

한국기업의 가족경영과 자본조달우선순위: 소유·지배구조 특성의 영향분석

정민규¹, 김동욱², 김병곤^{3*}

¹경남과학기술대학교 벤처경영학과, ²부산경제진흥원 경제동향분석센터, ³창원대학교 경영학과

Pecking Order Theory and Korean Family Firms: Effect of Ownership and Governance Characteristics

Mingue Jung¹, Dongwook Kim², Byounggon Kim^{3*}

¹Department of Venture Business, Gyeongnam National University of Science and Technology

²Research and Analysis Team, Busan Economic Promotion Agency

³Department of Business Administration, Changwon National University

요약 본 연구는 한국 가족기업의 자본조달 의사결정을 분석하기 위해 가족기업 특성이 자본조달순위이론의 순응여부에 미치는 영향을 분석하였다. 이러한 분석을 위해 표본을 가족기업(Family)과 비가족기업(Non Family)으로 분류하고, 자금부족과 순부채발행의 영향관계를 통해 가족기업의 자본조달순위이론 순응여부를 확인하였다. 분석기간은 2004년부터 2014년까지 총 11개년이고, 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업 총 4,503개를 사용하였다. 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, Shyam-Sunder and Myers(1999)가 제시한 모형을 이용한 자본조달순위이론의 검증에서 가족기업은 비가족기업에 비해 모든 분석에서 자본조달순위이론의 순응도가 높게 나타났다. 이러한 결과는 가족기업에서 자본조달순위이론의 순응은 정보비대칭에 의한 역선택 비용 이외에 기업위험과 의결권 희석의 회피가 주요 요인이 될 수 있는 것으로 이해되었다. 둘째, 가족기업에서 지배가족의 소유가 증가하거나 지배특성이 강할수록 자본조달순위이론의 순응도가 높아진다는 것을 알 수 있었다. 지배가족이 기업을 소유·지배하는 가족기업은 대리인문제가 완화되어, Jensen(1986)이 제시한 부채의 통제효과의 필요성이 낮아지기 때문에 부채 증가 유인이 감소할 것을 예상한 추론과 상반된 결과였다. 이러한 결과는 가족기업의 특성이 증가할수록 지배가족은 의결권 희석을 염려하여 부족자금을 부채를 통해 조달하는 결과로 이해할 수 있었다.

Abstract This study analyzed the impact of family firms and their characteristics on how they use debts to analyze the decision-making process of Korean family firms. For analysis, we classified the characteristics of family firms into three categories, through the influence of the relationship between the lack of funds and net debt issuance, which was confirmed as the 'pecking order theory' of family firms. There was a total of 4,503 enterprises in the Korean Exchange (KRX). The period of analysis was 10 years, between 2004 and 2014. To summarize, Shyam-Sunder and Myers (1999) validated the pecking order theory by presenting a model of family businesses that showed greater applicable to higher pecking order theory than a model of non-family businesses. Moreover, the results also confirmed the application of the pecking order theory by the family stronger corporate governance and ownership structure. The ownership and governance characteristics of the ruling family has also shown the applicability of higher pecking order theory.

Keywords : Family Firms, Capital Structure, Corporate Governance, Ownership Structure, Panel Data Analysis, Endogenous Switching Regression Mode

이 논문은 2015년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임 (NRF-2015S1A5B5A07042227)

*Corresponding Author : Byounggon Kim(Changwon National University)

Tel: +82-10-4564-9732 email: bkgkim@changwon.ac.kr

Received November 7, 2016

Revised (1st December 8, 2016, 2nd December 14, 2016)

Accepted March 10, 2017

Published March 31, 2017

1. 서론

가족기업은 개발도상국가 뿐만 아니라 선진국에서도 쉽게 찾아 볼 수 있는 기업의 형태이다(La Porta et al., 1999; Anderson and Reeb, 2003a)[1,2]. 가족기업의 자본구조 연구를 살펴보면 Mishra and McConaughy(1999)는 기업을 창업한 가족들은 파산비용의 증가와 지배권 상실의 위험으로 인해 부채의 사용을 선호하지 않는다고 하였다[3]. Ellul(2008)은 가족지분이 증가하면 레버리지가 증가한다고 하였다[4]. 공재식·김충환(2013)은 한국 가족기업은 비가족기업에 비해 부채비율을 낮게 유지한다고 하였다[5]. 반혜정(2009)은 한국 가족기업과 레버리지 간에는 부(-)의 영향관계가 존재하고, 가족기업은 비가족기업에 비해 위험회피와 장기생존 및 가치극대화에 대한 유인이 높다고 하였다[6]. 이와 같이 가족기업의 소유·지배특성은 기업의 자본조달 의사결정에도 강한 인과 관계를 가질 수 있음을 제시하고 있다. 하지만 우리나라 가족기업과 관련된 자본구조 연구들은 대부분 가족기업이 부채를 많이 사용하는지 혹은 적게 사용하는지 여부를 분석하는데 초점이 맞춰져 있다. 가족기업의 자본조달 의사결정에 관한 연구는 상당히 부족한 상황이다. 따라서 본 연구에서는 자본조달순위이론(pecking order theory)관점에서 우리나라 가족기업의 자본조달 행태를 분석하고자 한다. 특히 가족기업을 특징짓는 여러 요소들 중에서 어떤 요소들이 자본조달순위이론과 강한 영향 관계를 가지는지 분석함으로써 가족기업의 소유·지배특성과 자본조달 행태의 영향관계를 구체적으로 확인하고자 한다.

2. 이론적 배경

Myers and Majluf(1984)의 자본조달순위이론은 경영자와 외부투자자 간의 정보비대칭(asymmetric information)이 자본비용을 발생시키고 기업은 자본조달 수단 중에서 자본비용이 상대적으로 적은 유보이익, 안전부채, 위험부채, 유상증자 등의 순서로 자금을 조달한다는 이론이다[7]. 최근 자본조달순위이론의 연구는 Shyam-Sunder and Myers(1999)가 처음 제시한 자금부족변수를 활용한 연구가 대부분이다[8]. 국내 연구에서 윤봉환(2005) 등은 자본조달순위이론을 지지하는 결과를 제시한 반면, 김지수·김진노(2008) 등은 자본조달순

위이론을 지지하지 않는 결과를 제시하고 있다[9,10]. 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[11]. 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[11]. 가족기업의 소유·지배 특성과 대리인문제의 영향관계를 살펴보면 Shliefer and Vishny(1986)는 대주주들이 경영활동을 모니터링하는 것이 대리인문제를 줄여줄 수 있다고 주장한다[12]. Grossman and Hart(1980)는 기업을 창업한 구성원으로서의 가족들이 장기간 대주주 지위를 유지하게 되면 소액주주들의 분산된 주주 구조에서 흔히 나타나는 경영자의 무임승차문제(free-rider problem)를 극복하고 대리인문제를 완화할 수 있다고 주장한다[13]. 즉 가족기업들은 대주주인 지배가족이 효과적으로 경영진을 감시·통제함으로써 경영진에 의해 발생할 수 있는 대리인비용을 감소시킨다는 것이다. 또한 창업가족이 감독 이사회 구성원으로 참여하거나 기업의 일상적 경영활동에 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 것이라는 것을 의미한다.

이러한 추론은 가족기업의 자본조달순위이론 적용에도 유효할 수 있다. Bharath, Pasquariello, and Wu(2009)와 김동욱·정민규·김병곤(2012)은 정보비대칭의 정도가 증

가 할수록 자본조달 순위이론의 순용도가 증가하는 결과를 제시하였다[14,15]. 즉 가족기업특성은 경영자와 투자자간의 이해를 일치시켜 정보비대칭에 의한 역선택비용(adverse selection cost)을 감소시키고 자본조달순위이론의 순용도를 낮출 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 세대 이상을 아우르는 장기간에 걸쳐 의무이행 약속을 기업에 대해 지게 되며, 단기 경영손실을 이겨내고 장기적인 미래를 위해 인내하는 자본(patient capital)을 제공한다(James 1999)[16]. 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)[17,18]. 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 부채사유를 선호하는 결과를 예상할 수 있다. 또한 가족기업의 자본조달 의사결정을 대리인문제와 더불어 정보비대칭 및 의결권방어의 두 관점에서 연구하기 위해서는 가족기업의 소유와 지배특성을 구별하여 분석할 필요가 있다.

3. 실증분석의 설계

3.1 표본기업의 선정 및 분석대상 기간

본 연구에서 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 기업 중에서 다음과 같은 기준에 의해 11년간의 총 4,503개 표본을 선정하였다. 표본기간은 2004년부터 2014년까지이며, 분석 당해 연도에 결산자료를 공표하여 회계자료를 입수할 수 있는 12월 결산법인으

로 표본기간동안 결산기를 변경하지 않은 비금융업종 기업이다. 본 연구에서는 시계열·횡단면자료를 통합한 불균형패널자료(unbalance panel data)를 형성하여 분석한다. 분석에 필요한 데이터는 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE와 각 기업의 사업보고서(<http://dart.fss.or.kr>), 공정거래위원회의 기업집단정보포털(<http://groupopni.ftc.go.kr>) 등을 이용하였다. 자료의 분석을 위한 통계패키지로는 STATA 13.0을 이용한다.

3.2 가설설정

Myers and Majluf(1984)와 Bharath, Pasquariello, and Wu(2009)는 주식 등의 증권발행과 관련된 역선택비용이 상대적으로 큰 기업은 자본조달순위이론이 잘 적용될 것이라고 주장하였다[7,14]. 즉 정보비대칭의 심각한 정도에 따라 기업은 부채에 의한 자본조달 의존이 증가하고, 자본조달순위이론을 따르는 순용도도 높아진다고 주장하였다. 하지만 가족기업의 소유지배특성이 자본조달순위이론과 강한 영향관계를 가진다면 정보비대칭에 의한 역선택비용 뿐만 아니라, 가족기업의 소유지배특성으로도 자본조달순위이론의 설명이 가능해진다. 이러한 결과가 나타난다면 Myers(2001)가 제시한 정보비대칭과 자본조달 의사결정 간의 영향관계는 가족기업의 자본구조 연구에서 재해석이 필요할 것이다[19]. 따라서 다음과 같은 [가설1]과 [가설2]를 설정하여 한국 가족기업 특성과 자본조달순위이론의 적용을 분석한다.

[가설1] 한국 가족기업은 지배구조가 양호할수록 자본조달순위이론의 순용도가 높을 것이다.

[가설2] 한국 가족기업은 지배주주의 지분율이 높을수록 자본조달순위이론의 순용도가 높을 것이다.

3.3 분석대상변수

3.3.1 순부채 발행비용

순부채 발행비용은 Shyam-Sunder and Myers(1999)의 모형에서 사용한 장기부채의 변화량에 총자산을 나누어 사용한다[8]. 장기부채의 변화량은 장기부채 증가액에서 장기부채의 감소액을 차감한 값으로 구한다. 여기서 장기부채는 장기차입금에 장기사채 발행금을 더한 값이다[8].

3.3.2 레버리지

이론적으로 엄격한 의미에서 자본구조는 장기 자본구조를 의미하므로 본 연구에서도 자본구조의 선행연구에서 사용된 것과 같이 총부채를 총자산으로 나눈 것을 레버리지의 대용변수로 사용한다.

3.3.3 자금부족

자금부족(*DEF*)은 Shyam-Sunder and Myers(1999)와 Frank and Goal(2003) 등의 연구에서와 같이 [배당지급액(*DIV*)+순투자액(*I*)+순운전자본의 증가(ΔW)+유동성장기부채(*R*)-세후영업현금흐름(*C*)]으로 측정한다. (1)식과 같이 자금부족(*DEF*)은 순부채발행액(ΔD)과 순자기자본발행액(ΔE)의 합과 같다[8,20].

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

3.3.4 가족기업

본 연구에서는 표본을 가족기업(Family)과 비가족기업(Non Family)으로 분류하고 각 모형을 비교 분석한다. 가족기업의 개념을 정의한 선행연구에 의하면 지배가족의 의결권(voting right)을 나타내는 지배가족의 소유지분율(family ownership), 지배가족의 경영참여(involverment 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[21-24].

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)으로 분류하여 분석한다[25]. 첫째, 단일 지배가족(founding family)이 해당기업의 의결권(voting right)을 50% 이상 보유하고 있는 경우이다. 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, 지

배가족 구성원이 기업경영에 참여하는 경우이다. 지배가족의 경영참여 여부는 지배가족의 구성원이 등기 임원이나 미등기 임원으로 되어 있는 경우에 가족기업으로 분류한다. 셋째, 지배주주인 총수가 있는 기업집단의 계열사인 경우이다. 우리나라 기업에 있어 총수가 있는 기업집단의 계열사는 전문경영인이 경영을 담당하더라도 실질적으로는 지배주주인 총수의 지배하에 의사결정이 이루어지는 것이 일반적이다. 따라서 지배가족의 영향 하에서 경영활동이 이루어지는 것으로 판단하여 가족기업으로 분류한다.

3.3.5 자본구조 통제변수

본 연구에서는 자본구조에 영향을 미치는 주요 요인을 통제된 상황에서 가족기업특성과 레버리지의 영향관계를 분석한다. 따라서 Rajan and Zingales(1995) 등의 연구에서 자본구조의 주요 영향요인으로 제시된 유형자산(*Tang*), 성장기회(*MB*), 기업규모(*Size*), 수익성(*Prof*)을 통제하고 더불어 내부지분율(*Oum*)과 글로벌금융위기 기간더미(*FRD*)를 추가하여 분석한다[25,26].

3.3.6 지배구조변수

기업의 지배구조를 결정하는 요인으로는 내부지분율(*Oum*), 사외이사비율(*Outdir*), 이사회규모(*BDsize*), 소유지배과리도(*OCD*)를 사용한다. 또한 양호한 지배구조 기업(strong corporate governance firm, SCG)과 취약한 지배구조기업(weak corporate governance firm, WCG)을 구분하는 지배구조특성더미변수(*GD*)를 사용한다. 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.

3.4 실증분석 방법 및 모형

본 연구는 한국 가족기업의 자본조달순위에론 검증을 위해 표본을 가족기업(Family)과 비가족기업(Non Family)으로 분류하고 자본조달순위에론의 순응 정도를 비교분석한다. 이를 위해 Shyam-Sunder and Myers(1999)와 Chirinko and Singha(2000)가 제안한 자금부족과 순부채 발행에 관한 모형을 응용한 [모형1]과 [모형2]를 설정하여 분석한다[8,27]. 이모형은 자금부족(*DEF*)변수를 설명변수로 하고, 순부채발행(ΔD)을 종속변수로 하는

모형으로 자금부족변수의 회귀계수 β_1 가 1에 가까우면 자본조달순위이론이 강하게 지지되는 것으로 해석된다. 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 자금부족변수의 회귀계수 β 는 1에 근접할 수밖에 없다는 개념이다.

[모형1] $\Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \epsilon_{it}$

[모형2] $\Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \beta_2 \Delta Tang_{it} + \beta_3 \Delta MB_{it} + \beta_4 \Delta Size_{it} + \beta_5 \Delta Prof_{it} + \beta_6 Own_{it} + \beta_7 Lev_{it-1} + FRD_{it} + \epsilon_{it}$

단

ΔD_{it} : 순부채발행(=장기부채발행-장기부채 감소)/총자산

DEF_{it} : 자금부족(=(배당지급액+순투자액+순운전자본의 증가 +유동성장기부채-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(=ln매출액)

$Prof_{it}$: i 기업의 τ 기 수익성(=영업이익/총자산)

Own_{it} : i 기업의 τ 기 내부지분율

Lev_{it-1} : i 기업의 τ 기 레버리지비율

FRD_{it} : 글로벌 금융위기 기간더미(2008, 2009년 더미변수 1부어)

η_i : i 기업의 특성효과

λ_τ : τ 기의 시간특성효과

ϵ_{it} : 나머지 오차

Δ : 각 변수에 직전년도 값을 차감한 변화량을 나타냄

먼저 가족기업의 지배구조 측면을 나타내는 [가설1]의 검증을 위해서는 전체 표본기업을 양호한 지배구조(SCG)와 취약한 지배구조(WCG)의 기업으로 나누고 내생적 전환회귀모형을 이용하여 [모형1]과 [모형2]를 통해 비가족기업과 비교하여 분석한다. 내생적 전환회귀모형은 양호한 지배구조(SCG) 기업과 취약한 지배구조(WCG) 기업의 선택이 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.

다음으로 가족기업의 소유구조 측면을 나타내는 [가

설2]의 검증을 위해서는 가족기업의 표본을 내부지분율(Own)의 정도에 따라 다섯 단계의 분위로 나누고 [모형1]과 [모형2]를 이용하여 분석한다. 가족기업의 소유가 증가함에 따라 자본조달순위이론의 순응도가 증가한다면 정보비대칭 이외에도 가족기업의 소유특성이 자본조달순위이론의 적용에 영향을 미친다고 해석할 수 있다. 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 때 뚜렷한 차이가 없었다. 내부지분율이 10%이내인 가족기업 표본이 9개로 너무 작았고, 내부지분율의 분포가 45%전후에 많이 분포되어 있어 15%단위로 분위기를 설정하여 분석하였다.

4. 실증분석결과

4.1 표본기업 기술통계량

Table 1은 가족기업과 비가족기업의 각 변수별 기술통계량을 나타낸 것이다. 평균차이검정에서 순부채발행(ΔD), 수익성 변화량($\Delta Prof$), 내부지분율(Own), 직전연도 레버리지비율(Lev_{t-1})은 가족기업과 비가족기업 표본에서 통계적으로 의미 있게 차이가 있는 것으로 나타났다.

Table 1. Descriptive statistics

Variable	Group	Mean	Standard Deviation	Min	Max	t - value
ΔD	Family	0.0043	0.0646	-0.4864	0.3881	-2.3687**
	Non Family	-0.0022	0.0777	-0.5483	0.3879	
DEF	Family	0.0438	0.1027	-0.5768	0.7960	-0.0775
	Non Family	0.0435	0.1220	-0.4494	0.8184	
$\Delta Tang$	Family	0.0146	0.0785	-1.1182	0.5566	-1.3509
	Non Family	0.0103	0.0786	-0.8592	0.5160	
ΔMB	Family	0.0293	0.3183	-3.5360	3.1595	0.8423
	Non Family	0.0403	0.3278	-2.0101	3.8468	
$\Delta Size$	Family	0.0128	0.1111	-1.3135	0.8484	-1.3692
	Non Family	0.0067	0.1078	-0.9826	0.6661	
$\Delta Prof$	Family	0.0015	0.0657	-0.4230	1.3364	2.5460**
	Non Family	0.0093	0.1152	-0.6281	1.4799	
Own	Family	0.4265	0.1542	0.0000	0.9270	-5.2526***
	Non Family	0.3926	0.1810	0.0227	0.9155	
Lev_{t-1}	Family	0.4574	0.1782	0.0202	1.1816	4.2481***
	Non Family	0.4885	0.1916	0.0431	1.4948	

Note: Family and Non-Family Group Samples are 3,779 and 724 observations, respectively. **, *** denote 5%, and 1% significance level, respectively. () denotes t-value.

4.2 실증분석 결과

4.2.1 가족기업의 지배구조에 따른 자본조달순위에 따른 순응여부 검증결과

Table 2는 표본을 양호한 지배구조집단(SCG)과 취약한 지배구조집단(WCG)으로 나누고 [모형1]과 [모형2]를 내생적전환회기모형(Endogenous Switching Regression Model)을 이용해 자본조달순위에 따른 순응여부를 분석한 결과이다. [모형1]의 분석결과를 보면, 양호한 지배구조집단(SCG)에서 가족기업과 비가족기업의 자금부족(DEF)변수의 회귀계수가 각각 0.3200(t=8.03)과 0.3417(t=2.73)로 순부채발행(ΔD)에 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 취약한 지배구조집단(WCG)에서도 가족기업과 비가족기업의 자금부족(DEF)변수의 회귀계수는 각각 0.2427(t=24.54)과 0.1850(t=7.78)로 순부채발행(ΔD)에 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 양호한 지배구조집단에서 회귀계수가 더

크게 나타났다.

자본구조의 주요 영향요인을 통제한 [모형2]의 분석결과를 보면, 양호한 지배구조집단(SCG)에서 가족기업과 비가족기업의 자금부족(DEF)변수의 회귀계수는 각각 0.3367(t=8.67)과 0.2171(t=1.85)으로 순부채발행(ΔD)에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 취약한 지배구조집단(WCG)에서도 가족기업과 비가족기업의 자금부족(DEF)변수의 회귀계수는 각각 0.2549(t=25.76)와 0.1877(t=8.40)로 순부채발행(ΔD)에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. [모형2]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 분석결과는 가족기업이 비가족기업에 비해 자

Table 2. Pecking order tests of Corporate Governance Effect: Endogenous Switching Regression Model

threshold equation	Own	Outdir	BDsize	OCD	Constant
[모형1] Family	-1.8170*** (-7.68)	1.1374*** (6.25)	1.2028*** (9.99)	-0.1648 (-1.30)	-3.3460*** (-11.24)
[모형1] Non Family	-0.6193 (-1.08)	3.1484*** (6.14)	1.9541*** (7.50)	0.3397 (0.70)	-6.6902*** (-8.09)
[모형2] Family	-1.9518*** (-7.80)	1.2740*** (6.65)	1.2608*** (10.17)	-0.2368 (-1.71)	-3.6761*** (-11.49)
[모형2] Non Family	-1.1828 (-1.64)	3.5968*** (5.88)	2.7462*** (6.75)	-0.4086 (-0.66)	-9.2736*** (-7.59)

response function	SCG regime				WCG regime			
	[모형1]		[모형2]		[모형1]		[모형2]	
	Family	Non Family	Family	Non Family	Family	Non Family	Family	Non Family
DEF	0.3200*** (8.03)	0.3417*** (2.73)	0.3367*** (8.67)	0.2171* (1.85)	0.2427*** (24.54)	0.1850*** (7.78)	0.2549*** (25.76)	0.1877*** (8.40)
ΔTang	-	-	0.2494*** (6.51)	0.4018* (1.70)	-	-	0.1612*** (12.65)	0.1383*** (3.94)
ΔMB	-	-	-0.0085 (-1.02)	0.0078 (0.34)	-	-	0.0015 (0.48)	-0.0025 (-0.30)
ΔSize	-	-	-0.0349 (-0.84)	0.1335 (0.64)	-	-	0.0074 (0.85)	-0.0393 (-1.56)
ΔProf	-	-	0.0006 (0.01)	-0.5273 (-1.87)	-	-	-0.0109 (-0.72)	-0.0277 (-1.15)
Own	-	-	-0.0149 (-0.60)	0.0392 (0.95)	-	-	0.0022 (0.32)	0.0296 (1.87)
Lev _{t-1}	-	-	-0.0514** (-2.33)	-0.0131 (-0.34)	-	-	-0.0538*** (-9.35)	-0.0802*** (-5.19)
FRD	-	-	Include	Include	-	-	Include	Include
Constant	0.0089 (0.56)	-0.0042 (-0.25)	0.0249 (1.33)	-0.0243 (-0.97)	-0.0025** (-1.99)	-0.0062** (-1.98)	0.0159*** (3.48)	0.0155 (1.47)

Note: This table reports estimates for the Corporate Governance Effect in Model [모형1], [모형2]. SCG group and WCG group samples are 331 and 4,171 observations, respectively. **, *** denote 5%, and 1% significance level, respectively. () denotes t-value.

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

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

단 Z = [1, Own, Outdir, BDsize, OCD] X = [1, DEF, ΔTang, ΔMB, ΔSize, ΔProf, Own, Lev_{t-1}]

본조달순위이론의 순응도가 높고, 지배구조가 양호할수록 더욱더 자본조달순위이론이 잘 적용되는 것으로 이해할 수 있다.

4.2.2 가족기업의 소유구조에 따른 자본조달순위 이론 순응여부 검증결과

Table 3은 가족기업의 소유구조에 따른 자본조달순위 이론의 순응도를 확인하기 위해 가족기업 표본을 내부지분율(*O_{wn}*)의 정도에 따라 다섯 단계로 분위를 나누고 [모형1]과 [모형2]를 이용하여 분석한 결과이다.

먼저 [모형1]을 이용한 가족기업의 분위별 분석결과를 보면, 내부지분율(*O_{wn}*)의 정도가 낮은 1분위에서는 순부채발행(ΔD)변수의 회귀계수가 비유의적인 0.0852 ($t=1.56$)이고, 2분위에서는 0.2188($t=11.09$), 3분위에서는 0.2708($t=16.51$), 4분위에서는 0.2542($t=14.74$), 5분위에서는 0.2628($t=9.36$)로 1%유의수준에서 유의한 정(+)의 영향관계가 나타났다. 내부지분율(*O_{wn}*)이 증가함에 따라 자금부족(*DEF*)에 대한 순부채발행(ΔD)의 민감도가 대체로 증가하는 결과를 보이고 있다.

[모형2]를 이용한 가족기업의 분위별 분석결과를 보면, 내부지분율(*O_{wn}*)의 정도가 낮은 1분위에서는 순부

채발행(ΔD)변수의 회귀계수가 5%유의수준에서 유의한 0.1158($t=2.13$)이고, 2분위에서는 0.2325($t=11.23$), 3분위에서는 0.2683($t=16.21$), 4분위에서는 0.2747($t=15.69$), 5분위에서는 0.2935($t=10.09$)로 1%유의수준에서 유의한 정(+)의 영향관계가 나타났다. 내부지분율(*O_{wn}*)이 증가함에 따라 자금부족(*DEF*)에 대한 순부채발행(ΔD)의 민감도가 단조 증가하는 결과이다.

이러한 분석결과는 지배가족의 소유지분율이 높을수록 가족기업은 지분율 희석을 회피하기 위해 부족자금을 부채를 통해 조달하려는 특성이 강해진다는 것을 알 수 있는 결과이다.

5. 결론

본 연구는 한국 가족기업의 자본조달 의사결정을 분석하기 위해 가족기업 특성이 자본조달순위이론의 순응여부에 미치는 영향을 분석하였다. 이러한 분석을 위해 표본을 가족기업(Family)과 비가족기업(Non Family)으로 분류하고, 자금부족과 순부채발행의 영향관계를 통해 가족기업의 자본조달순위이론 순응여부를 확인하였다.

Table 3. Pecking order tests of Ownership Structure Effect

	내부지분율 (<i>O_{wn}</i>)	<i>DEF</i>	$\Delta Tang$	ΔMB	$\Delta Size$	$\Delta Prof$	<i>O_{wn}</i>	<i>Lev_{t-1}</i>	<i>Constant</i>	<i>FRD</i>	<i>R²</i>	<i>F-value</i>	<i>VIF</i>
[모형1]	Low	0.0852 (1.56)	-	-	-	-	-	-	-0.076 (-0.93)	-	0.0246	2.45	1.00
	2	0.2188*** (11.09)	-	-	-	-	-	-	-0.0055** (-2.22)	-	0.1530	123.06***	1.00
	3	0.2708*** (16.51)	-	-	-	-	-	-	-0.0083*** (-4.74)	-	0.1711	272.60***	1.00
	4	0.2542*** (14.74)	-	-	-	-	-	-	-0.0056*** (-3.09)	-	0.1585	271.41***	1.00
	High	0.2628*** (9.36)	-	-	-	-	-	-	-0.0045 (-1.53)	-	0.1452	87.67***	1.00
[모형2]	Low	0.1158** (2.13)	0.2271** (2.21)	-0.0565** (-2.18)	-0.0418 (-0.74)	-0.0436 (-0.61)	0.2945 (1.00)	-0.0575 (-1.37)	-0.0050 (-0.14)	Include	0.2079	2.95**	1.16
	2	0.2325*** (11.23)	0.1782*** (5.23)	-0.0002 (-0.03)	0.0074 (0.32)	-0.0274 (-0.75)	0.0666 (1.30)	-0.0355*** (-2.74)	-0.0075 (-0.55)	Include	0.2014	21.24***	1.08
	3	0.2683*** (16.21)	0.1975*** (9.69)	0.0065 (1.53)	0.0081 (0.59)	-0.0292 (-1.20)	0.0039 (0.11)	-0.0555*** (-6.09)	0.0148 (1.09)	Include	0.2547	56.13***	1.05
	4	0.2747*** (15.69)	0.1262*** (6.24)	-0.0046 (-0.82)	0.0191 (1.23)	0.0359 (1.49)	-0.0473 (-1.20)	-0.0619*** (-6.36)	0.0434** (2.07)	Include	0.2173	39.79***	1.06
	High	0.2935*** (10.09)	0.1741*** (5.49)	-0.0016 (-0.17)	-0.0106 (-0.49)	0.0077 (0.14)	0.0221 (0.51)	-0.0679*** (-4.08)	0.0069 (0.23)	Include	0.2210	18.05***	1.08

Note: This table reports estimates for the coefficient β in Model [모형1], [모형2] across 5 level of firms sorted by either Ownership Structure(*O_{wn}*). **, *** denote 5%, and 1% significance level, respectively. () denotes p-value.

분석기간은 2004년부터 2014년까지 총 11개년이고, 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업 총 4,503개를 사용하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, Shyam-Sunder and Myers(1999)가 제시한 모형을 이용한 자본조달순위이론의 검증에서 가족기업은 비가족기업에 비해 대부분의 분석에서 자본조달순위이론의 순응도가 높게 나타났다[8]. 이러한 결과는 가족기업에서 자본조달순위이론의 순응은 정보비대칭에 의한 역선택 비용 이외에 기업위험과 의결권 희석의 회피가 주요 요인이 될 수 있는 것으로 이해되었다. 다만 지배구조가 양호한 한국 가족기업의 경우 부족한 자금의 33.67%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[8]. 둘째, 가족기업에서 지배가족의 소유가 증가하거나 지배특성이 강할수록 자본조달순위이론의 순응도가 높아진다는 것을 알 수 있었다. 지배가족이 기업을 소유·지배하는 가족기업은 대리인문제가 완화되어, Jensen(1986)이 제시한 부채의 통제효과의 필요성이 낮아지기 때문에 부채 증가 유인이 감소할 것을 예상한 추론과 상반된 결과였다[11]. 이러한 결과는 가족기업의 특성이 증가할수록 지배가족은 의결권 희석을 염려하여 부족자금을 부채를 통해 조달하는 결과로 이해할 수 있었다.

결과를 종합해 보면 한국 가족기업의 지배구조나 소유구조의 특성이 자본조달 의사결정의 주요 요인이 될 수 있는 것을 알 수 있었다. 즉 한국 가족기업에서 자본조달순위이론의 적용은 정보비대칭에 의한 역선택 비용 이외에도 가족기업의 지배구조나 소유구조의 특성이 그 원인이 될 수 있는 것으로 이해되었다. 본 연구는 한국 가족기업의 자본조달 의사결정을 일반화 하는 과정에서 업종별 특성은 고려하지 못한 한계가 있다.

References

- [1] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 54(2), 471-517, 1999.
- [2] Anderson, R. C., D. M. Reeb, "Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500," *Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328, 2003a.
- [3] Mishra, C. S., D. L. McConaughy, "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt," *Entrepreneurship Theory Practice*, 23(4), 53-64, 1999.
- [4] Ellul, A., "Control Motivations and Capital Structure Decisions," Working Paper, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1094997>, 2008.
- [5] Jaisik, Gong, and Choong-Hwan Kim. "The Determinants of Family Firm's Debt Structure." *Journal of the Korea Academia-Industrial Cooperation Society*, 14(1), 101-108, 2013. DOI: <http://doi.org/10.5762/KAIS.2013.14.1.101>
- [6] Hye-Jung Ban, "Ownership Structures, Internationalization Strategies and Debt Financing - Focused on Family Controlled Companies," *Korea Trade Review*, 34(3), 195-219, 2009.
- [7] Myers, S., N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221, 1984.
- [8] Shyam-Sunder, L., S. Myers, "Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244, 1999.
- [9] Bong Han Yoon. "A Long-run Analysis of the Determinants of Capital Structure." *Korean Management Review*, 34(4), 973-1000, 2005.
- [10] Chi-Soo Kim, Jin-No Kim, "Study on the Capital Structure Choice: Market Timing Hypothesis and Influence of Macro Economic Variables," *The Korean Journal of Financial Management*, 25(2), 33-68, 2008.
- [11] Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76(2), 323-329, 1986.
- [12] Shleifer, A., R. W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488, 1986.
- [13] Grossman, S., O. Hart, "Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation" *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64, 1980.
- [14] Bharath, S. T., P. Pasquariello, G. Wu, "Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions?," *Review of Financial Studies*, 22, 3211-3243, 2009.
- [15] Dong-Wook Kim, Min-Geu Jung, Byoung-Gon Kim, "Does Asymmetric Information Affect on Capital Structure Decision?," *Korean Journal of Business Administration*, 25(2), 767-787, 2012.
- [16] James, H., "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm," *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41-55, 1999.
- [17] Casson, M., "The Economics of the Family Firm," *Scandinavian Economic History Review*, 47(1), 10-23, 1999.
- [18] Chami, R., "What is Different about Family Business," *International Monetary Fund Working Paper*, 2001.
- [19] Myers, S., "Capital Structure," *Journal of Economic Perspectives*, 15, 81-102, 2001.

- [20] Frank, M., V. Goyal, "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248, 2003.
- [21] Litz, R. A., "The Family Business: Toward Definitional Clarity," *Family Business Review*, 8, 71-81, 1995.
- [22] Chua, J. H., J. J. Chrisman, P. Sharma, "Defining the Family Business by Behavior," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19-39, 1999.
- [23] Gomez-Mejia, L., M. Larrazza-Kintana, M. Makri, "The Determinants of Executive Compensation in Family-controlled Public Corporations," *Academy of Management Journal*, 46(2), 226-241, 2003.
- [24] Chrisman, J. J., J. H. Chua, P. Sharma, "Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29, 555-575, 2005.
- [25] Dong-Wook Kim, Young Hwan Jeon, Byoung-Gon Kim, "The Effect of Corporate Governance and Investment Opportunity on Dividend Policy: Evidence from Korean Family Firms" *The Korean Journal of Financial Management*, 31.2, 107-140, 2014.
- [26] Rajan, R., L. Zingales, "What Do We Know About Capital Structure: Some Evidence from International Data," *Journal of Finance*, 50, 1421-1460, 1995.
- [27] Chirinko, R., A. Singha, "Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment," *Journal of Financial Economics*, 58, 417-425, 2000.

김 동 욱(Dong-Wook Kim)

[정회원]



- 2004년 2월 : 부산대학교 경영학과 (경영학석사)
- 2007년 8월 : 창원대학교 경영학과 재무론 (경영학박사)
- 2004년 4월 ~ 2008년 5월 : 부산발전연구원 전문위원
- 2008년 6월 ~ 현재 : 부산경제진흥원 경제동향분석센터 연구위원

<관심분야>
재무관리, 기업가치

김 병 곤(Byoung-Gon Kim)

[정회원]



- 1989년 2월 : 부산대학교 대학원 경영학과 (경영학석사)
- 1999년 8월 : 부산대학교 대학원 경영학과 (경영학박사)
- 1989년 6월 ~ 1996년 2월 : LG경제연구원 책임연구원
- 2004년 9월 ~ 현재 : 창원대학교 경영학과 교수

<관심분야>
재무관리, 기업가치

정 민 규(Min-Geu Jung)

[정회원]



- 2008년 2월 : 경남과학기술대학교 창업대학원 창업학과 (창업학석사)
- 2012년 2월 : 창원대학교 경영학과 재무론 (경영학박사)
- 1996년 6월 ~ 2012년 6월 : 베스트전자 대표
- 2012년 3월 ~ 현재 : 경남과학기술대학교 벤처경영학과 시간강사

<관심분야>
재무관리, 기업가치, 창업