

가족통제는 지배주주의 사익편취 유인을 증가시키는가?

이상규¹, 김동욱², 김병곤^{1*}
¹창원대학교 경영학과, ²부산경제진흥원

Does Family-Involvement in Firm Management Increase Controlling Shareholder's Incentives of Expropriation?

Sang-Gyu Lee¹, Dong-Wook Kim², Byoung-Gon Kim^{1*}
¹Department of Business Administration, Changwon National University
²Busan Economic Promotion Agency

요약 본 연구에서는 한국기업에 있어 가족통제가 지배주주의 사익편취 유인에 미치는 영향을 분석하였다. 분석대상은 한국거래소 유가증권시장(KOSPI)에 상장된 기업 총 6,974개(연도-기업)이다. 분석기간은 2010년부터 2020년까지 총 11개년이다. 분석대상 내부거래 형태로는 특수관계인 간에 이루어지는 장기공급계약, 자산 및 영업 양수도, 대여금, 지분출자, 신용공여 등 5가지를 사용하였다. 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 한국기업에서 지배가족에 의한 기업통제는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 지배가족 구성원이 경영에 직접 참여하여 경영의사결정에 영향을 미치는 경우에도 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 둘째, 가족통제기업에서 특수관계인에 대한 대여금과 신용공여 형태의 내부거래는 기업가치를 감소시키는 것으로 나타났다. 이러한 관계는 지배가족 구성원이 경영에 참여하는 경영 참여형 가족통제기업에서도 동일하게 나타났다. 이러한 결과에서 기업에 대한 가족통제는 특수관계인 간 대여금과 신용공여 형태의 내부거래를 통해 지배주주의 사익편취 유인을 증가시킨다는 것을 알 수 있었다.

Abstract This study examined the effects of family ownership on the controlling shareholder's incentives in Korean firms from the observations of 6,974 year-firms listed on the Korea Exchange (KOSPI) for 2010-2020. Five types of internal transactions, such as long-term supply contracts, transfer of assets and business, loans, equity investment, and credit grants, were selected. Data analysis showed that the family involvement over a firm positively affected the corporate value. Furthermore, that positive relation still exists when members of the controlling family influence the management decision-making process. Internal transactions in the form of loans and credit grants negatively affect the corporate value in family-controlled firms and firms where members of the controlling family influence the management decision-making process. Therefore, family control over a firm increases the controlling shareholder's incentives to exploit the internal transactions in the form of loans and credit grants for their private benefit.

Keywords : Family Involvement, Internal Transactions, Incentives, Controlling Shareholders, Corporate Value

*Corresponding Author : Byoung-Gon Kim(Changwon National Univ.)
email: bgkim@changwon.ac.kr
Received December 15, 2021
Accepted March 4, 2022

Revised January 10, 2022
Published March 31, 2022

1. 서론

한국에서는 재벌기업을 규제하는 수단으로 사익편취 규제대상기업지정제도를 운영하고 있다. 공정거래위원회에서 매년 대규모 기업집단을 소유한 총수일가의 지분율을 기준으로 규제대상기업과 규제사각지대기업을 지정하고 있다. 이러한 규제제도는 총자산 5조원 이상의 기업집단을 대상으로 하고 있다. 소위 재벌이라고 불리는 총수가 있는 기업집단에서 일어날 수 있는 사익편취 행위를 억제하는 것을 목적으로 하고 있다.

정부는 이러한 제도의 운영을 더욱 강화하는 추세를 보이고 있다. 2021년 말부터는 공정거래법 개정안의 시행으로 사익편취규제 대상기업 선정 기준이 상장기업의 경우 지배주주지분율 20 %로 낮아지게 되었다. 그동안 지배주주지분율이 20 % ~ 30 % 미만이어서 규제사각지대기업으로 분류되어 사실상 법적 제재 대상에서 벗어나 있던 기업들도 규제대상에 포함되게 되었다. 2021년 9월 1일 현재 사익편취 규제대상기업은 265개이고, 규제사각지대기업으로 분류된 기업은 444개에 달한다[1].

이와 같은 규제가 시행되는 것은 기업집단을 통제하고 있는 지배가족이 자신들의 이해에 맞게 기업의 의사결정을 주도하려는 사익편취 유인이 존재한다고 보기 때문이다. 즉 대규모 기업집단의 지배주주와 경영에 참여하는 특수관계인들은 기업집단 내 계열사 간의 내부거래(related party transaction)를 이용하여 그들의 사적이익(private benefit)을 추구하고자 하는 유인을 가질 수 있다는 것이다.

한국에서 재벌기업의 특징은 총수뿐만이 아니라 그 2세, 3세 더 나아가 친·인척까지도 경영에 폭넓게 참여하는 가족통제기업의 형태를 띠고 있다. 공정거래위원회에 의하면 2021년 현재 총수가 있는 60개 기업집단의 총수일가가 보유한 평균 지분율은 3.5 % 수준이다. 이렇게 낮은 지분율에도 불구하고 기업집단을 이끌며 절대적인 경영권을 행사하는 총수가 있는 기업집단에서는 총수의 2세, 3세를 비롯한 친·인척들이 경영에 참여하는 것이 일반적이며 이들은 일정부분 기업 경영에 영향력을 행사하고 있다.

이와 같이 지배가족이 존재하여 경영의사결정에 영향을 미치는 가족통제기업에서는 사익편취 유인이 비가족기업에 비해 더 강하게 나타날 수 있다. 이렇게 지배가족이 경영의사결정에 영향을 미치는 가족통제 방식은 어떤 형태로든 기업가치에 영향을 미칠 수밖에 없다. 그러한 관점에서 본 연구에서는 한국기업에서 가족통제가 기업

가치에 미치는 영향과 함께 가족구성원이 직접 경영에 참여하여 기업의 경영의사 결정에 개입하는 과정에서 사익편취 유인을 실현시킬 기회가 있는지, 그렇다면 어떤 형태의 내부거래가 활용될 수 있는가를 분석하고자 한다. 특히 가족통제가 지배주주의 사익편취 유인을 증가시키는가를 확인해 보고자 한다.

본 연구에서 분석대상은 한국거래소 유가증권시장에 상장된 총 6,974개(연도-기업) 기업이다. 분석기간은 2010년부터 2020년까지 총 11개년이다. 내부거래로는 특수관계인 간에 이루어지는 장기공급계약, 자산 및 영업 양수도, 대여금, 지분출자, 신용공여 등 5가지의 거래 형태를 사용한다.

2. 이론적 배경과 가설설정

기업에 있어 내부거래는 기업의 가치에 긍정적 혹은 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 효율적 거래가설(efficient transaction hypothesis)에 따르면 내부거래는 규모의 경제 실현, 거래비용 절감, 경영상의 불확실성 해소 등과 같은 긍정적인 효과를 가져와 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 수 있다. 반면에 이해상충가설(conflict of interests hypothesis)에 따르면 대규모 기업집단을 소유하면서 경영권을 행사하는 지배주주가 계열사 간의 내부거래에 관여함으로써 부당하게 기업의 부를 편취하고 더 나아가 기업가치를 훼손할 수도 있다.

이러한 내부거래와 기업가치의 관계는 기업의 가족통제 여부에 따라 그 영향관계가 달리 나타날 수 있다. 가족통제 여부는 지배주주의 사익편취 유인을 강화시키거나 약화시킬 수 있기 때문이다.

먼저 특정 기업에 지배가족이 존재하는 경우 장기적인 관점에서 기업가치를 최대화하고자 하는 유인을 갖는 특성을 고려해 볼 수 있다[2,3]. 기업을 통제하고 있는 지배주주는 장기적으로 가치를 창출할 수 있는 기회를 희생하면서 단기성과를 얻고자하는 유인이 낮을 수 있다[4]. 즉 가족통제기업은 소유와 경영이 일치하고, 경영권을 승계하는 지배구조적인 특성이 있기 때문에 단기업적보다는 장기존속을 기본목표로 하는 경향을 보이게 된다. 따라서 가족통제기업에서 이루어지는 장기 관점에서의 의사결정은 지배가족에 의한 사익편취 유인을 감소시킬 수 있다. 둘째, 기업에 지배가족이 존재하는 경우, 지배가족은 자신들의 명성(reputation)을 유지하고자 하는 유인을 가질 수 있다. 지배가족의 사익편취가 기업성과

를 감소시키고, 기업실패가 자신들의 명성에 부정적인 영향을 미친다면, 지배가족은 사익편취를 최소화하고자 할 것이다. 이러한 가족통제기업의 특성을 고려한다면 지배주주는 내부거래를 통해 사익편취 하고자 하는 유인이 감소하고, 이는 기업가치의 증가로 나타날 수 있다.

반면에 지배가족의 기업통제는 지배주주의 사익편취 유인을 증가시키는 요인이 될 수도 있다. 지배가족이 주주총회나 이사회에서 자신들이 소유한 지분을 이상의 의사결정권한을 행사할 수 있다면 지배가족은 자신들의 이해에 맞는 의사결정을 하고자 하는 유인이 증가할 수 있다. 기업을 지배하고 있는 지배가족은 자신들의 권한을 이용하여 과도한 보상(경영진 보수, 배당성향)을 추구하거나 내부거래(장기공급계약, 자산 및 영업양수도, 대여금, 지분출자, 신용공여 등) 등을 통해 사적이익을 추구하는 경향이 나타날 수 있다. 김동욱과 김병곤은 한국 가족통제기업에 있어 지배주주는 특수관계인 간 대여금을 통해 터널링을 발생시키고, 이는 기업가치의 하락을 유발한다고 하였다[5].

이상과 같이 가족통제는 지배주주의 사익편취 유인을 강화시키거나 약화시킬 수 있다. 따라서 본 연구에서는 다음과 같은 [가설1]을 설정하여 검증한다. 내부거래가 기업가치에 미치는 영향에 있어 가족통제기업과 가족비통제기업 간에 유의미하게 차이가 있다면 가족통제는 지배주주의 사익편취 유인에 영향을 미친다고 해석할 수 있다.

[가설1] 가족통제는 내부거래를 통한 지배주주의 사익편취 유인을 강화시키거나 약화시킨다.

한편 지배가족의 구성원이 기업의 등기임원이나 미등기임원으로 등록하여 직접 경영에 참여하는 경영참여형 가족통제기업(family involvement firm)은 지배가족이 없거나 지배가족의 구성원이 경영에 참여하지 않는 가족 비참여형 기업(family non-involvement firm)에 비해 더 직접적으로 가족통제의 효과가 나타날 수 있다. 이는 지배주주의 사익편취 유인에도 더 큰 영향을 미칠 수 있다.

이러한 관계가 실제 존재하는가를 확인해 보기 위하여 다음과 같은 [가설2]를 설정하여 검증한다. 지배가족 구성원의 경영참여 여부가 내부거래와 기업가치 간의 관계에 유의하게 영향을 미치는 것으로 나타난다면 이는 지배가족의 경영 참여가 지배주주의 사익편취 유인에 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

[가설2] 지배가족 구성원의 경영 참여는 내부거래를 통한 지배주주의 사익편취 유인을 강화시키거나 약화시킨다.

3. 실증분석방법 및 분석대상변수의 측정

3.1 분석대상 기간 및 표본의 선정

본 연구의 분석대상 기간은 2010년부터 2020년까지 총 11개년이다. 2010년 이후기간은 2008년 발생한 글로벌 금융위기의 영향에서 벗어난 기간으로, 한국정부에 의해 사익편취규제제도가 시행(2014년)된 기간을 포함하고 있다.

분석대상기업은 한국거래소 유가증권시장(KOSPI)에 상장된 기업 중에서 비금융업종 기업으로 계열사가 있는 12월 결산법인들이다. 표본은 총 6,974개(연도-기업)기업이다. 표본자료의 극단치(outlier)에 의해 실증결과가 왜곡되는 것을 최소화하기 위하여 각 변수의 상·하 3%를 대상으로 윈저방법으로 조정(winsorizing)하였다. 기업재무 관련 자료는 NICE평가정보(주)의 KIS-VALUE와 FnGuide의 DataGuide, 금융감독원 전자공시시스템에서 제공하는 각 기업의 사업보고서 등에서 수집하였다. 통계패키지는 STATA 16.0을 사용하였다.

3.2 변수의 측정

3.2.1 기업가치

기업가치의 대응변수(MB)로는 기업의 장부가치 대비 시장가치비율(market to book value, MB)을 사용한다. MB비율은 기업이 보유하고 있는 자산의 장부가치에 대비하여 시장에서 평가받는 시장가치의 비율로서 $\{(자기자본의 시장가치+부채)/총자산\}$ 으로 계산한다. 여기서 자기자본의 시장가치는 기업이 발행한 주식수에 주가를 곱한 시가총액으로 계산한다.

3.2.2 가족통제기업더미변수

본 연구에서 가족통제기업 여부를 나타내는 더미변수로서 가족통제기업더미변수(Family)를 사용한다. 가족통제기업으로 분류되는 기업에 더미값 1을 부여한다.

가족통제기업 여부는 선행연구와 한국의 기업 현실 등을 고려하여 다음 세 가지 조건 중에서 하나 이상에 해당하는 경우 가족통제기업으로 분류한다[6,7]. 첫째, 단일 지배가족이 해당기업의 의결권을 50% 이상 보유하고 있

는 경우이다. 이때 지배가족의 의결권은 최대주주 본인과 친인척의 소유지분을 합한 것이다. 지배가족의 지분율이 50% 이상인 기업은 지배가족이 그 기업을 실질적으로 지배하고, 그 가족의 통제 하에 경영활동이 이루어지고 있다고 볼 수 있다.

둘째, 지배가족 구성원이 등기임원이나 미등기 임원으로 등재되어 경영에 참여하고 있는 경우이다. 지배가족 구성원이 직접적으로 경영에 참여하고 있는 경우에는 지분율 수준에 상관없이 기업을 실질적으로 통제하고 지배하는 경우가 많다.

셋째, 총수가 있는 대규모 기업집단의 계열사인 경우이다. 한국에서는 대규모 기업집단의 계열사는 비록 전문경영인이 경영을 하고 있더라도 실질적인 의사결정은 지배주주인 총수에 의해 통제를 받는 경향이 있기 때문이다[5].

3.2.3 지배가족 경영참여 더미변수

본 연구에서는 지배가족 구성원의 직접적인 경영참여가 지배주주의 사익편취 유인에 영향을 미치는가를 분석한다. 이를 위해 본 연구에서는 지배가족 경영참여 더미변수(*Fam_Mgt*)를 사용한다. 지배가족 경영참여 더미변수(*Fam_Mgt*)는 지배가족 구성원이 기업의 경영활동에 직접적으로 참여하고 있는 경우에 1의 값을 갖는 변수이다. 즉 가족통제기업을 분류하는 기준 중에서 두 번째 조건에 의해 가족통제기업으로 분류된 기업에 더미값 1이 부여된다. 그 외의 기업에는 0의 값이 부여된다.

3.2.4 내부거래변수

지배주주는 사익편취를 실현시키기 위해 여러 가지 형태의 내부거래를 그 수단으로 동원할 수 있다. 예를 들어 계열사 간의 상품과 서비스 거래에서 이전가격을 조정하거나 자산 및 영업 양수도 거래, 대여금, 지분출자, 채무보증, 담보제공 등을 통해 자신의 사적 이익을 증가시킬 수 있는 방향으로 부(wealth)를 이전시킬 수 있다.

본 연구에서는 지배주주의 사익편취 수단으로 활용될 수 있는 여러 가지 내부거래 형태 중에서 특정 기업이 그 기업과 특수관계에 있는 회사 또는 개인과 실시한 상품 및 서비스의 장기공급계약, 자산 및 영업 양수도, 대여금, 지분출자, 신용공여 등 다섯 가지 수단을 내부거래의 대용변수로 사용한다.

상품과 서비스 장기공급계약변수(*In_Ltc*)는 기업이 특수관계인과 장기공급계약을 체결한 금액을 매출액으로

나는 비율(=장기공급계약금액/매출액)을 사용한다. 자산 및 영업 양수도변수(*In_Abt*)는 기업이 특수관계인과 자산 및 영업 양수도 거래를 한 금액을 총자산으로 나누는 비율(=자산 및 영업 양수도 금액/총자산)을 사용한다. 대여금변수(*In_Loan*)는 기업이 특수관계인에게 대여한 금액을 총자산으로 나누는 비율(=대여금/총자산)을 사용한다. 지분출자변수(*In_Equity*)는 기업이 특수관계인에게 지분출자한 금액을 총자산으로 나누는 비율(=출자금액/총자산)을 사용한다. 채무보증이나 담보제공과 같은 신용공여변수(*In_Credit*)는 기업이 특수관계인에게 제공한 신용공여 금액을 총자산으로 나누는 비율(=채무보증 및 담보제공금액/총자산)을 사용한다.

3.2.5 통제변수

내부거래와 기업가치 간의 관계를 분석하는데 있어 이에 영향을 미치는 요인들은 다양하게 존재할 수 있다. 본 연구에서는 기업지배구조 수준, 외국인지분율, 기업규모, 수익성, 성장성, 안정성, 산업더미와 같은 요인을 통제변수로 사용하여 분석한다.

기업의 지배구조 수준이 높으면 그렇지 않은 기업에 비해 지배주주에 의한 사익편취 유인이 상대적으로 낮을 것으로 예상할 수 있다. 기업지배구조 수준변수(*Govern*)는 한국지배구조원이 매년 발표하는 지배구조 부문의 평가등급을 사용하여 2010과 2011년은 A+등급 이상, 2012년 이후는 A등급 이상에 해당하는 기업을 우량한 지배구조기업으로 분류하여 더미값 1을 부여한다.

외국인투자자는 기업의 외부에서 경영진의 경영활동과 그에 따른 성과를 감시하는 주요한 주체 중의 하나라고 할 수 있다. 외국인투자자의 지분율이 높으면 효율적 감시 기제가 작동하여 경영자로 인해 발생하는 대리인 문제가 축소될 수 있다. 따라서 외국인지분율이 높으면 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 외국인지분율변수(*Foreign*)는 기업이 발행한 보통주식 중에서 외국인투자자가 보유하고 있는 비율(=외국인 보유 주식수/발행주식수)로 측정한다.

기업규모가 크다는 것은 내부능력의 축적이 높은 것으로 볼 수 있고, 기업규모의 확대는 규모의 경제효과를 기대할 수 있어 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 기업규모가 커지면 대리인비용의 발생 가능성도 높아지고, 지배주주가 부를 이전시킬 수 있는 다양한 수단들을 활용할 수 있어 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수도 있다. 기업규모변수(*Size*)는 총자산에 자연로그를

취한 값(=ln 총자산)으로 측정한다.

수익률이 높은 기업은 시장에서 좋은 평가를 받을 수 있으므로 기업가치와 정(+)의 관계가 예상된다. 그런데 터널링 관점에서 보면 수익성이 높은 기업은 사업 경쟁력이 높기 때문일 수도 있지만, 특수관계에 있는 계열기업과의 내부거래 과정에서 당해기업에 유리하도록 거래 조건을 설정함으로써 다른 기업의 부가 이전된 결과일 수도 있다. 수익성의 대응변수(*ROA*)로는 영업이익을 총자산으로 나눈 총자산영업이익률(=영업이익/총자산)을 사용한다.

기업의 성장성이 높다는 것은 그만큼 수익을 창출할 기회가 많다는 것을 뜻하기 때문에 기업가치에는 긍정적인 영향을 미친다. 그러나 지배주주에 의한 부의 이전 기회 또한 증가할 수 있다. 성장성의 대응변수(*Growth*)로는 매출액증가율(=(당해년도 매출액-전년도 매출액)/전년도 매출액)을 사용한다.

기업 안정성의 측정지표로 레버리지비율을 사용한다. 레버리지비율이 높으면 기업의 재무위험이 증가하여 기업의 안정성이 낮고, 재무적 곤경을 겪을 가능성이 높음을 시사한다. 이 경우 레버리지비율과 기업가치 간에는 부(-)의 영향관계로 나타날 수 있다. 그러나 부채조달이 경영진의 대리인문제를 감소시키는 규율효과를 발휘한다면 지배주주에 의한 터널링 목적의 내부거래는 감소되어 레버리지비율과 기업가치 간에는 정(+)의 영향관계로 나타날 수도 있다. 레버리지비율(*Leverage*)은 총자산 중에서 부채가 차지하는 비율(=총부채/총자산)로 측정한다.

산업터미변수(*IndD*)는 표본기업을 표준산업분류기준에 따라 17개 업종으로 분류하고, 표본기업이 속하는 해당업종에 터미값 1을 부여한다.

3.3 실증분석 방법 및 모형

[가설 1] '가족통제는 지배주주의 사익편취 유인을 강화시키거나 약화시킨다'를 분석하기 위하여 Eq. (1)과 같은 분석 모형을 설정한다. 종속변수는 기업가치변수(*MB*)이고, 설명변수는 내부거래변수(*In Trade*)와 가족통제기업터미변수(*Family*)이다.

Eq. (1)에서 내부거래변수(*In Trade*)의 회귀계수 β_1 은 가족 비통제기업(*Family* = 0)에서 내부거래가 기업가치에 미치는 영향을 나타낸다. 가족통제기업터미변수(*Family*)의 회귀계수 β_2 는 가족통제가 기업가치에 미치는 직접적인 영향을 나타낸다. 회귀계수 β_2 가 통계적으로 유의한 정(+) 또는 부(-)의 값을 나타낸다면 가족

통제가 기업가치를 증가시키거나 감소시키는 것으로 해석할 수 있다.

또한 내부거래와 기업가치 간의 관계에 가족통제가 조절역할을 하는가를 확인하기 위하여 가족통제기업터미변수(*Family*)와 내부거래변수(*In Trade*)의 상호작용항(*Family* × *In Trade*)을 추가한다. 상호작용변수(*Family* × *In Trade*)의 회귀계수(γ_1)가 통계적으로 유의미한 값을 갖는다면 내부거래와 기업가치 간의 관계에 가족통제가 영향을 미친다고 해석할 수 있다.

Eq. (1)에서 ($\beta_1 + \gamma_1$)은 가족통제기업(*Family* = 1)의 기업가치에 대한 내부거래의 영향을 나타낸다. 회귀계수 γ_1 이 유의한 부(-)의 값을 갖는다면, ($\hat{\beta}_1 + \hat{\gamma}_1$) < $\hat{\beta}_1$ 이 된다. 이는 내부거래가 기업가치에 미치는 영향에 가족통제가 부(-)의 영향을 미친다는 의미로, 가족통제가 지배주주의 사익편취 유인을 강화시키는 것으로 해석할 수 있다.

$$MB_{it} = \alpha_0 + (\beta_1 + \gamma_1 Family_{it}) In Trade_{it} + \beta_2 Family_{it} + \beta_3 Govern_{it} + \beta_4 Foreign_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 Leverage_{it} + \sum_{j=9}^{24} \beta_j (IndD_{j-8})_{it} + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

단,

<i>MB</i>	: 기업가치(=자기자본의 시장가치+부채의 장부 가치)/총자산
<i>In Trade</i>	: 내부거래
(1) <i>In_Ltc</i>	: 장기공급계약(=장기공급계약금액/매출액)
(2) <i>In_Abt</i>	: 자산 및 영업 양수도(=자산 및 영업 양수도 금액/총자산)
(3) <i>In_Loan</i>	: 대여금(=대여금/총자산)
(4) <i>In_Equity</i>	: 지분출자(=출자금액/총자산)
(5) <i>In_Credit</i>	: 신용공여(=(채무보증+담보제공금액)/총자산)
<i>Family</i>	: 가족통제기업터미(가족통제기업=1, 기타=0)
<i>Family</i> × <i>In Trade</i>	: 가족통제기업터미와 내부거래 간의 상호작용
<i>Govern</i>	: 기업지배구조 수준(우량=1, 기타=0)
<i>Foreign</i>	: 외국인지분율(=외국인보유주식수/발행주식 수)
<i>Size</i>	: 기업규모(=ln총자산)
<i>ROA</i>	: 총자산영업이익률(=영업이익/총자산)
<i>Growth</i>	: 매출액증가율(=(당해년도 매출액-전년도매출액)/전년도 매출액)
<i>Leverage</i>	: 레버리지비율(=총부채/총자산)
<i>IndD</i>	: 산업터미(해당업종=1, 기타=0)
η_i	: <i>i</i> 기업특성효과
λ_t	: <i>t</i> 기의 시간특성효과
ε_{it}	: 나머지 오차

Eq. (1)에서 기업특성을 통제하기 위한 변수로는 기업 지배구조수준(*Govern*), 외국인지분율(*Foreign*), 기업 규모(*Size*), 총자산영업이익률(*ROA*), 매출액증가율(*Growth*), 레버리지비율(*Leverage*), 산업터미(*IndD*)

와 같은 요인들을 포함시킨다. 오차항은 기업특성효과(firm specific effect)와 시간특성효과(time specific effect)를 복합적으로 반영할 수 있도록 기업효과(η_i), 시간효과(λ_t), 나머지 오차(ε_{it})로 나누어 모형에 포함시킨다. 이를 통해 표본자료가 가지고 있는 관찰할 수 없는 이질성 문제(unobservable heterogeneity problem)와 회귀변수간의 잠재적 내생성 문제(potential endogeneity problem)로 인해 발생될 수 있는 편의 추정(biased estimates)문제가 회피될 수 있다.

[가설2]를 검증하기 위하여 Eq. (2)와 같은 분석모형을 설정한다. 종속변수는 기업가치변수(MB)이고, 설명변수는 내부거래변수($InTrade$)와 지배가족 경영참여 더미변수(Fam_Mgt)이다. 다른 변수들은 Eq. (1)과 동일하다. 다만 Eq. (2)에서는 가족통제기업더미변수($Family$) 대신에 지배가족 경영참여 더미변수(Fam_Mgt)가 포함되었다.

Eq. (2)에서 내부거래변수($InTrade$)의 회귀계수 β_1 은 지배가족이 경영에 참여하지 않는 기업($Fam_Mgt = 0$)에서 내부거래가 기업가치에 미치는 영향을 나타낸다. 지배가족 경영참여 더미변수(Fam_Mgt)의 회귀계수 β_2 는 지배가족 경영참여 여부가 기업가치에 미치는 직접적인 영향을 나타낸다. 회귀계수 β_2 가 통계적으로 유의한 정(+) 또는 부(-)의 값을 나타낸다면 지배가족 구성원의 경영참여는 기업가치를 증가시키거나 감소시키는 것으로 해석할 수 있다.

또한 내부거래와 기업가치 간의 관계에 지배가족 경영참여 여부가 조절역할을 하는가를 확인하기 위하여 지배가족 경영참여 더미변수(Fam_Mgt)와 내부거래변수($InTrade$)의 상호작용항($Fam_Mgt \times InTrade$)을 추가한다. 상호작용변수($Fam_Mgt \times InTrade$)의 회귀계수(γ_1)가 통계적으로 유의미한 값을 갖는다면 내부거래와 기업가치 간의 관계에 지배가족 구성원의 경영참여가 영향을 미친다고 해석할 수 있다.

Eq. (2)에서 $(\beta_1 + \gamma_1)$ 은 지배가족 경영참여기업($Fam_Mgt = 1$)의 기업가치에 대한 내부거래의 영향을 나타낸다. 회귀계수 γ_1 이 유의한 부(-)의 값을 갖는다면, $(\hat{\beta}_1 + \hat{\gamma}_1) < \hat{\beta}_1$ 이 된다. 이는 내부거래가 기업가치에 미치는 영향에 지배가족 구성원 경영참여가 부(-)의 영향을 미친다는 의미로, 지배가족 구성원의 경영참여가 지배주주의 사익편취 유인을 강화시키는 것으로 해석할 수 있다.

$$MB_{it} = \alpha_0 + (\beta_1 + \gamma_1 Fam_Mgt_{it}) InTrade_{it} + \beta_2 Fam_Mgt_{it} + \beta_3 Govern_{it} + \beta_4 Foreign_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 Leverage_{it} + \sum_{j=9}^{24} \beta_j (IndD_{j-8})_{it} + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Fam_Mgt : 지배가족 경영참여 더미변수(지배가족 경영참여 기업=1, 기타=0)

$Fam_Mgt \times InTrade$: 지배가족 경영참여 더미와 내부거래 간의 상호작용

4. 기술통계량 및 실증분석결과

4.1 각 변수의 기술통계량

Table 1은 각 변수의 기술통계량을 나타낸 것이다. 기업가치(MB)는 최소 0.4581배, 최대 3.4217배이며, 평균은 1.1452배이다. 장기공급계약형태의 내부거래(In_Ltc)는 매출액 대비 최소 0.00 %, 최대 64.83 %이고, 평균은 5.05 %이다. 자산 및 영업 양수도형태의 내부거래(In_Abt)는 총자산 대비 최소 0.00 %, 최대 4.11 %이고, 평균은 0.18 %이다. 대여금형태의 내부거래(In_Loan)는 총자산 대비 최소 0.00 %, 최대 7.65 %이고, 평균은 0.52 %이다. 지분출자형태의 내부거래(In_Equity)는 총자산 대비 최소 0.00 %, 최대 30.00 %이고, 평균은 2.21 %이다. 신용공여형태의 내부거래(In_Credit)는 총자산 대비 최소 0.00 %, 최대 38.73 %이고, 평균은 4.20 %이다. 가족통제기업더미변수($Family$)는 평균 0.8636으로써 전체표본의 86.36 %가 가족통제기업임을 보여주고 있다.

기업특성 통제변수에서 지배구조 수준변수($Govern$)는 평균 0.0549로, 전체표본의 5.49 %가 우량한 지배구조기업으로 분류되었다. 외국인지분율($Foreign$)은 최소 0.00 %, 최대 89.73 %이고, 평균은 10.04 %이다. 기업규모($Size$)평균은 26.9190이고, 수익성을 나타내는 총자산영업이익률(ROA)의 평균은 3.45 %이다. 성장성을 보여주는 매출액증가율($Growth$)의 평균은 4.36 %이고, 안정성을 나타내는 레버리지비율($Leverage$)의 평균은 40.89 %이다.

Table 1에서 가족통제기업과 가족비통제기업을 구분하여 각 변수의 평균차이를 분석한 결과를 보면, 내부거래 중에서 대여금(In_Loan), 지분출자(In_Equity), 신용공여(In_Credit)가 유의한 차이를 보이고 있다. 통제변수에서는 기업규모($Size$), 총자산영업이익률(ROA), 레버리지비율($Leverage$)에서 유의한 차이를 보이고 있다.

Table 1. Descriptive Statistics

variables	All observations				mean, family involvement firms	mean, non-family involvement firms	mean diff. <i>t</i> -value
	mean	std.dev	min.	max.			
<i>MB</i>	1.1452	0.6365	0.4581	3.4217	1.1367	1.1990	2.80***
<i>In_Ltc</i>	0.0505	0.1451	0.0000	0.6483	0.0504	0.0511	0.13
<i>In_Abt</i>	0.0018	0.0078	0.0000	0.0411	0.0019	0.0015	-1.27
<i>In_Loan</i>	0.0052	0.0162	0.0000	0.0765	0.0049	0.0065	2.72***
<i>In_Equity</i>	0.0221	0.0660	0.0000	0.3000	0.0234	0.0140	-4.04***
<i>In_Credit</i>	0.0420	0.0908	0.0000	0.3873	0.0430	0.0357	-2.30**
<i>Family</i>	0.8636	0.3431	0.0000	1.0000	-	-	-
<i>Govern</i>	0.0549	0.2278	0.0000	1.0000	0.0532	0.0651	1.49
<i>Foreign</i>	0.1004	0.1311	0.0000	0.8973	0.1015	0.0939	-1.64
<i>Size</i>	26.9190	1.4131	24.5645	30.3768	26.9531	26.7031	-5.08***
<i>ROA</i>	0.0345	0.0510	-0.0950	0.1536	0.0353	0.0289	-3.06***
<i>Growth</i>	0.0436	0.2102	-0.3874	0.7001	0.0442	0.0397	-0.61
<i>Leverage</i>	0.4089	0.2050	0.0498	0.8200	0.4004	0.4631	8.81***

Note: All observations are 6,974 including 6,023 of family involvement firms and 951 of non-family involvement firms.
 ***, **, and * denote 1%, 5%, and 10% significance level respectively.

Table 2. Pearson Correlation Coefficients

	<i>MB</i>	<i>In_Ltc</i>	<i>In_Abt</i>	<i>In_Loan</i>	<i>In_Equity</i>	<i>In_Credit</i>	<i>Family</i>	<i>Govern</i>
<i>MB</i>	1.0000							
<i>In_Ltc</i>	0.0290**	1.0000						
<i>In_Abt</i>	0.0126	0.0649***	1.0000					
<i>In_Loan</i>	-0.0065	0.0235*	0.0141	1.0000				
<i>In_Equity</i>	-0.0466***	0.0552***	-0.0170	0.1214***	1.0000			
<i>In_Credit</i>	-0.0809***	0.0454***	0.0408***	0.1927***	0.2316***	1.0000		
<i>Family</i>	-0.0336***	-0.0017	0.0152	-0.0326***	0.0484***	0.0277**	1.0000	
<i>Govern</i>	0.0190	0.0655***	0.0633***	-0.0309***	-0.0138	0.0154	-0.0179	1.0000
<i>Foreign</i>	0.1541***	0.0767***	0.0441	-0.0537***	-0.0492***	-0.0446***	0.0197	0.2283***
<i>Size</i>	-0.0148	0.1345***	0.0927***	-0.0456***	-0.0096	0.0851***	0.0607***	0.3479***
<i>ROA</i>	0.1793***	-0.0024	-0.0053	-0.0834***	-0.0453***	-0.0612***	0.0431***	0.0440***
<i>Growth</i>	0.1146***	-0.0183	0.0213*	-0.0184	-0.0200	-0.0170	0.0073	-0.0273**
<i>Leverage</i>	0.0042	-0.0252**	0.0219*	0.1091***	0.0233*	0.1461***	-0.1050***	0.0042

	<i>Foreign</i>	<i>Size</i>	<i>ROA</i>	<i>Growth</i>	<i>Leverage</i>
<i>Foreign</i>	1.0000				
<i>Size</i>	0.4975***	1.0000			
<i>ROA</i>	0.2308***	0.1681***	1.0000		
<i>Growth</i>	0.0191	0.0098	0.2984***	1.0000	
<i>Leverage</i>	-0.1431***	0.1563***	-0.1742***	-0.0016	1.0000

Note: ***, **, and * denote 1%, 5%, and 10% significance level respectively.

Table 2는 각 변수 간 상관관계를 나타낸 것이다. 여기서 장기공급계약(*In_Ltc*)형태의 내부거래는 기업가치와 유의한 정(+)의 상관관계를, 지분출자(*In_Equity*) 및 신용공여(*In_Credit*)형태의 내부거래는 기업가치(*MB*)와 유의한 부(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 이들 지분출자와 신용공여 형태의 내부거래가 부(-)의 상관관계를 나타내는 것은 특수관계인에 대한 지분출자와 신용공여가 지배주주의 사익편취 목적으로 이루어질 가능성을 보여주는 것으로 이해할 수 있다.

분석 모형의 다중공선성을 확인한 결과 각 변수의 분산팽창계수(VIF)는 1.11~8.87로써 통계적으로 허용되는 범위 내에 있는 것으로 나타났다.

4.2 실증분석결과

4.2.1 가족통제가 지배주주의 사익편취 유인에 미치는 영향 분석결과

Table 3은 가족통제가 지배주주의 사익편취 유인에 미치는 영향을 분석하기 위하여 전체 표본에 대해 Eq. (1) 모형으로 분석한 결과이다. Table 3에서 내부거래변수(*In_Trade*)의 회귀계수(β_1)를 보면, 장기공급계약(*In_Ltc*)은 0.0853($t=0.82$), 자산 및 영업 양수도(*In_Abt*)는 0.6750($t=0.38$), 대여금(*In_Loan*)은 -0.0284($t=-0.03$), 지분출자(*In_Equity*)는 0.2160($t=0.71$)으로 기업가치(*MB*)와 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 그러나 신용공여 형태의 내부거래(*In_Credit*)에서는 회귀계수가 0.4431($t=2.46$)로써 기업가치(*MB*)와 유의한 정(+)의 영향관계를 나타내고 있다.

이는 가족통제기업더미변수가 0의 값을 갖는 기업(*Family* = 0) 즉 가족비통제기업에서 신용공여 형태의 내부거래는 기업가치를 증가시키는 요인이 된다는 것을 의미한다. 지배가족에 의해 통제되지 않는 기업의 경우에 계열사에 대한 신용공여는 계열사들의 원활한 자금조달을 지원함으로써 기업집단 전체의 리스크를 감소시키고, 이는 신용을 공여하는 기업의 가치에도 긍정적으로 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다.

기업가치에 대한 가족통제의 직접적인 영향을 나타내는 가족통제기업더미변수(*Family*)의 회귀계수(β_2)를 보면, (1)~(5)모형 모두에서 유의한 정(+)의 영향관계를 보이고 있다. 이는 한국기업에서 지배가족에 의한 기업 통제는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다. 지배가족에 의한 장기관점의 경영활동과 소유와

경영의 일치에 따른 대리인 문제의 감소가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다.

한편 Table 3에서 가족통제와 내부거래의 상호작용을 나타내는 *Family* × *In_Trade* 변수의 회귀계수(γ_1)를 보면, 장기공급계약(*In_Ltc*), 자산 및 영업 양수도(*In_Abt*), 지분출자(*In_Equity*)관련 상호작용변수의 회귀계수는 각각 0.0943($t=0.81$), -1.6681($t=-0.70$), -0.2118($t=-0.67$)로 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 그러나 대여금(*In_Loan*)과 신용공여(*In_Credit*)관련 상호작용변수의 회귀계수는 각각 -1.7524($t=-1.79$), -0.6167($t=-3.13$)로 유의한 부(-)의 영향관계로 나타나고 있다.

이는 내부거래(대여금과 신용공여 형태)와 기업가치 간의 관계에 있어 가족통제가 조절효과를 갖는다는 것을 의미한다. 즉 한국기업에 있어 가족통제라는 요소는 내부거래(대여금과 신용공여 형태)가 기업가치에 미치는 영향에 부정적인 효과를 더하는 것으로 이해할 수 있다. 지배가족에 의해 기업이 통제되는 경우 내부거래(대여금과 신용공여 형태)를 통한 지배주주의 사익편취 유인이 증가하기 때문으로 보인다.

이러한 영향관계는 Table 3의 (3)모형과 (5)모형에서 가족통제기업(*Family* = 1)과 가족비통제기업(*Family* = 0)의 회귀계수를 비교해 보아도 확인할 수 있다. 먼저 (3)모형에서 대여금변수(*In_Loan*)의 회귀계수 β_1 과 상호작용변수(*Family* × *In_Loan*)의 회귀계수 γ_1 의 합($\beta_1 + \gamma_1$) 즉 가족통제기업(*Family* = 1)의 회귀계수값 -1.7808($= -0.0284 - 1.7524$)은 가족통제가 이루어지지 않는 기업(*Family* = 0)의 회귀계수(β_1) 값 -0.0284보다 작다는 것을 확인할 수 있다. (5)모형에서도 신용공여변수(*In_Credit*)의 회귀계수 β_1 과 상호작용변수(*Family* × *In_Credit*)의 회귀계수 γ_1 의 합($\beta_1 + \gamma_1$)인 가족통제기업(*Family* = 1)의 회귀계수값 -0.1736($= 0.4431 - 0.6167$)은 가족비통제기업(*Family* = 0)의 회귀계수(β_1) 값 0.4431보다 작게 나타나고 있다.

이상의 결과를 종합해 보면 내부거래(대여금과 신용공여)와 기업가치와의 관계에서 가족통제기업은 가족비통제기업에 비해 부정적인 영향이 더 가산되어 나타난다는 것을 알 수 있다. 즉 가족통제는 내부거래를 통한 지배주주의 사익편취 유인을 강화시키는 방향으로 작용하는 것으로 이해할 수 있다. 이는 [가설1]이 지지되는 결과로 해석할 수 있다.

Table 3. Results of regression analysis of the relationship change between internal transactions and corporate value according to the family involvement

Model	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>In_Itc</i>	0.0853 (0.82)				
<i>In_Abt</i>		0.6750 (0.38)			
<i>In_Loan</i>			-0.0284 (-0.03)		
<i>In_Equity</i>				0.2160 (0.71)	
<i>In_Credit</i>					0.4431** (2.46)
<i>Family</i>	0.0482** (2.41)	0.0571*** (2.92)	0.0656*** (3.26)	0.0583*** (2.91)	0.0780*** (3.78)
<i>Family</i> × <i>In_Itc</i>	0.0943 (0.81)				
<i>Family</i> × <i>In_Abt</i>		-1.6681 (-0.70)			
<i>Family</i> × <i>In_Loan</i>			-1.7524* (-1.79)		
<i>Family</i> × <i>In_Equity</i>				-0.2118 (-0.67)	
<i>Family</i> × <i>In_Credit</i>					-0.6167*** (-3.13)
<i>Govern</i>	-0.1312*** (-4.60)	-0.1319*** (-4.63)	-0.1317*** (-4.62)	-0.1317*** (-4.62)	-0.1308*** (-4.59)
<i>Foreign</i>	0.8485*** (8.21)	0.8420*** (8.15)	0.8295*** (8.02)	0.8435*** (8.16)	0.8410*** (8.14)
<i>Size</i>	-0.0315 (-1.60)	-0.0294 (-1.49)	-0.0289 (-1.47)	-0.0295 (-1.50)	-0.0283 (-1.44)
<i>ROA</i>	1.5359*** (10.30)	1.5281*** (10.23)	1.5329*** (10.27)	1.5280*** (10.23)	1.5320*** (10.27)
<i>Growth</i>	0.0268 (1.05)	0.0245 (0.96)	0.0228 (0.89)	0.0244 (0.95)	0.0242 (0.95)
<i>Leverage</i>	0.2649*** (4.67)	0.2642*** (4.64)	0.2690*** (4.73)	0.2634*** (4.63)	0.2641*** (4.64)
<i>IndD</i>	included	included	included	included	included
Constant	1.7040*** (3.24)	1.6500*** (3.14)	1.6361*** (3.11)	1.6508*** (3.13)	1.6050*** (3.05)
<i>g</i> statistics	8832.77***	8783.09***	8776.67***	8757.50***	8734.51***
<i>m</i> statistics	114.75***	110.78***	130.72***	116.13***	135.65***
Model	fixed effect	fixed effect	fixed effect	fixed effect	fixed effect
No. of observations	6,974	6,974	6,974	6,974	6,974
<i>F</i> -value	31.39***	29.89***	31.19***	29.84***	31.01***
<i>R</i> ²	0.0431	0.0412	0.0429	0.0411	0.0427

Note : ***, **, and * denote 1%, 5%, and 10% significance level respectively. Numbers in () denote *t*-value. Model (1) through (5) represents the respective internal transactions substituting *InTrade* of Eq. (1).

4.2.2 지배가족 경영참여가 지배주주의 사익편취 유인에 미치는 영향 분석결과

Table 4는 지배가족 구성원의 경영참여가 지배주주의 사익편취 유인에 미치는 영향을 분석하기 위하여 Eq. (2)모형으로 분석한 결과이다. Table 4에서 내부거래변수

(*InTrade*)의 회귀계수(β_1)를 보면, 자산 및 영업 양수도 (*In_Abt*)는 0.2129($t=0.15$), 대여금(*In_Loan*)은 0.1269 ($t=0.17$), 지분출자(*In_Equity*)는 0.2494($t=0.96$)로 기업가치(*MB*)와 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 그

Table 4. Results of regression analysis of the relationship change between internal transactions and corporate value in case that members of the controlling family exert their influence over the management decision making process.

Model	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>In_Ltc</i>	0.1719** (2.01)				
<i>In_Abt</i>		0.2129 (0.15)			
<i>In_Loan</i>			0.1269 (0.17)		
<i>In_Equity</i>				0.2494 (0.96)	
<i>In_Credit</i>					0.3561** (2.48)
<i>Fam_Mgt</i>	0.0445** (2.44)	0.0476*** (2.66)	0.0584*** (3.20)	0.0506*** (2.77)	0.0697*** (3.70)
<i>Fam_Mgt</i> × <i>In_Ltc</i>	-0.0133 (-0.13)				
<i>Fam_Mgt</i> × <i>In_Abt</i>		-1.1799 (-0.52)			
<i>Fam_Mgt</i> × <i>In_Loan</i>			-2.1543** (-2.28)		
<i>Fam_Mgt</i> × <i>In_Equity</i>				-0.2630 (-0.94)	
<i>Fam_Mgt</i> × <i>In_Credit</i>					-0.5824*** (-3.47)
<i>Govern</i>	-0.1327*** (-4.66)	-0.1333*** (-4.67)	-0.1329*** (-4.66)	-0.1318*** (-4.62)	-0.1309*** (-4.59)
<i>Foreign</i>	0.8385*** (8.12)	0.8357*** (8.08)	0.8189*** (7.92)	0.8384*** (8.11)	0.8394*** (8.13)
<i>Size</i>	-0.0298 (-1.52)	-0.0279 (-1.42)	-0.0273 (-1.39)	-0.0278 (-1.41)	-0.0293 (-1.49)
<i>ROA</i>	1.5405*** (10.32)	1.5300*** (10.24)	1.5393*** (10.31)	1.5312*** (10.26)	1.5353*** (10.29)
<i>Growth</i>	0.0272 (1.06)	0.0248 (0.97)	0.0232 (0.91)	0.0246 (0.96)	0.0245 (0.95)
<i>Leverage</i>	0.2663*** (4.69)	0.2651*** (4.66)	0.2714*** (4.77)	0.2648*** (4.65)	0.2697*** (4.74)
<i>IndD</i>	included	included	included	included	included
Constant	1.6645*** (3.17)	1.6215*** (3.08)	1.6022*** (3.05)	1.6139*** (3.07)	1.6428*** (3.13)
<i>g</i> statistics	8909.84***	8861.02***	8861.49***	8848.70***	8820.58***
<i>m</i> statistics	95.88***	95.75***	107.30***	102.19***	114.64***
Model	fixed effect	fixed effect	fixed effect	fixed effect	fixed effect
No. of observations	6,974	6,974	6,974	6,974	6,974
<i>F</i> -value	31.17***	29.71***	31.29***	29.74***	31.13***
<i>R</i> ²	0.0429	0.0409	0.0430	0.0410	0.0428

Note: ***, **, and * denote 1%, 5%, and 10% significance level respectively. Numbers in () denote *t*-value.

Model (1) through (5) represents the respective internal transactions substituting *InTrade* of Eq. (2).

러나 장기공급계약(*In_Ltc*)과 신용공여(*In_Credit*) 형태의 내부거래에서는 회귀계수가 각각 0.1719($t=2.01$)와 0.3561($t=2.48$)로써 기업가치(*MB*)와 유의한 정(+)의 영향관계를 나타내고 있다.

이는 지배가족 경영참여더미변수가 0의 값을 갖는 기업(*Fam_Mgt* = 0) 즉 지배가족의 구성원이 경영에 참여하지 않는 기업에서 장기공급계약과 신용공여 형태의 내부거래는 기업가치를 증가시키는 요인이 된다는 것을 의미한다. 지배가족의 구성원이 경영에 참여하지 않는

기업의 경우에 계열사와의 장기공급계약이나 신용공여는 계열사들의 사업활동이나 원활한 자금조달을 지원함으로써 기업집단 전체의 성과를 향상시키고 리스크를 감소시킴으로써 이러한 내부거래를 실행한 기업의 가치에도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다.

지배가족 구성원의 경영참여가 기업가치에 미치는 직접적인 영향을 나타내는 지배가족 경영참여더미변수(*Fam_Mgt*)의 회귀계수(β_2)를 보면, (1)~(5)모형 모두에서 유의한 정(+)의 영향관계를 보이고 있다. 이는 한

국기업에서 지배가족 구성원의 경영참여는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다.

한편 Table 4에서 지배가족 경영참여와 내부거래의 상호작용을 나타내는 $Fam_Mgt \times InTrade$ 변수의 회귀계수(γ_1)를 보면, 장기공급계약(In_Ltc), 자산 및 영업양수도(In_Abt), 지분출자(In_Equity)관련 상호작용변수의 회귀계수는 각각 $-0.0133(t=-0.13)$, $-1.1799(t=-0.52)$, $-0.2630(t=-0.94)$ 로 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 그러나 대여금(In_Loan)과 신용공여(In_Credit) 관련 상호작용변수의 회귀계수는 각각 $-2.1543(t=-2.28)$, $-0.5824(t=-3.47)$ 로 유의한 부(-)의 영향관계로 나타났다.

이는 내부거래(대여금과 신용공여 형태)와 기업가치 간의 관계에 있어 지배가족 구성원의 경영참여가 조절효과를 갖는다는 것을 의미한다. 즉 한국기업에 있어 지배가족 구성원의 경영참여라는 요소는 내부거래(대여금과 신용공여 형태)가 기업가치에 미치는 영향에 부정적인 효과를 더하는 것으로 이해할 수 있다. 지배가족 구성원이 경영에 참여하는 경우 가족통제 효과와 마찬가지로 내부거래(대여금과 신용공여 형태)를 통한 지배주주의 사익편취 유인을 증가시키기 때문으로 보인다.

이러한 영향관계는 Table 4의 (3)모형과 (5)모형에서 지배가족 경영참여기업($Fam_Mgt = 1$)과 지배가족 경영비참여기업($Fam_Mgt = 0$)의 회귀계수를 비교해 보아도 확인할 수 있다. 먼저 (3)모형에서 대여금변수(In_Loan)의 회귀계수 β_1 과 상호작용변수($Family \times In_Loan$)의 회귀계수 γ_1 의 합($\beta_1 + \gamma_1$) 즉 지배가족 경영참여기업($Fam_Mgt = 1$)의 회귀계수값 $-2.0274(=0.1269 - 2.1543)$ 는 지배가족 경영비참여기업($Fam_Mgt = 0$)의 회귀계수(β_1) 값 0.1269보다 작다는 것을 확인할 수 있다. (5)모형에서도 신용공여변수(In_Credit)의 회귀계수 β_1 과 상호작용변수($Family \times In_Credit$)의 회귀계수 γ_1 의 합($\beta_1 + \gamma_1$)인 지배가족 경영참여기업($Fam_Mgt = 1$)의 회귀계수값 $-0.2263(=0.3561 - 0.5824)$ 은 지배가족 경영비참여기업($Fam_Mgt = 0$)의 회귀계수(β_1) 값 0.3561보다 작게 나타나고 있다.

이상의 결과를 종합해 보면 내부거래(대여금과 신용공여)와 기업가치와의 관계에서 지배가족 구성원의 경영참여는 지배가족 경영비참여기업에 비해 부정적인 영향이 더 가산되어 나타난다는 것을 알 수 있다. 즉 지배가족

구성원의 경영참여는 앞의 가족통제 분석결과와 동일하게 내부거래를 통한 지배주주의 사익편취 유인을 강화시키는 방향으로 작용하는 것으로 이해할 수 있다. 이는 [가설2]가 지지되는 결과로 해석할 수 있다.

5. 결론

본 연구에서는 한국기업에서 가족통제와 지배가족 구성원의 경영참여가 지배주주의 사익편취 유인에 미치는 영향을 분석하였다. 분석대상기간은 글로벌 금융위기 이후기간인 2010년부터 2020년까지 총 11개년이다. 분석 대상은 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업 총 6,974 개(연도-기업)이다. 내부거래형태로는 특수관계인 간에 이루어지는 장기공급계약, 자산 및 영업 양수도, 대여금, 지분출자, 신용공여 등 5가지의 거래형태를 사용하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 한국기업에서 가족통제와 지배가족 구성원의 경영참여는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 확인하였다. 지배가족에 의한 장기관점의 경영활동과 소유와 경영의 일치에 따른 대리인 문제의 감소가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있었다.

둘째, 한국기업에서 지배가족에 의한 기업통제나 지배가족 구성원의 경영참여는 내부거래(대여금과 신용공여 형태)와 기업가치 간의 관계에 조절효과를 갖는다는 것을 확인하였다. 즉 한국기업에 있어 지배가족에 의한 직·간접적인 통제는 내부거래(대여금과 신용공여 형태)가 기업가치에 미치는 영향에 부정적인 효과를 더하는 것으로 분석되었다. 이는 지배가족에 의해 기업이 통제되는 경우 내부거래(대여금과 신용공여 형태)를 통한 지배주주의 사익편취 유인이 증가하기 때문으로 이해되었다.

결론적으로 한국기업에서 가족통제가 소유와 경영의 일치에 의한 기업가치의 제고라는 바람직한 부분도 가지고 있음을 부정할 수는 없으나 그렇다고 가족통제라는 기업경영 형태가 권장될 수는 없다고 본다. 따라서 정책당국도 가족경영이 갖는 부정적 부분에만 초점을 맞춰 규제의 방향을 설정하기 보다는 긍정적 부분도 같이 감안해야 할 것이다. 지배가족에 의해 통제되거나 지배가족 구성원이 경영에 참여하는 경우에는 특수관계인 간 대여금이나 신용공여 형태의 내부거래를 통해 사익편취를 하고자 하는 유인이 증가할 수 있기 때문에 가족통제 기업에 대해서는 특수관계인 간 대여나 신용공여에 대해 체계적으로 관리하는 방안이 마련될 필요가 있다.

References

- [1] Korea Fair Trade Commission. Stock Ownership Status of Korean Corporate Groups Subject to Disclosure in 2021. Press Release[Internet]. [cited 2021 September 1], Available From: http://www.ftc.go.kr/www/selectReportUserView.do?key=10&rpttype=1&report_data_no=9237(accessed Sep. 2, 2021)
- [2] H. S. James, "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm," *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 6, No. 1, pp.41-55, 1999. DOI: <https://doi.org/10.1080/13571519984304>
- [3] H. McVey, J. Draho, "US Family-run Companies-They May be Better Than You Think," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.17, No.4, pp.134-143, Dec. 2005. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2005.00067.x>
- [4] M. Antia, C. Pantzalis, J. C. Park, "CEO Decision Horizon and Firm Performance: An Empirical Investigation," *Journal of Corporate Finance*, Vol.16, No.3, pp.288-301, Jun. 2010. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.01.005>
- [5] D. W. Kim, B. G. Kim, "The Effects of Ownership and Control Right on Corporate Value in Korean Family Firms: Perspective of Tunneling and Propping," *Korean Journal of Financial Engineering*, Vol. 13, No. 4, pp.143-173, Dec. 2014. DOI: <http://dx.doi.org/10.35527/kfedoi.2014.13.4.007>
- [6] J. H. Chua, J. J. Chrisman, P. Sharma, "Defining the Family Business by Behavior," *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 23, No. 4, pp.19-39, Jul. 1999. DOI: <https://doi.org/10.1177/104225879902300402>
- [7] B. Villalonga, R. Amit, "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?," *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 2, pp.385-417, May 2006. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>

이 상 규(Sang-Gyu Lee)

[정회원]



- 2018년 2월 : 창원대학교 경영대학원 경영학과 (경영학석사)
- 2021년 2월 : 창원대학교 대학원 경영학과 (경영학박사)
- 2016년 3월 ~ 2020년 2월 : 연암공대 기계공학부 겸임교수
- 2021년 3월 ~ 현재 : 창원대학교 경영학과

<관심분야>
재무관리, 기업가치

김 동 욱(Dong-Wook Kim)

[정회원]



- 2004년 2월 : 부산대학교 대학원 경영학과 (경영학석사)
- 2007년 8월 : 창원대학교 대학원 경영학과 (경영학박사)
- 2004년 4월 ~ 2008년 5월 : 부산발전연구원 전문위원
- 2008년 6월 ~ 현재 : 부산 경제진흥원 글로벌사업팀 팀장

<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