

지배가족의 기업통제와 재무제약 : 기업지배구조의 조절효과 검증

정민규* · 문승진** · 김병곤***

<요 약>

본 연구는 지배가족의 기업통제와 재무제약의 영향관계를 분석하고, 기업 지배구조가 재무제약에 미치는 조절효과를 분석하였다. 이를 위해 2004년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 총 9,913개의 기업-연도 자료를 활용하였으며, 불균형패널자료를 형성하고 System-GMM 분석법을 적용하여 분석하였다.

분석 결과, 지배가족이 기업을 통제하는 경우 정보 비대칭으로 인해 외부 자본조달 비용이 증가하고 내부자본에 대한 의존도가 높아지며, 이는 재무제약을 초래하는 것으로 나타났다. 이러한 재무제약은 과소투자 문제로 이어져 가족통제기업의 투자효율성을 저하시킬 가능성을 시사한다. 그러나 재무제약이 존재하는 지배가족 통제기업에서도 지구조가 양호할 경우, 재무제약이 완화되는 조절효과가 확인되었다. 이는 양호한 지배구조가 외부 자본조달 비용을 낮추고 내부자본 의존도를 줄여 재무제약 및 과소투자 문제를 완화할 수 있음을 의미한다.

본 연구는 지배가족의 기업통제를 단순히 부정적으로 보기보다, 사익 추구를 통제할 수 있는 투명한 지배구조 체제를 마련함으로써 지배가족의 기업통제가 가지는 긍정적 효과를 극대화할 수 있는 정책적 접근의 필요성을 제안한다.

주제어 : 재무제약, 자본구조, 가족통제, 지배구조, 시스템GMM

* 제1저자, 창원대학교 경영대학 경영학과 강사, E-mail: 0747@daum.net

** 공동저자, 창원대학교 대학원 경영학과 박사과정, E-mail: msj9456@changwon.ac.kr

*** 교신저자, 창원대학교 경영대학 경영학과 교수, 055-213-3348, E-mail: bgkim@changwon.ac.kr

I. 서론

기업의 자본조달 의사결정을 설명하는 자본조달순위이론(pecking order theory)에 의하면 기업은 자본조달에 있어서 그 원천 간에 완벽한 대체가 가능하기 때문에 자본을 조달하는 순위가 정해질 수 있다고 가정한다. 그러나 실제 현실에서는 정보비대칭 문제로 인해 기업은 자본조달순위를 따를 수 없는 경우가 발생한다. 즉 기업이 자본을 조달하는 경우에 있어 정보비대칭문제로 인해 내부 자본과 부채, 주식 등이 완벽한 대체체가 되지 못하여 내부 자본을 활용한 후에 부채, 주식으로 자본을 조달하는 순서를 따르지 못할 수도 있다(Myers and Majluf, 1984).

이와 같은 논거를 바탕으로, Fazzari et al. (1988)은 내부 현금흐름이 제한되고 외부자본 접근이 불가능할 때 기업은 효율적인 투자를 포기하는 재무제약문제가 발생할 수 있다고 하였다. 기업이 정보비대칭으로 인해 외부에서 조달하는 자본조달비용이 증가하면 재무제약에 직면하게 되고, 이는 과소투자문제로 이어질 수 있다는 것이다.

이러한 정보비대칭문제로 인한 재무제약과 비효율적인 투자 문제는 금융의 자유화와 발전 정도가 선진국에 비해 낮은 이머징마켓에서 더 많이 나타날 수 있다(Laeven, 2003; Love, 2003). 뿐만 아니라 정보비대칭 정도가 더 크고 투자효율성이 낮은 것으로 알려진 가족통제기업에서도 이러한 문제가 심각하게 나타날 수 있다. Hanazaki and Liu(2006)는 가족통제기업은 내부 현금흐름을 활용하고 부채 시장에 대한 의존을 줄임으로서 지배주주 자신의 사적 이익(private benefit)을 추구하는 유인이 강하다고 하였다. 이로 인해 가족통제기업은 비가족기업 보다 더 많은 재무제약이 발생할 수 있고, 과소투자로 인해 투자효율성이 낮아질 수 있다고 하였다.

따라서 본 연구에서는 이머징마켓에 속해 있는 한국기업을 대상으로 기업의 내부 현금흐름 및 외부 자금조달이 투자에 미치는 영향을 가족통제기업 특성과 재무제약의 관점에서 실증적으로 분석해 보고자 한다. 이를 위해 먼저 가족통제기업이 비가족기업에 비해 재무제약을 더 많이 받는지를 분석한다. 나아가 가족통제기업의 지배구조 특성이 재무제약에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한다. 양호한 지배구조를 갖는 기업에서는 대리인문제와 정보비대칭문제가 감소되어 외부 자본조달비용이 하락하고, 재무제약도 완화될 것으로 예상할 수 있기 때문이다.

본 연구에서는 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고, 시스템 일반화 적률법 (System-GMM)을 적용하여 변수들 간의 영향관계를 동태적으로 분석하고자 한다. 자료분석을 위한 통계패키지로는 STATA 18.0을 사용한다.

II. 이론적 배경 및 가설설정

기업이 자본조달에 있어 내부 현금흐름을 선호하고, 외부자본의 조달에 제약을 받게 되는 주요 원인은 정보비대칭에 의한 자본비용의 증가를 들 수 있다. 이러한 정보비대칭 문제는 소유구조와 직결된다. 소유와 경영이 분리된 기업에서는 경영진과 주주 간의 정보비대칭이 주요 문제가 되고, 소유와 경영이 분리되지 않는 기업에서는 대주주와 외부 주주 간의 정보비대칭문제가 주요하게 대두 될 수 있다.

소유와 경영이 분리되지 않은 가족통제기업은 지배가족이 소유대주주인 동시에 경영자의 역할을 담당하는 특성을 갖고 있기 때문에 대주주와 외부주주 간의 정보비대칭문제가 크게 발생할 수 있다. 이는 외부 자본시장으로부터의 자본조달비용을 증가시키고, 재무제약을 유발시킬 가능성이 높아진다. Myers and Majluf(1984)는 가족통제기업은 높은 자본비용으로 인해 주주가치를 감소시키는 외부 자본조달을 꺼리게 된다고 하였다. 이러한 가족통제기업의 자본조달 의사결정은 내부 현금흐름에 대한 의존도를 높이게 된다.

[가설1] 가족통제기업은 재무제약으로 인해 투자자금의 내부자본 의존도가 높아진다.

한편 기업이 외부 자본시장으로부터 자본을 조달하는 경우 지배구조도 영향을 미칠 수 있다. 지배구조가 양호한 기업은 상대적으로 대리인문제나 정보비대칭문제가 축소될 수 있어 외부 자본시장에서 자본을 조달할 때 자본비용이 낮아질 수 있다. 이는 기업의 재무제약을 완화시켜 내부 자본에 대한 의존도를 감소시킬 수 있다.

[가설2] 가족통제기업은 지배구조가 양호할수록 재무제약이 완화되어 투자자금의 내부자본 의존도가 낮아진다.

III. 실증분석의 설계

1. 표본기업의 선정 및 분석대상 기간

본 연구에서 표본기업은 2004년부터 2022년까지 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 총 9,913개(기업-연도) 기업이다. 금융업종 기업이나 12월 결산법인 아닌 기업, 분

석기간 동안 연도별 결산자료를 제공하지 않아 회계자료를 입수할 수 없는 기업은 표본에서 제외한다.

2. 분석대상변수

2.1. 투자변수

투자변수(*Invest*)는 Lewellen and Badrinath(1997)의 방법에 근거하여 비유동자산 증가분(당해연도 비유동자산-전년도 비유동자산)에 감가상각비를 더한 것을 총자산으로 나누어 계산한다(=(비유동자산 증가+감가상각비)/총자산).

2.2. 현금흐름변수

현금흐름변수(*CF*)는 시장의 불완전성 때문에 기업이 투자자금을 내부자본에 의존해야 하는 정도를 분석하기 위한 설명변수로 사용된다. 현금흐름변수(*CF*)는 영업이익에 감가상각비를 더한 것을 총자산으로 나누어 계산한다(=(영업이익+감가상각비)/총자산).

2.3 부채조달변수

부채조달(*Debt*)은 부채를 총자산으로 나누어 측정한다(=부채/총자산). 부채조달 비율이 높은 기업은 재무적 제약이 커서 투자와 부(-)의 영향관계가 예상된다.

2.4 가족통제기업더미변수

가족통제기업의 개념을 정의한 선행연구에 의하면 가족통제기업을 판단하는 기준으로 지배가족의 소유지분율과 지배가족의 경영참여 여부, 지배가족의 이사회 통제 여부가 가장 중요한 지표로 제시되고 있다(Chua et al., 1999; Villalonga and Amit, 2009). 본 연구에서는 다음의 세 가지 조건 중에서 하나 이상에 해당하는 경우에 가족통제기업으로 분류하여 가족통제기업더미변수(*Family*)에 1의 값을 부여한다.

첫째, 단일 지배가족이 해당기업의 의결권을 50% 이상 보유하고 있는 경우이다. Westhead and Cowling(1998)과 한국가족기업경영연구소(<http://www.familybiz.or.kr>)에서는 지배가족의 소유권이 50% 이상인 기업을 가족통제기업으로 정의하고 있다.¹⁾ 본 연구에서 지배가족의 의결권은 최대주주 본인과 친인척의 소유지분율의 합으로 측정

1) 가족기업 분류기준으로 지배주주의 지분율은 연구자에 따라 10%, 20%, 25% 등 다양하게 정의되고 있다(La Porta et al., 1999; Faccio and Lang, 2002; Maury, 2006; Sraer and Thesmar, 2007; Andres, 2008, 2011; Laeven and Levine, 2008; Schmid et al., 2008; Holderness, 2009).

한다. 둘째, 지배가족 구성원이 기업경영에 참여하는 경우이다. 지배가족의 경영참여 여부는 지배가족의 구성원이 등기 임원이나 미등기 임원으로 되어 있는 경우에 가족 통제기업으로 분류한다. 셋째, 총수가 있는 대규모 기업집단의 계열사인 경우이다. 한국 기업에 있어 총수가 있는 대규모 기업집단의 계열사는 전문경영인이 경영을 담당 하더라도 실질적으로는 지배주주인 총수의 지배하에 의사결정이 이루어지는 것이 일반적이다. 따라서 지배가족이 그 기업을 실질적으로 지배하는 것으로 판단하여 가족 통제기업으로 분류한다.

2.5 지배구조변수

기업의 지배구조 수준은 기업의 자본조달 의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 양호한 지배구조를 갖는 기업에서는 대리인문제와 정보비대칭문제가 감소되고 이로 인해 재무제약도 완화될 것을 예상할 수 있다.

본 연구에서 기업의 지배구조수준은 한국기업지배구조원에서 발표하는 지배구조 등급을 사용한다. 한국기업지배구조원에서는 주주권리 보호, 이사회, 감사기구, 공시, 경영과실배분 등 5개 부문을 평가하여 지배구조 등급을 발표하고 있다. 본 연구에서는 2004년~2010년은 지배구조 등급이 최우량, 우량+, 우량, 양호+, 양호 등급에 해당하는 기업을 양호한 지배구조 기업으로 분류하고, 2011년~2022년은 A+와 A등급에 속한 기업을 양호한 지배구조 기업으로 분류한다. 지배구조수준변수(*Govern*)는 양호한 지배구조 기업에 더미변수 1의 값을 부여한다.

2.6 통제변수

본 연구에서 통제변수로는 기업규모(*Size*), 현금보유(*Cash*), 금융위기 기간더미(*Crisis*)가 사용된다. 기업규모(*Size*)는 매출액에 자연로그를 취한 값을 사용한다(=ln 매출액). 매출액이 높은 기업은 자산활용의 효율성이 높고, 영업위험이 낮은 것으로 평가할 수 있다. 따라서 기업규모변수는 기업투자와 정(+)의 영향관계로 나타날 것으로 예상할 수 있다. 현금보유(*Cash*)는 현금 및 현금성 자산을 총자산으로 나누어 계산한다(=현금 및 현금성 자산/총자산). 현금 및 현금성 자산이 많은 기업은 그투자 기회에 즉각적으로 반응할 수 있어서 투자가 증가할 수 있다. 반면 배당 지급을 위한 현금 보유나 경영상의 다른 이유로 현금성 자산을 많이 보유하는 정책을 사용하는 기업이라면 현금 및 현금성 자산의 증가는 투자에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다. 금융위기 기간더미(*Crisis*)는 글로벌 금융위기기간(2008년, 2009년)인 경우 더미변수에 1의 값을 부여한다.

<표 1> 분석대상변수 및 측정방법

변수명	측정방법
투자 (<i>Invest</i>)	$\frac{((\text{당해연도 비유동자산} - \text{전년도 비유동자산}) + \text{감가상각비})}{\text{총자산}}$
현금흐름 (<i>CF</i>)	$\frac{(\text{영업이익} + \text{감가상각비})}{\text{총자산}}$
부채조달 (<i>Debt</i>)	부채/총자산
가족기업 (<i>Family</i>)	가족통제기업에 해당하는 경우 더미값 1 부여
지배구조 (<i>Govern</i>)	양호한 지배구조 기업에 더미값 1 부여
기업규모 (<i>Size</i>)	$\ln(\text{매출액})$
현금보유 (<i>Cash</i>)	현금 및 현금성자산/총자산
금융위기 (<i>Crisis</i>)	글로벌 금융위기기간(2008년, 2009년)인 경우 더미값 1 부여

3. 실증분석 방법 및 모형

본 연구는 기업에 대한 지배가족의 통제 여부와 지배구조가 기업의 재무제약에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 이를 위해 본 연구에서는 Goergen and Renneboog(2001)의 연구에서 제시된 모형을 응용하여 기업의 투자지출에 대한 내부 현금흐름 의존도를 분석하여 가족통제가 재무제약에 미치는 영향을 분석하는 방법을 사용한다. Goergen and Renneboog(2001)의 연구모형은 Bond and Meghir(1994a, 1994b)가 제시한 오일러 방정식 모형에 기초하고 있다. Goergen and Renneboog(2001)은 이 모형을 확장하여 기업의 투자결정과 내부자본조달 간의 관계를 분석하였다.

(1)식은 기업에 재무제약이 존재하는가를 확인하기 위한 모형이다. 선행 이론에 따르면 완전시장에서 미래 투자는 현재투자에 영향을 받으므로 미래투자에 대한 현재투자는 정(+)의 영향관계를 예상할 수 있다. 이는 현재투자가 조정비용이 없기 때문에 미래투자가 더 높아진다는 것을 의미한다. 미래투자에 대한 현재투자 변수의 제공에 대해서는 부(-)의 영향관계를 예상할 수 있다. 이는 투자에 대한 수익이 체감하는 것을 반영하여, 높은 수준의 현재투자가 미래투자 증가를 감소시킨다는 것을 의미한다.

또한 재무제약이 없는 완전시장에서는 내부 현금흐름과 미래투자 간에는 부(-)의 영향 관계를 예상할 수 있다. 이는 현재의 높은 현금흐름 수준이 투자에 대한 순한계 조정비용(net marginal adjustment costs)을 낮춰 다음 기간에 더 낮은 투자를 통해 균형을 맞추게 되기 때문이다. 즉 현재의 높은 현금흐름수준은 자본이나 노동 등 생산 요소를 조정하는 과정에서 발생하는 추가 비용인 한계조정비용을 충당하고 그 비용을 낮추므로 다음 기간에 투자 수준과는 부(-)의 영향관계를 예상할 수 있다(Bond

and Meghir, 1994).

그러나 불완전한 자본시장에서는 재무제약의 영향으로 인해 미래투자가 내부 현금흐름과 정(+)의 영향 관계를 가질 수 있다(Harrison and McMillan, 2003). 외부 자본의 조달에 어려움이 발생하여 재무제약이 존재하는 경우에는 내부 현금흐름에 대한 의존도가 여전히 높아질 수 있기 때문이다.

이러한 영향관계를 확인하기 위해 현재투자($Invest_t$)를 종속변수로 두고 과거투자($Invest_{t-1}$)와 과거투자의 제곱항($Invest_{t-1}^2$), 과거 내부 현금흐름(CF_{t-1})을 설명변수로 하는 동적모형인 (1)식을 설정하고 분석한다. (1)식에서 ($Invest$)는 투자, (CF)는 내부 현금흐름, ($Debt$)는 부채, ($Size$)는 기업규모, ($Cash$)는 현금보유를 나타내며, 글로벌금융위기기간 더미변수($Crisis$)가 포함된다. (1)식에서 과거 내부 현금흐름(CF_{t-1})의 회귀계수 β_3 가 유의한 정(+)의 값을 나타낸다면 기업에 재무제약이 존재하는 것으로 해석할 수 있다.

$$Invest_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Invest_{it-1} + \beta_2 Invest_{it-1}^2 + \beta_3 CF_{it-1} + \beta_4 Debt_{it-1} + \beta_5 Family_{it} + \beta_6 Size_{it-1} + \beta_7 Cash_{it-1} + \beta_8 Crisis_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (1)$$

(2)식은 (1)식에 가족통제 상호작용항($CF_{t-1} \times Family$)을 추가하여 [가설1]을 검증하기 위한 모형이다. 현재투자($Invest$)에 대한 과거 내부 현금흐름(CF_{t-1})의 영향이 가족통제 여부($Family$)에 의해 변화하는지를 확인하기 위한 모형이다.

가족통제가 재무제약과 연관된다면 과거 내부 현금흐름과 가족통제 상호작용변수($CF_{t-1} \times Family$)는 현재투자($Invest$)와 정(+)의 영향관계를 가질 것이다. 가족통제에 의해 외부에서 투자자금을 조달하는데 제약이 발생한다면 내부 현금흐름에 대한 의존도가 크질 것이기 때문이다. 즉 (2)식의 모형에서 내부 현금흐름과 가족통제 상호작용변수($CF_{t-1} \times Family$)의 회귀계수 β_6 가 유의한 정(+)의 값을 나타낸다면 [가설1]이 지지되는 것으로 해석할 수 있다.

$$Invest_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Invest_{it-1} + \beta_2 Invest_{it-1}^2 + \beta_3 CF_{it-1} + \beta_4 Debt_{it-1} + \beta_5 Family_{it} + \beta_6 CF_{it-1} \times Family_{it} + \beta_7 Size_{it-1} + \beta_8 Cash_{it-1} + \beta_9 Crisis_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (2)$$

(3)식은 [가설2]에서 제시한 가족통제와 지배구조가 재무제약에 미치는 영향을 검증하기 위한 모형이다. 이 모형에는 과거 내부 현금흐름(CF_{t-1}), 가족통제($Family$), 지배구조($Govern$)로 이루어진 상호작용변수($CF_{t-1} \times Family \times Govern$)가 포함된다. (3)식

에서 과거 내부 현금흐름, 가족통제, 지배구조의 상호작용변수($CF_{t-1} \times Family \times Govern$)의 회귀계수 β_6 가 부(-)의 값을 나타낸다면 [가설2]에 제시된 것처럼 양호한 지배구조를 가진 가족통제기업의 경우 재무제약이 완화되어 내부 현금흐름에 대한 의존도가 감소 된다고 해석할 수 있다.

$$Invest_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Invest_{it-1} + \beta_2 Invest_{it-1}^2 + \beta_3 CF_{it-1} + \beta_4 Debt_{it-1} + \beta_5 Family_{it} + \beta_6 CF_{it-1} \times Family_{it} \times Govern_{it} + \beta_7 Size_{it-1} + \beta_8 Cash_{it-1} + \beta_9 Crisis_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (3)$$

이러한 모형은 종속변수의 과거값을 설명변수로 사용하므로 종속변수가 이전 시점의 값에 영향을 받는 자기회귀적 특성을 가지게 된다. 따라서 본 연구에서는 데이터의 시간적 흐름에 따른 변화와 관찰치 간의 상관관계를 동시에 분석하기 위한 동적패널모형(Dynamic Panel Model)에서 자주 사용되는 방법론 중 하나로, Arellano-Bover(1995)와 Blundell-Bond(1998)에 의해 제안된 System-GMM (Generalized Method of Moments) 추정법을 적용하여 분석한다.

IV. 실증분석 결과

1. 표본기업 기술통계량

<표 2>는 각 변수의 기술통계량을 나타낸 것이다. 투자변수($Invest$)의 평균은 2.68%이고, 전년도 현금흐름변수(CF_{t-1})의 평균은 11.65%이다. 전년도 부채비율($Debt_{t-1}$)의 평균은 41.54%이고, 가족통제기업 여부를 나타내는 가족통제기업더미변수($Family$)의 평균은 0.7669로, 전체표본에서 가족통제기업으로 분류되는 기업이 76.69%로 나타났다. 지배구조더미변수($Govern$)의 평균은 7.55%이고, 과거 내부 현금흐름과 가족통제 상호작용변수($CF_{t-1} \times Family$)와 과거 내부 현금흐름, 가족통제, 지배구조의 상호작용변수($CF_{t-1} \times Family \times Govern$)의 평균은 각각 8.82%와 0.83%이다. 전년도 기업규모($Size_{t-1}$)의 평균은 19.4646이고, 전년도 현금보유($Cash_{t-1}$)의 평균은 5.88%이며, 금융위기기간더미($Crisis$)의 평균은 9.95%이다.

<표 2> 전체 표본의 변수별 기술통계량

표본은 2004년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업으로 19개년 총 9,913개(연도-기업)임. $Invest$ (투자)=[(당해연도 비유동자산-전년도 비유동자산)+감가상각비]/총자산. CF (현금흐름)=[영업이익+감가상각비]/총자산. $Debt$ (부채조달)=부채/총자산. $Family$ (가족통제기업더미)=가족통제기업에 해당하는 경우 더미값 1. $Govern$ (지배구조)=양호한 지배구조 기업에 더미값 1. $Size$ (기업규모)= \ln (매출액). $Cash$ (현금보유)=현금 및 현금성자산/총자산. $Crisis$ (금융위기기간더미)=글로벌 금융위기기간에 해당되는 2008년, 2009년의 경우 더미값 1.

	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
$Invest$	9,913	0.0268	0.2180	-16.4398	0.8471
$Invest_{t-1}$	9,913	0.0283	0.2330	-16.4398	0.9923
$Invest_{t-1}^2$	9,913	0.0550	2.6905	8.33E-14	270.2681
CF_{t-1}	9,913	0.1165	0.0983	-0.2750	2.4005
$Debt_{t-1}$	9,913	0.4154	0.2061	0.0005	2.0337
$Family$	9,913	0.7669	0.4228	0	1
$Govern$	9,913	0.0755	0.2642	0	1
$CF_{t-1} \times Family$	9,913	0.0882	0.0926	-0.2689	1.8404
$CF_{t-1} \times Family \times Govern$	9,913	0.0083	0.0386	-0.1006	0.5558
$Size$	9,913	19.4646	1.7146	13.3252	26.020
$Cash$	9,913	0.0588	0.0651	0	0.6972
$Crisis$	9,913	0.0995	0.2993	0	1

<표 3>은 전체표본에 대한 각 변수들의 Pearson상관계수를 나타낸 것이다. 종속변수인 투자변수($Invest$)와 설명변수인 전년도 현금흐름변수(CF_{t-1})의 상관계수를 보면 0.2078로 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 나타내고 있다. 전년도 현금흐름변수(CF_{t-1})와 과거 내부 현금흐름과 가족통제 상호작용변수($CF_{t-1} \times Family$)의 상관계수는 0.6678로 다소높게 나타나고, 다른 변수들 간의 상관관계는 대부분 유의한 관계를 나타내지만 상호작용변수 외에는 상관관계가 낮고 표본도 충분하여 통계적으로 문제가 없는 것으로 판단된다. 한편, 본 연구에서 분석방법으로 사용되는 일반화 적률법(GMM)의 추정에 따른 변수의 과다식별(over-identification)을 검증하기 위해 Sargan test를 실시하고 Arellano-Bond 검정을 실시한 결과 통계적으로 허용되는 범위 내에 존재하였다.

<표 3> Pearson 상관관계 분석

이 표는 각 변수의 Pearson 상관관계를 나타냄. 표본은 2004년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업으로 19개년 총 9,913개(연도-기업)임. $Invest$ (투자)=(당해연도 비유동자산-전년도 비유동자산)+감가상각비/총자산. CF (현금흐름)=(영업이익+감가상각비)/총자산. $Debt$ (부채조달)=부채/총자산. $Family$ (가족통제기업더미)=가족통제기업에 해당하는 경우 더미값 1. $Govern$ (지배구조)=양호한 지배구조 기업에 더미값 1. $Size$ (기업규모)=ln(매출액). $Cash$ (현금보유)=현금 및 현금성자산/총자산. $Crisis$ (금융위기기간더미)=글로벌 금융위기기간에 해당되는 2008년, 2009년의 경우 더미값 1. ***, **는 각각 1%, 5%의 유의수준에서 유의함을 나타냄.

	$Invest$	$Invest_{t-1}$	$Invest_{t-1}^2$	CF_{t-1}		
$Invest$	1					
$Invest_{t-1}$	-0.0243	1				
$Invest_{t-1}^2$	0.0326***	-0.7648***	1			
CF_{t-1}	0.0278***	-0.2154***	0.1730***	1		
$Debt_{t-1}$	-0.0550***	-0.0182	-0.0069	0.1085***		
$CF_{t-1} \times Family$	0.0272***	-0.1853***	0.1811***	0.6678***		
$CF_{t-1} \times Family \times Govern$	0.0272***	0.0057	-0.0018	0.1563***		
$Size$	0.0081	0.0627***	-0.0238**	0.1736***		
$Cash$	0.0626***	-0.0337***	0.0053	0.0776***		
	$Debt_{t-1}$	$CF_{t-1} \times Family$	$CF_{t-1} \times Family \times Govern$	$Size$	$Cash$	
$Debt_{t-1}$	1					
$CF_{t-1} \times Family$	0.0654***	1				
$CF_{t-1} \times Family \times Govern$	0.0249**	0.2317***	1			
$Size$	0.3165***	0.1904***	0.2991***	1		
$Cash$	-0.1448***	0.0133	-0.0128	-0.0529***	1	

2. 실증분석결과

2.1 지배가족의 기업통제가 재무제약에 미치는 영향 분석결과

<표 4>는 식(1), (2)의 모형을 이용하여 전체표본을 대상으로 기업의 내부 현금흐름 및 외부 자금조달이 투자에 미치는 영향을 분석 함으로서 가족통제기업의 재무제약을 확인한 결과이다. 전체 분석에서 일반화 적률법(GMM) 추정에 따른 변수의 과다식별(over-identification)을 검증하기 위해 Sargan test를 실시한 결과, 과다식별 문제가 존재 하지만 Arellano-Bond 검정결과 모든 분석모형에서 AR(1), AR(2)의 p-value가 유의수준 5%를 상회하여 유의미한 자기상관은 없는 것으로 판단된다. 먼저 전년도 현금흐름이 투자에 미치는 영향을 분석하는데 있어 가족통제와 지배구조의 상호작용을 통해 조절효과를 반영하지 않은 모형(1)의 결과를 보면, 전년도 현금흐름변수(CF_{t-1})의 회귀계수는 0.2797(t=7.35)로 1% 유의수준에서 유의한 정(+)의 영향관계가 나타났다. 선행이론에 따르면 재무제약이 없는 완전시장을 가정할 때 현재의 현금흐

름은 미래투자와 부(-)의 영향관계를 예상할 수 있지만 재무제약에 의해 정(+)의 영향관계를 보인 것으로 해석할 수 있다. 즉 한국기업은 일반적으로 투자안에 대해 내부 현금흐름의 의존도가 높고 재무제약에 직면하고 있는 것으로 이해할 수 있다. 현재투자($Invest$)에 대한 전년도 투자변수($Invest_{t-1}$)의 회귀계수를 보면 $-0.1498(t=-10.28)$ 로 1% 유의수준에서 유의한 부(-)의 영향관계가 나타났다. 이론에 따르면 완전시장에서 미래 투자는 현재투자에 영향을 받으므로 미래투자에 대한 현재투자는 정(+)의 영향관계를 예상할 수 있다. 하지만 현실세계에서 정보비대칭에 의한 자본비용의 증가는 재무제약과 연결되고 과소투자로 이어질 수 있음을 암시하는 결과로 나타났다. 현재투자($Invest$)에 대한 전년도 투자제곱변수($Invest_{t-1}^2$)의 회귀계수를 보면 $-0.0057(t=-5.30)$ 로 1% 유의수준에서 유의한 부(-)의 영향관계가 나타났다. 이러한 결과는 투자가 지속 될 경우 투자에 대한 수익이 체감하는 것을 의미하고 높은 수준의 현재투자가 미래투자의 증가를 감소시킨다는 것을 의미한다.

다음으로 과거 내부 현금흐름과 가족통제 상호작용변수($CF_{t-1} \times Family$)를 포함한 분석모형(2)를 보면 전년도 현금흐름변수(CF_{t-1})의 회귀계수는 $0.1935(t=3.63)$ 로 모형(1)과 같이 1% 유의수준에서 유의한 정(+)의 영향관계가 나타났다. 과거 내부 현금흐름과 가족통제 상호작용변수($CF_{t-1} \times Family$)의 회귀계수는 $0.1617(t=2.29)$ 로 1% 유의수준에서 유의한 정(+)의 영향관계가 나타났다. 이러한 결과는 전반적으로 한국기업에서 재무제약이 존재하고 전체표본의 76.69%를 차지하는 가족통제기업에서도 재무제약이 완화되지 않는 것으로 해석할 수 있으며 [가설1]이 지지되는 결과이다. 가족통제기업은 내부 현금흐름을 활용하고 부채 시장에 대한 의존을 줄임으로서 지배주주 자신의 사적 이익(private benefit)을 추구할 수 있다. 따라서 가족통제기업은 정보비대칭 정도가 크고 투자효율성이 낮을 수 있음을 암시하는 결과로 해석할 수 있다.

<표 4> 지배가족의 기업통제가 재무제약에 미치는 영향 분석결과

이 표는 식 (1), (2)를 이용하여 지배가족의 기업통제가 재무제약에 미치는 영향을 System-GMM으로 분석한 결과임. 표본은 2004년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업으로 19개년 총 9,913개(연도-기업)임. *Invest*(투자)=((당해연도 비유동자산-전년도 비유동자산)+감가상각비)/총자산. *CF*(현금흐름)=(영업이익+감가상각비)/총자산. *Debt*(부채조달)=부채/총자산. *Family*(가족통제기업더미)=가족통제기업에 해당하는 경우 더미값 1. *Size*(기업규모)=ln(매출액). *Cash*(현금보유)=현금 및 현금성 자산/총자산. *Crisis*(금융위기기간더미)=글로벌 금융위기기간에 해당되는 2008년, 2009년의 경우 더미값 1. ***, **는 각각 1%, 5%의 유의수준에서 유의함을 나타냄. 일반화 적률법(GMM) 추정에 따른 모형 검정을 위해 Sargan test와 Arellano-Bond test를 실시함.

$$Invest_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Invest_{it-1} + \beta_2 Invest_{it-1}^2 + \beta_3 CF_{it-1} + \beta_4 Debt_{it-1} + \beta_5 Family_{it} + \beta_6 Size_{it-1} + \beta_7 Cash_{it-1} + \beta_8 Crisis_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$Invest_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Invest_{it-1} + \beta_2 Invest_{it-1}^2 + \beta_3 CF_{it-1} + \beta_4 Debt_{it-1} + \beta_5 Family_{it} + \beta_6 CF_{it-1} \times Family_{it} + \beta_7 Size_{it-1} + \beta_8 Cash_{it-1} + \beta_9 Crisis_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (2)$$

	-	(1)	-	(2)
<i>Invest</i> _{t-1}	-0.1504*** (-10.32)	-0.1498*** (-10.28)	-0.1489*** (-10.18)	-0.1465*** (-10.00)
<i>Invest</i> _{t-1} ²	-0.0058*** (-5.35)	-0.0057*** (-5.30)	-0.0060*** (-5.46)	-0.0060*** (-5.52)
<i>CF</i> _{t-1}	0.2796*** (7.34)	0.2797*** (7.35)	0.2354*** (4.63)	0.1935*** (3.63)
<i>Debt</i> _{t-1}	-0.3752*** (-9.22)	-0.3766*** (-9.25)	-0.3754*** (-9.22)	-0.3781*** (-9.29)
<i>Family</i>	-	-0.0307* (-1.71)	-	-0.0505** (-2.53)
<i>CF</i> _{t-1} × <i>Family</i>	-	-	0.0822 (1.29)	0.1617** (2.29)
<i>Size</i>	-0.2645*** (-31.89)	-0.2641*** (-31.83)	-0.2651*** (-31.89)	-0.2650*** (-31.89)
<i>Cash</i>	0.7454*** (10.87)	0.7443*** (10.86)	0.7459*** (10.88)	0.7448*** (10.86)
<i>Crisis</i>	0.0396*** (4.34)	0.0394*** (4.33)	0.0392*** (4.29)	0.0386*** (4.23)
<i>Constant</i>	5.2568*** (33.22)	5.2735*** (33.26)	5.2655*** (33.23)	5.3033*** (33.31)
전체관측수	9,913	9,913	9,913	9,913
그룹수/그룹내 관측수	699/161	699/161	699/161	699/162
wild chi2(7)	1733.91***	1736.82***	1734.14***	1740.09***
AR(1) p-value	0.0960	0.0960	0.0958	0.0955
AR(2) p-value	0.1659	0.1674	0.1712	0.1784
Sargan test p-value	7047.748***	7044.912***	7045.816***	7038.415***

2.2 지배가족의 기업통제와 지배구조가 재무제약에 미치는 영향 분석결과

<표 5>는 식(3)의 모형을 이용하여 전체표본을 대상으로 기업의 내부 현금흐름 및 외부 자금조달이 투자에 미치는 영향을 분석 함으로서 지배가족의 기업통제와 기업 지배구조의 조절효과가 재무제약에 미치는 영향을 확인한 결과이다.

과거 내부 현금흐름, 가족통제, 지배구조의 상호작용변수($CF_{t-1} \times Family \times Govern$)를 포함한 분석모형(3)을 보면 전년도 현금흐름변수(CF_{t-1})의 회귀계수는 0.2850($t=7.46$)으로 1% 유의수준에서 유의한 정(+)의 영향관계가 나타났다. 분석모형(1), (2), (3), (4)에서도 모두 같은 결과로 나타나고 한국기업 전반에서 재무제약이 존재한다는 것을 의미하는 결과이다. 반면 과거 내부 현금흐름, 가족통제, 지배구조의 상호작용변수($CF_{t-1} \times Family \times Govern$) 회귀계수는 -0.2147($t=-1.96$)로 5% 유의수준에서 유의한 부(-)의 영향관계가 나타났다. 이러한 결과는 재무제약이 존재하는 지배가족의 기업통제하에서 지배구조의 조절효과가 작용하는 것으로 해석할 수 있다. 즉 가족통제 기업에서 지배구조가 양호할 경우 재무제약이 완화되고 투자자금의 내부자본 의존도가 낮아지는 것으로 이해할 수 있고 [가설2]가 지지되는 결과이다. 분석모형(4)의 결과도 모형(1), (2), (3)의 분석 결과와 유사함을 알 수 있다.

분석 결과 한국기업은 전반적으로 재무제약에 직면하고 있으며 지배가족이 기업을 통제하는 경우에도 재무제약은 존재하는 것으로 이해되었다. 하지만 이러한 지배가족이 기업을 통제하더라도 지배구조의 조절효과로 인해 지배구조가 양호하면 재무제약이 완화되는 것으로 이해할 수 있다.

<표 5> 지배가족의 기업통제와 지배구조가 재무제약에 미치는 영향 분석결과

이 표는 식 (3)을 이용하여 지배가족의 기업통제와 지배구조가 재무제약에 미치는 영향을 System-GMM으로 분석한 결과임. 표본은 2004년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업으로 19개년 총 9,913개(연도-기업)임. $Invest$ (투자)=(당해연도 비유동자산-전년도 비유동자산)+감가상각비)/총자산. CF (현금흐름)=(영업이익+감가상각비)/총자산. $Debt$ (부채조달)=부채/총자산. $Family$ (가족통제기업더미)=가족통제기업에 해당하는 경우 더미값 1. $Govern$ (지배구조)=양호한 지배구조 기업에 더미값 1. $Size$ (기업규모)=ln(매출액). $Cash$ (현금보유)=현금 및 현금성자산/총자산. $Crisis$ (금융위기기간더미)=글로벌 금융위기기간에 해당되는 2008년, 2009년의 경우 더미값 1. ***, **는 각각 1%, 5%의 유의수준에서 유의함을 나타냄. 일반화 적률법(GMM) 추정에 따른 모형 검정을 위해 Sargan test와 Arellano-Bond test를 실시함.

$$Invest_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Invest_{it-1} + \beta_2 Invest_{it-1}^2 + \beta_3 CF_{it-1} + \beta_4 Debt_{it-1} + \beta_5 Family_{it} + \beta_6 CF_{it-1} \times Family_{it} \times Govern_{it} + \beta_7 Size_{it-1} + \beta_8 Cash_{it-1} + \beta_9 Crisis_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \quad (3)$$

	-	(3)	-	(4)
$Invest_{t-1}$	-0.1515*** (-10.38)	-0.1509*** (-10.35)	-0.1499*** (-10.24)	-0.1475*** (-10.06)
$Invest_{t-1}^2$	-0.0059*** (-5.44)	-0.0058*** (-5.39)	-0.0061*** (-5.57)	-0.0061*** (-5.63)
CF_{t-1}	0.2850*** (7.46)	0.2850*** (7.46)	0.2360*** (4.64)	0.1936*** (3.63)
$Debt_{t-1}$	-0.3770*** (-9.26)	-0.3783*** (-9.29)	-0.3773*** (-9.26)	-0.3801*** (-9.33)
$Family$	-	-0.0301* (-1.67)	-	-0.0512*** (-2.56)
$CF_{t-1} \times Family$	-	-	0.0917 (1.43)	0.1725** (2.43)
$CF_{t-1} \times Family \times Govern$	-0.2177** (-1.99)	-0.2147** (-1.96)	-0.2284** (-2.08)	-0.2331** (-2.12)
$Size$	-0.2643*** (-31.86)	-0.2639*** (-31.81)	-0.2650*** (-31.87)	-0.2649*** (-31.87)
$Cash$	0.7467*** (10.89)	0.7456*** (10.87)	0.7474*** (10.9)	0.7463*** (10.88)
$Crisis$	0.0390*** (4.28)	0.0389*** (4.35)	0.0385*** (4.22)	0.0380*** (4.16)
$Constant$	5.2554*** (33.21)	5.2718*** (33.25)	5.2651*** (33.22)	5.3034*** (33.31)
전체관측수	9,913	9,913	9,913	9,913
그룹수/그룹내 관측수	699/161	699/162	699/162	699/163
wild chi2(7)	1737.10***	1739.90***	1737.60***	1743.68***
AR(1) p-value	0.0962	0.0962	0.0960	0.0957
AR(2) p-value	0.16324	0.1649	0.1691	0.1763
Sargan test p-value	7040.445***	7037.695***	7037.981***	7030.222***

V. 결론

본 연구는 기업투자에 대한 내부자본 의존도를 확인 함으로서 지배가족의 기업통제와 재무제약의 영향관계를 분석하였다. 또한, 지배가족의 기업통제 하에서 기업 지배구조가 재무제약에 조절효과로 작용하는지를 분석하였다. 즉 가족통제기업이 재무제약에 직면하고 있는지를 분석하고 가족통제기업에서 지배구조가 양호할 경우 재무제약이 완화되는지 분석하였다. 이를 위해 2004년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 총 9,913개의 기업-연도 자료를 활용하였다. 분석을 위해 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고 동적패널모형의 분석에 적합한 System-GMM 분석법을 적용하여 분석하였다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 지배가족이 기업을 통제하는 경우 재무제약이 존재하는 것으로 나타났다. 이는 가족통제기업이 투자안에 대해 내부자본을 활용하고 외부자본 의존을 줄임으로써 지배주주가 사적 이익(private benefit)을 추구하는 과정에서 재무제약에 직면하는 것을 의미한다. 둘째 재무제약이 존재하는 지배가족 통제기업에서 기업 지배구조가 조절효과를 가지며, 지배구조가 양호할 경우 재무제약이 완화되는 것으로 나타났다.

분석 결과를 종합하면, 지배가족이 기업을 통제하는 경우 정보 비대칭으로 인해 외부 자본조달 비용이 증가하고 내부자본 의존도가 높아져 재무제약에 직면하는 것으로 해석된다. 이러한 재무제약은 과소투자 문제를 야기할 수 있으며, 이는 가족통제기업의 투자효율성을 저하시키는 요인으로 작용할 수 있다. 그러나 지배가족이 기업을 통제하더라도, 양호한 지배구조는 재무제약을 완화시키는 조절효과를 통해 이러한 문제를 개선할 수 있는 것으로 나타났다. 특히, 양호한 지배구조는 외부 자본조달 비용을 낮추고 내부자본 의존도를 줄임으로써 재무제약을 완화하고 과소투자 문제를 줄이는데 기여할 수 있음을 시사한다.

본 연구는 지배가족의 기업통제를 단순히 부정적으로 보기보다, 사익 추구를 통제할 수 있는 투명한 지배구조 체제를 마련함으로써 지배가족 통제가 가지는 긍정적 효과를 극대화할 수 있는 정책적 접근의 필요성을 제안한다.

참고문헌

- 문승진, 정민규, 김병곤 "한국 재벌 기업집단의 내부자본시장과 지배주주의 터널링" 金融工學研究 21.3 pp.87-107 (2022) : 87.
- 정민규, 김동욱, 김병곤 "가족통제기업의 초과지배권과 투자-현금흐름 민감도" 한국산 학기술학회논문지 24.1 pp.163-171 (2023) : 163.
- 정민규, 김동욱, 김병곤 "가족통제는 기업의 투자-현금흐름 민감도를 완화시키는가?" 金融工學研究 21.1 pp.57-77 (2022) : 57.
- 정민규, 문승진, 김병곤 "한국 재벌기업집단의 내부자본시장과 자본조달순위이론" 金融工學研究 23.1 pp.49-67 (2024) : 49.
- Andres, C. (2008), "Large Shareholders and Firm Performance—An Empirical Examination of Founding-family Ownership," *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431-445.
- Arellano, M. and O. Bover, 1995, Another look at the instrumental variable estimation of error-components models, *Journal of Econometrics* 68, 29-52.
- Blundell, R. and S. Bond, 1998, Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models, *Journal of Econometrics* 87, 115-143.
- Bond, S., & Meghir, C. (1994). Dynamic investment models and the firm's financial policy. *Review of Economic Studies*, 61(2), 197-222.
- Chua, J. H., J. J. Chrisman, and P. Sharma (1999), "Defining the Family Business by Behavior," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19-39.
- Faccio, M. and L. H. P. Lang (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Fazzari, S. M., Hubbard, M. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on economic activity*, 1, 141-206.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2001). Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 257-284.
- Hanazaki, M., & Liu, Q. (2006). Corporate Governance and Investment in East Asian Firms: Empirical Analysis of Family Controlled Firms. *Hitotsubashi University. Center for Economic Institutions CEI Working Paper Series No 2006: 12.*
- Harrison, A., & McMillan, M. (2003). Does direct foreign investment affect domestic credit constraints? *Journal of International Economics*, 61(1), 73-100.
- Holderness, C. G. (2009), "The Myth of Diffuse Ownership in the United States,"

- Review of Financial Studies, 22(4), 1377-1408.
- La Porta, R., F. Lopez de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (2000), "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, 71, 3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Laeven, L. (2003). Does financial liberalization reduce financing constraints? *Financial Management*, 32(1), 5-34.
- Laeven, L. and R. Levine (2008), "Complex Ownership Structures and Corporate Valuations," *Review of Financial Studies*, 21(2), 579-604.
- Lewellen, W. and S. Badrinath (1997), "On the Measurement of Tobin's q," *Journal of Financial Economics*, 44(1), 77-122.
- Love, I. (2003). Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model. *The Review of Financial Studies*, 16(3), 765-791.
- Maury, B. (2006), "Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations," *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Schmid, T., M. Ampenberger, C. Kaserer, and A. K. Achleitner (2008), "Family Firms, Agency Costs and Risk Aversion-Empirical Evidence from Diversification and Hedging Decisions," *CEFS-Working Paper* No. 2008-13 available at SSRN: <http://papers.ssrn.com/abstract=1314823>.
- Sraer, D. and D. Thesmar (2007), "Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market," *Journal of the European Economic Association*, 5(4), 709-751.
- Villalonga, B. and R. Amit (2009), "How are US Family Firms Controlled?," *Review of Financial Studies*, 22(8), 3047-3091.
- Westhead, P. and M. Cowling (1998), "Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(1), 31-56.

Abstract

Family Ownership Control and Financial Constraints: The Moderating Role of Corporate Governance

*Min Geu Jung**, *Seoung Jin Moon***, and *Byoung Gon Kim****

This study analyzes the relationship between family control of firms and financial constraints, with a focus on the moderating role of corporate governance. Using a dataset of 9,913 firm-year observations from companies listed on the Korea Exchange from 2004 to 2022, we constructed an unbalanced panel dataset and employed the System-GMM methodology for dynamic panel data analysis.

The empirical results reveal that family-controlled firms face significant financial constraints due to increased external financing costs caused by information asymmetry and higher dependence on internal capital. These constraints often lead to underinvestment, implying reduced investment efficiency in family-controlled firms. However, the study finds that strong corporate governance mitigates financial constraints in family-controlled firms. Effective governance reduces external financing costs, decreases reliance on internal capital, and alleviates underinvestment issues.

These findings suggest that while family control in firms can be associated with financial constraints, a well-functioning governance structure can counteract these challenges. The study emphasizes the need for policies that promote transparent governance systems capable of curbing private benefits of control while enhancing the positive aspects of family firm governance.

Key Words : Financial Constraints, Capital Structure, Family Controlled firms, Corporate Governance, System-GMM

* First-Author, Part-time Lecturer, Department of Business Administration, Changwon National University, E-mail: 0747@daum.net

** Co-Author, Ph.D Student, Graduate School, Department of Business Administration, Changwon National University, E-mail: msj9456@changwon.ac.kr

***Corresponding Author, Professor, Department of Business Administration, Changwon National University, Tel: +82-55-213-3348, E-mail: bgkim@changwon.ac.kr