낮고 예측이 어려운 위험이지만 발생하는 경우, 투자자의 포트폴리오 수익률에 지대한 영향을 끼치는 위험이므로, 시장참여자들이 투자사결정 시 중요하게 고려하는 사항이다.

일반적으로 위험회피형에 속하는 투자자들은 추가하락 위험이 높은 주식들에 대해 민감하며, 그에 상응하는 프리미엄을 원한다. 투자자들이 추가상승 대비 추가하락에 관련된 위험에 보다 예민하게 반응하기 때문에, 부정적 정보의 공시에 따른 추가 반응은 그 분포가 대칭적이지 않다(Kothari, Shu and Wysocki, 2009). 자산가 격결정모형(CAPM)에서는 주식수익률의 분포가 대칭적이라 가정했기 때문에 다각화를 이용해 위험을 조절할 수 있었다. 그런데 실제로 주가가 급격히 하락하는 경우, 추가수익률이 음(-)의 왜도(skewness)를 나타내므로 다각화로 관련 위험을 분산하기란 어려운 일이다 (Ibragimov and Walden, 2007). 즉, 투자자들이 다각화를

통해 자발적으로 급락위험을 분산시키는 것은 어렵기 때문에, 어떤 기업에서 추가급락이 발생하는 지에 대한 사전적인 분석이 필요하다.

3. 가설의 전개

추가급락위험에 대한 대다수의 선행연구들은 추가급락의 요인에 대해 집중하였으며 추가급락이 발생하는 원인을 대리인 이론에 근거하여 연구해왔다 (Jin and Myers, 2006; DeFond, Hung, Li and Li, 2015). 대리인 이론에서는 경영자가 부정적 정보를 은폐하는 유인으로 성과연동 보상계약과 명성유지 등을 지목하였다 (Healy and Palepu, 2001). 부정적 정보의 공시가 장기간 지연되면, 주가가 기업정보를 적절히 반영치 못하게 되어 본질 가치대비 높게 설정된다. 축적된 부정적 정보들은 임계점에 이르러 순식간에 시장에 퍼지게 되는데, 이 때 고평가되었던 주가가 급격히 하락하게 된다는 것이다 (Jin and Myers, 2006). Hutton, Marcus and Tehranian (2009)은 부정적 소식의 공시지연에 따른 추가급락을 분석하였는데, 사적 효익을 극대화하고자 하는 경영자들이 부정적 정보의 공시여부를 조절하기 때문에 주가가 급락하는 현상이 발생하며, 그 분포가 비대칭적이라고 언급하였다.

가족기업의 경우, 소유와 경영이 일치하므로 주주와 경영자 간의 대리인 문제가 발생할 가능성이 낮다. 즉, 지배주주인 가족과 경영자의 이해관계가 일치하므로 경영자가 지배주주의 의사에 반하는 의사결정을 내릴 가능성이 낮으며, 지배주주 역시 경영자를 감시하는데 있어 큰 어려움이 없다. 또한 가족이 지배주주이기 때문에 경영자는 기업관련 정보를 외부에 공시할 유인이 낮다. 즉, 가족기업에서는 가족인 지배주주와 경영자의 이해관계가 일치하므로, 주주의 공시정보 의존도가 낮고, 경영자가 역시 정보 공시를 통해 대주주에게 기업관련 정보를 제공하려는 유인이 작다. 가족기업이 정보공시에 있어서 적극적인 행태를 보일 수도 있다. 명성을 유지하고자 하는 가족기업의 유인은 외부에 기업 관련 정보를 제공하는 데 있어 양적 및 질적으로 우수한 공시

1) 우리나라의 경우, 금융권이나 기업에서 적용되는 실질적 대주주 기준은 자본시장법 기준을 따르며, 이를 5% rule이라고 한다.

정보가 제공되도록 할 것이다.

그런데, 가족기업의 경우, 주주와 경영자의 대리인 문제보다는 지배주주와 소수주주 간의 대리인 문제가 발생하는 구조이다. 가족 지배주주가 소수주주의 이익을 침해하고자 한다는 이익 침해가설의 관점에서 보면, 가족기업의 경영자는 정보생산비용을 감내하면서 소수주주를 위해 정보를 생산하여 공시할 유인이 낮다. 종합컨대, 가족기업의 지배구조적 특성으로 인해 경영자는 정보공시에 있어 소극적인 자세를 취할 가능성이 높다. 아울러, 이러한 정보불투명성 하에서는 주가에 정보가 적절히 반영되기 어려우므로 미래의 주가급락 현상을 야기할 것이다. 이에 다음과 같이 본 연구의 가설을 설정한다.

H 비가족기업 대비 가족기업에서 주가가 급락할 가능성이 높을 것이다.

III. 연구방법론

1. 변수의 측정

1) 가족기업

최고경영자 및 이사회 의장과 같은 요직에 지배주주인 가족이 배치되어 있는 경우 강한 영향력이 행사될 수 있다 (Faccio, Lang and Young, 2001). 본 연구에서는 기업을 소유하는 가족이 경영에 직접 참여할 경우 정보공시관련 정책에 직접적으로 영향을 미칠 수 있다고 보고, 지배주주인 가족이 최고경영자이거나 등기임원인 경우를 가족기업으로 정의하였다. 한편, 가족 기업을 정의하는 데 있어, 경영참여 뿐만 아니라 보유 지분율을 종합적으로 고려해야 한다는 선행연구들 (Handler 1989; Westhead and Cowling, 1998)을 참조하여, 지배주주의 지분율이 5% 미만인 경우는 가족기업이 아닌 것으로 간주하였다.

선행연구에서는 경영자가 5% 미만의 지분율을 보유하는 경우, 사적이익을 극대화하기 어렵

다고 언급한 바 있다 (Shleifer and Vishny, 1987). 이에 본 연구에서도 5% 미만의 지분율은 실질적인 지배력 행사가 어렵다고 보고 가족기업에서 제외하였다.

2) 주가급락위험

주가급락 위험은 주가급락 발생여부인 더미변수(CRASH)로 측정하며, 특정 연도에 주가급락을 한주라도 경험했으면 1, 아니면 0의 값을 부여한다.

CRASH의 측정을 위해서는 먼저, 기업특유 주간수익률의 추정이 필요하다. 아래의 모형에서 추정된 잔차항은 시장의 영향을 통제한 기업 특유 주간수익률을 의미한다(Kim, Li and Zhang, 2011).

$$\gamma_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1j}\gamma_{m,t-2} + \beta_{2j}\gamma_{m,t-1} + \beta_{3j}\gamma_{m,t} + \beta_{4j}\gamma_{m,t+1} + \beta_{5j}\gamma_{m,t+2} + \epsilon_{jt} \quad (1)$$

$\gamma_{j,t}$ = j기업의 t기 주간수익률
 $\gamma_{m,t}$ = t기 가치가중 시장지수(value weighted market index)
 m,j,t = 주식시장, 기업, 연도

위와 같이 측정한 기업특유 주간수익률이 해당 연도 기업 평균 주간수익률 분포의 하위 0.1%에 포함되면 주가급락 위험을 경험한 기업으로 정의한다 (Hutton, Marcus and Tehranian, 2009; Kim, Li and Zhang, 2011).

2. 연구모형

본 연구는 기업을 소유하는 가족이 경영에 직접 참여하는 기업일수록 미래에 주가가 급락할 위험이 높아지는가를 검증하고자 한다. 이에 주가급락 발생 여부인 더미변수 CRASH를 종속변수로, 가족기업변수 FAMILY 및 통제변수들을 독립변수로 하여 분석 모형을 구성한다. 주가급락 여부를 나타내는 CRASH변수가 더미변수이므로, 로지스틱 회귀분석(logistic regression)이 수행된다.

식 (2)의 FAMILY 계수 값인 α_1 이 본 연구의 관심계수이다. 만약 α_1 이 유의한 양(+)의 값을 나타낸다면 최고경영자 및 이사회 의장과 같은 요직에 지배주주인 가족이 배치되어 있는 가족 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비해 추가급락이 발생할 가능성이 높다는 본 연구의 가설이 지지되는 결과이다.

아울러, 선행연구에서 추가급락위험에 영향을 미치는 것으로 보고된 변수들을 통제변수로 추가하였다 (Chen, Hong and Stein, 2001; Hutton, Marcus and Tehranian, 2009). Hutton, Marcus and Tehranian (2009)는 재량 적발생액의 절대값으로 측정된 재무보고의 품질이 낮을수록 대리인비용이 증가되어 추가급락위험이 증가된다는 결과를 보고한 바 있다. 이에 따라 본 연구에서도 Kothari, Leone and Wasley (2005)의 성과조정 모형 재량적발생액의 절대값(ABSDA)을 통제변수에 포함하였다.²⁾

그리고 기업 규모에 따른 영향을 통제하고자 시가총액의 자연로그 값인 SIZE 변수를 통제변수로 고려하였고, 레버리지 변수인 자산대비 부채비율(LEV) 변수를 추가하였다. 또한 기업의 성장성 및 수익성에 따른 영향을 통제하고자 장부가치 대비 시장가치 변수(MB)와 총자산 대비 순이익률(ROA) 변수도 모형에 포함하였다. 주가 수익률의 변동성을 통제하기 위해 기업특유 주간수익률의 표준편차로 측정한 SIGMA 변수와 주식시장의 지표가 되는 기업특유 주간수익률의 연간산술평균(RET)도 모형에 포함하였다. 또한 상호출자제한기업집단 소속여부인 더미 변수

2) 성과조정 재량적발생액의 추정 모형은 다음과 같으며 산업별·연도별로 추정하였다.

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta S_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \beta_4 ROA_t + \epsilon_t$$

TA_t = 당기순이익 - 영업현금흐름

A_t = 자산총계

S_t = 매출액

AR_t = 매출채권

PPE_t = 유형자산 - (토지 + 건설중인자산)

$ROA_t = \frac{\text{당기순이익}}{\text{자산총계}}$

GROUP을 통제변수로 고려하였다. 상호출자제한기업집단은 한국 기업집단 중 계열사 자산은 다 합쳐서 10조원이 넘는 기업 집단을 의미하는데 해당 집단에 속할 경우, 공시대상기업집단에 관한 공정거래법 조항³⁾이 적용된다. 아울러, 상호출자금지, 순환출자금지, 채무보증금지, 금융·보험사 의결권 제한 등이 추가적으로 적용되는 특징이 있다.

본 연구에서는 현재의 지배구조상의 기업특성이 향후 추가급락위험이 어떻게 나타나는 지 살펴보고자, 독립변수들을 당기가 아닌 전기의 측정치로 설정하였다.

$$CRASH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FAMILY_{i,t-1} + \alpha_2 GROUP_{i,t-1} + \alpha_3 ABSDA_{i,t-1} + \alpha_4 SIZE_{i,t-1} + \alpha_5 \leq V_{i,t-1} + \alpha_6 MB_{i,t-1} + \alpha_7 ROA_{i,t-1} + \alpha_8 DTURN_{i,t-1} + \alpha_9 SIGMA_{i,t-1} + \alpha_{10} RET_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

CRASH = 추가급락이 발생한 경우 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

FAMILY = 가족기업인 경우 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

GROUP = 상호출자제한 기업에 속하면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

ABSDA = Kothari, Leone and Wasley (2005)의 연구를 참조하여 추정된 재량적발생액의 절대값

SIZE = 시가총액에 자연로그를 취한 값

LEV = 부채비율(기말총부채/기말총자산)

MB = 장부가치대 시장가치 비율

ROA = 기말총자산 순이익률(당기순이익/기말총자산)

DTURN = 평균 월간주식회전율(평균 월간주식회전율_t - 평균 월간주식회전율_{t-1})

SIGMA = 기업특유 주간수익률의 표준편차

RET = 기업특유 주간수익률의 연간산술평균 X 100

i,t = 기업, 연도

3) 비상장사 중요사항, 대규모 내부거래 이사회 의결, 기업집단 현황에 대해 공시할 의무가 있으며, 주식소유 현황 신고의무가 부과된다. 아울러, 특수관계인에 대한 부당한 이익제공이 금지된다.

Table 1. Sample Selection

	Number of samples
Firm-year samples from KOSPI listed firms during the period 2014-2017	3,732
(Less) Non-december firm-year samples	(440)
(Less) Financial service firm-year samples	(72)
(Less) Firm-year samples with not financial data and with Insufficient data in stock data	(1,523)
Final sample size used for analysis	1,697

Table 2. Descriptive Statistics (N = 1,697)

Variable	Mean	Standard deviation	Minimum	Median	Maximum
CRASH	0.115	0.320	0.000	0.000	1.000
FAMILY	0.791	0.407	0.000	1.000	1.000
GROUP	0.258	0.438	0.000	0.000	1.000
ABSDA	0.045	0.044	0.001	0.032	0.237
SIZE	26.321	1.598	23.451	25.965	30.878
LEV	0.407	0.211	0.035	0.398	0.937
MB	1.398	1.319	0.204	0.979	7.797
ROA	0.019	0.076	-0.361	0.024	0.228
DTURN	-0.001	1.539	-8.973	0.000	11.626
SIGMA	0.050	0.024	0.015	0.044	0.150
RET	-0.150	0.169	-1.137	-0.098	-0.011

Notes: Variable definitions

CRASH	= Dummy variable; 1 if a firm experiences crash risk at least once during the fiscal year, and 0 if otherwise.
FAMILY	= Dummy variable; 1 if a firm belongs to family firm, and 0 if otherwise.
GROUP	= Dummy variable; 1 if a firm belongs to enterprise group subject investment, and 0 if otherwise.
ABSDA	= The absolute value of discretionary accruals estimated through Kothari, Leone and Wasley(2005)'s.
SIZE	= The logarithm of market value
LEV	= The ratio of the total debt to total assets
MB	= The ratio of the book value to market value of equity
ROA	= The ratio of the net income to total assets
DTURN	= The average of monthly stock trade turnover ratio
SIGMA	= The standard deviation of firm-specific weekly return
RET	= The average firm-specific weekly return multiplied by 100

Table 3. Correlation Matrix (N = 1,697)

	FAMILY	GROUP	ABSDA	SIZE	LEV	MB	ROA	DTURN	SIGMA	RET
CRASH	0.054 (0.025)	-0.032 (0.188)	-0.012 (0.626)	-0.046 (0.0606)	0.031 (0.208)	0.045 (0.0643)	-0.065 (0.0075)	0.005 (0.8281)	0.051 (0.0348)	-0.057 (0.019)
FAMILY		-0.332 ($<.0001$)	-0.052 (0.0335)	-0.274 ($<.0001$)	-0.147 ($<.0001$)	-0.102 ($<.0001$)	-0.011 (0.6507)	-0.006 (0.8005)	-0.028 (0.2509)	0.030 (0.2177)
GROUP			-0.025 (0.3132)	0.559 ($<.0001$)	0.130 ($<.0001$)	-0.055 (0.0237)	0.039 (0.1043)	0.017 (0.4914)	-0.148 ($<.0001$)	0.154 ($<.0001$)
ABSDA				0.003 (0.9167)	0.055 (0.0228)	0.193 ($<.0001$)	0.021 (0.3846)	0.035 (0.151)	0.221 ($<.0001$)	-0.224 ($<.0001$)
SIZE					-0.101 ($<.0001$)	0.296 ($<.0001$)	0.290 ($<.0001$)	0.005 (0.8231)	-0.163 ($<.0001$)	0.169 ($<.0001$)
LEV						0.013 (0.6043)	-0.295 ($<.0001$)	0.051 (0.0355)	0.254 ($<.0001$)	-0.213 ($<.0001$)
MB							0.082 (0.0007)	0.075 (0.002)	0.299 ($<.0001$)	-0.279 ($<.0001$)
ROA								-0.054 (0.0251)	-0.229 ($<.0001$)	0.227 ($<.0001$)
DTURN									0.161 ($<.0001$)	-0.170 ($<.0001$)
SIGMA										-0.956 ($<.0001$)

Notes: 1. Variable Definitions: Refer to Table 2.
 2. Values in parentheses are p-values.

3. 표본의 선정

본 연구는 2014년부터 2017년까지의 유가증권 상장기업들을 대상으로 회귀분석을 수행하였다. 금융업에 속한 기업들, 결산월인 12월이 아닌 기업들을 제외하였으며, 추가급락 발생여부 측정을 위한 주간수익률 자료는 Kis-value에서 수집하였다. 한국상장사협의회 TS2000 데이터베이스에 공시된 주주구성 및 임원현황을 참조하여, 가족지분을 및 가족주주의 최고경영자 및 등기업원 여부를 확인하였다. 구체적인 표본 선정과정은 <Table 1>과 같으며, 최종적으로 연구에 사용된 표본은 1,697개 기업-연도이다.

<Table 2>는 가설 검증에 사용된 변수들의 기술통계량을 보여준다. 먼저, 극단치의 영향을 제거하고자 각 변수들을 1% 및 99% 수준에서 윈저라이즈(winsorize)하였다. 본 연구의 관심변수인 가족기업 변수 FAMILY의 평균은 0.791로 나타나 전체 표본의 약 80%가 기업을 소유하는 가족이 경영에 직접 참여하는 가족 기업에 해당함을 알 수 있다. 추가급락위험 변수(CRASH)는 평균값이 0.115로 나타나 1,697개 기업-연도 중 195개의 기업-연도가 추가급락을 경험한 것으로 확인되었다.

추가급락위험에 영향을 미칠 수 있는 통제변수들의 경우, 기업규모(SIZE)는 평균값(중위수)이 26.321(25.965), 부채비율(LEV)은 평균값(중위수)이 0.407(0.398), 성장성지표인 MB의 평균값(중위수)은 1.398(0.979), 수익성지표인 총자산영업이익률(ROA)의 평균값(중위수)은 0.019(0.024)로 나타났다. 한편, 상호출자제한기업 여부(GROUP)의 평균값은 0.258로 약 26%

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량

Table 4. Family Firms and Stock Price Crash Risk

Variables	Dependent Variable CRASH	
	coefficient	z-value
Intercept	0.069	0.0013
FAMILY	0.470	4.1892**
GROUP	0.269	1.1219
ABSDA	-1.463	0.5797
SIZE	-0.106	2.1484
LEV	0.260	0.4145
MB	0.147	5.4505**
ROA	-1.892	3.2597*
DTURN	-0.019	0.1784
SIGMA	-9.110	0.6674
RET	-1.647	1.293
Year Dummies	Included	
Industry Dummies	Included	
Likelihood Ratio χ^2	45.4477***	
Pseudo R ²	0.037	
Sample Size	1,697	

Notes: 1. Variable Definitions: Refer to Table 2.

2. ***, **, and * represent significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

의 기업이 상호출자제한 기업에 해당하는 것으로 확인되었다.

가급락 발생과 유의한 양(+)의 관계를 나타내었다.

2. 상관관계분석

〈Table 3〉은 변수들 간의 상관관계를 제시하고 있다. 가족 기업(FAMILY)은 주가급락 위험 변수 CRASH와 5% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 해당 관계는 기업을 소유하는 가족이 경영에 직접 참여하는 가족기업일수록 미래에 주가급락이 발생할 가능성이 높음을 의미한다. 그러나 단변량 분석만으로는 체계적 가설검증이 어려우므로, 다음절에서 주가급락에 영향을 미치는 여타변수들을 포함한 회귀 분석을 실시한다.

한편, 통제변수들은 주가급락 변수(CRASH)에 대부분 유의한 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 주가급락 발생가능성은 기업규모(SIZE)가 클수록, 수익성(ROA) 및 수익률(RET)이 양호할수록 유의하게 낮아지는 것으로 밝혀졌다. 한편, 성장성(MB)과 주식수익률 변동성(SIGMA)은 주

3. 로지스틱분석

〈Table 4〉는 가족기업 여부가 주가급락위험에 미치는 영향을 검증하고자 주가급락 발생 여부를 종속변수로 하여 로지스틱 회귀분석을 실시한 결과이다. 분석결과, 기업을 소유하는 가족이 경영에 직접 참여하는 가인 가족기업 여부(FAMILY)와 주가급락 발생여부(CRASH) 간의 관계를 보여주는 회귀계수 α_i 의 값이 0.470으로 5% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 소유와 경영이 일치하는 가족기업일수록 주주가 경영자에 의한 기업 정보 공시에 의존하지 않고 직접적으로 경영자를 감시할 수 있으므로 기업의 경영자 역시 적극적으로 정보를 공시할 유인이 작을 것이다. 아울러, 지배주주와 소수주주 간의 대리인 문제가 심각한 가족기업의 특성을 고려할 때, 지배주주인 경영자는 소수주주를 위하여 비용이 수반되는 정보생산 및 공시에 소극적인

자세를 취할 것이다. 이러한 가족기업의 소극적인 정보공시행태 및 정보의 불투명성이 미래의 추가급락 현상을 야기하는 것으로 해석할 수 있다.

통제변수로는, 기업의 성장성을 나타내는 MB가 추가급락 발생여부 CRASH에 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 주가가 장부가치 대비 높게 형성되어 있는 기업일수록 주가가 급락할 가능성이 높다는 선행연구의 결과와 일치하는 결과이다. 수익성 변수인 ROA는 추가급락 발생여부 CRASH와 10% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성을 보여주었는데, 해당결과는 수익성이 우수한 기업일수록 주가가 급락할 가능성이 낮음을 의미한다.

V. 결론

본 연구는 기업을 소유하는 가족이 경영에 직접 참여하는 기업형태와 극단적인 추가급락위험 간의 관련성 대해 살펴보고자 하였다. 비대칭적 분포를 나타내는 추가급락 위험은 다각화를 통해 감소시킬 수 없다는 특징이 있다. 따라서 극단적인 위험의 발생가능성에 대해 민감하며, 고 위험에 상응하는 높은 프리미엄을 요구하는 투자자들에게 있어 추가급락 위험은 상위의 관심사이다 (Santa-Clara and Yan, 2010). 기업을 경영함과 동시에 기업의 추가변동에 민감한 경영자의 입장에서 분석될 필요가 있는 위험이다 (Sunder, 2010). 선행연구에서는 정보의 불투명성을 추가급락을 야기하는 주요 원인으로 지목하고, 다양한 정보 불투명성의 측정치와 추가급락의 관계를 검증한 바 있다. 본 연구에서는 정보 불투명성을 야기하는 요인으로 기업의 지배구조를 고려하였다.

가족기업의 경우, 소유와 경영이 일치하기 때문에 경영자가 기업관련 정보를 외부에 공시할 유인이 작다. 물론, 명성을 중시하는 일부 가족기업에서는 기업정보를 투명하게 공시함으로써 기업의 명성을 유지하고자 할 것이다. 하지만, 가족기업에서 소수주주에 대한 지배주주의 이익

침해가 주요 대리인 문제로 거론된다는 점을 감안하면, 지배주주가 소수주주를 위해 기업 관련 정보를 적극적으로 공시할 가능성은 낮을 것으로 판단된다. 즉, 가족기업의 정보공시 및 정보투명성은 낮은 수준일 가능성이 높으며, 이러한 특성은 해당 기업의 추가급락위험을 증가시킬 수 있다. 이에, 본 연구에서는 가족기업이라는 기업특성이 추가급락 발생에 어떠한 영향을 미치는지 검증해보고자 하였다.

분석결과, 가족기업일수록 추가급락 현상이 발생할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 해당 결과는 가족기업의 소극적인 정보공시행태 및 정보 불투명성이 추가급락위험을 증가시킨다는 본 연구의 가설을 지지한다.

본 연구는 기업 특성이 추가급락위험에 미치는 영향과 관련하여, 국내기업의 특성을 보다 직접적으로 반영한 실증분석 결과를 제시하고자 하였다. 영미권과 달리 한국은 지배주주가 실질적으로 경영에 참여하는 가족경영기업이 전체기업의 80%정도를 차지하고 있다. 아울러, 선행연구에서는 영미권 국가에 비해 우리나라의 기업환경은 소수주주에 대한 제도적 보호 장치가 상대적으로 취약하고, 상호출자로 인한 지배주주의 영향력 수준이 거대하다고 보고한 바 있다 (Park Jong-Il, 2003). 따라서 해외 연구결과를 국내에 적용하기에는 무리가 있으며, 주주와 경영자 간의 대리인 비용에 초점을 맞추기 보다는 지배주주와 소수주주 간의 대리인 문제에 초점을 맞추어 분석을 진행할 필요가 있다.

본 연구의 결과는 규제기관에 기업지배구조 개선 관련 제도를 정립하고 자본시장 안정화 정책을 수립하는 데 있어 국내기업의 대부분을 차지하는 가족기업의 특성을 고려할 필요가 있음을 시사한다. 아울러 시장의 투자자들은 가족기업과 같은 지배구조의 특성을 감안하여 공시자료의 품질을 파악하고 의사결정을 내려야 할 것이다. 회계감사인 역시, 재무제표 검토 시, 지배주주와 소수주주 간의 대리인 비용이 공시품질에 미치는 영향에 대해 주의를 기울여 감사를 수행해야 할 것이다.

References

- Ban, Hye-Jung (2007), "Leverage and Performance of the Korean Founding Family Controlled Companies", *Journal of Business Research*, 22(2), 39-60.
- Park, Jong-Il (2003), "Corporate Governance and Earnings Management: View from the Largest Shareholder's Holding", *Korean Accounting Review*, 28(2), 135-172.
- Chen, J., H. Hong and J. Stein (2001), "Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, 61, 345-381.
- DeFond, M. L., M. Hung, S. Li and Y. Li (2015), "Does Mandatory IFRS Adoption Affect Crash Risk?", *The Accounting Review*, 90(1), 265-299.
- Faccio, M., L. Lang., and L. Young (2001), "Dividends and Expropriation", *The American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- Francis, B., I. Hasan, and L. Li (2016), "Abnormal Real Operations, Real Earnings Management, and Subsequent Crashes in Stock Prices", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46(2), 217-260.
- Handler, W. C. (1989), "Methodological Issues and Consideration in Studying Family Businesses", *Family Business Review*, 2(3), 257-276.
- Healy, P. M. and Palepu, K. G. (2001), "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting & Economics*, 31(September), 405-440.
- Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian (2009), "Opaque Financial Reports, R2 and Crash Risk", *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Ibragimov, R., and J. Walden (2007), "The Limits of Diversification When Losses May Be Large", *Journal of Banking and Finance*, 31(8), 2551-2569.
- Jin, L. and C. S. Myers (2006), "R2 around the World : New Theory and New Tests", *Journal of Financial Economics*, 79, 257-292.
- Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang (2011), "Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis", *Journal of Financial Economics*, 100, 639-662.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley (2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures", *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- Kothari, S. P., S. Shu, and P. D. Wysocki (2009), "Do Manager Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, 47, 241-276.
- Santa-Clara, P., and S. Yan (2010), "Crashes, Volatility, and the Equity Premium: Lessons from S&P 500 Options", *Review of Economics and Statistics*, 92(2), 435-451.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Sunder, S. (2010), "Riding the Accounting Train: From Crisis to Crisis in Eighty Years", Presentation at the Conference on Financial Reporting, Auditing and Governance, April 23. Lehigh University, Bethlehem, PA.
- Westhead, P. and M. Cowling (1998), "Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23, 31-56.