

가족통제기업의 초과지배권과 투자-현금흐름 민감도

정민규¹, 김동욱², 김병곤^{1*}

¹창원대학교 경영학과, ²부산경제진흥원 서비스산업지원팀

Excess Control Rights and Investment-Cash Flow Sensitivity in Family Controlled Firms

Mingeu Jung¹, Dongwook Kim², Byounggon Kim^{1*}

¹Department of Business Administration, Changwon National University

²Service Industrial Team, Busan Economic Promotion Agency

요약 본 연구에서는 가족통제기업에 있어 지배주주의 초과지배권이 투자-현금흐름 민감도에 미치는 영향을 분석하였다. 분석을 위한 표본자료는 글로벌 금융위기 이후 기간인 2009년부터 2020년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 총 6,954개의 기업-연도 자료이다. 분석을 위해 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고, 패널자료회귀분석법을 사용하여 분석하였다. 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 가족통제기업에서 현금흐름은 기업투자에 영향을 미치고, 지배주주의 초과지배권은 투자-현금흐름 민감도에 조절효과를 갖는다는 것을 알 수 있었다. 초과지배권이 작은 경우에는 투자-현금흐름 민감도를 완화시키는 효과를 가져 오지만, 초과지배권이 커지면 투자-현금흐름 민감도를 완화시키는 효과가 사라진다는 것을 알 수 있었다. 즉 지배가족의 초과지배권이 커져 지배가족이 외부주주의 부를 탈취할 수 있는 가능성이 커지면 가족통제가 투자-현금흐름 민감도를 완화시키는 효과는 사라지는 것으로 이해할 수 있었다. 이러한 분석 결과에서, 가족통제기업의 초과지배권은 외부주주의 부를 탈취하고 사적이익을 추구하고자 하는 유인에 의해 내부자본의 의존도를 증가시키고 과소투자문제와 과잉투자문제를 유발할 수 있는 것으로 이해되었다. 따라서 가족통제기업의 투명한 지배구조체제 정착을 위해 지배가족의 초과지배권을 통한 사익추구를 통제할 수 있는 제도적 장치가 마련될 필요가 있는 것으로 판단된다.

Abstract This paper analyzes whether excess control rights of family firms alleviate or exacerbate investment-cash-flow sensitivity. The sample used is 6,954 company-years of data for firms listed on the KOSPI from 2009 to 2020. The regression method was used for analysis of unbalanced panel data, finding that in family-controlled firms, cash flow affects corporate investment, and the controlling shareholders' excess control rights have a moderating effect on investment-cash-flow sensitivity. The effect of family control on alleviating investment-cash-flow sensitivity disappears when the controlling family's excess control rights increase. As excess control rights increase, investment-cash-flow sensitivity also increases. In other words, it can be understood that the effect of family control in mitigating investment-cash-flow sensitivity disappears when the controlling family's excess control rights increase and the possibility of the controlling family expropriating the wealth of outside shareholders increases. Overall, it is understood that excess control rights of family-controlled firms could increase dependence on internal capital, and could cause problems from underinvestment or overinvestment from the incentive to expropriate the wealth of external shareholders and pursue private benefits. Therefore, there is a need to establish an institutional controlling mechanism on the pursuit of private benefits by controlling families' excess control rights in order to establish a transparent governance system for family-controlled firms.

Keywords : Family Firm, Family Control, Investment-Cash Flow Sensitivity, Agency Problem, Excess Control Rights

이 논문은 2022년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임. (NRF-2022S1A5B5A16054852)

*Corresponding Author : Byounggon Kim(Changwon National University)

email: bgkim@changwon.ac.kr

Received October 20, 2022

Revised November 22, 2022

Accepted January 6, 2023

Published January 31, 2023

1. 서론

금융시장의 불완전성으로 인해 기업의 투자는 투자 기회 뿐만 아니라 자본조달 가능성에 의해서도 영향을 받는다. 기업에서 재무적인 제약(financial constraints)은 투자의사결정에서 비효율적인 자원할당을 발생시킬 수 있고, 기업가치의 하락을 유발할 수 있다(Stein, 2003; Agca and Mozumdar, 2008)[1]. 일반적으로 기업의 투자지출은 재무적 제약이 큰 기업의 경우 재무적 제약이 덜한 기업보다 내부현금흐름에 더 민감하다는 연구결과가 제시되고 있다(Fazzari et al., 1998; Bond and Meghir, 1994; Gilchrist and Himmelberg, 1995; Lamont, 1997; Aggarwal and Zong, 2006)[2]. 또한 내부현금흐름과 기업투자 간에는 정(+)의 영향관계가 존재한다는 일치된 연구결과들이 제시되고 있다.

그럼에도 불구하고 기업투자와 현금흐름 간의 민감도와 관련된 연구에서는 아직까지 논쟁이 되는 부분이 남아있다. 즉 기업의 소유구조와 지배구조 특성이 투자-현금흐름 민감도에서 조절역할(moderating role)을 할 수 있는가에 대한 질문이 여전히 제기되고 있다(Fazzari et al., 1988; Kathuria and Mueller, 1995; Hadlock, 1998; Goergen and Renneboog, 2001; Gugler and Yurtoglu, 2003; Pindado and de la Torre, 2006; Fahlenbrach, 2009; Hovakimian, 2009; Hovakimian and Hovakimian, 2009; Francis et al., 2013)[2,3]. 이러한 질문에 답하기 위해 최근에는 기업의 소유구조 및 지배구조 특성과 투자-현금흐름 민감도를 연계시켜 분석하는 연구들이 증가하고 있다.

본 연구에서는 이러한 연구흐름과 관련하여 기업의 소유구조와 지배구조 특성으로 지배가족의 기업통제(family control)와 지배주주의 초과지배권(excess control rights)에 초점을 맞추어 연구한다.

가족통제기업이란 지배가족이 경영활동이나 전략적 의사결정을 통제하는 기업형태를 말한다. 지배주주의 초과지배권은 지배주주 본인과 친인척들이 직접적으로 소유하고 있는 지분을 초과하여 더 많은 의결권을 행사하는 부분을 의미한다.

본 연구에서는 지배가족에 의해 통제받는 기업에 있어 지배주주의 초과지배권이 투자-현금흐름 민감도에 어떠한 영향을 미치는가를 분석하고자 한다.

2. 이론적 배경 및 가설 설정

많은 연구들은 기업투자는 기업의 유동성(liquidity) 즉 내부자본의 가용성(availability of internal funds)에 의해 큰 영향을 받는다고 하였다(Hubbard, 1998)[4]. 또한 기업투자는 내부자본과 외부자본의 조달비용 차이에 의해서도 영향을 받는다고 하였다. 이러한 두 자본 간의 비용 차이는 기업의 투자에서 과소투자문제(underinvestment problem)와 과잉투자문제(overinvestment problem)를 발생시킬 수 있다(Jensen, 1986; Stulz, 1990)[5,6].

일반적으로 외부자본은 계약(contracting)이나 정보(information) 문제로 인해서 프리미엄이 붙는 경향이 있다(Greenwald et al., 1984; Myers and Majluf, 1984)[7,8]. 기업은 외부자본의 부풀려진 비용으로 인해 순현재가치가 양(+)인 프로젝트를 포기할 수 있다. 이 경우 기업에서는 과소투자문제가 발생하게 된다. 한편 경영자의 입장에서 볼 때 내부자금의 비용이 너무 저렴하게 느끼는 경우 수익성이 없는 프로젝트에까지 내부자금을 과도하게 사용할 수 있다. 이 경우 기업에는 과잉투자문제가 발생하게 된다.

그런데 기업에 지배가족이 존재하고, 지배가족이 초과지배권을 갖는 상황에서는 기업투자에 대한 내부자본의 영향이 달리 나타날 수 있다. 기업에 지배가족이 존재하는 경우, 지배가족은 소유와 경영이 일치하고, 경영권을 승계하는 지배구조적 특성 때문에 단기적 업적보다 장기 존속을 목표로 하는 경향을 보이게 된다. 따라서 높은 수준의 이익의 질을 유지하고자 한다(Wang, 2006; Ali et al., 2007)[9,10]. 또한 장기적인 관점에서 기업가치를 최대화하고자 하는 유인을 갖기 때문에 최적의 투자수준으로부터 벗어나는 투자를 최소화시키고자 한다(James, 1999; Morgado and Pindado, 2003; McVey and Draho, 2005; Antia et al., 2010)[11]. 이는 현재 투자자와 미래 투자자 사이에 발생할 수 있는 정보불균형(information asymmetry)문제를 감소시켜 외부자본조달비용을 낮추고, 기업의 과잉투자문제와 과소투자문제를 완화시킬 수 있다. 이와 같이 지배가족의 존재가 외부자본조달비용을 낮추고, 과잉 혹은 과소투자문제를 완화시킨다면 지배가족이 존재하는 기업은 새로운 투자사업을 추진할 때 내부자본의 사용을 억제하게 되고 투자지출에 대한 내부자본의 민감도가 낮아질 수 있다(Pindado et al., 2011; M. G. Jung, D. W. Kim, B. G. Kim, 2022)[12,13].

지배가족의 초과지배권도 투자-현금흐름의 민감도에 영향을 미칠 수 있다. 지배가족의 초과지배권이 커지면 대리인문제가 발생할 가능성이 높아지고, 지배주주가 기

업의 자원을 이전시키거나 터널링(tunneling)을 통해 사적이익을 추구하고자 하는 유인이 증가할 수 있다(La-Porta et al., 2000; Anderson and Reeb, 2003a; Morck et al., 2005; Bae and Goyal, 2010; Lin et al., 2011)[14].

투자의사결정에 있어서도 지배주주의 초과지배권이 커져서 외부주주의 부를 탈취할 유인이 큰 상황에서는 투자의 비효율성이 나타날 가능성이 높다. Pindado et al.(2011)은 지배가족의 초과지배권이 커져 지배가족이 외부주주의 부를 탈취할 수 있는 가능성이 커지면 가족통제가 투자-현금흐름 민감도를 완화시키는 효과는 사라진다고 하였다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다[12].

[가설] 가족통제기업에서 지배가족의 초과지배권이 큰 기업은 초과지배권이 작은 기업에 비해 투자-현금흐름 민감도가 더 높다.

3. 실증분석의 설계

3.1 분석대상 기간과 표본기업

본 연구에서 표본은 2009년부터 2020년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융업종 기업으로, 총 6,954개(기업-연도)이다. 분석에 필요한 데이터는 한국 신용평가(주)의 KIS-VALUE와 FnGuide에서 제공하는 DataGuide, 한국상장회사협의회 TS2000, 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에서 제공하는 각 기업의 사업보고서 등을 이용하였다. 자료의 분석을 위한 통계패키지로는 STATA 17.0을 이용하였다.

3.2 분석대상변수의 측정

3.2.1 기업투자변수

기업투자변수(*INV*)는 Lewellen and Badrinath (1997)의 방법에 근거하여 비유동자산의 증가분(=당해연도 비유동자산-전년도 비유동자산)에 감가상각비를 더한 것을 총자산으로 나누어 계산한다(=(비유동자산 증가+감가상각비)/총자산)[15].

3.2.2 현금흐름변수

현금흐름변수는 기업이 투자자금을 내부자본에 의존해야 하는 정도를 분석하기 위한 설명변수로 사용된다.

현금흐름변수(*CF*)는 영업이익에 감가상각비를 더한 것을 총자산으로 나누어 계산한다(=(영업이익+감가상각비)/총자산).

3.2.3 가족통제더미변수

선행연구들에 의하면 기업에 대한 가족통제 여부를 판단하는 기준으로 지배가족의 소유지분율과 지배가족의 경영참여 여부, 지배가족의 이사회 통제 여부 등이 중요한 지표로 제시되고 있다(Chua et al., 1999; Villalonga and Amit, 2009)[16,17]. 본 연구에서는 다음의 세 가지 조건 중에서 하나 이상에 해당하는 경우에 가족통제기업으로 분류하여 가족통제더미변수(*FD*)에 1의 값을 부여한다.

첫째, 단일 지배가족이 해당기업의 지분율을 50% 이상 보유하는 경우이다. Westhead and Cowling(1998)과 한국가족기업경영연구소(<http://www.familybiz.or.kr>)에서는 지배가족의 지분율이 50% 이상인 기업은 가족통제를 받는 것으로 정의하고 있다. 본 연구에서 지배가족의 지분율은 최대주주 본인과 친인척의 소유지분율의 합으로 측정한다[18]. 둘째, 지배가족 구성원이 기업경영에 참여하는 경우이다. 지배가족의 구성원이 등기임원이나 미등기 임원으로 되어 있는 경우에 지배가족의 통제를 받는 기업으로 분류한다. 셋째, 총수가 있는 대규모 기업 집단의 계열사인 경우이다. 한국의 경우 총수가 있는 대규모 기업집단의 계열사는 실질적으로 총수 일가의 통제 하에 의사결정이 이루어지는 것이 일반적이다. 따라서 총수 일가 지배가족이 그 기업을 실질적으로 지배하는 것으로 판단하여 가족통제기업으로 분류한다.

3.2.4 초과지배권변수

본 연구에서 지배주주의 초과지배권(*Excess*)은 지배주주의 지배권(control rights)과 소유권(cash flow rights)의 차이(=지배권-소유권)로 계산한다(Lemmon and Lins, 2003; KDI, 2003)[19,20]. 지배권은 (동일인 지분+친족지분+계열사 및 임원지분+비영리법인지분)/(총발행주식수-자기주식)으로 계산한다. 소유권은 (동일인 지분+친족지분)/(총발행주식수-자기주식)으로 계산한다.

3.2.5 가족통제기업 초과지배권더미변수

본 연구에서는 지배주주의 초과지배권이 큰 가족통제기업과 초과지배권이 작은 가족통제기업의 투자-현금흐름 민감도를 분석하기 위하여 가족통제기업 초과지배권

더미변수(*ExcessFD*)를 사용한다. 가족통제기업 초과지배권더미변수(*ExcessFD*)는 초과지배권이 큰 기업(*HExcessFD*)과 작은 기업(*LExcessFD*)으로 구분된다. *HExcessFD*는 지배주주의 초과지배권이 가족통제기업 초과지배권의 중앙값 보다 큰 경우에 더미값 1을 갖고, 기타 기업의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수이다. *LExcessFD*는 지배주주의 초과지배권이 가족통제기업 초과지배권의 중앙값 보다 작은 경우에 더미값 1을 갖고, 기타 기업의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수이다.

3.2.6 통제변수

본 연구에서 통제변수로는 토빈의 $q(Q)$, 부채비율(*LEV*), 배당(*DIV*), 매출(*SALE*)이 사용된다. 토빈의 $q(Q)$ 는 기업의 투자기회와 미래 전망을 대용하는 지표로서 자기자본의 시장가치와 부채의 장부가치를 더한 것을 총자산으로 나누어 계산한다(=(자기자본의 시장가치+부채의 장부가치)/총자산). 이때 자기자본의 시장가치는 발행주식수에 주가를 곱한 값 즉 시가총액으로 측정한다. 부채비율(*LEV*)은 부채를 자기자본으로 나누어 측정한다(=부채/자기자본). 부채비율이 높은 기업은 재무적 제약이 커서 투자와 부(-)의 영향관계가 예상된다. 배당(*DIV*)은 현금배당액을 총자산으로 나누어 측정한다(=현금배당액/총자산). 기업에서 배당이 많이 이루어지면 당기에 창출한 이익에서 내부유보할 수 있는 자금이 감소하여 투자와는 부(-)의 영향관계로 나타날 수 있다. 매출(*SALE*)은 매출액에 자연로그를 취한 값을 사용한다(= \ln 매출액). 매출액이 높은 기업은 자산활용의 효율성이 높고, 영업위험이 낮은 것으로 평가할 수 있다. 따라서 매출변수는 기업투자와 정(+)의 영향관계로 나타날 것으로 예상할 수 있다.

3.3 실증분석 모형

가족통제기업의 초과지배권이 투자-현금흐름 민감도에 미치는 영향을 분석하기 위해 Fazzari et al.(1988)가 제시한 모형에 기초하여 Eq. (1)과 같은 분석 모형을 설정한다[2]. 종속변수는 기업투자변수(*INV*)이고, 설명변수는 현금흐름변수(*CF*)와 가족통제더미변수(*FD*), 초과지배권변수(*Excess*)이다. 현금흐름변수(*CF*)의 회귀계수는 기업이 투자자금을 내부자본에 의존하는 정도를 나타낸다. 가족통제더미변수(*FD*)의 회귀계수는 가족통제가 기업의 투자의사결정에 미치는 직접적인 영향을 나타낸다(Anderson and Reeb, 2003b)[21]. 초과지배권변

수(*Excess*)의 회귀계수는 지배주주의 초과지배권이 기업의 투자의사결정에 미치는 직접적인 영향을 나타낸다.

Eq. (1)에서 지배가족이 통제하는 기업에서 지배주주의 초과지배권이 투자-현금흐름 민감도에 조절역할을 하는가를 확인하기 위하여 현금흐름변수(*CF*)와 가족통제기업 초과지배권더미변수(*ExcessFD*)의 상호작용항($ExcessFD \times CF$)을 추가한다. 가족통제기업 초과지배권더미변수(*ExcessFD*)는 지배주주의 초과지배권 수준에 따라 *HExcessFD*와 *LExcessFD*변수로 구분하여 모형에 포함시킨다.

현금흐름변수(*CF*)와 가족통제기업 초과지배권더미변수(*HExcessFD*, *LExcessFD*)의 상호작용항($HExcessFD \times CF$, $LExcessFD \times CF$)의 회귀계수 α_1 와 ψ_1 가 통계적으로 유의미하게 차이를 나타낸다면 가족통제기업의 초과지배권 크기가 투자-현금흐름 민감도에 영향을 미친다고 해석할 수 있다. Eq. (1)의 모형에서 β_1 은 기업투자에 대한 현금흐름의 직접적인 영향($HExcessFD=0$, $LExcessFD=0$)을 나타낸다. $(\beta_1 + \alpha_1)$ 는 지배주주의 초과지배권이 큰 가족통제기업에 있어 기업투자에 대한 현금흐름의 영향을 나타낸다. $(\beta_1 + \psi_1)$ 는 지배주주의 초과지배권이 작은 가족통제기업에 있어 기업투자에 대한 현금흐름의 영향을 나타낸다.

본 연구에 검증하고자 하는 [가설]이 지지되기 위해서는 기업의 현금흐름이 기업투자에 정(+)의 영향을 미치고($\beta_1 > 0$), 지배주주의 초과지배권이 큰 가족통제기업의 투자-현금흐름민감도($\beta_1 + \alpha_1$)가 초과지배권이 작은 가족통제기업의 투자-현금흐름민감도($\beta_1 + \psi_1$) 보다 크다는 조건($(\beta_1 + \alpha_1) > (\beta_1 + \psi_1)$)이 성립하는 경우라고 할 수 있다. 즉 Eq. (1) 모형에서 회귀계수 α_1 이 ψ_1 과 유의미하게 차이가 있는 것으로 나타난다면 지배주주의 초과지배권 크기가 투자-현금흐름민감도에 조절역할을 한다고 해석할 수 있다. 또한 $(\beta_1 + \alpha_1) > (\beta_1 + \psi_1)$ 의 조건이 성립한다면 가족통제기업에서 지배가족의 초과지배권이 큰 기업은 초과지배권이 작은 기업에 비해 투자-현금흐름 민감도가 더 높다고 해석할 수 있다.

Eq. (1) 모형에서 통제변수로는 기업내부 투자기회의 대용변수로 토빈의 $q(Q)$ 를 포함한다. 기업특성을 통제하는 변수(X_i)로는 부채비율(*LEV*), 배당(*DIV*), 매출(*SALE*)이 사용된다. 오차항은 시간에 따른 기업특성효과(individual specific effect)와 기업에 따른 시간특성

효과(time specific effect)를 복합적으로 반영할 수 있도록 기업효과(η_i), 시간효과(λ_t), 나머지 오차(ϵ_{it})로 나누어 모형에 포함시킨다.

Eq. (1)

$$INV_{it} = \alpha_0 + (\beta_1 + \alpha_1 HE_{excess}FD_{it} + \psi_1 LE_{excess}FD_{it}) CF_{it} + \beta_2 FD_{it} + \beta_3 Excess_{it} + \beta_4 Q_{it} + \phi X_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

단, INV : 기업투자(=비유동자산 증가+감가상각비)/총자산)

CF : 현금흐름(=영업이익+감가상각비)/총자산)

FD : 가족통제기업더미(=가족통제기업 더미값=1, 기타 기업=0)

$Excess$: 초과지배권(=지배가족의 지배권-소유권)

$HE_{excess}FD$: 초과지배권 큰 가족통제기업더미(지배주주의 초과지배권이가족통제기업 초과지배권의 중앙값 보다 큰 경우 더미값=1, 기타 기업=0)

$LE_{excess}FD$: 초과지배권 작은 가족통제기업더미(지배주주의 초과지배권이가족통제기업 초과지배권의 중앙값 보다 작은 경우 더미값=1, 기타 기업=0)

Q : 토빈의 q(=자기자본의 시장가치+총부채)/총자산)

LEV : 부채비율(=부채/자기자본)

DIV : 배당(=현금배당액/총자산)

$SALE$: 매출(=ln매출액)

η_i : i 기업특성효과. λ_t : t 기의 시간특성효과. ϵ_{it} : 나머지오차

4. 실증분석결과

4.1 각 변수의 기술통계량

Table 1은 각 변수의 기술통계량을 나타낸 것이다. 투자변수(INV)의 평균은 4.87%이고, 현금흐름변수(CF)의 평균은 5.86%이다. 가족통제기업 여부를 나타내는 가족통제기업더미변수(FD)는 평균이 0.8678로, 전체표본에서 가족통제기업으로 분류되는 기업은 86.78%로 나타났다. 초과지배권변수($Excess$)의 평균은 23.85%이다. 토빈의 q(Q)의 평균은 1.1692이고, 레버리지비율(LEV)의 평균은 111.27%이다. 배당(DIV)의 평균은 0.83%이고, 매출($SALE$)은 26.8559이다.

가족통제기업 중에서 초과지배권이 큰기업과 초과지배권이 작은 기업의 평균을 비교해 보면, 투자(INV)와 현금흐름(CF), 레버리지비율(LEV), 매출($SALE$)이 초과지배권이 큰기업에서 통계적으로 유의하게 높게 나타나고 있다.

Table 2는 전체표본에 대한 각 변수들의 Pearson 상관계수를 나타낸 것이다. 종속변수인 투자변수(INV)와 설명변수인 현금흐름변수(CF)의 상관계수를 보면 0.1834로 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 나타내고 있다. 다른 변수들 간의 상관관계도 대부분 유의한 관계를 나타내지만 초과지배권이 큰 가족기업의 현금흐름 상호작용변수($HE_{excess}FD \times CF$)와 초과지배권이 작은 가족기업의 현금흐름 상호작용변수($LE_{excess}FD \times CF$) 외에는 상관계수가 0.4270을 초과하지 않고 표본수도 충분하여 통계적으로 문제가 없는 것으로 판단된다. 한편, 본 연구에 사용되는 분석모형의 다중공선성문제를 확인하기 위해 분산팽창계수(variance inflation factor, VIF)를

Table 1. Descriptive statistics

Note: Samples are 6,954 observations. **, *** denote 5%, and 1% significance level, respectively.

variable	Mean	Standard Deviation	Min	Max	Family		
					High Excess -Mean	Low Excess -Mean	t - value
INV	0.0487	0.1178	-1.7675	0.8194	0.0566	0.0416	5.0501***
CF	0.0586	0.0678	-0.6304	0.5182	0.0676	0.0518	9.7597***
FD	0.8678	0.3387	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000	-
$Excess$	0.2385	0.2218	0.0000	0.9804	0.4196	0.0477	-
$HE_{excess}FD \times CF$	0.0278	0.0508	-0.1968	0.3872	0.0676	0.0000	63.6886***
$LE_{excess}FD \times CF$	0.0237	0.0511	-0.3532	0.5182	0.0000	0.0519	-42.5558***
Q	1.1692	0.8638	0.0988	12.8285	1.1685	1.1477	0.9346
LEV	1.1127	2.4362	0.0005	88.8791	1.1776	0.9243	4.5494***
DIV	0.0083	0.0134	0.0000	0.2527	0.0080	0.0079	0.1603
$SALE$	26.8559	1.5167	22.6847	33.0676	27.2422	26.5470	18.8341***

Table 2. Correlation matrix

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

	<i>INV</i>	<i>CF</i>	<i>FD</i>	<i>Excess</i>	<i>HExcessFD</i> × <i>CF</i>
<i>INV</i>	1				
<i>CF</i>	0.1834***	1			
<i>FD</i>	0.0004	0.0256**	1		
<i>Excess</i>	0.0543***	0.0897***	-0.1689***	1	
<i>HExcessFD</i> × <i>CF</i>	0.1311***	0.5000***	0.2136***	0.4510***	1
<i>LExcessFD</i> × <i>CF</i>	0.0636***	0.5135***	0.1811***	-0.4005***	-0.2540***
<i>Q</i>	0.0370***	0.1655***	-0.0344***	0.0249**	0.1266***
<i>LEV</i>	-0.0698***	-0.1412***	-0.0720***	0.0337***	-0.0549***
<i>DIV</i>	0.0550***	0.4270***	-0.0662***	0.0410***	0.1856***
<i>SALE</i>	0.0981***	0.2196***	0.0346***	0.1279***	0.2145***
	<i>LExcessFD</i> × <i>CF</i>	<i>Q</i>	<i>LEV</i>	<i>DIV</i>	<i>SALE</i>
<i>LExcessFD</i> × <i>CF</i>	1				
<i>Q</i>	0.0368***	1			
<i>LEV</i>	-0.0831***	-0.0036	1		
<i>DIV</i>	0.1243***	0.2467***	-0.1375***	1	
<i>SALE</i>	0.0108	-0.0203*	0.0823***	0.0439***	1

측정하였다. 측정 결과 각 분석모형의 VIF값은 1.13~2.22로 통계적으로 허용되는 범위 내에 존재하였다.

4.2 실증분석 결과

Table 3은 Eq. (1)의 모형을 이용하여 가족통제기업의 초과지배권이 투자-현금흐름 민감도에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 종속변수인 기업투자변수(*INV*)와 설명변수인 현금흐름변수(*CF*), 가족통제더미변수(*FD*), 초과지배권변수(*Excess*), 가족기업의 초과지배권 상호작용변수(*HExcessFD*×*CF*, *LExcessFD*×*CF*)의 직접적이거나, 간접적인 영향 관계를 확인하기 위해 분석모형(a)~(f)를 설정하고 분석하였다. 각 모형의 패널분석은 라그랑지 승수검정과 하우스만검정을 통해 적합모형을 확인하고 분석하였다.

먼저 기업투자(*INV*)에 대한 현금흐름변수(*CF*)의 회귀계수는 모든 분석모형에서 유의수준 1% 이내로 통계적으로 유의한 정(+)의 영향관계가 나타났다. 이는 기업이 투자자금을 내부자본에 의존하며, 현금흐름이 기업투자자에 직접적으로 영향을 미친다는 것을 의미한다. 가족통제(*FD*)특성은 분석모형(b), (c), (f)에서 통계적으로 유의한 부(-)의 영향관계로 나타났다. 가족통제 특성이 투자에 직접적으로 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. 초과지배권변수(*Excess*)는 모든 분석모형에서 투자(*INV*)와 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 지배주주의 초과지배권이 기업투자에 직접적으로 영향을 미치는

지는 확인할 수 없는 결과이다.

현금흐름과 투자의 관계에서 가족통제기업 초과지배권의 조절효과를 반영한 분석모형(d)를 보면, 현금흐름변수(*CF*)의 회귀계수(β_1)는 0.2068($t=3.90$)로 투자(*INV*)에 유의한 정(+)의 영향관계를 보이고 있다. 가족통제기업 초과지배권의 조절효과를 반영하더라도 기업투자는 현금흐름에 직접적으로 영향을 받고, 현금흐름이 증가하면 기업투자도 증가한다는 것을 알 수 있다.

분석모형(d)에서 가족통제기업 초과지배권 상호작용항 변수를 보면, 초과지배권이 큰 가족통제기업 상호작용항(*HExcessFD*×*CF*)의 회귀계수 (α_1)는 -0.0067($t=-0.10$)로 통계적으로 유의미한 값을 보이고 있지 않다. 이는 초과지배권이 큰 가족통제기업 상호작용항변수(*HExcessFD*×*CF*)의 회귀계수는 0과 다르지 않다는 것을 의미하는 것으로, 가족통제기업에서 큰 초과지배권은 투자-현금흐름 민감도에 조절효과를 갖지 않는 것으로 이해할 수 있다.

하지만 초과지배권이 작은 가족통제기업 상호작용항변수(*LExcessFD*×*CF*)의 회귀계수(ψ_1)를 보면, -0.1210($t=-1.97$)으로 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 부(-)의 값을 보이고 있다. 이는 가족통제기업의 초과지배권이 투자-현금흐름 민감도에 조절효과를 갖는다는 것을 의미한다. 즉 가족통제기업에서 작은 초과지배권은 투자-현금흐름 민감도를 완화시킨다는 것을 알 수 있다.

Table 3. Sensitivity tests of Excess Control Rights and Investment-Cash Flow in Family Controlled Firms
 Note: Samples are 6,954 observations. **, *** denote 5%, and 1% significance level, respectively. () denotes t-value.

$$INV_{it} = \alpha_0 + (\beta_1 + \alpha_1 HExcessFD_{it} + \psi_1 LExcessFD_{it}) CF_{it} + \beta_2 FD_{it} + \beta_3 Excess_{it} + \beta_4 Q_{it} + \phi X_{it} + \eta_i + \lambda_i + \epsilon_{it} \quad (1)$$

	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)
<i>CF</i>	0.1495*** (4.64)	0.1498*** (4.65)	0.1497*** (4.64)	0.2068*** (3.90)	0.2032*** (5.16)	0.1296*** (3.64)
<i>FD</i>	-	-0.0096* (-1.69)	-0.0097* (-1.69)	-0.0081 (-1.24)	-0.0084 (-1.46)	-0.0126** (-2.06)
<i>Excess</i>	-	-	-0.0011 (-0.06)	-0.0083 (-0.46)	-0.0085 (-0.48)	-0.0064 (-0.36)
<i>HExcessFD</i> × <i>CF</i>	-	-	-	-0.0067 (-0.10)	-	0.0705 (1.33)
<i>LExcessFD</i> × <i>CF</i>	-	-	-	-0.1210** (-1.97)	-0.1173** (-2.37)	-
<i>Q</i>	-0.0007 (-0.26)	-0.0007 (-0.25)	-0.0007 (-0.25)	-0.0008 (-0.29)	-0.0008 (-0.29)	-0.0007 (-0.28)
<i>LEV</i>	-0.0024*** (-3.48)	-0.0024*** (-3.49)	-0.0024*** (-3.49)	-0.0024*** (-3.38)	-0.0024*** (-3.38)	-0.0024*** (-3.47)
<i>DIV</i>	0.1795 (0.84)	0.1929 (0.91)	0.1935 (0.91)	0.1692 (0.79)	0.1680 (0.79)	0.1729 (0.81)
<i>SALE</i>	0.0759*** (14.66)	0.0766*** (14.75)	0.0766*** (14.72)	0.0775*** (14.81)	0.0775*** (14.86)	0.0773*** (14.78)
<i>Constant</i>	-1.9976*** (-14.34)	-2.0067*** (-14.4)	-2.0070*** (-14.39)	-2.0302*** (-14.50)	-2.0310*** (-14.53)	-2.0229*** (-14.45)
<i>g</i> -statistic	5.91***	5.87***	4.83**	3.69**	4.72**	3.82**
<i>m</i> -statistic	231.53***	234.69***	232.80***	243.04***	237.75***	236.85***
Specification Model	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect	Fixed effect
observation	6,954	6,954	6,954	6,954	6,954	6,954
<i>R</i> ²	0.0419	0.0418	0.0418	0.0418	0.0419	0.0422
<i>F</i> -value	50.81***	42.84***	36.71***	29.20***	32.85***	32.35***
<i>VIF</i>	1.16	1.14	1.13	2.22	1.38	1.36
(d)model t-test			$H_0 : \alpha_1 - \psi_1 = 0$ $F(1, 6230) = 3.96^{**}$ $Prob > F = 0.0467$			

분석모형(d)의 결과를 현금흐름변수(CF)와 상호작용항변수(HExcessFD × CF, LExcessFD × CF)의 관계에서 종합해 보면, 초과지배권이 큰 가족통제기업의 투자-현금흐름 민감도를 나타내는 (β₁ + α₁)의 회귀계수는 0.2068(=0.2068+0)이고, 초과지배권이 작은 가족통제기업의 투자-현금흐름 민감도를 나타내는 (β₁ + ψ₁)의 회귀계수는 0.0858(=0.2068+(-0.1210))이 된다. 회귀계수 α₁와 ψ₁는 동등성 검정(H₀ : α₁ - ψ₁ = 0)에서 통계적으로 유의한 차이(F=3.96)를 보여 이와 같은 비교가 가능한 것으로 판단된다.

이러한 결과는 (β₁ + α₁) > (β₁ + ψ₁)의 조건이 성립하는 것으로, 가족통제 하에서 초과지배권이 큰 기업은 초과지배권이 작은 기업에 비해 투자-현금흐름 민감

도가 높다는 것을 의미한다. 즉 본 연구에서 제시된 [가설]을 지지하는 결과라고 할 수 있다. 분석모형(d)에서 나타난 결과의 강건성을 확인하기 위해 분석한 모형(e), (f)에서도 유사한 결과를 확인할 수 있다.

이러한 결과를 종합해 보면, 가족통제기업에서 현금흐름은 기업투자에 영향을 미치고, 지배주주의 초과지배권은 투자-현금흐름 민감도에 조절효과를 갖는다는 것을 알 수 있다. 초과지배권이 작은 경우에는 투자-현금흐름 민감도를 완화시키는 효과를 가져 오지만, 초과지배권이 커지면 투자-현금흐름 민감도를 완화시키는 효과가 사라진다는 것을 알 수 있다. 지배가족의 초과지배권이 커져 지배가족이 외부주주의 부를 탈취할 수 있는 가능성이 커지면 가족통제가 투자-현금흐름 민감도를 완화시키는 효과는 사라지는 것으로 이해할 수 있다.

5. 결론

본 연구에서는 가족통제기업에 있어 지배주주의 초과지배권이 투자-현금흐름 민감도에 미치는 영향을 분석하였다. 분석을 위한 표본자료로는 글로벌 금융위기 이후 기간인 2009년부터 2020년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 총 6,954개의 기업-연도 자료를 사용하였다. 분석을 위해 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고, 패널자료회귀분석법을 사용하여 분석하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 가족통제기업에서 현금흐름은 기업투자에 영향을 미치고, 지배주주의 초과지배권은 투자-현금흐름 민감도에 조절효과를 갖는다는 것을 알 수 있었다. 초과지배권이 작은 경우에는 투자-현금흐름 민감도를 완화시키는 효과를 가져 오지만, 초과지배권이 커지면 투자-현금흐름 민감도를 완화시키는 효과가 사라진다는 것을 알 수 있었다. 지배가족의 초과지배권이 커져 지배가족이 외부주주의 부를 탈취할 수 있는 가능성이 커지면 가족통제가 투자-현금흐름 민감도를 완화시키는 효과는 사라지는 것으로 이해할 수 있었다.

이러한 분석 결과에서, 가족통제기업의 초과지배권은 외부주주의 부를 탈취하고 사적이익을 추구하고자 하는 유인에 의해 내부자본의 의존도를 증가시키고 과소투자문제와 과잉투자문제를 유발할 수 있는 것으로 이해되었다. 따라서 가족통제기업의 투명한 지배구조체제 정착을 위해 지배가족의 초과지배권을 통한 사익추구를 통제할 수 있는 제도적 장치가 마련될 필요가 있는 것으로 판단된다.

다만, 본 연구는 계열사 간의 현금흐름 이전이나 외국인 투자자 등에 의한 감시메커니즘 등이 반영되지 못한 한계가 있다. 향후 이러한 한계를 반영하여 기업집단이나 다양한 지배구조 요소를 고려한 연구로 확장할 필요가 있다.

References

[1] Stein, J., (2003), "Agency, Information, and Corporate Investment," *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier, North Holland.
DOI: [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01006-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01006-9)

[2] Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, and B. C. Petersen (1988), "Financial Constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-206.
DOI: <https://doi.org/10.2307/2534426>

[3] Kathuria, R. and D. C. Mueller (1995), "Investment

and Cash Flow: Asymmetric Information or Managerial Discretion," *Empirica*, 22, 211-234.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/BF01384151>

[4] Hubbard, R.G., (1998), "Capital market imperfections and investment," *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225.
DOI: <https://www.jstor.org/stable/2564955>

[5] Jensen, M.C., (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review*, 76, 323-329.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1017/CBO9780511609435.005>

[6] Stulz, R., (1990), "Managerial discretion and optimal financing policies," *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)

[7] Greenwald, B., Stiglitz, J.E., Weiss, A., (1984), "Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations," *American Economic Review* 74, 194-199.
DOI: <https://www.jstor.org/stable/1816354>

[8] Myers, S.C., Majluf, N.S., (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

[9] Wang, D. (2006), "Founding Family Ownership and Earnings Quality," *Journal of Accounting Research*, 44(3), 619-656.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00213.x>

[10] Ali, A., T. Y. Chen, and S. Radhakrishnan, (2007), "Corporate Disclosures by Family Firms," *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 238-286.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.01.006>

[11] James, H. S. (1999), "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm," *International Journal of the Economics and Business*, 6(1), 41-55.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1080/13571519984304>

[12] Pindado, J., I. Requejo, and C. de la Torre (2011), "Family Control and Investment-cash Flow Sensitivity: Empirical Evidence from the Euro Zone," *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1389-1409.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.07.003>

[13] M. G. Jung, D. W. Kim, B. G. Kim (2022), "Does Family Control Alleviate Investment-Cash Flow Sensitivity?," *Korean Journal of Financial Engineering*, 21(1), 57-77.
DOI: <http://doi.org/10.35527/kfedoi.2022.21.1.003>

[14] La-Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W.(2000), "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, 58, 3-28.
DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)

[15] Lewellen, W. and S. Badrinath (1997), "On the Measurement of Tobin's q," *Journal of Financial Economics*, 44(1), 77-122.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00013-X](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00013-X)

[16] Chua, J. H., J. J. Chrisman, and P. Sharma (1999), "Defining the Family Business by Behavior,"

Entrepreneurship Theory and Practice, 23(4), 19-39.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1177/104225879902300402>

- [17] Villalonga, B. and R. Amit (2009), "How are US Family Firms Controlled?," *Review of Financial Studies*, 22, 3047-3092.
DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn080>
- [18] Westhead, P. and M. Cowling (1998), "Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(1), 31-56.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1177/104225879802300102>
- [19] Lemmon, M.L. and Lins, K.(2003), "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance*, 58, 1445-1468.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00573>
- [20] KDI(2003), Annual Report.
https://www.kdi.re.kr/research/reportView?pub_no=8653
- [21] Anderson, R. C. and D. M. Reeb (2003b), "Founding-family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage," *Journal of Law and Economics*, 46(2), 653-684.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/377115>

정민규(Min-Geu Jung) [정회원]



- 2008년 2월 : 경남과학기술대학교 창업대학원 창업학과 (창업학석사)
- 2012년 2월 : 창원대학교 경영학과 재무론 (경영학박사)
- 2017년 3월 ~ 현재 : 창원대학교 경영학과 강사

<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 서비스산업지원팀 팀장

<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