

가족CEO가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구: 외부 기업지배구조의 조절효과를 중심으로*

안혜성
명지대학교 국제통상학과 조교수

옥지호
강원대학교 경영회계학부 부교수

The Relationship between Family CEO and Corporate Value: The Moderating Role of External Corporate Governance

He Soung Ahn^a, Chiho Ok^b

^aCollege of Business Administration, Myongji University, South Korea

^bCollege of Business Administration, Kangwon National University, South Korea

Received 30 August 2024, Revised 20 September 2024, Accepted 25 September 2024

Abstract

Purpose - The purpose of this study is to investigate the relationship between family CEO and firm value as well as the moderating roles of external corporate governance mechanisms.

Design/methodology/approach - Our research model was tested employing a sample of 717 companies listed on the KOSPI securities in South Korea. Family CEO was dummy coded if a family member of the controlling family serves as the firm's CEO. Firm value was measured by Tobin's Q.

Findings - A company run by a family CEO has a lower Tobin's Q value compared to its counterpart run by a professional manager. In addition, the negative effect of family CEOs on firm value was alleviated as the level of foreign ownership increased. Similarly, for companies subject to the government's regulations, the negative effect of family CEOs on firm value was found to be mitigated.

Research implications or Originality - This study contributes to expanding the existing literature by examining the negative effect of family CEO. In addition, by investigating the moderating effects of external corporate governance mechanisms, it was revealed that the negative effect of family CEOs is alleviated depending on the different types of external corporate governance mechanisms. Based on these findings, theoretical and practical implications are presented.

Keywords: Family CEO, Corporate Value, External Corporate Governance, Government Policy

JEL Classifications: C12, D22, L21, L25

* 이 논문 또는 저서는 2021년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 인문사회분야 신진연구자지원사업의 지원을 받아 수행된 연구임 (NRF-2021S1A5A8070337)

^a First Author, E-mail: hsahn@mju.ac.kr

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

© 2024 Management & Economics Research Institute. All rights reserved.

I. 서론

기업에서 최고 의사결정자인 최고경영자(Chief Executive Officer, CEO)는 기업의 주요 의사결정과 성과에 영향을 미치고 궁극적으로 기업의 생존까지도 결정지을 수 있는 중요한 역할을 수행하는 만큼 대내외적으로 많은 주목을 받는 중요한 인물이다. 최고경영자의 유형 및 특징에 따라서 내부적으로 기업을 성공적으로 이끌고 외부환경의 기회 혹은 위기에 적절하게 대처할 수 있는 역량이 다르다고 인식된다(Berns & Klarner, 2017). 뿐만 아니라 최고경영자는 가치관, 인지적 구조, 성향 등과 같은 개인적인 특징도 각각 다를 수 있는데 이는 의사결정 방향에도 영향을 미치고 궁극적으로 기업성과와 기업가치에도 영향을 미친다(Hambrick, 2007; Hambrick & Mason, 1984). 그러므로 기업이 직면한 환경에서 요구되는 역량을 최고경영자가 보유하여 이를 효과적으로 활용하고 있는가는 많은 이해관계자들의 관심사이다. 이에 따라 기존 문헌에서는 다양한 유형의 최고경영자가 기업에 미치는 영향에 대해서 관심을 기울여 왔다. 특히, 최고경영자의 유형에 대한 기존 연구는 최고경영자가 기업 내부 출신인지 아니면 외부 인사인지에 따라 그 역할과 기능이 달라진다는 최고경영자 기원(CEO origin) 중심의 논의로 전개되어 왔다(Quigley, Hambrick, Misangyi, & Rizzi, 2019; Shen & Cannella, 2002). 예를 들어, 불확실성이 높은 외부환경에 직면한 기업의 경우, 내부에서 최고경영자를 선발하는 경우보다 외부에서 전문경영인을 영입하는 것이 당장 필요로 하는 혁신적인 변화를 이끌어 내는데 유용한 것으로 밝혀졌다(Shen & Cannella, 2002).

하지만 전세계적으로 여전히 많은 기업들은 창업주의 가족이 기업 내에서 영향력을 행사하고 경영에 참여하고 있는 만큼(Anderson & Reeb, 2003; Burkart, Panunzi, & Shleifer, 2003; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999), 최고경영자의 유형은 내부인(insider) 혹은 외부인(outsider) 여부와 함께 지배가족의 가족 구성원인지 여부로도 구분이 가능하다. 그렇기 때문에 최고경영자가 내부인인지 외부에서 영입되었는지 여부를 넘어서서, 가족경영자(family CEO, 이후 가족CEO)인지 전문경영인(professional CEO)인지의 여부가 의미있다는 구분으로 주목받고 있다(Lin & Hu, 2007). 이때 가족CEO는 전문경영인에 비해 여러 장점이 있는데, 예를 들면 가족CEO는 전문경영인과는 달리 재무적인 성과 뿐만 아니라 비재무적인 요소인 사회정서적 가치(socioemotional wealth, SEW)도 중시한다는 중요한 특징이 있다(Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007). 즉, 가족CEO는 기업 자체를 자신 혹은 자신이 속한 지배가족(controlling family)의 연장선으로 여기기 때문에, 본인의 이익보다는 기업에 유리한 의사결정을 내릴 가능성이 있다. 예를 들어, 자신의 임기보다 장기적인 투자를 진행할 것인지에 대해, 전문경영인과 달리 가족CEO는 기업의 장기적인 생존과 성장과 같은 사회정서적 가치를 더욱 중요시하기 때문에 장기적 투자를 진행하는 방향으로 결정하는 경향이 있다.

그럼에도 불구하고 가족CEO는 종종 외부이해관계자들(external stakeholders)의 비판(skepticism)에 직면한다. 가족CEO는 가장 우선적으로 가족구성원이라는 이유로 경영자적 역량(managerial competency)이 부족해도 최고경영자로 선임될 수 있다는 태생적 한계 때문에 비판으로부터 자유로울 수 없다(Lin & Hu, 2007). 그래서 전문경영인과 동일한 자격요건을 갖춘 최고경영자이더라도 창업주의 가족 구성원인 경우에는 더 엄격한 잣대로 평가되는 경향도 있다. 혹은 경영자적 역량은 충분하다고 판단되더라도 지배가족의 이익을 우선시하는 과정에서 기업의 이익이 희생되거나 최선의 전략적인 의사결정이 이뤄지지 않을 수 있다(Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008). 예를 들어, 사회정서적 가치(socio-emotional wealth, SEW)의 보호를 우선시하는 가족CEO의 경우 항상 기업에게 유리한 전략적인 의사결정을 내린다는 보장이 없다. 따라서 가족CEO가 기업가치에 영향을 미치는 과정에서 이를 견제할 수 있는 다양한 장치들의 효과를 살펴볼 필요가 있다. 특히, 선행연구에서는 이사회(board) 등 내부 기업지배구조의 영향을 주로 다루어 왔을 뿐 상대적으로 조직의 외부 기업지배구조, 이를 테면 정부나 주식시장 등의 영향을 다룬 연구는 매우 희소하다. 따라서 가족CEO가 최고경영자로 재직하고 있는 기업의 외부이해관계자들이 가족CEO가 미래의 기업가치에 미칠 영향을 어떻게 기대하고 평가하는지를 탐색해 볼 필요가 있다.

이에 본 연구에서는 외부이해관계자 중에서도 투자자, 채무에널리스트 등과 같은 주식시장과 관련된 이해관계자에 초점을 두고 가족CEO 기업이 시장에서 평가되는 기업가치를 살펴보고자 한다. 또한 본 연구는 외부 기업지배구조가 가족CEO와 기업가치의 관계에 어떻게 영향을 미치는지를 살펴보고자 한다. 기업지배구조는 소유와 경영이 분리되는 기업에서 발생할 수 있는 주주와 경영자 사이의 다양한 문제를 통제하기 위해 설치되는 장치를 총칭하는데(Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976), 본 연구는 그 중에서도 외국인투자자와 정부의 기능에 따라 어떻게 가족CEO 기업의 기업가치 결정과정이 달라지는지를 살펴보고자 한다. 본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 우선 2장에서는 최고경영자의 유형으로 가족CEO와 전문경영인으로 구분지어 논의하는 이론적 배경을 소개하고, 가족CEO와 기업가치 간의 관계와 외부기업지배구조의 구성요소로 외국인투자자 및 정부의 조절효과에 관한 연구가설을 도출하였다. 3장에서 연구모형의 가설검증을 위하여 활용된 표본과 분석방법을 소개한 후 4장에서 기술통계분석과 상관관계분석 및 분석결과를 제시한다. 최종적으로 5장에서는 결론을 제시하고 이론적 및 실무적 시사점을 서술하며 이를 토대로 진행할 수 있는 향후 연구방향에 대해 토의하였다.

II. 이론적 배경 및 연구가설

1. 최고경영자의 유형: 전문경영인 vs. 가족CEO

최고경영자는 기업을 이끌어 가는 중요한 역할을 하는 인물만큼 다양한 유형 및 특징이 기업에 미치는 영향에 대한 연구가 진행되어 왔다(Kaplan, Klebanov, & Sorensen, 2012). 예를 들어, 최고경영층 이론(Upper echelons theory)에 근거한 기존 문헌은 최고경영자의 가치관, 인지적 구조 및 성향 등과 같은 개인적인 특성에 기반하여 기업이 직면하는 상황을 해석하고 이에 맞다고 판단되는 의사결정을 내리기 때문에, 이러한 특성이 기업의 전략적인 의사결정 방향과 나아가 성과에 중요한 영향을 미친다는 사실을 발견하였다(Hambrick, 2007; Hambrick & Mason, 1984).

이와 관련된 연구들은 최고경영자의 유형을 전문경영인과 가족CEO로 구분하여 진행되어 왔다. 기업이 처한 맥락적인 상황에 적절한 최고경영자의 유형 역시 기존 연구자들의 관심사였다. 전문경영인은 지배주주의 가족구성원이 아닌 인물이 최고경영자 자리에 오른 경우를 의미하며, 가족CEO는 가족구성원이 최고경영자인 경우를 의미한다(Lin & Hu, 2007). 전문경영인과 가족CEO 간의 차이는 선임 과정에서부터 존재한다. 가족CEO는 창업주의 가족과 같은 지배가족(controlling family) 구성원 중에서 가족의 이익을 극대화 시킬 것으로 기대되는 후보 중에서 선정된다(Burkart, Panunzi, & Shleifer, 2003). 이때 지배가족이 판단하기에 전문경영인 대신 가족CEO를 선임함으로써 얻어지는 장점이 비용보다 크다고 판단될 때 가족CEO를 선임한다(Lin & Hu, 2007). 반면에 전문경영인은 가족 구성원이 아닌 외부 노동시장에서 적절한 후보 중에서 선정된다. 그렇기 때문에 일반적으로 가족CEO는 한정된 후보군 중에서 선정되는 만큼 전문경영인에 비해서 경영능력에 대한 객관적인 검증과정을 상대적으로 엄격하게 거치지 않는다(Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez, & Wolfenzon, 2007).

두 가지 최고경영자 유형은 기업을 경영하는 관점이 상당히 다른 특징을 갖는다. 예를 들어, 외부환경의 불확실성이 높아 경쟁이 심화되는 상황에서 새로운 전략이 요구될 때는 전문경영인을 활용하는 것이 효과적이다. 기존의 전략적인 방향을 수정하는 것과 더불어 기업 내부에 존재하는 다양한 관습을 깨는 새로운 변화를 주기에 적절하기 때문이다(Shen & Cannella, 2002). 반면, 가족CEO는 재무적인 요소 뿐 아니라 다양한 비재무적인 요소, 이를 테면 사회정서적 가치(SEW)를 중시하는 경향이 있다(Gomez-Mejia, Haynes, Nunez-Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007). 가족 구성원이 중시하는 사회정서적 가치(SEW)는 감정에 기반한 내재적인 가치(affect-related value)로 기업에서 가족의 영향력이 행사되는

데서 오는 만족감 혹은 기업을 가족과 자신의 연장선으로 여기는 감정 등을 포함하는데, 이는 가족의 영향력이 유지되는 방향으로 전략적인 의사결정을 내리는 근거가 되기도 한다. 이처럼 최고경영자 유형에 따라 중요시하는 가치와 추구하는 성과가 다르기 때문에, 최고경영자 유형에 따라 전략이나 성과, 생존 등의 결과에 상당한 차이를 가져오게 된다.

그러나 최고경영자가 전문경영인인지 혹은 가족CEO인지 여부는 의미있는 구분임에도 불구하고, 각 유형의 최고경영자가 기업에 미치는 영향에 관한 기존 연구들의 결과는 일관되지 않다. 특히 기존의 대다수 연구들은 최고경영자가 내려야 하는 특정 의사결정에만 한정되어 살펴본다는데 한계가 있다. 예를 들어, 연구개발에 대한 투자는 당장 단기적인 재무성과로 이어질 가능성은 낮고 투입되는 비용이 반드시 성과로 이어진다는 보장도 없는 리스크가 큰 형태의 투자이다. 가족CEO가 있는 경우 한 편으로는 지배가족의 이익을 대변하기 때문에 더 장기적인 관점으로 투자하여 R&D에 더 많은 투자를 하는 경우도 있지만, 다른 한 편으로는 R&D 자체가 많은 위험을 수반하고 있기 때문에 가족CEO의 사회정서적 가치(SEW)에 위협이 될 수도 있으므로 더 보수적으로 접근해서 오히려 R&D투자를 줄인다는 연구결과도 혼재되어 있다(Chrisman & Patel, 2012). 이에 따라 본 연구에서는 가족CEO가 기업에 폭넓게 미치는 전체적인 영향을 살펴보기 위해 기업가치를 중심으로 살펴보고자 한다.

2. 가족CEO와 기업가치 간의 관계

본 연구에서는 가족CEO가 전문경영인에 비해 단기적인 기업가치 향상에 불리할 것으로 예측하는데, 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 가족CEO는 최고경영자의 자리에 오르는 과정에서 경영능력이 충분히 검증되지 않았을 가능성이 있기 때문이다. 전문경영인은 외부 노동시장에서 능력 위주의 평가를 기반으로 하여 선택되었을 가능성이 높은 반면에, 가족CEO는 창업주의 가족인 만큼 여러 후보 중에서 정당한 경쟁을 뚫은 경영능력을 기반으로 한 선임으로 보기 어렵다(Mehrotra, Morck, Shim, & Wiwattanakantang, 2013). 그렇기 때문에 가족CEO의 선임은 뛰어난 역량이 아닌 가족구성원이라는 이유로 선정되는 혈육(kinship)에 기반한 혜택으로 보고 친족주의(nepotism)이라는 비판에 직면한다(Jaskiewicz, Uhlenbruck, Balkin, & Reay, 2013; Perez-Gonzalez, 2006). 실제로 창업주의 가족과 같은 지배가족(controlling family)은 기업 내에서 영향력을 지속적으로 유지하기 위해서는 지분을 보유하는 것을 넘어서서 최고경영자 자리에 가족구성원이 선임되는 것을 선호하기 때문이다(Zellweger, Kellermanns, Chrisman, & Chua, 2012).

둘째, 가족CEO는 재임 중 회사에 피해를 입히더라도 실적책임을 지고 해고당할 확률이 높은 전문경영인과 달리 즉각적으로 해고당하지 않기 때문이다. 일반적으로 경영성과가 좋지 않을 경우 최고경영자는 책임을 지고 자리에서 물러나고, 이사회에서는 성과를 개선시킬 수 있다고 판단되는 적합한 후보군을 모색하고 선정하여 선임하게 된다(Jensen, 1993). 그러나 지배가족의 구성원인 가족CEO는 기업 내부적으로-특히 주요 의사결정이 이뤄지는 이사회와 관련되어-높은 수준의 권력(power)을 보유하고 있을 가능성이 높으므로(Chen, Chittoor, & Vissa, 2021), 전문경영인처럼 실적부진에 대한 책임을 묻지 않을 수 있다. 특히 기업성과가 낮은 이유가 과감한 전략적인 투자나 혁신적인 변화를 요구하는 외부적인 이유라면 이에 효과적으로 대응할 수 있는 최고경영자로 교체되어야 하지만, 가족CEO가 있는 경우에는 이는 매우 어려워진다. 결과적으로 기업 차원에서 실적개선을 이룰 수 있는 충분한 대응책이 실시되지 않는 것이므로 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

셋째, 단기적인 재무성과를 목표로 하는 전문경영인과 달리 가족CEO는 또 다른 경영목표를 상정하기 때문이다. 가족CEO에게는 사회정서적 가치를 보호(SEW preservation)하는 것이 중요한 목표이며 최고경영자로서 기업에서 의사결정을 할 때 역시 SEW에 이득인지 여부에 초점을 두고 전략적인 결정을 내릴 가능성이 높다. 만약 가족 중심적인 비재무적인 요소가 기업의 일반적인 재무적인 목적과 일치한다면,

가족CEO일 때와 전문경영인이 있는 경우와 의사결정에 큰 차이가 발생하지 않을 것이다. 즉 기업의 재무적인 성과를 높이는 것이 사회정서적 가치(SEW)의 보호에도 일조하는 방향이라면, 가족CEO가 내리는 결정이 기업가치에 특별히 부정적인 영향을 끼치지 않을 것이다. 오히려 사회정서적 가치(SEW)의 보호를 중시하기 때문에 가족CEO가 갖는 장기적인 관점(long-term orientation)은 기업가치에 기여하는 의사결정으로도 이어진다는 연구결과도 존재하기도 한다(James, 1999; Le Breton-Miller & Miller, 2006). 또한 전문경영인에게는 기대하기 어려운 기업에 대한 헌신으로도 이어지기도 한다(Miller, Le Breton-Miller, & Scholnick, 2008). 예를 들어, 친환경과 관련된 전략은 기업 자체의 명성에 장기적으로 긍정적인 영향을 미치기 때문에 가족CEO가 있는 경우에 비가족CEO인 전문경영인이 있는 경우에 비해서 오염을 감소시키는 친환경 성과(enviromental performance)가 높다고 발견되었다(Berrone, Cruz, Gomez-Mejia, & Larraza-Kintana, 2010). 이는 최근 들어서 대두되고 있는 ESG 및 탄소중립과 같은 맥락에서 가족CEO가 더 외부이해관계자들에게 비춰지는 기업의 명성에 신경쓸뿐만 아니라 장기적으로 지속가능한 유형의 투자를 한다는 점을 시사한다. 반면, 사회정서적 가치(SEW)가 위협을 받는 상황에서는, 가족 구성원인 가족CEO는 기업의 단기적인 재무적인 성과가 희생되더라도 SEW를 우선적으로 보호할 수 있는 전략적인 결정을 내릴 수 있다(Berrone, Cruz, Gomez-Mejia, 2012). 이때 가족CEO가 우선시하는 사회정서적 가치(SEW)는 보존되더라도 기업 차원에서는 손해가 발생되어 궁극적으로는 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어, 혁신이 필요한 불확실성이 높은 환경에서 가족CEO는 SEW를 중요시하기 때문에 전통과 안정성을 선호할 가능성이 있다. 이는 보수적인 의사결정으로 이어져 과감한 연구개발에 대한 투자가 필요할 때 적절한 투자가 이뤄지지 않을 수 있다.

위의 논의를 바탕으로 기업의 최고경영자가 가족CEO인 경우 외부 주식시장에서는 이를 전반적으로 부정적으로 바라볼 가능성이 높다. 따라서 가족CEO가 기업가치에 미치는 영향에 대해서 다음과 같이 가설을 설정한다.

H1 가족CEO는 전문경영인과 비교했을 때 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

3. 외국인투자자 지분율의 조절효과

기업의 지배구조(corporate governance)란 기업의 소유와 경영이 분리됨에 따라 생기는 경영자와 주주 간의 대리인 관계에서 발생하는 대리인 문제(agency problem)를 효과적으로 통제하기 위한 시스템을 통칭하는 용어로, 일반적으로 내부 기업지배구조와 외부 기업지배구조로 구분된다(Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976). 내부 기업지배구조(internal corporate governance)란 기업 내부에서 이뤄지는 경영자와 주주 사이의 대리인 문제를 견제, 감독 및 통제를 의미하며 이러한 내부 통제수단의 대표적인 예로는 이사회(board of directors) 및 사외이사제도, 감사위원회 등이 있다. 반면에 외부 기업지배구조(external corporate governance)란 주주가 직접적으로 경영진을 감독하고 통제하는 수단 외에 기업 외부에서 주재하는 외부 통제수단을 의미한다. 외부 기업지배구조의 예로는 법적인 규제, M&A와 같은 기업지배권 시장(market for corporate control), 제품시장 경쟁(product market competition) 등 다양하게 존재하지만(Aguilera, Desender, Bednar, & Lee, 2015; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000), 본 연구에서는 기업지배구조 중에서도 외부통제장치(external control mechanism)의 중요한 구성요소인 외국인투자자와 정부의 역할에 대해서 살펴보고자 한다.

외국인투자자는 기업의 지배구조를 구성하는 외부통제장치의 중요한 하나의 종류로 일반적으로 개인투자자나 소액주주의 형태보다는 기관투자자 형태로 투자하는 주요주주(blockholder)인 경우가 많다. 따라서 단기적인 관점보다는 장기투자를 통해 투자기업의 장기적인 가치를 증진시키는데 기여하고자 경영에

참여하거나 적극적으로 관여하는 경향이 강하다(Bena, Ferreira, Matos, & Pires, 2017). 외국인투자자가 다량의 주식을 보유하면 의결권을 많이 보유하여 의견을 피력할 수 있는 여지가 높아질 뿐만 아니라, 경영참여를 통해 기업의 근본적인 문제점 혹은 약점을 보완하고 보강하면 저평가된 요인이 제거되어 장기적으로 기업가치를 증대시키는 효과를 기대할 수 있다.

뿐만 아니라 외국인투자자는 다른 투자자와 비교했을 때 경영인의 감시 등과 같은 외부감시자의 역할을 효과적으로 수행할 수 있는 역량이 더 뛰어나다. 우선 외국인투자자는 선진 투자기법을 보유하고 정보를 탐색하고 분석하는 우월한 역량을 보유할 가능성이 높다(Wei, Xie, Zhang, 2005). 이로 인해 기업 내부의 최고경영진과의 정보 비대칭성(information asymmetry) 문제를 감소시킬 수 있으므로, 경영자의 사적이익추구 등과 같은 대리인 문제에 대한 감시 및 통제가 더 효과적으로 이뤄질 수 있다. 또한 외국인투자자는 국적이 다르고 투자기업과 그 경영진과의 관계나 지역 내에서의 다른 기업과의 연고(business ties)가 형성되어 있을 가능성이 낮다(Bena, Ferreira, Matos, & Pires, 2017). 이는 투자기업과의 이해관계가 복잡하지 않음을 의미하므로 더 엄격하고 효과적으로 투자기업의 경영진을 감시하고 통제할 수 있음을 의미한다. 이와 같이 기업지배구조의 관점에서 외국인투자자는 외부통제장치로서의 역할을 충실히 이행할 것으로 기대된다. 실제로 다수의 기존 연구에서 외국인투자자는 투자한 기업의 지배구조 수준을 개선시킨다는 사실을 발견하고 있다(Aggarwal, Erel, Ferreira, & Matos, 2011; Ferreira & Matos, 2008).

나아가 국적이 다른 외국인투자자는 일반적인 기업 내부의 최고경영진과의 정보 비대칭성 문제 뿐만 아니라 더욱 심화된 수준의 정보 비대칭성 문제에 직면하게 된다. 그 이유는 외국인 투자자는 투자기업과의 지리적인 거리(geographical distance)뿐만 아니라 그 외의 제도나 문화와 같은 다양한 국가 간 차이에 까지 노출되어 있기 때문이다(Berry, Guillen, & Zhou, 2010). 그렇기 때문에 외국인투자자는 투자지분에 따른 성과를 극대화시키기 위한 노력의 일환으로 다른 이사회 구성원들에게도 감시의 역할을 충실히 수행하도록 압력을 행사할 수도 있다(Desender, Aguilera, Lopezpuertas-Lamy, & Crespi, 2016). 나아가 외국인투자자가 이사회 전체에 효율적인 감시를 위해 필요한 정보를 공유한다면, 경영진에 대한 감시 및 통제가 더 효과적으로 이뤄질 수 있는 전체적인 정보환경도 개선될 것이다. 따라서 결과적으로 이사회 전체의 기업에 대한 감시 기능이 강화되어 가족CEO가 선임되어 있더라도 발생할 수 있는 대리인 문제가 감소될 수 있다.

지금까지의 논의를 토대로 외국인투자자 지분율이 차지하는 비중이 커질수록, 시장에서는 가족CEO가 선임되어 있더라도 외국인투자자가 최고경영자를 효과적으로 감시할 수 있을 것으로 기대할 것이다. 그로 인해 가족CEO가 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 완화시킬 것으로 기대된다. 이를 가설로 정리하면 다음과 같다.

H2 가족CEO와 기업가치의 부(-)의 관계는 외국인투자자 지분율이 클수록 약화될 것이다.

4. 정부의 공정경쟁 규제 여부의 조절효과

기업지배구조에서 외부통제장치로 정부 역시 중요한 외부감시의 역할을 수행한다. 정부는 다양한 규제와 정책을 설치하여 시장에 개입하는데(이준봉 & 양은진, 2015), 이를 통해 기업 내부의 최고경영자에 대한 감시와 통제 역할도 수행하게 된다(이지홍, 2021; Li & Zhang, 2022). 본 연구의 연구환경인 한국에서 특히 정부의 역할은 의미가 크다. 한국에서 정부는 창업주의 가족 혹은 기업에 큰 영향력을 행사하는 기업집단을 매년 선정하여 공정거래 규제를 적극적으로 수행하고 있다. 실제로 IMF 외환위기를 거치며 한국 정부는 기업의 지배구조 개선에 많은 노력을 기울여 기업의 경영투명성 제고에 큰 기여를 한 것으로 평가되고 있다(고대영, 백은영, & 안미강, 2012). 구체적으로, 공정거래위원회에서는 대규모기업집단 및 해당 기업집단을 실질적으로 지배한다고 판단되는 총수를 지정하고, 이에 소속된 기업을 대상으로 순환출

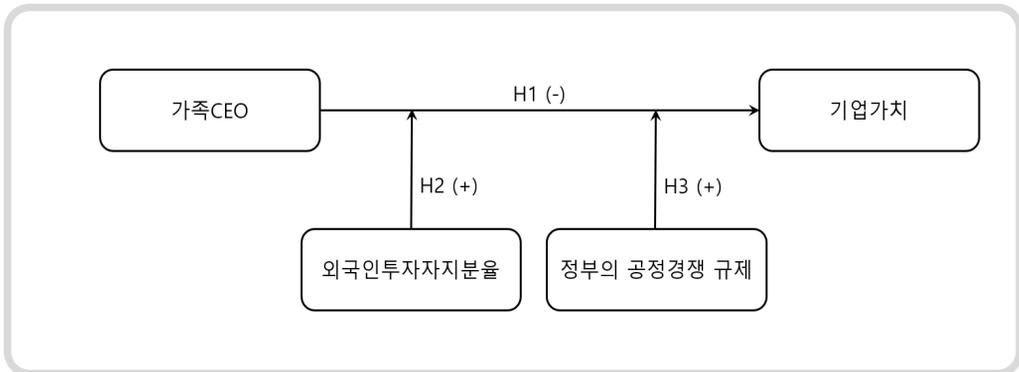
자, 일감 몰아주기, 내부거래 등을 금지하고 있으며 지배가족의 경영권 강화가 공정경쟁을 저해하는 것을 방지하기 위해서 규율하고 있다(곽배성 & 이재혁, 2021). 이에 따라 모든 기업이 동일한 수준의 정부의 공정경쟁 규제에 노출된 것은 아니며, 대규모기업집단으로 지정된 기업집단에 속한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 정부의 외부감시에 노출되는 수준이 상대적으로 더 높은 상황이다.

이에 가족CEO가 운영하는 기업 입장에서는 정부의 규제에 따라 의사결정이 달라질 것으로 기대된다. 가족CEO가 전문경영인에 비해 기업가치가 낮을 것이라는 예측은 가족CEO의 승계 과정에서 역량과 전문성에 대한 불확실성, 그리고 SEW 등을 추구하는 가족CEO의 다차원적인 이해(interest)에 기반한다. 그런데 정부의 공정경쟁 규제의 적용을 받을 경우 가족CEO로서는 일반적인 가족CEO와 달리 기업가치를 향상시키는 노력을 추구하도록 압력을 받게 된다. 자칫 가족CEO가 기업가치를 향상시키지 못하고 본인 또는 가족을 위한 부정축재 등으로 비취질 경우 전문경영인에 비해 그 타격이 더욱 클 수 있기 때문이다. 따라서 정부의 공정경쟁 규제가 적용될 경우 가족CEO의 활동은 상당부분 제약을 받을 수 밖에 없으며, 가족CEO는 이러한 제약과 압박으로부터 자유롭기 위해 기업가치를 향상시키는 방향으로 의사결정을 하게 될 것이다. 위의 논의를 바탕으로 다음과 같이 가설을 제시하였다.

H3 가족CEO와 기업가치의 부(-)의 관계는 정부의 공정경쟁 규제에 직면하는 기업일수록 약화될 것이다.

지금까지의 논의를 정리하여 연구모형으로 제시하면 <Figure 1>과 같다.

Figure 1. Research Model



Ⅲ. 연구방법론

1. 표본 및 분석방법

2014년부터 2019년 사이에 국내 KOSPI 유가증권에 상장된 기업 717개를 대상으로 연구모형의 실증검증을 진행하였다. 각 상장기업의 최고경영자는 금융감독원에서 제공하고 있는 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에서 조회되는 연도별 사업보고서와 대표이사 변경 공시 보고서를 통해서 확인하였다. 추가로 확인이 필요한 경우에는 언론기사를 활용하였다. 각 기업의 재무정보는 KISVALUE를 통해서 수집하였으며, 표본기업이 대규모기업집단에 소속되었는지 여부는 공정거래위원회의 기업집단포털

(www.egroup.go.kr)을 참조하였다. 최종적으로 불균형패널 자료가 구성되어 총 3,382개의 observation을 활용하여 가설검증을 실시하였다.

가설검증을 위한 분석방법으로는 패널 GLS(Generalized Least Square)를 통한 다중회귀분석을 실시하였다. 또한 역인과관계(reverse causality) 이슈를 고려하여 재무성과와 관련된 통제변수는 전년도 값을 활용하여 당해연도의 기업가치에 미치는 영향을 통제하였다.

2. 변수

1) 종속변수

속변수인 ‘기업가치’의 대리변수로는 Tobin’s Q 값을 활용하였다. Tobin’s Q는 기업의 시장가치와 대체가치 혹은 실물자산과의 관계를 측정하는 값으로, 이를 도출하는 공식은 다음과 같다(Chung & Pruitt, 1994):

$$Tobin's Q = \frac{\text{보통주 시장가치} + \text{우선주 장부가액} + \text{부채자부가치}}{\text{총 자산의 장부가액}}$$

2) 설명변수

독립변수인 ‘가족CEO’는 기업의 대표이사가 실질적으로 영향력을 행사하고 있는 오너일가의 구성원이 라면 1의 값을 갖는 더미변수로 코딩하였다. 공정거래위원회에서 대규모기업집단으로 분류되는 기업집단에 속한 경우에는 해당 기업집단을 사실상 지배하고 있는 동일인, 동일인의 배우자, 6촌 이내의 혈족, 그리고 4촌 이내의 인척을 가족구성원으로 정의하고 있다. 따라서 이에 해당하는 경우면 가족CEO로 코딩하였다. 대규모기업집단으로 지정되지 않은 기업에 대해서는 창업주 또는 현재 최대주주의 혈연으로 연결된 가족구성원을 오너일가로 규정하였으며, 이에 대한 정보는 언론기사 및 공시보고서를 통해 검증과정을 거쳤다. 복수의 최고경영자가 있더라도 가족CEO가 한 명이라도 있다면 가족CEO 체제로 보았으며, 전원 전문경영인으로 구성된 경우에만 순수전문경영인체제로 판단하였다.

본 연구에서 제시되는 조절효과는 다음의 두 가지이다. 첫째, 조절변수인 ‘외국인투자자 지분율’은 외국인투자자가 보유한 전체 지분이 기업의 총 발행주식 수 중에서 차지하는 비율로 계산하였으며 최종적으로는 자연로그값을 활용하였다. 둘째, 조절변수인 ‘정부의 공정경쟁 규제’는 매년 공정거래위원회가 지정한 대규모기업집단에 포함된 경우에 1의 값을 갖는 더미변수로 코딩하였다. 대규모기업집단은 매년 5월초에 기업집단 소속회사의 자산총액 합계가 5조원 이상인 경우에 한해서 지정되는데, 경제력의 집중을 억제하고 공정경쟁을 유도하기 위해서 상호출자금지, 채무보제제한, 기업집단현황에 대한 의무공시 등 다양한 규제를 적용받는 공정거래법상 공시대상기업집단이다.

3) 통제변수

시장에서 판단하는 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요소들을 통제변수로 통제하였다. ‘CEO 수’는 복수의 최고경영자가 있는 경우에 공동 대표체계의 규모를 의미한다. ‘연구개발비’는 R&D 집중도(R&D intensity)로 기업의 연구개발비와 경상개발비가 총매출액에서 차지하는 비중으로 계산하였다. 기업의 재무성과인 ‘ROA’는 당기순이익을 총자산으로 나눈 값으로, ROA가 높은 기업이면 미래의 기업가치 역시 높게 평가될 수 있으므로 통제하였다. ‘기업연령’은 기업이 창업된 년도부터 특정 시점까지의 연령이다. 설립년도가 오래된 기업일수록 그만큼 시장에서의 평판이 쌓고 정당성을 획득할 기회가 많으므로 기업가치에 긍정적인 영향을 끼칠 수 있으므로 통제하였다. ‘Sales growth’는 매출액성장률로 매출액이 성장세인 기업의 경우 미래 기업가치가 더욱 높게 평가될 수 있으므로 통제하였다. ‘총자산’은 기업규모의

대리변수로 기업의 규모가 크면 더 대규모의 투자가 가능하거나 외부투자자의 유입이 많은 등 시장에서 평가하는 기업의 미래가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으므로 통제하였다. ‘가족지분율’은 창업주나 지배가족의 가족 구성원들이 각 회계연도 말에 보유한 보통주의 합이 총 발행주식수에서 차지하는 비중으로 계산하였으며, 1% 수준에서 윈저라이징(winsorizing)한 후 최종적으로는 자연로그값을 활용하였다. 기존 문헌에 따르면 시장에서는 지배가족은 기업의 재무성과가 좋더라도 이를 나머지 주주 등 다른 이해관계자와 균등하게 배분하지 않을 것이라고 여기기 때문에, 기업의 가족지분율이 높은 수준일수록 기업가치를 낮게 평가하는 경향이 있다(Martinez, Stohr, & Quiroga, 2007). 기업의 ‘ESG’ 수준 역시 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 변수이기 때문에 통제하였다(Alareeni & Hamdan, 2020). ‘Leverage’는 총부채를 총자산으로 나눈 값으로 계산하여 통제하였다. 레버리지(leverage)는 타인을 통해 재무자원(financial resources)을 조달(debt financing)하는 방식으로, 기업의 재무자원 제약을 완화하여 새로운 기술 및 시장에 대한 투자로 이어질 수 있기 때문에 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(이주일 & 박경민, 2024; Singh, Tabassum, Darwish, & Batsakis, 2018). 마지막으로 산업과 연도 별로 기업이 직면하는 환경에도 차이가 존재하므로 industry fixed-effects와 year fixed-effects를 반영하여 실증분석으로 진행하였다. 이때 산업에 대한 통제는 한국표준산업분류의 중분류(2-digit)을 기준으로 통제하였다.

IV. 분석결과

1. 기술통계분석과 상관관계분석

연구모형을 검증하기 위해 활용된 변수들의 기초통계분석 결과는 <Table 1>과 같다. KOSPI 유가증권에 상장된 기업 717개 중 가족CEO에 의해 운영되는 기업은 53%인 것으로 나타났다. 평균적인 외국인투자자지분율은 11.23%인 것으로 나타났으며, 표본 기업 717개 중 대규모기업집단에 속한 기업은 24%인 것으로 나타났다.

Table 1. Descriptive Analysis

	평균	표준편차	최소값	최대값
1. Tobin's Q	0.00	0.44	-1.23	2.53
2. 가족CEO	0.53	0.50	0.00	1.00
3. 외국인투자자지분율	11.23	14.22	0.00	89.73
4. 정부의 공정경쟁 규제	0.24	0.43	0.00	1.00
5. CEO 수	1.68	0.79	1.00	6.00
6. 연구개발비	0.01	0.02	0.00	0.31
7. ROA	0.02	0.12	-1.64	4.08
8. 기업연령	44.86	19.35	4.00	124.00
9. Sales growth	0.07	1.17	-37.67	56.04
10. 총자산	20.48	1.80	15.78	27.04
11. 가족지분율	4.90	9.15	0.00	39.00
12. ESG	2.88	0.92	1.00	6.00
13. Leverage	0.49	0.22	0.03	1.72

N = 717.

다음으로, 변수간 상관관계분석을 진행한 결과는 <Table 2>와 같다. 독립변수인 가족CEO의 경우 Tobin's Q와 부(-)의 상관관계($r=-.13, p<.05$), 외국인투자자지분율과 부(-)의 상관관계($r=-.15, p<.05$), 정부의 공정경쟁 규제와 부(-)의 상관관계($r=-.22, p<.05$), CEO 수와 정(+)의 상관관계($r=.26, p<.05$), ROA와 정(+)의 상관관계($r=.04, p<.05$), 기업연령과 정(+)의 상관관계($r=.08, p<.05$), 총자산과 부(-)의 상관관계($r=-.20, p<.05$), 가족지분율과 정(+)의 상관관계($r=.30, p<.05$), ESG와 부(-)의 상관관계($r=-.21, p<.05$), Leverage와 부(-)의 상관관계($r=-.19, p<.05$)를 갖는 것으로 나타났다.

Table 2. Correlation Matrix

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. Tobin's Q												
2. 가족CEO	-0.13*											
3. 외국인투자자지분율	0.07*	-0.15*										
4. 정부의 공정경쟁 규제	-0.02	-0.22*	0.23*									
5. CEO 수	-0.05*	0.26*	0.05*	0.09*								
6. 연구개발비	0.30*	0.02	0.04*	-0.06'	0.02							
7. ROA	-0.03*	0.04*	0.15*	0.04*	0.00	-0.01						
8. 기업연령	-0.15*	0.08*	-0.10*	-0.02	0.08*	-0.01	-0.01					
9. Sales growth	0.02	0.00	0.00	-0.02	0.02	0.00	0.02	-0.01				
10. 총자산	-0.14*	-0.20*	0.52*	0.53*	0.15*	-0.04*	0.11*	0.01	-0.01			
11. 가족지분율	-0.18*	0.30*	-0.13*	-0.12*	0.04*	-0.01	0.08*	0.18*	0.01	-0.10*		
12. ESG	0.01	-0.21*	0.43*	0.44*	0.07*	0.04*	0.08*	-0.07*	-0.02	0.62*	-0.14*	
13. Leverage	0.07*	-0.19*	-0.01	0.12*	0.00	-0.15*	-0.23*	0.02	-0.02	0.39*	-0.20*	0.21*

N = 717. * $p \leq 0.05$

2. 분석결과

제시된 가설을 검증하기 위한 분석결과는 <Table 3>과 같다. 먼저 Model 1에서는 종속변수인 Tobin's Q에 영향을 미치는 통제변수들이 삽입되었다. Model 2에서는 가설 1을 검증하기 위해서 독립변수인 가족CEO 변수가 추가되었다. 분석 결과, 가족CEO는 기업가치인 Tobin's Q에 통계적으로 유의한 수준에서 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다($b=-0.0547, p<.001$). 따라서 가족CEO는 전문경영인과 비교했을 때 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 가설 1은 지지되었다.

다음으로, Model 3에서는 가설 2를 검증하기 위해 외국인투자자 지분율 변수와, 가족CEO와의 교차항이 삽입되었다. 분석 결과, 외국인투자자 지분율과 가족CEO의 교차항은 정(+)의 방향으로 갖는 통계적으로 유의한 것으로 나타났다($b=.0063, p<.001$). 따라서 가족CEO와 기업가치의 부(-)의 관계는 외국인투자자 지분율이 클수록 약화될 것이라는 가설 2는 지지되었다.

마지막으로, Model 4에서는 정부의 공정경쟁 규제의 조절효과에 대한 가설 3을 검증하기 위해 정부의 공정경쟁 규제 변수와 가족CEO와의 교차항이 추가되었다. 분석 결과, 정부의 공정경쟁 규제와 가족CEO의 교차항 변수는 정(+)의 방향으로 통계적으로 유의한 것으로 나타났다($b=.0743, p<.05$). 따라서 가족CEO와 기업가치의 부(-)의 관계는 정부의 공정경쟁 규제에 직면한 기업일수록 약화될 것이라는 가설 3은 지지되었다. Model 5은 가설검증에 사용된 모든 변수를 포함하고 있는 full model로 연구모형이 모든 가설이 동일한 방향으로 통계적으로 유의하게 나타났다.

Table 3. Hypotheses Testing

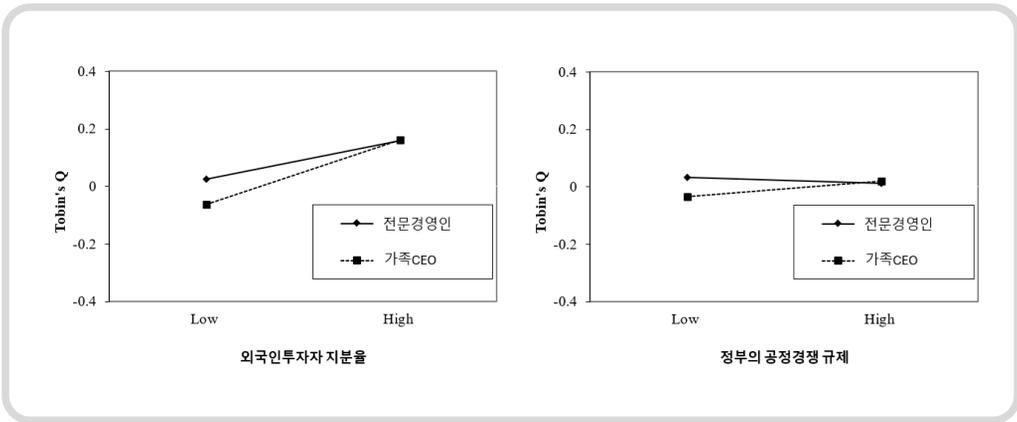
변수	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
상수항	1.0898*** (0.000)	1.1410*** (0.000)	1.6923*** (0.000)	1.2728*** (0.000)	1.8303*** (0.000)
Year fixed-effects	Included	Included	Included	Included	Included
Industry fixed-effects	Included	Included	Included	Included	Included
CEO 수	-0.0045 (0.465)	0.0011 (0.858)	0.0014 (0.824)	0.0011 (0.863)	0.0014 (0.820)
연구개발비	2.4304*** (0.000)	2.4214*** (0.000)	2.3368*** (0.000)	2.4394*** (0.000)	2.3595*** (0.000)
ROA	0.0259 (0.592)	0.0258 (0.593)	0.0161 (0.733)	0.0275 (0.567)	0.0182 (0.702)
기업연령	-0.0028*** (0.000)	-0.0027*** (0.000)	-0.0023*** (0.001)	-0.0027*** (0.000)	-0.0024*** (0.001)
Sales growth	-0.0041 (0.314)	-0.0041 (0.315)	-0.0036 (0.372)	-0.0042 (0.302)	-0.0036 (0.367)
총자산	-0.0591*** (0.000)	-0.0610*** (0.000)	-0.0920*** (0.000)	-0.0675*** (0.000)	-0.0990*** (0.000)
가족지분율	-0.0021* (0.034)	-0.0018+ (0.075)	-0.0012 (0.217)	-0.0017+ (0.085)	-0.0012 (0.236)
ESG	-0.0120+ (0.063)	-0.0125+ (0.051)	-0.0144* (0.023)	-0.0130* (0.044)	-0.0149* (0.019)
Leverage	0.3484*** (0.000)	0.3495*** (0.000)	0.4260*** (0.000)	0.3559*** (0.000)	0.4325*** (0.000)
가족CEO (H1)		-0.0547*** (0.001)	-0.0799*** (0.000)	-0.0668*** (0.000)	-0.0860*** (0.000)
외국인투자자 지분율			0.0063*** (0.000)		0.0065*** (0.000)
가족CEO x 외국인투자자 지분율 (H2)			0.0032** (0.006)		0.0028* (0.019)
정부의 공정경쟁 규제				0.0173 (0.547)	0.0261 (0.360)
가족CEO x 정부의 공정경쟁 규제 (H3)				0.0743* (0.040)	0.0626+ (0.086)
R-squared	0.3380	0.3427	0.3521	0.3464	0.3565
Observations	3,382	3,382	3,382	3,382	3,382

*** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05, + p<0.1; 괄호 안은 p-value

분석결과를 토대로 각 변수의 ±1SD를 기준으로 조절효과에 대한 그래프를 도식한 결과는 <Figure 2>와 같다. 먼저 좌측 그래프에서는 외국인투자자 지분율에 따른 가족CEO와 기업가치(Tobin's Q)의 관계를 보여주고 있다. 가설에서 예측된 바와 같이, 외국인투자자 지분율이 낮을 때는 가족CEO의 기업가치가 전문경영인의 기업가치보다 낮은 것으로 나타났다. 그러나 외국인투자자 지분율이 증가할수록 이러

한 격차는 줄어들어 외국인투자자 지분율이 높을 때는 전문경영인과 가족CEO의 차이가 거의 없는 것으로 나타났다. 유사하게도, 우측 그래프에서는 정부의 공정경쟁 규제에 따른 가족CEO와 기업가치의 관계를 보여주고 있다. 역시 가설에서 예측된 바와 같이, 정부의 공정경쟁 규제가 낮을 때는 가족 CEO의 기업가치가 전문경영인의 기업가치보다 낮은 것을 확인할 수 있다. 그러나 정부의 공정경쟁 규제가 높을 때는 이러한 차이가 상쇄되어 가족CEO와 전문경영인의 기업가치에 차이가 없는 것으로 나타났다.

Figure 2. Moderating Effect



V. 결론 및 시사점

1. 연구의 요약

본 연구는 최고경영자 자리에 지배가족의 가족 구성원이 가족CEO로 선임된 경우 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 하였으며, 나아가 외부기업지배구조의 주요 구성요소인 외국인투자자와 정부의 정책에 따라 가족CEO가 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 달라지는지를 실증적으로 규명하였다. 가설검증은 2014년도에서 2019년도 사이에 국내 KOSPI 유가증권시장에 상장된 717개의 기업을 대상으로 실시하였다. 실증분석 결과에 따르면 가족CEO가 선임되어 있는 경우 순수전문경영인체제에 비해서 기업가치가 낮은 것으로 확인되었다. 또한 외부기업지배구조인 외국인투자자 지분율과 정부의 공정경쟁 규제 여부는 가족CEO와 기업가치 간의 부의 관계를 약화시키는 것으로 검증되었다.

2. 연구의 시사점

본 연구로부터 도출되는 시사점을 정리하면 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 전문경영인에 비해 가족CEO 가 갖는 낮은 시장가치를 실증적으로 규명하였다는 점에서 의의를 갖는다. 선행연구들은 CEO의 승계대상 에 따라 내부CEO와 외부CEO로 나누어 성과의 차이를 비교하는 연구는 다수 진행한 바 있는데, 이를 종합한 메타연구(Schepker, Kim, Patel, Thatcher, & Campion, 2017)에 따르면 내부CEO는 장기적 성과를 높이고 전략적 변화를 덜 추구하는 반면, 외부CEO는 전략적 변화를 추구하지만 장기적 성과는 낮은 것으로 보고되었다. 한편, 가족CEO를 주제로 한 연구에서는 미국의 상장회사를 대상으로 가족기업

(family firm)이 다른 기업보다 성과를 비롯한 다른 요소들의 차이가 있는지를 비교한 연구가 수행된 바 있다(van Essen, Carney, Gedajlovic, & Heugens, 2015). 그러나 CEO를 가족CEO와 그 외의 경우로 구분해 실증한 연구는 드물었는데, 본 연구에서는 가족CEO의 차별적인 효과를 규명하였다는 점에서 선행연구에 기여하였다. 특히, Tobin's Q로 측정된 시장가치에 있어서 시장관계자들은 순수전문경영인 체제일 때와 비교했을 때 가족CEO로 인해 발생하는 문제점에 대한 우려가 존재함을 시사한다. 추후 연구에서는 이러한 가족CEO의 불리함(Family CEO's discount)을 완화시킬 수 있는 기업 내부 요소에 대한 다각적인 연구를 필요로 한다. 특히, 조직구조나 정책, 기업지배구조 등을 토대로 가족CEO의 불리함을 극복하기 위한 시도들을 검토하여 이러한 효과가 실증적으로 존재하는지를 검증하는 다양한 시도가 요구된다.

둘째, 본 연구는 외부 기업지배구조가 가족CEO의 불리함을 어느 정도 완화시킬 수 있음을 실증하였다는 점에서 관련 문헌에 기여하는 바가 있다. 본 연구의 가설 2와 가설 3의 결과를 정리하면, 가족CEO의 존재는 기업가치에 부정적인 영향을 미치지만 외국인투자자 지분율이 높아질수록 그리고 정부의 공정경쟁 규제를 받을수록 이러한 부정적인 효과는 완화되는 것으로 나타났다. 즉, 외부 기업지배구조가 어느 정도 가족CEO를 견제하는 역할을 수행함으로써 전문경영자에 비해 가족CEO가 갖는 한계가 해소될 수 있음을 보여주고 있다. 특히 정부의 정책에 따라 가족CEO의 효과가 달라짐을 상기할 때, 기업활동에 영향을 미치는 정부의 다양한 정책들을 양적인 측면과 질적인 측면으로 나누어 가족기업에 미치는 영향을 규명할 필요가 있다. 예를 들어 이균봉·양은진(2015)은 정부규제의 수가 기업의 사회적 책임 활동에 영향을 미치게 됨을 실증하였는데, 이는 규제의 양적인 측면에 해당된다. 반면, 본 연구에서 다룬 공정경쟁 규제의 경우 질적인 측면에 해당되는데, 이 두 가지 측면을 통합적으로 규명한다면 가족CEO의 활동에 대한 이해가 폭넓게 확장될 수 있을 것으로 기대된다.

한편, 본 연구는 가족CEO의 선임이 매우 활발함에도 불구하고 이에 대한 실증연구가 희귀한 국내를 대상으로 이를 실증하였다는 점에서 의의를 갖는다. 선행연구들은 국내 CEO에 대한 다양한 연구를 수행해 오고 있는데, 대표적으로 CEO의 유명도(celebrity)에 대한 연구(이진경, 2014), CEO교체의 결정요인에 대한 연구(박준우, 2007), 그 외에 CEO의 다양한 특성이 재무적 또는 비재무적 성과에 미치는 영향을 규명한 연구(김예정 & 안상봉, 2021; 송병호, 이철규, & 유왕진, 2007; 이지은, 안세연 & 박동준, 2013; 양동훈, & 장영균, 2021) 등이 수행되어 온 바 있다. 본 연구는 이러한 연구의 흐름에 기여하고자 가족CEO가 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 규명하고, 이 과정에서 특히 외부 기업지배구조의 역할을 규명하였다는 점에서 선행연구에 기여하였다. 우리나라 주식시장과 같이 구조적 특성으로 이해관계자간 정보의 불균형이 큰 상황에서 시장에서 가족CEO의 기업가치를 평가하는 과정에 외부 기업지배구조가 어떤 역할을 할 수 있는지를 보여준다는 점에서 시사하는 바가 크다고 볼 수 있다. 즉, 가족CEO를 견제하기 위한 내외부 기업지배구조의 다양한 역할이 복합적으로 작용하는 것이 가족기업의 특징이라 볼 수 있으며, 본 연구는 우리나라 기업을 대상으로 이러한 효과를 규명하여 관련 분야에 대한 연구를 확장하였다는 점에서 의의를 갖는다.

마지막으로 본 연구는 가족CEO의 특성을 토대로 자본시장에서 외부 투자자의 중요성을 보여주었다는 점에서 실무적 시사점을 갖는다. 가족기업과 가족CEO의 비중이 상대적으로 높은 우리나라의 자본시장구조상 기업 외부 투자자들은 자신들의 투자가 기업에 미치는 영향이 상대적으로 미미할 것으로 예상하는 경향이 있다. 그러나 본 연구의 실증분석 결과와 보여주듯이 가족CEO에 의해 운영되는 기업들은 외부 자본시장의 영향력으로부터 자유롭지 못하며, 외부 기업지배구조의 영향에 따라 의사결정과 기업가치가 달라지는 것을 보여주었다는 점에서 유관 정책분야에 기여하는 바가 있다. 따라서 외부 투자자들은 정당성을 갖춘 외부 기업지배구조를 파악하여 이들의 영향력과 정보력을 바탕으로 투자시장에서 정보의 불균형을 해소하는 시도가 요구된다.

3. 연구의 한계점 및 추후연구방안

본 연구의 한계점과 그로부터 파생되는 추후연구방안을 정리하면 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 가족 CEO 변수를 비롯 일부 변수들의 경우 측정방식을 개선하여 타당성을 제고하려는 노력이 요구된다. 본 연구에서는 선행연구를 참조로 각 기업의 CEO가 가족인 경우와 그렇지 않은 경우를 토대로 더미 변수화 하였다(González, Guzmán, Pombo, & Trujillo, 2015). 그러나 선행연구에서는 단지 가족CEO인지 아닌지 뿐 아니라 가족집단의 영향력을 검증하기 위해 가족 소유구조(family ownership)를 측정하는 다양한 방식을 소개하고 있다(Miller, Le Breton-Miller, Minichilli, Corbetta, & Pittino, 2014). 추후 연구에서는 다양한 측정방법을 활용하여 가족CEO의 특징을 파악하는 다각적인 시도를 진행할 필요가 있다.

둘째, 외부 기업지배구조의 영향 역시 연구의 주요변수임에도 불구하고 조절변수 중 하나인 정부의 공정경쟁 규제가 더미변수로 측정된 것은 또 다른 연구의 한계로 남는다. 특히, 본 연구는 규제 자체를 측정하기보다 대규모기업집단에 속했는지 여부를 공정경쟁 규제의 대리변수(proxy variable)로 상정하였는데, 이는 여러 의미에서 한계를 갖는다. 즉, 공정경쟁 규제가 존재함에도 규제에 따라 기업의 활동에 변화가 있었는지 또는 규제를 위반하여 이에 대한 제재를 받은 적이 있는지에 따라 그 효과가 상이하게 나타날 수 있다. 따라서 추후 연구에서는 규제의 존재유무 뿐 아니라 규제의 적용 및 그 영향을 고려하여 외부 기업지배구조의 역동적인 측면을 고려할 필요가 있다.

셋째, 본 연구에서는 외부의 기업지배구조에 따라 가족CEO의 의사결정이나 전략적 선택에 어떠한 차이가 존재하는지를 보여주지는 못했다는 점에서 한계를 갖는다. 즉, 외부 기업지배구조의 영향력이 커지는 상황에서 가족CEO가 외부의 기업지배구조를 의식하여 어떻게 다른 의사결정을 하는지 그 프로세스를 밝혀내지는 못했다. 따라서 추후 연구에서는 본 연구에서 밝혀낸 결과를 단초 삼아, 외부 기업지배구조 영향력의 변화에 따라 가족CEO의 의사결정이 어떻게 달라지는지를 종단면적으로 살펴보거나 참여관찰법을 통해 밝혀내는 시도가 요구된다. 이러한 시도가 진행될 경우 가족CEO의 기업경영에 대한 기존의 이해를 확장할 수 있을 것으로 기대된다.

마지막으로 본 연구는 외부 기업지배구조의 영향력을 살피는 과정에서 불가피하게 KOSPI 상장기업만을 분석대상으로 하였는데, 추후 연구에서는 연구대상을 더욱 확장하는 시도가 요구된다. 예를 들어, 본 연구의 주요 조절변수 중 하나인 정부정책의 경우 KOSPI에 등재된 증권·대기업 뿐 아니라 KOSDAQ 상장기업 또는 중소기업에 더욱 민감하게 영향을 끼칠 수 있다. 따라서 추후 연구에서는 가족CEO에 의해 운영되는 중소기업이 정부정책에 따라 어떻게 의사결정과 전략적 선택이 달라지는지를 다각적으로 규명하는 시도가 요구된다.

References

<국내 문헌>

- 고대영, 백은영, 안미장 (2012), "기업지배구조가 외국인지분율에 미치는 영향," *회계정보연구*, 30(1), 29-59.
- 김예정, 안상봉 (2021), "기업의 CEO특성, 조직특성 및 구성원 사기가 비채무성과에 미치는 영향에 관한 연구," *유통경영학회지*, 24(2), 87-100.
- 곽배성, 이재혁 (2021), "기업의 ESG 수준과 외국인 투자자 비중과의 관계: 규제위험 노출수준에 따른 투자자 민감도," *전략경영연구*, 24(1), 35-66.
- 박준우 (2007), "CEO교체의 결정요인에 관한 연구," *산업경제연구*, 20(4), 1629-1643.
- 송병호, 이철규, 유왕진 (2007), "중소벤처 가족기업의 CEO승계가 기업성과에 미치는 영향 및 핵심 승계 결정요인 분석," *한국창업학회지*, 2(20), 211-230.

- 안세연, 박동준 (2013), “소유 또는 전문 CEO 선택이 가족 기업의 장기성과에 미치는 영향,” *전략경영연구*, 16(20), 57-87.
- 이균봉, 양은진 (2015), “기업의 사회적 책임 활동 결정요인: 정부규제의 역할,” *대한경영학회지*, 28(9), 2303-2323.
- 이주일, 박경민 (2024), “중소기업의 레버리지가 사멸률에 미치는 영향: 미국 제조업체를 중심으로,” *국제경영리뷰*, 28(1), 109-127.
- 이지은, 양동훈, 장영균 (2021), “CEO의 특성이 ESG 성과에 미치는 영향에 관한 문헌연구,” *윤리경영연구*, 21(2), 95-132.
- 이지홍 (2021), “좋은 기업지배구조 형성을 위한 시장과 정부의 역할,” *한국경제포럼*, 13(4), 107-137.
- 이진경 (2014), “최고경영자 유명도 연구의 현황과 과제,” *리더십연구*, 5(1), 95-114.

<외국 문헌>

- Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira and P. Matos (2011), “Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors,” *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154-181.
- Aguilera, R. V., K. Desender, M. K. Bednar and J. H. Lee (2015), “Connecting the Dots: Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle,” *Academy of Management Annals*, 9(1), 483-573.
- Alareeni, B. A. and A. Hamdan (2020), “ESG Impact on Performance of US S&P 500-listed Firms,” *Corporate Governance*, 20(7), 1409-1428.
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb (2003), “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500,” *Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Bena, J., M. A. Ferreira, P. Matos and P. Pires (2017), “Are Foreign Investors Locusts? The Long-Term Effects of Foreign Institutional Ownership,” *Journal of Financial Economics*, 126(1), 122-146.
- Bennedsen, M., K. M. Nielsen, F. Perez-Gonzalez and D. Wolfenzon (2007), “Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance,” *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647-691.
- Berns, K. V. D. and P. Klarner (2017), “A Review of the CEO Succession Literature and a Future Research Program,” *Academy of Management Perspectives*, 31(2), 83-108.
- Berrone, P., C. Cruz, L. R. Gomez-Mejia and M. Larraza-Kintana (2010), “Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less?,” *Administrative Science Quarterly*, 55(1), 82-113.
- Berrone, P., C. Cruz and L. R. Gomez-Mejia (2012), “Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research,” *Family Business Review*, 25(3), 258-279.
- Berry, H., M. F. Guillen and N. Zhou (2010), “An Institutional Approach to Cross-National Distance,” *Journal of International Business Studies*, 41(9), 1460-1480.
- Burkart, M., F. Panunzi and A. Schleifer (2003), “Family Firms,” *Journal of Finance*, 58(5), 2167-2201.
- Chen, G., R. Chittoor and B. Visa (2021), “Does Nepotism Run in the Family? CEO Pay and Pay-Performance Sensitivity in Indian Family Firms,” *Strategic Management Journal*, 42(7), 1326-1343.
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt (1994), “A Simple Approximation of Tobin’s q,” *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Desender, K. A., R. V. Aguilera, M. Lopezpuertas-Lamy and R. Crespi (2016), “A Clash of Governance Logics: Foreign Ownership and Board Monitoring,” *Strategic Management Journal*, 37(2), 349-369.
- Ferreira, M. A. and P. Matos (2008), “The Colors of Investor’ Money: The Role of Institutional Investors Around the World,” *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.

- Gomez-Mejia, L. R., K. T. Haynes, M. Nunez-Nickel, K. J. L. Jacobson and J. Moyano-Fuentes (2007), "Socioemotional Wealth and Business Risks in Family Controlled Firms," *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.
- Gomez-Mejia, L. R., M. Larraza-Kintana and M. Makri (2003), "The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations," *Academy of Management Journal*, 46(2), 226-237.
- González, M., A. Guzmán, C. Pombo and M. A. Trujillo (2015), "The Role of Family Involvement on CEO Turnover: Evidence from Colombian Family Firms," *Corporate Governance: An International Review*, 23(3), 266-284.
- Hambrick, D. C. (2007), "Upper Echelons Theory: An Update," *Academy of Management Review*, 32(2), 334-343.
- 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), 193-206.
- James, H. S. (1999), "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm," *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41-55.
- Jaskiewicz, P., K. Uhlenbruck, D. B. Balkin and T. Reay (2013), "Is Nepotism Good or Bad? Types of Nepotism and Implications for Knowledge Management," *Family Business Review*, 26(2), 121-139.
- Kang, H. C. and J. Kim (2016), "Why Do Family Firms Switch Between Family CEOs and Non-Family Professional CEO?," *Review of Accounting and Finance*, 15(1), 45-64.
- Kaplan, S. N., M. M. Klebanov and M. Sorensen (2012), "Which CEO Characteristics and Abilities Matter?," *The Journal of Finance*, 67(3), 973-1007.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000), "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Le Breton-Miller, I. and D. Miller (2006), "Why Do Some Family Businesses Out-Compete? Governance, Long-Term Orientations, and Sustainable Capability," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), 731-746.
- Lin, S. H. and S. Y. Hu (2007), "A Family Member or Professional Management? The Choice of a CEO and Its Impact on Performance," *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1348-1362.
- Martinez, J. I., B. S. Stohr and B. F. Quiroga (2007), "Family Ownership and Firm Performance: Evidence from Public Companies in Chile," *Family Business Review*, 20(2), 83-94.
- Mehrotra, V., R. Morck, J. Shim and Y. Wiwattanakantang (2013), "Adoptive Expectations: Rising Sons in Japanese Family Firms," *Journal of Financial Economics*, 108(3), 840-854.
- Miller, D., I. Le Breton-Miller and B. Scholnick (2008), "Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses," *Journal of Management Studies*, 45(1), 51-78.
- Miller, D., I. Le Breton-Miller, A. Minichilli, G. Corbetta and D. Pittino (2014), "When Do Non-Family CEOs Outperform in Family Firms? Agency and Behavioural Agency Perspectives," *Journal of Management Studies*, 51(4), 547-572.
- Perez-Gonzalez, F. (2006), "Inherited Control and Firm Performance," *American Economic Review*, 96(5), 1559-1588.
- Quigley, T. J., D. C. Hambrick, V. F. Misangyi and G. A. Rizzi (2019), "CEO Selection as Risk-Taking: A New Vantage on the Debate About the Consequences of Insiders Versus Outsiders," *Strategic Management Journal*, 40(9), 1453-1470.

- Schepker, D. J., Y. Kim, P. C. Patel, S. M. Thatcher and M. C. Campion (2017), "CEO Succession, Strategic Change, and Post-Succession Performance: A Meta-Analysis," *The Leadership Quarterly*, 28(6), 701-720.
- Shen, W. and A. A. Cannella (2002), "Revisiting the Performance Consequences of CEO Succession: The Impact of Successor Type, Post-Succession Senior Executive Turnover, and Departing CEO Tenure," *Academy of Management Journal*, 45, 717-733.
- Singh, S., N. Tabassum, T. K. Darwish and G. Batsakis (2018), "Corporate Governance and Tobin's Q as a Measure of Organizational Performance," *British Journal of Management*, 29(1), 171-190.
- van Essen, M., M. Carney, E. R. Gedajlovic and P. P. Heugens (2015), "How Does Family Control Influence Firm Strategy and Performance? A Meta-Analysis of US Publicly Listed Firms," *Corporate Governance: An International Review*, 23(1), 3-24.
- Wei, Z., F. Xie and S. Zhang, (2005), "Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991-2001," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 87-108.
- 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), 196-220.
- Zona, F. (2016), "CEO Leadership and Board Decision Processes in Family-Controlled Firms: Comparing Family and Non-Family CEOs," *Small Business Economics*, 47, 735-753.