

기업집단 가족기업의 규모별 재무성과 분석

2025. 5. 16

서울신용보증재단
책임전문위원
전덕영

1. 서론

가족기업은 세계 어디에도 존재하는 보편적인 기업 형태로 부의 생성, 일자리 창출 등 국가 경쟁력 강화에 공헌한다(Westhead and Cowling, 1998; Chakrabarti et al., 2007; 남영호·문성주, 2007). 가족기업이라 하더라도 시장점유율에서 우위를 점하는 가족기업이 시장점유율에서 열위인 가족기업보다 재무성과가 낮은 경향이 있다. 이는 가족기업이 시장의 영향력에 따라 재무성과가 달리 나타난다는 의미이며, 가족기업의 전략적 결정에 시사점을 제공한다(Gallo and Vilaseca, 1996). 즉 시장점유율에서 우위를 점하는 가족기업이 가격결정 등에서 독과점적 시장 지배를 하는 것이 아니라, 오히려 정보제공 등을 통해 균형가격으로 시장을 리드함으로써 소비자에게 편익을 제공하는 신뢰 구축에 전략적 방침을 수립한 결과라고 판단할 수 있다.

가족기업의 규모는 다양하다. 개별로 형성된 가족기업, 기업집단(business group)으로 형성된 가족기업이 있다. 우리나라 공정거래위원회는 기업집단을 상호출자제한기업집단, 공시대상기업집단으로 분류하여 지정하고 있다(<https://www.egroup.go.kr>). 기업집단에 포함되는 계열사는 기업규모가 중소기업, 중견기업, 대기업으로 그 크기가 다양하고 다수의 기업이 기업집단의 소속회사이다. 이러한 기업집단은 일반적으로 가족 중심의 소유 및 승계 구조를 지녀 가족기업으로 분류된다. 그러나 기업집단은 고유한 소유구조, 대규모성, 그리고 적극적인 해외진출 등의 특징을 가지고 있어 비기업집단과는 뚜렷한 차이를 보인다. 따라서 기업집단은 가족기업의 범주에서 별도로 연구되어야 할 필요성이 있다(박재환·성낙필, 2012).

선행연구는 기업집단과 가족기업의 성과에 대해 다양하게 분석하였다. 기업집단과 독립기업의 성과에 관한 연구(Gunduz and Tatoglu, 2003; Chakrabarti et al., 2007; 박재환·성낙필, 2012; 김성민 등, 2014; 김윤경, 2020; 문승진 등, 2022; 정민규 등, 2024), 가족기업과 비가족기업의 성과에 관한 연구(Gallo and Vilaseca, 1996; Leenders and Waarts, 2003; Kotey, 2005; 임진혁·이장희, 2016; 전덕영, 2023; 전덕영, 2024) 등이 존재한다. 선행연구의 결과는 대체적으로 기업집단과 가족기업이 현대경제에서 중요한 역할을 하며, 이들은 고용 창출, 세수 증대, 그리고 경제적 안정성에 기여하고 있음을 밝히고 있다. 그러나 선행연구는 기업집단과 가족기업을 기업규모에 따라 분류하지 않고 통틀어 기업규모에 대한 범위를 설정한 연구의 한계가 있다. 기업집단의 소속회사는 중소기업, 중견기업, 대기업으로 규모가 다양하고 여러 기업이 모여 기업집단을 이루면서 가족기업 형태를 유지하고 있다. 그럼에도 불구하고 기업집단에 소속된 회사를 가족기업으로 판단하고 가족기업 관점에서 경영성과를 다룬 연구는 그리 많지 않다.

본 연구의 목적은 기업집단 가족기업을 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업 등으로 분류하고 가족기업의 규모별로 재무성과에 미치는 영향을 분석하는 데 있다. 이를 구체적으로 설정하면 기업규모가 종업원 1인당 매출액에 미치는 영향, 기업규모가 종업원 1인당 순이익에 미치는 영향, 상호출자제한기업집단 가족기업과 non-상호출자제한기업집단 가족기업으로 분류하여 기업규모가 ROA에 미치는 영향, COVID-19 이전기간과 COVID-19 이후기간으로 나누어 기업집단 가족기업의 재무성과 비교 등이다. 기업집단 소속회사 가족기업을 대상으로 기업규모가 재무성과에 미치는 영향을 분석하면 기업규모별로 나타나는 재무성과 요인을 파악할 수 있는 흥미와 시사점을 제공할 것으로 판단된다. 본 연구를 선행연구와 비교할 때 다음과 같은 차별성을 지닌다.

첫째, Kotey(2005)는 호주, Chakrabarti et al.(2007)은 싱가포르, 일본, 한국, 말레이시아, 대만, 인도네시아 등 6개 아시아 국가를 연구대상으로 삼았다. 연구자별로 연구대상 국가가 다양하나 본 연구는 우리나라를 대상으로 규모별로 나타나는 기업집단 가족기업의 여러 재무성과를 다각도로 심도 있게 분석함으로써 선행연구가 시도하지 않았던 재무성과를 통해 나타나는 우리나라의 기업집단 가족기업 특성을 발견하려 하였다.

둘째, Gallo and Vilaseca(1996), Kotey(2005), 임진혁·이장희(2016) 등은 가족기업을 대상으로 연구하였고, 전덕영(2023)은 유가증권시장 가족기업을 대상으로 연구하였다. 선행연구는 기업규모에 상관하지 않고 가족기업이라는 조건만 충족하면 연구대상으로 삼아 분석하였으나, 본 연구는 기업집단 소속회사의 가족기업에 한정하고 이 기업을 기업규모별로 연구함으로써 가족기업의 연구 범위를 특정한 차별성이 있다. 이는 기업집단과 독립기업의 성과를 연구한 박재환·성낙필(2012)의 주장을 뒷받침한다.

셋째, 김윤경(2020), 장현수(2021), Nareswari et al.(2022), 전덕영(2023), 김기영·이용환(2024), 전덕영(2024) 등은 Tobins' Q, ROA, ROE, BPS, EPS, ESG 등의 성과변수를 종속변수를 사용하였다. 본 연구도 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, ROA 등의 재무성과를 종속변수로 사용하였다. 다만, 매출액과 순이익을 종업원 수로 나눈 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익 등의 재무성과 변수는 가족기업의 규모에 따른 판매력, 고용 규모 등이 재무성과에 미치는 영향이 다를 것이라는 가정에 따른 것이다. 즉 단순히 가족기업의 매출액과 순이익을 종업원 수로 나누는 것이 아니라 가족기업의 규모를 반영하여 살펴본다. 가족기업을 통틀어 분석하는 동일한 기준이 아닌 가족기업의 규모를 반영함으로써 보다 합리적인 성과 측정과 분석이 가능하고 그 결과가 차별적 반응으로 나타난다면 그 이유가 무엇인지 판단할 수 있다.

넷째, 자료조사 방법의 차별성이다. Gallo and Vilaseca(1996), Leenders and Waarts(2003), 임진혁·이장희(2016) 등은 설문조사를 통해 자료를 분석하였다. 그러나 본 연구는 공정거래위원회의 기업집단포털(<https://www.egroup.go.kr>)과 금융감독원 전자공시시스템(<https://dart.fss.or.kr/>)에서 데이터를 확보하여 실증분석 하였다.

다섯째, 분석방법의 차별성이다. Kotey(2005)는 MANOVA 등으로 분석하였고, Leenders and Waarts(2003)는 ANOVA 분석, 사례연구 등을 하였다. 김성민 등(2014)은 무작위 효과모형으로 분석하였고, 임진혁·이장희(2016)는 요인분석, 회귀분석 하였다. 본 연구는 상관분석, 시계열 회귀분석 하였다. 그리고 종업원 수와 기업규모 사이 상호작용 효과를 분석하였다.

분석 결과는 다음과 같은 기여도가 있다. 첫째, 기업집단 가족기업을 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업, 상호출자제한기업집단 등으로 분류해 재무성과에 미치는 영향을 제시함으로써 당해 가족기업에게 규모별 재무성과 창출의 차별적 전략 수립 토대를 제공할 것이다. 둘째, 기업규모별로 재무성과를 창출하는 차별적 영향 변수를 발견한다면 이 변수가 기업규모에 따른 재무성과 창출에 기여할 것이다. 즉 실무적으로 활용할 수 있는 변수와 그 시사점을 얻을 수 있고, 이는 재무성과 창출 전략 수립에 도움을 줄 것이다. 셋째, 시장이 세계화되고 통합됨으로써 국가 사이, 기업 사이 상호의존적이 되면서 규모 관점에서 국제 경쟁력을 지닌 전략적 대응책 마련에 기여할 것이다. 넷째, COVID-19 이전기간과 COVID-19 이후기간의 기업집단 가족기업이 규모별로 재무성과에 미치는 차별적 영향을 발견한다면 그 변수의 활용 방안을 모색하는 기회 및 시사점을 얻을 것이다.

II. 이론적 배경과 선행연구

1. 기업집단 가족기업의 의의

기업집단 가족기업은 전 세계적으로 중요한 경제적 역할을 수행하고 있으며, 우리나라도 경제 구조의 핵심을 이루고 있다. 가족기업은 가족과 기업이 결합된 형태로 소유와 경영이 일치하거나 소유와 경영이 분리된 형태이다. 대개 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업은 소유와 경영이 일치하고 있다. 하지만 가족기업은 가족의 가치관과 경영 철학이 기업경영에 깊이 반영된다. 유정민 등(2018)은 최대주주와 그 가족의 소유지분이 5% 이상이며 가족 구성원이 등기 임원 또는 최고경영자로 재직 중인 기업을 가족기업으로 정의하고, 2015년 12월 31일 현재 유가증권시장에 상장되어 있는 기업을 대상으로 가족기업이 차지하는 비중을 약 72.2%로 보았다. 류진아 등(2021)은 가족기업을 최대주주 가족 중심의 기업지배구조를 가진 기업으로 정의하였고, 최대주주 가족의 지배력은 가족구성원이 가진 지분율과 경영 참여 여부 2가지로 관찰하였다(Villalonga and Amit, 2006). 가족기업은 ① 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율이 50% 이상이거나, ② 창업주 사망 혹은 퇴임으로 이미 창업주의 2세대 이후 세대로 지분 및 경영권이 계승되었거나, ③ 창업주(혹은 최대주주) 외 그 가족구성원이 등기임원으로 임명되어 있는 경우로 정의하였다. 류진아 등(2021)은 이 정의에 따라 2005년부터 2016년까지 12년 사이 국내 KOSPI 상장 총 723개 가족기업에서 2,876개 최고경영자 교체 공시 사건이 발생했음을 파악하였다. 이때 가족경영자를 최고경영자로 선임한 비율은 약 43%이며 나머지 57%는 전문경영자를 선임하였다. 박진혁·이장우(2022)는 가족기업을 Shleifer and Vishny(1986), Anderson and Reeb(2003), Villalonga and Amit(2006), Anderson and Zhao(2012)의 방법에 따라 ① 특수관계인 포함 지배주주 혹은 개인의 지분율이 20% 이상인 경우, ② 가족 구성원이 기업의 경영에 참여하는 경우, ③ 기업이 2대 이상 승계가 이루어진 경우 등 세 가지 조건 중 하나라도 충족시킨다면 해당 기업을 가족기업으로 분류하였다. 이 기준에 따라 박진혁·이장우(2022)는 2011년부터 2020년까지 전체 표본기업 5,151개 중 64.0%인 3,298개의 기업을 가족기업으로 분류하였다. 김희은 등(2023)은 ① 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율이 20% 이상이거나, ② 공정거래위원회에 의해 기업집단으로 분류되거나, ③ 지배주주의 가족구성원이 최고경영자에 포함된 기업으로 가족기업을 정의하였다. 이 기준에 따라 김희은 등(2023)은 2014년부터 2020년까지 한국 유가증권시장에 상장된 비금융기업 총 697개 상장사 중 76.6%인 534개 기업을 가족기업으로 분류하였다.

2. 기업집단 가족기업 규모의 특성

기업집단은 자원 이전에서 발생하는 파급효과를 활용하여 성공적으로 다각화할 수 있다. 기업집단이 지니는 명성을 향유하고 특권적 접근 등으로 외부 기관으로부터 자원을 더 쉽게, 더 저렴하게 확보할 수 있다. 기업집단은 복잡한 구조를 지니지만 조직을 정교화하고 다양한 경영 방식으로 더 나은 운영을 기함으로써 자원을 개발하고 고도화 활용 가능성을 높인다. 이는 기

업집단이 역량을 강화하고 사업을 다각화하는 교두보가 된다(Chakrabarti et al., 2007).

그리고 기업집단은 자원을 이전할 수 있는 내부자본시장(internal capital market) 형성이 가능하다. 기업집단이 활용할 수 있는 금융시장을 형성함으로써 기업의 재무의사결정이나 투자의사결정 등에 영향을 미친다. 즉 내부자본시장을 활용하여 재무제약을 완화시키고, 투자자금을 조달함으로써 과소투자문제를 완화시키는 등 투자효율성을 증진할 수 있다. 한편, 내부자본시장에서 조달한 자금을 활용하면 과잉투자문제를 가져올 수도 있고, 성과가 낮은 기업이나 사업을 지원하는 상호보조문제(cross-subsidization problem), 지대추구(rent seeking) 등을 통한 자중손실(deadweight costs)을 발생시킬 수도 있다.

정민규 등(2024)은 2004년부터 2021년까지 개별기업집단에 속하고 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 총 2,351개(기업-연도)를 패널자료회귀분석 하였다. 그 결과 우리나라 기업집단은 외부금융보다 내부금융을 선호하고 기업집단 내에 존재하는 내부자본시장이 기업의 자본조달 의사결정에 영향을 미치고 있음을 보고하였다. 이는 우리나라 기업집단이 자본조달순위이론을 따르고 있음을 보여주고 있다. 문승진 등(2022)은 2010년부터 2021년까지 공정거래위원회로부터 공시대상기업집단이나 상호출자제한기업집단으로 지정된 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 총 2,437개(기업-연도) 기업과 외부감사 대상법인 총 9,454개(기업-연도)의 시계열표본을 사용하여 분석한 결과 30대 기업집단은 지배주주가 내부자본시장을 활용하여 터널링하고 있음을 확인하였다. 지배주주가 기업집단의 현금흐름을 자신의 지분율이 높은 기업으로 이전하여 당해 기업의 투자를 확대하고 있음을 확인하였다. 하지만 비 30대 기업집단은 내부자본시장의 존재 여부를 확인할 수 없었고, 지배주주에 의해 터널링이 이루어진다는 증거도 발견할 수 없었음을 보고하였다. 문승진·김병곤(2023)은 2002년부터 2021년까지 공정거래위원회의 대규모기업집단 지정 기준이 변경된 이후기간의 분석기간에서 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 총 3,677개(기업-연도) 기업과 외부감사 대상법인 총 15,235개(기업-연도) 기업을 사용하였다. 분석 결과 우리나라 기업집단은 규모가 큰 경우에는 타계열사의 현금흐름에 영향을 받고, 규모가 작은 경우에는 자사 현금흐름에 영향을 받는다고 주장하였다.

가족통제기업의 레버리지를 활용한 자금조달에 대한 유인은 기업의 규모에 따라 달라질 수 있다. 기업의 사업 활동의 기본이 되는 자금조달 결정에는 규모가 중요한 요소로 작용할 수 있기 때문이다(Serrasqueiro et al., 2016). 문승진·김병곤(2024)은 2002년부터 2022년까지 분석기간에서 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 비금융업종 총 33,821개(기업-연도)의 기업을 분석하였다. 그 결과 가족통제가 레버리지 의사결정에 미치는 영향을 확인하였고, 기업규모가 가족통제와 레버리지 의사결정 간의 관계에 조절효과가 있음을 분석하였다. 가족통제는 레버리지비율에 부(-)의 영향을 미치지만, 기업규모가 커지면 부(-)의 영향이 완화된다고 보고하였다. 즉 가족통제와 레버리지 의사결정 간의 관계에 기업규모가 조절효과를 갖는다는 것을 확인하였다. 가족통제기업의 지배가족은 장기적인 관점에서 기업에 대한 영향력을 세대에 걸쳐 유지하기를 원하기 때문에 외부 차입으로 인해 발생할 수 있는 기업에 대한 시장 간섭, 외부 감시, 위험 증가 등을 고려하여 레버리지비율을 감소시키고자 하는 유인이 큰 것으로 이해할 수 있다. Leenders and Waarts(2003)는 네덜란드의 다양한 유형의 가족기업 220개를 대상으로 가족 지향성과 기업 지향성을 구분하여 연구하였다. 연구 결과

가족생활 방식, 취미와 습관, 가족자금, 사업장과 기계설비 등이 가족 지향성과 기업 지향성 양 집단의 발전에 기여하고 있음을 발견하였다. 그리고 기업 지향성 관점에서 볼 때 사업장 등 공간 내 위치에 따라 가족기업의 강점과 약점에 상당한 차이가 있으나 이는 시간이 지남에 따라 변화할 수 있으며, 사업공간의 위치에 따라 다양한 유형의 기업이 공존하고 있음을 보여주었다. 이는 가족기업을 가족 지향성과 기업 지향성에 따라 차별화하는 것이 유용하다는 증거를 제시한 것이다.

3. 기업집단 가족기업의 재무성과

박종해·정대성(2018)은 2000년부터 2017년까지 유가증권과 코스닥의 상장기업을 대상으로 운전자본 구성요소가 수익성과 기업가치에 미치는 영향을 연구하였다. 운전자본 구성요소는 현금보유비율, 매출채권 회수기간, 매입채무 신용기간, 재고기간을 사용하였고, 수익성에는 총자산이익률(ROA)을, 기업가치는 Tobin's Q를 사용하였다. 분석결과 현금보유비율, 매입채무 신용기간은 수익성과 기업가치에 양(+)의 영향을 미치고 있으며, 매출채권 회수기간, 재고기간은 수익성과 기업가치에 음(-)의 영향을 미치고 있음을 보고하였다.

Kotey(2005)는 441개 가족기업과 473개 비가족기업을 4개 기업규모 그룹으로 나누어 가족기업과 비가족기업 사이 기업규모가 이익, 성장, 효율성, 유동성으로 측정되는 성과에 유의한 차이가 있는지 조사하였다. 그 결과 비가족기업은 가족기업만큼 성과를 거두는 것으로 나타났다. 양 유형의 기업이 소규모 수준에서는 유사한 성과 특성을 상당히 공유했지만, 종업원별 분석에서는 유의한 차이를 보였다. 가족기업과 비가족기업 사이 성과는 종업원 20~49명의 경우 성장 단계에서 두드러졌고, 종업원 50~99명에서는 최적 수준에 도달한 후 가족기업과 비가족기업 사이 다시 성과 차이가 좁혀졌음을 보였다. 종업원 100명 이상 가족기업의 경우 높은 이익률과 자산의 효율적 사용의 차별적 이점이 감소되었다. 남영호·문성주(2007)는 1997년부터 2002년까지 코스닥 등록기업을 대상으로 가족기업의 성과를 연구하였다. 총자산순이익률과 총자산영업 이익률은 가족기업의 성과가 비가족기업의 성과보다 높고, 고용흡수력도 가족기업이 비가족기업보다 높다. 그리고 기업규모, 업력, 대주주지분을 등에서 가족기업이 비가족기업보다 높다. 그러나 부채비율은 상대적으로 낮게 나타났다.

강형철·변희섭(2019)은 2005년부터 2015년까지 한국거래소 유가증권시장 상장기업 중 당해 회계연도에 대표이사 교체가 발생(공시)된 1,917개 기업-연도 표본(610개 기업)을 실증분석하였다. 가족경영자를 지배주주 본인, 자녀, 기타 친족으로 구분하고 각자가 CEO로 선임되는 결정요인을 분석한 결과, 기업이나 소속 산업의 수익성이 좋고 위험이 작은 기업일수록 자녀가 선임될 가능성이 유의하게 높아짐을 보고하였다. 이는 CEO의 경영능력과는 별개로 안정적인 수익확보가 용이한 기업의 경영권을 자녀에게 물려줌으로써 승계절차를 용이하게 하려는 시도로 이해될 수 있다. 산업경기가 좋은 상황에서 검증되지 않은 자녀의 경영능력 또는 평판을 키워주려는 지배주주의 이타주의가 작동한 것으로 이해될 수 있다. 강형철(2014)은 우리나라 기업집단을 대상으로 과거 성과와는 다른 측면에서 지배주주 가족의 소유권이 크거나 그룹에 대한 통제권이 큰 계열사일수록 가족이 CEO일 가능성이 증가한다는 결과를 제시하였다. 자녀를 CEO로 선임한다는 것은 CEO로

서의 경영능력과 무관하게 가장 협소한 경영자 시장을 활용하는 것이므로, 이에 따른 부정적인 영향을 최소화하기 위하여나 이타주의를 이유로 재무적으로 우월한 기업에서 자녀가 CEO로 선임될 가능성이 가장 크게 나타난 것으로 보고하였다.

전덕영·윤병섭(2020)은 2016년부터 2019년까지 4년 기간 1,375개의 보증지원을 받은 기업을 대상으로 보증지원이 종업원 수 등의 일자리 수에 미치는 영향을 연구하였다. 보증지원 후, 총자산 등의 변수가 일자리 수에 유의한 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 장현수(2021)는 2010년부터 2017년까지의 보증지원받은 기업을 대상으로 기업업력에 따라 신용보증지원효과를 연구하였다. 업력이 커질수록 총자산증가율은 낮아지고 있었다. 도입기, 도약기 기업에서 ROA에 양(+)의 값이 나타났다. 그리고 신용등급이 낮은 기업이 재무성과가 양호하여, 신용등급이 낮은 기업에 대한 지원을 검토할 필요성이 있다고 주장하였다.

박원(2022)은 2011년부터 2020년까지 비금융상장기업을 대상으로 기업규모에 따른 ESG등급이 신용등급, 타인자본비용에 미치는 영향을 검증하였다. 기업규모 중에서 중견기업은 ESG등급이 신용등급에 영향을 미치고 있었으며, ESG등급은 대기업에서 타인자본비용에 영향이 있는 것으로 나타났다. 대기업은 ESG등급이 타인자본비용에 미치는 영향이 있지만, 중소기업은 ESG등급과 타인자본비용의 관련성이 없는 것으로 나타났다. 기업규모 중에서 대기업, 중견기업은 ESG등급이 신용등급과 타인자본비용에 영향이 있었지만, 중소기업은 ESG등급이 타인자본비용에 미치는 관련성을 제시할 수 없다고 강조하였다. 임진혁·이장희(2016)는 가족기업 후계자를 선정하여 설문조사로 73개의 자료를 확보하였다. 분석결과 사회적 자본은 승계자기효능감과 승계태도에 유의한 영향을 미쳤다. 그리고 사회적자본이 승계태도에 미치는 영향에서 승계자기효능감의 매개효과도 유의함이 확인되었다. 최향미·임병권(2024)은 2011년부터 2021년까지의 자료를 통해 중소기업의 가업승계가 재무성과에 미치는 영향을 검증하였다. 중소기업에서 소유경영보다 전문경영인 체제에서 재무성과가 높게 나타났다. 가업승계에서 인수보다 승계가 안정성과 수익성은 높았으나, 매출액성장성은 낮은 것으로 나타났다. 따라서 가업승계가 중소기업의 지속가능성을 위해 긍정적인 요인으로 작용한다고 보고하였다.

4. 기업집단 가족기업의 기업가치

가족경영자는 장기투자자라는 장점이 있지만, CEO 선임이 가족임용과 이타주의 성향으로 이루어질 경우 가족경영자의 참호구축 효과(entrenchment effects), 경영권 승계, 보수적 경영 등으로 기업경쟁력이 뒤질 수 있다는 단점이 있다(Allen and Panian, 1982; Schulze et al., 2003). 가족경영자 등 장기투자자는 장기적인 안목의 투자의사결정을 통해 기업의 효율성을 증진시키고 우수한 성과를 나타낼 수 있다(Stein, 1988; 1989; James, 1999). 하지만, 지배주주가 경영자 지위를 자녀 등 가족구성원에 두고 이들을 임용하는 성향과 이들에 대한 이타주의 성향이 경영자 시장의 효율성과 규율기능을 어렵게 하여 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다(Schulze et al., 2001; Schulze et al., 2003; Perez-Gonzalez, 2006).

선행연구는 가족을 경영자로 선임할 경우 기업가치에 미치는 영향에 대해 긍정론과 부정론을 지니고 있다. 긍정론은 가족경영자가 장기투자자이므로 전문경영자의 근시안적

투자의사결정에 제한을 줌으로써 투자효율성과 기업가치를 증가시킬 수 있다(Stein, 1988; 1989; James, 1999)는 주장이다. 그리고 가족경영자는 금전적 보상보다는 기업의 장기적 성공과 관련된 비금전적 보상을 선호하고, 기업과 관련하여 획득하기 어려운 특화된 지식을 더 많이 보유하고 있다(Kandel and Lazear, 1992; Davis et al., 1997). 한편, 부정론은 지배주주에 의한 과도한 경영권 행사가 오히려 지배주주와 외부주주 간 대리인 문제를 유발하는 등 기업가치를 감소시킬 수 있다(Shleifer and Vishny, 1997; Burkart et al., 2003; Villalonga and Amit, 2006)는 주장이다. 지배주주가 경영자 직위를 가족구성원에 한정하는 성향이 있기 때문에 경영자 시장을 제약하여 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다(Schulze et al., 2001; 2003; Perez-Gonzalez, 2006). 지배주주의 자녀에 대한 이타주의도 성과가 나쁜 가족경영자에 대한 규율을 어렵게 해서 기업가치를 저하시킬 수 있다(Schulze et al., 2003). 강형철·변희섭(2019)은 2005년부터 2015년까지 한국거래소 유가증권시장 상장기업 중 당해 회계연도에 대표이사 교체가 발생(공시)된 1,917개 기업-연도 표본(610개 기업)을 최초 분석표본으로 설정하여 경영자 시장 내 가족임용의 원인과 결과를 검증하였다. 그 결과 지배주주의 자녀가 CEO로 선임된 경우에 기업가치가 유의하게 낮은 것으로 나타났다. 이는 경영자 지위를 가족 구성원에 한정하는 가족임용 또는 이타주의 성향이 경영자 시장의 효율성을 제약함으로써 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 주장(Schulze et al., 2001; 2003; Perez-Gonzalez, 2006)을 지지하고 있다.

Chakrabarti et al.(2007)은 싱가포르, 일본, 한국, 말레이시아, 대만, 인도네시아의 6개 아시아 국가를 대상으로 기업의 다각화가 성과에 미치는 영향을 검증하였다. 다각화가 발달된 제도적 환경에서는 성과에 부정적인 영향이 있는 반면, 다각화가 미흡한 제도적 환경에서는 성과를 개선시키는 것으로 나타났다. 성공적인 다각화기업은 때때로 기업집단과 연관되어 있지만, 다각화는 계열사기업과 독립기업 모두에게 더 나쁜 성과와 연관되어 있었다. 따라서 다각화가 제도적 환경, 경제적 안정성 및 기업집단과의 연관성에 의해 영향을 받는다는 것을 발견하였다. 이원흠(2006)은 대주주의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향을 연구하였다. 특히 최대주주와 상장기업 사이의 내부거래가 있는 기업과 대기업집단 계열사의 대주주 소유구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 대주주지분율이나 소유과리도가 Tobin's Q의 기업가치에 미치는 부정적인 영향은 그룹소속과 관련없이 내부거래가 있는 기업에서 유의하게 나타났다. 대주주지분율과 기업가치, 소유과리도와 기업가치 사이에는 각각 역 U자형 패턴이 나타났다.

Gunduz and Tatoglu(2003)는 터키에서 상장된 비금융기업을 대상으로 기업집단 계열사와 독립기업의 성과를 비교하였다. 기업집단 계열사와 독립기업의 표본 수는 202개이다. 이 중에서 가족기업은 74개, 비가족기업은 128개로 구성된다. 기업집단 계열사, 외국인기업은 ROA에 유의한 양(+)의 값이 있었다. 하지만 가족기업, 비가족기업은 ROA에 유의한 영향이 없다고 주장하였다. 이윤경(2015)은 2001년부터 2011년까지 대규모기업집단에 속한 유가증권 상장기업을 대상으로 소유지배과리도가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 소유지배과리도는 지배주주의 소유권과 의결권의 차이를 의미한다. 소유지배과리도가 커지면 지배주주는 소액주주의 권리를 훼손하여 자신의 사적이익을 추구하게 될 가능성이 높다. 이를 위해 공정거래위원회에서 공시한 지배주주의 소유권과 의결권의 자료를 사용하여 소유지배과리도를 측정하였다. 분석결과 소유지배과리도가 큰 집단이 다른 집단보다 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 있

었다. 소유지배피도가 크면 지배주주가 사적이익을 추구할 유인이 있고, 대리인문제가 있는 경우 조세회피로 인한 이득을 기업가치 증가를 위한 활동에 쓰지 않고, 사적으로 유용하여 기업가치가 감소한다고 해석하였다. 김병구·윤병섭(2016)은 2008년부터 2014년까지 유가증권상장 제조기업을 대상으로 18개 업종, 74개 기업, 518개 표본으로 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향을 검증하였다. 연구결과 기부금지출이 기업가치에 유의한 양(+)의 값이 있었다. 그리고 기부금지출과 기업가치 사이에 역 U자형 즉 위로 볼록한 곡선 관계가 있음을 발견하였다.

Gallo and Vilaseca(1996)는 자본 구조, 투자 및 위험에 대한 행동, 배당 정책과 같은 가족기업의 재무문제를 조사하고 성과 사이의 관계를 분석하였다. 가장 중요한 발견은 가족기업이 낮은 부채자본비율을 가지고 있다는 점이며, 특히 산업 내에서 중요한 시장점유율을 가진 가족기업에서 더욱 두드러지는 것으로 나타났다. 전덕영(2023)은 182개 가족기업, 546개의 표본 수를 통해 유가증권상장 가족기업의 특성이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 유가증권상장 가족기업에서 총자산, 제조업 업종이 BPS에 유의한 긍정적인 영향이 있었고, 외국인지분율이 ROA에 유의한 긍정적인 영향이 있는 것으로 나타났다. 이미영·이덕훈(2018)은 가업승계가 이루어진 35개 기업을 대상으로 가업승계기업의 장기성과를 분석하였다. 장기성과는 누적초과수익률(CAR), 매입-보유 초과수익률(BHAR)을 측정하였다. 분석결과 가업승계 이후 가족기업의 장기성과는 양(+)의 값이 나타나 승계 이후에도 비교적 안정적인 경영성과가 있는 것으로 나타났다. 후계자에게 이루어지는 승계기간이 길수록, 후계자의 지분율이 낮은 경우에 장기성과에 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 따라서 후계자에 대한 충분한 훈련과 조직적응을 거친 가업승계일 경우에 기업의 장기적 전략을 지속하고, 경영자와 주주사이에 발생하는 대리인비용의 감소효과로 기업가치에 효과적임을 시사하였다.

김윤경(2020)은 2011년부터 2017년까지의 유가증권 상장기업을 대상으로 Bloomberg ESG Disclosure Score를 활용하여 비재무정보의 공시가 기업성과에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 비재무정보의 공시가 ROA의 재무성과에 영향이 없어, 기업성과를 개선하거나 약화시키는 증거를 발견하지 못하였다. 그리고 비재무정보의 공시가 Tobin's Q의 기업가치에 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 이는 자본시장이 비재무정보에 반응하지 않으며, 비재무정보가 투자자에게 유의한 정보가 아니라고 해석하였다.

김기영·이용환(2024)은 2015년부터 2019년까지의 유가증권시장과 코스닥시장의 상장기업을 대상으로 지배구조, 대주주지분율이 Tobin's Q의 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 지배구조에는 한국ESG기준원의 주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 총점의 지배구조의 변수를 사용하였다. 연구결과 대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 감소하였다. 지배구조가 우수한 기업은 대주주와 소액주주 사이의 대리인 비용을 낮추어 기업가치를 증가시키는 것으로 확인되었다. 강원철·고성수(2015)는 1990년부터 2013년까지의 유가증권상장 674개 제조업체를 대상으로 기업부동산이 기업가치에 미치는 영향을 연구하였다. 독립변수인 주당 총부동산, 주당 투자부동산, 주당 소유부동산, 부채비율이 종속변수인 주가에 미치는 영향을 분석하였다. 기업부동산은 기업가치에 양(+)의 값이 있었다. 그리고 유형별로 투자부동산과 소유부동산도 기업가치에 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 따라서 기업부동산의 관리가 기업의 가치를 증가시킬 수 있다는 시사점을 제시하였다. 김지홍·윤동영(2023)은 대규모기업집단 지정제도의 문제점과 개선방안을 연구하였다. 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」(이하 '공정거래법')에 의해 경제력집중의

방지를 위하여 대규모기업집단을 지정하고, 각종 규제로 관리하고 있다. 그러나 ‘기업집단’의 범위에 대해 규제의 실무가 사회 변화를 미반영하고 있다는 문제점이 제기되고 있다. 즉 ‘동일인관련자’의 범위의 조정, 기업집단의 요건에서 ‘지배력’과 ‘지분율’의 합리적 해석에 대하여, 법령과 입법취지에 맞도록 기업집단의 범위를 합리적으로 조정할 수 있도록 제도개선이 필요하다고 강조하였다. <표 1>은 국내외 선행연구를 요약하여 정리한 것이다.

<표 1> 기업집단 가족기업의 국내외 선행연구 요약

연구자	연구대상	연구기간	표본수	조사자료	분석방법	국가
Chakrabarti et al.(2007)	제조기업	1988-2003	3,117	Osiris	회귀	아시아 6개국
Gallo and Vilaseca(1996)	가족기업	1992	104	설문조사	선형회귀	스페인
Gunduz and Tatoglu(2003)	기업집단 계열사	1999	202	ISE	상관, 회귀	터키
Kotey(2005)	가족기업	1994-1998	914	BLS, ABS	MANOVA	호주
Leenders and Waarts(2003)	가족기업	2003	220	설문조사	ANOVA, 사례연구	네덜란드
김성민 등(2014)	대규모 기업집단	2002-2007	270	기업집단	무작위 효과모형	한국
문승진 등(2022)	대기업집단 소속회사	2010-2021	9,454	TS2000, KIS-VALUE, DART	상관, 패널회귀	한국
박원(2022)	비금융 상장법인	2011-2020	3,530	KIS-VALUE, KCGS	상관, 패널회귀	한국
박재환·성낙필(2012)	대기업집단 가족기업	2006-2010	2,730	KIS-Value, DART	Anova, 회귀	한국
박종해·정대성(2018)	KOSPI, KOSDAQ기업	2000-2017	13,873	FnGuide, TS2000	상관, 패널회귀	한국
임진혁·이장희(2016)	가족기업	2016	73	설문조사	요인, 회귀	한국
전덕영(2023)	유가증권시장 가족기업	2020-2022	546	네이버증권 KCGS	차이, 회귀	한국
정민규 등(2024)	재벌집단 상장기업	2004-2021	2,351	KIS-Value, DART	상관, 패널회귀	한국
최항미·임병권(2024)	중소기업	2011-2021	973,480	한국평가 데이터	요인, 회귀	한국
본연구	기업집단체열사 가족기업	2016-2023	4,435	기업집단, DART	상관, 회귀	한국

III. 연구표본과 연구모형

1. 자료수집

2016년부터 공시대상 기업집단의 기준이 자산 규모 5조 원으로 설정됨에 따라, 기업집단 적용 대상은 자산 규모 10조 원 이상의 상호출자제한기업집단과 자산 규모 5조 원 이상의 공시대상기업집단으로 나뉘게 되었다. 2020년부터 경제 규모 변화를 반영하기 위해 상호출자제한기업집단의 지정기준이 국내총생산액의 0.5%로 변경되었으며, 이 기준은 한국은행이 발표한 국내총생산액이 2천조 원을 초과하는 해의 다음 연도부터 적용된다(공정거래위원회, 2023). <표 2>는 연도별 기업집단 지정기준이다.

<표 2> 연도별 기업집단 지정기준

지정시기	기업집단의 지정기준
1987~1992년	총자산 4천억 원 이상
1993~2001년	자산총액 순위로 30대 기업
2002~2008년	총자산 5조 원 이상인 출자총액제한기업집단 총자산 2조 원 이상인 상호출자제한기업집단
2009~2015년	총자산 5조 원 이상인 상호출자제한기업집단
2016~2017년	총자산 5조 원 이상인 공시대상기업집단 총자산 10조 원 이상인 상호출자제한기업집단
2020년 ~	총자산 5조 원 이상인 공시대상기업집단 국내총생산액의 0.5%이상인 상호출자제한기업집단 (국내총생산액이 2천조 원을 초과하는 해의 다음 연도부터 적용예정)

자료: 공정거래위원회(2023).

본 연구는 공정거래위원회의 기업집단포털(www.egroup.go.kr)과 금융감독원 전자공시시스템(http://dart.fss.or.kr)에서 2016년부터 2023년까지 8년 사이 금융업에 속한 기업을 제외하고, 지배가족이 존재하지 않는 기업(공기업, 민영화된 공기업, 비가족 투자은행이 최대주주인 기업, 외국계 기업)을 제외하였다. 또한 주식시장의 반응을 관찰할 수 없는 주식매매거래정지 기업, 자본잠식 기업, 보호예수 지정 기업, 상장폐지 직전으로 주식시장 정보 및 사업보고서를 확인할 수 없는 기업들을 제외하였다. 이와 같이 비금융기업 등을 제외하고 기업집단과 소속회사 지정현황, 재무제표, 사업보고서 등 기업집단 관련 자료를 확보하였다. 그리고 본 연구의 목적을 달성할 수 있는 표본을 다음 기준으로 추출하였다. 첫째, 가족기업 기준이다. 가족기업은 Shleifer and Vishny(1986), Anderson and Reeb(2003), Villalonga and Amit(2006), Anderson and Zhao(2012), 박진혁·이장우(2022), 김희은 등(2023)이 적용한 ① 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율이 20% 이상이거나, ② 공정거래위원회에 의해 기업집단으로 분류되거나, ③ 지배주주의 가족구성원이 최고경영자에 포함된 기업(Westhead and Cowling, 1998; 남영호·문성주, 2007)으로 정의한다. 조건 ①에서 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율은 사업보고서의 ‘주주에 관한 사항’ 항목에서 확인 가능하며, 조건 ②의 기업집단 소속 여부는 공정거래위원회의 기업집단포

털(www.egroup.go.kr)을 참고한다. 조건 ③의 지배주주 가족구성원의 최고경영자 재직 여부는 사업보고서의 ‘임원 및 직원 등에 관한 사항’ 등에서 확인한다. 위의 기준에 따르면 본 연구기간 2016년부터 2023년까지 8년 사이 소속회사 수 18,760개(기업-연도) 중에서 가족기업은 13,838개(기업-연도)이며, 연구표본은 4,435개(기업-연도)로서 소속회사 수 대비 가족기업 비중이 73.76%이다(<표 3> 참조). 이는 연구기간에 따라 또는 표본추출 방법에 따라 다소 차이가 있으나 김희은 등(2023)의 76.6%보다 다소 낮고 유정민 등(2018)의 72.2%, 박진혁·이장우(2022)의 64.0%보다 높다, 그리고 <표 3>에서 가족기업 13,838개(기업-연도)를 연구표본 4,435개(기업-연도)로 추출한 과정은 <표 4>와 같다.

<표 3> 기업집단 가족기업의 연구표본

(단위: 개)

연도	지정집단 수	소속회사 수		연구표본 가족기업 수
		소속회사 수	가족기업 수	
2016	65	1,736	1,281	321
2017	57	1,980	1,472	494
2018	60	2,083	1,538	528
2019	59	2,103	1,558	533
2020	64	2,284	1,652	547
2021	71	2,612	1,935	617
2022	76	2,886	2,132	697
2023	82	3,076	2,270	698
계	534	18,760	13,838	4,435

주) 지정집단 수와 소속회사 수는 공정거래위원회의 기업집단포털(www.egroup.go.kr) 전수(全數) 자료 임.

<표 4> 연구표본 추출 과정

(단위: 개)

소속회사 가족기업 수	13,838
제외 업종, 지배가족 존재 않는 기업 ¹	(-) 6,832
주식시장의 반응을 관찰할 수 없는 기업 ²	(-) 341
극단치(outlier)가 있는 기업 ³	(-) 2,102
표본 선정 시 결측값이 있는 기업	(-) 128
차감 계(연구표본 수)	4,435

주 1) 업종은 제조업으로 제외 업종은 금융보험업, 운수업, 건설업, 부동산업, 음식 및 숙박업, 농업, 임업, 어업, 광업, 지배가족이 존재하지 않는 기업(공기업, 민영화된 공기업, 비가족 투자은행이 최대주주인 기업, 외국계 기업)임

2) 주식시장의 반응을 관찰할 수 없는 주식매매거래정지 기업, 자본잠식 기업, 보호예수 지정 기업, 상장폐지 직전으로 주식시장정보 및 사업보고서를 확인할 수 없는 기업 제외

3) 극단치(outlier)가 있는 기업은 매출액과 순이익이 0 이하인 기업, 종업원 1인당 매출액 100억 이상, 종업원 1인당 순이익이 1천만원 미만 또는 10억원 이상인 기업, 종업원이 없는 기업 등

<표 5>는 기업집단 가족기업의 연구표본 4,435개, 즉 전체 공시대상기업집단의 표본 수 4,435개를 순수 공시대상기업집단의 표본 수 1,078개, 상호출자제한기업집단의 표본 수 3,357개로 양

분한 것이다.

<표 5> 기업집단 가족기업의 연구표본

(단위: 개)

구 분	규모기준	표본 수
순수 공시대상기업집단(a)	총자산 5조 원 이상으로 non-상호출자제한기업집단인 경우	1,078
상호출자제한기업집단(b)	총자산 10조 원 이상 또는 국내총생산액의 0.5%이상인 상호출자제한기업집단	3,357
전체 공시대상기업집단(c=a+b)	총자산 5조 원 이상	4,435

주 1) 순수 공시대상기업집단(a)은 전체 공시대상기업집단(c)에서 상호출자제한기업집단(b)을 제외함.

한편, 기업집단 가족기업의 규모를 자산총액으로 보면 중소기업은 자산총액 5천억원 미만, 중견기업은 자산총액 5천억원 이상, 대기업은 자산총액 5조원 이상으로 분류할 수 있다. 본 연구는 주된 업종별 평균매출액의 규모기준에 대해 통계청 산업분류코드를 반영하여 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업으로 분류하였다. 중소기업기본법 시행령 제8조 제1항에서 주된 업종별 평균매출액 10~120억원 이하를 소기업으로 지정하고 있다. 중소기업에서 소기업을 제외한 기업을 중기업으로 하였다. <표 6>은 <표 5>의 순수공시대상기업집단, 즉 non-상호출자제한기업집단과 상호출자제한기업집단을 기업규모별로 세분한 기업집단 가족기업의 연구표본이다. 즉, 본 연구의 총 표본 수 4,435개를 상호출자제한기업집단 3,357개와 non-상호출자제한기업집단 1,078개로 양분하고 이를 소기업 317개, 중기업 1,648개, 중견기업 2,137개, 대기업 333개로 세분하였다.

<표 6> 규모기준에 의한 기업규모별 연구표본

(단위: 개)

기업규모	규모기준	총 표본 수	상호출자제한 기업집단	non-상호출자 제한기업집단
소기업	자산총액 5천억원 미만 and 주된 업종별 평균매출액 10~120억원 이하	317	214	103
중기업	자산총액 5천억원 미만 and 주된 업종별 평균매출액 10~120억원 초과, 400~1,500억 이하	1,648	1,118	530
중견기업	자산총액 5천억원 이상 or 주된 업종별 평균매출액 400~1,500억원 초과	2,137	1,710	427
대기업	자산총액 5조원 이상	333	315	18
합계		4,435	3,357	1,078

자료: 자산총액, 통계청 산업분류코드에 의한 주된 업종별 평균매출액의 규모기준으로 분류함.

본 연구의 업종은 제조업(C) 19개 업종, 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업(J), 전문, 과학 및 기술 서비스업(M), 그 외 산업(A) 등 22개이며, 업종별 연구표본 분포는 <표 7>과 같다. 연구표본 가족기업 수는 제조업 477개, 제조업 이외 140개 합 617개이며, 이의

2016년부터 2023년까지 8년 사이 소속회사 수(기업-연도) 연구표본은 4,435개이다.

<표 7> 연구표본 산업분포

(단위: 개)

표준산업 분류	산업명	연구표본 가족기업 수	연구표본 가족기업 수 (기업-연도)
C10	식료품 제조업	15	102
C20	화학물질 및 화학제품 제조업: 의약품 제외	70	419
C21	의료용 물질 및 의약품 제조업	33	261
C22	고무제품 및 플라스틱제품 제조업	14	128
C23	비금속 광물제품 제조업	9	66
C24	1차 금속 제조업	10	72
C25	금속가공제품 제조업: 기계 및 가구 제외	11	66
C26	전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비제조업	56	450
C261	반도체 제조업	17	118
C262	전자부품 제조업	22	174
C263	컴퓨터 및 주변장치 제조업	6	36
C264	통신 및 방송 장비 제조업	21	128
C265	영상 및 음향기기 제조업	4	36
C27	의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업	83	496
C28	전기장비 제조업	34	240
C29	기타 기계 및 장비 제조업	35	281
C30	자동차 및 트레일러 제조업	11	77
C31	기타 운송장비 제조업	14	97
C32~C34	기타 제조업	12	72
C	제조업 소계	477	3,320
J58~J63	정보통신업	52	425
M70~M73	전문,과학 및 기술 서비스업	66	512
A0,72,91	그 외 산업	22	179
	총계	617	4,435

주 1) 분류기준: 통계청 한국표준산업분류(<http://kssc.kostat.go.kr>).

2) 본 연구표본은 제조업(KSIC C), 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업(J, 구 통신업), 전문, 과학 및 기술 서비스업(M, 구 사업서비스업), 그 외 산업(A) 등임.

2. 회귀분석 모형

본 연구는 기업집단 가족기업의 기업규모가 재무성과에 미치는 영향을 실증분석하고자 한다. 종속변수인 재무성과에는 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA)이며, 독립변수는 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업, 상호출자제한기업집단 여부, 종업원 수, 사업기간, 총자산, 부채비율, COVID-19 전과 후기간, 업종, 2016년부터 2023년까지 해당연도를 사용

하였다.

첫째, 기업집단 가족기업의 기업규모가 클수록 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA)에 긍정적인 영향을 미치는지를 분석하는 방정식은 (식 III-1), (식 III-2), (식 III-3)이다.

$$\begin{aligned}
 SAP = & \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 SGR + \beta_6 EMP + \beta_7 AGE + \beta_8 FTA \\
 & + \beta_9 LEV + \beta_{10} CVD + \sum_{j=11}^{32} \beta_j (IND_{j-10}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\
 & \dots\dots\dots (식 III-1)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 ICP = & \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 SGR + \beta_6 EMP + \beta_7 AGE + \beta_8 FTA \\
 & + \beta_9 LEV + \beta_{10} CVD + \sum_{j=11}^{32} \beta_j (IND_{j-10}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\
 & \dots\dots\dots (식 III-2)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 ROA = & \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 SGR + \beta_6 EMP + \beta_7 AGE + \beta_8 FTA \\
 & + \beta_9 LEV + \beta_{10} CVD + \sum_{j=11}^{32} \beta_j (IND_{j-10}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\
 & \dots\dots\dots (식 III-3)
 \end{aligned}$$

둘째, 상호출자제한기업집단과 non-상호출자제한기업집단을 양분해 각 집단별 가족기업의 규모가 클수록 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA)에 긍정적인 영향을 미치는지 종업원 수×기업규모의 상호작용효과를 분석하는 방정식은 (식 III-4), (식 III-5), (식 III-6)이다.

$$\begin{aligned}
 SAP = & \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 EMP + \beta_6 (EMP \times SME) + \beta_7 (EMP \times MDE) \\
 & + \beta_8 (EMP \times MME) + \beta_9 (EMP \times LGE) + \beta_{10} AGE + \beta_{11} FTA + \beta_{12} LEV + \beta_{13} CVD \\
 & + \sum_{j=14}^{35} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\
 & \dots\dots\dots (식 III-4)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 ICP = & \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 EMP + \beta_6 (EMP \times SME) + \beta_7 (EMP \times MDE) \\
 & + \beta_8 (EMP \times MME) + \beta_9 (EMP \times LGE) + \beta_{10} AGE + \beta_{11} FTA + \beta_{12} LEV + \beta_{13} CVD \\
 & + \sum_{j=14}^{35} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\
 & \dots\dots\dots (식 III-5)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 ROA = & \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 EMP + \beta_6 (EMP \times SME) + \beta_7 (EMP \times MDE) \\
 & + \beta_8 (EMP \times MME) + \beta_9 (EMP \times LGE) + \beta_{10} AGE + \beta_{11} FTA + \beta_{12} LEV + \beta_{13} CVD \\
 & + \sum_{j=14}^{35} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\
 & \dots\dots\dots (식 III-6)
 \end{aligned}$$

셋째, COVID-19 이전기간과 COVID-19 이후기간으로 양분해 각 집단별 가족기업의 규모가 클수록 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA)에 긍정적인 영향을 미

치는지 종업원 수×기업규모의 상호작용효과를 분석하는 방정식은 (식 III-7), (식 III-8), (식 III-9)이다.

$$\begin{aligned}
 SAP = & \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 EMP + \beta_6 (EMP \times SME) + \beta_7 (EMP \times MDE) \\
 & + \beta_8 (EMP \times MME) + \beta_9 (EMP \times LGE) + \beta_{10} SGR + \beta_{11} AGE + \beta_{12} FTA + \beta_{13} LEV \\
 & + \sum_{j=14}^{35} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\
 & \dots\dots\dots (식 III-7)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 ICP = & \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 EMP + \beta_6 (EMP \times SME) + \beta_7 (EMP \times MDE) \\
 & + \beta_8 (EMP \times MME) + \beta_9 (EMP \times LGE) + \beta_{10} SGR + \beta_{11} AGE + \beta_{12} FTA + \beta_{13} LEV \\
 & + \sum_{j=14}^{35} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\
 & \dots\dots\dots (식 III-8)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 ROA = & \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 EMP + \beta_6 (EMP \times SME) + \beta_7 (EMP \times MDE) \\
 & + \beta_8 (EMP \times MME) + \beta_9 (EMP \times LGE) + \beta_{10} SGR + \beta_{11} AGE + \beta_{12} FTA + \beta_{13} LEV \\
 & + \sum_{j=14}^{35} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\
 & \dots\dots\dots (식 III-9)
 \end{aligned}$$

여기서,

- SAP* : 종업원 1인당 매출액(억원)(log)(매출액/종업원 수)
- ICP* : 종업원 1인당 순이익(억원)(log)(당기순이익/종업원 수)
- ROA* : 총자산이익률(%)(당기순이익/총자산)
- SME* : 소기업(더미)(소기업: 1, 그 외: 0)
- MDE* : 중기업(더미)(중기업: 1, 그 외: 0)
- MME* : 중견기업(더미)(중견기업: 1, 그 외: 0)
- LGE* : 대기업(더미)(대기업: 1, 그 외: 0)
- SGR* : 상호출자제한기업집단 여부(더미)
(상호출자제한기업집단 소속: 1, non-상호출자제한기업집단 소속: 0)
- EMP* : 가족기업의 종업원 수(명)(log)
- AGE* : 가족기업의 사업기간(년)(log)
- FTA* : 가족기업의 총자산(억 원)(log)
- LEV* : 부채비율(%)(부채 총액/자기자본)
- CVD* : COVID-19 이전과 이후 기간
(COVID-19 이전 4년 기간(2016~2019년): 1, COVID-19 이후 4년 기간(2020~2023년): 0)
- IND* : 업종(제조업(C) 등 22개 업종)
- YEA* : 2016년부터 2023년까지 해당연도
오차항($\mu_i + \lambda_t + \nu_{i,t}$)
- ϵ_i : μ_i : *i*기업의 관찰되지 않은 개별기업 특성효과
 λ_t : *t*기의 관찰되지 않은 연도별(시간) 특성효과
 $\nu_{i,t}$: 나머지 오차(확률적 교란 항)

3. 변수의 조작적 정의

1) 종속변수

종속변수는 종업원 1인당 매출액(*SAP*), 종업원 1인당 순이익(*ICP*), 총자산이익률(*ROA*)의 재무성과이다. 종업원 1인당 매출액(*SAP*)은 기업집단 가족기업의 해당연도 매출액을 종업원 수로 나눈 값(억원)이다. 종업원 1인당 순이익(*ICP*)은 기업집단 가족기업의 해당연도 순이익을 종업원 수로 나눈 값(억원)이다. 총자산이익률(*ROA*)은 기업집단 가족기업의 해당연도 순이익을 총자산으로 나눈 것으로 총자산을 사용하여 순이익을 어느 정도 달성하였는지를 보여주는 비율이다. 종업원 1인당 매출액(*SAP*), 종업원 1인당 순이익(*ICP*), 총자산이익률(*ROA*)을 분석할 때 log 함수를 사용한다.

2) 독립변수

(1) 기업규모

이윤경(2015), 김병구·윤병섭(2016), 김윤경(2020)은 기업규모를 총자산으로 측정하였다. 박원(2022)은 기업규모를 중소기업, 중견기업, 대기업으로 분류하였다. 본 연구는 기업규모를 총자산, 통계청 산업분류에 의한 주된 업종별 평균매출액 등 2가지 기준에 따라 소기업(*SME*), 중기업(*MDE*), 중견기업(*MME*), 대기업(*LGE*)으로 분류하고 소기업(*SME*), 중기업(*MDE*), 중견기업(*MME*), 대기업(*LGE*) 각 변수를 1, 그 외 변수를 0으로 하는 더미변수를 적용하였다. 소기업은 총자산 5천억원 미만 그리고 주된 업종별 평균매출액 10~120억원 이하의 기업집단 가족기업이다. 중기업은 총자산 5천억원 미만 그리고 주된 업종별 평균매출액 10~120억원 초과, 400~1,500억원 이하의 기업집단 가족기업이다. 중견기업은 총자산 5천억원 이상 또는 주된 업종별 평균매출액 400~1,500억원 초과의 기업집단 가족기업이다. 대기업은 총자산 5조원 이상인 기업집단 가족기업이다.

(2) 상호출자제한기업집단

상호출자제한기업집단(*SGR*)은 공시대상기업집단 중에서 연도별로 총자산 10조 이상 또는 국내총생산액의 0.5%이상인 기업집단이다. 상호출자제한제도는 기업집단 계열사가 서로 주식을 취득하거나 소유하는 것을 금지하는 제도이다. 상호출자는 두 개 이상의 독립된 회사가 서로의 발행주식을 소유하는 출자 행위를 의미한다. 공정거래법은 상호출자제한기업집단에 속하는 계열사 간의 채무 보증을 금지하고 있다. 이는 계열사 간의 채무 보증이 대규모기업집단으로의 여신 집중을 초래하여 경제력집중을 심화시키고, 독립 및 중소기업의 공정한 자금조달의 기회를 제한할 수 있기 때문이다. 또한, 부실 계열사에 대한 채무 보증은 경쟁력을 잃은 대규모기업집단 소속 한계기업의 퇴출을 방해하고, 기업집단 전체의 동반 부실 위험을 초래할 수 있다(공정거래위원회, 2023). 김성민 등(2014)은 상호출자란 기업간에 주식을 투자하여 상대방의 주식을 서로 보유하는 것을 말하며, 상호출자는 자본건전성의 원칙을 저해하고, 가공의결권으로

지배권을 왜곡하는 방식으로 기업의 건전성과 책임성을 훼손하는 출자형태라고 하였다. 이는 건전한 자본주의 시장경제의 전제로서 준칙의 성격을 가진다고 설명하였다. 본 연구는 총자산 10조 원 이상을 상호출자제한기업집단으로 분류하고 상호출자제한기업집단을 1, non-상호출자제한기업집단을 0으로 하는 더미변수를 사용한다.

3) 통제변수

(1) 종업원 수

종업원 수(*EMP*)는 기업집단 가족기업에서 근무하는 정규직 종업원의 수이다. 일반적으로 종업원은 정규직 종업원, 가족종사자, 계약직, 임시직, 일용직 등으로 존재한다(전덕영·윤병섭, 2020). 본 연구의 종업원 수는 실수(實數)이며, 이레치 감소효과를 위해 log 함수를 사용한다.

(2) 사업기간

사업기간(*AGE*)은 본 연구기간의 종료시점(2023.12.31.)에서 기업집단 소속회사 사업개시일을 차감한 값으로 년 단위로 반영하며, 이레치 감소효과를 위해 log 함수를 사용한다. 기업 설립 이후의 경과년수, 즉 업력을 나타내는 사업기간이 오래될수록 기업규모가 커진다(김병구·윤병섭, 2016). 본 연구의 사업기간은 실수(實數)이다.

(3) 총자산

총자산(*FTA*)은 기업집단 가족기업의 총자산으로 실수(實數)이며, 이레치 감소효과를 위해 log 함수를 사용한다. 기업집단의 지배주주가 소유권보다 더 큰 지배력을 행사하면 사적 이익을 위해 기업집단의 자원과 부를 자신에게 유리하게 이전하는 유인이 증가할 수 있다. 이는 지배주주가 사적이익을 위해 소액주주들의 부를 빼앗는 터널링 현상이 나타날 수 있다(문승진 등, 2022).

(4) 부채비율

부채비율(*LEV*)은 기업집단 가족기업의 재무상태표에서 부채총액을 자기자본으로 나눈 비율(%)이다. 부채비율이 높을수록 기업이 타인자본에 더 많이 의존하고 있다는 것을 의미하며, 재무 구조의 안정성이 낮다는 것을 의미한다.

(5) COVID-19 이전과 이후 기간

COVID-19 이전과 이후 기간(*CVD*)은 연구기간 8년을 양분한 것으로 COVID-19 이전 4년 기간(2016년~2019년)은 1, COVID-19 이후 4년 기간(2020년~2023년)은 0으로 하는 더미변수를 사용하였다.

(6) 업종

본 연구의 업종(*IND*)은 <표 7> 연구표본 산업분포이다. 통계청 한국표준산업분류(<http://kssc.kostat.go.kr>)의 제조업(C) 19개 업종, 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업

(J), 전문, 과학 및 기술 서비스업(M), 그 외 산업(A) 등 22개이다. 본 연구는 해당업종에 더미를 사용하였다.

(7) 연도

연도(YEA)는 본 연구 기간인 2016년부터 2023년까지 8년으로 실증분석 대상 자료를 획득할 수 있는 기간이다.

(8) 오차항

본 연구는 해당연도의 연도더미를 사용하고 오차항($\eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$)에서 i 기업(개별기업)의 특성효과(η_i), t 기(연도)의 특성효과(λ_t)를 반영하였다.

본 연구의 종속변수, 독립변수, 통제변수 등 각 변수의 정의 및 계산식을 <표 >과 같이 정리하였다.

<표 8> 주요변수의 정의 및 계산식

구분	변수의 정의 및 계산식	측정지표
종속변수	<i>SAP</i> 종업원 1인당 매출액(억원)(매출액/종업원 수)(2016년~2023년)	실수(實數), log
	<i>ICP</i> 종업원 1인당 순이익(억원)(당기순이익/종업원 수)(2016년~2023년)	실수(實數), log
	<i>ROA</i> 총자산이익률(당기순이익/총자산)(2016년~2023년)	비율, %
독립변수	<i>SME</i> 소기업(소기업: 1, 중기업, 중견기업, 대기업: 0)	더미변수
	<i>MDE</i> 중기업(중기업: 1, 소기업, 중견기업, 대기업: 0)	더미변수
	<i>MME</i> 중견기업(중견기업: 1, 소기업, 중기업, 대기업: 0)	더미변수
	<i>LGE</i> 대기업(대기업: 1, 소기업, 중기업, 중견기업: 0)	더미변수
	<i>SGR</i> 상호출자제한기업집단 (상호출자제한기업집단: 1, non-상호출자제한기업집단: 0)	더미변수
통제변수	<i>EMP</i> 가족기업의 종업원 수(명)(2016~2023년)	실수(實數), log
	<i>AGE</i> 가족기업의 사업기간(년)(2016~2023년)	실수(實數), log
	<i>FTA</i> 가족기업의 총자산(억원)(2016~2023년)	실수(實數), log
	<i>LEV</i> 부채비율(부채총액/자기자본)(2016~2023년)	비율, %
	<i>CVD</i> COVID-19 이전과 이후 기간 (COVID-19 이전 4년 기간(2016~2019년): 1, COVID-19 이후 4년 기간(2020~2023년): 0)	더미변수
	<i>IND</i> 업종(제조업(C) 등 22개 업종)	더미변수
	<i>YEA</i> 2016년부터 2023년까지 해당연도	더미변수

IV. 실증분석

1. 기술통계량

기업집단 가족기업 표본의 빈도는 <표 9>와 같다. 종업원 1인당 매출액을 볼 때 5억원 이하 기업이 31.4%, 5억원 초과 기업이 68.6%이고, 종업원 1인당 순이익은 5천만원 이하 기업이 50.6%, 5천만원 초과 기업이 49.4%이다. 기업규모와 상호출자제한기업집단은 <표 6> 규모기준에 의한 기업규모별 연구표본을 참조할 수 있다. 기업규모는 중견기업의 비중이 48.2%로 가장 많다. 상호출자제한기업집단에 속한 가족기업이 75.7%, non-상호출자제한기업집단에 속한 가족기업이 24.3%이다. 또한 종업원 수는 150명 이하 기업이 50.7%, 150명 초과 기업이 49.3%이고, 사업기간은 20년 이하 기업이 47.0%, 20년 초과 기업이 53.0%이며, 총자산은 1,500억원 이하 기업이 50.5%, 1,500억원 초과 기업이 49.5%이다.

<표 9> 기업집단 가족기업 표본의 빈도(N=4,435)

(단위: 개, %)

변수	분류	빈도	비율	변수	분류	빈도	비율
종업원 1인당 매출액	5억원 이하	1,394	31.4	상호출자제 한기업집단	여	3,357	75.7
	5억원 초과	3,041	68.6		부	1,078	24.3
종업원 1인당 순이익	5천만원 이하	2,242	50.6	종업원 수	150명 이하	2,249	50.7
	5천만원 초과	2,193	49.4		150명 초과	2,186	49.3
ROA	0.10% 이하	3,316	74.8	사업기간	20년 이하	2,084	47.0
	0.10% 초과	1,119	25.2		20년 초과	2,351	53.0
기업 규모	소기업	317	7.1	총자산	1,500억원 이하	2,238	50.5
	중기업	1,648	37.2		1,500억원 초과	2,197	49.5
	중견기업	2,137	48.2	부채비율	50% 이하	2,805	63.2
	대기업	333	7.5		50% 초과	1,630	36.8

기업집단 가족기업 표본의 빈도를 나타낸 <표 9>의 기술통계량은 <표 10>과 같다. <표 10> 기술통계량을 살펴보면, 기업집단 가족기업의 평균 재무성과를 알 수 있다. 종업원 1인당 매출액 13.08억원, 종업원 1인당 순이익 1.06억원, 총자산이익률(ROA) .086%이다. 그리고 종업원 수 1,353명, 사업기간 25.0년, 총자산 2조 1,468억 원, 부채비율 43.16%로 나타났다.

<표 10> 기술통계량

구분	변수	단위	평균	표준편차	최소	최대
SAP	종업원 1인당 매출액	억원	13.08	15.41	.33	99.50
ICP	종업원 1인당 순이익	억원	1.06	1.51	.10	9.96
ROA	총자산이익률	%	.086	.10	.01	2.58
SME	소기업	더미	.07	.26	0	1
MDE	중기업	더미	.37	.48	0	1
MME	중견기업	더미	.48	.50	0	1
LGE	대기업	더미	.08	.26	0	1
SGR	상호출자제한기업집단	더미	.76	.43	0	1
EMP	종업원 수	명	1,353	6074.98	2	118,725
AGE	사업기간	년	25.0	16.47	1.41	100.28
FTA	총자산	억원	21,468	116,344.28	1	2,968,573
LEV	부채비율	%	43.16	26.82	.18	475.08
CVD	COVID-19 전후기간	더미	.423	.49	.0	1

주) 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 종업원 수, 총자산은 log를 실수로 변환.

2. 모형적합성 검증

고정효과모형(fixed effects model)의 적합성은 라그랑주 승수(lagrange multiplier) 검정 ($H_0: \sigma_\eta^2=0, \sigma_\lambda^2=0$), 하우스만 검정($H_0: E(\eta_i/X_{i,t})=0, E(\lambda_t/X_{i,t})=0$), F-검정($H_0: \eta_i=0, \lambda_t=0$)으로 판단할 수 있다. <표 11>은 연구기간 사이 표본을 이용하여 기업집단 가족기업의 기업규모가 재무성과에 미치는 영향에 대한 회귀모형의 적합성을 검정한 결과이다.

<표 11> 기업집단 가족기업의 기업규모가 재무성과에 미치는 영향 모형

모형	라그랑주 승수 검정		하우스만 검정		F-검정	
	g통계량	p값	m통계량	p값	F값	p값
	2,654.53	0.0000	118.03	0.0000	12.73	0.0000

개별기업특성효과, 시간특성효과 등 복합 효과는 라그랑주 승수법(lagrange multiplier method)으로 판단할 수 있다. 라그랑주 승수 검정 결과를 살펴보면 모형의 g통계량이 2,654.53으로 귀무가설을 기각하고 있어 본 연구모형에 개별기업특성효과(η_i)와 시간특성효과(λ_t)가 존재함을 보여주고 있다. 다음으로, $Y_{i,t} = \alpha + \beta' X_{i,t} + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$ (단, η_i : i기업의 개별특성효과, λ_t : t기의 시간특성효과, $\varepsilon_{i,t}$: 나머지 오차)에서 $E(\eta_i/X_{i,t})=0, E(\lambda_t/X_{i,t})=0$ 으로 설정한 하우스만 검정 결과는 모형의 m통계량이 118.03으로 귀무가설을 기각하고 있다.

따라서 기업특성효과와 시간특성효과 각각 독립변수 사이 유의한 상관관계를 지닌다고 판단할 수 있다. 이는 고정효과모형으로 계수를 추정함이 적합하다고 판단할 수 있다. 끝으로, 고정효과모형이 맞는지 귀무가설 $\eta_i=0$, $\lambda_t=0$ 을 설정하고 F -검정으로 적합성을 검토한 결과 F 값이 12.73으로 귀무가설이 기각되어 본 연구모형으로 고정효과모형이 적합함을 확인할 수 있다. 따라서 고정효과모형으로 분석하는 것이 바람직한 것으로 판단된다.

3. 상관분석

본 연구의 변수 사이 상관분석은 <표 12>와 같다. 종업원 1인당 순이익과 종업원 1인당 매출액, 총자산이익률과 종업원 1인당 순이익, 기업규모 사이, 종업원 수와 상호출자제한기업집단 사이 유의한 양(+)의 관계가 있다. 그리고 VIF값은 1.017에서 5.381 사이 구간에 있어 10 이하로 나타나 다중공선성(Multicollinearity)에 문제가 없음을 보여준다. 따라서 본 연구의 타당성이 확보되었다고 할 수 있다.

<표 12> 상관분석

	<i>SAP</i>	<i>ICP</i>	<i>ROA</i>	<i>SME</i>	<i>MDE</i>	<i>MME</i>	<i>LGE</i>	<i>SGR</i>	<i>EMP</i>	<i>AGE</i>	<i>FTA</i>	<i>LEV</i>	<i>CVD</i>	<i>VIF</i>
<i>SAP</i>	1													-
<i>ICP</i>	.523***	1												-
<i>ROA</i>	-.208***	.204***	1											-
<i>SME</i>	-.219***	-.016	.196***	1										2.240
<i>MDE</i>	-.311***	-.094***	.160***	-.213***	1									2.519
<i>MME</i>	.349***	.041***	-.208***	.268***	-.742***	1								1.399
<i>LGE</i>	.122***	.109***	-.091***	-.079***	-.219***	-.275***	1							1.709
<i>SGR</i>	.101***	-.013	-.035**	-.053***	-.141***	.097***	.126***	1						1.043
<i>EMP</i>	.041***	-.128***	-.221***	-.422***	-.498***	.418***	.531***	.154***	1					4.375
<i>AGE</i>	.083***	.000	-.189***	-.167***	-.261***	.203***	.257***	.011	.414***	1				1.271
<i>FTA</i>	.369***	.237***	-.393***	-.419***	-.546***	.458***	.542***	.134***	.862***	.429***	1			5.381
<i>LEV</i>	.111***	-.113***	-.037**	-.054***	-.005	.054***	-.041***	.012	-.018	-.099***	-.030**	1		1.024
<i>CVD</i>	.017	-.035**	-.026*	-.023	-.044***	.051***	.007	-.007	.055***	.120***	.042***	.007	1	1.017

주 1) *SAP*: 종업원 1인당 매출액(억원)(log)(매출액/종업원 수), *ICP*: 종업원 1인당 순이익(억원)(log)(당기순이익/종업원 수), *ROA*: 총자산이익률(%) (당기순이익/총자산), *SME*: 소기업(더미)(소기업: 1, 그 외: 0), *MDE*: 중기업(더미)(중기업: 1, 그 외: 0), *MME*: 중견기업(더미)(중견기업: 1, 그 외: 0), *LGE*: 대기업(더미)(대기업: 1, 그 외: 0), *SGR*: 상호출자제한기업집단(더미)(상호출자제한기업집단 소속 : 1, non-상호출자제한기업집단 소속: 0), *EMP*: 가족기업의 종업원 수(명)(log), *AGE*: 가족기업의 사업기간(년), *FTA*: 가족기업의 총자산(억 원)(log), *LEV*: 부채비율(%) (부채총액/자기자본), *CVD*: COVID-19 전후기간(COVID-19 이전기간(2016~2019년): 1, COVID-19 이후기간(2020~2023년): 0).

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

4. 회귀분석

1) 기업집단 가족기업의 규모가 재무성과에 미치는 영향

기업집단 가족기업의 규모가 재무성과인 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA)에 미치는 영향을 분석하였다. 회귀분석한 결과는 <표 13>과 같으며, 다음과 같은 시사점을 주고 있다.

첫째, 기업규모를 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업으로 나눠 재무성과에 미치는 영향을 살펴보면, 소기업과 중기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 일관되게 체계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 그리고 중견기업과 대기업은 일관되게 체계적으로 재무성과에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다. 이는 기업규모가 클수록 재무성과에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 시사한다.

둘째, 상호출자제한기업집단은 1, non-상호출자제한기업집단은 0인 더미변수를 활용하여 상호출자제한기업집단이 재무성과에 미치는 영향을 살펴보았다. 그 결과 상호출자제한기업집단이 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과가 일관되게 체계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다. 이는 계열사 자산을 다 합쳐서 10조원이 넘거나 또는 국내총생산액의 0.5% 이상의 기업집단인 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 재무성과에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 시사해 상호출자제한을 받는 기업집단은 복잡한 구조를 지니지만 조직을 정교화하고 다양한 경영방식으로 더 나은 운영을 기함으로써 자원을 개발하고 고도화 활용 가능성을 높여 재무성과를 창출한다고 판단할 수 있다.

셋째, COVID-19 전과 후 재무성과에 미치는 영향을 분석하였다. COVID-19 이전기간(2016~2019년)은 1, COVID-19 이후기간(2020~2023년)은 0인 더미변수를 활용하여 COVID-19 전과 후 차별적 재무성과 차이가 있는지 분석하였다. 그 결과 COVID-19 이전기간이 COVID-19 이후기간보다 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과가 일관되게 체계적으로 양(+)의 영향을 미치고 있으나 유의하지는 않아 COVID-19 이후 기업의 재무성과가 급격히 호전되지 않는 것으로 판단된다. COVID-19가 기업집단에 큰 충격을 줬음을 시사하고 있다.

넷째, 기업집단 가족기업의 종업원 수, 사업기간, 총자산, 부채비율이 재무성과에 미치는 영향을 살펴보면 종업원 수, 사업기간과 총자산은 유의한 양(+)의 영향을 부채비율은 재무성과에 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 종업원 수가 재무성과에 유의한 양(+)의 영향을 미침은 종업원이 기업에 기여하는 기여도가 높고 환경변화에 따른 적절한 경영전략으로 수익성 제고 등 역동적 재무성과를 실현한 것으로 판단된다. 다만, 최근 경영환경이 매우 빠르게 변화해 종업원이 AI 등 4차산업혁명 관련 도구를 능란하게 이용하지 못할 경우 조직에서 배제될 수 있으므로 탐구와 학습이 중요하다. 그리고 사업기간, 즉 업력이 오랜 기업집단이 장기간의 경영철학과 경영전략으로 재무성과에 기여함은 가족기업의 일반적 현상을 설명하고 있다. 기업의 성장하고 규모가 커짐에 따라 총자산도 증가하므로 총자산 등 가용자원의 효율적 활용으로 재무성과를 실현하는 데 기여하였다고 판단한다.

<표 13> 기업집단 가족기업의 규모가 재무성과에 미치는 영향

$$SAP = \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 SGR + \beta_6 EMP + \beta_7 AGE + \beta_8 FTA + \beta_9 LEV + \beta_{10} CVD + \sum_{j=11}^{32} \beta_j (IND_{j-10}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$ICP = \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 SGR + \beta_6 EMP + \beta_7 AGE + \beta_8 FTA + \beta_9 LEV + \beta_{10} CVD + \sum_{j=11}^{32} \beta_j (IND_{j-10}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$ROA = \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 SGR + \beta_6 EMP + \beta_7 AGE + \beta_8 FTA + \beta_9 LEV + \beta_{10} CVD + \sum_{j=11}^{32} \beta_j (IND_{j-10}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	SAP		ICP		ROA	
	기업규모	출자제한	기업규모	출자제한	기업규모	출자제한
상수	.109	2.168	-3.271	-3.696	.933	1.119
SME	-.764*** (-32.309)		-.089** (-3.092)		-.032* (-2.244)	
MDE	-.444*** (-33.214)		-.049** (-2.984)		-.017** (-3.595)	
MME	.290*** (14.332)		.216*** (8.750)		.061*** (8.919)	
LGE	.256*** (12.650)		.191*** (7.723)		.054*** (7.872)	
SGR		.090*** (8.266)		.013*** (4.286)		.065*** (9.446)
EMP	.637*** (63.632)	.540*** (49.939)	.728*** (59.592)	.705*** (60.334)	.048*** (13.296)	.058*** (15.955)
AGE	.001* (2.254)	.000* (2.270)	.002*** (5.460)	.002*** (5.218)	.000*** (4.480)	.000*** (5.376)
FTA	.386*** (41.072)	.547*** (59.537)	.605*** (52.724)	.637*** (64.101)	.082*** (24.115)	.099*** (28.938)
LEV	-.001*** (-9.258)	-.002*** (-11.510)	-.002*** (-9.643)	-.002*** (-9.501)	-.001*** (-5.737)	-.000*** (-6.885)
CVD	.015* (1.783)	.020* (2.175)	.012 (1.151)	.013 (1.264)	.005* (1.646)	.006* (1.975)
IND	포함	포함	포함	포함	포함	포함
YEA	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R ²	.585	.461	.506	.498	.236	.283
Adj R ²	.584	.461	.505	.497	.234	.280
F	688.809 (.000)	631.527 (.000)	500.436 (.000)	731.364 (.000)	128.608 (.000)	154.329 (.000)

주 1) SAP: 종업원 1인당 매출액(억원)(log)(매출액/종업원 수), ICP: 종업원 1인당 순이익(억원)(log)(당기순이익/종업원 수), ROA: 총자산이익률(%) (당기순이익/총자산), SME: 소기업(더미)(소기업: 1, 그 외: 0), MDE: 중기업(더미)(중기업: 1, 그 외: 0), MME: 중견기업(더미)(중견기업: 1, 그 외: 0), LGE: 대기업(더미)(대기업: 1, 그 외: 0), SGR: 상호출자제한기업집단(더미)(상호출자제한기업집단 소속: 1, non-상호출자제한기업집단 소속: 0), EMP: 가족기업의 종업원 수(명)(log), AGE: 가족기업의 사업기간(년), FTA: 가족기업의 총자산(억 원)(log), LEV: 부채비율(%) (총부채/총자산), CVD: COVID-19 전후기간(COVID-19 이전기간(2016~2019년): 1, COVID-19 이후기간(2020~2023년): 0), IND: 업종(제조업(C) 등 22개 업종)(더미변수), YEA: 2016년부터 2023년까지 해당연도(더미변수)

2) ()는 t-값임.

3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

부채비율은 금융비용을 유발하므로 재무성과에 긍정적이지 못하다. 다시 말하면 COVID-19 등 열악한 경영환경에 부채를 통한 긍정적 레버리지를 실현하지 못해 효율적 부채관리가 되지 않았음을 시사한다. 그러나 기업규모와 부채비율 사이 음(-)의 관계가 있더라도 기업규모가 커지면 음(-)의 영향이 완화될 것이다. 한편, Kotey(2005)는 더 많은 자원이 반드시 더 나은 성과로 이어지지 않으며, 비가족기업에서 자원의 효율적인 사용으로 혜택을 볼 수 있다고 주장하였다. 그리고 비공식시스템의 이점이 대규모 가족기업에서는 지속가능하지 않으며, 대규모 가족기업은 종업원 성과 관리를 개선하므로 혜택을 볼 수 있다고 하였다. Stein(1997), 문승진 등(2022)은 다각화기업이나 기업집단을 관리하는 본부가 외부투자자에 비해 정보 이점을 활용하여 가치를 극대화하고 최대한 자원을 활용하면 내부자본시장의 효율성을 높이는 효과가 있다고 주장하였다.

경제 전반의 충격이 발생하면 대부분 또는 모든 계열사 기업이 동시에 영향을 받기 때문에 그룹 내 자원 공유에서 발생하는 파급 효과는 상당히 감소할 가능성이 높다. 기업집단의 다각화를 지원하기 위해 내부 자원 이전에 의존했던 기업은 자원 부족으로 자원 이전이 감소하면 더 심각한 영향을 받을 것이다. 경제 전반의 충격을 덜 받은 기업들은 다른 계열사 기업과 자원을 공유할 수 있으며, 이는 다각화 결과를 저해할 수 있다(Chakrabarti et al., 2007). 재벌 기업집단 계열사들은 내부자본시장이 있는 경우 자본조달의사결정에서 외부자금인 부채보다 내부자금인 자사의 현금흐름 또는 다른 계열사의 현금흐름을 선호한다는 자본조달순위이론을 지지하고 있다(정민규 등, 2024).

Ushijima(2005), Boutin et al.(2013)은 기업집단이 각각 독립된 기업으로 기업 사이 현금흐름, 투자, 기업가치 등에 있어 상호 영향이 없어야 한다고 주장한다. 그러나 기업집단은 현금흐름, 투자, 기업가치 등이 연계된 내부자본시장이 형성되어 있다(문승진 등, 2022). 내부자본시장을 통해 기업은 재무제약을 완화하고, 투자자금을 조달하여 과소투자문제를 완화하는 방식으로 투자효율성을 증진할 수 있다. 반면 내부자본시장에서 자금을 조달하여 과잉투자문제를 발생시키고, 낮은 성과의 기업이나 사업을 지원하는 상호보조문제, 지대추구 등으로 자중손실이 발생할 수 있다(정민규 등, 2024). 기업은 내부자본시장, 외부자본시장에서 모두 자본조달이 가능하지만 자원배분 효율성의 강화 또는 대리인 문제와 정보비대칭성의 문제로 외부자본시장보다 내부자본시장을 더 선호할 수 있다(문승진 등, 2022). 박원(2022)은 ESG등급이 기업규모에 따라 타인자본비용에 미치는 영향을 조사한 결과 대기업에서 ESG등급이 환경분야를 제외하고 타인자본비용에 영향이 있는 것으로 나타났다. 중소기업은 ESG등급과 타인자본비용의 관련성을 검증할 수 없었다. 중소기업의 ESG평가는 대기업이나 중견기업과 동일한 기준으로 이루어지므로, 중소기업의 상황과 특수성을 고려할 경우에는 실효성이 낮거나 불리하므로, 중소기업에 적합한 실행가능한 기준이 필요함을 강조하였다.

2) 기업집단 가족기업의 규모가 재무성과에 영향을 미칠 때 종업원 수의 조절효과

본 연구는 상호출자제한기업집단과 non-상호출자제한기업집단을 양분해 각 집단별로 가족기업의 규모가 클수록 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 때 종업원의 역할이 있는지 종업원 수×기업규모의 상호작용효과를 분석하였다. 이는 <표 14>와 같다.

<표 14> 기업집단 가족기업의 규모가 재무성과에 영향을 미칠 때 종업원 수의 조절효과

$$\begin{aligned}
 SAP &= \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 EMP + \beta_6 (EMP \times SME) + \beta_7 (EMP \times MDE) + \beta_8 (EMP \times MME) + \beta_9 (EMP \times LGE) + \beta_{10} AGE + \beta_{11} FTA + \beta_{12} LEV + \beta_{13} CVD \\
 &+ \sum_{j=14}^{35} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\
 ICP &= \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 EMP + \beta_6 (EMP \times SME) + \beta_7 (EMP \times MDE) + \beta_8 (EMP \times MME) + \beta_9 (EMP \times LGE) + \beta_{10} AGE + \beta_{11} FTA + \beta_{12} LEV + \beta_{13} CVD \\
 &+ \sum_{j=14}^{35} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\
 ROA &= \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 EMP + \beta_6 (EMP \times SME) + \beta_7 (EMP \times MDE) + \beta_8 (EMP \times MME) + \beta_9 (EMP \times LGE) + \beta_{10} AGE + \beta_{11} FTA + \beta_{12} LEV + \beta_{13} CVD \\
 &+ \sum_{j=14}^{35} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

변수	SAP		ICP		ROA	
	출자제한	non-출자제한	출자제한	non-출자제한	출자제한	non-출자제한
상수	.125	.099	3.762	2.977	1.073	.849
SME	-.879*** (-37.155)	-.695*** (-29.401)	-.102** (-3.556)	-0.081** (-2.814)	-.022** (-3.281)	-.022** (-3.222)
MDE	-.511*** (-38.196)	-.404*** (-30.225)	-.056** (-3.432)	-.045** (-2.715)	-.020*** (-4.134)	-.015** (-3.271)
MME	.334*** (16.482)	.264*** (13.042)	.248*** (10.063)	.197*** (7.963)	.070*** (10.257)	.056*** (8.116)
LGE	.294*** (14.548)	.233*** (11.512)	.220*** (8.881)	.174*** (7.028)	.062*** (9.053)	.049*** (7.164)
EMP	.733*** (73.177)	.580*** (57.905)	.837*** (68.531)	.662*** (54.229)	.055*** (15.290)	.044*** (12.099)
EMP× SME	-.097*** (-8.927)	-.062*** (-6.314)	-.023* (-2.309)	-.025* (-2.439)	-.077*** (-4.969)	-.037* (-2.187)
EMP× MDE	-.022* (-2.348)	-.026** (-2.926)	-.024* (-2.365)	-.023* (-2.244)	-.019** (-2.870)	-.028** (-2.561)
EMP× MME	.112*** (10.266)	.071*** (7.261)	.024* (2.355)	.026** (2.505)	.017** (2.525)	.017** (2.493)
EMP× LGE	.025** (2.701)	.019* (2.215)	.026** (2.570)	.025** (2.430)	.021* (2.160)	.036** (3.121)
AGE	.001** (2.592)	.001* (2.051)	.002*** (6.279)	.002*** (4.969)	.005*** (5.152)	.003*** (4.077)
FTA	.444*** (47.233)	.351*** (37.376)	.696*** (60.633)	.551*** (47.979)	.094*** (27.732)	.075*** (21.945)
LEV	-.001*** (-10.647)	-.001*** (-8.425)	-.002*** (-11.089)	-.002*** (-8.775)	-.001*** (-6.598)	-.001*** (-5.221)
CVD	.017* (2.050)	.014* (1.623)	.014 (1.324)	.011 (1.047)	.006* (1.893)	.005 (1.498)
IND	포함	포함	포함	포함	포함	포함
YEA	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R ²	.673	.532	.582	.460	.271	.215
Adj R ²	.672	.531	.581	.460	.269	.213
F	792.130 (.000)	626.816 (.000)	575.501 (.000)	455.397 (.000)	147.899 (.000)	117.033 (.000)

주 1) 출자제한: 상호출자제한기업집단, non-출자제한: non-상호출자제한기업집단

2) SAP: 종업원 1인당 매출액(억원)(log)(매출액/종업원 수), ICP: 종업원 1인당 순이익(억원)(log)(당기순이익/종업원 수), ROA: 총자산이익률(%)(당기순이익/총자산), SME: 소기업(더미)(소기

업: 1, 그 외: 0), *MDE*: 중기업(더미)(중기업: 1, 그 외: 0), *MME*: 중견기업(더미)(중견기업: 1, 그 외: 0), *LGE*: 대기업(더미)(대기업: 1, 그 외: 0), *EMP*: 가족기업의 종업원 수(명)(log), 종업원 수와 기업규모의 상호작용($EMP \times SME$, $EMP \times MDE$, $EMP \times MME$, $EMP \times LGE$), *AGE*: 가족기업의 사업기간(년), *FTA*: 가족기업의 총자산(억 원)(log), *LEV*: 부채비율(%)(총부채/총자산), *CVD*: COVID-19 전후기간(COVID-19 이전기간(2016~2019년): 1, COVID-19 이후기간(2020~2023년): 0), *IND*: 업종(제조업(C) 등 22개 업종)(더미변수), *YEA*: 2016년부터 2023년까지 해당연도(더미변수)

3) ()는 t-값임.

4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

첫째, <표 13>에서 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과가 일관되게 체계적으로 유의한 양(+)¹⁾의 영향을 미치고 있음을 밝혔다. 본 연구는 <표 13>에서 사용한 더미변수가 아니라 기업집단을 상호출자제한기업집단과 non-상호출자제한기업집단으로 양분하고 기업규모를 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업으로 나눠 재무성과에 미치는 영향을 살펴보았다. 그 결과는 <표 14>와 같다. 상호출자제한기업집단과 non-상호출자제한기업집단 공히 소기업과 중기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 일관되게 체계적으로 유의한 음(-)²⁾의 영향을 미치고 있다. 그리고 중견기업과 대기업은 일관되게 체계적으로 재무성과에 유의한 양(+)³⁾의 영향을 미치고 있다. 다만, 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 영향력이 더 크게 나타났다. 이는 기업규모가 클수록 재무성과에 긍정적인 영향을 강하게 미치고 있음을 시사한다.

둘째, 기업규모와 종업원 수에 대한 상호작용 효과를 측정하였다. 그 결과 상호출자제한기업집단과 non-상호출자제한기업집단 공히 소기업과 종업원 수, 중기업과 종업원 수의 교호작용이 재무성과에 미치는 영향에는 변화가 없이 유의한 음(-)⁴⁾의 영향을 미치고 있다. 즉 소기업과 종업원 수, 중기업과 종업원 수의 교호작용의 효과, 즉 소기업과 중기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 일관되게 체계적으로 유의한 음(-)⁵⁾의 영향을 미치고 있다. 그리고 중견기업과 대기업은 일관되게 체계적으로 재무성과에 유의한 양(+)⁶⁾의 영향을 미치고 있다. 다만, 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 영향력이 더 크게 나타나 기업규모와 종업원 수에 대한 상호작용 효과가 있음을 확인하였다.

대기업은 일반적으로 더 큰 자본과 자원을 보유하고 있어 경제적 이점을 누릴 수 있고, 규모의 경제를 활용하여 생산 비용을 절감하고, 시장에서의 경쟁력을 높일 수 있다. 반면, 중소기업은 혁신성과 유연성을 바탕으로 빠르게 변화하는 시장 환경에 적응하는 데 강점을 가진다. 내부자본시장에서 지배주주가 기업집단내에서 현금흐름을 장악하여 지배주주의 지분율이 높은 회사에 먼저 투자하도록 하는 행위가 대표적인 터널링 형태이다. 대규모 기업집단 소속기업은 지배주주의 소유권과 지배권의 차이에서 부의 이전을 통한 터널링의 유인이 가능하다고 하였다(Johnson et al., 2000; 문승진 등, 2022). 비가족기업은 새로운 관리자의 경험 부족과 관련된 물리적 자원의 비효율적인 사용의 모니터링이 어려울 수 있다. 경쟁 압력, 관리자 시장, 그리고 기존 관리자들의 시간이 지남에 따라 증가하는 학습은 비가족기업이 자원의 효율성을 향상시키도록 가능하게 할 수 있다. 이러한 접근방식은 가족기업과 비가족기업 사이의 경영효율성을 비교하는 데 중요한 시사점을 제공할 수 있다고 하였다(Kotey, 2005).

한편, 기업규모와 종업원 수의 상호작용 효과는 기업의 조직문화, 임금, 생산성, 성장률 등 다양한 요인에 영향을 미친다. 종업원 수가 적은 소기업과 중기업은 합리적인 조직문화가 중요할 수 있다. 그러나 기업규모가 커질수록 경쟁우위 향상에 필요한 조직문화를 개발하고 다듬어 나가야 한다. 규모가 큰 기업은 종업원에게 고생산성을 요구할 수 있으며, 자본과 노동의 상호보완성을 찾는다. 이는 성과급 등 보상으로 나타나므로 보상시스템의 선진화도 필요하다. 따라서 기업집단 등 다양한 조직에서 운영되고 있는 인적자원 관리 프로세스가 성공하기 위해서는 조직문화를 이해하고 변화를 파악해야 한다.

3) COVID-19 이전 기간과 COVID-19 이후 기간의 재무성과 비교

본 연구는 COVID-19 이전 기간과 COVID-19 이후 기간으로 양분해 각 집단별로 가족기업의 규모가 클수록 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA)에 긍정적인 영향을 미치는지 종업원 수×기업규모의 상호작용효과를 분석하였다. 이는 <표 15>와 같다.

첫째, COVID-19 이전 기간인 2016년부터 2019년까지는 소기업, 중기업, 중견기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA)이 일관되게 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 그리고 COVID-19 이후 기간인 2020년부터 2023년까지 소기업, 중기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA)이 COVID-19 이전 기간과 동일하게 일관되게 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 하지만 중견기업은 COVID-19 이전 기간 유의한 음(-)의 영향에서 COVID-19 이후 기간 동안 유의한 양(+의 영향을 미치고 있어 COVID-19의 영향에서 벗어나고 있다.

둘째, 대기업은 COVID-19 이전 기간이나 COVID-19 이후 기간 등 COVID-19에 영향을 받지 않고 재무성과에 일관되게 유의한 양(+의 영향을 미치고 있다. 다만, 재무성과에 미치는 영향력은 COVID-19 이후 기간이 COVID-19 이전 기간보다 다소 떨어지고 있다. 소기업과 중기업은 COVID-19의 영향을 아직 벗어나지 못하고 있으며, 대기업도 COVID-19의 영향에서 서서히 벗어나고 있으나 중견기업은 그 회복세가 빠르다.

셋째, 종업원 수는 COVID-19 이후 기간이 COVID-19 이전 기간보다 재무성과에 미치는 영향력이 낮아 직원에 대한 관리, COVID-19 이후 본격화된 AI 등의 영향력으로 상당한 구조조정이 있었음을 보여주고 있다. 다만, 종업원 수는 COVID-19 이후 기간이 COVID-19 이전 기간보다 총자산이익률(ROA)에 유의한 양(+의 영향력이 커 투자성과 향상이 있었음을 보여주고 있다.

넷째, COVID-19 이전 기간과 COVID-19 이후 기간에서 기업규모와 종업원 수에 대한 상호작용 효과를 측정하였다. 그 결과 COVID-19 이전 기간과 COVID-19 이후 기간 공히 소기업과 종업원 수, 중기업과 종업원 수의 교호작용이 재무성과에 미치는 영향에는 변화가 없이 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 즉 소기업과 종업원 수, 중기업과 종업원 수의 교호작용의 효과, 즉 소기업과 중기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 일관되게 체계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 그리고 중견기업과 대기업은 일관되게 체계적으로 재무성과에 유의한 양(+의 영향을 미치고 있다.

다섯째, 사업기간, 총자산, 부채비율이 재무성과에 미치는 영향을 살펴보면 사업기간은 유의한 양(+의 영향을 부채비율은 재무성과에 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다.

<표 15> COVID-19 이전 기간과 COVID-19 이후 기간의 재무성과와 종업원 수의 조절효과

$$SAP = \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 EMP + \beta_6 (EMP \times SME) + \beta_7 (EMP \times MDE) + \beta_8 (EMP \times MME) + \beta_9 (EMP \times LGE) + \beta_{10} SGR + \beta_{11} AGE + \beta_{12} FTA + \beta_{13} LEV + \sum_{j=14}^{35} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$ICP = \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 EMP + \beta_6 (EMP \times SME) + \beta_7 (EMP \times MDE) + \beta_8 (EMP \times MME) + \beta_9 (EMP \times LGE) + \beta_{10} SGR + \beta_{11} AGE + \beta_{12} FTA + \beta_{13} LEV + \sum_{j=14}^{35} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$ROA = \alpha_0 + \beta_1 SME + \beta_2 MDE + \beta_3 MME + \beta_4 LGE + \beta_5 EMP + \beta_6 (EMP \times SME) + \beta_7 (EMP \times MDE) + \beta_8 (EMP \times MME) + \beta_9 (EMP \times LGE) + \beta_{10} SGR + \beta_{11} AGE + \beta_{12} FTA + \beta_{13} LEV + \sum_{j=14}^{35} \beta_j (IND_{j-13}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	SAP		ICP		ROA	
	COVID 이전	COVID 이후	COVID 이전	COVID 이후	COVID 이전	COVID 이후
상수	.224	.031	-3.221	-3.280	.885	1.022
SME	-.770*** (-21.086)	-.759*** (-24.424)	-.154* (-2.222)	-.112** (-2.920)	-.104** (-2.358)	-.109** (-2.794)
MDE	-.431*** (-20.957)	-.452*** (-25.676)	-.046* (-1.847)	-.054** (-2.494)	-0.107* (-2.206)	-.126*** (-4.205)
MME	-0.388*** (-18.861)	0.407*** (23.108)	-0.041* (-1.662)	0.049* (2.245)	-0.106* (-2.085)	0.023*** (4.134)
LGE	.274*** (8.877)	.240*** (8.986)	.235*** (6.346)	.155*** (4.703)	.055*** (6.062)	.056*** (6.051)
EMP	.095*** (6.383)	.026* (2.026)	.125** (2.556)	.106** (2.363)	.012** (2.677)	.023** (2.629)
EMP× SME	-.109*** (-9.998)	-.069*** (-7.072)	-.103** (-2.346)	-.106** (-2.492)	-.086*** (-5.565)	-.041** (-2.329)
EMP× MDE	-.025** (-2.631)	-.018* (-2.157)	-.116** (-2.529)	-.102** (-2.393)	-.021** (-3.214)	-.029** (-2.628)
EMP× MME	.125*** (11.498)	.080*** (8.132)	.104** (2.398)	.107** (2.566)	.019** (2.828)	.028** (2.552)
EMP× LGE	.028** (3.025)	.021** (2.481)	.018* (1.758)	.017* (1.602)	.021** (3.179)	.096*** (4.256)
AGE	.616*** (41.602)	.650*** (47.960)	.726*** (40.873)	.729*** (43.436)	.049*** (11.334)	.051*** (10.741)
FTA	.001 (1.365)	.001* (1.974)	.002*** (4.391)	.002*** (3.445)	.002*** (3.338)	.021** (2.671)
LEV	-.368*** (-25.572)	-.398*** (-32.157)	-.603*** (-34.902)	-.602*** (-39.314)	-.079*** (-18.584)	-.092*** (-21.239)
IND	포함	포함	포함	포함	포함	포함
YEA	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R ²	0.594	0.578	0.537	0.482	0.251	0.223
Adj R ²	0.592	0.577	0.535	0.481	0.247	0.221
F	341.256 (.000)	436.277 (.000)	270.423 (.000)	296.011 (.000)	78.046 (.000)	91.364 (.000)

주 1) COVID 이전: COVID-19 이전기간(2016~2019년), COVID 이후: COVID-19 이후기간(2020~2023년)

2) SAP: 종업원 1인당 매출액(억원)(log(매출액/종업원 수), ICP: 종업원 1인당 순이익(억원)(log(당기순이익/종업원 수), ROA: 총자산이익률(%) (당기순이익/총자산), SME: 소기업(더미)(소기업: 1, 그 외: 0), MDE: 중기업(더미)(중기업: 1, 그 외: 0), MME: 중견기업(더미)(중견기업: 1,

그 외: 0), *LGE*: 대기업(더미)(대기업: 1, 그 외: 0), *EMP*: 가족기업의 종업원 수(명)(log), 종업원 수와 기업규모의 상호작용($EMP \times SME$, $EMP \times MDE$, $EMP \times MME$, $EMP \times LGE$), *AGE*: 가족기업의 사업기간(년), *FTA*: 가족기업의 총자산(억 원)(log), *LEV*: 부채비율(%)(총부채/총자산), *IND*: 업종(제조업(C) 등 22개 업종)(더미변수), *YEA*: 2016년부터 2023년까지 해당연도(더미변수)

3) ()는 t-값임.

4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

COVID-19 이후 본격화된 AI 등의 영향력은 기업집단에 새로운 도전이 될 것이다. 기업집단 가족기업은 성장자금을 내부자금으로 조달해 높은 유동성 또는 운영자본을 확보해야 한다. 반면, 비가족기업은 성장자금을 조달하기 위해 외부 부채 특히 단기 부채를 더 많이 활용할 수 있을 것이다(Davidson and Dutia, 1991; Kotey, 2005). 기업집단은 다양한 산업에서 활동하는 기업으로 구성되므로 그룹 간의 조정은 계열사 사이 자원 이전이 가장 큰 효과를 발휘할 것이며, 효과가 큰, 시너지가 있는 곳으로 이전된다. 분리된 계열사를 설립하면 조직 구조의 복잡성, 상충되는 지배적 논리, 집중력 상실 등의 기업 다각화와 관련된 문제가 완화된다(Chakrabarti et al., 2007). 세계의 시장이 점점 더 통합되고 상호의존적이 되면서 규모, 산업 또는 국가와의 관계를 넘어 모든 기업은 국제 경쟁에 대한 전략적 대응책을 개발해야 한다. 수출은 합작투자 및 외국인 직접투자에 비해 사업 위험과 자원 투입이 낮으므로 중소기업에서 가장 일반적인 해외 시장 진입 방법이라고 할 수 있다(Cerrato and Piva, 2012). 이러한 전략이 재무성과 향상에 유효하다.

V. 결론

본 연구는 기업집단 가족기업의 기업규모가 재무성과에 미치는 영향을 분석하였다. 2016년부터 2023년까지 8년 사이 소속회사 수 18,760개(기업-연도) 중에서 가족기업은 13,838개(기업-연도)이다. 이 중에서 연구표본 4,435개(기업-연도)를 확보하여 분석에 사용하였다. 본 연구 결과는 다음과 같다.

첫째, 기업규모를 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업으로 나눠 재무성과에 미치는 영향을 살펴보면, 소기업과 중기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 일관되게 체계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 그리고 중견기업과 대기업은 일관되게 체계적으로 재무성과에 유의한 양(+의 영향을 미치고 있다. 이는 기업규모가 클수록 재무성과에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 시사한다.

둘째, 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과가 일관되게 체계적으로 유의한 양(+의 영향을 미치고 있음을 밝혔다. 상호출자제한기업집단과 non-상호출자제한기업집단 공히 소기업과 중기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 일관되게 체계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 그리고 중견기업과 대기업은 일관되게 체계적으로 재무성과에 유의한 양(+의 영향을 미치고 있다. 다만, 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 영향력이 더 크게 나타났다. 이는 기업규모가 클수록 재무성과에 긍

정적인 영향을 강하게 미치고 있음을 시사한다.

셋째, 기업규모와 종업원 수에 대한 상호작용 효과를 측정하였다. 그 결과 상호출자제한기업집단과 non-상호출자제한기업집단 공히 소기업과 종업원 수, 중기업과 종업원 수의 교호작용이 재무성과에 미치는 영향에는 변화가 없이 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 즉 소기업과 종업원 수, 중기업과 종업원 수의 교호작용의 효과, 즉 소기업과 중기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 일관되게 체계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 그리고 중견기업과 대기업은 일관되게 체계적으로 재무성과에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다. 다만, 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 영향력이 더 크게 나타나 기업규모와 종업원 수에 대한 상호작용 효과가 있음을 확인하였다.

넷째, COVID-19 이전 기간인 2016년부터 2019년까지는 소기업, 중기업, 중견기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA)이 일관되게 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 그리고 COVID-19 이후 기간인 2020년부터 2023년까지 소기업, 중기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA)이 COVID-19 이전 기간과 동일하게 일관되게 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 하지만 중견기업은 COVID-19 이전 기간 유의한 음(-)의 영향에서 COVID-19 이후 기간 동안 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있어 COVID-19의 영향에서 벗어나고 있다.

다섯째, 대기업은 COVID-19 이전 기간이나 COVID-19 이후 기간 등 COVID-19에 영향을 받지 않고 재무성과에 일관되게 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다. 다만, 재무성과에 미치는 영향력은 COVID-19 이후 기간이 COVID-19 이전 기간보다 다소 떨어지고 있다. 소기업과 중기업은 COVID-19의 영향을 아직 벗어나지 못하고 있으며, 대기업도 COVID-19의 영향에서 서서히 벗어나고 있으나 중견기업은 그 회복세가 빠르다.

본 연구결과는 기업규모에 있어 중견기업, 대기업이 중소기업보다 재무성과에서 우위를 점하는 것으로 나타났다. 그리고 종업원 수, 업력, 총자산이 재무성과인 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, ROA에 유의한 긍정적인 영향이 있었다. 이와 같은 결과에도 불구하고 본 연구는 예를 들면, COVID-19 이전기간과 COVID-19 이후기간의 분석이 경제적 상황, 사회적 현상 등 환경과 조건이 상이하므로 각 변수의 적용과 표준화를 하기 어렵다는 문제 등의 한계점이 있어 이를 극복하고 발전시키는 지속적인 연구가 있어야 한다. 첫째, 기업집단 가족기업에 대한 재무성과뿐만 아니라 기업가치를 분석하고, 비재무성과를 다루는 폭넓은 연구가 필요하다. 둘째, 기업집단 가족기업을 대상으로 하는 연구에서 더 나아가 기업집단 가족기업과 non-기업집단 가족기업의 비교도 필요하다. 셋째, 본 연구는 기업집단 가족기업을 대상으로 기업규모를 분류하여 재무성과를 위주로 연구하였지만, 이 외에도 산업적 특성이나 지역적 요소가 반영된 추가적인 연구가 이루어져야 한다. 기업집단 가족기업의 재무성과와 비재무성과에 영향을 미치는 다양한 요인, 변수들을 발견해 나간다면 학문적, 실무적 발전에 도움이 될 것이다. 이와 같은 노력들은 중소기업, 중견기업, 대기업의 기업가치 증대, 지속가능한 경영과 국가경제발전에 기여할 것으로 판단된다.

[참고문헌]

- 강원철·고성수(2015), “기업부동산이 기업가치에 미치는 영향,” 「상업교육연구」, 제29권, 제1호, pp.191-214.
- 강형철(2014), “기업집단에서 지배주주 가족에 의한 경영과 기업성과,” 「재무연구」, 제27권, 제1호, pp.141-176.
- 강형철·변희섭(2019), “가족기업의 친족등용에 관한 연구,” 「보험금융연구」, 제30권, 제3호, pp.71-108.
- 공정거래위원회(2023), 「공정거래백서」.
- 김기영·이용환(2024), “지배구조가 대주주 지분율과 기업가치 관계에 미치는 조절효과,” 「전산회계연구」, 제22권, 제1호, pp.91-114.
- 김병구·윤병섭(2016), “기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향: 유가증권시장 상장기업,” 「재무관리연구」, 제33권, 제2호, pp.29-60.
- 김성민·이광민·홍재범(2014), “대규모 기업집단 소속여부가 계열기업의 수익성에 미치는 효과분석: 2002-2007년,” *Journal of The Korean Data Analysis Society*, 제16권, 제2호, pp.847-856.
- 김윤경(2020), “기업 비재무정보(ESG) 공시가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향,” 「규제연구」, 제29권, 제1호, pp.35-59.
- 김지홍·윤동영(2023), “대규모 기업집단 지정제도의 문제점과 개선방안에 관한 소고,” 「경쟁법연구」, 제48권, pp.271-299.
- 김희은·안혜성·임미희·심명화(2023), “가족기업의 대리인 문제와 ESG 효과,” 「재무관리연구」, 제40권, 제2호, pp.169-188.
- 남영호·문성주(2007), “가족기업의 성과에 관한 연구 : 코스닥 등록기업을 중심으로,” 「중소기업연구」, 제29권, 제1호, pp.21-48.
- 류진아·박선현·이동기(2021), “가족기업의 신입 최고경영자 공시에 대한 주식시장의 반응,” 「경영학연구」, 제50권, 제4호, pp.981-1009.
- 문승진·김병곤(2023), “한국 재벌 기업집단의 내부자본시장과 투자-현금흐름민감도,” 「금융공학연구」, 제22권, 제1호, pp.19-47.
- 문승진·김병곤(2024), “한국기업의 가족통제와 레버리지 의사결정: 기업규모의 조절효과 검증,” 「경영연구」, 제39권, 제4호, pp.65-79.
- 문승진·정민규·김병곤(2022), “한국 재벌 기업집단의 내부자본시장과 지배주주의 터널링,” 「금융공학연구」, 제21권, 제3호, pp.87-107.
- 박원(2022), “기업규모에 따른 ESG 평가등급이 신용등급 혹은 타인자본비용에 미치는 영향,” 「중소기업금융연구」, 제42권, 제4호, pp.45-68.
- 박재환·성낙필(2012), “대규모집단, 비대기업집단 가족기업 및 기타기업간의 영업위험의 차이에 대한 연구,” 「세무와회계저널」, 제13권, 제4호, pp.9-31.
- 박종해·정대성(2018), “운전자본 구성요소가 기업수익성과 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구,” 「금융공학연구」, 제17권, 제2호, pp.171-191.

- 박진혁·이장우(2022), “ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구: 기업의 지배구조 특성을 중심으로,” 「재무관리연구」, 제39권, 제2호, pp.147-184.
- 유정민·김수인·윤대회(2018), “가족 기업과 비가족 기업의 기업 불투명성 차이와 투자 및 경영성과의 연관성에 관한 연구,” 「회계학연구」, 제43권, 제3호, pp.735-79.
- 이미영·이덕훈(2018), “가업승계기업의 장기성과에 관한 실증연구,” 「상업교육연구」, 제32권, 제3호, pp.93-121.
- 이원흠(2006), “대주주 소유구조 및 연계거래 여부가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구,” 「재무관리연구」, 제23권, 제1호, pp.69-100.
- 이윤경(2015), “소유지배과리도가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향,” 「기업경영연구」, 제22권, 제6호, pp.87-103.
- 임진혁·이장희(2016), “가족기업 후계자의 사회적 자본과 인적 자본이 승계태도와의 관계에서 승계자기효능감의 매개효과,” 「산업경제연구」, 제29권, 제6호, pp.2581-2606.
- 장현수(2021), “기업 업력구분에 따른 신용보증 지원효과 분석,” 「중소기업금융연구」, 제41권, 제2호, pp.25-50.
- 전덕영(2023), “유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향,” 「가족기업연구」, 제2권, 제2호, pp.45-77.
- 전덕영(2024), “유가증권 상장기업의 특성이 ESG성과에 미치는 영향: 가족기업을 중심으로,” 「기업경영연구」, 제31권, 제3호, pp.27-56.
- 전덕영·윤병섭(2020), “소상공인 보증지원이 일자리창출에 미치는 영향,” 「중소기업금융연구」, 제40권, 제4호, pp.31-66.
- 정민규·문승진·김병곤(2024), “한국 재벌기업집단의 내부자본시장과 자본조달순위이론,” 「금융공학연구」, 제23권, 제1호, pp.49-67.
- 최향미·임병권(2024), “중소기업의 경영형태 및 가업승계에 따른 재무 성과 분석,” 「중소기업금융연구」, 제44권, 제2호, pp.3-29.
- 공정거래위원회(2024), “기업집단포털” , <https://www.egroup.go.kr>.
- 금융감독원(2024), “전자공시시스템” , <http://dart.fss.or.kr>.
- 통계청(2024), “한국표준산업분류” , <http://kssc.kostat.go.kr>.
- Allen, M. and S. Panian(1982), “Power, Performance, and Succession in the Large Corporation,” *Administrative Science Quarterly*, 27(4), pp.538-547.
- Anderson, R. and D. Reeb(2003), “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500,” *Journal of Finance*, 58(3), pp.1301-1328.
- Anderson, R., D. Reeb and W. Zhao(2012), “Family-Controlled Firms and Informed Trading: Evidence from Short Sales,” *Journal of Finance*, 67(1), pp.351-385.
- Boutin, X., G. Cestone, C. Fumagalli, G. Pica, and N. Serrano-Velarde(2013), “The Deep-pocket Effect of Internal Capital Markets,” *Journal of Financial Economics*, 109(1), pp.122-145.

- Burkart, M., F. Panunzi and A. Shleifer(2003), "Family Firms," *Journal of Finance*, 58(5), pp.2167-2201.
- Cerrato, D. and M. Piva(2012), "The Internationalization of Small and Medium-Sized Enterprises: The Effect of Family Management, Human Capital and Foreign Ownership," *Journal of Management & Governance*, 16, pp.617-644.
- Chakrabarti, A., K. Singh, and I. Mahmood(2007), "Diversification and Performance: Evidence from East Asian Firms," *Strategic management journal*, 28(2), pp.101-120.
- Davidson, W. N. and D. Dutia(1991), "Debt, Equity and Profitability Problems of Small Firms," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 16(19), pp.53-64.
- Davis, J., D. Schoorman and L. Donaldson(1997), "Toward a Stewardship Theory of Management," *Academy of Management Review*, 22(1), pp.20-47.
- Gallo, M. A. and A. Vilaseca(1996), "Finance in Family Business," *Family business review*, 9(4), pp.387-401.
- Gunduz, L. and E. Tatoglu(2003), "A Comparison of the Financial Characteristics of Group Affiliated and Independent Firms in Turkey," *European Business Review*, 15(1), pp.48-54.
- James, H.(1999), "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm," *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), pp.41-56.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer(2000), "Tunneling," *American Economic Review*, 90(2), pp.22-27.
- Kandel, E. and E. Lazear(1992), "Peer Pressure and Partnerships," *Journal of Political Economy*, 100(4), pp.801-817.
- Kotey, B.(2005), "Are performance Differences Between Family and Non-family SMEs Uniform Across All Firm Sizes?," *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 11(6), pp.394-421.
- Leenders, M. and E. Waarts(2003), "Competitiveness and Evolution of Family Businesses: The Role of Family and Business Orientation," *European Management Journal*, 21(6), pp.686-697.
- Nareswari, N., M. Tarczyńska-Łuniewska, and G. W. Bramanti(2022), "Non-linear Effect of Environmental, Social, and Governance on Corporate Performance(Study in Non-Financial Firms Listed on Indonesia Stock Exchange)," *Ekonomia Międzynarodowa*, 40, pp.154-170.
- Perez-Gonzalez, F.(2006), "Inherited Control and Firm Performance," *American Economic Review*, 96(5), pp.1559-1588.
- Schulze, W., M. Lubatkin, R. Dino and A. Buchholtz(2001), "Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence," *Organizational Science*, 12(2), pp.99-116.
- Schulze, W., M. Lubatkin and R. Dino(2003), "Toward a Theory of Agency and Altruism

- in Family Firms,” *Journal of Business Venturing*, 18(4), pp.473-490.
- Serrasqueiro, Z., P. M. Nunes and J. V. da Silva(2016), “The Influence of Age and Size on Family-Owned Firms’ Financing Decisions: Empirical Evidence Using Panel Data,” *Long Range Planning*, 49(6), pp.723-745.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny(1986), “Large Shareholders and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), pp.461-488.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny(1997), “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance*, 52(2), pp.737-783.
- Stein, J. C.(1997), “Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources,” *Journal of Finance*, 52(1), pp.111-133.
- Stein, J. C.(1988), “Takeover Threats and Managerial Myopia,” *Journal of Political Economy*, 96(1), pp.61-80.
- Stein, J. C.(1989), “Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior,” *Quarterly Journal of Economics*, 104(4), pp.655-669.
- Ushijima, T.(2005), “Internal Capital Market and the Growth and Survival of Japanese Plants in the United States,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 19(3), pp.366-385.
- Villalonga, B. and R. Amit(2006), “How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value?,” *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp.385-417.
- Westhead, P. and M. Cowling(1998), “Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink,” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(1), pp.31-56.