

가족기업의 부채구조 결정요인 분석

공재식¹, 김충환^{2*}

¹대구대학교 경상대학, ²공주대학교 산업과학대학

The determinants of family firm's debt structure

Jaisik Gong¹ and Choong-hwan Kim^{2*}

¹College of Business & Economics, Daegu University

²College of Industrial Science, Kongju National University

요약 본 연구는 기업의 지배구조에서 가족기업 형태가 부채구조에 어떠한 영향을 미치는가에 대해 실증분석을 실시하였다. 분석결과, 가족기업은 비가족기업에 비해 부채비율을 낮게 유지하고 있는 것으로 확인되었다. 외국인 투자자는 대리인문제에 대한 모니터링 활동으로 기업 부채수준을 크게 낮추고 있는 것으로 나타났다. 수익성이 좋은 기업은 부채수준을 낮게 유지하고 있으며, 유형자산이 많고 기업규모가 큰 기업은 담보가능 자산이 커서 채권자들의 자금제공 가능성이 높으므로 부채수준을 높게 유지하는 것으로 나타났다. 본 연구의 시사점으로는, 외국인 투자자는 우리나라의 많은 기업들이 유지하는 가족기업에 대한 대규모 주식 보유를 통해 가족기업의 지배대주주의 전횡을 견제함으로써 외부감시주체로서 경영의사 결정 효율화에 크게 기여할 수 있다는 것을 보여준다.

Abstract In this paper, we examine the impact of family ownership mechanism on the firm's debt policy. Our results show that family firms tend to have a lower debt level, compared with non-family firms. Foreign investors are found to lead to a reduction in the firm's debt level through their monitoring incentives for dominating large shareholders. The firm's profitability is related to a lower level of debt, whereas higher tangible assets and firm size are positively associated with high debt ratios due to the possibility of large collateral assets. Some implications are that foreign investors can reduce the agency costs of dominating large shareholders in family firms through monitoring activities, thus enhancing the efficiency of business decision-makings.

Key Words : Debt structure, Family firms, Corporate governance, Agency problem, Foreign investors

1. 서론

본 연구는 가족기업의 지배구조와 차입정책 사이의 관계를 분석함으로써 가족기업의 가족지배 대주주가 기업의 부채구조에 어떠한 영향을 미치는가를 연구한다. 기업 지배구조에 관한 기존 연구들 Shleifer and Vishny [18], Claessens et al, [8]에 따르면, 기업의 주식을 대량 보유하고 있는 대주주의 지분율이 일정 수준을 넘어서면, 기업을 실질적으로 지배하여 자신들의 사적 이익을 추구

(extract)하기 위해 소수주주나 채권자와 같은 기업의 다른 이해관계자들 (stakeholders)에게 손실을 끼치는 렌트 추구 (rent extraction) 행위를 하게 된다고 한다. 특히 아시아 지역 국가의 기업들에서는 상호출자 및 자회사 설립 등 주식의 피라미드식 지배구조에 의해 지배 대주주가 소수주주나 채권자들의 비용으로 기업자원을 탈취 (expropriate)하여 사적 이익(private benefits)을 추구하는 대리인문제가 심각하게 발생한다고 한다. Claessens et al. [8]는 아시아 국가 기업들에게서 발견되는 지배 대주주가

이 논문은 2008학년도 대구대학교 학술연구비지원에 의한 논문임.

*Corresponding Author : Choong-hwan Kim (Kongju National University)

Tel: +82-10-8964-9893 email: chkim@kongju.ac.kr

Received October 17, 2012

Revised (1st December 3, 2012, 2nd January 8, 2013)

Accepted January 10, 2013

소수주주나 채권자의 이익을 침해하고자 하는 지배 대주주의 유인을 침해효과(entrenchment effect)라고 정의하였다. 침해효과에 대한 유인이 큰 지배 대주주는 자신의 지분율이 상대적으로 적을수록 높은 부채비율을 추구하는 경향이 있다. 왜냐하면 부채가 클수록 지배 대주주가 자신의 사적 편익을 위해 유용할 수 있는 자금의 규모가 커지므로, 지배구조가 취약하여 소수주주 및 채권자의 이익을 탈취(expropriation) 할 유인이 큰 지배 대주주 경영자는 부채 발행을 증가시켜 자신의 재량 하에 둘 수 있는 자원의 규모를 늘리고자 한다. 자본시장이나 금융시장이 비효율적이어서 감시행위가 효과적으로 이루어지지 못하는 경우에, 지배 대주주와 소수주주 또는 채권자 사이의 대리인문제로 인해 지배 대주주 경영자는 부채발행을 증가시켜 경영자의 탈취(expropriation) 행위를 촉진 시킬 수 있다.

그러나 대규모 주식을 보유하는 지배주주라도, 자신의 가족 또는 그 구성원에 의해 몇 세대에 걸쳐 장기간 대규모 주식을 보유 투자하는 가족기업의 경우는, 지배구조가 기업 부채 정책에 미치는 효과가 긍정적으로 나타날 수 있다. 가족기업의 경우는 가족 구성원이 경영을 담당하므로 Jensen and Meckling [11]가 지적한 주주와 경영자 사이의 대리인 문제가 발생하지 않는 대신, 가족지배 대주주가 다른 소수주주나 채권자의 이익을 빼앗아 자신 또는 그 가족의 사적 편익을 추구할 가능성은 존재한다.

하지만 가족기업은 금융기관이나 펀드와 같은 다른 대량주식 보유자들(blockholders)보다도, 자신들의 기업의 대리인비용을 줄이고 기업을 올바르게 경영하여 기업가치를 증가시키고자 하는 강력한 유인이 존재한다. 왜냐하면 가족기업은 가족 또는 그 구성원의 대부분 재산을 해당 기업에 투입하여, 분산이 거의 안된 집중된 투자를 장기간 보유하고 있기 때문에, 기업 생존과 안전, 그리고 기업가치 극대화를 이루어, 가족후대에 까지 물려주어야 하는 가족미션을 극도로 중시하는 독특한 대규모 투자자 집단이다. 가족기업은 대리인비용을 축소하여 기업가치를 극대화하고자 노력한다. 가족기업은 자신들 투자의 장기적 성격으로 인해 고객과 채권자 등과의 관계에 영향을 주는 명성 및 신뢰관계를 구축하는 것을 매우 중시한다. 따라서 가족기업은 대리인비용이 발생할 정도의 과도한 부채를 사용하지 않으며, 외부 채권자들도 가족지배 대주주가 채권자 자신들과의 갈등을 야기 시키는 대리인문제를 발생시키지 않으므로, 결국 채권자 이해를 적절히 보호해주고 있다고 인식하고 있다. 가족기업은 또한 대규모 집중된 투자로 인해 위험회피형 경영전략을 추구한다. 가족기업은 기업위험을 줄이고자, 외부자금 조달수단 면에서 부도가능성 위험이 가급적 적은 차입수단을 선호하

며, 기업의 부채구조면에서는 부채의 절대 규모를 줄이고자 노력한다.

이에 따라 가족지배 대주주에게는 다른 소수주주나 채권자의 이익을 탈취하고자 하는 대리인비용 유인이 줄어들고, 기업가치를 극대화하고자 노력함에 따라 지배대주주, 소수주주, 채권자, 종업원, 협력업체 등의 모든 이해당사자들(stakeholders)의 유인이 일치하는 유인일치효과(incentive alignment effect)가 발생한다. 유인일치효과에 따르면, 대리인비용 문제가 적은 가족기업의 부채수준은 비가족기업에 비해 크지 않을 것으로 예상된다.

부채정책에 관한 국내 연구로는, 윤봉한 [3], 김병곤, 김동욱 [1] 및 김형국, 박기석 [2] 등이 있으며, 이들은 일반적인 자본구조 결정요인에 대한 실증 연구를 시도하고 있다.

본 연구는 이러한 기존 국내 연구들과 차별성 있게 대리인비용 관점에서 가족기업의 지배구조와 부채구조 사이의 관계를 실증 분석한다. 재무관리 자본구조이론 분야의 기존 연구들 Modigliani and Miller, 1958; Friedman et al., 2003; Harris et al., 1991; Myers, 1977; Rajan, 1995; Titman, 1988 을 기초하여 아래와 같은 대용변수들을 선정하고, 여기에 가족기업 변수와 외국인지분율 같은 지배구조 변수들을 추가하여 통계분석을 실행하고자 한다.

1992년 영국의 캐드버리 특별조사위원회(Cadbury Committee)는 지배구조를 기업이 지시되고 통제되는 시스템이라고 정의하는데, 강건한 지배구조 구축은 결국 기업경영에 내재되어 있는 전통적인 대리인문제를 해결하는데 있다고 보았다. 강건한 지배구조는 경영자와 외부투자자 사이의 이해갈등을 해결하고 자본 또는 자금공급자가 기업내부 경영자의 행동을 모니터링 할 수 있는 메카니즘을 구축하는데 있다. 특히 우리나라 기업들은 상당수가 가족기업 형태로서, 기업을 실질적으로 지배하는 지배대주주가 존재하여 경영권을 행사하므로, 이들에 의해 소액주주나 채권자의 이익이 침해되고 기업 자원배분이 비효율적으로 이루어지는 경우가 많다.

이러한 상황에서 외국인 투자자들이 가족기업의 지배대주주를 잘 견제하는 경우, 이사회 구성이나 감사위원회 운영의 독립성 또는 공시의 투명성 등이 확보됨으로서, 경영자, 주주, 채권자 및 모든 이해관계자들 사이에 권한과 책임이 효율적으로 배분되는 구조가 형성되면 지배구조가 강건해진다. 현실적으로, 외국인 투자자가 대규모 주식을 보유하게 되면 가족기업의 지배대주주 경영자를 견제하게 되고, 이사회 운영의 독립성이 제고되며, 공시 및 투명경영이 진전되므로, 외국인 투자자의 대규모 진입이 지배구조를 강건하게 하는 중요 요소라고 볼 수 있다.

본 연구의 학문적 의의 및 시사점은, 가족기업과 같이

기업을 실질적으로 지배하는 지배대주주가 존재하는 경우, 지배대주주는 소액주주나 채권자들의 이익을 침해하면서까지 자신들의 사적 이익을 추구하게 된다는 Stulz [20]의 경영자 착취가설이 성립될 여지가 많다. 그러나 이러한 지배대주주가 존재하는 가족기업에 외국인 투자자들이 대규모로 지분 참여를 늘리게 되면, 외국인 투자자들은 대량주식보유자(blockholder) 혹은 기관투자자(institutional investor)로서 경영자에 대한 monitoring 을 적극적으로 실시하는 주주 행동주의(shareholder activism)로 나설 유인이 크게 되어, 기업의 대리인 비용을 크게 줄이는 활동을 한다.

따라서 본 연구는 외국인 투자자가 가족기업의 경영자에 대한 효율적 감시자로서 기업의 부채수준과 대리인 비용을 크게 줄이는 역할을 수행하는지에 대한 실증 분석을 시도하고자 한다.

본 연구는 가족기업 형태와 외국인 투자자의 소유지분과 같은 지배구조가 기업의 부채구조 결정요인들 중의 중요한 하나의 요인이 될 수 있음을 실증적으로 밝혀 준다는 점에서, 그 학문적 의의가 있다고 할 수 있다.

본 연구가 가족기업 형태 및 외국인투자자 지분을 외에, 기업의 부채구조에 영향을 미칠 것으로 판단되어 실증분석 모형에 투입할 통제 대용변수들로, 규모변수(총자산의 자연대수), 자산 유형성(순고정자산/총자산), 성장성(순매출액의 성장률), 수익성(총자산수익률, ROA), 부채비율에 대한 산업효과를 통제하기 위한 산업더미변수 등을 고려한다.

부채구조 결정요인들에 대하여, 기존연구들과 본 가족기업 연구와의 비교가 Table 1에 명확하고 용이하게 나타나 있다.

[Table 1] Previous determinants of capital structure

	Titman et al. (1988)	Friedman et al. (2003)	Faccio et al. (2007)	본 연구 (2012)
① Asset Collateral (Asset Tangibility)	O	X	O	O
② Profitability (ROA)	O	O	X	O
③ Cash Flow Volatility (CFDStd)	O	X	O	O
④ Bankruptcy Risk (IntCov)	X	X	O	O
⑤ Firm Size	O	O	O	O
⑥ Sales Growth	O	O	X	O
⑦ Tobin's Q (MKBK)	X	X	O	O
⑧ Ownership Concentration	X	O	O	O
⑨ Family Firm Dummy	X	X	X	O
⑩ Foreign Ownership	X	X	X	O

2. 실증자료와 연구모형

본 연구의 분석기간은 2000년도 부터 2010년까지 11년 동안으로 한다. 분석 대상인 기업주식은 한국거래소에 상장되어 있는 기업주식들 중에서 644 개를 선정하여 자료를 수집하였다.

독특한 형태의 지배구조를 지닌 가족기업을 정의하는 것은 정확한 자료 수집을 위해 매우 중요하다. Miller, Le Breton-Miller, Lester, Cannella Jr. [13] 등은 가족기업을 약간씩 다르게 정의하였다. 이들은 가족기업은 크게 세 가지 점에서 다른 형태의 기업과 구분된다고 한다. 가족기업은 가족 구성원이 기업에 대해 절대적인 지배권을 갖는다. 가족기업은 가족 구성원의 일부가 기업의 이사회나 경영진으로 참여한다. 그리고 기업을 가족 후손들에게 대를 이어 물려주려 한다고 한다. 가족 구성원이 갖는 절대적인 기업 지배권에 대해 학자들마다 다른 견해를 제시하였다. Villalonga and Amit [22]는 5% 이상을 절대적인 지배권으로 보았으며, La Porta et al. [12]와 Faccio and Lang [9]는 20% 이상을 보유하여야 절대적인 지배권을 갖는다고 보았다. Ang, Cole, and Lin [4]는 50% 이상까지 보유하여야 실질적으로 절대적인 지배권을 행사한다고 주장하였다. 본 연구는 가족기업을 기업발전 보다는 후대에 물려주려는 기업으로 단정하고 분석을 진행하지 않는다. 이와 같이 가족기업의 정의는 학자들마다 약간씩 다르나, 결국 세 가지 중요한 조건이 충족되어야 한다. 첫째 조건은, 가족 구성원이 기업에 대해 절대적 지배권을 행사 할 수 있는 소유지분율 (5%, 20%, 또는 50%)을 가져야 한다. 둘째는 가족구성원이 대표이사 직을 수행하거나 이사회 참여 등을 통해 지시 통제권을 행사하고 있어야 한다. 셋째는 Perez-Gonzalez, F. [16] 이나 Bennedsen, M., et al. [7] 및 Barach, J.A. and Ganitasky, J.B [6] 등 많은 학자들이 주장한 바와 같이, 가족기업은 기업이 동일 가족 후손들에게 대를 이어 물려주어야 한다.

가족기업의 분류에 대한 이런 기준들 중, 우리나라의 경우 기업 역사가 그리 길지 않아 창업자 후손들이 기업을 물려 받은 경우가 많지 않으므로, 셋째의 조건은 적용하지 않고 첫째와 둘째조건, 즉, 가족구성원이 기업 소유지분율을 20% 이상 보유하고, 가족 일원이 대표이사 직을 수행하고 있는 경우로 한정한다.

표본 기업들에 대한 재무적 변수에 대한 정의는 다음과 같다. Lev1 은 부채정책에 대한 제1의 대용변수로 총차입금/자본금 비율이다. Lev1은 부채비율 또는 재무레버리지 비율에 해당하며, Lev1=(총차입금/자본금)=(타인자본/자기자본)=레버리지비율=부채비율 이다. DebtR1 은 부채정책에 대한 제2의 대용변수로 총차입금/자산총계

비율이다. DebtR2 는 부채정책에 대한 제3의 대응변수로 장기차입금/자산총계 비율이다. Foreign 는 외국인 보통주 지분 보유율이다. AstTan 는 유형자산(계)/자산총계 비율이다. ROA 는 총자산 수익률이다. Beta 는 기준수익률의 변동에 대비해 특정기업의 수익률이 어느 정도 변동되는지를 보여 주는 시장위험 지표이다. SalesG 는 매출액증가율을 나타낸다. Size 는 기업규모를 나타내는 자산총계액(Assets)의 자연대수로서, $Size = \ln(Assets)$ 로 계산된다. IntCov 는 세후순영업이익 대비 이자보상 배율을 나타낸다. CFStd 는 기업 현금흐름의 변동성을 나타내는 지표로서, 장기차입금 대비 영업이익(손실) 비율의 2000년-2010년간 11년의 표준편차로 계산된다. MKBK 는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율이다.

본 연구는 이상에서 정의된 변수에 대해 시계열 횡단면 자료를 대상으로 다음과 같은 모형의 시계열 횡단면 회귀분석을 실시한다.

$$\begin{aligned} Lev1_{j,t} = & \alpha_{j,t} + \beta_1 FamCeo_{j,t} + \beta_2 Foreign_{j,t} + \beta_3 AstTan_{j,t} \\ & + \beta_4 ROA_{j,t} + \beta_5 Beta_{j,t} + \beta_6 SalesG_{j,t} \\ & + \beta_7 Size_{j,t} + \beta_8 IntCov_{j,t} + \beta_9 CFStd_{j,t} \\ & + \beta_{10} MKBK_{j,t} + e_{j,t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} DebtR1_{j,t} = & \alpha_{j,t} + \beta_1 FamCeo_{j,t} + \beta_2 Foreign_{j,t} + \beta_3 AstTan_{j,t} \\ & + \beta_4 ROA_{j,t} + \beta_5 Beta_{j,t} + \beta_6 SalesG_{j,t} \\ & + \beta_7 Size_{j,t} + \beta_8 IntCov_{j,t} + \beta_9 CFStd_{j,t} \\ & + \beta_{10} MKBK_{j,t} + e_{j,t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} DebtR2_{j,t} = & \alpha_{j,t} + \beta_1 FamCeo_{j,t} + \beta_2 Foreign_{j,t} + \beta_3 AstTan_{j,t} \\ & + \beta_4 ROA_{j,t} + \beta_5 Beta_{j,t} + \beta_6 SalesG_{j,t} \\ & + \beta_7 Size_{j,t} + \beta_8 IntCov_{j,t} + \beta_9 CFStd_{j,t} \\ & + \beta_{10} MKBK_{j,t} + e_{j,t} \end{aligned}$$

단, $j=1, 2, \dots, 644$. $t=2000, 2001, \dots, 2010$.

본 연구는 기존연구들에서 부채구조 결정요인으로 밝혀진 변수들을 바탕으로, 독특한 형태의 기업 지배구조를 가진 가족기업을 나타내는 가족기업 더미변수와 외국인 지분율 변수를 포함하여 분석한다.

따라서 가족기업형태의 보유 여부를 기업의 부채구조의 결정요인 분석모형에 포함한다. 시계열 횡단면 회귀분석 모형에서는, 가족기업 형태의 보유여부를 나타내는 변수로 가족기업 더미 변수를 사용하여 가족기업이면 1, 비가족기업이면 0 으로 구분한다. 가족기업과 비가족기업은 기업의 부채구조 또는 부채비율 등에서 분명 유의적인 차이가 존재 할 것이라는 기대 하에, 시계열 횡단면 분석에서 가족기업 더미 변수의 계수추정치는 0 과 다르지 않는다는 가설의 검정 유의성을 조사한다.

본 연구의 지배구조 변수들 중, 가족기업 더미변수 FamCeo와 외국인지분율변수 Foreign에 대한 귀무가설은 아래와 같다.

H_0 : 가족기업 더미 변수의 계수 추정치는 0 과 다르지 않는다.

H_0 : 외국인 지분율 변수의 계수 추정치는 0 과 다르지 않는다.

3. 분석결과

먼저, 분석의 예비 단계로서 전체기업 표본, 가족기업 표본, 및 비가족기업 표본에 대한 산업별 분포가 Table 2 에 나타나 있다. 표본 변수들에 대한 기초통계량은 Table 3에 나타나 있다. 한국거래소에 644 개 기업들이 2000년부터 2010년까지 11년 동안 상장되어 있으므로, 이들 기업들을 1차적 표본기업으로 한다. 1차적 표본기업 644개 중 자료가 완비된 기업은 625 개이다. 가족기업의 분류는, 가족구성원이 기업 발행주식 총수의 20% 이상을 보유하고, 가족 일원이 대표이사나 이사회 이사직을 수행하고 있는 경우로 한다는 Faccio and Lang [9]의 기준을 따른다. 625 개 기업들 중 가족기업 주식은 32.5% 비중인 203개로 분류되고, 비가족기업 주식은 67.5% 비중의 422 개로 구분되었다. 또한 Table 3은 가족기업과 비가족기업 간의 주요 변수들에 대한 평균값 차이 검정 결과도 보여 주고 있다. 가족기업과 비가족기업의 주요 변수들에 대해 평균차이 검정을 SAS의 proc ttest 로 실시하고, 그 결과인 t 값과 p 값이 Table 3에 제시되어 있다. 가족기업은 비가족기업에 비해 부채비율과 외국인투자 지분율에서 낮은 평균값을 보여 주고 있다. 시장위험 지표인 베타도 가족기업은 비가족기업에 비해 낮은 값을 나타내고 있다.

[Table 2] Distribution by industrial sector

Industry	Total		Family Firm		Non-Family Firm	
	No	%	No	%	No	%
Energy	12	1.9	4	1.9	8	1.9
Materials	157	24.9	51	25.1	106	25.1
Industrial Products	169	21.6	54	26.6	115	27.2
Free Consumption	137	21.8	48	23.6	89	21.1
Essential Consumption	50	7.9	16	7.9	34	8.1
Medical	39	6.3	16	7.9	23	5.4
IT	61	9.7	14	6.9	47	11.1
Total	625	100.0	203	100.0	422	100.0

주) 가족기업과 비가족기업의 표본에는 금융 (5개) 및 유틸리티 (13개) 산업소속 기업들은 배제하였다.

[Table 3] Summary statistics

Var	Family Firm (203)		Non-Family Firm (422)		Mean Diff.	
	Avg	StdDev	Avg	StdDev	t val	p val
Lev1	1.100	1.26	1.991	3.32	2.20	0.027
DebtR1	0.224	0.13	0.276	0.20	2.92	0.003
DebtR2	0.100	0.11	0.146	0.21	3.07	0.02
Foreign	0.075	0.09	0.112	0.15	-2.01	0.044
AsTan	0.320	0.15	0.358	0.17	-7.38	0.000
ROA	0.051	0.04	0.032	0.10	0.37	0.714
Beta	0.677	0.21	0.786	0.38	3.47	0.000
SalesG	0.166	0.35	0.426	3.09	1.46	0.145
Size	25.860	1.05	26.433	1.53	-0.41	0.680
IntCov	199	1,058	15,011	273,118	-1.14	0.255
CFDStd	15.420	36.62	12.194	58.53	-0.89	0.374
MKBK	11.225	21.63	13.061	39.62	2.37	0.017

주: 본 표는 2000년도 부터 2010년까지 11년동안 한국거래소에 상장되어 있는 기업주식 644개에 대한 표본변수의 요약통계량을 보여주고 있다. 가족기업과 비가족기업의 변수에 대한 정의는 다음과 같다. Lev1 은 부채정책에 대한 제1의 대응변수로 총차입금/자본금 비율, 즉 재무레버리지 비율이다. DebtR1 은 부채정책에 대한 제2의 대응변수로 총차입금/자산총계 비율이다. DebtR2 는 부채정책에 대한 제3의 대응변수로 장기차입금/자산총계 비율이다. Foreign 는 외국인 보통주 지분 보유율이다. AsTan 는 유형자산(계)/자산총계 비율이다. ROA 는 총자산 수익률이다. Beta 는 기준수익률의 변동에 대비해 특정기업의 수익률이 어느 정도 변동되는지를 보여 주는 시장위험 지표이다. SalesG 는 매출액증가율을 나타낸다. Size 는 기업규모를 나타내는 자산총계액(Assets)의 자연대수로서, Size=ln(Assets)로 계산된다. IntCov 는 세후순영업이익 대비 이자보상 배율을 나타낸다. CFDStd 는 기업 현금흐름의 변동성을 나타내는 지표로서, 장기차입금 대비 영업이익(손실) 비율의 2000년-2010년간 11년의 표준편차로 계산된다. MKBK 는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율이다.

부채정책에 대한 대응변수는 세 가지를 사용한다. 제1의 부채정책 대응변수 Lev1 (총차입금/자본금)의 평균은 가족기업이 110%, 비가족기업이 199%로 나타나고 있다. 제2의 부채정책 대응변수 DebtR1 (총차입금/자산총계)의 가족기업 평균은 22.4%이며, 비가족기업 평균은 27.6%이다. 제3의 부채정책 대응변수 DebtR2 (장기차입금/자산총계)의 평균도 가족기업은 10.0%이고 비가족기업은 14.6%이다. 부채정책에 대한 세 가지 대응변수들 모두에서 비가족기업의 부채비율이 가족기업의 부채비율보다 높은 것으로 나타나고 있는 바, 다음에서 이에 대한 통계적 분석을 시도한다.

Table 4는 가족기업의 지배구조가 기업의 부채구조 정책에 어떻게 영향을 미치고 있는지를 세 가지의 부채정책 대응변수를 사용하여 회귀분석을 실시한 결과이다.

독립변수들 상호간 상관관계 및 분산팽창계수(VIF)에 비추어, 본 분석에서 다중공선성(multicollinearity) 문제는 크지 않았다.

[Table 4] The determinants of debt structure in family firms

Var	Dep. Var		
	Lev1 (Total Debt/Equity)	DebtR1 (Total Debt/Asset)	DebtR2 (Long-term Debt/Asset)
FamCeo	-0.069 (0.465)	0.0026 (0.851)	-0.0040 (0.675)
Foreign	-1.281 (0.013)*	-0.161 (0.033)*	-0.114 (0.028)*
AsTan	0.282 (0.314)	0.178 ($<.0001$)**	0.223 ($<.0001$)**
ROA	-6.732 ($<.0001$)**	-1.218 ($<.0001$)**	-0.484 ($<.0001$)**
Beta	0.168 (0.132)	0.041 (0.010)*	0.032 (0.004)**
SalesG	0.010 (0.837)	-0.003 (0.603)	0.0082 (0.094)
Size	0.143 (0.0009)**	0.008 (0.187)	0.015 (0.0003)**
IntCov	-0.00077 (0.147)	-0.00025 (0.001)**	-0.000086 (0.111)
CFDStd	-0.0010 (0.198)	-0.00035 (0.0037)**	-0.00015 (0.060)
MKBK	0.00086 (0.533)	0.00030 (0.141)	0.00022 (0.120)

주: 본 표는 기업의 부채구조 정책에 가족기업의 지배구조가 영향을 미치는지를 세 가지의 부채정책 대응변수를 종속변수로 설정하여 회귀분석을 실시한 결과이다. 괄호 안은 P-value 를 나타내며, * 는 5%의 유의수준을, ** 는 1%의 유의수준을 표시한다. 표본은 한국거래소 상장주식 644개에 대해 2000년부터 2010년까지 11년동안의 자료를 사용한다. Lev1 은 부채정책에 대한 제1의 대응변수로 부채비율을 나타내는 총차입금/자본금 비율이다. DebtR1 은 부채정책에 대한 제2의 대응변수로 총차입금/자산총계 비율이다. DebtR2 는 부채정책에 대한 제3의 대응변수로 장기차입금/자산총계 비율이다. FamCeo 는 가족기업 여부를 나타내는 더미변수로서, 가족기업인 경우 FamCeo=1이고, 가족기업이 아닌 비가족기업이면 FamCeo=0이다. Foreign 는 외국인 보통주 지분보유율이다. AsTan 는 유형자산(계)/자산총계 비율이다. ROA 는 총자산수익률이다. Beta 는 기준수익률의 변동에 대비해 특정기업의 수익률이 어느정도 변동되는지를 보여주는 시장위험지표이다. SalesG 는 매출액 증가율을 나타낸다. Size 는 기업규모를 나타내는 자산총계액(Assets)의 자연대수로서, Size=ln(Assets)로 계산된다. IntCov 는 세후순영업이익 대비 이자보상 배율을 나타낸다. CFDStd 는 기업 현금흐름의 변동성을 나타내는 지표로서, 장기차입금 대비 영업이익(손실) 비율의 2000년-2010년간 11년의 표준편차로 계산된다. MKBK 는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율이다.

기업지배구조와 부채구조 사이의 관계를 분석하기 위해 재무관리의 기존 자본구조 이론이 시사하는 실증모형을 원용한다.

기존 자본구조 이론에 대한 실증 연구들인 Faccio et al. [9], Titman, Sheridan, Wessels, Roberto [21]에 근거하여 통제변수들을 선정하고, 기업 지배구조 변수인 가족기

업 터미변수 FamCeo 와 외국인지분율 Foreign 을 포함한다. Table 4의 부채정책 대응변수 Lev1 을 사용한 모형에서, 기업지배구조 변수로는 외국인지분율 Foreign 이 유의적인 음의 계수추정치를 보이고 있는 반면, 가족기업 터미변수인 FamCeo 는 음의 계수추정치를 나타내고 있으나 통계적인 유의성은 발견되지 않았다. 이는 외국인 투자자는 기업의 부채비율을 낮추는데 크게 기여하고 있으나, 가족기업은 비가족기업에 비해 부채비율이 낮으나 통계적인 유의성은 없는 것으로 해석된다. 통제 변수에서는 총자산수익률 ROA 는 음의 유의적인 계수추정치를 보여 수익성이 좋은 기업이 부채비율이 낮은 것으로 나타났다. 기업규모 변수 Size 는 양의 유의적인 계수추정치를 보여 규모가 클수록 부채비율도 높은 것으로 나타났다. Table 4에서 부채정책의 대응변수로 DebtR1 과 DebtR2 를 사용한 모형에서는, 기업지배구조 변수는 Lev1 를 사용한 분석 결과와 마찬가지로 외국인 지분율 Foreign 이 음의 유의적인 계수추정치를 보이고 있는 반면, 가족기업 터미변수 FamCeo 는 유의성을 보이지 않고 있다. 가족기업이 부채비율을 비가족기업에 비해 낮게 유지하고 있으나 통계적인 유의성은 부족하다. 반면 외국인 투자자의 존재는 기업의 부채수준을 크게 낮추고 있다고 할 수 있다. 통제변수에서는 유형자산비율 변수 AstTan 과 기업규모 변수 Size 가 매우 유의적인 양의 계수추정치를 나타내어, 유형자산이 많고 기업규모가 클수록 담보제공가능 자산이 많아 채권자가 자금제공을 용이하게 하므로 부채수준이 높다고 할 수 있다. 수익성 지표인 총자산수익률 ROA 도 매우 유의적인 음의 계수추정치를 보여 일관성 있게 수익성이 좋은 기업이 부채수준도 낮게 유지하는 것으로 나타났다.

4. 결론

본 연구는 기업의 지배구조에서 가족기업 형태가 부채구조에 어떠한 영향을 미치는가에 대해 실증 분석을 실시하였다. 그동안 동아시아 외환위기 이후 기업의 지배대주주들에 의한 소액주주나 채권자들의 이익침해 연구가 많이 이루어져 왔으나, 아직까지 기업지배구조, 특히 가족기업형태의 지배구조와 차입정책 또는 부채구조 사이의 관계에 대한 실증연구는 시도되지 않고 있다. 지배구조가 취약하여 소수주주나 채권자의 이익을 탈취할 유인이 큰 지배대주주가 있는 비가족기업은 경영자 또는 지배대주주가 부채발행을 늘려 자신의 영향 또는 재량하에 둘 수 있는 자원의 규모를 증가시키고자 한다. 반면 가족기업은 대리인 비용을 줄이고 기업을 올바르게 경영

하여 기업가치를 증가시켜 후손들에게 기업을 물려주고자 하는 유인이 크므로, 지배대주주, 소수주주, 채권자 등의 이해당사자들과의 유인일치 효과가 존재하여 부채수준이 비가족기업에 비해 크지 않다고 할 수 있다.

본 논문에서 지배구조와 부채구조 정책에 대해 세 가지 다른 부채정책 대응변수를 사용하여 분석한 결과, 가족기업 터미변수는 음의 계수추정치를 보이고 있으나 통계적인 유의성은 발견되지 않았다. 가족기업은 비가족기업에 비해 부채비율을 낮게 유지하고 있으나 통계적인 차이의 유의성은 낮은 것으로 확인되었다. 외국인 지분율은 유의적인 음의 계수추정치를 보여, 외국인 투자자가 대리인 문제에 대한 모니터링 활동으로 기업 부채수준을 크게 낮추고 있다고 할 수 있다. 또한 수익성이 좋은 기업이 부채수준을 낮게 유지하고 있으며, 유형자산이 많고 기업규모가 큰 기업은 담보가능 자산이 커서 채권자의 자금제공 가능성이 높아 부채수준이 높은 것으로 나타났다.

본 연구를 통해, 가족기업에서 외국인 투자자 지분율이 적은 기업은 외국인 투자자 지분율이 높은 기업보다 높은 부채비율을 보이는 경향이 있다는 것이 나타났다. 이러한 분석 결과는 소액주주 등 투자자와 채권자에 대한 법적보호장치가 미흡한 국가에서는 부채가 지배대주주 경영자의 이익 침해 효과를 촉진시킬 수 있다는 것을 보여준다고 하겠다.

본 연구의 학문적 의의 및 시사점은, 가족기업과 같이 기업을 실질적으로 지배하는 지배대주주가 존재하는 경우, 지배대주주는 소액주주나 채권자들의 이익을 침해하면서까지 자신들의 사적 이익을 추구하게 된다는 Stulz [20]의 경영자 착취가설이 성립될 여지가 많다. 그러나 이러한 지배대주주가 존재하는 가족기업에 외국인 투자자들이 대규모로 지분 참여를 늘리게 되면, 외국인 투자자들은 대량주식보유자(blockholder) 혹은 기관투자자(institutional investor)로서 경영자에 대한 monitoring 을 적극적으로 실시하는 주주 행동주의(shareholder activism)로 나설 유인이 크게 되어, 기업의 대리인 비용을 크게 줄이는 활동을 한다. 그러므로 본 연구 결과에서 같이 외국인 투자자는 가족기업의 경영자에 대한 효율적 감시자로서 기업의 부채수준과 대리인 비용을 크게 줄이는 역할을 수행한다고 해석할 수 있다.

본 연구는 가족기업 형태와 외국인 투자자의 소유지분과 같은 지배구조가 기업의 부채구조 결정요인들 중의 중요한 하나의 요인이 될 수 있음을 실증적으로 밝혀 준 점에서, 그 학문적 의의가 있다고 할 수 있다.

본 연구 결과의 실무적인 시사점으로는, 외국인 투자자는 우리나라의 많은 기업들이 유지하는 가족기업에 대한 대규모 주식 보유를 통해 가족기업의 지배대주주의

전형을 견제함으로써 외부감시주체로서 경영의사 결정 효율화에 크게 기여할 수 있다는 것을 보여준다.

구체적으로는 가족기업 구성원의 절대적 지배권하에서 폐쇄적으로 운영되고 있는 가족기업에 대해 외국인 투자자들은 이사회 구성과 운영에서 독립성 확보, 리스크 위원회 또는 감사위원회 설치를 통한 권한행사와 리스크 관리의 통제 강화, 소액주주 권리 보호장치의 강화, 적절하고 신뢰성 있는 공시 확대 등에 크게 공헌하여, 효율적이고 투명한 기업경영에 기여하고, 나아가 국내 기업들의 정보환경 개선을 통해 투자자들과 기업들을 위한 주식 및 채권시장 등 국내자본시장 발전에 이바지 할 수 있을 것으로 보인다.

References

- [1] Byung-Gon Kim, Dong-Wook Kim, "The effects of corporate governance and capital structure on firm value in Korean firms: an analysis of panel 2SLS", *Korean Journal of Industrial Economics*, Vol.22, No.4, pp.1593-1620, 2009.
- [2] Hyung-Cook Kim, Ki-Suk Park, "The determinants of corporate debt policy", *Journal of Management Education*, Vol.63, pp.351-368, 2010.
- [3] Bong-Han Yoon, "A long-term analysis on the capital structure of the Korean listed companies: A comparison of the static model with the pecking order model", *Korean Journal of Management*, Vol. 34, No. 4, pp.973-1000, 2005.
- [4] J. S. Ang, R. A. Cole, J. W. Lin, "Agency costs and ownership structure", *Journal of Finance*, Vol. 55, pp.81-106, 2000.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00201>
- [5] J. H. Astrachan, S. B. Klein, K. X. Smyrnios, "The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem", *Family Business Review*, pp.45-54, 2002.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1741-6248.2002.00045.x>
- [6] J. A. Barach, J. B. Ganitsky, "Successful succession in family business", *Family Business Review*, Vol.8, pp. 131-155, 1995.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1741-6248.1995.00131.x>
- [7] M. Bennedsen, K. M. Nielsen, F. Perez-Gonzalez, D. Wolfenzon, "Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance", *European Corporate Governance Institute (ECGI), Working Paper No.132*, 2006.
- [8] S. Claessens, S. Djankov, J. P. H. Fan, L. H. P. Larry, "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings", *Journal of Finance*, Vol.57, pp.2741-2771, 2002.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00511>
- [9] Mara Faccio, Larry H. P. Lang, "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol.65, pp.365-395, 2002.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- [10] Milton Harris, Artur Raviv, "The theory of capital structure", *Journal of Finance*, Vol.46, pp.297-355, 1991.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- [11] M. C. Jensen, W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360, 1976.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [12] R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, Vol.54, pp.471-518, 1999.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- [13] Danny Miller, Isabelle Le Breton-Miller, Richard H. Lester, Albert A. Cannella Jr., "Are family firms really superior performers?", *Journal of Corporate Finance*, Vol.81, pp.411-439, 2007.
- [14] F. Modigliani, M. H. Miller, "The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment", *American Economic Review*, Vol.48, pp.261-297, 1958.
- [15] Stewart C. Myers, "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol.5, pp.147-175, 1977.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- [16] F. Perez-Gonzalez, "Inherited control and firm performance", *American Economic Review*, Vol.96, pp. 1559-1588, 2006.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1257/aer.96.5.1559>
- [17] Rasharan G. Rajan, Luigi Zingales, "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, Vol.50, pp.1421-1460, 1995.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- [18] Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, Vol.52, pp.737-783, 1997.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- [19] M. P. Smith, "Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS", *Journal of Finance*,

pp.227-252, 1996.

DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05208.x>

- [20] R. Stulz, "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control", Journal of Financial Economics, Vol.20, pp. 25-54, 1988.

DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6)

- [21] Sheridan Titman, Roberto Wessels, "The determinants of capital structure choice", Journal of Finance, Vol.42, pp.1-19, 1988.

DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

- [22] B. Villalonga, R. Amit, "How do family ownership, management, and control affect firm value?", Journal of Financial Economic, Vol.80, pp.385-417, 2006.

DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>

공 재 식(Jaisik Gong)

[정회원]



- 1981년 2월 : 서울대학교 영어교육학과 학사
- 1984년 8월 : 서울대학교 대학원 경영학과 석사
- 1992년 8월 : 미국 Louisiana State Univ. (BR), Ph.D. (경영학 박사)
- 1995년 3월 ~ 현재 : 대구대학교 경상대학 금융보험학과 교수

<관심분야>

기업금융, 은행론

김 충 환(Choong-hwan Kim)

[정회원]



- 1983년 2월 : 성균관대학교 경제학과 (경제학 학사)
- 1995년 12월 : 미국 The Univ. of Texas at Austin, Ph.D. (경제학 박사)
- 1996년 3월 ~ 현재 : 국립공주대학교 산업과학대학 부교수

<관심분야>

중앙은행제도, 금융론