

한국 가족기업은 자본조달순위이론을 따르는가?

정민규

경남과학기술대학교 시간강사. 제1저자

(0747@daum.net)

김동욱

부산경제진흥원 경제동향분석센터 연구위원. 공동저자

(kdw@bepa.kr)

김병곤

창원대학교 경영학과 교수.(교신저자)

(bgkim@changwon.ac.kr, krbgkim@changwon.ac.kr)

본 연구는 한국 가족기업의 자본조달 의사결정을 분석하기 위해 가족기업 특성이 자본조달순위이론의 순응여부에 미치는 영향을 분석하였다. 이러한 분석을 위해 가족기업의 특성을 지배구조와 소유구조 측면에서 세 가지로 분류하고, 자금부족과 순부채발행의 영향관계를 통해 가족기업의 자본조달순위이론 순응여부를 확인하였다. 분석기간은 2004년부터 2013년까지 총 10개년이고, 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업 총 4,008개를 사용하였다. 분석을 위해 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고, 패널자료회귀분석법과 내생적 전환회귀분석법을 사용하여 분석하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 한국의 가족기업은 비가족기업에 비해 상대적으로 적은 부채를 사용한다는 것을 알 수 있었다. 지배가족이 기업을 소유·지배하는 가족기업은 대리인문제가 완화되어, 부채의 통제효과의 필요성이 낮아지기 때문에 부채 증가 유인이 감소하는 것으로 이해할 수 있었다.

둘째, Shyam-Sunder and Myers(1999)가 제시한 모형을 이용하여 자본조달순위이론을 검증한 결과에서 가족기업은 비가족기업에 비해 자본조달순위이론의 순응도가 높은 것을 알 수 있었다. 가족기업의 자본조달순위이론에 대한 순응은 정보비대칭에 의한 역선택 비용뿐만 아니라 기업위험과 의결권 희석의 회피가 주요 요인이 될 수 있는 것으로 이해할 수 있었다. 다만 한국 가족기업의 경우 부족한 자금의 24.38%를 순부채 발행을 통해 조달하는 것으로 나타나서, Shyam-Sunder and Myers(1999)의 분석에서 제시된 75%에 비해서 상대적으로 낮게 나타났다. 이는 한국 가족기업이 자본조달순위이론을 따른다고 강하게 주장하는 데는 다소 한계가 있음을 알 수 있었다.

셋째, 가족기업의 지배구조와 소유구조에 의한 자본조달순위이론의 순응도를 확인한 결과에서는 지배가족의 소유·지배특성이 강해질수록 자본조달순위이론의 순응도가 높아진다는 것을 알 수 있었다.

따라서 가족기업의 자본조달 의사결정을 분석하기 위한 자본조달순위이론의 검증에서는 가족기업의 지배구조나 소유구조의 특성을 반영하여 분석하는 것이 바람직하다는 것을 알 수 있었다.

핵심주제어 : 가족기업, 자본구조, 자본조달순위이론, 패널자료회귀분석, 내생적 전환회귀모형

1. 서론

가족기업은 개발도상국가 뿐만 아니라 선진국에서도 쉽게 찾아 볼 수 있는 기업의 형태이다(La Porta et al., 1999; Anderson and Reeb, 2003a). 우리나라에서도 많은 기업들이 가족기업형태를 취하고 있다. 가족기업은 기업을 지배하는 지배가족이 존재하고, 이러한 가족이 기업의 경영활동을 통제하면서 기업의 중요한 의사결정이나 전략적 방향을 결정하는 특성을 가지고 있다.

기업의 자본구조는 자본조달 의사결정의 결과이며, 자기자본과 타인자본의 구성을 의미한다. 대표적인 자본구조이론으로 절충이론(trade-off theory)과 자본조달순위이론(pecking order theory)이 있다. Modigliani and Miller(1958, 1963)가 제시한 절충이론은 부채로부터 얻는 이득과 부채로 인한 비용 간의 절충관계가 존재한다는 전제하에 자본구조를 설명하는 이론이다. 절충이론에 의하면 기업의 최적 자본구조는 존재하게 된다.

자본조달순위이론은 경영자와 외부투자자 간의 정보비대칭(asymmetric information)은 자본비용을 발생시키고 기업은 자본조달 수단 중에서 자본비용이 상대적으로 적은 유보이익, 안전부채, 위험부채, 유상증자 등의 순서로 자금을 조달한다는 이론이다. 자본조달순위이론에 의하면 기업의 최적 자본구조의 존재는 부정된다. Donaldson(1961), Myers(1984), Myers and Majluf(1984), Shyam-Sunder and Myers(1999), Fama and French(2002, 2005), Frank and Goyal(2003), Lemmon and Zender(2004), 윤봉한(2005), 신동령(2006), 김석진·박민규(2005), 광세영(2006), 김지수·김진노(2008), 김동욱·정민규·김병곤(2012), 정민규·김동욱·김병곤(2013) 등은 정보비대칭 문제가 기업의 자본구조에 영향을 미친다는 자본조달순위이론을 분석하였다.

가족기업의 자본구조 연구를 살펴보면 Mishra and McConaughy(1999)는 기업을 창업한 가족들은 파산비용의 증가와 지배권 상실의 위험으로 인해 부채의 사용을 선호하지 않는다고 하였다. Ellul(2008)은 가족지분이 증가하면 레버리지가 증가한다고 하였다. 공재식·김충환(2013)은 한국 가족기업은 비가족기업에 비해 부채비율을 낮게 유지하는 결과를 제시하고 있다. 반혜정(2009)은 한국 가족기업과 레버리지 간에 부(-)의 영향관계를 제시하고, 가족기업은 비가족기업에 비해 기업의 위험회피와 장기생존 및 가치극대화에 대한 유인이 높다고

하였다.

이와 같이 가족기업은 여러 연구에서 비가족기업과 대비되는 가족기업의 특징을 나타내는 실증결과들을 제시하고 있다. 즉 가족기업의 소유·지배특성은 기업의 자본조달 의사결정과도 강한 인과관계를 가질 수 있음을 의미한다. 하지만 가족기업의 자본구조 연구들은 대부분 가족기업이 부채를 많이 사용하는지 혹은 적게 사용하는지 여부에 대한 연구가 대부분을 이루고 있다. 가족기업의 자본조달 의사결정에 관한 연구는 부족한 상황이다.

따라서 본 연구에서는 가족기업의 자본조달 의사결정을 분석하고자한다. 기업의 자본조달 의사결정의 대표적인 이론인 자본조달순위이론(pecking order theory)의 적용을 실증분석 함으로서 가족기업의 자본조달 행태를 분석하고자한다. 특히 가족기업을 특징짓는 여러 요소들 중에서 어떤 요소들이 자본조달순위이론과 강한 영향관계를 가지는지 분석함으로서 가족기업의 소유·지배특성과 자본조달 행태의 영향관계를 구체적으로 확인하고자 한다. 즉 지배가족의 소유지분율, 지배가족의 경영참여 여부, 지배주주가 있는 재벌그룹의 계열사 여부 등이 자본조달 의사결정에 영향을 미치는지를 확인하는 것은 가족기업이 대부분인 한국기업의 자본구조 연구에서 의미 있다고 할 수 있다.

최근 자본조달순위이론의 연구는 Shyam-Sunder and Myers(1999)가 처음 제시한 자금부족분을 이용한 연구가 대부분이다. 자금부족분을 이용한 모형은 자본조달순위이론의 의미를 직관화한 모형으로 기업이 자금부족을 얼마나 순부채 발행을 통해 조달하는지를 검정하는 모형이다. 이후에 Fama and French(2002, 2005), Frank and Goyal (2003), Lemmon and Zender(2004)에 의해 확장모형이 제시되고 있다. 본 연구에서도 이러한 확장모형을 토대로 가족기업의 자본조달순위이론을 검증한다.

나아가 한국 가족기업의 특성인 지배구조적 측면과 소유구조적 측면을 심층적으로 분석하기 위해 두 가지 분석을 추가한다. 먼저 지배구조와 자본조달순위이론을 심층적으로 분석하기 위해서는 전체표본을 지배구조가 양호한 그룹과 지배구조가 취약한 그룹으로 표본기업을 나누고 가족기업의 자본조달순위이론의 순응 정도를 확인한다. 소유구조와 자본조달순위이론을 심층적으로 분석하기 위해서는 가족기업 표본을 내부지분율의 수준에 따라 다섯 단계로 분위기를 나누고 자본조달순위이론의 순응도 변화를 확인한다.

이러한 분석을 위해 본 연구에서는 패널자료회귀분석(panel data regression analysis)과 내생적 전환회귀모형(endogenous switching regression model)을 사용한다. 본 연구에 사용되는 자료는 횡단면 자료(cross-section data)를 시간적으로 연결한 자료이기 때문에 시계열·횡단면자료를 통합한 불균형패널자료(unbalance panel data)를 형성하여 패널자료회귀분석을 통해 분석한다. 또한 지배구조와 자본조달 의사결정 간에 내생성문제가 발생할 수 있고, 지배구조 특성(양호한 지배구조기업 혹은 취약한 지배구조기업)을 분류하는 과정에서 선택편의(selection bias) 문제가 발생할 수 있으므로 내생적 전환회귀모형을 이용하여 가족기

업 특성과 자본조달순위이론의 순응 정도간의 영향관계를 분석한다.

II. 이론적 배경

Myers and Majluf(1984)의 자본조달순위이론은 경영자와 투자자 사이에 정보비대칭이 존재하는 경우, 기업은 자본조달비용에 따라 자본조달원천을 이용하는 일정한 순위를 가지고 있으며, 이러한 우선순위에 따라 자본조달이 이루어진다는 이론이다. 이 이론은 정보비대칭 문제에 의한 역선택비용(adverse selection cost)이 기업의 자본구조를 결정하는 주요 요인이라는 주장에 근거하고 있다.

자본조달순위이론을 검증하기 위해 Shyam-Sunder and Myers(1999)는 순부채 발행비용(ΔD_{it})을 종속변수로 하고, 자금부족(DEF_{it})을 설명변수로 하는 회귀모형을 제시하였다. 이때 회귀계수인 β 값이 1에 근접하면 자본조달순위이론이 성립한다는 이론모형을 처음 제시하였다. 이모형에 따르면 자금부족분을 모두 순부채로 충당한다면, 회귀모형 식에서 상수는 0이 되고 회귀계수는 1이 된다는 주장이다. 실증분석 결과 자금부족변수의 회귀계수가 0.75로 1에 근접한 값을 보여 자본조달순위이론이 기업의 자본조달 행태를 가장 잘 설명한다고 주장하였다.

Chirinko and Singha(2000), Frank and Goyal(2003) 등은 Shyam-Sunder and Myers(1999)가 제시한 회귀모형식에 의문을 제기하였다. 순부채 증가와 자금부족변수 간의 회귀계수가 1에 가깝더라도 정태적 절충이론을 따를 수 있고, 그 회귀계수가 0에 가깝더라도 자본조달순위이론을 따를 수 있음을 제시하였다. Frank and Goyal(2003)은 Shyam-Sunder and Myers(1999)가 제안한 회귀식에 Rajan and Zingales(1995) 등의 연구에서 자본구조의 주요 영향요인으로 알려진 유형자산, 성장기회, 기업규모, 수익성을 통제하여 분석하였다. 실증결과 Shyam-Sunder and Myers (1999)의 연구결과와 달리 대체로 자본조달순위이론이 지지되지 않는 결과를 제시하였다. 순부채발행보다 자기자본의 순발행이 자금부족변수와 더 밀접하게 관련되고, 기존의 자본구조 주요 영향요인에 자금부족변수를 포함시켜도 정태적 절충이론에 의한 효과가 상쇄되지 않는 결과를 보였다. Fama and French(2002, 2005)는 Shyam-Sunder and Myers(1999)의 추론에 대해 반박하는 연구결과로 부채비율 결정에 정태적 절충이론과 자본조달순위이론이 동시에 작용하고 있음을 보였다. Lemmon and Zender(2004)는 재무적 곤경비용(financial distress cost)을 고려한 상황에서 자본조달순위이론이 지지되는 결과를 제시하였다.

국내 연구에서는 윤봉한(2005)과 신동령(2006) 등은 자본조달순위이론을 지지하는 결과를

제시한 반면, 김석진·박민규(2005)와 곽세영(2006), 김지수·김진노(2008) 등은 자본조달순위이론을 지지하지 않는 결과를 제시하고 있다. 이러한 상반된 여러 연구 결과들이 존재함에도 가족기업의 자본조달 순위이론에 대한 연구는 상당히 부족하다.

가족기업의 자본구조 이론을 살펴보면 가족기업은 그 소유·지배특성에 의해 대리인문제의 관점에서 자본조달 의사결정을 설명하는 것이 유용하다고 할 수 있다. Jensen(1986)은 잉여현금흐름가설(free-cash-flow hypothesis)을 통해 잉여현금흐름에 의한 배당 등이 경영자와 주주 사이에 발생하는 대리인문제를 어떻게 완화하는가를 설명하였다. 잉여현금흐름은 현재의 배당 증가와 미래의 원리금 지급에 사용하도록 강제된다. 이는 경영자의 권한을 감소시킬 뿐만 아니라 자본시장에서의 감시를 강화하게 함으로써 대리인비용을 감소시킬 수 있다고 주장하였다. 즉 차입매수(leverage buyouts, LBOs)는 대리인문제를 감소시키기 위한 효과적인 방법 중의 하나이며 규율(規律)로서의 부채의 역할(disciplinary roles)을 강조하였다. 특히 Jensen(1986)은 부채의 사용은 경영자의 재량으로 쓸 수 있는 현금흐름을 줄임으로써 잉여현금흐름의 대리인비용을 감소시킨다고 주장하였다.

가족기업의 소유·지배 특성과 대리인문제의 영향관계를 살펴보면 Shliefer and Vishny(1986)는 대주주들의 활동을 모니터하는 것이 대리인문제를 줄여줄 수 있다고 주장한다. 기업을 창업한 구성원으로서의 가족들이 장기간 대주주 지위를 유지하게 되면 작게 분산된 주주 구조에서 흔히 나타나는 무임승차문제(free-rider problem)를 극복하고 대리인문제를 완화할 수 있다고 주장한다(Grossman and Hart, 1980). 즉 가족기업들은 가족 소유라는 유리함으로 인해 효과적인 경영진 모니터링이 가능하다는 점이 대리인비용을 더 낮출 수 있는 요인이 될 수 있다. 또한 가족이 감독 이사회 구성원으로 참여하거나 기업의 일상적 경영활동에 창업가족이 정기적으로 참여하게 되면 주주와 이해가 일치하게 되어 대리인비용이 감소될 수 있다. 이러한 이론은 대체로 가족기업이 가진 소유·지배 특성이 대리인문제를 감소시키고, 이로 인해 규율 수단으로서 부채의 역할을 축소시킨다는 것이다. 따라서 가족기업은 비가족기업에 비해 상대적으로 더 적은 부채를 사용할 것을 암시한다.

이러한 추론은 가족기업의 자본조달순위이론 적용에도 유효할 수 있다. Bharath, Pasquariello, and Wu(2009)와 김동욱·정민규·김병곤(2012)은 정보비대칭의 정도가 증가 할수록 자본조달 순위이론의 순응도가 증가하는 결과를 제시하였다. 가족기업에 있어서 경영자와 주주의 갈등이 덜 심각하다는 가정은 이미 널리 받아들여지고 있다(Anderson and Reeb, 2003a). 가족기업특성은 경영자와 투자자간의 이해를 일치시켜 대리인문제를 완화시키고, 정보비대칭에 의한 역선택비용(adverse selection cost)을 상당히 줄일 것이다. 이로 인해 자본조달 비용의 차이가 줄어들고 자본조달순위이론의 순응도가 낮을 수 있음을 예상할 수 있다.

하지만 가족기업특성이 대리인비용을 낮춰준다는 근거 외에도, 가족기업의 자본구조 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 설득력 있는 여러 특성도 존재한다. 예로 창업가족들은 한 세

대 이상을 아우르는 장기간에 걸쳐 의무이행 약속을 기업에 대해 지게 되며, 단기 경영손실을 이겨내고 장기적인 미래를 위해 인내하는 자본(patient capital)을 제공한다(James 1999). 가족의 평판과 가족기업의 이미지 및 경제적 성공은 밀접한 연관성이 있다. 창업가족들은 기업을 단순한 현금흐름으로 보지 않고, 가족의 미래 세대들에게 물려줄 자산으로 바라본다(Casson, 1999; Chami, 2001). 따라서 창업가족들은 어떤 형태로든 기업에 대한 통제력 상실을 가장 염려할 것이다. 즉 가족기업은 의결권의 희석을 피하기 위해서 자기자본에 의한 자금조달보다 부채를 선호할 수 있다는 것이다.

이러한 이론적 배경은 가족기업의 자본구조 연구에서 두 가지 관점을 필요로 한다. 가족기업의 자본구조를 대리인문제의 관점에서 보면 비가족기업에 비해 낮은 부채비율을 유지하고 역선택비용을 줄여서 자본조달순위이론도 따르지 않을 수 있음을 예상할 수 있다. 하지만 정보비대칭에 의한 자본조달순위이론은 가족기업의 관점에서 보면 의결권의 희석을 막기 위해 자금부족분의 조달 수단으로 주식발행보다 부채사용을 선호하는 결과를 예상할 수 있다. 또한 가족기업의 자본조달 의사결정을 대리인문제와 더불어 정보비대칭 및 의결권방어의 두 관점에서 연구하기 위해서는 가족기업의 소유와 지배특성을 구별하여 분석하여야 할 것이다. 따라서 본 연구에서는 자본조달순위이론의 적용을 가족기업을 특징짓는 소유·지배 특성의 정도에 따라 각각 분석하고자한다.

III. 실증분석의 설계

1. 표본기업의 선정 및 분석대상 기간

본 연구에서 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 기업 중에서 다음과 같은 기준에 의해 10년간의 총 4,008개 표본을 선정하였다. 표본기간은 2004년부터 2013년까지이며, 분석 당해 연도에 결산자료를 공표하여 회계자료를 입수할 수 있는 12월 결산법인으로 표본기간동안 결산기를 변경하지 않은 비금융업종 기업이다. 표본대상 기업에서 은행·보험·증권 등 금융업종의 기업을 제외시킨 것은 한국에서 은행·보험·증권산업은 규제산업으로 자본구조나 경영형태 등에서 비금융업종의 기업과 매우 다르기 때문이다.

본 연구에 사용되는 자료는 횡단면 자료(cross-section data)를 시간적으로 연결한 자료이기 때문에 횡단면 자료에서 나타날 수 있는 이분산(heteroscedasticity)의 문제와 시계열 자료에서 나타날 수 있는 계열상관의 문제가 동시에 나타날 수 있다. 따라서 본 연구에서는 시계열·횡단면자료를 통합한 불균형패널자료(unbalance panel data)를 형성하여 분석한다.

분석에 필요한 데이터는 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE와 한국상장회사협의회 TS2000을 이용하였다. 자료의 분석을 위한 통계패키지로는 STATA 13.0을 이용한다.

2. 가설설정

본 연구는 한국 가족기업에 있어 자본조달순위이론의 순응 정도를 분석하는데 목적이 있다. 이를 위해 본 연구에서는 먼저, 한국 가족기업에서 자본조달순위이론이 성립하는가를 검증한다. Myers(2001)는 자본조달순위이론을 기업의 정보비대칭과 자본조달 의사결정 간의 상호관련성을 규명하는 자본구조의 조건적 이론(conditional theory)이라고 하였다. 하지만 가족기업의 관점에서 보면 자본조달순위이론의 적용은 자본비용의 차이뿐만 아니라 가족기업의 특성도 강한 근거를 가지고 있다. 즉 부족자금의 조달에 있어서 의결권의 희석을 막을 수 있는 방법으로 주식발행보다 부채사용을 선호할 것이다. 이를 검증하기 위해 [가설1]을 설정하여 분석한다.

[가설1] 한국 가족기업은 비가족기업에 비해 자본조달순위이론이 잘 적용될 것이다.

Myers and Majluf(1984), Bharath, Pasquariello, and Wu(2009)는 주식 등의 증권발행과 관련된 역선택비용이 상대적으로 큰 기업은 자본조달순위이론이 잘 적용될 것이라고 주장하였다. 즉 정보비대칭의 심각한 정도에 따라 기업은 부채에 의한 자본조달 의존이 증가하고, 자본조달순위이론을 따르는 순응도도 높아진다고 하였다.

한국 가족기업에서 자본조달순위이론이 지지된다면, 다음으로 가족기업의 소유·지배특성에 따라 자본조달순위이론을 검증할 필요가 있다. 한국 가족기업의 소유·지배특성이 자본조달순위이론과 강한 영향관계를 가진다면 정보비대칭에 의한 역선택비용 이외에도 자본조달순위이론의 적용을 가족기업의 소유·지배특성으로도 설명이 가능해진다. 이러한 결과가 나타난다면 Myers(2001)가 제시한 정보비대칭과 자본조달 의사결정 간의 영향관계는 가족기업의 자본구조 연구에서 재해석이 필요할 것이다. 따라서 다음과 같은 [가설2]와 [가설3]을 설정하여 한국 가족기업 특성과 자본조달순위이론의 적용을 분석한다.

[가설2] 한국 가족기업은 지배특성이 좋을수록 자본조달순위이론이 잘 적용될 것이다.

[가설3] 한국 가족기업은 소유특성이 증가할수록 자본조달순위이론이 잘 적용될 것이다.

3. 분석대상변수

3.1. 순부채 발행비율

순부채 발행비율은 Shyam-Sunder and Myers(1999)의 모형에서 사용한 장기부채의 변화량에 총자산을 나누어 사용한다. 장기부채의 변화량은 장기부채 증가액에서 장기부채의 감소액을 차감한 값으로 구한다. 여기서 장기부채는 장기차입금에 장기사채 발행금을 더한 값이다.

3.2. 레버리지

이론적으로 엄격한 의미에서 자본구조는 장기 자본구조를 의미하므로 본 연구에서도 자본구조의 선행연구와 같이 총부채를 총자산으로 나눈 것을 레버리지로 사용한다. 자본조달순위의론의 연구에서 Frank and Goyal(2003)과 Bharath, Pasquariello, and Wu(2009) 등은 레버리지를 자산의 장부가치 대비 총부채비율로 정의하든, 시가총액 대비 총부채비율로 정의하든 같은 결과를 보인다고 하였다.

3.3. 자금부족

자금부족(DEF_{it})은 Shyam-Sunder and Myers(1999)와 Frank and Goal(2003) 등의 연구에서와 같이 [배당지급액(DIV_{it})+순투자액(I_{it})+순운전자본의 증가(ΔW_{it})+유동성 장기부채(R_{it})-세후영업현금흐름(C_{it})]으로 측정한다. (1)식과 같이 자금부족(DEF_{it})은 순부채발행액(ΔD_{it})과 순자기자본발행액(ΔE_{it})의 합과 같다.

$$DEF_{it} = DIV_{it} + I_{it} + \Delta W_{it} + R_{it} - C_{it} = \Delta D_{it} + \Delta E_{it} \quad (1)$$

자금부족변수의 세부 항목으로 배당지급액(DIV_{it})은 당해 연도 현금배당 지급액으로 산정한다. 순투자액(I_{it})은 현금흐름표에서 투자활동으로 인한 현금유출에서 투자활동에 의한 현금유입을 차감하여 측정한다. 순운전자본 증가액(ΔW_{it})은 유동자산에서 유동부채를 차감하여 계산한 당해 연도 순운전자본에서 전년도 순운전자본을 차감하여 계산한다. 유동성 장기부채(R_{it})는 장기부채 중에서 당해 연도에 만기가 도래하여 상환하여야 하는 부채로서 유동부채 계정의 하위 항목을 사용한다. 세후영업현금흐름(C_{it})은 당기순이익에 감가상각비를 더하여 측정한다. 연구모형에서 자금부족변수(DEF_{it})의 측정값은 총자산에 대한 비율을 사용한다.

3.4. 가족기업

본 연구에서 설명변수는 가족기업더미변수($FAMILY_{it}$)와 가족기업특성 더미변수($FAMILY1_{it}$, $FAMILY2_{it}$, $FAMILY3_{it}$)를 사용한다. 가족기업의 연구에 있어서 가족기업의 분류기준(classification of family firms)설정은 매우 중요하다. 가족기업의 개념을 정의한 선행 연구에 의하면 지배가족의 의결권(voting right)을 나타내는 지배가족의 소유지분율(family ownership), 지배가족의 경영참여(involve-ment in management) 여부, 가족의 기업승계(family succession), 가족기업이라는 자기지각(self-perception) 등이 제시되고 있다(Litz, 1995; Chua, Chrisman, and Sharma, 1999; Gomez-Mejia, Larraza-Kintana, and Makri, 2003; Chrisman, Chua, and Sharma, 2005). 이러한 조건들의 다양한 조합에 의해 가족기업의 판단 기준으로 사용되고 있다. 그런데 이들 조건 중에서도 가족의 소유지분율과 가족의 경영참여 여부, 지배가족의 이사회 통제 여부가 가장 중요한 지표로 제시되고 있다(Chua et al., 1999; Villalonga and Amit, 2006).

본 연구에서는 선행연구에서 제시된 조건들과 우리나라의 실정 등을 고려하여 다음 세 가지 조건을 각각 가족기업 특성변수로 설정하고 특성변수 중에서 한 개 이상에 해당하는 경우 가족기업($FAMILY_{it}$)으로 분류하여 분석한다.

첫째, 단일 지배가족(founding family)이 해당기업의 의결권(voting right)을 50% 이상 보유하고 있는 경우이다.¹⁾ Westhead and Cowling(1998)과 한국가족기업경영연구소(<http://www.familybiz.or.kr>)에서는 가족의 소유권이 50% 이상인 기업을 가족기업으로 정의하고 있다. 본 연구에서 지배가족의 의결권은 최대주주 본인과 친인척의 소유지분율의 합으로 측정한다. 둘째, 지배가족 구성원이 기업경영에 참여하는 경우이다. 지배가족의 경영참여 여부는 지배가족의 구성원이 등기 임원이나 미등기 임원으로 되어 있는 경우에 가족기업으로 분류한다. 셋째, 총수가 있는 대규모 기업집단의 계열사인 경우이다. 우리나라 기업에 있어 총수가 있는 대규모 기업집단의 계열사는 전문경영인이 경영을 담당하더라도 실질적으로는 지배주주인 총수의 지배하에 의사결정이 이루어지는 것이 일반적이다. 따라서 지배가족의 영향 하에서 경영활동이 이루어지는 것으로 판단하여 가족기업으로 분류한다.

이러한 가족기업의 분류기준을 자본구조 연구와 대응하여 볼 때 가족기업특성1($FAMILY1_{it}$)은 가족기업의 소유구조적 측면을 나타내고, 가족기업특성2($FAMILY2_{it}$)와 가족기업특성3($FAMILY3_{it}$)은 가족기업의 지배구조적 측면을 나타낸다.

1) 유럽기업을 대상으로 분석한 연구에서는 가족기업 분류기준으로 의결권(voting right)이 25% 이상인 경우를 사용하고 있다(La Porta et al., 1999; Faccio and Lang, 2002; Sraer and Thesmar, 2007; Andres, 2007, 2008; Schmid et al., 2008).

3.5. 자본구조 통제 변수

본 연구에서는 자본구조에 영향을 미치는 주요 요인을 통제한 상황에서 가족기업특성과 레버리지의 영향관계를 분석한다. 따라서 Rajan and Zingales(1995) 등의 연구에서 자본구조의 주요 영향요인으로 제시된 유형자산, 성장기회, 기업규모, 수익성 등을 통제하여 분석한다.

유형자산(*TANG*)은 총자산에 대한 비율을 사용한다. 유형자산의 변화량($\Delta TANG$)은 당해 연도 유형자산에서 직전 연도 유형자산을 차감한 후 당해 연도 총자산에 대한 비율을 사용한다. 성장기회(*MB*)는 대응변수로 시장가치 대 장부가치(market-to-book value, *MB*)비율을 사용한다. 이 *MB*비율은 기업의 시장가치를 장부가치(book value of firm)로 나눈 비율로서, 기업의 시장가치는 자기자본의 시장가치와 부채의 장부가치의 합이며, 기업의 장부가치는 총자산의 장부가치로 계산한다. *MB*비율의 변화량(ΔMB)은 당해 *MB*비율에서 전년도 *MB*비율을 차감하여 사용한다. 기업규모(*SIZE*)는 매출액에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 기업규모의 변화량($\Delta SIZE$)은 당해 연도 매출액의 자연로그 값에서 전년도 매출액의 자연로그 값을 차감하여 사용한다. 수익성(*PROF*)은 영업이익을 총자산으로 나눈 총자산영업이익률을 사용한다. 수익성의 변화량($\Delta PROF$)은 당해 연도 영업이익에서 전년도 영업이익을 차감한 후 총자산에 대한 비율로 계산한다. 직전연도 레버리지(LEV_{it-1})는 레버리지 변화량에 대한 직전연도 레버리지의 민감도를 실증함으로서 부채비율의 평균회귀현상(mean reversion)을 통제한다.

3.6. 지배구조변수

기업의 지배구조를 결정하는 요인으로는 내부지분율(*OWN*), 사외이사비율(*OUTDIR*), 이사회규모(*BDSIZE*), 소유지배피리도(*OCD*)를 사용한다. 또한 양호한 지배구조기업(strong corporate governance firm, *SCG*)과 취약한 지배구조기업(weak corporate governance firm, *WCG*)을 구분하는 지배구조특성터미변수(*GD*)를 사용한다.

내부지분율(*OWN*)의 대응변수로 대주주1인 지분율을 사용한다. 내부지분율이 높을수록 책임경영의 유인이 커져서 다른 주주와 이해가 일치할 가능성이 높다. 사외이사비율(*OUTDIR*)은 등기이사 수에서 사외이사가 차지하는 비중(=사외이사수/등기이사수)으로 구한다. 이사회에서 독립적인 사외이사의 비중이 높을수록 경영진에 대한 견제기능이 강화되는 경향이 있다. 즉 이사회에서 사외이사의 비율이 높을수록 지배구조의 질이 강화되는 것으로 이해할 수 있다(Fama and Jensen, 1983). 이사회규모(*BDSIZE*)는 이사회에 등기이사 총수의 자연로그 값(=ln등기이사수)으로 구한다. 공개기업의 경우 다수의 위원회가 활성화 될 수 있는 충분한 수의 이사로 이사회를 구성하는 것이 바람직한 것으로 평가되고 있다. 소유지배피리도

(OCD)는 기업 지배주주의 지배권과 소유권 간의 차이로 계산한다.²⁾ 소유지배피리도가 크다는 것은 계열사를 통한 지배주주의 기업지배가 용이하게 이루어질 수 있다는 의미로 지배주주에 의한 사적이익 추구 유인이 커져 기업가치에 부정적인 영향을 미치게 된다.

지배구조특성더미변수(GD)는 양호한 지배구조 기업과 취약한 지배구조 기업을 구분하는 더미변수이다. 양호한 지배구조 기업에 더미변수 값 1을 부여하고, 나머지 기업에 0을 부여한다. 여기서 양호한 지배구조 기업을 구분하는 기준은 한국기업지배구조원(Corporate Governance Service)에서 발표하는 지배구조 등급을 사용한다. 한국기업지배구조원에서는 주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분 등 5개 부문을 평가하여 지배구조 등급을 발표하고 있다. 본 연구에서는 2004년부터 2010까지는 지배구조 등급이 최우량(excellent), 우량+(very strong), 우량(strong), 양호+(very good), 양호(good) 등급에 해당하는 기업을 양호한 지배구조 기업으로 분류하고, 2011년과 2013년은 A+, A 등급에 속한 기업을 양호한 지배구조 기업으로 분류한다.

4. 실증분석 방법 및 모형

본 연구는 한국 가족기업의 자본조달 의사결정을 분석하기 위해 가족기업 특성과 자본조달순위이론의 적용 간에 영향관계를 분석하고자한다. Myers(1984)와 Myers and Majluf(1984)의 자본조달순위이론은 정보가 많은 경영자와 정보가 상대적으로 적은 투자자들 사이의 정보비대칭에 의해 기업은 주식발행에 의한 자본조달보다 부채에 의한 자본조달을 선호한다고 예측하였다. 기업은 투자에 필요한 자금이 내부자금보다 클 때, 주식발행은 자금조달을 위한 최후의 잔여원천으로 남겨둔 채, 주로 부채를 사용하게 된다고 하였다.

본 연구에서는 자본조달순위이론의 분석에 앞서 가족기업특성이 부채사용에 미치는 영향을 먼저 살펴보고자 한다. 선행 이론에 따르면 가족기업은 상대적으로 적은 부채를 사용할 것을 예상할 수 있다. 하지만 가족기업을 결정하는 모든 특성에서 적용될지는 알 수 없다. 따라서 [모형1]을 설정하고 레버리지(LEV_{it})와 가족기업($FAMILY_{it}$)변수 간의 영향관계를 분석한다. 또한 가족기업을 분류하는데 사용한 세 가지 특성($FAMILY1_{it}$, $FAMILY2_{it}$, $FAMILY3_{it}$)을 각각 레버리지(LEV_{it})와 대응하여 분석함으로써 가족기업의 특성 중 어떠한

2) 본 연구에서 소유지배피리도는 Lemmon and Lins(2003)와 KDI(2003)에서 측정한 것과 같이 특정 기업에 대한 지배주주의 지배권(control right)과 소유권(cash flow right)의 차이로 계산하였다. 이때 지배권은 (동일인지분+친족지분+계열사지분+임원지분+비영리법인지분-상호주)/(총발행주식수-자기주식-상호주)로 계산하였다. 소유권은 (동일인지분+친족지분)/(총발행주식수-자기주식-상호주)로 계산하였다. 이러한 계산 방법은 우리나라 공정거래위원회에서 발표하고 있는 소유지배피리도 계산 방법과 동일하다.

특성이 가족기업의 자본구조 의사결정에 영향을 미치는지 분석한다. [모형2]는 가족기업 특성과 레버리지 변화량(ΔLEV_{it})의 영향관계를 분석함으로써 가족기업 특성이 분석기간 동안 레버리지를 증가시키거나 감소시키는 요인으로 작용하는가를 확인한다.

각 모형은 Rajan and Zingales(1995) 등의 연구에서 자본구조에 영향을 미치는 주요 요인으로 알려진 유형자산, 성장기회, 기업규모, 수익성, 대리인문제를 통제하고, 패널자료회귀분석을 통해 그 영향관계를 분석한다. 변화량 모형에서는 전년도 레버리지를 추가 통제하여 분석한다.

$$[\text{모형1}] \quad LEV_{it} = \alpha + \beta_1 FAMILY_{it} (FAMILY_1_{it}, FAMILY_2_{it}, FAMILY_3_{it}) + \beta_2 DEF_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 OWN_{it} + \eta_i + \lambda_\tau + e_{it} \quad (2)$$

$$[\text{모형2}] \quad \Delta LEV_{it} = \alpha + \beta_1 FAMILY_{it} (FAMILY_1_{it}, FAMILY_2_{it}, FAMILY_3_{it}) + \beta_2 DEF_{it} + \beta_3 \Delta TANG_{it} + \beta_4 \Delta MB_{it} + \beta_5 \Delta SIZE_{it} + \beta_6 \Delta PROF_{it} + \beta_7 OWN_{it} + LEV_{it-1} + \eta_i + \lambda_\tau + \epsilon_{it} \quad (3)$$

단, LEV_{it} : i 기업의 τ 기 레버리지비율(=부채/총자산)

$FAMILY_{it}$: i 기업의 τ 기 가족기업더미(가족기업인 경우=1)

$FAMILY1_{it}$: i 기업의 τ 기 지배가족 소유지분율더미(지배가족의 소유지분율이 50% 이상일 경우=1)

$FAMILY2_{it}$: i 기업의 τ 기 지배가족 경영참여더미(지배가족 구성원이 기업경영에 참여하는 경우=1)

$FAMILY3_{it}$: i 기업의 τ 기 대규모기업집단 계열사더미(총수가 있는 대규모 기업집단의 계열사인 경우=1)

DEF_{it} : 자금부족(=(배당지급액+순투자액+순운전자본의 증가)+유동성 장기부채-세후영업현금흐름)/총자산)

$TANG_{it}$: i 기업의 τ 기 유형자산(=유형자산/총자산)

MB_{it} : i 기업의 τ 기 성장기회(=(발행주식수×기말주가)+부채)/총자산)

$SIZE_{it}$: i 기업의 τ 기 기업규모(= \ln 매출액)

$PROF_{it}$: i 기업의 τ 기 수익성(=영업이익/총자산)

OWN_{it} : i 기업의 τ 기 내부지분율

LEV_{it-1} : i 기업의 $\tau-1$ 기 레버리지비율

η_i : i 기업특성효과

λ_τ : τ 기의 시간특성효과

ϵ_{it} : 나머지 오차

Δ : 각 변수에 직전년도 값을 차감한 변화량을 나타냄

가족기업의 자본조달순위이론 검증을 위해서는 표본을 가족기업($FAMILY_{it}$)과 가족기업의 세 가지 특성으로($FAMILY1_{it}$, $FAMILY2_{it}$, $FAMILY3_{it}$)으로 분류하고, 비가족기업과 자본조달순위이론의 순응 정도를 비교분석한다. 이를 위해 Shyam-Sunder and Myers(1999)가 제안하고, Chirinko and Singha(2000)가 확장한 [모형3]과 [모형4]를 설정하여 분석한다. 이 모형은 자금부족(DEF_{it})변수를 설명변수로 하고, 순부채발행(ΔD_{it})을 종속변수로 하는 모형으로 자금부족변수의 회귀계수 β 가 1에 가까우면 자본조달순위이론이 강하게 지지되는 것으로 해석된다. 즉 기업의 필요자금을 순부채로 충당할 경우 [모형3], [모형4]의 β_1 은 1에 근접하게 된다는 것이다. 기업이 자금조달에 있어서 엄격한 자본조달순위이론을 따른다면 필요자금을 먼저 내부자금으로 충당하고, 부족한 부분은 외부자금을 사용하게 되는데 외부자금 중에서도 부채를 먼저 사용하게 되며 주식발행에 의한 자기자본 조달은 단지 최후의 수단으로서만 사용되기 때문에 회귀계수 β 는 1에 근접할 수밖에 없다는 개념이다. 본 연구에서도 가족기업의 자본조달순위이론의 적용을 확인하기 위해 [모형3], [모형4]를 설정하고 [가설1]을 검정한다.

$$[\text{모형3}] \Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$[\text{모형4}] \Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \beta_2 \Delta TANG_{it} + \beta_3 \Delta MB_{it} + \beta_4 \Delta SIZE_{it} + \beta_5 \Delta PROF_{it} + \beta_6 OWN_{it} + \beta_7 LEV_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

단 ΔD_{it} : 순부채발행(=(장기부채발행-장기부채 감소)/총자산)

가족기업에서 자본조달순위이론이 적용된다면 다음으로 그 적용을 가족기업의 소유특성이나 지배특성을 통해 심층적으로 분석할 필요가 있다. 가족기업의 소유구조나 지배구조의 특성에 따라 자본조달순위이론의 순응도가 차이를 보인다면, Myers and Majluf(1984), Bharath, Pasquariello, and Wu(2009)가 주장한 정보비대칭에 의한 자본조달순위이론의 순응도 이외에도 가족기업만이 갖는 자본조달 특성을 추론할 수 있을 것이다. 이러한 분석을 위해 본 연구에서는 가족기업의 지배구조적 측면과 소유구조적 측면에서의 두 가지 추가분석을 통해 [가설2]와 [가설3]을 검증한다.

먼저 가족기업의 지배구조 측면을 나타내는 [가설2]의 검정을 위해서는 전체 표본기업을 양호한 지배구조(SCG)와 취약한 지배구조(WCG)의 기업으로 나누고 내생적 전환회귀모형(endogenous switching regression model)을 이용하여 [모형3]과 [모형4]를 통해 비가족기업과 비교하여 분석한다. 지배구조 특성에 따라 자본조달순위이론의 순응도가 달라진다면 정보비대칭 이외에도 가족기업의 지배구조 특성이 자본조달순위이론의 적용과 순응도에 영향 미친다고 해석할 수 있을 것이다.

내생적 전환회귀모형은 양호한 지배구조(SCG) 기업과 취약한 지배구조(WCG) 기업의 선

택이 자본조달 의사결정 요인과 관련하여 내생적(endogenous)으로 결정되고, 또한 지배구조 특성과 각기 고유하면서 구조적으로 연관성을 갖고 있는(switching) 자본조달 의사결정체제가 존재하는 경우에 사용할 수 있다. 본 연구에서 설정한 모형은 양호한 지배구조와 취약한 지배구조의 선택편의문제가 유발될 수 있고, 지배구조와 자본구조 의사결정요인 간에 내생성 문제가 발생할 수 있다. 따라서 내생적 전환회귀모형을 이용하여 분석한다.

어떤 기업이 양호한 지배구조를 갖는 경우와 취약한 지배구조를 갖는 경우에 기대되는 자본구조 의사결정은 다음의 (6)~(9)식의 함수식으로 나타낼 수 있다. (6)식과 (7)식의 Z_i 는 지배구조 결정요인 벡터를 나타내고, X_1 과 X_2 는 [모형4]에서 사용된 것과 같은 자본조달 영향요인 외생변수(exogenous variables) 벡터를 나타낸다.

$$I_i = 1 \quad \text{if } \gamma Z_i + u_i > 0 \quad (6)$$

$$I_i = 0 \quad \text{if } \gamma Z_i + u_i \leq 0 \quad (7)$$

$$\text{SCG regime : } \Delta D_{1i} = \beta^{SCG} X_{1i} + \varepsilon_{1i} \quad \text{if } I_i = 1 \quad (8)$$

$$\text{WCG regime : } \Delta D_{2i} = \beta^{WCG} X_{2i} + \varepsilon_{2i} \quad \text{if } I_i = 0 \quad (9)$$

단, $Z = [1, OWN, OUTDIR, BDSIZE, OCD]$

$X = [1, DEF, \Delta TANG, \Delta MB, \Delta SIZE, \Delta PROF, OWN, LEV_{t-1}]$

다음으로 가족기업의 소유구조 측면을 나타내는 [가설3]의 검증을 위해서는 가족기업의 표본을 내부지분율(*OWN*)의 정도에 따라 다섯 단계의 분위로 나누고 [모형3]과 [모형4]를 이용하여 분석한다.³⁾ 가족기업의 소유가 증가함에 따라 자본조달순위이론의 순응도가 증가한다면 정보비대칭 이외에도 가족기업의 소유특성이 자본조달순위이론의 적용에 영향을 미친다고 해석할 수 있다.

IV. 실증분석 결과

1. 표본기업 기술통계량

<표 1>은 가족기업과 비가족기업의 각 변수별 기술통계량을 나타낸다. 평균차이검정에서

3) 내부지분율(*OWN*)은 15%, 30%, 45%, 60%, 60%~100%의 다섯 단계로 구분하였다. 내부지분율을 10%단위로 분위기를 설정하여 분석하여 보았으나 15%단위로 분위기를 설정하여 분석할 때와 뚜렷한 차이가 없었다. 내부지분율이 10%이내인 가족기업 표본이 9개로 너무 작았고, 내부지분율의 분포가 45%전후에 많이 분포되어 있어 15%단위로 분위기를 설정하여 분석하였다.

순부채발행(ΔD), 레버리지비율(LEV), 레버리지비율 변화량(ΔLEV), 유형자산($TANG$), 기업 규모($SIZE$), 수익성($PROF$), 수익성 변화량($\Delta PROF$), 내부지분율(OWN), 직전 연도 레버리지 비율(LEV_{it-1})은 가족기업과 비가족기업 표본에서 통계적으로 의미 있게 차이가 있는 것으로 나타났다.

<표 1> 가족기업과 비가족기업의 각 변수별 기술통계량

표본은 2004년부터 2013년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업으로 10개년 총 4,008개임. 가족기업 표본은 3,331개이고, 비가족기업 표본은 677개임. ΔD (순부채발행)=(장기부채발행-장기부채 감소)/총자산, DEF (자금부족)=(배당지급액+순투자액+순운전자본의 증가+유동성 장기부채-세후영업현금흐름)/총자산, LEV (레버리지비율)=부채/총자산, $TANG$ (유형자산비율)=유형자산/총자산, MB (성장기회)=(발행주식수×기말주가)+부채/총자산, $SIZE$ (기업규모)=ln(매출액), $PROF$ (수익성)=영업이익/총자산, OWN (내부지분율)=대주주1인지분율, LEV_{it-1} (직전 연도 레버리지비율). Δ =각 변수의 변화량. ***와 **는 각각 유의수준 1%와 5%에서 유의적임을 나타냄.

구분		Mean	Std. Dev.	Min	Max	평균차이 <i>t</i> -value
ΔD	가족기업	0.0057	0.0664	-0.4864	0.3881	-2.7347***
	비가족기업	-0.0022	0.0794	-0.5483	0.3879	
LEV	가족기업	0.4623	0.1770	0.0255	1.0597	3.0706***
	비가족기업	0.4854	0.1855	0.0536	0.9930	
ΔLEV	가족기업	0.0275	0.1130	-0.9495	0.5328	-2.9285***
	비가족기업	0.0132	0.1288	-0.9324	0.5212	
DEF	가족기업	0.0457	0.1060	-0.5768	0.7960	-0.1372
	비가족기업	0.0450	0.1244	-0.4494	0.8184	
$TANG$	가족기업	0.3322	0.1811	0.0001	0.9346	3.0953***
	비가족기업	0.3559	0.1841	0.0008	0.8263	
$\Delta TANG$	가족기업	0.0153	0.0825	-1.1182	0.5566	-1.3959
	비가족기업	0.0105	0.0808	-0.8592	0.5160	
MB	가족기업	0.9957	0.4488	0.1663	4.8056	-0.7124
	비가족기업	0.9821	0.4738	0.1095	4.8151	
ΔMB	가족기업	0.0271	0.3228	-3.5360	3.1595	0.5633
	비가족기업	0.0348	0.3278	-2.0101	3.8468	
$SIZE$	가족기업	26.6280	1.5696	21.6725	31.9208	-2.5378**
	비가족기업	26.4575	1.7068	20.4730	31.2994	
$\Delta SIZE$	가족기업	0.0139	0.1074	-1.3135	0.8484	-1.7028
	비가족기업	0.0062	0.1045	-0.9826	0.6661	
$PROF$	가족기업	0.0325	0.0634	-0.4717	0.3586	-5.3688***
	비가족기업	0.0176	0.0772	-0.4719	0.2558	
$\Delta PROF$	가족기업	0.0017	0.0681	-0.4230	1.3364	2.5288**
	비가족기업	0.0102	0.1188	-0.6281	1.4799	
OWN	가족기업	0.4237	0.1542	0.0000	0.9270	-5.7279***
	비가족기업	0.3853	0.1796	0.0227	0.9155	
LEV_{it-1}	가족기업	0.4633	0.1765	0.0202	1.1816	3.8699***
	비가족기업	0.4925	0.1911	0.0431	1.4948	

<표 2>는 전체표본을 대상으로 지배구조 특성에 따라 각 변수의 평균차이를 나타낸 것이다. 시장가치비율 변화량(ΔMB), 내부지분율(OWN), 직전 연도 레버리지비율(LEV_{it-1})은 양호한 지배구조기업(SCG)과 취약한 지배구조기업(WCG)에서 통계적으로 유의미하게 차이가 있는 것으로 나타났다.

<표 2> 지배구조 특성에 따른 각 변수의 평균차이

표본은 2004년부터 2013년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업으로 10개년 총 4,008개임. SCG그룹은 양호한 지배구조를 지닌 기업(313개)을 의미하고, WCG그룹은 취약한 지배구조를 지닌 기업(3,695개)을 의미함. ΔD (순부채발행)=(장기부채발행-장기부채 감소)/총자산, DEF (자금부족)=(배당지급액+순투자액+순운전자본의 증가+유동성 장기부채-세후영업현금흐름)/총자산, $TANG$ (유형자산비율)=유형자산/총자산, MB (성장기회)=(발행주식수×기말주가)+부채/총자산, $SIZE$ (기업규모)=ln(매출액), $PROF$ (수익성)=영업이익/총자산, OWN (내부지분율)=대주주1인지분율, LEV_{it-1} (직전 연도 레버리지비율). Δ =각 변수의 변화량. ***와 **는 각각 유의수준 1%와 5%에서 유의적임을 나타냄.

	SCG그룹	WCG그룹	평균차이 <i>t</i> -value
	Mean	Mean	
ΔD	0.0090	0.0040	-1.2498
DEF	0.0506	0.0451	-0.8595
$\Delta TANG$	0.0194	0.0141	-1.0974
ΔMB	-0.0095	0.0316	2.1571**
$\Delta SIZE$	0.0130	0.0126	-0.0669
$\Delta PROF$	0.0014	0.0033	0.4082
OWN	0.3351	0.4242	9.6008**
LEV_{it-1}	0.5075	0.4649	-4.0432***

<표 3>은 전체표본에 대한 각 변수들의 Pearson상관계수를 나타낸 것이다. <표 3>은 [모형1]과 [모형2]의 분석에 따라 분리하여 상관계수를 표시하였다. 변수들 간의 상관관계는 유의한 상관관계가 대부분이지만 상관계수는 0.50을 초과하지 않고 표본수도 충분하여 통계적 문제는 없는 것으로 판단된다. 또한 본 연구에 사용된 모든 모형에 대해 다중공선성 여부를 확인해 본 결과 각 변수의 분산팽창계수(variance inflation factor : VIF)가 1.0~1.24의 범위에 포함되어 다중공선성 문제는 발생되지 않는 것으로 평가되었다.

자본조달순위이론의 검증을 위한 [모형3]과 [모형4]의 종속변수인 순부채발행(ΔD_{it})과 설명변수인 자금부족(DEF_{it})변수의 상관관계를 보면, 상관계수가 0.3658로 1%유의수준에서 상당히 높은 정(+)의 영향관계를 보이고 있다. 이러한 결과는 자금부족이 발생하는 경우 부채를 통해 자금을 조달할 가능성을 시사하는 것으로, 본 연구의 표본기업들은 Shyam-Sunder and Myers(1999)가 제시한 것과 같이 자본조달순위이론을 따를 가능성이 있음을 예상할 수

있다.

<표 3> Pearson 상관관계 분석

표본은 2004년부터 2013년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업으로 10개년 총 4,008개임. ΔD (순부채발행)=(장기부채발행-장기부채 감소)/총자산, DEF (자금부족)=(배당지급액+순투자액+순운전자본의 증가+유동성 장기부채-세후영업현금흐름)/총자산, LEV (레버리지비율)=부채/총자산, $TANG$ (유형자산비율)=유형자산/총자산, MB (성장 기회)=(발행주식수×기말주가)+부채/총자산, $SIZE$ (기업규모)=ln(매출액), $PROF$ (수익성)=영업이익/총자산, OWN (내부지분율)=대주주1인지분율, LEV_{iT-1} (직전 연도 레버리지비율). Δ =각 변수의 변화량. ***와 **는 각각 유의수준 1%와 5%에서 유의적임을 나타냄.

	ΔD	LEV	DEF	$TANG$	MB	$SIZE$	$PROF$	OWN
ΔD	1.0000							
LEV	0.0397**	1.0000						
DEF	0.3658***	0.2728***	1.0000					
$TANG$	0.0032	0.1595***	0.0400**	1.0000				
MB	-0.0006	0.1066***	0.1011***	-0.0918***	1.0000			
$SIZE$	0.0564***	0.2501***	0.0446***	0.0542***	0.2241***	1.0000		
$PROF$	-0.0169	-0.3495***	-0.3565***	-0.1224***	0.1497***	0.1898***	1.0000	
OWN	0.0274	-0.1081***	-0.0641***	0.0243	-0.1522***	-0.1170***	0.0631***	1.0000

	ΔD	ΔLEV	DEF	$\Delta TANG$	ΔMB	$\Delta SIZE$	$\Delta PROF$	OWN	LEV_{iT-1}
ΔD	1.0000								
ΔLEV	0.3544***	1.0000							
DEF	0.3658***	0.1708***	1.0000						
$\Delta TANG$	0.2300***	0.4740***	0.0859***	1.0000					
ΔMB	-0.0018	-0.0126	0.0018	-0.0409***	1.0000				
$\Delta SIZE$	0.0034	0.1767***	-0.0243	0.0744***	0.0297	1.0000			
$\Delta PROF$	-0.0942***	-0.1278***	-0.1067***	-0.0425***	0.0319**	0.1031***	1.0000		
OWN	0.0274	0.0202	-0.0641***	0.0161	-0.0011	0.0236	-0.0293	1.0000	
LEV_{iT-1}	-0.0766***	-0.0816***	0.2307***	-0.0243	-0.0480***	-0.0104	0.1143***	-0.1218***	1.0000

2. 실증결과

2.1 가족기업 특성이 부채사용에 미치는 영향 분석결과

<표 4>는 [모형1]과 [모형2]를 이용하여 한국 가족기업의 특성이 레버리지비율에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 한국 가족기업과 레버리지비율 간의 영향관계를 분석하고, 가족기업을 분류한 세 가지 가족기업의 특성(*FAMILY_1*, *FAMILY_2*, *FAMILY_3*)이 레버리지비율에 미치는 영향을 분석하였다.⁴⁾

먼저 [모형1]의 패널자료회귀분석 결과를 보면, *FAMILY*변수의 회귀계수는 -0.0142($t=-1.96$)으로 5%유의수준에서 유의한 부(-)의 영향관계가 나타났다. 가족기업의 소유지분을 더미변수인 *FAMILY_1*의 회귀계수는 -0.0352($t=-3.35$)로 1%유의수준에서 유의한 부(-)의 영향관계가 나타났고, 가족기업의 구성원 경영참여더미변수인 *FAMILY_2*의 회귀계수는 -0.0091($t=-1.41$)로 비유의적인 부(-)의 영향관계가 나타났다. 가족기업 중에서 대규모 기업집단 계열사여부를 나타내는 *FAMILY_3*변수의 회귀계수는 -0.0149($t=-1.96$)로 5%유의수준에서 유의한 부(-)의 영향관계가 나타났다.

이러한 분석결과에서 한국의 가족기업은 상대적으로 적은 부채를 사용한다는 것을 알 수 있다. 즉 한국 가족기업의 특성중 소유구조특성과 총수가 있는 재벌기업 특성은 부채사용을 억제하는 것으로 이해할 수 있다. 지배가족이 기업을 소유·지배하는 가족기업은 대리인문제가 완화되어 Jensen(1986)이 주장한 부채의 통제효과의 필요성이 낮아지기 때문에 부채 증가 유인이 감소하고, 기업의 위험을 회피하고자 하는 유인이 증가하여 부채비율이 낮아지는 것으로 이해할 수 있다.

[모형2]의 분석결과를 보면, *FAMILY*변수와 *FAMILY_3*변수의 회귀계수가 각각 0.0069($t=1.65$)와 0.0080($t=2.25$)로 10%와 5%의 유의수준에서 유의한 정(+)의 영향관계가 나타났다. *FAMILY_1*과 *FAMILY_2*변수에서는 통계적으로 의미 있는 영향관계를 확인할 수 없다. [모형2]의 분석결과는 가족기업의 경우 총자산 대비 부채증가의 비율이 높다는 것을 나타낸다. 특히 총수가 있는 대규모 기업집단의 계열사들의 부채 증가 유인이 강함을 알 수 있다. 대규모 기업집단의 계열사는 시장에서 상대적으로 기업위험도가 낮게 평가되는 경향이 있기 때문에 부채증가에 의한 레버리지효과를 추구하고자 하는 유인이 강하게 나타나는 것으로 이해할 수 있다.

4) 전체 표본을 대상으로 [모형1], [모형2]를 패널자료회귀분석하기 위해 모형의 적합성을 검증하였다. [모형1]을 이용한 가족기업(*FAMILY*)의 영향관계 분석에서 g 통계량은 유의적인 3328.48로 귀무가설($H_0 : \sigma_\eta^2 = 0, \sigma_\lambda^2 = 0$)을 기각하는 결과를 보여 자료에 시간특성효과와 기업특성 효과가 있음을 확인할 수 있었다. 또한 하우스만 검정($H_0 : E(\eta_i/X_{it})=0, E(\lambda_i/X_{it})=0$) 결과에서 m 통계량이 99.06으로 나타나서 확률효과모형보다 고정효과모형으로 분석하는 것이 적합함을 알 수 있었다. [모형2]를 이용한 가족기업(*FAMILY*)의 영향관계 분석에서는 g 통계량이 비유의적인 0.00으로 귀무가설($H_0 : \sigma_\eta^2 = 0, \sigma_\lambda^2 = 0$)을 채택하는 결과를 보여 일반최소자승법(OLS)으로 분석하는 것이 적합함을 알 수 있었다. 가족기업 특성(*FAMILY_1*, *FAMILY_2*, *FAMILY_3*)에 따라 나누어 모형적합성을 분석한 결과 [모형1]의 경우 고정효과모형이 적합한 것으로 나타났고, [모형2]는 OLS분석이 적합한 것으로 나타났다.

<표 4> 가족기업의 특성이 레버리지비율에 미치는 영향분석 결과

이 표는 한국 가족기업의 레버리지 사용여부를 분석하기 위해 전체표본을 대상으로 [모형1]과 [모형2]를 이용하여 가족기업(FAMILY)과 가족기업특성(FAMILY_1, FAMILY_2, FAMILY_3)이 레버리지비율에 미치는 영향관계를 분석한 결과임. [모형2]는 각 변수의 변화량으로 구성됨. ()안의 값은 t값임. ***와 **, * 는 각각 유의수준 1%와 5%, 10%에서 유의적임을 나타냄. VIF는 회귀식의 다중공선성을 검증한 결과임.

$$[\text{모형1}] \quad LEV_{it} = \alpha + \beta_1 FAMILY_{it} (FAMILY_1_{it}, FAMILY_2_{it}, FAMILY_3_{it}) + \beta_2 DEF_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 OWN_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

$$[\text{모형2}] \quad \Delta LEV_{it} = \alpha + \beta_1 FAMILY_{it} (FAMILY_1_{it}, FAMILY_2_{it}, FAMILY_3_{it}) + \beta_2 \Delta DEF_{it} + \beta_3 \Delta TANG_{it} + \beta_4 \Delta MB_{it} + \beta_5 \Delta SIZE_{it} + \beta_6 \Delta PROF_{it} + \beta_7 \Delta OWN_{it} + LEV_{it-1} + \epsilon_{it}$$

	[모형1]					[모형2]			
	FAMILY	FAMILY_1	FAMILY_2	FAMILY_3		FAMILY	FAMILY_1	FAMILY_2	FAMILY_3
FAMILY	-0.0142** (-1.96)	-0.0351*** (-3.35)	-0.0091 (-1.41)	-0.0149** (-1.96)	FAMILY	0.0069* (1.65)	-0.0034 (-0.53)	0.0016 (0.42)	0.0080** (2.25)
DEF	0.1063*** (5.66)	0.1043*** (5.56)	0.1063*** (5.66)	0.1058*** (5.64)	DEF	0.1559*** (10.53)	0.1562*** (10.54)	0.1563*** (10.55)	0.1552*** (10.48)
TANG	0.1757*** (10.97)	0.1736*** (10.83)	0.1773*** (11.09)	0.1762*** (11.00)	ΔTANG	0.6245*** (32.77)	0.6245*** (32.74)	0.6249*** (32.78)	0.6236*** (32.72)
MB	0.0244*** (4.48)	0.0242*** (4.43)	0.0245*** (4.49)	0.0256*** (4.66)	ΔMB	-0.0001 (-0.02)	-0.0002 (-0.05)	-0.0002 (-0.04)	-0.0002 (-0.03)
SIZE	0.0287*** (13.55)	0.0276*** (12.96)	0.0285*** (13.48)	0.0302*** (13.29)	ΔSIZE	0.1689*** (11.53)	0.1695*** (11.56)	0.1695*** (11.57)	0.1691*** (11.54)
PROF	-0.6141*** (-17.66)	-0.6182*** (-17.82)	-0.6156*** (-17.70)	-0.6208*** (-17.86)	ΔPROF	-0.1439*** (-7.16)	-0.1448*** (-7.20)	-0.1447*** (-7.20)	-0.1437*** (-7.15)
OWN	-0.1098*** (-5.89)	-0.0952*** (-4.93)	-0.1124*** (-6.05)	-0.1091*** (-5.84)	OWN	0.0021 (0.22)	0.0053 (0.51)	0.0033 (0.34)	0.0033 (0.33)
LEV _{it-1}	-	-	-	-	LEV _{it-1}	-0.0583*** (-6.43)	-0.0596*** (-6.54)	-0.0588*** (-6.46)	-0.0612*** (-6.72)
Constant	-0.3086*** (-5.46)	-0.2950*** (-5.21)	-0.3093*** (-5.46)	-0.3586*** (-5.97)	Constant	0.0280*** (3.91)	0.0332*** (5.21)	0.0322*** (4.55)	0.0326*** (5.12)
g-statistic	3328.48***	3333.25***	3316.27***	3294.19***	g-statistic	0.00	0.00	0.00	0.00
m-statistic	99.06***	98.98***	98.68***	104.01***	m-statistic	-	-	-	-
Specification Model	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect	Specification Model	OLS	OLS	OLS	OLS
R ²	0.2144	0.2161	0.2140	0.2070	R ²	0.2835	0.2831	0.2831	0.2839
F-value	130.77***	132.11***	130.44***	145.93***	F-value	197.80***	197.37***	197.35***	198.21***
VIF	1.11	1.15	1.11	1.24	VIF	1.04	1.07	1.04	1.04

2.2 가족기업과 비가족기업의 자본조달순위이론 순응여부 검증결과

<표 5>는 한국 가족기업과 비가족기업을 대상으로 자본조달순위이론의 순응여부를 분석하

기 위해 [모형3]과 [모형4]를 분석한 결과이다.⁵⁾ [모형3]을 이용한 가족기업과 비가족기업의 분석결과를 보면, 자금부족변수(DEF)의 회귀계수는 각각 0.2438($t=24.37$)과 0.1817($t=7.72$)로 순부채발행(ΔD)에 1%유의수준에서 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. [모형4]를 이용한 가족기업과 비가족기업의 분석결과를 보면, 자금부족변수(DEF)의 회귀계수는 각각 0.2587($t=25.35$)과 0.1846($t=8.11$)으로 순부채발행(ΔD)에 1%유의수준에서 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 가족기업의 자금부족변수(DEF) 회귀계수가 비가족기업의 회귀계수보다 더 높게 나타나서 가족기업이 비가족기업에 비해 자본조달순위이론을 더 잘 따르는 것으로 해석할 수 있다. 즉 [가설1]이 지지되는 것으로 이해할 수 있다.

통제변수를 포함한 [모형4]의 분석결과에서도 가족기업과 비가족기업의 자금부족변수(DEF)의 회귀계수가 각각 0.2587($t=25.35$)과 0.1846($t=8.11$)로 가족기업의 회귀계수가 높음을 확인할 수 있다. 가족기업의 특성(FAMILY_1, FAMILY_2, FAMILY_3)에 따라 세 가지 표본을 나누어 분석한 결과에서도 가족기업의 자금부족변수(DEF) 회귀계수는 비가족기업에 비해 일관성 있게 높게 나타나고 있다.

이러한 회귀계수 크기의 차이가 통계적으로 유의미한가를 확인하기 위해 Chow-test를 실시해보았다. [모형3]과 [모형4]에서 FAMILY변수의 회귀계수는 가족기업과 비가족기업 간에 유의미한 차이가 있음을 확인할 수 있다. 가족기업의 특성에 따라 나누어 분석한 결과에서는 [모형4]에서 FAMILY_3 즉 총수가 있는 재벌기업의 계열사 특성이 유의미한 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉 [모형3]과 [모형4]의 FAMILY와 [모형4]의 FAMILY_3에 의해 분석한 결과는 가족기업이 비가족기업에 비해 자본조달순위이론을 더 잘 따른다고 해석하는 것이 통계적으로도 의미가 있다는 것을 확인할 수 있다.

다만 [모형3]의 분석에서 가족기업의 자금부족변수(DEF)의 회귀계수가 0.2438($t=24.37$)로 한국 가족기업의 경우 부족한 자금의 24.38%를 순부채 발행을 통해 조달하는 것으로 나타났다. 이는 Shyam-Sunder and Myers(1999)의 분석에서 제시된 75%에 비해서 상대적으로 작고, R^2 도 상대적으로 낮게 나타나서 검정모형의 설명력도 통계적으로 감소한 결과를 보이고 있다. 따라서 한국 가족기업이 자본조달순위이론을 따른다고 강하게 주장하는 데는 다소 유의할 점이 있다.

하지만 모든 분석결과에서 가족기업이 비가족에 비해 자본조달 순위이론의 적용을 지지하는 결과를 나타내고 있다. 이러한 결과는 가족기업 관점에서 자본조달순위이론의 적용은 부족자금의 조달에 있어서 기업의 위험을 회피하고 의결권의 희석을 피하는 방법으로 주식발

5) [모형3], [모형4]를 이용한 패널자료회귀분석을 위해 모형의 적합성을 검정하였다. 라그랑지 승수검정에서 모든 분석의 g 통계량이 비유의적인 0.00으로 귀무가설($H_0 : \sigma_g^2 = 0, \sigma_\lambda^2 = 0$)을 채택하는 결과를 보여 일반최소자승법(OLS)으로 분석한 결과를 제시한다.

한국 가족기업은 자본조달순위이론을 따르는가?

행보다 부채사용을 선호하는 것으로 이해할 수 있다.

<표 5> 가족기업과 비가족기업의 자본조달순위이론 순응여부 분석결과

이 표는 가족기업 및 비가족기업 표본을 대상으로 [모형3]과 [모형4]의 회귀식을 이용하여 자금부족(DEF)에 따른 자본조달순위이론의 순응여부를 분석한 결과임. ()안의 값은 t값임. ***와 **는 각각 유의수준 1%와 5%에서 유의적임을 나타냄. VIF는 회귀식의 다중공선성을 검증한 결과임.

[모형3] $\Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \epsilon_{it}$

[모형4] $\Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \beta_2 \Delta TANG_{it} + \beta_3 \Delta MB_{it} + \beta_4 \Delta SIZE_{it} + \beta_5 \Delta PROF_{it} + \beta_6 OWN_{it} + \beta_7 LEV_{it-1} + \epsilon_{it}$

[모형3]								
	FAMILY		FAMILY_1		FAMILY_2		FAMILY_3	
	가족기업	비가족기업	가족기업	비가족기업	가족기업	비가족기업	가족기업	비가족기업
DEF	0.2438*** (24.37)	0.1817*** (7.72)	0.2555*** (5.96)	0.2290*** (24.22)	0.2371*** (22.87)	0.2122*** (10.54)	0.2556*** (13.37)	0.2217*** (20.88)
Constant	-0.0054*** (-4.71)	-0.0104*** (-3.35)	-0.0044 (-1.00)	-0.0062*** (-5.52)	-0.0056*** (-4.70)	-0.0081*** (-3.08)	-0.0039 (-1.81)	-0.0070*** (-5.53)
R ²	0.1514	0.0812	0.1105	0.1362	0.1438	0.1095	0.1478	0.1279
F-value	593.90***	59.66***	35.54***	586.39***	523.17***	109.22***	78.85***	436.18***
VIF	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Chow-test	7.70***		0.49		1.41		2.27	
[모형4]								
	FAMILY		FAMILY_1		FAMILY_2		FAMILY_3	
	가족기업	비가족기업	가족기업	비가족기업	가족기업	비가족기업	가족기업	비가족기업
DEF	0.2587*** (25.35)	0.1846*** (8.11)	0.2701*** (6.41)	0.2396*** (25.24)	0.2497*** (23.69)	0.2193*** (11.00)	0.2985*** (15.13)	0.2285*** (21.60)
ΔTANG	0.1613*** (12.93)	0.1460*** (4.13)	0.2360*** (5.24)	0.1522*** (12.25)	0.1670*** (12.98)	0.1298*** (4.31)	0.2402*** (9.70)	0.1403*** (10.27)
ΔMB	0.0004 (0.13)	-0.0053 (-0.62)	-0.0153 (-1.14)	0.0005 (0.18)	-0.0012 (-0.35)	0.0021 (0.30)	0.0060 (1.17)	-0.0026 (-0.72)
ΔSIZE	0.0063 (0.65)	-0.0360 (-1.32)	-0.0170 (-0.52)	0.0010 (0.11)	0.0009 (0.10)	-0.0063 (-0.27)	0.0097 (0.62)	-0.0060 (-0.54)
ΔPROF	-0.0102 (-0.66)	-0.0312 (-1.27)	0.0477 (0.69)	-0.0265** (-2.08)	-0.0159 (-0.95)	-0.0283 (-1.36)	0.0270 (1.01)	-0.0327** (-2.28)
OWN	0.0056 (0.83)	0.0360** (2.29)	0.0211 (0.46)	0.0159** (2.43)	0.0082 (1.15)	0.0258** (2.01)	0.0027 (0.24)	0.0148** (2.04)
LEV _{it-1}	-0.0574*** (-9.41)	-0.0767*** (-5.00)	-0.0872*** (-3.42)	-0.0581*** (-9.92)	-0.0582*** (-9.14)	-0.0673*** (-5.20)	-0.0648*** (-5.78)	-0.0614*** (-9.22)
Constant	0.0156*** (3.61)	0.0125 (1.22)	0.0137 (0.48)	0.0122*** (3.01)	0.0147*** (3.21)	0.0135 (1.58)	0.0201*** (2.59)	0.0130*** (2.80)
R ²	0.2160	0.1608	0.2246	0.1991	0.2126	0.1695	0.2488	0.1901
F-value	130.81***	18.32***	11.59***	131.86***	119.97***	25.71***	48.50**	99.49***
VIF	1.05	1.04	1.07	1.04	1.05	1.03	1.07	1.04
Chow-test	11.46***		0.64		2.15		9.06***	

2.2 가족기업의 지배구조와 소유구조에 따른 자본조달순위이론 순응여부 검증결과

본 연구는 Myers and Majluf(1984), Bharath, Pasquariello, and Wu(2009)가 주장한 정보비대칭에 의한 자본조달순위이론의 순응여부를 분석할 뿐만 아니라 가족기업의 지배구조와 소유구조의 특성에 따른 자본조달순위이론의 순응여부도 확인하는 것을 목적으로 삼고 있다.

따라서 여기서는 먼저 내생적 전환회귀모형(endogenous switching regression model)을 이용하여 지배구조의 영향을 분석해 보았다. <표 6>은 표본을 양호한 지배구조집단(SCG)과 취약한 지배구조집단(WCG)으로 나누고 [모형3]과 [모형4]를 이용해 자본조달순위이론의 순응여부를 분석한 결과이다.

먼저 [모형3]의 분석결과를 보면, 양호한 지배구조집단(SCG)에서 가족기업과 비가족기업의 자금부족(DEF)변수의 회귀계수가 각각 0.3155($t=7.75$)와 0.3384($t=2.69$)로 순부채발행(ΔD)에 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 취약한 지배구조집단(WCG)에서도 가족기업과 비가족기업의 자금부족(DEF)변수의 회귀계수는 각각 0.2408($t=23.13$)과 0.1819($t=7.34$)로 순부채발행(ΔD)에 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 양호한 지배구조집단에서 회귀계수가 더 크게 나타났다.

자본구조의 주요 영향요인을 통제한 [모형4]의 분석결과를 보면, 양호한 지배구조집단(SCG)에서 가족기업과 비가족기업의 자금부족(DEF)변수의 회귀계수는 각각 0.3348($t=8.43$)과 0.2443($t=2.05$)으로 순부채발행(ΔD)에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 취약한 지배구조집단(WCG)에서도 가족기업과 비가족기업의 자금부족(DEF)변수의 회귀계수는 각각 0.2548($t=24.13$)과 0.1840($t=7.80$)로 순부채발행(ΔD)에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. [모형4]의 분석결과에서도 취약한 지배구조집단(WCG)보다 양호한 지배구조집단(SCG)에서 자금부족(DEF)변수의 회귀계수가 더 크게 나타나고, 비가족기업보다 가족기업의 분석결과에서 자금부족(DEF)변수의 회귀계수가 더 크다는 것을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 가족기업이 비가족기업에 비해 자본조달순위이론의 순응도가 높고, 지배구조가 양호할수록 더욱더 자본조달순위이론이 잘 적용되는 것으로 이해할 수 있다.

이러한 분석결과를 종합해 보면, 기업의 지배구조는 가족기업 특성과 상호작용하여 자본조달 의사결정에 영향을 미친다고 할 수 있다. 특히 지배구조가 양호할수록 자본조달 순위이론이 잘 적용되는 결과는 자본조달순위이론의 기본 가정인 정보비대칭에 의한 예상과 다른 결과이다. 즉 가족기업에서 자본조달순위이론의 적용은 정보비대칭에 의한 역선택 비용과 더불어 기업위험과 의결권 희석의 회피가 주요 요인이 될 수 있음을 의미하는 것으로 이해할 수 있다. 이는 [가설2]를 지지하는 결과로 해석할 수 있다.

<표 6> 가족기업과 비가족기업의 지배구조에 따른 자본조달순위이론 순응여부 분석결과

이 표는 지배구조에 따른 가족기업의 자본조달순위이론 순응여부를 동시적으로 분석하기 위해 내생적 전환회귀분석을 실시한 결과임. 표본을 가족기업과 비가족기업으로 나누고 각각 [모형3]과 [모형4]를 분석한 결과임. SCG regime은 양호한 지배구조집단을 나타내고, WCG regime은 취약한 지배구조집단을 나타냄. ()안의 값은 z값임. ***와 **, * 는 각각 유의수준 1%와 5%, 10%에서 유의적임을 나타냄.

$$I_i = 1 \quad \text{if } \gamma Z_i + u_i > 0, \quad I_i = 0 \quad \text{if } \gamma Z_i + u_i \leq 0$$

$$\text{SCG regime: } \Delta D_{1i} = \beta^{SCG} X_{1i} + \varepsilon_{1i} \quad \text{if } I_i = 1, \quad \text{WCG regime: } \Delta D_{2i} = \beta^{WCG} X_{2i} + \varepsilon_{2i} \quad \text{if } I_i = 0$$

단, $Z = [1, OWN, OUTDIR, BDSIZE, OCD]$

$X = [1, DEF(\Delta TANG, \Delta MB, \Delta SIZE, \Delta PROF, OWN, LEV_{t-1})]$

threshold equation	Constant		OWN		OUTDIR		BDSIZE		OCD	
	[모형1] 가족기업	-1.5344*** (-4.05)		-3.1136*** (-9.70)		1.1640*** (5.96)		1.1135*** (9.03)		-1.6814*** (-7.00)
[모형1] 비가족기업	-6.8472*** (-7.54)		-0.9834 (-1.42)		3.3507*** (6.27)		2.2360*** (7.61)		-0.1698 (-0.25)	
[모형2] 가족기업	-1.5062*** (-3.71)		-3.1872*** (-9.91)		1.1637*** (5.90)		1.1839*** (9.15)		-1.7357*** (-7.17)	
[모형2] 비가족기업	-8.0646*** (-7.25)		-1.3408* (-1.71)		3.0888*** (5.15)		2.6295*** (7.26)		-0.5545 (-0.73)	

response function	SCG regime				WCG regime			
	[모형3]		[모형4]		[모형3]		[모형4]	
	가족기업	비가족기업	가족기업	비가족기업	가족기업	비가족기업	가족기업	비가족기업
DEF	0.3155*** (7.75)	0.3384*** (2.69)	0.3348*** (8.43)	0.2443** (2.05)	0.2408*** (23.13)	0.1819*** (7.34)	0.2548*** (24.13)	0.1840*** (7.80)
ΔTANG	-	-	0.2344*** (6.07)	0.6506*** (2.94)	-	-	0.1532*** (11.62)	0.1397*** (3.81)
ΔMB	-	-	-0.0081 (-0.98)	-0.0108 (-0.50)	-	-	0.0019 (0.54)	-0.0071 (-0.77)
ΔSIZE	-	-	-0.0280 (-0.62)	-0.1079 (-0.45)	-	-	0.0078 (0.79)	-0.0378 (-1.35)
ΔPROF	-	-	0.0186 (0.35)	-0.5906** (-2.08)	-	-	-0.0129 (-0.80)	-0.0324 (-1.28)
OWN	-	-	-0.0036 (-0.13)	0.0308 (0.74)	-	-	0.0066 (0.86)	0.0275 (1.61)
LEV _{t-1}	-	-	-0.0537** (-2.29)	-0.0145 (-0.37)	-	-	-0.0574*** (-8.99)	-0.0758*** (-4.56)
Constant	0.0048 (0.34)	-0.0062 (-0.39)	0.0240 (1.28)	-0.0252 (-1.03)	-0.0028 (-1.74)	-0.0061* (-1.83)	0.0152*** (3.05)	0.0182 (1.64)

<표 7>은 가족기업의 소유구조에 따른 자본조달순위이론의 순응도를 확인하기 위해 가족기업 표본을 내부지분율(OWN)의 정도에 따라 다섯 단계로 분위를 나누고 [모형3]과 [모형

4]를 이용하여 분석한 결과이다.

먼저 [모형3]을 이용한 가족기업의 분위별 분석결과를 보면, 내부지분율(*OWN*)의 정도가 낮은 1분위에서는 순부채발행(ΔD)변수의 회귀계수가 비유의적인 0.0900($t=1.57$)이고, 2분위에서는 0.2216($t=10.55$), 3분위에서는 0.2635($t=15.29$), 4분위에서는 0.2574($t=14.00$), 5분위에서는 0.2671($t=8.88$)로 1%유의수준에서 유의한 정(+)³의 영향관계가 나타났다. 내부지분율(*OWN*)이 증가함에 따라 자금부족(*DEF*)에 대한 순부채발행(ΔD)의 민감도가 대체로 증가하는 결과를 보이고 있다.

[모형4]를 이용한 가족기업의 분위별 분석결과를 보면, 내부지분율(*OWN*)의 정도가 낮은 1분위에서는 순부채발행(ΔD)변수의 회귀계수가 비유의적인 0.1157($t=0.06$)이고, 2분위에서는 0.2376($t=10.81$), 3분위에서는 0.2625($t=14.98$), 4분위에서는 0.2754($t=14.73$), 5분위에서는 0.2920($t=9.35$)으로 유의한 정(+)³의 영향관계가 나타났다. 내부지분율(*OWN*)이 증가함에 따라 자금부족(*DEF*)에 대한 순부채발행(ΔD)의 민감도가 단조 증가하는 결과이다.

이러한 분석결과를 종합해 보면, 가족기업의 소유구조는 자본조달 의사결정에 영향을 미친다고 할 수 있다. 지배가족의 소유지분율이 증가할수록 자본조달순위이론의 순응도가 증가한다는 것을 알 수 있다. 지배가족의 소유지분율이 높을수록 가족기업은 지분율 희석을 회피하기 위해 부족자금을 부채를 통해 조달하려는 특성이 강해진다는 것을 알 수 있다.

가족기업의 지배구조와 소유구조의 특성에 따른 자본조달순위이론의 순응여부에 대한 분석결과를 종합해 보면, 가족기업의 지배구조나 소유구조가 자본조달순위이론에 영향을 미치고, 가족기업 특성이 강해질수록 자본조달순위이론이 잘 적용된다는 것을 알 수 있다. 따라서 가족기업의 자본조달 의사결정을 분석하기 위한 자본조달순위이론의 검증에서는 가족기업의 지배구조나 소유구조의 특성을 배제하여서는 안 된다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 [가설3]을 지지하는 것으로 해석할 수 있다.

<표 7> 가족기업의 소유구조에 따른 자본조달순위이론의 순응도 분석결과

이 표는 가족기업 표본을 내부지분율(*OWN*)의 수준에 따라 다섯 단계의 분위로 나누고, [모형3]과 [모형4]의 회귀식을 이용하여 자금부족(*DEF*)에 따른 자본조달순위이론의 순응도를 분석한 결과임. ()안의 값은 t값임. ***와 **는 각각 유의수준 1%와 5%에서 유의적임을 나타냄. *VIF*는 회귀식의 다중공선성을 검증한 결과임.

[모형3] $\Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \epsilon_{it}$

[모형4] $\Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \beta_2 \Delta TANG_{it} + \beta_3 \Delta MB_{it} + \beta_4 \Delta SIZE_{it} + \beta_5 \Delta PROF_{it} + \beta_6 OWN_{it} + \beta_7 LEV_{it-1} + \epsilon_{it}$

	내부지분율	<i>DEF</i>	$\Delta TANG$	ΔMB	$\Delta SIZE$	$\Delta PROF$	<i>OWN</i>	<i>LEV</i> _{<i>it-1</i>}	Constant	<i>R</i> ²	<i>F-value</i>	<i>VIF</i>
[모형3]	Low	0.0900 (1.57)	-	-	-	-	-	-	-0.0086 (-1.00)	0.0262	2.48	1.00
	2	0.2216* (10.55)	-	-	-	-	-	-	-0.0048 (-1.79)	0.1544	111.21*	1.00
	3	0.2635* (15.29)	-	-	-	-	-	-	-0.0069 (-3.66)	0.1667	233.82*	1.00
	4	0.2574* (14.00)	-	-	-	-	-	-	-0.0048** (-2.40)	0.1620	195.89*	1.00
	High	0.2671* (8.88)	-	-	-	-	-	-	-0.0029 (-0.88)	0.1525	78.80***	1.00
[모형4]	Low	0.1157 (0.06)	0.2093 (0.06)	-0.0472 (0.09)	-0.0433 (0.48)	-0.0269 (0.73)	0.362 (0.27)	-0.0783 (0.10)	-0.0132 (0.73)	0.1412	2.02	1.20
	2	0.2376*** (10.81)	0.1849*** (5.23)	-0.0021 (-0.28)	0.0010 (0.04)	-0.0258 (-0.67)	0.0639 (1.15)	-0.0409** (-2.86)	-0.0032 (-0.21)	0.2070	22.48***	1.07
	3	0.2625*** (14.98)	0.1873*** (8.94)	0.0070 (1.56)	0.0129 (0.85)	-0.0317 (-1.24)	0.0104 (0.28)	-0.0583** (-5.78)	0.0140 (0.94)	0.2494	55.19***	1.05
	4	0.2754*** (14.73)	0.1182*** (5.67)	-0.0032 (-0.51)	0.0234 (1.36)	0.0352 (1.38)	-0.0193 (-0.45)	-0.0634** (-5.89)	0.0298 (1.30)	0.2177	40.04***	1.05
	High	0.2920*** (9.35)	0.1633*** (4.96)	-0.0060 (-0.51)	-0.0221 (-0.83)	0.0085 (0.14)	0.0377 (0.77)	-0.0674** (-3.61)	-0.0025 (-0.07)	0.2247	17.88***	1.07

V. 결론

본 연구는 한국 가족기업의 자본조달 의사결정을 분석하기 위해 가족기업 특성이 자본조달순위이론의 순응여부에 미치는 영향을 분석하였다. 이러한 분석을 위해 가족기업의 특성을 지배구조와 소유구조 측면에서 세 가지로 분류하고, 자금부족과 순부채발행의 영향관계를 통해 가족기업의 자본조달순위이론 순응여부를 확인하였다. 분석기간은 2004년부터 2013년까지 총 10개년이고, 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종

기업 총 4,008개를 사용하였다. 분석을 위해 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널 자료를 형성하고 패널자료회귀분석법과 내생적 전환회귀분석법을 사용하여 분석하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 한국의 가족기업은 비가족기업에 비해 상대적으로 적은 부채를 사용한다는 것을 알 수 있었다. 지배가족이 기업을 소유·지배하는 가족기업은 대리인문제가 완화되어, Jensen(1986)이 주장한 부채의 통제효과의 필요성이 낮아지기 때문에 부채 증가 유인이 감소하는 것으로 이해할 수 있었다. 둘째, Shyam-Sunder and Myers(1999)가 제시한 모형을 이용한 자본조달순위이론의 검증에서는 가족기업이 비가족기업에 비해 자본조달순위이론의 순응도가 높다는 것을 알 수 있었다. 가족기업에서 자본조달순위이론의 순응은 정보비대칭에 의한 역선택 비용 이외에 기업위험과 의결권 희석의 회피가 주요 요인이 될 수 있는 것으로 이해되었다. 다만 한국 가족기업의 경우 부족한 자금의 24.38%를 순부채 발행을 통해 조달하는 것으로 나타나서, Shyam-Sunder and Myers(1999)의 분석에서 제시된 75%에 비해서 상대적으로 낮게 나타났다. 이러한 결과는 한국 가족기업이 자본조달순위이론을 따른다고 강하게 주장하는 데는 다소 한계가 있음을 의미하는 것으로 이해되었다.

셋째, 가족기업의 지배구조와 소유구조에 의한 자본조달순위이론의 순응도를 확인한 결과에서는 지배가족의 소유·지배특성이 강해질수록 자본조달순위이론의 순응도가 높아진다는 것을 알 수 있었다. 따라서 가족기업의 자본조달 의사결정을 분석하기 위한 자본조달순위이론의 검증에서는 가족기업의 지배구조나 소유구조의 특성을 배제하여서는 안 된다는 것을 알 수 있었다.

참 고 문 헌

- 공재식·김충환(2013), “가족기업의 부채구조 결정요인 분석,” 한국산학기술학회논문지, 제14권 제1호, 101-108.
- 곽세영(2006), “자본조달순위이론에 관한 실증연구,” 재무관리논총, 제12권 1호, 89-104.
- 김동욱·정민규·김병곤(2012), “정보비대칭은 자본구조 의사결정에 영향을 미치는가?,” 대한경영학회지, 제25권 제2호, 767-787.
- 김동욱·정민규·김병곤(2012). “한국 채별기업의 정보비대칭과 자본구조,” Journal of the Korean Data Analysis Society, 14(3) (B), 1671-1683.
- 김병곤·김동욱(2007), “소유경영자지분율과 자본구조: 외환위기 이후기간 패널자료분석,” 재무관리연구, 24(2), 81-111.

- 김병곤·박상현(2001), “소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향,” *재무관리연구*, 18(2), 57-79.
- 김병곤·송재호(2003), “소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향,” *경영학연구*, 32(51), 1375-1394.
- 김석진·박민규(2005) “자금부족분을 이용한 자본조달순서이론 검증,” *경영학연구*, 제34권 제6호, 829-852.
- 김지수·김진노(2008), “자본조달 선택 요인에 관한 연구: 시장적시성과 거시 경제변수의 영향에 대한 분석을 중심으로,” *재무관리연구*, 제25권, 33-68.
- 반혜정(2009), “기업의 소유지배구조와 국제화 전략 및 자본조달정책: 가족지배구조를 중심으로,” *무역학회지*, 제34권 제3호, 195-219.
- 신동령(2006), “한국제조기업의 자금조달행태와 재무구조 결정요인에 관한 연구,” *재무관리연구*, 제23권 제2호, 109-141.
- 윤봉환(2005), “한국 상장기업의 자본구조 결정요인에 대한 장기분석: 정태적 절충모델과 자본조달순위모델간의 비교,” *경영학연구*, 제34권 제4호, 973-1000.
- 이정화·고윤성(2009), “가족기업과 기업성과”, *회계정보연구*, 제27권 제1호, 59-90.
- 정민규·김동욱·김병곤(2013), “한국 재벌기업의 자본조달순위이론 검증,” *금융공학연구*, 제12권 제1호, 99-122.
- Anderson, R.C. and D. M. Reeb(2003a), "Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500," *Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Bharath, S.T., P. Pasquariello, and G. Wu(2009), "Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions?," *Review of Financial Studies*, 22, 3211-3243.
- Casson, M.(1999), "The Economics of the Family Firm," *Scandinavian Economic History Review*, 47(1), 10-23.
- Chami, R.(2001), "What is Different about Family Business," International Monetary Fund Working Paper.
- Chirinko, R. and A. Singha(2000), "Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment," *Journal of Financial Economics*, 58, 417-425.
- Chrisman, J.J., J.H. Chua, and P. Sharma(2005), "Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29, 555-575.
- Chua, J.H., J.J. Chrisman, and P. Sharma(1999), "Defining the Family Business by Behavior," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19-39.
- Donaldson, G.(1961), *Corporate Debt Capacity*, Harvard University Press, Boston.

- Ellul, A.(2008), "Control Motivations and Capital Structure Decisions," Working Paper, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1094997>.
- Fama, E. and K. French(2002), "Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt," *Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Fama, E. and K. French(2005), "Financing Decisions: Who Issues Stock?," *Journal of Financial Economics*, 76, 549-582.
- Frank, M. and V. Goyal(2003), "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- Gomez-Mejia, L., M. Larraza-Kintana, and M. Makri(2003), "The Determinants of Executive Compensation in Family-controlled Public Corporations," *Academy of Management Journal*, 46(2), 226-241.
- Grossman, S. and O. Hart(1980), "Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation" *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- James, H.(1999), "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm," *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41-55.
- Jensen, M.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer(1999), "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Lemmon, M. and J. Zender(2004), "Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161-1187.
- Litz, R.A.(1995), "The Family Business: Toward Definitional Clarity," *Family Business Review*, 8, 71-81.
- Mishra, C.S. and D.L. McConaughy(1999), "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt," *Entrepreneurship Theory Practice*, 23(4), 53-64.
- Modigliani, F. and M. Miller(1958), "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 48, 261-297.
- Modigliani, F., and M. H. Miller(1963), "Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, 53, 433-443.
- Myers, S.(1984), "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S.(2001), "Capital Structure," *Journal of Economic Perspectives*, 15, 81-102.
- Myers, S. and N. Majluf(1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms

- have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Rajan, R. and L. Zingales(1995), "What Do We Know About Capital Structure: Some Evidence from International Data," *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny(1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Shyam-Sunder, L. and S. Myers(1999), "Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Villalonga, B. and R. Amit(2006), "How Do Family Management, Ownership and Control Affect Firm Value?," *Journal of Financial Economics*, 80, 347-374.
- Westhead, P. and M. Cowling(1998), "Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(1), 31-56.

