

가족기업 IPO 장기성과에 관한 연구

-코스닥 등록기업을 중심으로-

Long-Run IPO Performance Analysis of KOSDAQ
Family-Owned Business

남 영 호 (건국대학교)

문 성 주 (건국대학교)

가족기업 IPO 장기성과에 관한 연구

-코스닥 등록기업을 중심으로-

Long-Run IPO Performance Analysis of KOSDAQ Family-Owned Business

남영호, 문성주

<요 약>

본 연구는 가족기업에 대한 새로운 시각을 제시하기 위해 코스닥에 등록된 기업을 대상으로 가족기업과 비가족기업으로 분류한 다음 이들 기업의 IPO 후 장기성과에 대한 차이가 있는 지? 차이가 있다면 어떤 설명변수에 의해서 그 차이가 설명될 수 있는지를 살펴보았다. 주요한 연구결과는 다음과 같다.

첫째, 전체 조사기간 IPO한 기업 중에서 가족기업의 비중은 KOSDAQ내에서 비가족기업이 차지하는 비중보다 높은 편이었다. 또한 가족기업이 가장 많이 분포되어 있는 업종으로는 전자부품, 영상, 음향 및 통신장비제조업(23.55%), 정보처리 및 기타 컴퓨터 운영관련업(14.88%), 화합물 및 화학제품제조업(9.50%) 순이었다.

둘째, 가족기업의 장기성과를 Wilcoxon 순위화검증을 통해 비가족기업과 비교분석과 결과 5%유의수준하에서 가족기업이 비가족기업보다 유의높은 성과를 나타내고 있음을 알 수 있다. 또한, 일부 극단적 성과를 보이는 가족기업을 포함할 경우 가족기업의 IPO장기성과는 KOSDAQ 지수수익률을 초과하는 것처럼 보였으나, 대부분의 가족기업의 IPO장기성과가 KOSDAQ지수수익률보다 낮았다.

셋째, 가족기업의 IPO장기성과에 미치는 영향을 조사한 결과 IPO초기 한 달 동안의 자본력(Capital), 기업의 연령(Age), 기업의 규모(Size)가 가족기업 IPO장기성과에 영향을 미치는 주요한 성과임을 알 수 있었다. 그리고 가족기업의 지분율인 Ownership을 Ownership<20%, 20%≤Ownership<40%, 40%≤Ownership<60%, Ownership≥60% 4가지 범주로 나누어 살펴본 결과 가족기업 지분율이 20%≤Ownership<40%, 40%≤Ownership<60%일 때 회귀계수가 유의적이었으면 특히 20%≤Ownership<40%일 때보다 40%≤Ownership<60%일 경우 IPO장기성과에 대한 부정적 영향이 감소함을 알 수 있었다.

넷째, 가족기업에서 소개한 독립변수와 가족여부의 더미변수가 과연 전체 IPO기업의 장기성과를 얼마나 설명하는지를 살펴본 결과 IPO초기 한 달 동안의 자본력(Capital), 기업의 연령(Age), 기업의 규모(Size)는 여전히 유의한 설명력을 가진 변수이었으나 가족기업여부는 장기성과를 설명할 정도의 유의적인 변수 역할을 하지 못하였다. 다음으로 각각의 독립변수에 가족기업여부의 더미변수를 곱하여 복합적 효과를 고려한 결과 여전히 IPO초기 한 달 동안의 자본력(Capital)은 IPO 전체기업의 장기성과를 설명하는 주요한 변수임을 알 수 있었다.

핵심단어 : 가족기업, IPO 장기성과, Ownership, Age, Size

* 건국대학교, 사회과학대학, 경영학과 교수

** 건국대학교, 사회과학대학, 경영학과 겸임교수

1. 서론

가족 중심으로 경영되는 가족기업은 역사이전부터 존재하였으나 산업화 이후 가족기업이 지닌 단점의 부각으로 큰 관심을 갖지 못하였다. 가족기업(family business, family-owned business, family controlled enterprise)이 전세계적으로 과거의 유물로만 취급받다가, 미국에서는 1980년대 이후부터 학계의 관심을 받게 되었다(Aronoff and Cawley, 1990; Aronoff, 1998). 더구나 21세기 들어와서 미국, EU 등에서는 가족기업에 유리한 광범위한 조세계획을 제정하여 국제사회가 가족기업의 경영에 긍정적인 반응을 보이기 시작하였다. (Astrachan & Bowen, 2001). 이와 같이 가족기업을 긍정적으로 인식하고 육성하는 데에는 몇 가지 이유가 있다. 왜냐하면 가족기업은 부의 생성, 고용창출, 그리고 경쟁력 제고와 같은 주요한 공헌을 하며(Westhead & Cowling, 1998), 한 나라의 안정과 튼튼한 경제에도 결정적인 역할을 수행하기 때문이다(Ibrahim & Ellis, 1994). 미국의 경우 가족기업은 전체 기업의 92%를 차지하며, 노동력의 59%를, 신규 직업 창출의 78%를, 그리고 GDP의 49%를 제공하고 있다(Shanker & Astrachan, 1996). 호주의 가족기업은 노동력의 75%를, GDP의 66%를 차지하고 있으며(Lank, 1994), 영국, 스페인의 경우 전체 기업의 70%이상 이(Bellet, et al., 1998), 독일의 경우 80%가 가족에 의해 통제되는 기업으로 보고 있다(Reidel, 1994).

2003년말 Business week에서 조사한 바에 의하면 미국에서 창업주와 그 가족을 중심으로 운영하는 가족기업의 기업실적이 외부 전문경영진을 활용한 기업보다 우수한 실적을 보였다. 그 이유는 선천적인 리더십, 신속한 의사결정, 종업원들의 강한 애사심, 성장분야에 대한 과감한 투자, 오너의 확고한 주인 의식 등을 꼽았다. 뿐만 아니라 Newsweek 유럽판(2004.4.12)에서는 프랑스 INSEAD와 스위스경영대학원 IMD의 연구에서는 가족기업이 안정감 있는 경영, 강력한 리더십, 기업에 대한 신뢰감, 신속한 의사결정 등의 측면에서 경쟁력이 높다고 분석하였다. Thomson Financial(금융정보분석전문기업)사는 유럽 각국의 가족기업과 비가족기업들에 대한 독자적인 지수를 만들어 1994년 12월부터 2003년 12월까지 10년에 걸쳐 추적하여 급성장한 10대 가족기업의 주식 목록을 작성했다. BMW가 1위를 차지한 독일의 가족기업의 주가는 206% 급증한 반면 비가족기업의 주가는 47% 상승에 그쳤다. 제약회사 사노피-생테라보·로레알·LVMH 등을 필두로 하는 프랑스에서도 가족기업주가 마찬가지로 놀라운 수준인 203%를 기록한 반면 비가족기업들의 주가는 76% 상승에 그쳤다. 가족기업들은 스위스·스페인·영국, 그리고 심지어는 탄치 일가가 운영하던 파르말라트의 도산에도 불구하고 이탈리아에서도 비가족기업들보다 나은 실적을 보였다.

이와 같이 전세계적으로 가족기업의 경제적 역할과 기업실적 등을 토대로 이에 대한 깊은 관심과 많은 연구를 하고 있다. 그러나 우리나라의 경우 가족기업에 바라보는 시각은 아직도 부정적이다. 왜냐하면 소규모 가족기업에서 출발해, 대규모 가족기업(재벌 포함)으로 성장하는 과정에서 정도경영을 벗어나 불법으로 부를 축적한 기업도 한 요인이 될 수 있겠다.

또한 기회의 평등보다는 결과의 평등을 지나치게 강조하는 나머지 부자들을 경계하고 미워하는 우리나라의 전반적인 분위기도 또 다른 요인으로 추측할 수 있겠다. 이에 따라 가족기업이 갖고 있는 장점인 가족구성원의 공유된 가치관과 비전, 일시적인 눈앞의 이익보다는 장기적인 측면추구, 투철한 도전정신을 밑바탕으로 한 창업문화, 관료적인 성향이 약하여 빠른 의사결정, 가문의 이름을 자랑스럽게 생각, 위기 극복의 강한 의지 등은 도외시하게 되었다. 그 결과 가족(구성원) 간의 치열한 분쟁, 가족과 기업 경계의 애매모호함, 능력과는 무관하게 이루어지는 입사 혹은 승진 등으로 인한 상대적인 박탈감, 네포티즘, 친척들의 감독 문제, 잘못된 승계나 상속으로 인한 불화 등 가족기업의 단점(Davis, 1983; Ibrahim & Ellis, 1994; Family Enterprise Center, 1998)을 지나치게 강조하게 되었다. 이를 우려해 일각에서는 중소기업 가족기업을 바로 보자는 시각과 이를 위한 제도보완을 해야 한다는 지적이 나오고 있다. 이런 지적은 중소기업에서 나타날 수 있는 ‘경쟁력’과 ‘부 축적’으로 고용을 창출할 수 있다는 효과에 주목했기 때문이다. 이들 가족기업들이 소유권(혹은 경영권)을 승계하지 않고, 사업을 접는다면 당연히 투자는 감소하고 일자리는 줄어들 수밖에 없을 것이다.

가족기업은 아주 중요한 연구테마이다. 그 이유는 첫째로, 독립적인 기업 대부분은 가족기업이기 때문이다. 둘째로, 가족기업 오너의 경영 목적은 비 가족기업 경영자의 그것과는 다르기 때문이다. 셋째로, 가족기업은 비가족기업과는 다르게 경영되어지기 때문이다. 넷째로, 가족기업의 오너는 다음 세대의 가족구성원에게 승계 하려는 데에 많은 관심을 가지는 것 같다. 그러므로 상속세, 증여세 등과 관련된 세법에 특별한 관심을 가지기 때문이다. 다섯째로, 정책입안자는 가족기업의 성과가 비가족기업의 성과보다 좋은지 혹은 나쁜지를 알고 싶어 한다. 또한 가족기업은 경쟁력 제고, 부의 창출, 고용확대 등에 지대한 역할을 수행하므로, 정책입안자는 가족기업의 생존과 발전에 도움을 줄 특별한 지원 방안에 관심을 가지기 때문이다(Ward & Aronoff, 1992).

이와 같이 선진국에서는 가족기업에 대한 새로운 시각을 제시하기 위해 다양한 조사 및 연구가 이루어지고 있다. 그러나 우리나라의 경우 가족기업의 중요성에 비하여 관련연구가 거의 없다(남영호, 2002). 그래서 본 연구는 코스닥에 등록된 기업을 대상으로 가족기업과 비가족기업으로 분류한 다음 이들 기업의 IPO 후 장기성과에 대한 차이가 있는지? 차이가 있다면 어떤 설명변수에 의해서 그 차이가 설명될 수 있는지를 살펴보고자 한다.

II. 가족기업 IPO 장기성과에 관한 선행연구

일반기업 IPO의 장기성과에 관한 해외연구는 Ritter(1991)을 시초로 Keloharju(1993), Levis(1993), Loughran과 Ritter(1995)등이 있다. 이들 연구에 의하면 통제기업에 비하여 IPO 기업이 장기 저성과를 보인다는 점을 지적하였다. 특히 Ritter(1991)에 의하면 업력이 짧을수

록 장기 저성과 현상은 두드러지고, 업력이 길수록 이러한 현상이 사라짐을 밝혔다.

이에 반하여 가족기업을 대상으로 한 IPO 장기성과에 관한 해외연구는 최근에 집중적으로 이루어지고 있다. 먼저 Mazzola와 Marchisio(2003)은 독일과 스페인의 가족기업을 대상으로 IPO 장기성과를 측정하였다. 그 결과 3세대에 걸친 가족기업은 전체의 15%미만이었으며 IPO 장기성과는 승계문제, 지분의 다변화문제, 미래성장을 위한 자금조달문제 등에 대한 해결책 될 수 있다고 주장한다. 또한, Ehrhardt와 Nowak(2003) 등은 가족기업 IPO가 투자자 관점에서 흥미로운 부분될 수 있고, 가족기업과 비가족기업의 유의적인 성과차이는 투자전략 수립시 정보 원천이 될 수 있다고 보았다. 반면에 가족기업의 IPO 장기성과는 비가족기업의 IPO성과보다 유의적으로 낮았고 주장한다.

국내의 경우 IPO에 관한 연구는 많으나 가족기업을 중심으로 한 연구는 전무한 상태이다. 그래서 첫째로, 가족기업과 비가족기업의 IPO 후 장기성과의 차이는 있는가? 둘째로, 장기성과의 차이가 있다면 이의 결정요인은 무엇인가? 등을 살펴보고자 한다.

III. 연구방법

3.1 가족기업의 분류방법

아직까지 가족기업과 비가족기업(일반기업)을 분류하는 방법에 대한 통일된 견해는 없는 것 같다. 즉 가족기업에 대한 개념은 국가마다 그리고 학자마다 조금씩 다르게 정의 내리고 있다는 의미이다. 먼저 미국의 Handler(1989)는 소유권의 관점만으로는 창업(entrepreneurship)과 가족기업을 구별하지 못한다고 역설하고 소유권, 상호의존적인 하위 시스템, 세대이전, 기타 복수상황 등 다양한 측면에서 고찰하고 있다. 일반적으로 미국의 경우 전형적인 가족기업은 최소한 2세대가 기업경영에 관여할 때로 보고 있으며, 기업가(경영자) 스스로의 자유의사에 따라 가족기업인가 아닌가를 결정하고 있다(남영호, 2005). 영국의 Westhead 등(1998)은 다음의 4 가지 기준으로 가족기업을 정의내리고 있다. 첫째로, 단일 지배가족이 해당기업 소유권을 50% 이상 갖고 있는가 하는 기준. 둘째로, 친·인척집단이 해당기업을 가족기업으로 인정하는가 하는 기준. 셋째로, 기업이 단일 지배가족의 구성원에 의해 경영되는가 하는 기준. 마지막 넷째로, 기업을 소유한 단일 지배가족의 구성원들이 2세대나 혹은 그 이상의 세대로 세대 간 소유권 승계이전을 경험한 기업인가 하는 기준. 즉 Westhead 등은 가족의 경영참여(family management)보다는 소유권(ownership)이 가족기업의 핵심이며, 이것이야말로 가족기업과 비가족기업을 구분하는 기준이라고 주장하고 있다. 결론적으로 Westhead 등은 위의 4가지 기준을 적당히 혼합한 복합기준을 적용하여 의결권의 50%이상을 최대단일가족이 갖고 있거나, 가족구성원 중 CEO들이 스스로 가족기업으로 인정하는 경우를 가족기업으로 보고 있다. 한편 최근에 들어와 Astrachan 등(2002), Klein 등

(2005)은 "F-PEC Scale"을 사용하여 가족기업의 개념을 새롭게 정의내리고 있다. 이들은 가족기업에 가장 큰 영향을 끼치는 변수를 가족(family)으로 보고, 가족에 영향을 끼치는 중요한 변수를 다시 권력(power), 경험(experience), 문화(culture)의 3가지(이를 F-PEC이라 칭함) 측면에서 고찰하고 있다. 결국 가족관여의 범위와 방법에 따른 연속적인 개념을 적용하여 가족기업을 정의내리고 있다.

이상의 다양한 견해 중 본 연구는 우리나라의 실정과 본 연구의 방법론 등을 고려하여 Westhead 등(1998)의 주장을 따르되, 4가지 기준 중에서 둘째기준을 제외한 첫째, 셋째, 넷째 기준에 따라 가족기업을 분류하고자 한다. 둘째기준인 '친·인척집단이 해당기업을 가족기업으로 인정하는가'를 제외한 이유는, 본 연구의 연구방법이 기업가(혹은 경영자)를 대상으로 한 설문조사가 아닌 통계자료에 근거한 연구이고, 또 다른 이유는 현재 우리나라의 가족기업에 대한 일반적인 정서가 부정적이기 때문이다. 구체적인 가족기업의 선정방법은 다음과 같은 순서로 한다. 첫째로, 단일 지배가족이 해당기업 소유권을 50% 이상 갖고 있으면 가족기업으로 분류한다. 둘째로, 첫째의 기준에 미달할 경우 기업이 단일 지배가족의 구성원에 의해 경영(혹은 소유)되면 가족기업으로 분류한다. 셋째로, 기업을 소유한 단일 지배가족의 구성원들이 2세대나 혹은 그 이상의 세대일 경우 가족기업으로 분류한다. 이상 세 가지 기준 중 어느 하나에도 해당되지 않으면 비가족기업(일반기업)으로 분류한다. 이에 필요한 자료는 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)의 각 년도 별 사업보고서를 참고하였다.

3.2 가족기업 IPO 장기성과

가족기업 IPO 장기성과를 측정하는 방식에는 CAR(cumulative abnormal return)방식과 BHAR(buy and hold abnormal return)방식이 있다. 전자의 경우는 월별 비정상수익률을 합하는 방식임에 반하여 후자는 월별 비정상수익률을 곱하는 방식으로 근본적인 차이가 있다. Barber와 Lyon(1997)은 CAR방식의 경우 성과가 낮은 경우에 비정상수익률을 과대평가하는 경향이 있고, 투자자들의 진정한 수익률을 잘 반영하지 못한다고 지적하고 있다.

그래서 본 연구에서는 먼저 IPO기업의 장기성과를 절대치 표현방식으로 비교분석하기 위해 Barber와 Lyon(1997)과 Fama(1998)에 의해 채택된 BHAR방식을 이용하여 36개월 동안의 가족기업 IPO장기성과를 측정하고자 한다.

$$BHAR_{i,t} = \left[\prod_{t=t_i}^{T_i} (1 + R_{it}) - 1 \right] - \left[\prod_{t=t_i}^{T_i} (1 + E(R_{it})) - 1 \right] \quad \text{식(1)}$$

여기서, $BHAR_{i,t}$: IPO 기업의 보유기간 초과수익률

R_{it} : 배당, 주식병합, 유상증자, 무상증자의 효과를 조정한 월별 주가수익률

$E(R_{it})$: 월별 기대수익률(KOSDAQ시장수익률)

t_i : IPO 후 첫 거래월, T_i : IPO 후 36개월, N : IPO기업 수

다음으로 IPO기업의 최초공모주 수익률이 시장수익률보다 어느 정도 초과하여 좋은 성

과를 나타내는 지를 상대적 비교치 표현방식으로 측정하기 위해 Ritter(1991)의 WR(wealth relative)방법을 도입하였다²⁾.

$$WR_{i,T_i} = \frac{1 + HPR_{i,T_i}}{1 + HPR_{m(\hat{d}),T_i}} \quad \text{식(2)}$$

WR_{i,T_i} : IPO기업의 보유기간 추가수익률과 시장수익률의 상대적 비교치

$$HPR_{i,T_i} = \prod_{t=1}^N (1 + R_{i,t}) - 1 \quad \text{: IPO기업의 3년 보유기간 추가수익률}$$

$$HPR_{m(\hat{d}),T_i} = \prod_{t=1}^N (1 + E(R_{i,t})) - 1 \quad \text{: 동일기간의 시장수익률}$$

T_i : IPO 후 36개월, N : IPO기업 수

만약 WR_{i,T_i} 이 1보다 크면 그 IPO기업의 보유기간 추가수익률은 KOSDAQ 시장수익률을 상회하는 하였다는 것이고, 1보다 작다면 KOSDAQ 시장수익률에도 미치지 못하였다는 것을 의미한다.

3.3 IPO 장기성과 원인검증을 위한 회귀분석

본 연구에서는 가족기업의 IPO 장기성장에 영향을 미칠 수 있는 변수로 아래와 같이 5가지 변수를 독립변수로 선정하고, 해당 독립변수들이 IPO 장기성과 지표인 BHAR를 얼마나 설명할 수 있는지를 식(3-1)과 같은 회귀분석을 통해 살펴보고자 한다. 또한 Ownership < 20%, 20% ≤ Ownership < 40%, 40% ≤ Ownership < 60%, Ownership ≥ 60% 4가지 범주로 나누어 가족기업의 지분율이 상승하면 지배구조가 개선되어 "interest convergence theory"(Jensen & Meckling, 1976)과 같이 가족기업 IPO 장기성장이 향상되는지? 아니면 참호가설 (Fama & Jensen, 1983; Singh & Davidson, 2002)과 같이 높은 지분율이 오히려 가족기업 구성원들이 기업 운영을 전횡하고픈 동기를 유발하는지를 각 범주형 변수에 Ownership를 곱하여 복합적 효과를 식(3-2)를 통해 살펴보았다.

$$BHAR = \alpha_1 + \beta_1 \cdot Capital_i + \beta_2 \cdot Year_i + \beta_3 \cdot Age_i + \beta_4 \cdot Size_i + \beta_5 \cdot Ownership_i + \varepsilon_i \quad \text{식(3-1)}$$

$$BHAR = \alpha_1 + \beta_1 \cdot Capital_i + \beta_2 \cdot Year_i + \beta_3 \cdot Age_i + \beta_4 \cdot Size_i + \beta_5 \cdot D_i * Ownership_i + \varepsilon_i \quad \text{식(3-2)}$$

다음으로 전체기업을 대상으로 가족기업의 독립변수() 및 가족기업여부(Family)의 더미변수가 전체 IPO기업의 설명변수가 될 수 있는지 식(3-3)을 통해 분석하였고, 추가적으로 가족기업의 독립변수와 가족기업여부더미변수를 복합적 효과를 고려하기 위해 식(3-4)를 활용하였다.

2) 식 (1)에서 분모 및 분자에 1를 더하는 이유는 분모가 음수일 경우 발생할 수 있는 경제적 의미를 반대로 해석할 수 있는 오류를 사전에 방지하기 위함이다. 일반적으로 장기 시장수익률과 보유기간 추가수익률에 1를 더하면 대부분 분모가 음수에서 양수로 변환되어 WR_{i,T_i} 지표를 해석하는데 큰 무리가 없다. 그렇지만 혹시 이와 같은 조정으로도 범위를 벗어날 수 있는 경우가 있을 수 있으므로 본 연구에서는 분모가 음수인 경우는 하나 하나씩 확인하여 위의 조정으로도 분모가 음수인 경우 분모와 분자에 1보다 큰 수를 더하여 이러한 문제를 해결하였다.

$$BHAR = \alpha_1 + \sum_{i=0}^n \beta_i X_i + \gamma * Family \quad \text{식(3-3)}$$

$$BHAR = \alpha_1 + \sum_{i=0}^n \beta_i X_i + \gamma * Family + \sum_{i=0}^n \delta_i Family * X_i + \epsilon_i \quad \text{식(3-4)}$$

1) Capital

IPO시점에 낮은 자본력을 가진 기업은 장기적으로 낮은 IPO성과가 예상된다는 “initial underpricing” 가설을 바탕으로 낮은 자본력을 가진 기업³⁾을 1로 하고, 높은 자본력을 가진 기업을 0으로 하여 이에 의한 영향을 통제하고자 한다.

2) YEAR

"Hot issue markets"이론에 의하면 강세시장이면 IPO활동이 활발하고, 약세시장이면 IPO활동이 둔화된다. 그러므로 평균 IPO활동⁴⁾ 이상인 연도를 1로 하고, 그 이하인 연도를 0으로 하여 시장에 의한 영향을 통제하고자 한다.

3) AGE

기업의 업력은 승계문제, 가족분쟁, 내적 소유권 누수 등과 같은 문제를 반영하고자 생각한다. 그래서 업력은 가족기업 IPO에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상된다.

4) SIZE

"small-firm effect" 가설에 의하면 규모가 작은 기업일수록 IPO의 낮은 성과와 높은 관련성을 가질 것이다. 이와 반대로 규모의 경제를 생각한다면 규모가 클 기업일수록 높은 IPO 장기성과를 보일 것이다.

5) Ownership structure

"interest convergence theory"(Jensen & Meckling, 1976)에 의하면 소유구조와 IPO 장기성과는 양의 관계를 가지고, "entrenchment theory"⁵⁾에 의하면 소유구조와 IPO 장기성과는 음의 관계를 가진다.

3) 본 연구에서는 IPO 한 달 동안 추가수익률 수준이 KOSDAQ지수수익률보다 높은 기업은 충분히 주식발행을 통해 투자자금을 확보한 자본력일 풍부한 기업으로 분류하고, 추가수익률 수준이 KOSDAQ지수수익률보다 낮은 기업은 상대적으로 발행물량의 소화가 어려워 자본력이 부족한 기업으로 분류하였다.

4) 본 연구의 조사기간인 1999년부터 2001년 사이에 상대적으로 가장 IPO 활동이 높은 시기인 2001년을 1로 하였고, 나머지 기간은 0으로 한 더미변수를 설정하였다.

5) 참호 (entrenchment) 가설 (Fama & Jensen, 1983; Singh & Davidson, 2002)을 들 수 있다. 경영자는 기업의 운영을 전횡하고픈 동기를 지니고 있다는 것이다. 즉, 일정한 수준을 넘어서서 지분을 갖게 되면 경영자는 주주 전체의 이해보다는 자기 자신의 이해와 기분에 따라서-때로는 소수 주주의 富를 희생하면서까지-회사를 운영하게 된다는 것이다 (Fama & Jensen, 1983). 이러한 주장은 실증 연구 (예컨대, Kole, 1995; McConnell & Servaes, 1995; Short & Keasey, 1999; Wright et al., 2002)에서도 입증되고 있는데, 일정 수준까지는 경영자의 지분 증가는 기회주의적 행동의 감소를 가져오지만, 그 수준을 넘어서 경영자가 지분을 보유하게 되면 다시 기회주의적 행동이 증가한다는 것이다.¹⁰⁾ 다시 말해서, 경영자의 지분율과 기회주의적 행동간에는 鐘形(inverted U) 관계가 있다는 것이다.

IV. 연구결과

4.1 연구자료의 기초통계량

본 연구는 1999년에서 2001년 KOSDAQ에 IPO한 가족기업을 대상으로 IPO장기성과를 살펴보고자 한다. <표 1>에 의하면 전체 조사기간 IPO한 기업 중에서 가족기업의 비중은 KOSDAQ내에서 비가족기업이 차지하는 비중보다 높은 편이었다. 또한 조사기간내 2001년이 1999년과 2000년에 비하여 IPO활동이 가장 활발하였음을 알 수 있다.

<표 1> 연도별 IPO현황

연도	IPO 기업수		합계	가족기업비중
	가족기업	비가족기업		
1999년	53	17	70	75.71%
2000년	96	38	134	71.64%
2001년	93	53	146	63.69%
합계	242	108	350	69.14%

가족기업이 가장 많이 분포되어 있는 업종으로는 <표 2>에서와 같이 전자부품, 영상, 음향 및 통신장비제조업(23.55%), 정보처리 및 기타 컴퓨터 운영관련업(14.88%), 화합물 및 화학제품제조업(9.50%) 순이다. 이들 업종에 대한 비가족기업의 분포도 각각 19.44%, 32.41%, 6.48%로 KOSDAQ기업내 등록기업수가 많은 업종에 가족기업 및 비가족기업 비중이 높음을 알 수 있다.

<표 2> 업종별 가족기업 대 비가족기업 IPO의 차이

업종	IPO 기업수 및 비중			
	가족기업	비중	비가족기업	비중
가구 및 기타제품제조업	2	0.83%	0	0.00%
가족, 가방 및 신발제조업	2	0.83%	0	0.00%
고무 및 플라스틱제조업	4	1.65%	1	0.93%
교육서비스업	1	0.41%	0	0.00%
기타 기계 및 장비제조업	30	12.40%	8	7.41%
기타 오락, 문화 및 운송관련업	0	0.00%	1	0.93%
기타 운송장비제조업	1	0.41%	0	0.00%
기타 전기기계 및 전기변환장치제조업	13	5.37%	5	4.63%
도매 및 상품중개업	7	2.89%	6	5.56%
봉제, 의복 및 모피제품제조업	2	0.83%	0	0.00%
부동산업	1	0.41%	0	0.00%
비금속광물제품제조업	1	0.41%	1	0.93%
사업지원서비스업	3	1.24%	0	0.00%
섬유제품제조업	1	0.41%	0	0.00%
소매업	1	0.41%	0	0.00%
숙박 및 음식점업	0	0.00%	1	0.93%
여향알선, 창고 및 운송관련서비스업	1	0.41%	1	0.93%
영화, 방송 및 공연산업	5	2.07%	4	3.70%
육상운송 및 파이프라인운송업	1	0.41%	0	0.00%
음식료품 제조업	4	1.65%	0	0.00%
의료, 정밀, 광학기기 및 시계제조업	11	4.55%	4	3.70%

자동차 및 트레일러 제조업	3	1.24%	1	0.93%
전문, 과학 및 기술 서비스업	4	1.65%	2	1.85%
전문직별 공사업	2	0.83%	0	0.00%
전자부품, 영상, 음향 및 통신장비제조업	57	23.55%	21	19.44%
정보처리 및 기타 컴퓨터 운영관련업	36	14.88%	35	32.41%
제1차 금속산업	3	1.24%	0	0.00%
조립금속제조업	7	2.89%	1	0.93%
종합건설업	1	0.41%	2	1.85%
출판, 인쇄 및 기록매체복제업	4	1.65%	2	1.85%
컴퓨터 및 사무용기계제조업	6	2.48%	2	1.85%
통신업	2	0.83%	3	2.78%
펄프, 종이 및 종이제품제조업	2	0.83%	0	0.00%
항공운송업	1	0.41%	0	0.00%
화학물 및 화학제품제조업	23	9.50%	7	6.48%
합계	242	100%	108	100%

다음으로 가족기업 및 비가족기업의 IPO장기성과를 살펴보면 <표 3>과 같이 BHAR의 경우 가족기업의 평균이 9.94%로 비가족기업의 8.37%보다 높다. 또한 WR의 경우도 가족기업이 1.39로 비가족기업의 1.15보다 높다. 즉, 가족기업의 IPO장기성과가 비가족기업보다 높음을 알 수 있다. 그러나 BHAR과 WR의 평균이 0과 1보다 크다고 하여 전체적으로 KOSDAQ 지수수익률보다 높은 성과를 가졌다고 말하기는 어렵다. 왜냐하면 왜도와 첨도를 살펴보면 각각 0과 3보다 큰 값을 가지고 있어 오른쪽으로 긴 꼬리를 가지면서 꼬리가 두꺼운 형태를 하고 있음을 알 수 있다. 이 경우 두꺼운 오른쪽 꼬리부분의 이상치에 속하는 기업들의 장기성과를 높일 가능성이 있다. 예컨대 중위수를 살펴보면 BHAR의 경우 가족기업이 -11.36%이고, 비가족기업이 -19.76%이고, WR의 경우 가족기업이 0.72, 비가족기업이 0.57로 대부분의 기업들이 KOSDAQ 지수수익률보다 낮은 성과를 보이고 있음을 알 수 있다. 그렇지만 여전히 가족기업의 IPO장기성과가 비가족기업보다 높음을 알 수 있다.

<표 3> 가족기업 및 비가족기업의 IPO장기성과에 관한 기초통계량

기초통계량	BHAR		WR	
	가족기업	비가족기업	가족기업	비가족기업
평균	9.94%	8.37%	1.39	1.15
중위수	-11.36%	-19.76%	0.72	0.57
표준편차	0.803	1.08	2.18	1.71
왜도	4.11	5.61	5.38	3.22
첨도	21.61	39.85	42.49	12.86

그렇다면 이러한 차이가 통계적으로 유의한지 살펴보기 위해 Wilcoxon 순위화검증⁶⁾ 실시하고 한다. 일반적으로 두 집단의 차이가 정규분포를 따른다고 가정할 경우 t검정을 적용하는 편이 검정력도 높고, 검출 결과의 신뢰성도 높을 것이다. 그러나 그렇지 못할 경우 Wilcoxon 순위화검증을 통해 두 모집단분포가 동일한지 검증을 통해 두 모집단간의 차이를 확인할 수 있다.

6) Wilcoxon 순위화검정은 Mann-Whitney검정이라고 불리는데 두 개의 독립된 무작위 표본이 동일집단에서 추출되었는지를 검정하는데 사용된다. 가설검정은 아래와 같다.

H_0 : 두 개의 모집단분포는 동일하다. : 두 개의 모집단분포간에 위치의 차가 있다.

4.2. 가족기업 대 비가족기업의 IPO 장기성과 비교분석

가족기업의 장기성과를 Wilcoxon 순위화검증을 통해 비가족기업과 비교분석과 결과 <표 4>와 같이 5%유의수준하에서 가족기업이 비가족기업보다 유의높은 성과를 나타내고 있음을 알 수 있다. BHAR의 경우 가족기업의 중위수 및 평균은 각각 -11.36%와 9.94%로 비가족기업의 -19.76%와 8.37%보다 높다. 마찬가지로 WR의 경우 가족기업의 중위수 및 평균은 각각 0.72와 1.39로 비가족기업의 0.57와 1.15보다 높다. 그리고 평균으로 비교할 경우 가족기업 및 비가족기업의 장기성과가 KOSDAQ 지수수익률보다 높고, 중위수로 비교할 경우 낮았다. 그래서 장기성과가 BHAR이 0이하인 경우와 WR이 1이하인 경우가 전체에서 차지하는 비중을 살펴본 결과 가족기업은 62%이고, 비가족기업은 73%로 과반수 이상의 기업들이 KOSDAQ지수수익률보다 낮음을 알 수 있다. 따라서 가족기업 IPO장기성과는 비가족기업보다 높으나 KOSDAQ지수수익률을 초과할 정도는 높지는 않음을 알 수 있다.

<표 4> 가족기업 및 비가족기업의 IPO장기성과 비교분석

패널 A: 전체표본				
IPO장기성과	중위수(%)	평균(%)	%BHAR<0	% WR<1
BHAR	-12.71%	9.45%	65.20%	
WR	1.31	0.66	65.20%	
패널 B : 가족기업				
IPO장기성과	중위수(%)	평균(%)	%BHAR<0	% WR<1
BHAR	-11.36%	9.94%	62.00%	
WR	0.72	1.39	62.00%	
패널 C : 비가족기업				
IPO장기성과	중위수(%)	평균(%)	%BHAR<0	% WR<1
BHAR	-19.76%	8.37%	73.30%	
WR	0.72	1.15	73.30%	
Wilcoxon 순위화검증				
IPO장기성과	가족기업 순위합	비가족기업 순위합	검정통계량(z)	근사 확률값
BHAR	177.41	153.48	-2.08	0.038**
WR	177.21	153.93	-2.02	0.040**

***:1% 유의수준, **:5% 유의수준, *:10% 유의수준하에서 유의함.

3. IPO 장기성과에 대한 원인분석

가족기업의 IPO장기성과에 미치는 영향을 조사한 결과 <표 5>에서 Model1과 같이 IPO 초기 한 달 동안의 자본력(Capital), 기업의 연령(Age), 기업의 규모(Size)가 가족기업 IPO 장기성과에 영향을 미치는 주요한 성과임을 알 수 있었다. 특히 IPO초기 한 달 동안 시장지수수익률보다 높은 주가수준의 유지로 자기자본을 조달할 경우 장기성과가 높은 것으로 나타났다. 이에 반하여 기업의 연령이 길수록, 기업규모가 작을수록 낮은 장기성과를 보였다. 이러한 현상을 보이는 이유는 초기 사업자금을 주식발행을 통한 안정적으로 조달할 경우 사업추진이 원활하여 시장의 투자기회를 획득할 수 있는 가능성이 높아 높은 성과를 보인 것으로 판단된다. 이에 반하여 연령이 오래된 기업일수록 후계자 승계문제 등과 같은 내부갈등이 발생할 소지가 많고, 기업규모가 적을 경우 규모의 경제를 달성하기 어렵기 때문에 낮

은 장기성과를 보이는 것으로 생각된다. 또한, 가족기업의 지분율인 Ownership이 상승하면 IPO장기성과가 향상되는지? 감소되는지를 살펴본 결과 <표 5>의 Model2에서 같이 20%≤ Ownership<40%, 40%≤Ownership<60%일 때 회귀계수가 유의적이었으면 가족기업의 지분율이 20%≤Ownership<40%일 때보다 40%≤Ownership<60%일 경우 IPO장기성과에 대한 부정적 영향이 감소함을 알 수 있었다.

다음으로 가족기업에서 소개한 독립변수와 가족여부의 더미변수가 과연 전체 IPO기업의 장기성과를 얼마나 설명하는지를 살펴본 결과 <표 5>의 Model3과 같이 IPO초기 한 달 동안의 자본력(Capital), 기업의 연령(Age), 기업의 규모(Size)는 여전히 유의한 설명력을 가진 변수이었으나 가족기업여부는 장기성과를 설명할 정도의 유의적인 변수 역할을 하지 못하였다. 다음으로 각각의 독립변수에 가족기업여부의 더미변수를 곱하여 복합적 효과를 고려한 결과 여전히 IPO초기 한 달 동안의 자본력(Capital)은 IPO 전체기업의 장기성과를 설명하는 주요한 변수임을 알 수 있었다.

<표 5> 가족기업의 IPO장기성과에 대한 원인분석

	가족기업의 IPO장기성과				전체 IPO기업의 장기성과			
	Model 1		Model2		Model3		Model4	
	회귀계수	t (p값)	회귀계수	t (p값)	회귀계수	t (p값)	회귀계수	t (p값)
상수	-1.785	-1.564 (0.119)	-0.620	-0.607 (0.544)	-1.375	-1.388 (0.166)	-1.440	-0.792 (0.429)
Capital	-0.316	-13.113 (0.002)***	-0.390	-4.068 (0.000)***	-0.406	-4.232 (0.000)***	-0.572	-3.262 (0.000)***
Year	-0.156	-1.505 (0.134)	-0.094	-0.998 (0.319)	-0.087	-0.909 (0.364)	0.035	0.210 (0.833)
Age	0.002	4.511 (0.000)***	0.002	4.410 (0.000)***	0.002	3.893 (0.000)***	0.006	0.561 (0.575)
Size	0.116	1.904 (0.058)*	0.075	1.319 (0.188)	0.098	1.729 (0.085)*	0.112	1.020 (0.308)
Ownership	0.209	0.703 (0.482)			0.010	0.035 (0.972)	-0.652	-1.002 (0.317)
Ownership *D(Ownership<20%)			-2.384	-1.556 (0.188)				
Ownership *D(20%≤Ownership<40%)			-1.413	-2.077 (0.039)**				
Ownership *D(40%≤Ownership<60%)			-0.756	-1.656 (0.099)*				
Ownership *D(60%≤Ownership)			-0.143	-0.365 (0.716)				
Family					-0.013	-0.124 (0.902)	-0.345	-0.157 (0.875)
Family*Capital							0.256	1.128 (0.224)
Family*Year							-0.191	-0.098 (0.355)
Family*Age							-0.004	-0.416 (0.678)
Family*Size							0.004	1.172 (0.042)
Family*Ownership							-0.005	0.031 (0.975)
Durbin -Watshon	2.060		2.034		2.042		2.071	
F(p값)	10.499 (0.000)***		5.939 (0.000)***		86.649 (0.000)***		3.998 (0.000)***	
R ²	0.155		0.126		0.107		0.119	

***:1% 유의수준, **:5% 유의수준, *:10% 유의수준하에서 유의함.

V. 결론 및 요약

본 연구는 가족기업에 대한 새로운 시각을 제시하기 위해 코스닥에 등록된 기업을 대상으로 가족기업과 비가족기업으로 분류한 다음 이들 기업의 IPO 후 장기성장에 대한 차이가 있는지? 차이가 있다면 어떤 설명변수에 의해서 그 차이가 설명될 수 있는지를 살펴보았다. 주요한 연구결과는 다음과 같다.

첫째, 전체 조사기간 IPO한 기업 중에서 가족기업의 비중은 KOSDAQ내에서 비가족기업이 차지하는 비중보다 높은 편이었다. 또한 가족기업이 가장 많이 분포되어 있는 업종으로는 전자부품, 영상, 음향 및 통신장비제조업(23.55%), 정보처리 및 기타 컴퓨터 운영관련업(14.88%), 화합물 및 화학제품제조업(9.50%) 순이었다.

둘째, 가족기업의 장기성장을 Wilcoxon 순위화검증을 통해 비가족기업과 비교분석과 결과 5%유의수준하에서 가족기업이 비가족기업보다 유의높은 성과를 나타내고 있음을 알 수 있다. 또한, 일부 극단적 성과를 보이는 가족기업을 포함할 경우 가족기업의 IPO장기성장은 KOSDAQ지수수익률을 초과하는 것처럼 보였으나, 대부분의 가족기업의 IPO장기성장이 KOSDAQ지수수익률보다 낮았다.

셋째, 가족기업의 IPO장기성장에 미치는 영향을 조사한 결과 IPO초기 한 달 동안의 자본력(Capital), 기업의 연령(Age), 기업의 규모(Size)가 가족기업 IPO장기성장에 영향을 미치는 주요한 성과임을 알 수 있었다. 특히 IPO초기 한 달 동안 시장지수수익률보다 높은 주가 수준의 유지로 자기자본을 조달할 경우 장기성장이 높은 것으로 나타났다. 이에 반하여 기업의 연령이 길수록, 기업규모가 작을수록 낮은 장기성장을 보였다. 이러한 현상을 보이는 이유는 초기 사업자금을 주식발행을 통한 안정적으로 조달할 경우 사업추진이 원활하여 시장의 투자기회를 획득할 수 있는 가능성이 높아 높은 성과를 보인 것으로 판단된다. 이에 반하여 연령이 오래된 기업일수록 후계자 승계문제 등과 같은 내부갈등이 발생할 소지가 많고, 기업규모가 적을 경우 규모의 경제를 달성하기 어렵기 때문에 낮은 장기성장을 보이는 것으로 생각된다. 그리고 가족기업의 지분율인 Ownership을 Ownership<20%, 20%≤Ownership<40%, 40%≤Ownership<60%, Ownership≥60% 4가지 범주로 나누어 살펴본 결과 가족기업 지분율이 20%≤Ownership<40%, 40%≤Ownership<60%일 때 회귀계수가 유의적이었으면 특히 20%≤Ownership<40%일 때보다 40%≤Ownership<60%일 경우 IPO 장기성장에 대한 부정적 영향이 감소함을 알 수 있었다.

넷째, 가족기업에서 소개한 독립변수와 가족여부의 더미변수가 과연 전체 IPO기업의 장기성장을 얼마나 설명하는지를 살펴본 결과 IPO초기 한 달 동안의 자본력(Capital), 기업의 연령(Age), 기업의 규모(Size)는 여전히 유의한 설명력을 가진 변수이었으나 가족기업여부는 장기성장을 설명할 정도의 유의적인 변수 역할을 하지 못하였다. 다음으로 각각의 독립변수에 가족기업여부의 더미변수를 곱하여 복합적 효과를 고려한 결과 여전히 IPO초기 한 달 동안의 자본력(Capital)은 IPO 전체기업의 장기성장을 설명하는 주요한 변수임을 알 수

있었다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 가족기업의 분류를 Westhead 등(1998)방식에 근거하여 하였으나 정확한 분류를 위해서는 최근에 소개되고 있는 "F-PEC Scale"을 사용할 필요가 있다. 둘째, 본 연구는 IPO시점에서 가족기업의 장기성과를 살펴보았다. 그러나 IPO 이후 시점에 가족기업인 기업이 비가족기업으로 변경될 수 있고, 비가족기업이 가족기업으로 변경될 수도 있다. 따라서 보다 의미있는 연구결과를 가져오기 위해서는 이를 포함하는 연구가 필요하다. 셋째, 가족기업의 IPO장기성과에 영향을 미치는 요인으로 "F-PEC Scale", 승계문제, 가족기업 지배구조 등을 추가하여 분석할 필요가 있다.

VI. 참고문헌

- 남 영호, 가족기업의 경영특성에 관한 연구, 중소기업연구, 24(4), 2002, pp.201-224.
- 남 영호, 가족기업의 승계계획에 관한 연구, 산업경제연구, 18(1), 2005, pp.57-78.
- Aronoff Craig E., "Megatrends in Family Business", *Family Business Review*, 11(3), 1998, pp.181-185.
- Aronoff, Craig E. and Cawley M. B., "Family Business: A New Wave for Business Schools", In C. A. Kent(Ed), 『Entrepreneurship Education』, 123-134, New York: Quorum Books, 1990, www.kennesaw.edu/fec/fbr95.htm.
- Astrachan, Joseph H., Sabine B. Klein, Kosmas X. Smyrniotis, "The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem", *Family Business Review*, 15(1), 2002, pp.45-58.
- Astrachan, Joseph H. and Susan W. Bowen, "Editor's Notes", *Family Business Review*, 14(1), 2001.
- Barbar, B., AND Lyon, J. " Detecting long-run abnormal stock returns : The empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics*, 43, 1997, pp. 341-372.
- Bellet, William, Barbara Dunn, Ramona K. Z. Heck, Peter Parady, John Powell, & Nancy Bowman Upton, "Family Business as a Field of Study: Task Force of International Family Business Program Association", The Task Force of the International Family Business Program Association, The Cornell University Family Research Institute-Bronfenbrenner Life, 1998, HTTP: [//nmq.com/fambiznc/cntprovs/orgs/Cornell/articles/real/ifbpa.html](http://nmq.com/fambiznc/cntprovs/orgs/Cornell/articles/real/ifbpa.html).
- Davis, Peter, "Realizing the Potential of the Family Business," *Organizational Dynamics*, 12(1), 1983, pp.47-56.
- Ehrhardt, O., and Nowak, E." The effect of IPOs on German family-owned firms

- : Governance Changes, ownership structure, and Performance." *Journal of Small Business Management*, 41(2), 2003, pp 222-232.
- Fama, E. " Market efficiency, long term returns, and behavioral finance." *Journal of Financial Economics*, 49(3), 1998, pp. 283-306.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. "Separation of ownership and control.", *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, pp 301-325.
- Family Enterprise Center. 『Family Business Academy Course Materials』 , Unpublished, Family Enterprise Center of Coles College of Business, Kennesaw State University, Kennesaw, Georgia, 1998.
- Handler, Wendy C., "Methodological Issues and Considerations in Studying Family Business", *Family Business Review*, 2(3), 1989, pp.257-275.
- Ibrahim A. Bakr & Willard H. Ellis, 『Family Business Management: Concepts and Practice 』 , Kendall/Hunt Publishing Company, 1994.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H., "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure.", *Journal of Financial Economics*, 3, 1976. pp 305-360.
- Keloharju, M., " The Winner's Curse, Legal Liability, and Long-Run Price Performance of Initial Public Offerings in Finland" *Journal of Financial Economics*, 1993.12, pp. 251-277.
- Klein, Sabine B., Joseph H. Astrachan, Kosmas X. Smyrniotis, "The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation, and Further Implication for Theory", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 2005, pp.321-339.
- Kole, S. R. 1995., "Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data.", *Journal of Corporate Finance*, 1, 1995, pp 413-435.
- Lank, A., The state of family business in various countries around the world, *Family Business Network Newsletter*, 9(May), 1994, p.3.
- Levis, Mario, "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings : The UK Experience 1980-1988", *Financial Management*, Vol. 22, No. 1, 1993, pp. 28-41.
- Loughran, Tim and Ritter, Jay R., "The New Issues Puzzle", *Journal of Finance*, Vol. 50, No. 1, 1995, pp. 23-51.
- Mazzola, P., and Marchisio, G. " The strategic role of going public in family businesses long-lasting growth : A study of Italian IPOs. In 14th FBN world conference, new frontiers challenge. Lausanne: Academic Research Forum Proceedings. 2003.
- McConnell, J., & Servaes, H., " Equity ownership and the two faces of debt." *Journal of Financial Economics*, 39, 1995, pp 131-157.
- Reidel H., "Family Business in Germany", *Family Business Network Newsletter*

No. 9, 1994, p.6.

Ritter, Jay R., "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings",

Journal of Finance, Vol. 46, No. 1, 1991, pp. 3-27.

Shanker, M. Carey and Joseph H. Astrachan, "Myths and Realities: Family Businesses' Contribution to the US Economy- A Framework for Assessing Family Business Statistics", *Family Business Review*, 9(2), 1996, pp.107-123.

Short, H., & Keasey, K., "Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK.", *Journal of Corporate Finance*, 5, 1999, pp 79-101.

Ward John L. & Aronoff Craig E., "10 Myths About Outside Boards", In Aronoff Craig E., Joseph H. Astrachan and John L. Ward, eds., 『 Family Business Sourcebook 2』 , 1992, 230-231, Marietta, GA.: Business Owner Resources.

Westhead Paul and Marc Cowling, "Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Fall, 1998, pp.31-56.

Wright, P., Kroll, M., Lado, A., & Ness, B. V.. "The structure of ownership and corporate acquisition strategies." *Strategic Management Journal*, 23, 2002, pp 41-53.