

가족기업의 부채조달에 관한 실증연구 : 자본조달순위이론을 중심으로

정민규¹, 김동욱², 김병곤^{3*}

¹경남과학기술대학교 벤처경영학과, ²부산경제진흥원 경제동향분석센터, ³창원대학교 경영학과

An Empirical Study on Debt Financing of Family Firms : Focused on Packing Order Theory

Mingeu 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 기업특성과 부채조달의 영향관계를 분석하기 위해 가족기업의 부채사용 정도와 자본조달 순위이론의 순응여부를 실증분석 하였다. 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 패널자료회귀분석법을 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 제시한 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. 즉 자금조달이 필요할 때에는 주식발행보다 부채를 선호하는 결과이다. 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 비해 상대적으로 낮게 나타났다. 이러한 결과는 한국 가족기업이 자본조달순위이론을 따른다고 강하게 주장하는 데는 다소 한계가 있음을 의미하는 것으로 이해되었다.

Abstract The purpose of this study is to analyze the relationship between the characteristics of Korean family firms and the impact of debt financing. The analysis period was 10 years from 2004 to 2013, and the sample consisted of 4,008 non-financial firms listed on the Korea Exchange. For the analysis, the unbalanced panel data with time-series, cross-section data were formed and analyzed using panel data regression analysis. The results are as follows. First, Korean family firms use relatively less debt than non-family firms. It can be understood that family firms in which the dominant family owns and dominates the corporation are less likely to increase their debt because the agent problem is alleviated and the need for the control effect of Jensen (1986) is lowered. Second, in the verification of the packing order theory using the model proposed by Shyam-Sunder and Myers (1999), family firms have higher compliance with the packing order theory than non-family firms do. When financing is needed, debt is preferred over equity issuance. However, for Korean family firms, 24.38% of the deficit funds are financed through the issuance of net debt, which is relatively low compared to the 75% shown in the analysis of Shyam-Sunder and Myers (1999). These results reveal the limit to the strong claim that the Korean family firms follow the packing order theory.

Keywords : Family Firms, Capital Structure, Corporate Governance, Agency Problem, Panel Data Analysis

이 논문은 2017년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임 (NRF-2017S1A5B5A07062882)

*Corresponding Author : Byounggon Kim(Changwon National Univ.)

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

Received Decemebr 11, 2017

Revised (1st January 15, 2018, 2nd February 5, 2018)

Accepted March 9, 2018

Published March 31, 2018

1. 서론

가족기업은 창업과 경영과정에서 자연스럽게 나타나는 기업의 형태이다. 가족기업은 소유, 지배가족이 존재하고, 이러한 가족이 기업의 경영활동을 통제하면서 기업의 중요한 의사결정이나 전략적 방향을 결정하는 특성을 가지고 있다. 저개발국가나 개발도상국가 뿐만 아니라 선진국에서도 쉽게 찾아 볼 수 있는 기업의 형태이다 (La Porta et al., 1999; Anderson and Reeb, 2003a). 우리나라에서도 재벌기업을 포함한 많은 기업들이 가족기업 형태를 취하고 있다[1.2].

가족기업의 자본구조 연구를 살펴보면 Ellul(2008)은 가족지분이 증가하면 레버리지가 증가한다고 하였다. 공재식·김충환(2013)은 한국 가족기업은 비가족기업에 비해 부채비율을 낮게 유지하는 결과를 제시하고 있다[3]. 이와 같이 가족기업은 여러 연구에서 비가족기업과 대비되는 가족기업의 특징을 나타내는 실증결과들을 제시하고 있다. 즉 가족기업은 결정짓는 특성은 자본조달 의사결정과정도 강한 인과관계를 가질 수 있음을 의미한다. 하지만 가족기업의 자본구조 연구들은 대부분 가족기업의 부채사용 정도에 대한 상반된 결과를 나타내고 있다. 특히 가족기업을 정의하는 특성과 부채사용의 정도를 분석한 연구는 매우 부족한 상황이다.

따라서 본 연구에서는 가족기업을 정의하는 세 가지 특성과 부채사용의 영향관계를 체계적으로 분석하고자 한다. 나아가 가족기업과 비가족기업의 부채조달의사결정을 자본조달 순위이론(pecking order theory)을 통해 검증함으로써 가족기업의 부채사용 정도와 관계없이 자본조달 의사결정에 있어서 부채의 선호도를 확인하고자 한다.

2. 이론적 배경

가족기업의 부채조달은 가족기업특성에 의한 대리인 문제의 관점에서 설명할 수 있다. Jensen(1986)은 잉여 현금흐름가설(free-cash-flow hypothesis)을 통해 경영자와 주주 사이에 발생하는 대리인문제를 설명하였다[4]. 잉여현금흐름은 현재의 배당 증가와 미래의 원리금 상환에 사용하도록 강제된다. 이는 경영자의 권한을 감소시키고 자본시장에서의 감시를 강화하게 함으로써 대리인

비용의 감소로 이어진다고 주장하였다. 이러한 이론은 대체로 가족기업이 가진 소유-지배 특성이 대리인문제를 감소시키고, 대리인문제의 감소는 규율효과를 갖는 부채의 역할(disciplinary roles)을 축소시킨다는 것이다. 따라서 가족기업은 비가족기업에 비해 상대적으로 적은 부채를 사용할 것으로 예상할 수 있다.

이러한 추론은 가족기업의 자본조달순위이론을 통한 부채조달의 선호를 확인하는데 에도 유효할 수 있다. 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 [5]. Bharath, Pasquariello, and Wu(2009)와 김동욱·정민규·김병곤(2012)은 정보비대칭의 정도가 심각 할수록 자본조달순위이론이 잘 적용되는 결과를 제시하였다 [6,7]. 가족기업특성은 경영자와 투자자간의 이해를 일치시켜 대리인문제를 완화시키고, 정보비대칭에 의한 역선택비용(adverse selection cost)을 상당히 줄일 것이다. 따라서 자본조달 비용의 차이가 줄어들고 부채조달 선호를 확인하는 자본조달순위이론의 순응도도 낮을 수 있음을 예상할 수 있다.

한편 가족기업의 특성이 대리인비용을 낮춰준다는 근거 외에도, 가족기업의 자본구조에 영향을 미칠 수 있는 여러 요인이 상존한다. 예를 들어 창업가족은 경영손실을 이겨내고 미래를 위해 인내하는 자본(patient capital)을 제공한다(James 1999)[8]. 또한 창업가족은 기업을 가족의 미래 세대들에게 물려줄 자산으로 바라본다 (Casson, 1999; Chami, 2001)[9,10]. 따라서 가족기업은 의결권의 희석을 피하기 위해서 자기자본에 의한 자금조달보다 부채를 선호할 수 있다.

본 연구의 이론적 배경은 가족기업의 부채조달과 자본조달순위이론의 적용에 있어서 두 가지 결과를 예상할 수 있다. 가족기업의 부채조달을 대리인문제의 관점에서 보면 낮은 부채비율을 나타낼 것을 예상할 수 있다. 하지만 창업 가족들의 관점에서 보면 의결권의 희석을 막기 위해 자금부족분의 조달 수단으로 주식발행보다 부채사용을 선호할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 먼저 가족기업과 비가족기업의 부채사용 정도를 확인하고 다음으로 가족기업과 비가족기업의 부채선호 정도를 확인하고자 한다. 이러한 가족기업의 부채사용 정도와 선호를 심도

있게 분석하기 위해서 본 연구에서는 가족기업을 정의하는 요인을 세 가지로 구분하고 그 특성과 부채조달의 영향관계를 체계적으로 분석하고자 한다.

3. 실증분석의 설계

3.1 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 결산을 변경하지 않은 비금융업종 기업이다. 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 각 기업의 사업보고서를 이용하였다. 자료의 분석을 위한 통계패키지로는 STATA 13.0을 이용한다.

3.2 가설설정

본 연구는 한국 가족기업의 부채조달 특성을 분석하는데 목적이 있다. 이를 위해 본 연구에서는 먼저 가족기업의 부채 사용정도를 확인하고자 한다.

Jensen(1986)의 주장과 같이 가족기업특성은 대리인 문제를 완화시키고 규율효과를 갖는 부채의 사용을 축소시킬 것이다. 이를 검증하기 위해 [가설1]를 설정하여 분석한다[4].

[가설1] 가족기업은 비가족기업에 비해 부채 사용을 작게 한다.

Myers(2001)는 자본조달순위이론을 기업의 정보비대칭과 자본조달 의사결정 간의 상호관련성을 규명하는 자본구조의 조건적 이론(conditional theory)이라고 하였다[11]. 하지만 가족기업의 관점에서 보면 자본조달순위이

론의 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 [가설2]를 설정하여 분석한다.

[가설2] 가족기업은 비가족기업에 비해 자본조달순위이론의 순응도가 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[12]. 장기부채의 변화량은 장기부채 증가액에서 장기부채의 감소액을 차감한 값으로 구한다. 여기서 장기부채는 장기차입금에 장기사채 발행금을 더한 값이다.

3.3.2 레버리지

이론적으로 엄격한 의미에서 자본구조는 장기 자본구조를 의미하므로 본 연구에서도 자본구조의 선행연구와 같이 총부채를 총자산으로 나눈 것을 레버리지로 사용한다.

3.3.3 자금부족

자금부족(DEF_{it})은 Shyam-Sunder and Myers(1999)와 Frank and Goal(2003) 등의 연구에서와 같이 [배당지급액(DIV)+순투자액(I)+순운전자본의 증가(ΔW)+유동성 장기부채(R)-세후영업현금흐름(C)]으로 측정한다. (1)식과 같이 자금부족(DEF)은 순부채발행액(ΔD)과 순자기자본발행액(ΔE)의 합과 같다[12,13].

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

자금부족변수의 세부 항목으로 배당지급액(DIV_{it})은 당해 연도 현금배당 지급액으로 산정한다. 순투자액(I)은 현금흐름표에서 투자활동으로 인한 현금유출에서 투자활동에 의한 현금유입을 차감하여 측정한다. 순운전자본 증가액(ΔW)은 유동자산에서 유동부채를 차감하여 계산한 당해 연도 순운전자본에서 전년도 순운전자본을 차감하여 계산한다. 유동성 장기부채(R)는 장기부채 중

에서 당해 연도에 만기가 도래하여 상환하여야 하는 부채로서 유동부채 계정의 하위 항목을 사용한다. 세후영업현금흐름(C)은 당기순이익에 감가상각비를 더하여 측정한다. 연구모형에서 자금부족변수(DEF)의 측정값은 총자산에 대한 비율을 사용한다.

3.3.4 가족기업

본 연구에서 설명변수는 가족기업더미변수($FAMILY$)와 가족기업특성 더미변수($FAMILY_1$, $FAMILY_2$, $FAMILY_3$)를 사용한다. 가족기업의 연구에 있어서 가족기업의 분류기준(classification of family firms) 설정은 매우 중요하다. 가족기업의 개념을 정의한 선행연구에 의하면 지배가족의 의결권(voting right)을 나타내는 지배가족의 소유지분율(family ownership), 지배가족의 경영참여(involved in management) 여부, 가족의 기업승계(family succession), 가족기업이라는 자기지각(self-perception) 등이 제시되고 있다(Chrisman, Chua, and Sharma, 2005)[14]. 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.

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. 첫째, 단일 지배가족(founding family)이 해당 기업의 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[15]. 본 연구에서 지배가족의 의결권은 최대주주본인과 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 영

향 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($PROF$), 내부지분율(OWN) 등을 통제하여 분석한다 [16].

3.4 실증분석 방법 및 모형

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 [Model-1]을 설정하고 레버리지(LEV)와 가족기업($FAMILY$)변수 간의 영향관계를 분석한다. 또한 가족기업을 분류하는데 사용한 세 가지 특성($FAMILY_1$, $FAMILY_2$, $FAMILY_3$)을 각각 레버리지(LEV)와 대응하여 분석함으로써 가족기업의 특성 중 어떠한 특성이 가족기업의 자본구조 의사결정에 영향을 미치는지 분석한다. [Model-2]는 가족기업 특성과 레버리지 변화량(ΔLEV)의 영향관계를 분석함으로써 가족기업 특성이 분석기간 동안 레버리지를 증가시키거나 감소시키는 요인으로 작용하는가를 확인한다.

[Model-1]

$$LEV_{it} = \alpha + \beta_1 FAMILY_{it} + \beta_2 DEF_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 OWN_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

[Model-2]

$$\Delta LEV_{it} = \alpha + \beta_1 FAMILY_{it} + \beta_2 DEF_{it} + \beta_3 \Delta TANG_{it} + \beta_4 \Delta MB_{it} + \beta_5 \Delta SIZE_{it} + \beta_6 \Delta PROF_{it} + \beta_7 \Delta OWN_{it} + LEV_{it-1} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

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

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

$FAMILY_1_{it}$: i 기업의 t 기 지배가족 소유지분율더미 (지배가족의 소유지분율이 50% 이상일 경우=1)

$FAMILY_2_{it}$: i 기업의 τ 기 지배가족 경영참여더미
(지배가족 구성원이 기업경영에 참여하는 경우=1)
 $FAMILY_3_{it}$: i 기업의 τ 기 대규모기업집단 계열사더미
(총수가 있는 대규모 기업집단의 계열사인 경우=1)
 DEF_{it} : 자금부족(=(배당지급액+순투자액+순운전자본의증가
+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 $\tau-1$ 기 레버리지비율
 η_i : i 기업특성효과 λ_τ : τ 기의 시간특성효과
 ϵ_{it} : 나머지 오차 Δ : 각 변수의 변화량을 나타냄

가족기업의 자본조달순위이론 검증을 위해서는 표본을 가족기업($FAMILY$)과 비가족기업의 세 가지 특성으로($FAMILY_1$, $FAMILY_2$, $FAMILY_3$)으로 분류하고, 비가족기업과 자본조달순위이론의 순응 정도를 비교분석한다. 이를 위해 Shyam-Sunder and Myers(1999)가 제안하고, Chirinko and Singha(2000)가 확장한 [Model-3]과 [Model-4]를 설정하여 분석한다[12.17]. 이 모형은 자금부족(DEF)변수를 설명변수로 하고, 순부채발행(ΔD)을 종속변수로 하는 모형으로 자금부족변수의 회귀계수 β 가 1에 가까우면 자본조달순위이론이 강하게 지지되는 것으로 해석된다. 즉 기업의 필요자금을 순부채로 충당할 경우 [Model-3], [Model-4]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 주장이다. 본 연구에서도 가족기업의 자본조달순위이론의 적용을 확인하기 위해 [Model-3], [Model-4]를 설정하고 [가설2]를 검정한다.

[Model-3] $\Delta D_{it} = \alpha + \beta_1 DEF_{it} + \epsilon_{it}$

[Model-4]

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

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

가족기업의 특성에 따라 자본조달순위이론의 순응도가 차이를 보인다면 Myers and Majluf(1984), Bharath, Pasquariello, and Wu(2009) 등이 주장한 정보비대칭에 의한 자본조달순위이론의 순응도 이외에도 가족기업만이 갖는 자본조달 특성을 추론할 수 있을 것이다[5.6].

4. 실증분석 결과

4.1 표본기업 기술통계량

Table 1.은 가족기업과 비가족기업의 각 변수별 기술통계량을 나타낸다. 평균차이검정에서 순부채발행(ΔD), 레버리지비율(LEV), 레버리지비율 변화량(ΔLEV), 유형자산($TANG$), 기업규모($SIZE$), 수익성($PROF$), 수익성 변화량($\Delta PROF$), 내부지분율(OWN), 직전 연도 레버리지비율($LEV_{\tau-1}$)은 가족기업과 비가족기업 표본에서 통계적으로 유의미하게 차이가 나타났다.

Table 1. Descriptive statistics

		Mean	Std. Dev.	Min	Max	t-value
ΔD	Family	0.0057	0.0664	-0.4864	0.3881	-2.7347***
	Non Family	-0.0022	0.0794	-0.5483	0.3879	
LEV	Family	0.4623	0.1770	0.0255	1.0597	3.0706***
	Non Family	0.4854	0.1855	0.0536	0.9930	
ΔLEV	Family	0.0275	0.1130	-0.9495	0.5328	-2.9285***
	Non Family	0.0132	0.1288	-0.9324	0.5212	
DEF	Family	0.0457	0.1060	-0.5768	0.7960	-0.1372
	Non Family	0.0450	0.1244	-0.4494	0.8184	
$TANG$	Family	0.3322	0.1811	0.0001	0.9346	3.0953***
	Non Family	0.3559	0.1841	0.0008	0.8263	
$\Delta TANG$	Family	0.0153	0.0825	-1.1182	0.5566	-1.3959
	Non Family	0.0105	0.0808	-0.8592	0.5160	
MB	Family	0.9957	0.4488	0.1663	4.8056	-0.7124
	Non Family	0.9821	0.4738	0.1095	4.8151	
ΔMB	Family	0.0271	0.3228	-3.5360	3.1595	0.5633
	Non Family	0.0348	0.3278	-2.0101	3.8468	
$SIZE$	Family	26.6280	1.5696	21.6725	31.9208	-2.5378**
	Non Family	26.4575	1.7068	20.4730	31.2994	
$\Delta SIZE$	Family	0.0139	0.1074	-1.3135	0.8484	-1.7028
	Non Family	0.0062	0.1045	-0.9826	0.6661	
$PROF$	Family	0.0325	0.0634	-0.4717	0.3586	-5.3688***
	Non Family	0.0176	0.0772	-0.4719	0.2558	
$\Delta PROF$	Family	0.0017	0.0681	-0.4230	1.3364	2.5288**
	Non Family	0.0102	0.1188	-0.6281	1.4799	
OWN	Family	0.4237	0.1542	0.0000	0.9270	5.7279***
	Non Family	0.3853	0.1796	0.0227	0.9155	
$LEV_{\tau-1}$	Family	0.4633	0.1765	0.0202	1.1816	3.8609***
	Non Family	0.4925	0.1911	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 실증결과

4.2.1 가족기업 특성과 부채조달 검증결과

Table 2.는 [Model-1]과 [Model-2]를 이용하여 한국 가족기업의 특성이 레버리지비율에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 먼저 가족기업변수와 레버리지비율 간의 영향관계를 분석하고, 추가적으로 가족기업을 분류한 세 가지 가족기업의 특성이 레버리지비율에 미치는 영향을 분석하였다.

먼저 [Model-1]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. 이리

한 분석결과는 한국의 가족기업은 상대적으로 적은 부채를 사용한다는 것을 의미하는 것으로 [가설1]을 지지하는 결과이다. 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.

[Model-2]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. [Model-2]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.

Table 2. Leverage test

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

Note: This table reports estimates for the Leverage Effect in Model [Model-1], [Model-2]. **, *** denote 5%, and 1% significance level, respectively. () denotes t-value.

4.2.2 가족기업과 비가족기업의 자본조달순위이론
순응여부 검증결과

Table 3.은 가족기업과 비가족기업을 대상으로 자본조달순위이론의 순응여부를 분석하기 위해 [Model-3]과 [Model-4]를 분석한 결과이다.

[Model-3]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. [Model-4]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 미치

는 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 [가설 2]가 지지된 결과이다.

통제변수를 포함한 [Model-4]의 분석결과에서도 가족기업과 비가족기업의 자금부족변수(DEF) 회귀계수가 각각 0.2587(t=25.35)과 0.1846(t=8.11)으로 가족기업의 회귀계수가 높게 나타났다. 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.

Table 3. Pecking order tests

[Model-3]								
	FAMILY		FAMILY_1		FAMILY_2		FAMILY_3	
	Family	Non Family	Family	Non Family	Family	Non Family	Family	Non Family
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	
[Model-4]								
	FAMILY		FAMILY_1		FAMILY_2		FAMILY_3	
	Family	Non Family	Family	Non Family	Family	Non Family	Family	Non Family
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)
$\Delta TANG$	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)
$\Delta SIZE$	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)
$\Delta PROF$	-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 _{ir-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***	

Note: This table reports estimates for the coefficient β in Model [Model-3], [Model-4]. **, *** denote 5%, and 1% significance level, respectively. () denotes p-value.

이러한 회귀계수 크기의 차이가 통계적으로 유의미한가를 확인하기 위해 Chow-test를 실시해보았다. [Model-3]과 [Model-4]에서 *FAMILY*변수의 회귀계수는 가족기업과 비가족기업 간에 유의미한 차이가 있음을 확인할 수 있다. 가족기업의 특성에 따라 나누어 분석한 결과에서는 [Model-4]에서 *FAMILY_3*의 총수가 있는 개별기업 계열사 특성이 유의미한 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉 [Model-3]과 [Model-4]의 *FAMILY*와 [Model-4]의 *FAMILY_3*에 의해 분석한 결과는 가족기업이 비가족기업에 비해 자본조달순위이론을 더 잘 따른다고 해석하는 것이 통계적으로도 의미가 있다는 것을 확인할 수 있다.

다만 [Model-3]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 낮아 검정모형의 설명력이 통계적으로 감소한 결과를 보이고 있다[12]. 따라서 한국 가족기업이 자본조달순위이론을 따른다고 강하게 주장하는 데는 다소 유의할 점이 있다.

하지만 모든 분석결과에서 가족기업이 비가족에 비해 자본조달순위이론의 적용을 지지하는 결과를 나타내고 있다. 이러한 결과는 가족기업 관점에서 자본조달순위이론의 적용은 부족자금의 조달에 있어서 기업의 위험을 회피하고 의결권의 희석을 피하는 방법으로 주식발행보다 부채사용을 선호하는 것으로 이해할 수 있다.

5. 결론

본 연구는 한국 가족기업의 기업특성과 부채조달의 영향관계를 분석하기 위해 가족기업의 부채사용 정도와 자본조달순위이론의 순응여부를 실증분석 하였다. 분석 기간은 2004년부터 2013년까지 총 10개년이고, 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업 총 4,008개를 사용하였다. 분석을 위해 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고 패널자료회귀분석법을 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 제시한 부채의 통제효과와 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. 즉 자금조달이 필요할 때에는 주식발행보다 부채를 선호하는 결과이다. 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.

특히 한국 가족기업은 비가족기업에 비해 적은 부채를 사용하고 부족자금을 충당하여야 할 때에는 부채를 선호한다는 것을 알 수 있었다.

References

- [1] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 54(2), pp. 471-517, 1999. DOI: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- [2] Anderson, R. C. and D. M. Reeb, "Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500," *Journal of Finance*, 58(3), pp. 1301-1328, 2003a. DOI: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- [3] Ellul, A., "Control Motivations and Capital Structure Decisions," Working Paper, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1094997>, 2008.
- [4] Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329, 1986.
- [5] Myers, S., "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592, 1984. DOI: <https://doi.org/10.2307/2327916>
- [6] Bharath, S. T., P. Pasquariello, and G. Wu, "Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions?," *Review of Financial Studies*, 22, pp. 3211-3243, 2009. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn076>

- [7] Dong-Wook Kim, Min-Geu Jung, Byoung-Gon Kim, "Does Asymmetric Information Affect on Capital Structure Decision?," *Korean Journal of Business Administration*, 25(2), pp. 767-787, 2012.
- [8] James, H., "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm," *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), pp. 41-55, 1999.
DOI: <https://doi.org/10.1080/13571519984304>
- [9] Casson, M., "The Economics of the Family Firm," *Scandinavian Economic History Review*, 47(1), pp. 10-23, 1999.
DOI: <https://doi.org/10.1080/03585522.1999.10419802>
- [10] Chami, R., "What is Different about Family Business," International Monetary Fund Working Paper, 2001.
- [11] Myers, S., "Capital Structure," *Journal of Economic Perspectives*, 15, pp. 81-102, 2001.
DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>
- [12] Shyam-Sunder, L. and S. Myers, "Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 219-244, 1999.
DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00051-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00051-8)
- [13] Frank, M. and V. Goyal, "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 67, pp. 217-248, 2003.
DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- [14] Chrisman, J. J., J. H. Chua, and P. Sharma, "Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29, pp. 555-575, 2005.
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00098.x>
- [15] Westhead, P. and M. Cowling, "Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(1), pp. 31-56, 1998.
DOI: <https://doi.org/10.1177/104225879802300102>
- [16] Rajan, R. and L. Zingales, "What Do We Know About Capital Structure: Some Evidence from International Data," *Journal of Finance*, 50, pp. 1421-1460, 1995.
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- [17] Chirinko, R. and A. Singha, "Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment," *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 417-425, 2000.
DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00078-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00078-7)

정민규(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

김동욱(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

김병곤(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