

연고주의는 반드시 나쁜 것인가?

(Is cronyism necessarily bad?)

2008 년 4 월 30 일

박경서*, 이은정**, 안대민***

* 고려대학교 경영학과 교수. kspark@korea.ac.kr. 서울시 성북구 안암동 5-1
고려대학교 경영학과.

** 한양대학교 조교수. ejunglee@hanyang.ac.kr

*** 고려대학교 경영학과 박사과정. dminny@korea.ac.kr

본 연구는 한국기업지배구조개선지원센터의 연구지원으로 수행되었음을 밝힌다.

〈 요약 〉

본 연구는 국내 상장기업의 임원선임에 있어 출신지역 또는 출신학교에 기초한 연고주의(cronyism)가 존재하는가와 연고주의의 정도가 어떤 요인에 의해 결정되는가를 분석하고 있다. 또한 기업특성에 따라 연고주의의 정도가 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는가를 분석하고 있다. 기존연구가 정치인 등 기업 외부자와의 연고주의에 초점이 맞추어져 있는 반면에 본 연구는 기업내부자간의 연고 정도를 분석하고 이를 통해 연고주의의 긍정적 측면과 부정적 측면을 실증적으로 확인하고 있다는 점에서 학문적 의의를 갖는다.

분석결과에 따르면 국내 상장기업은 임원선임에 있어 최고경영자와 동일한 출신 지역, 출신고등학교, 또는 출신대학교를 가진 임원의 선임비중이 높은 연고주의 성향을 보이고 있는 것으로 나타난다. 특히 중소기업일수록 출신지역 또는 출신고등학교를 중심으로 한 연고주의가 강하게 나타나는 반면에 대규모 기업일수록 출신대학교를 중심으로 한 연고주의가 관찰되고 있다. 이에 따라 연고주의와 기업가치간의 관계에 있어서는 지역에 기초한 연고주의가 기업의 성장과 기업가치에 부정적 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다.

1. 서론

연고주의(cronyism)란 흔히 다양한 경제적 조직의 인적 구성에 있어 조직원의 능력보다는 특정인과의 연고정도를 이유로 선임이 되는 관행을 의미한다. 대표적인 예로 대통령과 동일한 지역이나 학교 출신이라는 이유로 주요한 정치적 보직이나 기업의 임원이 되는 경우가 있고, 기업 내부에 있어서도 지배주주나 사장과 연고에 따라 특정 지역이나 출신학교의 임원들이 선호되는 현상들도 관찰된다. 이러한 연고주의는 개인의 능력보다는 연고에 의해 특정인이 임명된다는 점에서 흔히 조직의 성과나 경쟁력을 약화시키는 문제가 있는 것으로 이해되며 연고주의가 만연된 기업이나 국가는 그 성과나 경쟁력이 별로 좋지 않을 것으로 예상할 수 있다. 따라서 학문적 관점에서 연고주의가 특정 조직의 효율성과 경쟁력에 영향을 미치는 가에 대한 연구는 사회과학분야의 연구주제로서 매우 중요한 의미를 갖는다.

그럼에도 불구하고 기존에 연고주의와 관련된 연구는 매우 제한되어 있으며 그 대부분은 기업과 국가권력 간의 연고주의에 초점이 맞춰져 있다. Fisman (2001), Johnson and Mitton (2003), Johnson, Joh and Kim (2005), Faccio (2005), Khwaja and Mian (2005) 등 기존의 연구들은 권력자가 특정 지역이나 학교출신일 경우 기업들이 이들 지역이나 학교를 졸업한 임원을 보다 많이 임명함으로써 기업의 성과를 높이려 하며, 이러한 기업과 권력자간의 연계성이 기업가치에 미치는 영향을 분석하고 있다. 하지만 이러한 연구는 연고주의가 기업차원에서는 좋은 것일 수 있지만 과연 사회적으로 좋은 것인지 또는 나쁜 것인지에 대해서는 별다른 판단을 제공하지 못한다. 예를 들어 특정 기업이 연고관계를 통해 사업권 확보나 자금조달 등에 있어 혜택을 누림으로써 해당 기업의 가치는 제고될 수 있으나 여타 기업이 이러한 기회를 빼앗기는 제로섬 게임이라는 점에서 이러한 행위는 중립적이며, 장기적으로 기업이 자신의 경쟁력을 제고하기보다는 연고주의에 의존하여 기업을 성장시키려는 유인을 제공함으로써 국가 전체적으로는 경쟁력이 악화되는 결과를 가져올 것으로 예상할 수 있다. 반면에 연고주의가 국가차원에서도 긍정적인 측면을 가질 수 있다. 예를 들면 후진국 중에서 정보비대칭문제로 인하여 사업의 성과가 불확실한 가운데 국가차원에서 어떤 기업가(entrepreneur)에게 제한된 금융자원을 배분할 것인가를 고민할 수 있는데 연고주의는 은행 등을 통한 자본배분에 영향력을 가진 정치권력과 자본이 필요한 기업가 간의 정보비대칭 문제를 완화하고 상호신뢰성을 높임으로써 경제성장에 필요한 자본이 원활히 공급되는 경우도 가능하다.

본 연구에서는 과연 연고주의가 부정적인 측면만 있는 것인지, 아니면 조직의 입장에서 연고주의를 유지하는 것이 나름대로 조직에 긍정적인 측면이 있는 가를 분석한다. 국가단위에서의 연고주의를 통해서는 이러한 가설을 쉽게 검증할 수 없다는 점에 착안하여 기업 내부에서의 연고주의를 이용하여 기업단위에서 연고주의의 긍정적 측면과 부정적 측면을 분석한다는 점에서 연구의 의의를 갖는다. 이를 위해 국내 상장기업을 대상으로 이들의 임원구성에 있어 연고주의가 관찰되는가, 어떠한 기업들에 있어 보다 연고주의의 특성이 강하게 나타나는가, 그리고 이러한 연고주의가 기업의 성과에 어떠한 영향을 미치는가를 실증적으로 분석한다.

국가 단위에서의 연고주의에 관한 연구는 정치권력과 연고를 갖게 되는 기업의 관점에서 성과나 가치측면에서 연고주의가 긍정적 또는 부정적 측면을 갖는지 분석할 수 있으나 전체 국가단위에서 이러한 연고주의가 좋은 것인지 또는 나쁜 것인지에 대한 판단을 제공하지는 않는다.¹ 반면에 본 연구는 개별기업단위 내에서 내부자간의 연고주의를 분석함으로써 연고주의가 동 기업에 좋은지 또는 나쁜지를 판단할 수 있는 기회를 제공하며 한발 더 나아가 어떤 기업에 있어 연고주의가 긍정적 또는 부정적 영향을 미치는 가를 파악할

수 있다는 점에서 연고주의에 대한 보다 심도 있는 이해를 가능케 한다. 특히 연고주의란 모든 조직의 운용에 있어 관찰되는 중요한 현상이라는 점에서 연고주의에 대한 연구를 통해 기업이라는 조직이 운용되는 원리를 파악하는데 있어 이해를 제고할 수 있는 중요한 연구의의를 갖는다.

국가단위에서와 유사하게 기업의 경쟁력과 기업가치 측면에서 기업의 경영진들이 내부적으로 인적 연고관계를 추구하는 것은 긍정적인 측면과 부정적인 측면이 모두 있을 것으로 예상할 수 있다. 우선 긍정적인 측면으로는 기업의사결정에 있어 의사결정집단의 구성원이 보다 동질적일수록 의사결정이 보다 신속하고 효율적으로 이루어질 가능성이 높다. 경영환경의 급격한 변화와 이에 대한 탄력적 적응이 중요할 경우 보다 효율적인 의사결정 구조는 기업의 경쟁력과 생존가능성을 높이는데 긍정적 역할을 할 수 있을 것이다. 특히 기업이 설립된 지 얼마 되지 않았거나, 기업환경의 변화가 심한 경우 기업내부자간의 동질성이 매우 중요할 것이다. 신생기업의 경우 기업의 전반적인 경영시스템이 정착되지 않아 기업경영이 체계화된 시스템에 의해 이루어지기보다는 상황에 따라 임기응변적인 대응이 필요하고 기업내부자간의 의사소통과 정보교환이 매우 추상적인 정보(soft information)에 기초하여 이루어지는 경우 기업내부자간의 동질성과 이를 통한 상호신뢰의 확보가 중요하며 내부자간 연고관계는 이러한 정보의 공유와 상호이해를 용이하게 만드는 역할을 할 수 있다.² 이러한 관점에서 연고주의는 정보비대칭으로 인한 조직내부의 비효율성을 보완하는 수단으로서 이해될 수 있다.

반면에 연고주의의 부정적 측면으로는 경영진의 선임권을 가지고 있는 최고경영자가 자신의 사적 이익을 추구하기 위하여 임원의 능력보다는 자신의 요구에 순응적인 임원을 선호하고 이의 선택 기준으로서 자신과 연고가 있는 사람으로 임원을 선임하는 경우이다. 이 경우 연고주의가 주로 특정인의 사적 이익추구를 위해 활용된다는 점에서 기업의 경쟁력을 떨어뜨릴 수 있고 이는 기업가치에 부정적 영향을 미칠 것이다.

특히 기업과 권력자간의 연고주의는 사업기회에 대한 인허가권을 갖는 정부에 대한 접근성을 높임으로써 다른 기업과의 경쟁에서 상대적 혜택을 추구하는 행위의 성격이 강하다는 점에서 사회경제적으로는 부정적 측면이 보다 지배적인 반면, 기업내부의 연고주의는 기업의 경영환경, 기업의 성장단계나 사업적 특성, 경쟁기업과의 경쟁관계 등에 따라 기업의 입장에서 생존과 효율성을 제고하기 위한 수단으로서 선택의 여지가 있는 문제라는 점에서 보다 흥미 있는 연구주제를 제공한다.

¹ 국가수준에서 연고주의가 좋은지 또는 나쁜지를 파악하기 위해서는 다수 국가의 연고주의 정도를 측정하고 여타 통제변수와 함께 동 연고주의가 국가의 성과나 경쟁력에 미치는 영향 등을 분석하여야 할 것이다.

² Stein(2002)은 soft information을 경제주체간에 쉽게 전달하기 힘든 정보로서, hard information을 쉽게 이해할 수 있는 정보로 정의하고 있다. 예를 들어 경영의 비전, 조직원 간 권한의 한계, 직원들의 사기 등은 soft information으로, 기업의 수익성, 재무적 건전성 등은 hard information으로 분류할 수 있다.

본 연구는 그 주제에 있어 기존의 기업지배구조(corporate governance) 관련 연구와도 연결되어 있다. 경영진의 선임권을 가진 주체가 자기와 연고가 있는 임원을 선호하는 동기가 단순히 의사결정과정의 효율화가 아니라 자신의 사적 이익을 추구하기 위한 것이라면 이는 경영자와 주주간 이해상충문제를 확대시키는 요인이 된다. 기존의 연구들이 기업지배구조를 파악하는데 있어 주로 주주권의 보호 정도, 이사회 독립성 등 경영진감시장치의 효율성, 회계적 투명성 등 내부통제와 공시제도 등을 파악하고 있는데 이들은 다분히 기업 지배구조의 제도적 측면을 파악하는데 초점이 맞추어져 있다는 점에서 한계를 갖는다. 반면에 기업의 연고주의는 특정 경영진의 사적 이익을 추구하기 위해 이용될 가능성이 높다는 점에서 기업지배구조의 실행적 측면을 이해할 수 있는 요소로 해석될 수 있다.

2. 연구가설

기업내부의 연고주의는 긍정적인 측면과 부정적인 측면이 모두 존재하며 기업의 특성 에 따라 기업가치에 미치는 영향이 달라질 수 있다는 점에서 보다 흥미 있는 실증적 연구 주제로 파악된다. 실증분석을 위해서는 우선 기업내부의 연고주의를 대리할 수 있는 변수의 설정이 필요한데 이를 위해 본 절에서는 국내 상장기업의 모든 등기 및 비등기 임원을 확인하여 이들의 출신지역과 출신고등학교 및 출신대학교 자료를 파악하고 이를 통해 이들 간의 연고정도를 측정된 후 실증분석에 필요한 가설을 도출한다.

2.1 연고지수(cronysm index)의 정의 및 측정

본 연구에서는 기업의 내부자간 관계 정도를 파악하기 위한 첫 번째 단계로서 연고지수(cronysm index)를 정의하고 도출한다. 연고지수란 기업의 CEO 를 포함한 등기 및 비등기 상근임원의 출신지역, 출신고등학교 및 출신대학교 자료를 이용하여 이들간의 지연 및 학연 관계를 추정된 값이다. 연고지수는 매우 다양한 방법으로 계산될 수 있는 바 본 연구에서는 최고경영자를 중심으로 여타 임원이 최고경영자와 어떤 형태로 연결되어 있는가를 측정한다. 최고경영자를 중심으로 연고지수를 추정한다는 것은 동 최고경영자가 임원의 선임에 있어 가장 절대적인 영향력을 행사한다는 전제이다. 현실적으로 그렇지 않은 경우도 있을 수 있으나 연고지수의 파악을 용이하게 하기 위한 과정으로서 이러한 방법론을 사용한다. 본 연구에서는 최고경영자를 회장, 부회장 또는 사장 등으로 다양하게 파악하여 지수를 도출하며 이 세가지 직급 가운데 최고위직급을 대상으로 계산한 지수도 도출한다.

<표 1>에서는 본 연구에서 사용하는 대표적인 연고지수의 정의와 변수명 및 구체적인 산출방법을 제시하고 있다.

〈표 1〉 연고지수의 정의

구분	변수명	정의
출신지역 연고지수	Chairarea	회장이 있을 경우 회장과 기타 임원(회장을 제외한 모든 집행임원)간의 출신지역 관계를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 회장과 동일한 지역의 출신인 임원의 비중
	Vchairarea	부회장이 있을 경우 부회장과 기타 임원(회장 및 부회장을 제외한 모든 집행임원)간의 출신지역 관계를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 부회장과 동일한 지역의 출신인 임원의 비중
	CEOarea	사장과 기타 임원(회장, 부회장, 사장을 제외한 모든 집행임원)간의 출신지역 관계를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 사장과 동일한 지역의 출신인 임원의 비중
	TOParea	회장, 부회장, 사장 중 Top 과 기타 임원(Top 을 제외한 모든 집행임원)간의 출신지역 관계를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 Top 과 동일한 지역의 출신인 임원의 비중
고등학교 연고지수	Chairhigh	회장이 있을 경우 회장과 기타 임원(회장을 제외한 모든 집행임원)간의 출신고등학교 관계를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 회장과 동일한 고등학교 출신인 임원의 비중
	Vchairhigh	부회장이 있을 경우 부회장과 기타 임원(회장 및 부회장을 제외한 모든 집행임원)간의 출신고등학교 관계를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 부회장과 동일한 고등학교 출신인 임원의 비중
	CEOhigh	사장과 기타 임원(회장, 부회장, 사장을 제외한 모든 집행임원)간의 출신고등학교 관계를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 사장과 동일한 고등학교 출신인 임원의 비중
	TOPhigh	회장, 부회장, 사장 중 Top 과 기타 임원(Top 을 제외한 모든 집행임원)간의 출신고등학교 관계를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 Top 과 동일한 고등학교 출신인 임원의 비중
대학교 연고지수	Chairuniv	회장이 있을 경우 회장과 기타 임원(회장을 제외한 모든 집행임원)간의 출신대학교 관계를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 회장과 동일한 대학교 출신인 임원의 비중
	Vchairuniv	부회장이 있을 경우 부회장과 기타 임원(회장 및 부회장을 제외한 모든 집행임원)간의 출신대학교 관계를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 부회장과 동일한 대학교 출신인 임원의 비중
	CEOuniv	사장과 기타 임원(회장, 부회장, 사장을 제외한 모든 집행임원)간의 출신대학교 관계를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 사장과 동일한 대학교 출신인 임원의 비중
	TOPuniv	회장, 부회장, 사장 중 Top 과 기타 임원(Top 을 제외한 모든 집행임원)간의 출신대학교 관계를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 Top 과 동일한 대학교 출신인 임원의 비중
통합지수	TOPall	회장, 부회장, 사장 중 Top 과 기타 임원(Top 을 제외한 모든 집행임원)간의 총체적 관계 정도를 나타내는 변수로, 기타 임원 중 Top 과 동일한 지역 출신이거나, 동일한 고등학교 출신이거나, 또는 동일한 대학교 출신인 임원의 비중

한편, <표 1>에서 설명되어 있는 연고지수는 절대비중을 기초로 계산된다는 점에서 한계를 갖는다. 예를 들면 특정기업의 사장이 특정 대학을 나오고 이 기업 내 동일 대학출신의 임원 비중이 20%인 경우 단순히 이 비중을 높다 또는 낮다라고 평가할 수는 없다. 예를 들어 전체 표본기업의 임원 중 동 대학출신이 30%라면 이 기업의 임원진에서 동 대학출신이 차지하는 비중은 평균보다도 낮으므로 이 기업에 있어 사장과 여타 임원 간 연고 정도는 오히려 낮은 것으로 해석할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 계산된 연고지수의 값에서 특정 대학출신이 전체 표본에서 차지하는 비중을 차감한 “조정연고지수1”을 추가로 정의하며, 동 값을 다시 전체비중으로 나눈 “조정연고지수2”를 정의하여 실증분석에 사용한다.³

2.2 연구가설의 설정

최고경영자와의 연고지수가 높을수록 기업지배구조, 기업의 성과 및 기업가치에 미치는 영향이 긍정적인 측면과 부정적인 측면이 모두 있을 것으로 예상할 수 있다. 긍정적인 측면은 기업의사결정에 있어 동질적인 구성원간의 의사결정이 보다 신속하고 효율적일 가능성도 있다. 특히 과거 한국과 같이 급속한 경제성장을 이룬 신흥경제국가의 경우 기업의 임원 구성이 유사한 연고에 기초한 동질성을 갖는 것이 기업의 경쟁력과 기업가치제고에 도움이 될 수도 있다. 부정적 측면으로는 최고경영자가 자신의 사적 이익을 추구하기 위하여 자신의 요구에 순응적인 임원을 선호하고 이의 선택 기준으로 자신과 동일한 지역이나 학교를 나온 사람을 임원으로 선택하는 경우로 능력에 의해 임원을 선임하는 경우에 비해 기업의 성과나 가치가 상대적으로 열등한 결과를 가져올 수 있을 것이다.

본 연구에서는 이러한 긍정적 측면과 부정적 측면을 전제로 다음과 같은 가설들을 설정한다.

가설 1: 한국기업의 경영자 선임에는 지연 및 학연이 영향을 미칠 것이다. 학연의 경우 출신대학교 보다는 출신고등학교가 보다 강한 영향을 미칠 것이다.

7
7
7
7
7
7
7

³ 본 연구에서 표본으로 사용하고 있는 전체 임원 중 특정대학출신이 차지하는 비중

동 가설은 그 동안 우리 사회에 일반적으로 인식되어 오던 지연, 학연 등의 관계가 실제로 국내 기업의 경영자선임에 있어 중요한 요인인가를 분석하기 위한 것이다. 한국경제의 근대화 이후 급변하는 사회경제구조하에서 경제주체간 상대방에 대한 신뢰성(trust)의 구축이 미흡한 가운데 자신이 그나마 신뢰할 수 있는 상대방을 선택하는 것이 기업 입장에서 또는 최고경영자의 입장에서 최선일 수 있다. 특히 한국 같이 정부규제가 많아 새로운 사업기회가 정부로부터의 사업권 획득여부에 크게 의존하는 경우, 또는 규제완화에 따른 새로운 사업기회를 신속하게 확보할 필요가 있는 경우, 그리고 이러한 과정에서 규제자에 대한 로비 등이 사업권 확보에 중요한 요소일 경우 필요자금(비자금)의 확보, 신속한 의사결정, 일사불란한 사업추진 등은 매우 중요한 경쟁력 요소이며 이에 따라 최고경영자는 자신이 신뢰할 수 있는 임원의 선택이 매우 중요할 것이다.

경영환경의 급속한 변화와 사업내용의 급변도 신속한 의사결정과 집행의 효율성을 확보하는 것이 중요한 경쟁요소이며 이 또한 경영진간 신뢰도에 영향을 받는다. 임원의 출신지역, 출신학교 등은 상대방을 이해하는데 있어 중요한 정보를 제공하며, 봉건유교적 사상이 지배해 온 한국사회에서 상호신뢰를 저버렸을 경우 어느 정도 보복을 할 수 있는 공통의 기반을 제공한다는 점에서 경제주체 간의 거래에 있어 신뢰도를 높이고 거래관계를 악용하여 사적 이익을 추구하는 hold-up문제를 줄이는 배경이 될 수 있다.⁴

동 가설의 검증을 위한 분석방법론으로 본 연구에서는 전체 표본기업의 전체 임원에 있어 특정 요인(출신지 또는 출신학교)이 차지하는 비중을 계산한 후 특정 출신의 최고경영자가 존재하는 기업에 있어 이러한 관계적 요인이 임원 선택에 영향을 미치는 가를 살펴본다.

다음에서는 연고지수에 영향을 미칠 수 있는 요인들에 대한 가설을 제시한다.

가설 2: 설립초기이거나 기업환경의 변화가 심한 기업일수록 연고주의의 정도는 높을 것이다.

자체가 이미 일정 수준의 연고주의가 반영된 결과라는 점에서 1차 연고지수에서 평균 비중을 차감하는 것에는 한계가 있을 수 있다. 다만 전체표본 기업의 임원들을 모집단으로 하여 추정한 조정연고지수는 특정학교출신이 갖는 개인적 능력상의 우위성 등이 이미 모집단 구성에 반영됨으로써 연고주의와 능력간의 혼재문제를 어느 정도 통제할 수 있다는 장점이 있다.

⁴ 두 경제주체 간의 경제적 거래를 이행하기 위해 양자는 일정 수준의 고정적 투자가 필요한데 상대방이 상당한 투자를 하였다는 사실을 이용하여 한 경제주체가 부적절한 가격에 의한 거래를 요구하는 경우를 hold-up이라고 한다. Hold-up현상이 존재할 경우 경제주체들은 거래관계에 대한 투자를 축소하여 사회 전체적으로는 부정적 영향을 미친다.

기업이 설립된 지 얼마 되지 않았거나, 기업환경의 변화가 심한 경우 기업내부자간의 동질성이 매우 중요할 것이다. 특히 기업의 전반적인 경영시스템이 정착되지 않아 기업경영이 체계화된 시스템에 의해 이루어지기보다는 상황에 따라 임기응변적인 대응이 필요하고 기업내부자간의 의사소통과 정보교환이 매우 추상적인 정보(soft information)에 기초하여 이루어지는 경우 기업내부자간의 동질성과 이를 통한 상호신뢰의 확보가 중요하다. 또한 기업이 빠르게 성장하는 경우 기업은 의사결정 및 실행의 효율성을 높이기 위하여 능력보다는 연고에 기초한 임원선임을 할 가능성이 높다. 물론 이와 반대로 성장성을 유지하기 위해 능력 있는 임원을 선호할 가능성도 있다. 기업의 경영시스템의 정착 정도는 설립기간이나 규모를, 기업의 성장 정도는 매출증가율이나 자산증가율, 경영환경의 변화 정도는 수익성의 표준편차 등으로 파악한다.

가설 3: 잉여현금흐름이 많은 기업일수록 연고주의의 정도는 높을 것이다.

잉여현금흐름은 경영진이 사적 이익을 추구할 수 있는 배경을 제공한다. 또한 내부거래가 많은 경우도 특정인에게 사적 이익을 제공할 여지가 증가한다. 이러한 기업들은 외부자에 의한 감시를 회피하고 비밀을 유지하며 거래의 용이성 등을 확보하기 위해 연고성이 높은 임원구성을 갖출 것이다. 잉여현금흐름은 영업상의 현금흐름 등으로 파악하며 내부거래의 정도는 독립기업의 경우보다는 계열기업집단에 속한 경우에 더 많이 관찰되므로 기업집단소속여부를 나타내는 더미를 사용하여 대리변수로 사용한다.

가설 4: 산업 내 경쟁 정도가 약한 기업일수록 연고주의의 정도는 높을 것이다.

연고에 의한 임원선택은 능력에 기초한 임원선택과 상충되는 경우가 발생하는데 기업이 속한 산업이 상당한 경쟁 정도를 나타내어 기업의 생존자체가 매우 중요할 경우 관계보다는 능력에 우선한 임원선택이 이루어질 가능성이 높다. 반대로 산업 내 경쟁 정도가 약할수록 연고에 의한 임원선택을 통해 최고경영자의 사적 이익을 추구할 가능성이 증가한다. 실증분석에 있어서는 2단위 산업분류에 기초하여 표본기업들을 산업별로 구분한 후 각 산업에서 표본기업들이 차지하는 시장점유율을 이용하여 계산된 Herfindahl 지수를 경쟁정도를 나타내는 대리변수로 사용한다.

가설 5: 외부자에 의한 경영감시정도가 강할수록 연고주의의 정도는 낮을 것이다.

연고주의가 특정인의 사적 이익을 추구하기 위해 활용될 가능성이 높으므로 외부자에 의한 경영감시는 연고주의를 감소시키는 경향이 있을 것이다. 외부자의 감시정도를 대리하는 변수로는 외국인지분율이나 부채비율 등을 사용한다.

가설 6: 지배주주가 존재하지 않는 전문경영인 기업일수록 연고주의의 정도는 높을 것이다.

지배주주가 존재하지 않는 경우 또는 최고경영자의 지분율이 낮은 경우 기업가치제고보다는 자신의 경영권을 안정되게 확보하려는 유인이 상대적으로 강할 수 있는데 이의 수단으로 자기와 연고가 있는 사람을 임원으로 선출하는 경향을 보일 것이다. 반면에 지배주주가 경영권을 독점할 경우 자신의 사적 이익을 추구하기 위해 연고주의에 의존할 가능성도 높아 가설과는 반대방향의 결과를 예상할 수도 있다. 실증분석에 있어서는 지배주주의 존재여부를 나타내는 더미변수를 사용하거나 지배주주의 지분율을 사용한다.

다음에서는 위에서 논의된 가설들을 기반으로 연고지수가 기업가치에 미치는 영향에 관한 가설을 제시한다.

가설 7: 연고주의는 일반적으로 기업가치에 부정적 영향을 미칠 것이다. 다만 기업의 연력, 규모, 경영환경의 변화정도 등에 따라 기업가치에 미치는 영향의 정도는 달라질 수 있다.

최고경영자가 임원의 능력보다는 개인적인 관계에 기초하여 임원을 선발할 경우 그 주된 배경으로 자신의 개인적 이익을 추구하기 위한 목적이 작용할 수 있다는 점에서 연고주의는 기본적으로 기업가치에 부정적 영향을 미칠 것이다. 하지만 기업이 설립된 후 오랜 기간이 경과하지 않아 경영시스템이 정착되지 않았거나, 급속한 성장 등을 위해 신속한 의사결정을 요할 경우, 기업의 환경변화가 심하여 신속한 대응과 내부결속 등이 중요할 경우 연고주의는 오히려 경영의사결정을 효율화하여 기업가치제고에 기여하는 측면이 있을 것이다.

가설 7은 본 연구의 가장 핵심가설로서 기업의 대내외적 여건에 따라 기업내부의 경영진간 연고주의를 통해 기업의 경영효율성을 높이고 기업가치와 경쟁력을 제고할 수 있는 긍정적 측면이 있는 가를 확인하는 가설이다. 기존의 연구가 주로 정치세력과의 연고를 통해 사업기회를 확보하려는 단순한 목적을 확인하고 있는 반면 본 연구는 회사의 사업환경과 내부적 특성에 따라 상이한 전략을 선택하는 기업의 행태를 확인한다는 점에서 연구의의를 갖는다.

3. 표본 및 연구방법

3.1 표본 선정

실증분석을 위한 연구대상기간은 2003 회계연도부터 2006 회계연도까지의 4개 연도이며 연구대상기간 중 한국증권선물거래소에 상장된 기업 중에서 임원의 현황 및 지배구조 자료를 포함하여 실증분석을 위한 재무 및 회계자료가 이용 가능한 기업을 분석대상 표본기업으로 선정하였다. 표본기업의 임원현황 자료는 상장회사협의회의 경영인 DB 자료를 이용하였으며, 재무제표 및 소유지분율 자료는 한국상장회사협의회(KLCA, Korea Listed Company Association)의 Database 를 이용하였다.

3.2 연구방법 및 분석모형

본 연구에서는 기초통계변수 이외에 기업내부자간 관계 정도의 결정요인에 대하여 회귀분석을 실시한다. 기업의 외부적인 환경요인과 내부적인 요인을 고려하여 이들이 연고지수에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음과 같은 회귀식을 이용하였다. 회귀분석에서 기업 내부자간 학연 및 지연 관계를 나타내는 종속변수로는 앞의 <표 1>에서 정의한 다양한 연고지수를 사용하였다. 다만 절대연고지수의 문제점을 보완하기 위하여 절대연고지수에서 특정 지역, 고등학교, 또는 대학교 출신이 전체 표본에서 차지하는 비중을 각각 차감한 조정연고지수를 이용하였다. 연고지수에 영향을 미칠 수 있는 변수로는 기업의 연력, 매출액 성장률, 경쟁정도를 나타내는 허핀달지수, 총자산 대비 영업활동에서의 현금흐름, 기업규모, 부채비율, 외국인지분율, 그리고 지배주주지분율 등을 사용하였다.

$$\text{조정연고지수}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{AGE}_{it} + \beta_2 \text{GROWTH}_{it} + \beta_3 \text{HHINDEX}_{it} + \beta_4 \text{CF}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{LEV}_{it} + \beta_7 \text{FOR}_{it} + \beta_8 \text{LAR}_{it} + \beta_9 \text{INDUSTRY}_{it} + \beta_{10} \text{YEAR}_{it} + \alpha_i + \eta_{it}$$

본 회귀분석에 사용된 변수들의 정의는 다음과 같다.

조정연고지수 : 연고지수에서 해당 그룹의 평균값을 조정한 지수

AGE : 설립 이후 기업연력

GROWTH : 과거 5년 평균 매출액성장률

HHINDEX : 산업별 Herfindahl-Hirschman 지수

CF : 영업활동에서의 현금흐름/총자산

SIZE : 기업규모(=log(총자산))

LEV : 부채비율(=총부채/총자산)

FOR : 외국인지분율

LAR : 지배주주지분을

INDUSTRY : 산업더미

YEAR : 연도더미

한편, 연고주의가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음과 같은 실증분석모형을 검증한다.

Tobin Q = f (연고지수, 연고지수와 기업연력, 기업규모, 현금흐름, 시장경쟁정도, 외국인지분을 등과의 교차변수, 기타 통제변수)

기업가치를 설명하는 회귀분석모형에서 연고지수와 여타 주요 변수간 교차변수를 사용함으로써 특정의 기업특성을 가진 기업의 경우 연고지수가 기업가치에 미치는 영향에 차이가 발생하는 것을 확인할 수 있다.

4. 실증분석 결과

4.1 표본기업의 연고지수

우선 <표 2>부터 <표 4>은 한국증권거래소에 상장된 기업 임원들의 주요 고등학교, 대학교 및 출신지역별 비중을 제시하고 있다. <표 2>은 국내 상장기업에서 임원비중이 높은 상위 20 개 출신고등학교별 임원 비중을 제시하고 있는데 년도가 경과함에 따라 과거 상위 고등학교출신의 임원비중이 감소하고 있음을 보여주고 있다. 상위 5 개 고교출신의 경우 2003 년 말 현재 전체 임원 중 21.2%를 차지하고 있으나 2006 년에는 동 비중이 16.2%로 감소하고 있다. 상위 20 개 고등학교출신의 임원비중도 2003 년 말 현재 45.6%에서 2006 년 37.1%로 감소하고 있는데 이의 원인으로서는 입시제도의 변화로 과거 명문고등학교가 사라지게 된 것과 함께 국내 상장기업에 있어 연고주의가 점차 약화되어가는 추세를 동시에 반영하기 때문인 것으로 해석되는데 후자의 해석은 <표 3>의 출신대학교 별 임원비중을 살펴보면 보다 타당한 것으로 나타난다. 즉, 국내 상장기업에서 차지하는 임원 비중이 높은 상위 5 개 대학교출신의 비중이 2003 년 55.3%에서 2006 년의 경우 48.3%로 감소하고 있고, 상위 20 개 대학교출신의 임원비중도 동 기간 중 85.9%에서 81.4%로 감소하고 있으며 있다. 지난 수년간의 대학입시제도가 입시 당시 상위점수를 획득한 학생들을 여러 대학으로 분산시키는 방향으로 작동하였다는 증거가 없는 한 상위 20 개 대학교출신의

임원비중 감소는 국내 상장기업의 임원선임에 있어 출신대학이 차지하는 의미가 감소하고 있음을 시사하며 이는 국내 기업에 있어 연고주의 감소추세를 시사한다.

<표 4>은 도별 및 주요 도시별 출신지 비중을 나타내고 있는데 지역 1의 경우 기간평균으로 30.5%로 가장 높게 나타났으며, 그 다음으로는 지역 2 및 지역 3의 출신이 각각 18%, 16%를 차지하는 것으로 나타났고 시간이 경과하면서 비중에 특별한 경향이 관찰되지는 않는다.

<표 5>는 주요 고등학교 별, 대학교 별 및 출신 지역별 연고지수의 평균값을 제시하고 있다. 예를 들어 <표 5.1>의 고등학교 절대연고지수는 최고경영자가 특정고등학교 출신인 기업들을 우선 찾아낸 후, 이들 기업별로 상근임원 중 동 고등학교출신의 비중을 구하여 이에 해당하는 기업들에 대해 평균한 값이다. 조정연고지수 1은 앞에서 파악된 절대연고지수에서 전체 상장기업 임원 중 해당 고등학교 출신임원비중을 차감한 값으로 본 연구의 후반부 회귀분석에서 주로 사용될 지수이다. 예를 들어 조정연고지수 1의 값이 0보다 크다는 것은 특정 출신(예를 들면 특정지역)의 임원이 최고경영자인 경우 동 출신이 해당 기업에서 차지하는 비중이 전체표본의 임원 중 동 출신이 차지하는 비중보다 크다는 것을 의미하며 해당 기업의 경우 해당 특성(즉, 지역특성)에 있어 연고주의가 작용하고 있음을 나타낸다.

<표 5.1>은 고등학교별 연고지수를 제시하고 있는데 대부분의 고등학교에서 조정연고지수 1의 수치가 0보다 큰 것으로 나타나 국내 상장기업의 임원선출에 있어 동일 출신고등학교출신이 상대적으로 많이 선임되는 연고주의가 있음을 시사하고 있다. 예를 들어 회장이 고등학교 1 출신인 경우 동일한 고등학교를 졸업한 임원비중이 16.1%로 나타나고 동 값에서 동 고등학교 출신이 전체 표본임원 중에서 차지하는 비중을 차감한 조정연고지수 1의 값이 10.97%인데 이는 동 기업에 100명의 임원이 있을 경우 회장과 동일한 고등학교 출신이 약 16명 이고 이는 동 고등학교 출신들이 전체 표본기업의 임원 중에서 동 고등학교출신들이 차지하는 비중인 약 5명보다 약 11명 정도 더 동 기업의 임원을 차지하고 있음을 의미한다. 이러한 현상은 전체 상장기업의 임원 중에서 차지하는 비중이 낮은 고등학교출신의 경우에도 나타난다. 고등학교 11의 경우 회장이 동 고등학교 출신인 기업에 있어 동 고등학교 임원비중이 22.4%이고 조정연고지수 1의 값이 20.76%로 나타난다. 이는 100명의 임원이 있는 기업을 기준으로 표본전체 기업에서 동 고등학교의 비중은 약 1.6명에 불과한데 그보다 20.7명이나 많은 임원을 동일 고등학교 출신으로 채우고 있음을 의미한다.

다만 조정연고지수 1의 값이 음(-)의 값을 나타내는 고등학교들도 있으며 이러한 경우가 전체 기업에 있어 임원비중이 낮은 고등학교로 갈수록 보다 빈번히 나타난다. 이는 상위 고등학교출신의 최고경영자일수록 동일한 고등학교 출신의 임원을 더욱 선호하고 있음을 보여주는 결과이다. 여기서 주의할 것은 조정연고지수 1은 평균값으로 조정된 값이기 때문에 이러한 결과는 이들 상위고등학교 출신이 보다 우수한 경영능력을 가졌기 때문에 나타나는 결과와 함께 상위고등학교일수록 연고주의가 더 강하게 작용하고 있음을 시사한다.

예를 들어 고등학교가 A와 B 두 개만 있는 경우를 상정하여 보자. 이때 A 고등학교 출신이 평균적으로 보다 우수한 경영능력을 가졌기 때문에 전체 임원에서 차지하는 비중이 70%, B 고등학교 출신이 30%라고 할 때, A 고등학교의 조정연고지수가 0 보다 크려면 B 고등학교의 조정연고지수값도 0 보다 커야만 한다. 이를 일반화하면 A 고등학교 출신의 경영능력이 우수하다면 여타 고등학교출신이 최고경영자로 있는 기업에서도 이들을 임원으로 선임하려는 유인이 있을 것이며 따라서 국내 기업들에 있어 연고주의가 없다면 일반적으로 특정고등학교 출신이 최고경영자로 있는 기업의 경우 동일 고등학교 출신을 평균임원비중을 초과하여 임원으로 선임할 수는 없다. 또한 임원비중하위 고등학교들의 경우 음의 조정연고지수를 나타낸다는 것은 이들 기업에 있어 상위 고등학교 출신을 임원으로 임용하는 비중이 높다는 것인데 이럼에도 불구하고 임원비중상위 고등학교에 있어 보다 많은 큰 값의 조정연고지수를 나타낸다는 것은 이들 고등학교 출신의 최고경영자들이 자기와 동일한 고등학교 출신을 특히 선호함을 의미한다.

회장, 부회장, 대표이사 등의 최고경영자 중에서는 학교별로 다소 차이가 있으나 회장의 경우에 가장 높은 조정연고지수 값을 나타내고 있어 고등학교출신을 기준으로 파악할 때 국내 상장기업의 임원들은 회장을 중심으로 연고주의가 나타나고 있음을 시사하고 있다.

<표 5.2>는 출신대학교를 기준으로 연고지수를 보여주고 있다. 이 또한 대부분의 대학에서 조정연고지수 1의 값이 0보다 큰 것으로 나타나 국내 상장기업의 임원구성이 최고경영자의 출신대학을 중심으로 집중되는 연고주의현상이 있는 것으로 해석된다. 최고경영자 중에서는 회장의 연고지수값이 높은 편이며 부회장과 CEO는 유사한 수준의 연고지수값을 나타내고 있다. 이는 고등학교를 기준으로 한 경우와 함께 국내기업 임원의 연고주의가 주로 회장을 중심으로 강하게 나타나고 있음을 의미한다. 한편, 표 5.1의 평균값으로 조정된 고등학교출신 별 조정연고지수 2의 수치가 표 5.2의 대학교출신 별 조정연고지수 2의 수치에 비해 높게 나타나고 있는데 이는 출신대학교보다는 출신고등학교를 통한 연고주의가 보다 강하게 작용하고 있음을 보여주고 있어 가설과 부합된다.

다음으로 <표 5.3>은 지역별 연고지수 값들을 나타내고 있다. 이 경우에도 대부분 지역에서 조정연고지수 1의 값이 양의 값을 나타냄으로써 국내상장기업의 임원 선임에 있어 최고경영자와 동일한 출신지역이라는 점이 임원선임에 영향력을 미치고 있음을 보여주고 있다.

결론적으로 <표 5>의 분석결과에 따르면 국내 상장기업에 있어 최고경영자가 특정 학교 또는 지역 출신인 경우 동 학교 또는 출신지역의 임원비중이 전체평균비중에 비해 높은 것으로 나타나 국내기업에 있어 연고주의가 존재하는 것으로 판단되어 가설 1을 지지하는 결과이다. 특히 본 연구에서 사용하고 있는 표본집단이 국내 상장기업의 임원들만을 대상으로 하고 있으며 사실상 임원이 되는 과정에서 이미 연고주의가 작용하여 표본집단이 형성되었고 이 표본집단 가운데에서도 다시 연고주의가 나타나는 것을 고려할 때 국내 기업에 있어서의 연고주의는 상당히 강력하게 작용하고 있는 것으로 추정된다.

한편, <표 6>는 표본기업들의 50대 기업집단소속 여부 별로 고등학교, 대학교 및 출신 지역별 연고지수를 제시하고 있다.⁵ 먼저 고등학교별 연고지수를 제시한 <표 6.1>를 살펴 보면, 기업집단 소속기업의 경우 비기업집단 소속기업에 비해 회장의 경우에는 연고정도가 높고 부회장이나 대표이사의 경우에는 오히려 연고정도가 낮은 것으로 나타났으나 유의도는 다소 약하다. 반면에 대학교별 연고지수를 제시한 <표 6.2>에서는 기업집단 소속기업의 경우 회장을 중심으로 한 연고주의는 다소 약하고 부회장이나 대표이사를 중심으로 한 연고주의가 보다 강하게 나타났다. 마지막으로 <표 6.3>은 기업집단별 출신지역 연고지수를 제시하고 있는데, 비기업집단의 경우 전체적으로 보다 강한 연고주의를 보여주고 있으며 차이의 유의성도 높은 편이다. 이러한 결과는 기업별로 연고주의 기반이 서로 상이할 수 있으며 기업의 성장 및 기업집단의 형성과정 등에서 지배주주의 출신지역에 따라 또는 출신 학교에 따라 연고주의가 형성되는 모습을 반영한 결과로 해석된다.

<표 7>에서는 연도별로 전체 상장기업의 연고지수 평균값 추이를 제시하고 있다. 전반적으로 회장과 CEO와의 연고정도가 가장 많이 감소하고 있는 반면 CEO와의 연고주의는 상대적으로 덜 감소하고 있다. 이는 임원선임과 관련된 의사결정권이 회장에서 점차 전문경영자 수준으로 위양되고 있음을 시사하기도 한다.

고등학교의 경우는 과거 고교입시가 존재하던 시절의 명문고등학교가 사라지고 있다는 점에서 고등학교 연고지수의 감소는 당연히 예상할 수 있으나 대학교 연고지수 및 출신지역 연고지수의 경우도 감소추세를 보인다는 점에서 우리 사회에서 연고주의는 분명히 감소하는 추세를 보이고 있다. 이러한 결과는 앞 부분의 가설에서 논의한 바와 같이 사회 전반적으로 연고주의보다는 능력주의를 보다 선호할 수밖에 없는 경영환경이 정착되어가는 결과로 해석할 수 있으며 본 연구의 후반부에서 이러한 변화에 영향을 미치는 요소들을 보다 자세히 살펴보도록 한다.

본 논문의 실증분석에서 주로 이용할 연고지수인 TOPUniv, TOPHigh, TOPArea를 추정할 때 D를 살펴보면, TOPArea의 조정연고지수 1은 약 13.8%, TOPHigh의 조정연고지수 1은 약 4.56%로, 그리고 TOPUniv의 조정연고지수 1은 약 4.39%로 나타났다. 이는 최고경영자와 동일한 대학이나 고등학교를 졸업한 임원이 동일 학교졸업자가 전체 임원에서 차지하는 비중보다 4~5% 정도 많다는 것을 의미한다.

패널 E에서 최고경영자(회장, 부회장 또는 CEO 중 가장 높은 임원)와 출신지역이 같거나 동일한 고등학교 출신이거나, 또는 동일한 대학교 출신인 임원의 비중을 나타내고 있는 TOPall은 42.39%로 나타났는데 이는 동 조건을 갖춘 임원의 전체표본비중보다 17.17%가 높아 10명중 약 1.76명의 임원이 최고경영자들과의 연고에 의해 추가로 선임되고 있음을 보여주고 있다.

15
15
15
15
15
15

표에서는 공정거래위원회에서 발표하고 있는 50대 기업집단을 대상으로 해당 그룹 내에 있는 기업들의

4.2 연고주의 결정요인

본 절에서는 국내 상장기업의 연고주의 정도를 나타내는 연고지수들의 결정요인을 살펴본다. 기업의 내부 요인 및 외부환경요인이 연고지수에 미치는 영향을 분석하기 위한 변수들의 기초통계량 및 상관계수표가 <표 8> 및 <표 9>에 제시되어 있으며, 분석결과가 <표 10>에 제시되어 있다. 연고지수 이외의 주요변수를 살펴보면 토빈 큐의 값은 평균 1.04 이고 허핀달지수값은 0.092 로 매우 경쟁적 시장환경을 시사하고 있다. 외국인지분율은 평균 10.9%, 지배주주지분율은 33.2%로 나타나고 있다.

<표 10>의 Panel A 에서 종속변수로 회장, 부회장 및 사장과 동일한 지역 또는 학교를 나온 임원의 조정연고지수를 사용한 TOPall 의 경우 모든 변수를 사용한 회귀식 (9)를 중심으로 분석결과를 살펴보면 기업규모가 커질수록 연고주의가 감소하여 가설 2 를 지지하는 것으로 나타나며 산업내 경쟁정도는 유의성이 떨어지고 있다. 기업연수도 가설에서 예상한 것과 동일한 방향의 부호가 나타나나 유의도는 떨어진다. 지배주주의 지분율 증가는 연고주의의 유의한 감소를 보여주고 있으며 외국인지분율의 경우도 부호는 예상과 일치하나 유의성이 떨어진다.

출신지역 조정연고지수를 사용하고 있는 모형(<표 10> 패널 B TOParea 참조)에 있어서도 기업규모가 커질수록, 그리고 외국인지분율이 높을수록 연고지수가 감소하는 것으로 나타난다. 기업규모가 작은 기업이거나 외국인지분율이 낮은 기업은 주로 중소기업으로 경영투명성이 낮은 기업이라는 특성을 갖는데 이들 기업은 임원구성에 있어서도 최고경영자의 출신지역과 동일한 지역 출신의 임원이 많이 선임되고 있음을 보여주고 있다. 동 모형의 경우 회귀식 (9)에서 본사위치 더미를 사용하고 있는데 이의 계수값이 매우 강한 양의 값을 나타내 지역특성이 출신지역에 기초한 연고주의에 많은 영향을 미치고 있음을 시사하고 있다. 출신고교 조정연고지수를 종속변수로 이용한 결과인 패널 C 에서도 기업규모가 역시 유의한 음의 계수값을 나타내고 있다. 이는 전반적으로 소규모 기업의 경우 동일 고등학교 또는 출신지역에 기초한 연고주의성향이 강해짐을 의미한다.

다음으로 출신대학 조정연고지수를 이용하여 분석한 결과를 살펴보면(<표 10> 패널 D), 오래된 기업일수록 연고주의는 감소하나 기업규모가 커질수록 오히려 최고경영자와 동일한 대학교 출신의 임원을 선임하는 경향이 있는 것으로 나타나 출신지역이나 고등학교의 경우와는 차이를 보이고 있다. 출신대학 조정연고지수의 경우 기업규모에 있어 출신지역이나 출신고등학교와 다른 결과를 보이는 것은 기업규모가 커질수록 기업의 경영체제 및 의사결정구조가 보다 공식화되고 대학에서의 전공 등 임원의 전문성이 보다 중요시됨에 따라 대학을 중심으로 한 연고주의가 강해지는 것으로 해석할 수 있다.

평균 연고지수를 제시하고 있다. 다만 해당 그룹내의 전체 기업을 포함하고 있지 않으며 자료가 이용이 가능한 상장기업만을 대상으로 하고 있다.

결론적으로 중소기업의 기업은 지역이나 출신고등학교를 중심으로 한 연고주의에 의해 임원선임이 이루어지는 특성을 보이다가 기업이 일정 수준 이상의 규모로 성장하게 되면 출신대학을 중심으로 보다 전문성에 기초한 임원선임의 경향이 증가하는 것으로 해석할 수 있다. 출신지역이나 출신고등학교는 출신대학교에 비해 보다 오랜 기간의 사회적 관계를 의미한다는 점에서 중소기업의 성장과정에 있는 기업은 전문성보다는 인간적 관계가 보다 강조되는 연고주의를 유지하고 있으며 기업의 규모가 일정 수준에 다다르면 인간적 관계보다는 전문성이 보다 강조되는 연고주의의 성격을 갖는 것으로도 해석할 수 있다.

4.3 연고주의와 기업가치

다음으로 본 절에서는 연고주의의 정도가 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 연고주의가 기업가치에 미치는 긍정적 측면과 부정적 측면이 혼재되어 있기 때문에 단순히 연고주의지수와 기업가치간의 관계만을 살펴보아서는 이들 간의 관계를 확인하기가 용이하지 않다. 이에 따라 본 분석에서는 기업특성에 따라 연고주의가 기업가치에 미치는 영향이 달라질 수 있는 가를 분석하기 위해서 교차변수들을 활용한다.

<표 11>에서 실증분석결과를 보여주고 있는데 TOPall의 경우 회귀식 (1)에서 원변수로는 기업가치에 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 나타나나 기업연수더미와의 교차변수를 추가한 회귀식 (2)에서는 원변수의 계수값이 유의한 양의 값을 갖는 것으로 나타나고 교차변수의 경우에는 유의한 음의 값을 갖는 것으로 나타난다. 두 변수의 계수값을 합하면 음의 값을 갖기 때문에 설립기간이 오래된 기업의 경우 연고주의는 기업가치를 훼손하나 설립된지 얼마 안된 신생기업의 경우에는 연고주의가 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 수 있음을 보여주고 있다. 이러한 결과는 통제변수들을 추가한 회귀식 (8)에서도 유의하게 유지되고 있다.

매출성장률을 교차변수로 사용한 회귀식 (3)의 경우 유의성이 다소 떨어지며 현금흐름을 교차변수로 사용한 회귀식 (4)의 경우 교차변수의 계수값이 유의한 양의 값을 가지는 것으로 나타난다. 이는 현금흐름이 많은 기업의 경우 연고주의가 기업가치를 높이는 효과가 있는 것으로 나타나 앞에서 설정한 가설과는 배치되는 결과이다. 다만 통제변수를 추가한 회귀식 (10)에서 계수값의 유의도는 감소하고 있다. 경쟁정도를 나타내는 (1-허핀달지수)를 교차변수로 사용한 회귀식 (5)의 경우 경쟁정도가 심한 산업에 속한 기업에 있어 연고주의는 기업가치를 떨어뜨리는 것으로 나타나 가설과 일치하는 결과이다. 다만 통제변수를 추가한 회귀식 (11)에서는 유의도가 다소 떨어지고 있다. 그밖에 외국인지분율이나 지배주주지분율의 교차변수는 별다른 유의성을 보이고 있지 못하다. 기업가치를 설명하는 일반적인 통제변수들의 경우 예상과 일치하는 부호들을 보여주고 있다.

한편, <표 11>의 Panel B에서는 출신지역에 기초한 연고주의와 기업가치간의 관계를 보여주고 있는데 회귀식 (1)의 원변수는 별다른 유의성이 없으나 회귀식 (2)에서 기업연수

와 교차변수를 추가할 경우 원변수는 양의 유의한 계수값을 갖고 교차변수는 음의 유의한 계수값을 가지고 있어 앞서와 동일한 결과를 확인하고 있다. 즉, 신생기업의 경우 출신지역에 기초한 연고주의는 기업가치제고에 도움이 되나 일정 기간이 지나면 오히려 기업가치를 훼손하는 요인이 될 수 있다는 것이다. 이러한 결과는 회귀식 (8)에서 통제변수를 추가한 경우에도 유의성을 유지하고 있다.

반면에 회귀식 (3)에서 성장률은 별다른 영향력을 미치지 못한 반면 회귀식 (4)에서 현금흐름의 교차변수는 양의 계수값을 보이고 있으나 통제변수를 추가할 경우 유의도는 사라지고 있다. 그밖에 산업내 경쟁 정도의 교차변수도 앞서와 동일하게 음의 계수값을 나타내나 통제변수 추가시 유의도가 감소하고 있다.

Panel C 와 Panel D 에서는 각각 고등학교 및 대학교 출신별 연고주의의 영향력을 살펴보고 있는데 지역연고주의와 달리 전반적으로 교차변수의 계수값이 별다른 유의성을 나타내지 못하고 있다.

결론적으로 기업가치와의 관계에 있어서는 지역연고주의가 가장 부정적인 측면이 강한 것으로 나타난 반면 출신고교 또는 대학과 관련된 연고주의는 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난다. 이러한 결과는 연고주의가 기업가치에 대해 갖는 긍정적 측면과 부정적 측면이 혼재되어 나타난 결과로 해석되며 실증분석에 있어 이 두 가지 측면을 구분해 낼 수 있는 방법론에 한계를 반영하기도 한다. 그럼에도 불구하고 지역에 기초한 연고주의는 기업의 성장과정에서 점차 부정적인 측면이 강해지고 있음을 본 연구는 확인하고 있다.

5. 결론

본 연구는 국내 상장기업에 있어 출신지역 또는 학교에 기초한 임원선임이 어떤 요인에 의해 결정되는가와 이러한 연고주의의 정도가 기업의 경영행태 및 가치에 미치는 영향을 분석하고 있다. 분석결과에 따르면 국내 상장기업은 임원선임에 있어 최고경영자와 동일한 출신지역, 출신고등학교, 또는 출신대학교를 가진 임원의 선임비중이 높은 연고주의 성향을 확인하고 있다. 또한 연도별로는 이러한 연고주의의 정도가 감소하는 추세를 보이고 있어 국내 상장기업에 있어 연고보다는 전문성에 의한 경영자 선임의 추세가 확대됨을 시사하고 있다.

연고주의의 정도에 영향을 미치는 기업특성분석에 따르면 중소기업일수록 출신지역 또는 출신고등학교를 중심으로 한 연고주의가 강하게 나타나며 대규모 기업일수록 출신대학교를 중심으로 한 연고주의가 나타나고 있다. 연고주의와 기업가치간의 관계에 있어서는 지역연고주의가 기업의 성장과 가치제고에 가장 부정적 측면으로 작용할 수 있음을 보여주고 있다.

본 연구는 기존의 연구가 기업과 기업 외부자간의 연고주의에 초점이 맞추어져 있는 반면 기업내부자간의 연고주의에 대한 분석하고 있고 이를 통해 연고주의의 긍정적 측면과 부정적 측면을 실증분석적으로 확인하고 있다는 점에서 학문적으로 중요한 의의를 갖는다. 향후의 연구과제로 기업특성에 관한 보다 면밀한 세분화를 통해 연고주의가 갖는 긍정적 측면과 부정적 측면을 보다 명확하게 확인할 수 있는 연구방법론의 확보가 필요하다.

<표 2> 상위 20 개 고등학교별 임원비중

2003 년부터 2006 년까지 한국증권거래소에 상장된 기업 임원들의 고등학교별 비중을 나타냄. 2003 년 기준으로 임원 비중이 높은 상위 20 개 고등학교를 제시함. 단위는 %임.

학교명	2003	2004	2005	2006	전체기간
고등학교 1	6.46	4.97	4.56	4.5	4.99
고등학교 2	4.67	4.07	3.99	3.68	4.04
고등학교 3	3.92	3.75	3.27	3.21	3.5
고등학교 4	3.47	3	2.72	2.48	2.86
고등학교 5	2.72	2.64	2.38	2.33	2.5
소 계	21.24	18.43	16.92	16.2	17.89
고등학교 6	2.54	2.36	2.2	1.94	2.23
고등학교 7	2.3	1.91	1.71	1.61	1.84
고등학교 8	1.94	1.77	1.59	1.62	1.71
고등학교 9	1.85	1.73	1.63	1.68	1.71
고등학교 10	1.76	1.93	1.77	1.68	1.79
소 계	10.39	9.7	8.9	8.53	9.28
고등학교 11	1.65	1.53	1.75	1.61	1.63
고등학교 12	1.65	1.75	1.63	1.59	1.65
고등학교 13	1.59	1.69	1.33	1.27	1.45
고등학교 14	1.44	1.47	1.31	1.33	1.38
고등학교 15	1.41	1.23	1.21	1.21	1.25
소 계	7.74	7.67	7.23	7.01	7.36
고등학교 16	1.29	0.99	0.95	0.99	1.03
고등학교 17	1.26	1.27	1.17	1.08	1.19
고등학교 18	1.26	1.07	1.15	1.23	1.17
고등학교 19	1.23	1.05	1.01	0.91	1.03
고등학교 20	1.17	1.09	1.19	1.14	1.14
소 계	6.21	5.47	5.47	5.35	5.56
소 계 합계	45.58	41.27	38.52	37.09	40.09
기타 고등학교	54.42	58.73	61.48	62.91	59.91
총 합	100	100	100	100	100

<표 3> 상위 20 개 대학교 별 임원비중

2003 년부터 2006 년까지 한국증권거래소에 상장된 기업 임원들의 대학교 별 비중을 나타남. 2003 년 기준으로 임원 비중이 높은 상위 20 개 대학교를 제시함. 단위는 %임.

학교명	2003	2004	2005	2006	전체기간
대학교 1	21.72	19.61	18.66	17.69	19.18
대학교 2	10.65	10.11	10.04	9.85	10.11
대학교 3	9.75	9.38	8.69	8.4	8.98
대학교 4	7.84	7.73	7.4	7.04	7.46
대학교 5	5.29	4.79	4.96	5.36	5.09
소 계	55.25	51.62	49.75	48.34	50.82
대학교 6	3.74	3.56	3.51	3.62	3.6
대학교 7	3.26	3.42	3.11	3.43	3.31
대학교 8	3.23	3.14	3.21	3.23	3.2
대학교 9	2.45	2.46	2.42	2.46	2.45
대학교 10	2.36	1.85	1.92	2.02	2.01
소 계	15.04	14.43	14.17	14.76	14.57
대학교 11	2.33	2.44	2.42	2.44	2.42
대학교 12	1.91	1.69	1.65	1.7	1.72
대학교 13	1.91	2.86	3.25	3.1	2.86
대학교 14	1.88	1.77	1.75	1.66	1.75
대학교 15	1.73	2.11	2.1	2.09	2.04
소 계	9.76	10.87	11.17	10.99	10.79
대학교 16	1.68	1.91	1.96	1.92	1.89
대학교 17	1.32	1.31	1.55	1.75	1.5
대학교 18	0.96	1.03	1.15	1.19	1.1
대학교 19	0.96	1.35	1.15	1.03	1.13
대학교 20	0.93	1.15	1.27	1.46	1.23
소 계	5.85	6.75	7.08	7.35	6.85
소 계 합계	85.9	83.67	82.17	81.44	83.03
기타 대학	14.1	16.33	17.83	18.56	16.97
총합	100	100	100	100	100

<표 4> 출신지역별 임원비중

2003년부터 2006년까지 한국증권거래소에 상장된 기업 임원들의 출신지역별 비중을 나타냄. 단위는 %임.

출신지	2003	2004	2005	2006	전체기간
출신지역 1	30.9	31.09	30.29	29.96	30.51
출신지역 2	19.11	18.14	18.07	18.46	18.39
출신지역 3	15.79	15.83	15.87	16.22	15.94
출신지역 4	9.03	8.84	8.63	8.47	8.71
출신지역 5	6.91	6.3	6.96	6.76	6.72
출신지역 6	6.91	6.93	7.52	7.58	7.27
출신지역 7	3.86	4.79	4.6	4.44	4.47
출신지역 8	3.08	3.73	3.69	3.92	3.66
출신지역 9	2.93	3.12	3.15	3.08	3.08
출신지역 10	0.9	0.52	0.34	0.32	0.48
출신지역 11	0.39	0.52	0.58	0.54	0.52
출신지역 12	0.18	0.18	0.32	0.26	0.24
총합	100	100	100	100	100

<표 5.1> 상위 20 개 고등학교별 회장/부회장/사장/또는 이들 중의 하나와의 고등학교연고지수

	절대연고지수				조정연고지수 1				조정연고지수 2			
	Chairhigh	VChairhigh	CEOhigh	TOPhigh	Chairhigh	VChairhigh	CEOhigh	TOPhigh	Chairhigh	VChairhigh	CEOhigh	TOPhigh
고등학교 1	0.1610	0.1320	0.0500	0.1124	0.1097	0.0821	-0.0018	0.0610	2.1891	1.6628	-0.0712	1.1961
고등학교 2	0.0654	0.0560	0.0658	0.0528	0.0246	0.0148	0.0247	0.0119	0.5506	0.3705	0.5795	0.2618
고등학교 3	0.1140	0.0968	0.0975	0.1148	0.0791	0.0619	0.0619	0.0795	2.3013	1.5778	1.7264	2.2421
고등학교 4	0.2473	0.0183	0.0997	0.1378	0.2181	-0.0103	0.0701	0.1083	7.3253	-0.4272	2.4518	3.7676
고등학교 5	0.1543	0.0667	0.1541	0.1925	0.1295	0.0411	0.1289	0.1674	5.0881	1.4491	5.2318	6.7059
고등학교 6	0.1479	0.0431	0.0989	0.1076	0.1256	0.0230	0.0763	0.0853	5.6283	1.1099	3.3731	3.7923
고등학교 7	0.0811	0.0000	0.0422	0.0726	0.0622	-0.0169	0.0232	0.0535	3.0680	-1.0000	1.3982	2.9330
고등학교 8	0.0402	0.0125	0.0520	0.0585	0.0230	-0.0048	0.0343	0.0411	1.3539	-0.3571	1.7447	2.1959
고등학교 9	0.0000	0.0000	0.1581	0.1720	-0.0174	-0.0171	0.1407	0.1546	-1.0000	-1.0000	8.2569	9.0692
고등학교 10	0.0291	0.0000	0.0151	0.0229	0.0113	-0.0176	-0.0030	0.0049	0.6449	-1.0000	-0.1843	0.2774
고등학교 11	0.2240	0.1845	0.1529	0.2033	0.2076	0.1684	0.1365	0.1870	12.7523	10.2869	8.3633	11.4699
고등학교 12	0.2686	0.1481	0.0567	0.1435	0.2520	0.1316	0.0401	0.1269	15.1392	8.1006	2.3882	7.6581
고등학교 13	0.1495	0.0056	0.0826	0.1151	0.1351	-0.0086	0.0675	0.1000	9.8047	-0.5819	4.4541	6.8053
고등학교 14	0.0000	0.0744	0.0052	0.0207	-0.0138	0.0607	-0.0087	0.0069	-1.0000	4.2080	-0.6076	0.4927
고등학교 15	0.0979	0.0133	0.0126	0.0506	0.0847	0.0005	0.0000	0.0378	6.2216	0.0855	-0.0524	2.7669
고등학교 16	0.0000	0.0000	0.0816	0.0962	-0.0108	-0.0103	0.0712	0.0856	-1.0000	-1.0000	6.5233	7.8274
고등학교 17	0.0000	0.0000	0.0533	0.0595	-0.0119	-0.0117	0.0414	0.0476	-1.0000	-1.0000	3.4490	3.9708
고등학교 18	0.0331	n.a	0.0833	0.0570	0.0213	n.a	0.0715	0.0452	1.8372	n.a	5.6518	3.6666
고등학교 19	0.0833	n.a	0.0869	0.0688	0.0728	n.a	0.0766	0.0582	5.7947	n.a	7.5048	5.1805
고등학교 20	0.0000	0.0000	0.0119	0.0143	-0.0116	-0.0114	0.0005	0.0029	-1.0000	-1.0000	0.0437	0.2788
평균	0.1124	0.0702	0.0728	0.0969	0.0802	0.0395	0.0447	0.0666	2.8663	1.3081	2.1935	2.8655
표준편차	0.1845	0.1717	0.1774	0.1896	0.1829	0.1693	0.1779	0.1895	6.8037	5.1161	8.5672	8.4362
t-value	(15.12)***	(5.82)***	(13.00)***	(18.07)***	(10.88)***	(3.32)***	(7.97)***	(12.43)***	(10.46)***	(3.64)***	(8.11)***	(12.01)***

<표 5.2> 상위 20 개 대학별 회장/부회장/사장/또는 이들 중의 하나와의 대학연고지수

	절대연고지수				조정연고지수 1				조정연고지수 2			
	Chairuniv	VChairuniv	CEOuniv	TOPuniv	Chairuniv	VChairuniv	CEOuniv	TOPuniv	Chairuniv	VChairuniv	CEOuniv	TOPuniv
대학교 1	0.3163	0.3672	0.2310	0.2897	0.1218	0.1758	0.0355	0.0947	0.6160	0.9230	0.1786	0.4813
대학교 2	0.1224	0.0929	0.0993	0.0983	0.0209	-0.0087	-0.0022	-0.0032	0.2055	-0.0792	-0.0212	-0.0322
대학교 3	0.1543	0.1496	0.1290	0.1392	0.0638	0.0595	0.0380	0.0485	0.6879	0.6427	0.4298	0.5367
대학교 4	0.0585	0.0328	0.0752	0.0789	-0.0161	-0.0417	-0.0003	0.0037	-0.2106	-0.5453	0.0081	0.0608
대학교 5	0.1293	0.1026	0.0457	0.0868	0.0784	0.0515	-0.0053	0.0357	1.5738	0.9574	-0.1084	0.7027
대학교 6	0.1091	0.0000	0.0899	0.1044	0.0730	-0.0364	0.0538	0.0682	2.0180	-1.0000	1.4575	1.8632
대학교 7	0.1467	0.1354	0.0921	0.0950	0.1133	0.1021	0.0591	0.0618	3.5105	3.1043	1.7821	1.8730
대학교 8	0.0870	0.0333	0.0641	0.0487	0.0549	0.0012	0.0321	0.0167	1.7120	0.0318	0.9944	0.5200
대학교 9	0.0062	0.0000	0.0059	0.0043	-0.0183	-0.0244	-0.0186	-0.0202	-0.7480	-1.0000	-0.7604	-0.8247
대학교 10	0.0377	0.0593	0.0362	0.0390	0.0173	0.0390	0.0158	0.0185	0.8836	1.9857	0.7535	0.9323
대학교 11	0.0214	0.0000	0.0241	0.0214	-0.0026	-0.0242	0.0000	-0.0027	-0.1102	-1.0000	0.0109	-0.1000
대학교 12	0.0430	0.1667	0.0858	0.0668	0.0257	0.1487	0.0685	0.0493	1.4822	8.9688	3.9379	2.8083
대학교 13	0.0307	0.0441	0.1090	0.0528	0.0019	0.0157	0.0811	0.0250	0.0019	0.4240	2.5858	0.7713
대학교 14	0.1738	0.0043	0.1051	0.1191	0.1563	-0.0131	0.0873	0.1014	9.0564	-0.7394	4.8401	5.7590
대학교 15	0.0454	0.0000	0.0000	0.0333	0.0253	-0.0204	-0.0190	0.0134	1.1651	-1.0000	-1.0000	0.5893
대학교 16	0.2067	0.0465	0.1947	0.1779	0.1878	0.0276	0.1761	0.1593	10.2181	1.6244	9.4631	8.5438
대학교 17	0.0000	0.0000	0.0714	0.0833	-0.0165	-0.0175	0.0567	0.0685	-1.0000	-1.0000	4.1671	5.0283
대학교 18	0.0357	n.a	0.0290	0.0357	0.0249	n.a	0.0178	0.0249	2.2911	n.a	1.5893	2.2911
대학교 19	0.0000	0.0000	0.0564	0.0000	-0.0119	-0.0118	0.0450	-0.0115	-1.0000	-1.0000	3.9846	-1.0000
대학교 20	n.a	n.a	0.1540	0.1540	n.a	n.a	0.1414	0.1414	n.a	n.a	10.7004	10.7004
평균	0.1467	0.1584	0.1284	0.1391	0.0562	0.0586	0.0282	0.0441	0.8868	0.4688	0.7727	0.7750
표준편차	0.2208	0.2338	0.2086	0.2167	0.1984	0.2035	0.1976	0.1982	4.6048	2.6788	4.1432	4.2225
t-value	(20.15)***	(12.66)***	(25.02)***	(28.33)***	(8.59)***	(5.38)***	(5.80)***	(9.82)***	(5.84)***	(3.27)***	(7.58)***	(8.10)***

<표 5.3> 지역별 회장/부회장/사장 또는 이들 중의 하나와의 지역연고지수

	절대연고지수				조정연고지수 1				조정연고지수 2			
	Chairarea	VChairarea	CEOarea	TOParea	Chairarea	VChairarea	CEOarea	TOParea	Chairarea	VChairarea	CEOarea	TOParea
출신지역 1	0.0911	0.0084	0.0793	0.0978	0.0606	-0.0225	0.0485	0.0671	1.9791	-0.7271	1.5531	2.1756
출신지역 2	0.2218	0.1433	0.1638	0.1895	0.1345	0.0564	0.0763	0.1021	1.5362	0.6229	0.8690	1.1645
출신지역 3	0.4062	0.2906	0.4034	0.4125	0.2220	0.1063	0.2187	0.2281	1.2025	0.5776	1.1856	1.2362
출신지역 4	0.3460	0.3688	0.3692	0.3570	0.1867	0.2092	0.2099	0.1978	1.1719	1.3112	1.3195	1.2434
출신지역 5	0.3642	0.3852	0.3384	0.3576	0.0591	0.0802	0.0325	0.0522	0.1920	0.2626	0.1058	0.1698
출신지역 6	0.0318	0.0323	0.0417	0.0330	0.0264	0.0261	0.0352	0.0274	4.3679	6.3644	4.7481	4.8963
출신지역 7	0.4972	0.3867	0.3795	0.4468	0.4296	0.3190	0.3120	0.3793	6.3607	4.7265	4.6444	5.6328
출신지역 8	0.1630	0.1202	0.1902	0.1847	0.1186	0.0750	0.1456	0.1403	2.5960	1.5636	3.1864	3.0553
출신지역 9	0.1667	0.0000	0.0909	0.1310	0.1619	-0.0055	0.0859	0.1261	37.4487	-1.0000	15.5846	25.7625
출신지역 10	0.2818	0.1127	0.1440	0.1707	0.2093	0.0404	0.0715	0.0985	2.9199	0.5504	0.9981	1.3760
출신지역 11	0.2305	0.1433	0.0744	0.1138	0.1943	0.1074	0.0385	0.0781	5.4762	2.9388	1.0032	2.1658
출신지역 12	0.0000	0.0000	0.0371	0.0165	-0.0024	-0.0032	0.0342	0.0140	-1.0000	-1.0000	11.8943	4.7308
평균	0.3414	0.2952	0.3038	0.3252	0.1559	0.1056	0.1167	0.1394	1.6055	0.8699	1.1154	1.4056
표준편차	0.2815	0.2810	0.3107	0.3005	0.2834	0.2648	0.3067	0.2980	5.3603	2.4286	4.1492	5.0709
t-value	(37.82)***	(20.31)***	(41.02)***	(49.55)***	(17.16)***	(7.71)***	(15.96)***	(21.41)***	(9.34)***	(6.93)***	(11.28)***	(12.69)***

<표 6.1> 기업집단별 고등학교별 회장/부회장/사장/또는 이들 중의 하나와의 고등학교연고지수

	절대연고지수				조정연고지수 1				조정연고지수 2			
	Chairhigh	VChairhigh	CEOhigh	TOPhigh	Chairhigh	VChairhigh	CEOhigh	TOPhigh	Chairhigh	VChairhigh	CEOhigh	TOPhigh
기업집단(A)												
평균	0.0950	0.0344	0.0396	0.0579	0.0645	0.0088	0.0173	0.0316	2.0802	-0.0500	0.8979	1.1322
표준편차	0.1725	0.1399	0.1235	0.1322	0.1682	0.1362	0.1220	0.1287	5.7261	3.0302	5.7581	4.7563
t-value	(7.96)***	(2.53)**	(6.43)***	(9.59)***	(5.55)***	(0.67)	(2.84)***	(5.37)***	(5.25)***	(-0.17)	(3.13)***	(5.21)***
비기업집단(B)												
평균	0.0735	0.0465	0.0492	0.0681	0.0541	0.0308	0.0324	0.0501	3.6989	2.2385	2.9565	4.1568
표준편차	0.1494	0.1227	0.1432	0.1604	0.1455	0.1196	0.1415	0.1578	12.5130	10.7580	20.6370	20.3960
t-value	(13.60)***	(6.12)***	(12.08)***	(16.51)***	(10.28)***	(4.17)***	(8.05)***	(12.35)***	(8.17)***	(3.36)***	(5.04)***	(7.93)***
A - B												
t-value	(-1.79)*	(0.82)	(1.21)	(1.26)	(-0.88)	(1.53)	(1.92)*	(2.34)**	(1.82)*	(2.15)**	(1.97)**	(3.22)***

<표 6.2> 기업집단별 대학별 회장/부회장/사장/또는 이들 중의 하나와의 대학연고지수

	절대연고지수				조정연고지수 1				조정연고지수 2			
	Chairuniv	VChairuniv	CEOuniv	TOPuniv	Chairuniv	VChairuniv	CEOuniv	TOPuniv	Chairuniv	VChairuniv	CEOuniv	TOPuniv
기업집단(A)												
평균	0.1448	0.1821	0.1508	0.1572	0.0505	0.0596	0.0373	0.0520	0.2370	0.2169	1.4053	1.2089
표준편차	0.2315	0.2229	0.2137	0.2245	0.2002	0.1899	0.2031	0.2034	1.8906	1.3475	8.4739	7.8061
t-value	(9.05)***	(8.41)***	(14.15)***	(15.33)***	(3.64)***	(3.23)***	(3.68)***	(5.60)***	(1.81)*	(1.66)*	(3.33)***	(3.39)***
비기업집단(B)												
평균	0.1329	0.1314	0.1110	0.1206	0.0543	0.0521	0.0254	0.0414	1.7834	0.7172	1.1374	1.4687
표준편차	0.2114	0.2282	0.1974	0.2056	0.1915	0.1986	0.1866	0.1880	9.7850	4.6290	9.5130	10.6950
t-value	(17.38)***	(9.30)***	(19.78)***	(22.82)***	(7.83)***	(4.24)***	(4.79)***	(8.55)***	(5.04)***	(2.50)**	(4.20)***	(5.34)***
A - B												
t-value	(-0.71)	(-1.94)*	(-3.43)***	(-3.32)***	(0.25)	(-0.33)	(-1.09)	(-1.06)	(2.27)**	(1.09)	(-0.50)	(0.49)

<표 6.3> 기업집단별 지역별 회장/부회장/사장 또는 이들 중의 하나와의 지역연고지수

	절대연고지수				조정연고지수 1				조정연고지수 2			
	Chairarea	VChairarea	CEOarea	TOParea	Chairarea	VChairarea	CEOarea	TOParea	Chairarea	VChairarea	CEOarea	TOParea
기업집단(A)												
평균	0.2495	0.1793	0.2459	0.2340	0.0780	0.0027	0.0530	0.0529	1.4302	0.4488	0.4680	0.9182
표준편차	0.2348	0.2287	0.2579	0.2303	0.2294	0.1948	0.2503	0.2258	4.6892	3.1777	2.0990	4.3439
t-value	(15.36)***	(8.07)***	(19.12)***	(22.24)***	(4.91)***	(0.14)	(4.25)***	(5.12)***	(4.41)***	(1.45)	(4.47)***	(4.63)***
비기업집단(B)												
평균	0.3525	0.3226	0.3194	0.3466	0.1718	0.1362	0.1357	0.1643	1.7742	1.2029	1.3767	1.6847
표준편차	0.2913	0.2777	0.3212	0.3132	0.2895	0.2689	0.3161	0.3082	6.1730	2.6640	4.8587	5.9525
t-value	(33.44)***	(18.77)***	(34.98)***	(43.05)***	(16.40)***	(8.18)***	(15.10)***	(20.74)***	(7.94)***	(7.29)***	(9.97)***	(11.01)***
A - B												
t-value	(4.71)***	(4.70)***	(4.17)***	(7.27)***	(4.33)***	(4.64)***	(4.78)***	(7.32)***	(0.75)	(2.32)**	(3.64)***	(2.61)***

<표 7> 연도별 연고지수 추이

Panel A. 회장과의 연고지수

		2003	2004	2005	2006	전체평균
Chairarea	절대연고지수	0.3658 (17.21)***	0.3196 (17.65)***	0.3194 (19.39)***	0.3197 (18.83)***	0.3304 (36.39)***
	조정연고지수 1	0.1912 (9.32)***	0.1460 (8.31)***	0.1378 (8.27)***	0.1356 (7.87)***	0.1517 (16.88)***
	조정연고지수 2	2.4280 (3.80)***	1.6411 (4.97)***	1.4425 (6.44)***	1.3643 (6.04)***	1.7003 (9.01)***
Chairhigh	절대연고지수	0.1065 (7.99)***	0.0723 (8.28)***	0.0689 (7.69)***	0.0675 (8.10)***	0.0781 (15.74)***
	조정연고지수 1	0.0811 (6.23)***	0.0498 (5.92)***	0.0484 (5.53)***	0.0484 (5.96)***	0.0564 (11.67)***
	조정연고지수 2	3.9266 (4.72)***	2.5396 (4.24)***	3.0504 (4.62)***	3.9011 (4.78)***	3.3512 (9.16)***
Chairuniv	절대연고지수	0.1569 (9.35)***	0.1504 (10.11)***	0.1282 (10.27)***	0.1095 (9.84)***	0.1355 (19.58)***
	조정연고지수 1	0.0652 (4.44)***	0.0655 (4.86)***	0.0483 (4.22)***	0.0368 (3.67)***	0.0534 (8.62)***
	조정연고지수 2	1.7218 (2.26)**	1.8752 (3.08)***	1.2658 (2.65)***	1.0003 (2.70)***	1.4512 (5.18)***

Panel B. 부회장과의 연고지수

		2003	2004	2005	2006	전체평균
VChairarea	절대연고지수	0.2879 (7.51)***	0.2786 (10.32)***	0.2761 (11.08)***	0.2835 (10.80)***	0.2812 (19.80)***
	조정연고지수 1	0.1072 (2.95)***	0.0899 (3.66)***	0.0997 (4.27)***	0.0955 (3.76)***	0.0976 (7.28)***
	조정연고지수 2	0.9042 (2.61)***	0.9077 (3.25)***	1.0767 (3.81)***	1.0149 (3.53)***	0.9851 (6.65)***
VChairhigh	절대연고지수	0.0709 (3.46)***	0.0323 (3.40)***	0.0383 (3.16)***	0.0374 (3.15)***	0.0430 (6.44)***
	조정연고지수 1	0.0481 (2.42)**	0.0126 (1.34)	0.0220 (1.84)*	0.0205 (1.77)*	0.0245 (3.76)***
	조정연고지수 2	1.9166 (2.28)**	1.0349 (1.51)	2.5954 (1.80)*	0.8315 (1.56)	1.5775 (3.26)***
VChairuniv	절대연고지수	0.1248 (5.09)***	0.1669 (6.90)***	0.1566 (6.69)***	0.1338 (5.88)***	0.1460 (12.30)***
	조정연고지수 1	0.0273 (1.31)	0.0720 (3.66)***	0.0685 (3.42)***	0.0448 (2.19)**	0.0543 (5.31)***
	조정연고지수 2	0.1879 (0.74)	0.6201 (1.73)*	1.0228 (1.73)*	0.3706 (1.29)	0.5727 (2.76)***

Panel C. 사장과과의 연고지수

		2003	2004	2005	2006	전체평균
CEOarea	절대연고지수	0.3093 (17.91)***	0.3029 (20.25)***	0.2996 (20.68)***	0.2937 (20.92)***	0.3014 (39.56)***
	조정연고지수 1	0.1221 (7.33)***	0.1144 (7.77)***	0.1155 (7.96)***	0.1095 (7.87)***	0.1154 (15.40)***
	조정연고지수 2	0.9133 (6.21)***	1.2882 (4.78)***	1.3373 (5.15)***	1.0754 (7.04)***	1.1538 (10.70)***
CEOhigh	절대연고지수	0.0558 (6.57)***	0.0467 (7.63)***	0.0451 (6.94)***	0.0397 (6.62)***	0.0468 (13.68)***
	조정연고지수 1	0.0347 (4.16)***	0.0282 (4.65)***	0.0285 (4.42)***	0.0232 (3.90)***	0.0287 (8.47)***
	조정연고지수 2	1.4805 (3.45)***	2.7078 (2.46)**	3.5082 (3.08)***	2.1164 (2.94)***	2.4516 (5.46)***
CEOuniv	절대연고지수	0.1367 (11.19)***	0.1221 (12.31)***	0.1081 (12.81)***	0.1160 (13.07)***	0.1208 (24.19)***
	조정연고지수 1	0.0321 (2.78)***	0.0264 (2.84)***	0.0223 (2.77)***	0.0327 (3.88)***	0.0283 (6.01)***
	조정연고지수 2	1.1325 (2.95)***	0.9105 (2.73)***	0.8788 (3.44)***	1.8989 (2.63)***	1.2031 (5.26)***

Panel D. 회장 또는 부회장 또는 사장 중 Top 과의 연고지수

		2003	2004	2005	2006	전체평균
TOParea	절대연고지수	0.3365 (22.03)***	0.3136 (23.55)***	0.3201 (25.53)***	0.3086 (24.72)***	0.3195 (47.66)***
	조정연고지수 1	0.1589 (10.83)***	0.1353 (10.43)***	0.1336 (10.59)***	0.1233 (9.87)***	0.1375 (20.86)***
	조정연고지수 2	1.6168 (5.13)***	1.5653 (5.85)***	1.5507 (6.51)***	1.2773 (7.41)***	1.5004 (11.92)***
TOPhigh	절대연고지수	0.0852 (9.70)***	0.0607 (10.29)***	0.0611 (9.25)***	0.0565 (9.31)***	0.0656 (19.01)***
	조정연고지수 1	0.0624 (7.23)***	0.0402 (6.96)***	0.0420 (6.45)***	0.0387 (6.46)***	0.0456 (13.45)***
	조정연고지수 2	3.0301 (5.90)***	3.1851 (3.34)***	4.0494 (4.21)***	3.4372 (4.99)***	3.4295 (8.52)***
TOPuniv	절대연고지수	0.1440 (13.47)***	0.1330 (13.97)***	0.1238 (13.78)***	0.1177 (13.74)***	0.1294 (27.40)***
	조정연고지수 1	0.0492 (5.17)***	0.0451 (5.16)***	0.0415 (5.02)***	0.0403 (5.09)***	0.0439 (10.22)***
	조정연고지수 2	1.4734 (3.18)***	1.4754 (3.67)***	1.0814 (3.53)***	1.5941 (2.73)***	1.4062 (6.23)***

Panel E. 회장, 부회장 또는 사장중 Top과 지역, 고등학교 또는 대학교가 같은 임원간의 연고지수

		2003	2004	2005	2006	전체평균
TOPall	절대연고지수	0.4511 (29.26)***	0.4258 (31.62)***	0.4157 (31.85)***	0.4045 (31.23)***	0.4239 (61.75)***
	조정연고지수 1	0.1937 (12.89)***	0.1734 (12.80)***	0.1632 (12.37)***	0.1574 (12.14)***	0.1717 (25.09)***
	조정연고지수 2	1.0392 (10.88)***	1.0827 (10.47)***	1.0618 (10.25)***	0.9822 (10.03)***	1.0412 (20.79)***

<표 8> 기초통계량

2003년부터 2006년까지 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능한 기업 1841사를 대상으로 함. TOPall은 회장, 부회장, 사장 중 Top과 동일한 고등학교, 대학교, 또는 지역출신인 여타임원의 비중, TOParea는 회장, 부회장, 사장 중 Top과 동일한 지역의 출신인 여타임원의 비중, TOPhigh는 회장, 부회장, 사장 중 Top과 동일한 고등학교 출신인 여타임원의 비중, TOPuniv는 회장, 부회장, 사장 중 Top과 동일한 대학교 출신인 여타임원의 비중임. Age는 기업연수에 로그를 취한 값이며, Size는 총자산에 로그를 취한 값임. Tobin's Q는 총자산 대비 (보통주 시가총액+부채장부가치+우선주장부가치)의 비율로 정의함. CF는 총자산 대비 영업활동에서의 현금흐름을 나타내며 HHINDEX는 Herfindahl-Hirschman 지수를 말함. FOR은 외국인지분율이며 LAR은 최대주주 1인 및 그 특수관계인의 지분을 총합임. ROA는 총자산영업이익률이고, LAGROA은 전기의 총자산영업이익률임. GROWTH는 과거 5년 평균 매출액 성장률이며 Lev는 총부채/총자산임.

변수명	# of obs	평균값	중앙값	표준편차	최소값	최대값
Topall	1841	0.1773	0.1773	0.3073	-0.4458	0.9536
Toparea	1841	0.1431	0.1431	0.2963	-0.3109	0.9556
Tophigh	1841	0.0468	0.0468	0.1508	-0.0646	0.9901
Topuniv	1841	0.0433	0.0433	0.1913	-0.2172	0.9940
Age	1841	3.5184	3.5184	0.5526	1.0986	4.7095
Size	1841	18.4888	18.4888	1.4289	15.2417	23.9671
Tobin's Q	1841	1.0410	1.0410	0.6787	0.2118	6.8865
CF	1841	0.0523	0.0523	0.0849	-0.5388	0.4578
HHindex	1841	0.0920	0.0920	0.0996	0.0361	1
For	1839	0.1090	0.1090	0.1591	0	0.9411
Lar	1834	0.3327	0.3327	0.1826	0	0.9270
ROA	1841	0.0471	0.0471	0.0640	-0.4206	0.2948
LagROA	1841	0.0519	0.0519	0.0677	-0.4206	0.3070
Growth	1774	0.0989	0.0989	0.3093	-0.3099	7.5555
Lev	1841	0.4538	0.4538	0.1904	0.0103	0.9520

<표 9> 주요 변수간 상관계수표

	Topall	Toparea	Tophigh	Topuniv	Age	Size	Tobin's Q	CF	HHindex	For	Lar	ROA	LagROA	Growth	Lev
Topall	1														
Toparea	0.8254 < 0001	1													
Tophigh	0.3346 <.0001	0.1874 <.0001	1												
Topuniv	0.4119 < 0001	-0.0115 (0.6304)	0.0743 (0.0018)	1											
Age	0.0155 (0.5160)	0.0035 (0.8825)	0.0254 (0.2857)	-0.0097 (0.6836)	1										
Size	-0.1094 < 0001	-0.1591 < 0001	-0.0713 (0.0027)	0.0748 (0.0017)	0.0912 (0.0001)	1									
Tobin's Q	-0.0002 (0.9946)	-0.0070 (0.7684)	-0.0196 (0.4099)	0.0131 (0.5834)	-0.1836 < 0001	-0.0398 (0.0948)	1								
CF	0.0157 (0.5103)	-0.0052 (0.8261)	0.0068 (0.7767)	0.0334 (0.1612)	-0.1042 < 0001	0.2188 < 0001	0.0941 < 0001	1							
HHindex	-0.0431 (0.0703)	-0.0344 (0.1483)	-0.0318 (0.1824)	-0.0270 (0.2570)	-0.1469 < 0001	0.1019 < 0001	0.1040 < 0001	0.0800 (0.0008)	1						
For	-0.0712 (0.0028)	-0.1025 < 0001	-0.0439 (0.0653)	0.0376 (0.1146)	-0.0285 (0.2312)	0.5288 < 0001	0.1097 < 0001	0.2636 < 0001	0.0325 (0.1729)	1					
Lar	-0.0257 (0.2812)	-0.0087 (0.7159)	-0.0163 (0.4936)	-0.0303 (0.2040)	-0.0410 (0.0851)	(-0.0892) (0.0002)	-0.0606 (0.0109)	0.0415 (0.0813)	-0.0293 (0.2186)	-0.0727 (0.0022)	1				
ROA	0.0267 (0.2625)	0.0068 (0.7768)	-0.0168 (0.4819)	0.0366 (0.1241)	-0.0858 (0.0003)	0.2445 <.0001	0.1142 <.0001	0.4817 <.0001	-0.0255 (0.2841)	0.3190 <.0001	0.0246 (0.3013)	1			
LagROA	0.0261 (0.2727)	0.0071 (0.7646)	-0.0172 (0.4715)	0.0359 (0.1321)	-0.0987 < 0001	0.2573 < 0001	0.0490 (0.0395)	0.3733 < 0001	-0.0333 (0.1615)	0.3058 < 0001	0.0479 (0.0442)	0.7163 < 0001	1		
Growth	0.0312 (0.1902)	0.0452 (0.0579)	-0.0008 (0.9729)	0.0571 (0.0165)	-0.2454 <.0001	0.0381 (0.1094)	0.1149 <.0001	0.0513 (0.0312)	0.0937 <.0001	0.0232 (0.3294)	-0.0184 (0.4391)	0.0655 (0.0059)	0.0705 (0.0030)	1	
Lev	0.0019 (0.9354)	-0.0013 (0.9574)	0.0400 (0.0927)	0.0024 (0.9185)	-0.0206 (0.3873)	0.1324 <.0001	0.1304 <.0001	-0.1176 <.0001	0.1052 <.0001	-0.1287 <.0001	-0.1312 <.0001	-0.1569 <.0001	-0.1587 <.0001	0.0663 (0.0054)	1

< 표 10 > 연고지수 결정요인 분석

2003년부터 2006년까지 한국증권거래소에 상장되고 자료가이용이 가능한 기업 1841사를 대상으로 함. TOPall은 회장, 부회장, 사장 중 Top과 동일한 고등학교, 대학교, 또는 지역출신인 여타임원의 비중이며 TOParea는 회장, 부회장, 사장 중 Top과 동일한 지역의 출신인 임원(Top을 제외한 모든 집행임원)의 비중임., TOPhigh는 회장, 부회장, 사장 중 Top과 동일한 고등학교 출신인 임원(Top을 제외한 모든 집행임원)의 비중이며 TOPuniv는 회장, 부회장, 사장 중 Top과 동일한 대학교 출신인 임원(Top을 제외한 모든 집행임원)의 비중임. Age는 기업연수에 로그를 취한 값이고, Size는 총자산에 로그를 취한 값이며 CF는 총자산 대비 영업활동에서의 현금흐름을 의미함. HHINDEX는 Herfindahl-Hirschman 지수이고 FOR은 외국인지분율이며 LAR은 최대주주 1인 및 그 특수관계인의 지분을 총합임. LAGROA은 전기의 총자산영업이익률이고 Head는 회장, 부회장, 사장 중 Top의 출신지와 해당 기업의 본사가 위치한 지역과 동일한 경우의 1의 값을, 동일하지 않을 경우 0의 값을 가지는 더미변수임. 괄호안은 t-값.

Panel A. 종속변수 : TOPall

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Intercept	0.3826*** (6.12)	0.7600*** (7.24)	0.3123*** (8.00)	0.5345*** (3.14)	0.3302*** (8.46)	0.3187*** (8.03)	0.3089*** (7.93)	1.0082*** (4.83)	0.9883*** (4.77)
Age	-0.0188 (-1.41)							-0.0125 (-0.94)	-0.0159 (-1.20)
Size		-0.0236*** (-4.57)						-0.0229*** (-3.71)	-0.0217*** (-3.53)
CF			0.0140 (0.16)					0.0706 (0.75)	0.0668 (0.72)
HHIndex				-1.1114 (-1.34)				-1.0468 (-1.27)	-1.0163 (-1.24)
For					-0.1358*** (-2.97)			-0.0764 (-1.38)	-0.0692 (-1.26)
Lar						-0.0296 (-0.74)		-0.0546 (-1.36)	-0.0703* (-1.76)
LagROA							0.0943 (0.87)	0.2357** (1.96)	0.1959 (1.64)
본사위치									0.0789*** (5.23)
year dummy	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
industry dummy	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
# of obs.	1841	1841	1841	1841	1839	1834	1841	1832	1832

Panel B. 종속변수 : TOPArea

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Intercept	0.3120*** (5.16)	0.9296*** (9.23)	0.2712*** (7.19)	0.3926** (2.39)	0.2913*** (7.74)	0.2667*** (6.95)	0.2673*** (7.10)	1.0599*** (5.29)	1.0388*** (5.23)
Age	-0.0119 (-0.92)							-0.0044 (-0.34)	-0.0079 (-0.62)
Size		-0.0349*** (-7.06)						-0.0345*** (-5.82)	-0.0332*** (-5.64)
CF			-0.0486 (-0.59)					0.0500 (0.55)	0.0460 (0.51)
HHIndex				-0.6245 (-0.78)				-0.6127 (-0.77)	-0.5804 (-0.74)
For					-0.1843*** (-4.19)			-0.0646 (-1.22)	-0.0569 (-1.08)
Lar						0.0006 (0.02)		-0.0289 (-0.75)	-0.0455 (-1.19)
LagROA							0.0205 (0.20)	0.2346** (2.03)	0.1925* (1.68)
본사위치									0.0835*** (5.78)
year dummy	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
industry dummy	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
# of obs.	1841	1841	1841	1841	1839	1834	1841	1832	1832
adj-R ²	0.0049	0.0309	0.0046	0.0048	0.0139	0.0043	0.0045	0.0310	0.0481

Panel C. 종속변수 : TOPhigh

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Intercept	0.0626** (2.03)	0.1724*** (3.32)	0.0535*** (2.78)	0.1218 (1.45)	0.0580*** (3.01)	0.0559*** (2.85)	0.0557*** (2.90)	0.2421** (2.33)
Age	-0.0024 (-0.36)							-0.0012 (-0.18)
Size		-0.0063** (-2.45)						-0.0060** (-1.96)
CF			0.0051 (0.12)					0.0438 (0.94)
HHIndex				-0.3410 (-0.83)				-0.3372 (-0.82)
For					-0.0339 (-1.50)			-0.0104 (-0.38)
Lar						-0.0099 (-0.50)		-0.0141 (-0.71)
LagROA							-0.0404 (-0.76)	-0.0243 (-0.41)
year dummy	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
industry dummy	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
# of obs.	1841	1841	1841	1841	1839	1834	1841	1832
adj-R ²	0.0000	0.0032	-0.0001	0.0003	0.0013	-0.0001	0.0002	0.0010

Panel D. 종속변수 : TOPuniv

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Intercept	0.1123*** (2.88)	-0.1555** (-2.37)	0.0403* (1.66)	0.1317 (1.24)	0.0395 (1.62)	0.0496** (2.01)	0.0416* (1.71)	-0.0346 (-0.27)
Age	-0.0185** (-2.24)							-0.0196** (-2.36)
Size		0.0105*** (3.26)						0.0125*** (3.26)
CF			0.0587 (1.10)					0.0177 (0.30)
HHIndex				-0.4410 (-0.85)				-0.3957 (-0.77)
For					0.0353 (1.24)			-0.0276 (-0.80)
Lar						-0.0273 (-1.10)		-0.0250 (-1.00)
LagROA							0.0512 (0.76)	-0.0082 (-0.11)
year dummy	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
industry dummy	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
# of obs.	1841	1841	1841	1841	1839	1834	1841	1832
adj-R ²	0.0094	0.0125	0.0073	0.0071	0.0074	0.0078	0.0070	0.0143

<표 11> 연고지수가 기업가치에 미치는 영향 분석

2003년부터 2006년까지 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능한 기업 1841사를 대상으로 함. 기업가치를 나타내는 종속변수인 토빈큐는 총자산 대비 (보통주 시가총액+ 부채 장부가치+ 우선주 장부가치)를 이용하여 산출함. TOPall은 회장, 부회장, 사장 중 Top과 동일한 고등학교, 대학교, 또는 지역출신인 여타임원의 비중이고, TOParea는 회장, 부회장, 사장 중 Top과 동일한 지역의 출신인 임원(Top을 제외한 모든 집행임원)의 비중임. TOPhigh는 회장, 부회장, 사장 중 Top과 동일한 고등학교 출신인 임원(Top을 제외한 모든 집행임원)의 비중이고, TOPuniv는 회장, 부회장, 사장 중 Top과 동일한 대학교 출신인 임원(Top을 제외한 모든 집행임원)의 비중임. 교차변수는 조정관계지수(연속변수)에 설명변수 더미값을 곱하여 산출한 값이며 각각의 설명변수 더미는 중앙값보다 설명변수의 값이 더 클 경우 1의 값을, 작을 경우 0의 값을 가짐. Age는 기업연수에 로그를 취한 값이고, GROWTH는 과거 5년 평균 매출액 성장률이며 CF는 총자산 대비 영업활동에서의 현금흐름을 의미함. HHINDEX는 Herfindahl-Hirschman 지수를 말하고 FOR은 외국인지분을 이며 LAR은 최대주주 1인 및 그 특수관계인의 지분을 총합임. Size는 총자산에 로그를 취한 값이고 Lev는 총부채/총자산이며 ROA는 총자산영업이익률임. 괄호안은 t-값임

Panel A. 종속변수 : Tobin Q

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Intercept	1.0393*** (56.89)	1.0407*** (57.17)	1.0362*** (55.67)	1.0396*** (57.03)	1.0394*** (56.92)	1.0390*** (56.77)	1.0397*** (56.77)	2.4422*** (10.34)	2.5200*** (10.38)	2.4917*** (10.55)	2.5119*** (10.64)	2.4992*** (10.58)	2.4524*** (10.06)
TOPall	0.0097 (0.19)	0.1725*** (2.60)	-0.0785 (-1.11)	-0.1228* (-1.80)	0.0971 (1.31)	-0.0095 (-0.15)	0.0774 (1.15)	0.1134* (1.73)	-0.0643 (-0.93)	-0.0889 (-1.30)	0.0344 (0.48)	0.0114 (0.17)	0.1367 (1.10)
TOPall * Age		-0.3441*** (-3.87)						-0.2804*** (-3.22)					-0.2564*** (-2.75)
TOPall * Growth			0.1490 (1.63)						0.0590 (0.65)				-0.0248 (-0.26)
TOPall * CF				0.2623*** (2.95)						0.1326 (1.43)			0.0986 (1.01)
TOPall* (1-HHindex)					-0.1483 (-1.64)						-0.0965 (-1.09)		-0.0713 (-0.78)

TOPall *						0.0504							
For						(0.55)							
TOPall *							-0.1366					-0.0692	-0.0766
Lar							(-1.52)					(-0.74)	(-0.78)
Size								-0.0988***	-0.1038***	-0.1020***	-0.1033***	-0.1032***	-0.0999***
								(-7.41)	(-7.61)	(-7.66)	(-7.76)	(-7.75)	(-7.29)
Lev								0.7336***	0.7235***	0.7436***	0.7370***	0.7426***	0.7131***
								(8.63)	(8.32)	(8.73)	(8.64)	(8.72)	(8.19)
ROA								1.0616***	1.1385***	1.1041***	1.1336***	1.1205***	1.1463***
								(3.72)	(3.85)	(3.86)	(3.96)	(3.92)	(3.86)
For								0.8450***	0.8227***	0.8532***	0.8507***	0.8592***	0.8103***
								(7.07)	(6.75)	(7.12)	(7.09)	(7.17)	(6.66)
Lar								-0.1986**	-0.1712**	-0.1822**	-0.1812**	-0.1595*	-0.1453
								(-2.34)	(-1.96)	(-2.14)	(-2.13)	(-1.73)	(-1.54)
CF								0.4212**	0.5188**	0.3485	0.4343**	0.4412**	0.4131*
								(2.01)	(2.42)	(1.58)	(2.07)	(2.10)	(1.83)
# of obs.	1841	1841	1774	1841	1841	1839	1834	1832	1765	1832	1832	1832	1765
adj-R ²	-0.0005	0.0070	0.0004	0.0036	0.0004	-0.0009	0.0002	0.0789	0.0732	0.0746	0.0742	0.0739	0.0766

Panel B. 종속변수 : Tobin Q

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Intercept	1.0415*** (59.27)	1.0434*** (59.55)	1.0391*** (57.87)	1.0417*** (59.34)	1.0409*** (59.28)	1.0415*** (59.20)	1.0418*** (59.17)	2.4796*** (10.42)	2.5317*** (10.38)	2.5130*** (10.58)	2.5270*** (10.65)	2.5116*** (10.57)	2.4798*** (10.14)
TOParea	-0.0034 (-0.06)	0.1577** (2.26)	-0.0256 (-0.34)	-0.0987 (-1.40)	0.1178 (1.48)	-0.0010 (-0.02)	0.0799 (1.09)	0.0982 (1.42)	-0.0130 (-0.18)	-0.0791 (-1.12)	0.0300 (0.39)	-0.0030 (-0.04)	0.2221* (1.69)
TOParea * Age		-0.3428*** (-3.57)						-0.2834*** (-3.02)					-0.2912*** (-2.90)
TOParea * Growth			0.0121 (0.12)						-0.0746 (-0.77)				-0.1705* (-1.65)
TOParea *CF				0.1975** (2.05)						0.0843 (0.86)			0.0809 (0.77)
TOParea* (1-HHdx)					-0.2015** (-2.06)						-0.1144 (-1.19)		-0.0821 (-0.83)
TOParea * For						-0.0065 (-0.06)							
TOParea * Lar							-0.1563 (-1.61)					-0.0686 (-0.68)	-0.0617 (-0.59)
Size								-0.1005*** (-7.50)	-0.1047*** (-7.64)	-0.1033*** (-7.71)	-0.1040*** (-7.78)	-0.1037*** (-7.75)	-0.1015*** (-7.40)
Lev								0.7331*** (8.62)	0.7248*** (8.33)	0.7448*** (8.74)	0.7353*** (8.60)	0.7423*** (8.71)	0.7091*** (8.13)
ROA								1.0946*** (3.84)	1.1907*** (4.03)	1.1151*** (3.90)	1.1298*** (3.95)	1.1245*** (3.93)	1.2232*** (4.13)
For								0.8482*** (7.10)	0.8302*** (6.82)	0.8561*** (7.15)	0.8487*** (7.08)	0.8574*** (7.16)	0.8207*** (6.75)
Lar								-0.1950** (-2.30)	-0.1639* (-1.88)	-0.1839** (-2.16)	-0.1785** (-2.09)	-0.1635* (-1.80)	-0.1441 (-1.55)
CF								0.4158** (1.98)	0.5234** (2.44)	0.3945* (1.81)	0.4372** (2.08)	0.4416** (2.10)	0.4355* (1.95)
# of obs	1841	1841	1774	1841	1841	1839	1834	1832	1765	1832	1832	1832	1765
adj-R ²	-0.0005	0.0058	-0.0010	0.0012	0.0012	-0.0011	0.0003	0.0784	0.0735	0.0742	0.0745	0.0740	0.0771

Panel C. 종속변수 : Tobin Q

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Intercept	1.0446*** (63.06)	1.0446*** (63.05)	1.0406*** (61.52)	1.0445*** (63.05)	1.0444*** (63.03)	1.0448*** (62.98)	1.0454*** (62.89)	2.5141*** (10.69)	2.5299*** (10.48)	2.5178*** (10.73)	2.5136*** (10.71)	2.5290*** (10.76)	2.5525*** (10.46)
TOPhigh	-0.0759 (-0.72)	-0.0337 (-0.24)	-0.1393 (-0.94)	-0.1102 (-0.76)	0.0048 (0.03)	-0.0267 (-0.21)	-0.0741 (-0.50)	-0.1288 (-0.93)	-0.1902 (-1.32)	-0.1073 (-0.75)	-0.1006 (-0.64)	-0.2256 (-1.54)	-0.2371 (-0.82)
TOPhigh * Age		-0.0890 (-0.44)						-0.0210 (-0.11)					0.0721 (0.34)
TOPhigh * Growth			0.0911 (0.44)						0.0701 (0.35)				0.0518 (0.25)
TOPhigh * CF				0.0684 (0.34)						-0.0628 (-0.32)			-0.1011 (-0.48)
TOPhigh* (1-HHindex)					-0.1341 (-0.66)						-0.0634 (-0.32)		-0.0546 (-0.26)
TOPhigh * For						-0.1340 (-0.65)							
TOPhigh * Lar							0.0060 (0.03)					0.1645 (0.82)	0.1994 (0.92)
Size								-0.1034*** (-7.77)	-0.1045*** (-7.68)	-0.1037*** (-7.81)	-0.1035*** (-7.79)	-0.1040*** (-7.83)	-0.1055*** (-7.68)
Lev								0.7478*** (8.77)	0.7285*** (8.37)	0.7471*** (8.76)	0.7476*** (8.77)	0.7493*** (8.79)	0.7296*** (8.36)
ROA								1.1005*** (3.85)	1.1432*** (3.89)	1.1022*** (3.87)	1.1078*** (3.88)	1.0965*** (3.85)	1.1490*** (3.89)
For								0.8602*** (7.18)	0.8309*** (6.84)	0.8602*** (7.19)	0.8592*** (7.17)	0.8597*** (7.18)	0.8289*** (6.80)
Lar								-0.1863** (-2.19)	-0.1688* (-1.94)	-0.1860** (-2.19)	-0.1842** (-2.16)	-0.2024** (-2.32)	-0.1858** (-2.08)
CF								0.4514** (2.15)	0.5301** (2.47)	0.4627** (2.17)	0.4487** (2.14)	0.4531** (2.16)	0.5477** (2.50)
# of obs	1841	1841	1774	1841	1841	1839	1834	1832	1765	1832	1832	1832	1765
adj-R ²	-0.0003	-0.0007	-0.0006	-0.0007	-0.0006	-0.0006	-0.0008	0.0745	0.0740	0.0745	0.0745	0.0748	0.0724

Panel D. 종속변수 : Tobin Q

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Intercept	1.0381*** (64.00)	1.0380*** (64.00)	1.0343*** (62.69)	1.0381*** (63.99)	1.0383*** (63.98)	1.0374*** (63.82)	1.0391*** (63.86)	2.4898*** (10.61)	2.5068*** (10.43)	2.5008*** (10.68)	2.5018*** (10.69)	2.4973*** (10.67)	2.5055*** (10.38)
TOPuniv	0.0671 (0.81)	0.1426 (1.36)	-0.1891 (-1.55)	0.0089 (0.07)	0.1013 (0.84)	-0.0128 (-0.11)	0.1170 (1.11)	0.1142 (1.12)	-0.1304 (-1.09)	0.0899 (0.76)	0.1244 (1.07)	0.1249 (1.22)	0.0482 (0.24)
TOPuniv * Age		-0.1956 (-1.18)						-0.1078 (-0.67)					-0.0326 (-0.19)
TOPuniv * Growth			0.4575*** (2.73)						0.3469** (2.11)				0.3839** (2.19)
TOPuniv * CF				0.1088 (0.67)						-0.0328 (-0.21)			-0.1415 (-0.82)
TOPuniv* (1-HHidex)					-0.0637 (-0.39)						-0.0981 (-0.62)		-0.0746 (-0.43)
TOPuniv * For						0.1585 (0.98)							
TOPuniv * Lar							-0.1315 (-0.78)					-0.1375 (-0.84)	-0.1864 (-1.07)
Size								-0.1025*** (-7.71)	-0.1033*** (-7.60)	-0.1032*** (-7.77)	-0.1032*** (-7.77)	-0.1033*** (-7.78)	-0.1036*** (-7.59)
Lev								0.7422*** (8.72)	0.7169*** (8.25)	0.7422*** (8.71)	0.7426*** (8.72)	0.7459*** (8.75)	0.7229*** (8.30)
ROA								1.0893*** (3.81)	1.1395*** (3.89)	1.1001*** (3.86)	1.1102*** (3.89)	1.1037*** (3.87)	1.1490*** (3.90)
For								0.8590*** (7.17)	0.8112*** (6.66)	0.8615*** (7.19)	0.8592*** (7.17)	0.8609*** (7.19)	0.8082*** (6.63)
Lar								-0.1829** (-2.15)	-0.1691* (-1.95)	-0.1824** (-2.14)	-0.1827** (-2.15)	-0.1714** (-1.99)	-0.1580* (-1.80)
CF								0.4401** (2.10)	0.5074** (2.37)	0.4483** (2.11)	0.4386** (2.09)	0.4426** (2.11)	0.5274** (2.44)
# of obs	1841	1841	1774	1841	1841	1839	1834	1832	1765	1832	1832	1832	1765
adj-R ²	-0.0002	0.0000	0.0032	-0.0005	-0.0006	-0.0002	-0.0004	0.0741	0.0753	0.0739	0.0741	0.0743	0.0743

참고문헌

- Johnson, Simon, Sungwook Joh and Sejik Kim (2005) "Remake of Political Connections", working paper.
- Faccio, Mara (2005) "Politically Connected Firms," American Economic Review
- Fisman, Raymond (2001) "Estimating the Value of Political Connections," American Economic Review 91, pp.1095-1102.
- Johnson, Simon, and Todd Mitton (2003) "Cronyism and Capital Controls: Evidence form Malaysia," Journal of Financial Economics 67, pp.351-382.
- Khwaja, Asim Ijaz, and Atif Mian (2005) "Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market," Quarterly Journal of Economics