

가족기업과 비가족기업의 규모별 재무성과

전덕영* · 윤병섭**

<요약>

[연구목적] 본 연구의 목적은 가족기업과 비가족기업간에 소기업, 중기업, 중견기업 등 규모별 재무성과의 차이 존재 여부를 분석하는데 있다.

[연구방법] 연구표본은 2016년부터 2023년까지 공정거래위원회가 지정한 기업집단의 소속회사에서 가족기업 연구표본 3,801개(기업-연도), 비가족기업 연구표본 2,737개(기업-연도), 합계 6,538개를 시계열 다중회귀분석하였다. 본 연구 결과는 다음과 같다.

[연구결과] 첫째, 가족기업이 비가족기업보다 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과가 더 높은 유의한 양(+)의 차이를 일관되게 체계적으로 나타나고 있음을 밝혔다. 가족기업이 대리인 문제를 유발하는 등 기업가치를 감소시킨다는 부정론보다 긍정론을 지지하는 것이다. 둘째, 상호출자제한기업집단은 non-상호출자제한기업집단보다 소기업, 중기업 등 규모가 작은 그룹에서 재무성과가 더 높은 유의한 양(+)의 차이가, 중견기업 등 규모가 큰 그룹에서 재무성과가 더 낮은 유의하지 않은 음(-)의 차이가 일관되게 체계적으로 나타나고 있음을 보였다. 셋째, COVID-19 이후가 COVID-19 이전보다 재무성과에 유의한 양(+)의 차이가, 소기업, 중기업은 COVID-19 이후가 COVID-19 이전보다 유의한 양(+)의 차이가 일관되게 체계적으로 나타나고 있다.

[연구의 시사점] 본 연구는 가족기업이 비가족기업보다 규모가 작은 그룹에서 매출액, 순이익, ROA 등의 차이가 일관되게 체계적으로 나타나고 있음을, 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다, 가족기업에서 COVID-19 이후가 COVID-19 이전보다 재무성과에 유의한 양(+)의 차이가 일관되게 체계적으로 나타나고 있다는 연구 결과를 보였다. 이는 재무성과를 향상할 수 있는 방안을 마련하는 단초 제공의 의의가 있다. 향후 기업집단 가족기업과 비가족기업의 재무성과와 비재무성과에 유의한 차이를 밝히는 더 심도 있는 연구가 지속된다면 학문적, 실무적 발전에 도움이 될 것이다.

<주제어> 가족기업, 기업규모, 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, ROA

논문투고일 : 2026. 4. 26. 1차 수정일 : 2026 5. 31. 게재확정일 : 2026. 6. 26.

* 경영학박사, 서울신용보증재단 책임전문위원, 제1저자 (jjdddyyy@hanmail.net)

** 前 교수, 서울벤처대학원대학교 융합산업학과, 교신저자 (yoontax@naver.com)

I. 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 재무성치가 낮은 경향이 있다. 이는 가족기업이 시장의 영향력에 따라 재무성치가 달리 나타난다는 의미이며, 가족기업의 전략적 결정에 시사점을 제공한다(Gallo and Vilaseca 1996). 즉 시장점유율에서 우위를 점하는 가족기업이 가격결정 등에서 독과점적 시장지배를 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 독립기업의 성과에 관한 연구(Gunduz and Tatoglu 2003; Chakrabarti et al. 2007; 박재환·성낙필 2012; 김성민 외 2014; 김윤경 2020; 문승진 외 2022; 정민규 외 2024), 중소기업의 가족기업과 비가족기업의 성과에 관한 연구(Gallo and Vilaseca 1996; Leenders and Waarts 2003; Kotey 2005; 임진혁·이장희 2016; 전덕영 2023; 전덕영 2024) 등이 존재한다. 그러나 선행연구는 형태 면에서 볼 때 가족기업과 비가족기업을 혼재해 재무성적을 분석하여 기업형태별 재무성적의 차별성을 간과하고 있다. 그리고 여러 기업이 모여 집단을 형성하는 기업집단 가족기업을 중소기업, 중견기업, 대기업으로 분류할 수 있으나 이를 통틀어 분석함으로써 기업규모에 따른 가족기업 특성을 간과한 연구의 한계가 있다.

본 연구의 목적은 공정거래위원회가 지정한 기업집단의 소속회사 연구표본을 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업 등으로 분류하고 규모별 재무성적을 분석하는 데 있다. 이때 가족기업과 비가족기업을 양분하고 어느 집단이 기업규모별 재무성적에 차별적인지 분석한다. 이는 본 연구가 기업집단에 속한 가족기업과 비가족기업의 특성을 비교해 분석하고, 기업집단에 속한 가족기업의 규모별 특성을 재무성적과 비교해 기업규모에 따른 가족기업 특성을 분석할 수 있다면 선행연구가 수행하지 않은 연구의 한계를 극복하는 본 연구의 차별성을 드러낼 수 있다고 여긴다. 분석하는 내용을 구체적으로 나타내면 다음과 같다. 첫째, 기업집단

을 가족기업과 비가족기업으로 양분하고 더미변수를 도입해 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등을 분석한다. 둘째, 가족기업 상호출자제한기업집단 여부를 더미변수로 두고 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업 등 기업규모별 재무성과, 즉 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등을 분석한다. 셋째, 가족기업과 COVID-19 집단을 더미변수로 두고 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업 등 기업규모별 재무성과, 즉 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등을 분석한다.

본 연구는 선행연구 대비 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 상이하나 본 연구는 우리나라를 대상으로 선행연구가 시도하지 않았던 기업집단 가족기업의 기업규모별 재무성과를 심도 있게 분석함으로써 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 기업규모와 상관없이 가족기업 조건만 충족하면 연구대상으로 삼아 분석하였으나, 본 연구는 기업집단 소속회사 가족기업을 기업규모에 따라 분석함으로써 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 종속변수로 사용하였다. 본 연구도 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, ROA 등의 재무성과를 종속변수로 사용하였으나 선행연구 대비 가족기업의 규모에 따라 재무성과에 미치는 영향이 다르다는 차별성이 있다. 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 실증분석하였다. 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 하였고 선행연구가 고려하지 않았던 상호작용 효과를 분석하였다.

분석 결과는 다음과 같은 기여도가 있다. 첫째, 기업집단을 기업규모별로 분류해 차별적 재무성과를 제시함으로써 당해 가족기업에게 규모별 재무성과 창출의 차별적 전략 수립 토대를 제공할 것이다. 둘째, 기업규모별 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.

II. 이론적 배경과 선행연구

1. 기업집단 가족기업의 의의

가족기업은 가족의 가치관과 경영 철학이 기업경영에 깊이 반영된다. 유정민 외(2018)는 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 외(2021)는 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 외(2021)는 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 외(2023)는 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 가족기업을 정의하였다. 이 기준에 따라 김희은 외(2023)는 2014년부터 2020년까지 한국 유가증권시장에 상장된 비금융기업 총 697개 상장사 중 76.6%인 534개 기업을 가족기업으로 분류하였다.

2. 기업집단 가족기업의 특성

기업집단은 복잡한 구조를 지니지만 조직을 정교화하고 다양한 경영방식으로 더 나은 운영을 기함으로써 역량을 강화하고 사업을 다각화하는 교두보가 된다(Chakrabarti et al. 2007).

정민규 외(2024)는 2004년부터 2021년까지 개별기업집단에 속하고 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 총 2,351개(기업-연도)를 패널회귀분석한 결과 우리나라 기업집단이 자본조달순위이론을 따르고 있음을 보여주고 있다. 문승진 외(2022)는 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. 문승진·김병곤(2023)은 2002년부터 2021년까지 공정거래위원회의 대규모기업집단 지정기준이 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. 자금조달 결정에 규모가 중요한 요소이기 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, 기업 규모가 가족통제와 레버리지 의사결정 간의 관계에 조절효과가 있음을 분석하였다. 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. 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. 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, 유동성 등의 성과에 유의한 차이가 있는지 조사한 결과 비가족기업이 가족기업만큼 성과를 거두는 것으로 보고했다. 가족기업과 비가족기업 양 유형이 소규모에서는 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 1997년부

터 2002년까지 코스닥 등록기업을 대상으로 가족기업의 성과를 연구하였다. 총자산순이익률과 총자산영업이익률은 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. 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. 전덕영·윤병섭(2020)은 2016년부터 2019년까지 4년 기간 1,375개의 보증지원을 받은 기업을 대상으로 보증지원이 종업원 수준의 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 신용보증 지원효과를 연구하였다. 업력이 커질수록 총자산증가율은 낮아지고 있었다. 박원(2022)은 2011년부터 2020년까지 비금융상장기업을 대상으로 기업규모에 따른 ESG등급이 신용등급, 타인자본비용에 미치는 영향을 검증하였다. 기업규모 중에서 중견기업은 ESG등급이 신용등급에 영향을 미치고 있으며, ESG등급은 대기업에서 타인자본비용에 영향이 있는 것으로 나타났다. 임진혁·이장희(2016)는 가족기업 후계자를 선정하여 73개의 설문자료를 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.

4. 기업집단 가족기업의 기업가치

기업집단 가족기업의 기업가치에 관한 선행연구는 긍정론과 부정론을 지니고 있다. 긍정론은 가족경영자가 장기적인 안목의 투자의사결정을 통해 기업의 투자효율성을 증진시켜 기업가치를 증가시킨다는 주장이다(Stein 1988; 1989; James 1999). 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 감소시킨다는 주장이다(Shleifer and Vishny 1997; Burkart et al. 2003; Villalonga and Amit 2006). 지배주주가 경영자 지위를 자녀 등 가족구성원에 둘 경우 경영권 승계, 보수적 경영 등 참호구축 효과(entrenchment effects)로 기업경쟁력이

뒤질 수 있으며(Allen and Panian 1982; Schulze et al. 2003), 이들에 대한 이타주의 성향이 경영자 시장의 효율성과 규율기능을 어렵게 하여 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다(Schulze et al. 2001; 2003; Perez-Gonzalez 2006). 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 분석표본으로, 지배주주의 자녀가 CEO로 선임된 경우 기업가치가 유의하게 낮음을 밝혔다. 이원흠(2006)은 대주주의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향을 연구한 결과 대주주지분율이나 소유과리도가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 그룹소속과 관련없이 내부거래가 있는 기업에서 유의하게 나타났고, 대주주지분율과 기업가치, 소유과리도와 기업가치 사이 각각 역 U자형 패턴이 있음을 보고하였다. Gunduz and Tatoglu(2003)는 터키에서 상장된 비금융기업집단 계열사와 독립기업 표본 202개를 분석해 기업집단 계열사, 외국인기업이 ROA에 유의한 양(+)의 값이 있음을 나타내었다. 그리고 이 표본 202개를 가족기업 74개, 비가족기업 128개로 구성해 분석한 결과 가족기업 및 비가족기업 양 집단은 ROA에 유의한 영향이 없다고 주장하였다. 이윤경(2015)은 2001년부터 2011년까지 대규모기업집단에 속한 유가증권 상장기업을 대상으로 소유지배과리도가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 소유지배과리도가 큰 집단이 다른 집단보다 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향이 있었다. 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 가족기업이 낮은 부채자본비율을 가지고 있으며, 산업 내에서 중요한 시장점유율을 가진 가족기업에서 더욱 두드러지는 것으로 나타났다. 이미영·이덕훈(2018)은 가업승계가 이루어진 35개 기업을 대상으로 가업승계기업의 장기성과를 분석하였다. 분석결과 가업승계 이후 가족기업의 장기성과는 양(+)의 값이 나타나 승계 이후에도 비교적 안정적인 경영성과가 있는 것으로 나타났다. 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. 김기영·이용환(2024)은 2015년부터 2019년까지 유가증권시장과 코스닥시장의 상장기업을 대상으로 지배구조, 대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 대주주지분율이 증가할수록 기업가치가 감소한다고 한다. 지배구조가 우수한 기업은 대주주와 소액주주 사이 대리인 비용을 낮추어 기업가치를 증가시키는 것으로 확인되었다. 강원철·고성수(2015)는 1990년부터 2013년까지 유가증권상장 674개 제조업체를 대상으로 기업부동산이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있으며, 기업부동산을 투자부동산과 소유부동산으로 분류해도 각각 기업가치에 유의한 양(+)의 값이 나타났음을 밝혔다. 이는 기업부동산의 관리가 기업가치를 증가시킬 수 있다는 시사점을 준다. 김지홍·윤동영(2023)은 대규모기업집단 지정제도의 문제점과 개선방안을 연구하고, 동일인관련자 범위의 조정, 기업집단의 요건 등에서

법령과 입법취지에 맞도록 기업집단의 범위를 합리적으로 조정하는 제도개선이 필요하다고 강조하였다. <표 1>은 국내외 선행연구를 요약하여 정리한 것이다.

5. 선행연구와 본 연구의 방향

가족기업을 정의한 선행연구를 정리하면 가족기업은 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율이 20% 이상이거나, 지배주주의 가족구성원이 최고경영자에 포함된 기업으로 정의한다. 그리고 기업집단은 공정거래위원회에서 기업집단으로 분류한 기업으로 가족기업 범주에 포함되면 기업집단 가족기업이 된다.

기업집단 가족기업의 특성을 논의한 선행연구는 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 우리나라 기업집단은 자본조달순위이론을 따르고 있다(정민규 외 2024). 우리나라 30대 기업집단은 지배주주가 내부자본시장을 활용하여 터널링하고 있다(문승진 외 2022). 둘째, 자금조달 결정에 규모가 중요한 요소이다(Serrasqueiro et al. 2016). 우리나라 기업집단은 규모가 큰 경우에는 타계열사의 현금흐름에 영향을 받고, 규모가 작은 경우에는 자사 현금흐름에 영향을 받는다(문승진·김병곤 2023). 기업규모가 가족통제와 레버리지 의사결정 사이 조절효과가 있다(문승진·김병곤 2024). 결국 우리나라 기업집단 가족기업은 규모에 영향을 받는다는 특성이 있다.

기업집단 가족기업의 재무성과를 논의한 선행연구는 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 가족기업과 비가족기업은 종업원별 분석에서 유의한 차이를 보였다. 그러나 종업원 100명 이상 가족기업의 경우 높은 이익률과 자산의 효율적 사용의 차별적 이점이 감소되었다(Kotey 2005). 둘째, 가족기업과 비가족기업 양 집단에서 총자산순이익률, 총자산영업이익률, 고용흡수력 등은 가족기업이 비가족기업보다 높고, 기업규모, 업력, 대주주지분율 등에서도 가족기업이 비가족기업보다 높다(남영호·문성주 2007). 셋째, 우리나라 기업집단은 지배주주 가족의 소유권이 크거나 그룹에 대한 통제권이 큰 계열사일수록 가족이 CEO일 가능성이 증가한다(강형철 2014).

기업집단 가족기업은 가족경영자가 장기적인 안목의 투자의사결정으로 투자효율성을 증진시켜 기업가치를 증가시킨다는 긍정론(Stein 1988; 1989; James 1999)과 지배주주에 의한 과도한 경영권 행사가 오히려 지배주주와 외부주주 간 대리인 문제를 유발하는 등 기업가치를 감소시킨다는 부정론이 있다(Shleifer and Vishny 1997; Burkart et al. 2003; Villalonga and Amit 2006). 강형철·변희섭(2019)은 지배주주의 자녀가 CEO로 선임된 경우 기업가치가 유의하게 낮음을 밝혔다. Gunduz and Tatoglu(2003)는 가족기업 및 비가족기업 양 집단은 ROA에 유의한 영향이 없다고 주장하였다. Gallo and Vilaseca(1996)는 가족기업은 낮은 부채자본비를 가지고 있으며, 산업 내에서 중요한 시장점유율을 가진 가족기업에서 더욱 두드러지는 것으로 나타났다. 김윤경(2020)은 비재무정보의 공시가 ROA의 재무성과에 영향이 없어, 기업성과를 개선하거나 약화시키는 증거를 발견하지 못하였다. 김기영·이용환(2024)은 대주주 지분율이 증가할수록 기업가치가 감소한다고 한다. 지배구조가 우수한 기업은 대주주와 소

액주주 사이 대리인 비용을 낮추어 기업가치를 증가시키는 것으로 확인되었다.

선행연구는 우리나라 기업집단 가족기업이 자금조달에서 자본조달순위이론을 따르고 있으며(정민규 외 2024), 자금조달 결정에 규모의 영향을 받는다는 특성이 있다(Serrasqueiro et al. 2016). 그리고 가족기업이 비가족기업보다 총자산순이익률, 총자산영업이익률, 고용흡수력 등이 높으나(남영호·문성주 2007), 종업원 100명 이상 가족기업을 비가족기업과 비교할 때 이익률과 자산의 효율적 사용의 차별성이 감소되었다(Kotey 2005). 따라서 본 연구는 기업집단 소속회사 가족기업과 비가족기업에서도 차별적 재무성과가 나타나는지, 기업집단 소속회사도 다양한 규모가 있는데 규모의 영향을 받는다면 규모별 차별적 재무성과가 나타나는지, 상호출자제한기업집단과 non-상호출자제한기업집단 사이 차별적 재무성과가 나타나는지, COVID-19를 겪은 기업집단 소속회사 가족기업이 COVID-19 이전과 이후 기간에 차별적 재무성과가 나타나는지 등에 대해 연구방향을 수립해 연구할 필요성과 흥미가 유발된다.

가족기업연구 제5권 제1호

<표 1> 국내외 선행연구 검토 및 변수표 요약

연구자	연구대상	연구기간	표본수	조사자료	분석방법	국가	매출액	순이익	ROA	중소기업	중견기업	대기업	종업원수	사업기간	총자산	부채비율	COVID
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 외(2014)	대규모 기업집단	2002-2007	270	기업집단	무작위 효과모형	한국			○			○					
문승진 외(2022)	대기업집단 소속회사	2010-2021	9,454	TS2000, DART KIS-VALUE	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	○		○						○	○	

가족기업과 비가족기업의 규모별 재무성과

연구자	연구대상	연구기간	표본수	조사자료	분석방법	국가	매출액	순이익	ROA	중소기업	중견기업	대기업	종업원수	사업기간	총자산	부채비율	COVID
임진혁·이장희 (2016)	가족기업	2016	73	설문조사	요인, 회귀	한국	○						○				
전덕영(2023)	유가증권시장 가족기업	2020-2022	546	네이버증권 KCGS	차이, 회귀	한국		○	○				○	○	○		
정민규 외(2024)	재벌집단 상장기업	2004-2021	2,351	KIS-Value, DART	상관, 패널회귀	한국	○					○			○	○	
최향미·임병권 (2024)	중소기업	2011-2021	973,480	한국평가 데이터	요인, 회귀	한국	○		○	○				○	○	○	
본연구	기업집단 가족기업	2016-2023	4,435	기업집단, DART	상관, 회귀	한국	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	합계						8	5	11	4	3	8	6	5	11	10	1

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 소상공인, 금융업에 속한 기업을 제외하고, 지배가족이 존재하지 않는 기업(공기업, 민영화된 공기업, 비가족 투자는행이 최대주주인 기업, 외국계 기업)을 제외하였다. 또한 주식시장의 반응을 관찰할 수 없는 주식매매거래정지 기업, 자본잠식 기업, 보호예수 지정 기업, 상장폐지 직전으로 주식시장정보 및 사업보고서를 확인할 수 없는 기업을 제외하였다. 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·이상우(2022), 김희은 외(2023)가 적용한 ① 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율이 20% 이상이거나, ② 공정거래위원회에 의해 기업집단으로 분류되거나, ③ 지배주주의 가족

가족기업과 비가족기업의 규모별 재무성과

구성원이 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 기업집단 포털(www.egroup.go.kr)을 활용한다. 조건 ③의 지배주주 가족구성원의 최고경영자 재직 여부는 사업보고서의 ‘임원 및 직원 등에 관한 사항’ 등에서 확인한다. 둘째, 금융업 등을 제외한 기업집단에서 확보한 자료를 검토해 가족기업의 대응표본인 비가족기업의 소속회사 지정현황, 재무제표, 사업보고서 등을 확보한다. 기업집단에서 확보한 자료를 검토해 가족기업의 대응표본인 비가족기업을 선정한다. 비가족기업은 기업규모, 종업원 수, 사업기간, 총자산, 부채비율 등에서 가족기업과 유사한 표본을 선정해 이례효과가 없도록 한다.

<표 3> 기업집단 가족기업의 연구표본

(단위: 개)

연도	지정집단	소속회사			연구표본		
		계	가족기업	비가족기업	계	가족기업	비가족기업
2016	65	1,736	1,281	455	728	412	316
2017	57	1,980	1,472	508	741	416	325
2018	60	2,083	1,538	545	792	461	331
2019	59	2,103	1,558	545	813	473	340
2020	64	2,284	1,652	632	842	491	351
2021	71	2,612	1,935	677	856	501	355
2022	76	2,886	2,132	754	874	515	359
2023	82	3,076	2,270	806	892	532	360
계	534	18,760	13,838	4,922	6,538	3,801	2,737

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

<표 4> 연구표본 추출 과정

(단위: 개)

구분	계	가족기업	비가족기업
소속회사 기업	18,760	13,838	4,922
제외 업종, 지배가족 존재 않는 기업 ¹	(-)7,816	(-)6,132	(-)1,684
주식시장의 반응을 관찰할 수 없는 기업 ²	(-) 619	(-) 473	(-) 146
극단치(outlier)가 있는 기업 ³	(-)3,555	(-)3,264	(-) 291
표본 선정 시 결측값이 있는 기업	(-) 232	(-) 168	(-) 64
차감 계(연구표본 수)	6,538	3,801	2,737

주 1) 업종은 제조업으로 제외 업종은 소상공인, 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

위의 기준에 따르면 본 연구기간 2016년부터 2023년까지 8년 사이 소속회사 수 18,760개

가족기업연구 제5권 제1호

(기업-연도)는 가족기업 13,838개(기업-연도), 비가족기업 4,922개(기업-연도)로 구성되며, 가족기업 연구표본 3,801개(기업-연도), 비가족기업 연구표본 2,737개(기업-연도)로서 소속회사 수 대비 가족기업 비중이 58.14%, 비가족기업 비중이 41.86%이다(<표 3> 참조). 연구기간에 따라 또는 표본추출 방법에 따라 다소 차이가 있으나 가족기업은 김희은 외(2023)의 76.6%, 유정민 외(2018)의 72.2%, 박진혁·이장우(2022)의 64.0%보다 낮다. 그리고 <표 3>에서 가족기업 13,838개(기업-연도)의 연구표본 3,801개(기업-연도), 비가족기업 4,922개(기업-연도)의 연구표본 2,737개(기업-연도)의 추출한 과정은 <표 4>와 같다. <표 5>는 기준시점(2016년) 기업집단의 연구표본이며, <표 6>은 연구기간(2016년~2023년) 기업집단의 연구표본으로 가족기업 3,801개, 비가족기업 2,737개, 합계 6,538개, 즉 전체 공시대상기업집단의 표본 수 6,538개를 순수공시대상기업집단의 표본 수 1,789개, 상호출자제한기업집단의 표본 수 4,749개로 양분한 것이다. 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 반영하되, 소상공인은 제외하고 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업으로 분류하였다. 중소기업기본법 시행령 제8조 제1항에서 주된 업종별 평균매출액 10~120억 원 이하를 소기업으로 지정하고 있다. 중소기업에서 소기업을 제외한 기업을 중기업으로 하였다.

<표 5> 기준시점(2016년) 기업집단의 연구표본

(단위: 개)

구분	규모기준	표본		
		계	가족기업	비가족기업
순수 공시대상기업집단(a) (non-상호출자제한기업집단)	총자산 5조 원 이상으로 non-상호출자제한기업집단인 경우	282	139	143
상호출자제한기업집단(b)	총자산 10조 원 이상 또는 국내총생산액의 0.5%이상인 상호출자제한기업집단	446	273	173
전체 공시대상기업집단(c=a+b)	총자산 5조 원 이상	728	412	316

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

<표 6> 연구기간(2016년~2023년) 기업집단의 연구표본

(단위: 개)

구분	규모기준	표본		
		계	가족기업	비가족기업
순수 공시대상기업집단(a) (non-상호출자제한기업집단)	총자산 5조 원 이상으로 non-상호출자제한기업집단인 경우	1,789	926	863
상호출자제한기업집단(b)	총자산 10조 원 이상 또는 국내총생산액의 0.5%이상인 상호출자제한기업집단	4,749	2,875	1,874
전체 공시대상기업집단(c=a+b)	총자산 5조 원 이상	6,538	3,801	2,737

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

가족기업과 비가족기업의 규모별 재무성과

<표 7> 기준시점(2016년) 매출액 기준에 의한 기업규모별 연구표본

(단위: 개)

기업 규모	규모기준	가족기업			비가족기업		
		계	상호출자제한	non-상호출자제한	계	상호출자제한	non-상호출자제한
소기업	자산총액 5천억원 미만 and 주된 업종별 평균매출액 10~120억원 이하	90	54	36	82	45	37
중기업	자산총액 5천억원 미만 and 주된 업종별 평균매출액 10~120억원 초과, 400~1,500억 이하	103	68	35	93	53	40
중견기업	자산총액 5천억원 이상 or 주된 업종별 평균매출액 400~1,500억원 초과	144	108	36	74	40	34
대기업	자산총액 5조원 이상	75	43	32	67	35	32
합계		412	273	139	316	173	143

주) 자산총액, 통계청 산업분류코드에 의한 주된 업종별 평균매출액의 규모기준으로 분류함.

<표 5>는 기준시점(2016년)의 가족기업 총 표본 수 412개를 상호출자제한기업집단 273개와 non-상호출자제한기업집단 139개로 양분하였고, 비가족기업 총 표본 수 316개를 상호출자제한기업집단 173개와 non-상호출자제한기업집단 143개로 양분하였다. <표 6>은 <표 5> 기준시점을 포함한 연구기간 2016년부터 2023년까지 기업집단의 연구표본, 즉 상호출자제한기업집단과 non-상호출자제한기업집단을 가족기업과 비가족기업으로 분류한 연구표본이다. <표 7>은 기준시점(2016년) 매출액 기준에 의한 기업규모별 연구표본, <표 8>은 연구기간(2016년~2023년) 매출액 기준에 의한 기업규모별 연구표본이다. 즉 매출액별로 세분한 기업집단 가족기업과 비가족기업의 연구표본이다.

<표 8> 연구기간(2016년~2023년) 매출액 기준에 의한 기업규모별 연구표본

(단위: 개)

기업 규모	규모기준	가족기업			비가족기업		
		계	상호출자제한	non-상호출자제한	계	상호출자제한	non-상호출자제한
소기업	자산총액 5천억원 미만 and 주된 업종별 평균매출액 10~120억원 이하	268	178	90	1,178	736	442
중기업	자산총액 5천억원 미만 and 주된 업종별 평균매출액 10~120억원 초과, 400~1,500억 이하	1,364	910	454	962	717	245
중견기업	자산총액 5천억원 이상 or 주된 업종별 평균매출액 400~1,500억원 초과	1,829	1,481	348	346	240	106
대기업	자산총액 5조원 이상	340	306	34	251	181	70
합계		3,801	2,875	926	2,737	1,874	863

주) 자산총액, 통계청 산업분류코드에 의한 주된 업종별 평균매출액의 규모기준으로 분류함.

가족기업연구 제5권 제1호

<표 8>은 <표 7> 기준시점을 포함한 연구기간 2016년부터 2023년까지 기업집단의 연구표본, 즉 상호출자제한기업집단과 non-상호출자제한기업집단을 가족기업과 비가족기업으로 분류한 연구표본이다. 가족기업 총 표본 수 3,801개를 상호출자제한기업집단 2,875개와 non-상호출자제한기업집단 926개로 양분하였고, 비가족기업 총 표본 수 2,737개를 상호출자제한기업집단 1,874개와 non-상호출자제한기업집단 863개로 양분하였다.

<표 9> 연구표본 산업분포

(단위: 개)

표준산업 분류	산업명	가족기업		비가족기업	
		기업	기업-연도	기업	기업-연도
C10	식품 제조업	13	81	12	86
C20	화학물질 및 화학제품 제조업: 의약품 제외	54	359	25	165
C21	의료용 물질 및 의약품 제조업	31	228	23	174
C22	고무제품 및 플라스틱제품 제조업	14	78	13	91
C23	비금속 광물제품 제조업	9	64	8	54
C24	1차 금속 제조업	10	70	7	48
C25	금속가공제품 제조업: 기계 및 가구 제외	11	66	6	43
C26	전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비제조업	48	372	16	118
C261	반도체 제조업	13	98	24	175
C262	전자부품 제조업	19	147	22	162
C263	컴퓨터 및 주변장치 제조업	8	36	4	31
C264	통신 및 방송 장비 제조업	12	88	15	108
C265	영상 및 음향기기 제조업	5	36	4	25
C27	의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업	60	443	38	279
C28	전기장비 제조업	25	182	24	168
C29	기타 기계 및 장비 제조업	29	213	26	205
C30	자동차 및 트레일러 제조업	11	77	8	62
C31	기타 운송장비 제조업	14	94	13	91
C32~C34	기타 제조업	12	70	14	106
C	제조업 소계	398	2,802	302	2,191
J58~J63	출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	49	385	17	128
M70~M73	전문, 과학 및 기술 서비스업	57	452	38	286
A0,72,91	그 외 산업	22	162	18	132
	총계	526	3,801	375	2,737

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.

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 9>와 같

다. 가족기업 수는 제조업 398개, 제조업 이외 128개 합 526개이며, 이의 2016년부터 2023년까지 8년 사이 소속회사 수(기업-연도) 연구표본은 3,801개이다. 그리고 비가족기업 수는 제조업 302개, 제조업 이외 73개 합 375개이며, 이의 2016년부터 2023년까지 8년 사이 소속회사 수(기업-연도) 연구표본은 2,737개이다.

2. 회귀분석 모형

본 연구는 가족기업 여부에 따라 재무성과에 차이가 존재하는지 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업 등 기업규모별 패널데이터로 시계열 분석한다. 분석모형은 종속변수인 재무성과는 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA)이며, 독립변수는 가족기업 여부, 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업, 통제변수는 상호출자제한기업집단 여부, 종업원 수, 사업기간, 총자산, 부채비율, 업종, 2016년부터 2023년까지 해당연도이다. 본 연구는 임의효과모형(random effects model)을 사용한 다중회귀모형이다. 임의효과모형은 각 그룹이나 개체에 나타나는 고유한 효과가 확률 변수라고 가정할 때 사용한다.

첫째, 가족기업 여부를 더미변수로 두고 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업 등 기업규모별 재무성과, 즉 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등을 분석하는 방정식은 (모형 1), (모형 2), (모형 3)이다.

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

..... (모형 1)

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

..... (모형 2)

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

..... (모형 3)

둘째, 가족기업 상호출자제한기업집단 여부를 더미변수로 두고 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업 등 기업규모별 재무성과, 즉 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등을 분석하는 방정식은 (모형 4), (모형 5), (모형 6)이다.

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

..... (모형 4)

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

..... (모형 5)

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

..... (모형 6)

셋째, 가족기업과 COVID-19 집단을 더미변수로 두고 소기업, 중기업, 중견기업, 대기업 등 기업규모별 재무성과, 즉 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등을 분석하는 방정식은 (모형 7), (모형 8), (모형 9)이다.

$$\begin{aligned}
 SAP = & \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 CVD + \beta_3 SME + \beta_4 MDE + \beta_5 MME + \beta_6 LGE + \beta_7 SGR + \beta_8 EMP \\
 & + \beta_9 AGE + \beta_{10} FTA + \beta_{11} LEV + \sum_{j=12}^{33} \beta_j (IND_{j-11}) + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

..... (모형 7)

$$\begin{aligned}
 ICP = & \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 CVD + \beta_3 SME + \beta_4 MDE + \beta_5 MME + \beta_6 LGE + \beta_7 SGR + \beta_8 EMP \\
 & + \beta_9 AGE + \beta_{10} FTA + \beta_{11} LEV + \sum_{j=12}^{33} \beta_j (IND_{j-11}) + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

..... (모형 8)

$$\begin{aligned}
 ROA = & \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 CVD + \beta_3 SME + \beta_4 MDE + \beta_5 MME + \beta_6 LGE + \beta_7 SGR + \beta_8 EMP \\
 & + \beta_9 AGE + \beta_{10} FTA + \beta_{11} LEV + \sum_{j=12}^{33} \beta_j (IND_{j-11}) + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

..... (모형 9)

여기서,

- SAP* : 종업원 1인당 매출액(억원)(log)(매출액/종업원 수)
- ICP* : 종업원 1인당 순이익(억원)(log)(당기순이익/종업원 수)

<i>ROA</i>	:	총자산이익률(%)(당기순이익/총자산)
<i>FAM</i>	:	가족기업 여부(더미)(가족기업: 1, 비가족기업: 0)
<i>CVD</i>	:	COVID-19 이전과 이후 기간 COVID-19 이전 4년(2016~2019년): 1, COVID-19 이후 4년(2020~2023년): 0
<i>SME</i>	:	소기업(더미)(소기업: 1, 그 외: 0)
<i>MDE</i>	:	중기업(더미)(중기업: 1, 그 외: 0)
<i>MME</i>	:	중견기업(더미)(중견기업: 1, 그 외: 0)
<i>LGE</i>	:	대기업(더미)(대기업: 1, 그 외: 0)
<i>SGR</i>	:	상호출자제한기업집단 여부(더미) (상호출자제한기업집단 소속: 1, non-상호출자제한기업집단 소속: 0)
<i>EMP</i>	:	종업원 수(명)(log)
<i>AGE</i>	:	사업기간(년)(log)
<i>FTA</i>	:	총자산(억 원)(log)
<i>LEV</i>	:	부채비율(%)(부채총액/자기자본)
<i>IND</i>	:	업종(제조업(C) 등 22개 업종)
<i>YEA</i>	:	2016년부터 2023년까지 해당연도
$\varepsilon_{i,t}$:	오차항

3. 변수의 조작적 정의

가. 종속변수

종속변수는 종업원 1인당 매출액(*SAP*), 종업원 1인당 순이익(*ICP*), 총자산이익률(*ROA*) 등 재무성과로 분석할 때 log 함수를 사용한다. 종업원 1인당 매출액(*SAP*)은 기업 집단 가족기업의 해당연도 매출액을 종업원 수로 나눈 값이다. 종업원 1인당 순이익(*ICP*)은 기업집단 가족기업의 해당연도 순이익을 종업원 수로 나눈 값이다. 총자산이익률(*ROA*)은 기업집단 가족기업의 해당연도 순이익을 총자산으로 나눈 것으로 총자산을 사용하여 순이익을 어느 정도 달성하였는지를 보여주는 비율이다.

나. 독립변수

(1) 가족기업 여부

가족기업은 Shleifer and Vishny(1986), Anderson and Reeb(2003), Villalonga and Amit(2006), Anderson and Zhao(2012), 박진혁·이장우(2022), 김희은 외(2023)가 적용한 ① 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율이 20% 이상이거나, ② 공정거래위원회에 의해 기업집단으로 분류되거나, ③ 지배주주의 가족구성원이 최고경영자에 포함된 기업(Westhead and Cowling 1998; 남

가족기업연구 제5권 제1호

영호·문성주 2007)으로 정의한다. 그리고 기업집단에서 확보한 자료를 검토해 가족기업의 대응표본인 비가족기업을 선정한다. 비가족기업은 기업규모, 종업원 수, 사업기간, 총자산, 부채비율 등에서 가족기업과 유사한 표본을 선정해 이례효과가 없도록 한다. 가족기업은 1, 비가족기업은 0으로 하는 더미변수를 사용한다.

(2) 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 사용한다. 다만, COVID-19의 계수는 코로나의 효과와 시간의 변화 효과가 증첩된 구조적 한계가 있다.

(3) 기업규모

이윤경(2015), 김병구·윤병섭(2016), 김윤경(2020)은 기업규모를 총자산으로 측정하였다. 박원(2022)은 기업규모를 중소기업, 중견기업, 대기업으로 분류하였다. 본 연구는 소기업(*SME*), 중기업(*MDE*), 중견기업(*MME*), 대기업(*LGE*)으로 분류하고 더미변수를 적용한다. 소상공인은 제외한다.

다. 통제변수

(1) 상호출자제한기업집단

상호출자제한기업집단(*SGR*)은 공시대상기업집단 중에서 연도별로 총자산 10조 이상 또는 국내총생산액의 .5%이상인 기업집단이다(공정거래위원회 2023). 본 연구는 총자산 10조 원 이상인 상호출자제한기업집단을 1, non-상호출자제한기업집단을 0으로 하는 더미변수를 사용한다.

(2) 종업원 수

종업원 수(*EMP*)는 기업집단에서 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, 이례치 감소효과를 위해 log 함수를 사용한다.

(3) 사업기간

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

(4) 총자산

총자산(*FTA*)은 기업집단의 총자산으로 실수(實數)이며, 이례치 감소효과를 위해 log 함

수를 사용한다. 기업집단의 지배주주가 소유권보다 더 큰 지배력을 행사하면 사적 이익을 위해 기업집단의 자원과 부를 자신에게 유리하게 이전하는, 즉 소액주주의 부를 빼앗는 터널링 현상이 나타날 수 있다(문승진 외 2022).

(5) 부채비율

부채비율(*LEV*)은 기업집단의 재무상태표에서 부채총액을 자기자본으로 나눈 비율(%)이다. 부채비율이 높을수록 기업이 타인자본에 더 많이 의존하고 있다는 것을 의미하며, 재무구조의 안정성이 낮다는 의미이다.

(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 사용한다.

(7) 연도

연도(*YEA*)는 본 연구 기간인 2016년부터 2023년까지 8년으로 실증분석 대상 자료를 획득할 수 있는 기간이다. 본 연구의 종속변수, 독립변수, 통제변수 등 각 변수의 정의 및 계산식을 <표 8>과 같이 정리하였다.

<표 10> 주요변수의 정의 및 계산식

구분	변수의 정의 및 계산식		측정지표
종속 변수	<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, %
독립 변수	<i>FAM</i>	가족기업 여부(가족기업=1, 비가족기업=0)	더미변수
	<i>CVD</i>	COVID-19 이전과 이후 COVID-19 이전 4년(2016~2019년): 1, COVID-19 이후 4년(2020~2023년): 0	더미변수
	<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
통제 변수	<i>SGR</i>	상호출자제한기업집단 여부 상호출자제한기업집단: 1, non-상호출자제한기업집단: 0	더미변수
	<i>EMP</i>	종업원 수(명)(2016~2023년)	실수(實數), log
	<i>AGE</i>	사업기간(년)(2016~2023년)	실수(實數), log
	<i>FTA</i>	총자산(억원)(2016~2023년)	실수(實數), log
	<i>LEV</i>	부채비율(부채총액/자기자본)(2016~2023년)	비율, %
	<i>IND</i>	업종(제조업(C) 등 22개 업종)	더미변수
	<i>YEA</i>	2016년부터 2023년까지 해당연도	더미변수

4. 실증분석

1. 기술통계량

기업집단 표본의 기술통계량은 <표 11>과 같다. 가족기업과 비가족기업의 재무성과를 살펴보면, 가족기업과 비가족기업의 종업원 1인당 평균매출액이 각각 13.09억원, 12.03억원, 종업원 1인당 순이익이 각각 1.06억원, .94억원, 총자산이익률(ROA)이 각각 .086%, .082%이며, 가족기업과 비가족기업 사이 유의한 차이가 있다. 그리고 가족기업과 비가족기업의 종업원 수가 각각 1,354명, 1,326명, 사업기간이 각각 25.03년, 22.67년으로 나타나 가족기업이 비가족기업보다 종업원 수가 많고 사업기간, 즉 업력이 길었으나 가족기업과 비가족기업 양 집단이 유의한 차이가 있지는 않았다. 또한 가족기업과 비가족기업의 총자산이 각각 2조 1,485억 원, 1조 8,193억 원, 부채비율이 각각 43.19%, 63.64%로 나타나 양 집단 사이 차이가 있다. 가족기업이 비가족기업보다 총자산이 많고 부채비율은 낮아 차별적이다.

<표 11> 기술통계량

구분	단위	표본수	평균	표준편차	t-test(a-b)
종업원 1인당 매출액	a	3,801	13.090	15.423	1.805*
	b	2,737	12.026	18.094	
종업원 1인당 순이익	a	3,792	1.061	1.511	2.037*
	b	2,737	.940	1.609	
총자산이익률	a	3,798	.086	.100	1.667*
	b	2,731	.082	.130	
종업원 수	a	3,785	1,354.079	6,079.825	1.548
	b	2,731	1,325.596	5,708.741	
사업기간	a	3,801	25.030	16.483	1.421
	b	2,737	22.267	16.003	
총자산	a	3,793	21,485.122	118,440.796	2.483*
	b	2,731	18,193.499	150,160.278	
부채비율	a	3,796	43.194	86.889	2.228*
	b	2,718	63.641	96.917	

주 1) a: 가족기업, b: 비가족기업

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

3) *는 유의수준 10%에서 계수 값이 통계적으로 유의(양쪽)함을 나타냄.

2. 상관분석

본 연구는 기업규모에 따른 재무성과의 변화를 살펴보고 있으므로 기업규모 변수 사이 강한 상관관계로 인해 회귀모델이 불안정하게 나타나는지 다중공선성(Multicollinearity)을 검토하기 위해 VIF값을 측정하였다. 그 결과 대기업(더미)(대기업: 1, 그 외: 0)(LGE) 변수의 VIF값이 다중공선성이 나타나는 현상을 보여 대기업 변수를 탈락시킴으로써 회귀모델이 안정되었다. 대기업 변수를 제거한 이후 가족기업과 비가족기업 표본에 적용하는 각 변수 사이 상관분석은 <표 12>와 같다. 종업원 1인당 순이익과 종업원 1인당 매출액, 총자산이익률과 종업원 1인당 순이익, 가족기업 여부와 총자산이익률, COVID-19 전후기간과 가족기업 여부, 기업규모 사이 유의한 양(+)의 관계가 있다. 그리고 VIF값은 3.148~5.008 구간에 있어 10 이하로 나타나 다중공선성에 문제가 없다. 따라서 본 연구의 타당성이 확보되었다.

<표 12> 상관분석

	<i>SAP</i>	<i>ICP</i>	<i>ROA</i>	<i>FAM</i>	<i>CVD</i>	<i>SME</i>	<i>MDE</i>	<i>MME</i>	<i>SGR</i>	<i>EMP</i>	<i>AGE</i>	<i>FTA</i>	<i>LEV</i>	<i>VIF</i>
<i>SAP</i>	1													
<i>ICP</i>	.254**	1												3.624
<i>ROA</i>	-.212*	.272**	1											3.649
<i>FAM</i>	.198*	.177*	.188*	1										3.521
<i>CVD</i>	-.181*	-.086	.146	.193*	1									4.414
<i>SME</i>	-.314**	-.036	.186*	.168	.241**	1								4.489
<i>MDE</i>	.113	.110	.209*	.174*	.202*	.215*	1							4.799
<i>MME</i>	.186*	.143	.217**	.173*	.177*	.189*	.244**	1						3.554
<i>SGR</i>	.184*	-.013	.041	.179*	.146	-.156	-.164	.099	1					3.169
<i>EMP</i>	.080	-.119	-.154	.250**	.194*	.246**	-.010	.194*	.214*	1				4.862
<i>AGE</i>	.084	.213*	-.187*	-.174*	.187*	.169*	-.183*	.120	.183*	.115	1			3.412
<i>FTA</i>	.105	.107	-.034	-.051	.107	.141	-.117	.181*	.137	.165	.132	1		5.008
<i>LEV</i>	.118	.136	-.128	-.124	.145	.151	-.109	.157	.156	.151	.202*	.176*	1	3.148

주 1) 대기업(더미)(대기업: 1, 그 외: 0)(*LGE*) 변수의 *VIF*값이 다중공선성이 나타나는 현상을 보여 대기업 변수를 탈락시킴.
 2) *SAP*: 종업원 1인당 매출액(억원)(log)(매출액/종업원 수), *ICP*: 종업원 1인당 순이익(억원)(log)(당기순이익/종업원 수), *ROA*: 총자산이익률(%)(당기순이익/총자산), *FAM*: 가족기업 여부(더미)(가족기업=1, 비가족기업=0), *CVD*: COVID-19 전후기간(더미)(COVID-19 이전기간(2016~2019년): 1, COVID-19 이후기간(2020~2023년): 0), *SME*: 소기업(더미)(소기업: 1, 그 외: 0), *MDE*: 중기업(더미)(중기업: 1, 그 외: 0), *MME*: 중견기업(더미)(중견기업: 1, 그 외: 0), *SGR*: 상호출자제한기업집단(더미)(상호출자제한기업집단 소속: 1, non-상호출자제한기업집단 소속: 0), *EMP*: 종업원 수(명)(log), *AGE*: 사업기간(년), *FTA*: 총자산(억 원)(log), *LEV*: 부채비율(%)(부채총액/자기자본).
 3) **, *는 각각 유의수준 5%, 10%에서 계수 값이 통계적으로 유의(양쪽)함을 나타냄.

3. 회귀분석

가. 기업집단 가족기업 여부와 재무성과

본 연구는 공정거래위원회가 지정한 기업집단의 소속회사 연구표본을 가족기업은 1, 비가족기업은 0의 더미변수를 활용하여 어느 집단이 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 차별적인지 회귀분석하였다. 회귀분석한 결과는 <표 13>과 같다.

첫째, 가족기업이 비가족기업보다 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과가 더 높은 유의한 양(+)의 차이를 일관되게 체계적으로 미치고 있음을 밝혔다. 이는 우리나라 가족경영자가 장수기업을 지향하면서 장기적인 안목으로 투자효율성을 증진시켜 기업가치를 증가시킨다는 시사점을 주고 있다. 가족기업이 대리인 문제를 유발하는 등 기업가치를 감소시킨다는 부정론(Shleifer and Vishny 1997; Burkart et al. 2003; Villalonga and Amit 2006)보다 긍정론을 지지하는 것이다(Stein 1988; 1989; James 1999). 경쟁 압력, 관리자 시장, 그리고 기존 관리자들과의 시간이 지남에 따라 증가하는 학습은 비가족기업이 자원의 효율성을 향상시키도록 가능하게 할 수 있다. 다만, 가족기업을 가족 지향성으로 양분해 차별성이 있음을 밝히는 것(Leenders and Waarts 2003)도 유용하거나 이는 추후에 연구할 수 있을 것이다.

둘째, 소기업, 중기업, 중견기업 등 3개 기업규모 집단에 따라 각각 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 유의한 차이를 나타내는지 더미변수를 적용하여 분석한 결과 소기업, 중기업 등 규모가 적은 집단은 재무성과에 유의한 양(+)의 차이를, 중견기업 등 규모가 큰 집단은 재무성과에 유의하지 않은 음(-)의 차이를 일관되게 체계적으로 미치고 있음을 발견하였다. 이는 중견기업 등 소유지배피리도가 큰 집단이 소기업, 중기업 등 소유지배피리도가 적은 집단보다 유의하지는 않으나 기업가치에 긍정적이지 않음(이윤경 2015)을 시사한다. 즉 중견기업 등은 규모의 경제를 향유할 수 있는 장점이 있고 전문경영인을 활용할 수 있는 기회가 있음에도 기업집단의 지배주주가 소유권보다 더 큰 지배력을 행사하면 사적 이익을 위해 기업집단의 자원을 자신에게 유리하게 이전하는 유인이 증가할 수 있다(문승진 외 2022)는 의미이다.

셋째, 재무성과에 차별적인지 분석한 결과 가족기업이고 상호출자제한기업집단이 그렇지 않은 집단보다 재무성과가 더 높은 유의한 양(+)의 차이를 일관되게 체계적으로 미치고 있음을 밝혔다. 이는 자산총액이 국내 총생산액(GDP)의 .5% 이상인 상호출자제한기업집단이 상호출자 금지, 순환출자 금지, 채무보증 금지 등의 규제를 받음으로써 non-상호출자제한기업집단에 비해 재무제약이 크나 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 자산의 효율적인 사용으로 차별적 재무성과를 도출하기 때문으로 판단한다.

<표 13> 기업집단 가족기업 여부와 재무성과

$$SAP = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 SME + \beta_3 MDE + \beta_4 MME + \beta_5 SGR + \beta_6 EMP + \beta_7 AGE + \beta_8 FTA + \beta_9 LEV + \sum_{j=10}^{31} \beta_j (IND_{j-9}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$ICP = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 SME + \beta_3 MDE + \beta_4 MME + \beta_5 SGR + \beta_6 EMP + \beta_7 AGE + \beta_8 FTA + \beta_9 LEV + \sum_{j=10}^{31} \beta_j (IND_{j-9}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$$ROA = \alpha_0 + \beta_1 FAM + \beta_2 SME + \beta_3 MDE + \beta_4 MME + \beta_5 SGR + \beta_6 EMP + \beta_7 AGE + \beta_8 FTA + \beta_9 LEV + \sum_{j=10}^{31} \beta_j (IND_{j-9}) + \sum_{t=2016}^{2023} \beta_t (YEA)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	SAP		ICP		ROA	
	기업규모	출자제한	기업규모	출자제한	기업규모	출자제한
상수	2.501	2.063	2.411	2.126	2.321	2.106
FAM	.243** (2.910)	.215** (2.576)	.301*** (3.595)	.267** (3.182)	.288*** (3.437)	.254** (3.041)
SME	.233** (2.778)	.232** (2.766)	.250** (2.983)	.249** (2.979)	.236** (2.812)	.235** (2.801)
MDE	.296*** (3.542)	.295*** (3.529)	.221** (2.637)	.220** (2.634)	.273** (3.255)	.272** (3.244)
MME	-.137 (-1.640)	-.136 (-1.625)	-.127 (-1.522)	-.126 (-1.511)	-.120 (-1.428)	-.119 (-1.415)
SGR	.207** (2.476)	.203** (2.425)	.221** (2.645)	.217** (2.596)	.281** (3.359)	.276*** (3.290)
EMP	.268** (3.203)	.220** (2.634)	.287*** (3.432)	.221** (2.649)	.212** (2.535)	.211** (2.522)
AGE	.010 (.123)	.011 (.135)	.025 (.295)	.023 (.271)	.018 (.221)	.019 (.234)
FTA	.219** (2.624)	.239** (2.856)	.219** (2.620)	.224** (2.687)	.217** (2.596)	.300*** (3.592)
LEV	-.208** (-2.489)	-.207** (-2.474)	-.231** (-2.755)	-.218** (-2.612)	-.222** (-2.658)	-.218** (-2.608)
IND	포함	포함	포함	포함	포함	포함
YEA	포함	포함	포함	포함	포함	포함
Adj R ²	.324	.336	.304	.326	.333	.334
F	7.286 (.000)	7.948 (.000)	7.408 (.000)	7.834 (.000)	7.446 (.000)	7.664 (.000)
표본수	6,538	6,538	6,529	6,529	6,526	6,526

주 1) 이 표는 <표 7> 기준시점(2016년), <표 8> 연구기간(2016년~2023년) 매출액 기준에 의한 기업규모가 종업원 1인당 매출액(SAP), 종업원 1인당 순이익(ICP), 총자산이익률(ROA)에 미치는 영향을 분석한 것임. 그리고 상호출자제한기업집단(SGR)은 총자산 10조 원 이상인 상호출자제한기업집단을 1, non-상호출자제한기업집단을 0으로 하는 더미변수를 사용해 소기업, 중기업, 중견기업 및 소기업, 중기업, 중견기업의 합을 분석한 것임.

2) 이 표는 기업집단(소기업, 중기업, 중견기업)에 따라 구분한 표본에 대해 (모형 1), (모형 2), (모형 3)을 추정된 결과임. () 안은 기업-연도 수준에서 군집된 표준오차(clustered standard error)로 추정된 t값임.

3) SAP: 종업원 1인당 매출액(억원)(log)(매출액/종업원 수), ICP: 종업원 1인당 순이익(억원)(log)(당기순이익/종업원 수), ROA: 총자산이익률(%)(당기순이익/총자산), FAM: 가족기업 여부(더미)(가족기업=1, 비가족기업=0), SME: 소기업(더미)(소기업: 1, 그 외: 0), MDE: 중기업(더미)(중기업: 1, 그 외: 0), MME: 중견기업(더미)(중견기업: 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), FTA: 가족기업의 총자산(억 원)(log), LEV: 부채비율(%)(총부채/총자산), IND: 업종(제조업(C) 등 22개 업종(더미변수), YEA: 2016년부터 2023년까지 해당연도(더미변수)

4) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 계수 값이 통계적으로 유의(양쪽)함을 나타냄.

넷째, 상호출자제한기업집단 여부와 종업원 수를 볼 때 종업원 100명 이상 가족기업의 경우 대리인 비용 등으로 자산의 효율적 사용의 이점이 감소되어(Kotey 2005), 그룹에 대한 통제권이 큰 계열사일수록 규모가 작은 집단보다 긍정적이지 않은 재무성과를 도출하고 있음을 알 수 있다. 종업원 수가 재무성과와 관련이 있다. 이는 환경변화에 따른 적절한 인사전략으로 수익성 제고 등 역동적 재무성과를 실현하지 못하면 재무성과가 낮아지는 경험을 할 수 있기 때문이다. 최근 경영환경이 매우 빠르게 변화해 종업원이 AI 등 4차산업혁명 관련 도구를 능숙하게 이용하지 못할 경우 조직에서 배제될 수 있으므로 탐구와 학습이 중요함을 시사한다. 부채비율은 타인자본에 의존하는 정도를 나타내고 재무구조의 안정성을 낮추므로 재무성과에 음(-)의 영향을 미친다. 자본조달 관점에서 재벌 기업집단 계열사들은 내부자본 시장이 있는 경우 자본조달의사결정에서 외부자금인 부채보다 내부자금인 자사의 현금흐름 또는 다른 계열사의 현금흐름을 선호한다. 기업집단은 각각 독립된 기업으로 기업 사이 현금흐름, 투자, 기업가치 등에 있어 상호 영향이 없어야 한다(Ushijima 2005; Boutin et al. 2013). 그러나 기업집단은 현금흐름, 투자, 기업가치 등이 연계된 내부자본시장이 형성되어 있다(문승진 외 2022). 내부자본시장을 통해 기업은 재무제약을 완화하고, 투자자금을 조달하여 과소투자문제를 완화하는 방식으로 투자효율성을 증진할 수 있다. 이는 내부자본시장에서 자금을 조달하여 과잉투자문제를 발생시키고 낮은 성과의 기업이나 사업을 지원하는 상호보조문제, 지대추구 등으로 자중손실을 유발할 수 있다(정민규 외 2024). 즉 기업은 내부자본시장, 외부자본시장에서 모두 자본조달이 가능하지만 자원배분 효율성의 강화 또는 대리인 문제와 정보비대칭성의 문제로 외부자본시장보다 내부자본시장을 더 선호할 수 있다(문승진 외 2022).

나. 가족기업에서 상호출자제한집단 여부와 재무성과

<표 14>에서 상호출자제한기업집단이 그렇지 않은 집단보다 재무성과가 더 높은 유의한 양(+)의 차이를 일관되게 체계적으로 미치고 있음을 밝혔다. 본 연구는 이에 더 나아가 가족기업에서 상호출자제한기업집단은 1, non-상호출자제한기업집단은 0의 더미변수를 활용하여 이들 집단이 각각 소기업, 중기업, 중견기업 등 기업규모별 차별적 재무성과 여부를 회귀분석하였다. 그 결과는 <표 14>와 같다.

첫째, 가족기업에서 상호출자제한기업집단은 1, non-상호출자제한기업집단은 0의 더미변수를 활용하여 이들 집단이 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 차별적인지 분석한 결과 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 차별적 재무성과를 일관되게 체계적으로 미치고 있음을 나타내었다.

둘째, 소기업, 중기업, 중견기업 등 3개 기업규모 집단에 따라 각각 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 유의한 차이를 나타내는지 더미변수를 적용하여 분석한 결과 소기업, 중기업 등 규모가 작은 집단은 재무성과에 유의한 양(+)의 차이를, 중견기업 등 규모가 큰 집단은 재무성과에 유의하지 않은 음(-)의 차이를 일관되게 체계적으로 미치고 있음을 발견하였다. 이는 <표 13>과 동일한 결과를 보였다.

<표 14> 가족기업에서 상호출자제한집단 여부와 재무성과

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

변수	SAP		ICP		ROA	
	기업규모	상호작용	기업규모	상호작용	기업규모	상호작용
상수	2.682	2.696	3.314	3.330	3.167	3.183
SGR	.205** (2.450)	.209** (2.501)	.219** (2.622)	.223** (2.671)	.279** (3.323)	.284** (3.393)
SME	.242** (2.882)	.243** (2.897)	.260** (3.103)	.261** (3.118)	.245** (2.927)	.246** (2.943)
MDE	.230** (2.744)	.232** (2.758)	.231** (2.761)	.233** (2.776)	.220** (2.634)	.221** (2.647)
MME	-.137 (-1.641)	-.138 (-1.656)	-.127 (-1.526)	-.128 (-1.538)	-.120 (-1.429)	-.121 (-1.442)
SGR×SME		.257** (3.142)		.277** (3.383)		.260** (3.192)
SGR×MDE		.245** (2.991)		.246** (3.009)		.236** (2.871)
SGR×MME		-.140 (-1.681)		-.130 (-1.560)		-.123 (-1.464)
EMP	.167* (1.997)	.168* (2.004)	.156* (1.859)	.157* (1.867)	.146* (1.743)	.145* (1.748)
AGE	.012 (.144)	.012 (.145)	.024 (.287)	.024 (.289)	.021 (.244)	.021 (.245)
FTA	.250** (2.980)	.252** (3.003)	.233** (2.793)	.235** (2.815)	.314** (3.743)	.316** (3.773)
LEV	-.215** (-2.579)	-.217** (-2.599)	-.228** (-2.721)	-.230** (-2.743)	-.227** (-2.718)	-.229** (-2.740)
IND	포함	포함	포함	포함	포함	포함
YEA	포함	포함	포함	포함	포함	포함
Adj R ²	.350	.353	.339	.342	.346	.350
F	8.277 (.000)	8.344 (.000)	8.159 (.000)	8.225 (.000)	7.983 (.000)	8.047 (.000)
표본수	3,801	3,801	3,795	3,795	3,786	3,786

주 1) 이 표는 <표 7> 기준시점(2016년), <표 8> 연구기간(2016년~2023년) 매출액 기준에 의한 가족기업의 규모(소기업, 중기업, 중견기업)가 종업원 1인당 매출액(SAP), 종업원 1인당 순이익(ICP), 총자산이익률(ROA)에 미치는 영향을 분석한 것임. 그리고 상호출자제한기업집단(SGR)은 총자산 10조 원 이상인 상호출자제한기업집단을 1, non-상호출자제한기업집단을 0으로 하는 더미변수를 사용해 가족기업의 소기업, 중기업, 중견기업의 합을 분석한 것임. 또한 상호출자제한기업집단(SGR)과 가족기업의 규모별(소기업, 중기업, 중견기업) 상호작용 효과를 분석하였음.

2) 이 표는 가족기업을 소기업, 중기업, 중견기업으로 구분한 표본에 대해 (모형 4), (모형 5), (모형 6)을 추정된 결과임. () 안은 기업-연도 수준에서 군집된 표준오차(clustered standard error)로 추정된 t값임.

3) SAP: 종업원 1인당 매출액(억원)(log)(매출액/종업원 수), ICP: 종업원 1인당 순이익(억원)(log)(당기순이익/종업원 수), ROA: 총자산이익률(당기순이익/총자산), SGR: 상호출자제한기업집단 여부(더미)(상호출자제한기업집단 소속 : 1, non-상호출자제한기업집단 소속 : 0), SME: 소기업(더미)(소기업: 1, 그 외: 0), MDE: 중기업(더미)(중기업: 1, 그 외: 0), MME: 중견기업(더미)(중견기업: 1, 그 외: 0), EMP: 가족기업의 종업원 수(명)(log), 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)

4) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 계수 값이 통계적으로 유의(양쪽)함을 나타냄.

셋째, 가족기업에서 상호출자제한기업집단은 1, non-상호출자제한기업집단은 0의 더미변수를 사용해 기업규모별 효과와 상호작용 효과를 분석하였다.

그 결과 소기업, 중기업 등 규모가 작은 집단은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 유의한 양(+)의 차이를, 중견기업 등 규모가 큰 집단은 재무성과에 유의하지 않은 음(-)의 차이를 일관되게 체계적으로 미치고 있음을 발견하였다. 그 차이는 상호작용 효과를 분석한 결과가 상호작용 효과를 분석하지 않을 때보다 유의적이지는 않으나 더 크게 나타났다.

본 연구의 분석 결과는 다음과 같은 시사점을 주고 있다. 첫째, 자산총액이 국내 총생산액(GDP)의 .5% 이상인 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 각종 규제를 더 많이 받음으로써 재무제약이 크나 상호출자제한기업집단이 자산의 효율적인 사용으로 차별적 재무성과를 도출하고 있음을 시사한다. 이는 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과가 차별적으로 우수함을 <표 14>가 보여주고 있다. 그러나 내부자본시장에서 지배주주가 기업집단 내에서 현금흐름을 장악하여 지배주주의 지분율이 높은 회사에 먼저 투자하도록 하는 터널링 행위는 유의하여야 한다. 지배주주의 소유권과 지배권의 차이에서 부의 이전을 통한 터널링의 유인이 가능하기 때문이다(Johnson et al. 2000; 문승진 외 2022). 둘째, 가족기업이 비가족기업보다 우월한 경영성과를 실현하더라도 기업규모가 클수록 가족경영자의 의사결정 유연성이 낮아져 재무성과 향상에 도움이 되지 않을 수 있다. 최근 4차산업혁명 관련 산업의 전방위 확산은 글로벌 경쟁력을 요하는 기업에 더 빠르고 유연한 의사결정이 중요하므로 가족경영자의 태도와 정신의 변화가 필요함을 시사하고 있다. 즉 규모의 경제를 활용하여 생산 비용을 절감하고 시장에서 경쟁력을 높이려면 가족기업이 글로벌 경쟁력을 갖추어야 한다. 가족경영자의 독단적 의사결정보다 전문경영인 등의 의견과 충지를 모아 의사결정을 함이 시행착오를 줄일 수 있다. 하지만 아직 우리나라는 가족경영자의 지배력이 크므로 기업집단의 자원과 부가 본인에게 유리하도록 이전하는 도덕적 해이와 그 유인으로 부터 자유로워지기 어렵다. 셋째, 소기업과 중기업은 혁신성과 유연성을 바탕으로 빠르게 변화하는 시장 환경에 적응하는 데 강점을 가진다. 그러나 업종의 특성이나 성격이 전통적인 산업을 바탕으로 한다면 혁신성과 유연성에 상당한 노력과 인내가 필요하다. 본 연구의 소기업과 중기업은 중견기업보다 재무성과가 우수해 내부 혁신으로 재무성과를 견인한다고 판단할 수 있다. 즉, 중견기업이 소기업과 중기업보다 일반적으로 더 큰 자본과 자원을 보유하고 있어 경제적 이점을 누릴 수 있으나 소기업과 중기업이 중견기업보다 빠른 의사결정을 요하는 최근의 경영환경을 살피볼 때 의사결정의 유연성이 더 우월해 기업가치에 보다 더 긍정적인 영향이 있음을 시사한다. 넷째, 종업원 수는 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 상호 보완성을 찾는다. 이는 성과급 등 보상으로 나타나므로 보상시스템의 선

진화도 필요하다. 따라서 기업집단 등 다양한 조직에서 운영되고 있는 인적자원 관리 프로세스가 성공하기 위해서는 조직문화를 이해하고 변화를 파악해야 한다.

다. COVID-19 전후 기간과 재무성과

COVID-19처럼 경제 전반에 충격이 발생하면 모든 경제주체에게 동일하게 작용하는 위험요소, 즉 모든 기업이 동시에 영향을 받는 체계적 위험에 노출된다. 체계적 위험은 시장의 변동성에 의한 위험으로 분산투자에 의해 제거될 수 없는 위험이다. 체계적 위험은 그룹 내 자원 공유에서 발생하는 파급 효과를 상당히 감소시킨다. 경제적으로는 신규 비즈니스 모델 창출, 생산성 향상을 줄이고, 환경적으로는 자원 관리, 지속가능경영에 애로를 준다. 경제 전반의 충격을 덜 받은 기업들은 다른 계열사 기업과 자원을 공유할 수 있으며, 이는 다각화 결과를 저해할 수 있다(Chakrabarti et al. 2007).

본 연구는 공정거래위원회가 지정한 기업집단의 연구표본 기업을 COVID-19 이전집단은 1, COVID-19 이후집단은 0의 더미변수를 활용하여 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 차별적인지 분석하였다. 그러나 COVID-19의 계수는 코로나의 효과와 시간의 변화 효과가 중첩된 구조적 한계가 있음을 밝힌다. 그리고 가족기업은 1, 비가족기업은 0의 더미변수를 활용하여 어느 집단이 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 차별적인지 분석하였다. 그 결과는 <표 15>와 같다.

첫째, COVID-19 이전집단은 1, COVID-19 이후집단은 0의 더미변수를 활용하여 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 차별적인지 분석한 결과 COVID-19 이후 기간인 2020년부터 2023년까지 집단이 COVID-19 이전 기간인 2016년부터 2019년까지 집단보다 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 더 우월적으로 차별적이었다. COVID-19가 경제 전반에 미친 체계적 위험의 충격이 있으나 COVID-19 이후집단이 COVID-19 이전집단보다 재무성과에 더 차별적 우월성을 나타내었다.

둘째, 가족기업은 1, 비가족기업은 0의 더미변수를 활용하여 어느 집단이 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 차별적인지 분석한 결과 가족기업이 비가족기업보다 재무성과에 더 차별적 우월성을 나타내었다.

셋째, 소기업, 중기업, 중견기업 등 기업규모별 차별적 재무성과 여부를 분석한 결과 소기업, 중기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과가 일관되게 체계적으로 유의한 양(+)의 차이를 나타내었다. 하지만, 중견기업은 소기업, 중기업과 달리 재무성과에 일관되게 체계적으로 유의하지 않은 음(-)의 차이를 나타내었다. 즉 기업규모에 따라 재무성과에 나타나는 차이는 소기업, 중기업 등 규모가 적은 그룹은 재무성과에 유의한 양(+)의 차이를, 중견기업 등 규모가 큰 그룹은 재무성과에 유의하지 않은 음(-)의 차이를 일관되게 체계적으로 미치고 있었다.

<표 15> 기업집단 가족기업의 COVID-19 전후 기간과 재무성과

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

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

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

변수	SAP		ICP		ROA	
	전체기업	가족기업	전체기업	가족기업	전체기업	가족기업
상수	2.375		2.559	2.110	2.465	2.175
FAM		.209** (2.189)		.259** (2.705)		.247** (2.586)
CVD	-.155* (-1.844)	-.162* (-1.933)	-.164* (-1.960)	-.185** (-2.216)	-.153* (-1.827)	-.173* (-2.064)
SME	.254** (3.045)	.274** (3.288)	.276** (3.306)	.299** (3.570)	.206** (2.467)	.222** (2.664)
MDE	.233** (2.784)	.252** (3.007)	.171* (2.049)	.185** (2.212)	.183** (2.190)	.198** (2.364)
MME	-.101 (-1.205)	-.105 (-1.255)	-.093 (-1.118)	-.097 (-1.165)	-.088 (-1.049)	-.092 (-1.092)
SGR	.188** (2.243)	.196** (2.336)	.201** (2.396)	.209** (2.496)	.255** (3.047)	.266*** (3.174)
EMP	.175* (2.096)	.176* (2.107)	.183** (2.184)	.222** (2.658)	.184** (2.198)	.239** (2.847)
AGE	.015 (.184)	.016 (.194)	.009 (.102)	.010 (.114)	.020 (.245)	.018 (.228)
FTA	.181** (2.152)	.249** (2.978)	.182** (2.171)	.198** (2.370)	.182** (2.178)	.186** (2.222)
LEV	-.185** (-2.204)	-.182** (-2.163)	-.173* (-2.063)	-.171* (-2.052)	-.191** (-2.286)	-.182** (-2.165)
IND	포함	포함	포함	포함	포함	포함
Adj R ²	.315	.315	.307	.318	.290	.309
F	7.054 (.000)	7.261 (.000)	6.903 (.000)	7.529 (.000)	7.019 (.000)	7.422 (.000)
표본수	6,538	3,801	6,529	3,793	6,526	3,789

주 1) 이 표는 <표 7> 기준시점(2016년), <표 8> 연구기간(2016년~2023년) 매출액 기준에 의한 기업의 규모(소기업, 중기업, 중견기업)가 종업원 1인당 매출액(SAP), 종업원 1인당 순이익(ICP), 총자산이익률(ROA)에 미치는 영향을 COVID-19 전후 기간으로 분석한 것임. 그리고 상호출자제한기업집단(SGR)은 총자산 10조 원 이상인 상호출자제한기업집단을 1, non-상호출자제한기업집단을 0으로 하는 더미변수를 사용해 소기업, 중기업, 중견기업의 합을 분석한 것임. 또한 COVID-19 전후 기간 사이 가족기업의 종업원 1인당 매출액(SAP), 종업원 1인당 순이익(ICP), 총자산이익률(ROA)에 미치는 영향을 분석한 것임. 전체기업은 가족기업과 비가족기업, 즉 모든 표본이며, 가족기업은 가족기업 표본이므로 표본 수에 차이가 있음.

2) 이 표는 기업집단(소기업, 중기업, 중견기업)에 따라 구분한 표본에 대해 (모형 7), (모형 8), (모형 9)를 추정한 결과임. () 안은 기업-연도 수준에서 군집된 표준오차(clustered standard error)로 추정된 t값임.

3) SAP: 종업원 1인당 매출액(억원)(log)(매출액/종업원 수), ICP: 종업원 1인당 순이익(억원)(log)(당기순이익/종업원 수), ROA: 총자산이익률(%)(당기순이익/총자산), FAM: 가족기업 여부(더미)(가족기업=1, 비가족기업=0), CVD: COVID-19 전후기간(더미)(COVID-19 이전기간(2016~2019년): 1, COVID-19 이후기간(2020~2023년): 0), SME: 소기업(더미)(소기업: 1, 그 외: 0), MDE: 중기업(더미)(중기업: 1, 그 외: 0), MME: 중견기업(더미)(중견기업: 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), FTA: 가족기업의 총자산(억 원)(log), LEV: 부채비율(%)(총부채/총자산), IND: 업종(제조업(C) 등 22개 업종)(더미변수), YEA: 2016년부터 2023년까지 해당연도(더미변수)

4) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 계수 값이 통계적으로 유의(양쪽)함을 나타냄.

넷째, 상호출자제한기업집단은 1, non-상호출자제한기업집단은 0의 더미변수를 활용하여 어느 집단이 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 차별적인지 분석한 결과 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 재무성과에 더 차별적 우월성을 나타내었다.

다섯째, COVID-19 이전집단은 1, COVID-19 이후집단은 0의 더미변수, 가족기업은 1, 비가족기업은 0의 더미변수를 활용하여 어느 집단이 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 차별적인지 분석한 결과 COVID-19 이후집단, 가족기업이 재무성과에 더 우월적으로 차별적이었다. 그리고 소기업, 중기업은 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과가 일관되게 체계적으로 유의한 양(+)의 차이를 나타내었고 가족기업 여부의 더미변수를 도입한 이후 재무성과에 더 우월한 차이를 보여주었다.

본 연구의 분석 결과는 다음과 같은 시사점을 주고 있다. 첫째, 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 해외시장 진입 방법이라고 할 수 있다(Cerrato and Piva 2012). 이러한 전략이 재무성과 향상에 유효하다. 둘째, 기업규모에 따라 재무성과에 나타나는 차이가 소기업, 중기업 등 규모가 적은 그룹은 재무성과에 유의한 양(+)의 차이를, 중견기업 등 규모가 큰 그룹은 재무성과에 유의한 음(-)의 차이를 일관되게 체계적으로 미치고 있음은 비공식시스템의 이점이 대규모 가족기업에서는 지속가능하지 않으며, 대규모 가족기업은 종업원 성과 관리를 개선하므로 혜택을 볼 수 있다고 한다(Kotey 2005). Stein(1997), 문승진 외(2022)는 다각화기업이나 기업집단을 관리하는 본부가 외부투자자에 비해 정보 이점을 활용하여 가치를 극대화하고 최대한 자원을 활용하면 내부자본시장의 효율성을 높이는 효과가 있다고 주장하였다. 우리나라 기업집단은 규모가 큰 경우에는 타계열사의 현금흐름에 영향을 받고, 규모가 작은 경우에는 자사 현금흐름에 영향을 받는다(문승진·김병곤 2023). 기업규모가 가족통제와 레버리지 의사결정 사이 조절효과가 있다(문승진·김병곤 2024). 이는 우리나라 기업집단 가족기업이 규모에 영향을 받는다는 의미이다.

V. 결 론

본 연구의 목적은 공정거래위원회가 지정한 기업집단의 소속회사 연구표본을 소기업, 중기업, 중견기업 등으로 분류하고 규모별 재무성과를 분석하는 데 있다. COVID-19 이전집단은 1, COVID-19 이후집단은 0의 더미변수를, 가족기업은 1, 비가족기업은 0의 더미변수를 활용하여 어느 집단이 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 차별적인지 분석하였다. 본 연구기간 2016년부터 2023년까지 8년 사이 가족기업 연구표본 3,801개(기업-연도), 비가족기업 2,737개(기업-연도), 합계 6,538개를 추출하였다. 본 연구의 가족기업 총 표본 수 3,801개를 상호출자제한기업집단 2,875개와 non-상호출자제한기업집단 926개로 양분하였고, 비가족기업 총 표본 수 2,737개를 상호출자제한기업집단 1,874개와 non-상호출자제한기업집단 863개로 양분하였다. 전체 공시대상기업집단의 표본 수 6,538개는 상호출자제한기업집단의 표본 수 4,749개, non-상호출자제한기업집단의 표본 수 1,789개로 양분하였다. 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 사용한다. 이를 시계열 회귀분석하였다. 회귀분석 이전에 상관분석을 한 결과 대기업 변수의 VIF값에서 다중공선성이 나타나는 현상을 보여 대기업 변수를 탈락시킴으로써 회귀모델이 안정되었다. 본 연구 결과는 다음과 같다.

첫째, 가족기업이 비가족기업보다 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과가 더 높은 유의한 양(+)의 차이를 일관되게 체계적으로 미치고 있음을 밝혔다. 가족기업은 1, 비가족기업은 0의 더미변수를, 상호출자제한기업집단은 1, non-상호출자제한기업집단은 0의 더미변수를 활용하여 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 차별적인지 분석한 결과 가족기업이고 상호출자제한기업집단이 그렇지 않은 집단보다 재무성과가 더 높은 유의한 양(+)의 차이를 일관되게 체계적으로 미치고 있음을 밝혔다.

둘째, 기업규모를 소기업, 중기업, 중견기업 등 3개 집단으로 분류하고 기업규모에 따라 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 유의한 차이를 나타내는지 더미변수를 적용하여 분석한 결과 소기업, 중기업 등 규모가 적은 집단은 재무성과에 유의한 양(+)의 차이를, 중견기업 등 규모가 큰 집단은 재무성과에 유의하지 않음(-)의 차이를 일관되게 체계적으로 미치고 있음을 발견하였다.

셋째, 가족기업에서 상호출자제한기업집단은 1, non-상호출자제한기업집단은 0의 더미변수를 활용하여 이들 집단이 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 차별적인지 분석한 결과 상호출자제한기업집단이 non-상호출자제한기업집단보다 차별적 재무성과를 일관되게 체계적으로 미치고 있음을 나타내었다.

넷째, 가족기업의 규모를 소기업, 중기업, 중견기업 등 3개 집단으로 분류하고 기업규모에

따라 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 유의한 차이를 나타내는지 더미변수를 적용하여 분석한 결과 소기업, 중기업 등 규모가 적은 집단은 재무성과에 유의한 양(+)의 차이를, 중견기업 등 규모가 큰 집단은 재무성과에 유의하지 않은 음(-)의 차이를 일관되게 체계적으로 미치고 있음을 발견하였다.

다섯째, COVID-19 이전집단은 1, COVID-19 이후집단은 0의 더미변수를 활용하여 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 차별적인지 분석한 결과 COVID-19 이후 기간인 2020년부터 2023년까지 집단이 COVID-19 이전 기간인 2016년부터 2019년까지 집단보다 종업원 1인당 매출액, 종업원 1인당 순이익, 총자산이익률(ROA) 등 재무성과에 더 우월적으로 차별적이었다.

연구의 한계는 다음과 같다. 첫째, COVID-19 이전기간과 COVID-19 이후기간의 분석이 경제적 상황, 사회적 현상 등 환경과 조건이 상이하므로 각 변수의 적용과 표준화를 하기 어렵다. 그리고 COVID-19의 계수는 코로나의 효과와 시간의 변화 효과가 중첩된 구조적 한계가 있다. 둘째, 기업집단 가족기업에 대한 재무성과뿐만 아니라 기업가치를 분석하고, 비재무성과를 다루는 폭넓은 연구가 필요하다. 셋째, 가족기업을 가족 지향성과 기업 지향성으로 양분해 차별성이 있음을 밝히는 것(Leenders and Waarts, 2003)도 유용하다. 향후 연구는 기업집단 가족기업의 재무성과와 비재무성과의 차별성에 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.

“본 논문은 사단법인 가족기업학회 연구윤리규정을 준수하였음을 확인함.”

참고문헌

- 강원철·고성수. 2015. “기업부동산이 기업가치에 미치는 영향”. 『상업교육연구』, 제29권 제호 : 191-214.
- 강형철. 2014. “기업집단에서 지배주주 가족에 의한 경영과 기업성과”. 『재무연구』, 제27권 제1호 : 141-176.
- 강형철·변희섭. 2019. “가족기업의 친족등용에 관한 연구”. 『보험금융연구』, 제30권 제3호 : 71-108. DOI: 10.23842/jif.2019.30.3.003
- 공정거래위원회. 2023. 『공정거래백서』.
- 김기영·이용환. 2024. “지배구조가 대주주 지분율과 기업가치 관계에 미치는 조절효과”. 『전산회계연구』, 제22권 제1호 : 91-114. DOI: 10.32956/kaoca.2024.22.1.91
- 김병구·윤병섭. 2016. “기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향: 유가증권시장 상장기업”. 『재무관리연구』, 제33권 제2호 : 29-60.
- 김성민·이광민·홍재범. 2014. “대규모 기업집단 소속여부가 계열기업의 수익성에 미치는 효과분석: 2002-2007년”. 『Journal of The Korean Data Analysis Society』, 제16권 제2호 : 847-856. UCI : G704-000930.2014.16.2.009
- 김윤경. 2020. “기업 비재무정보(ESG) 공시가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향”. 『규제연구』, 제29권 제1호 : 35-59. DOI: 10.22954/ksrs.2020.29.1.002
- 김정향·윤병섭. 2024. “정부주도형 벤처캐피탈 투자기업의 보증연계 후속투자 증대효과 분석”. 『중소기업금융연구』, 제44권 제1호 : 51-96. DOI: 10.33219/jsmef.2024.44.1.004
- 김지홍·윤동영. 2023. “대규모 기업집단 지정제도의 문제점과 개선방안에 관한 소고”. 『경쟁법연구』, 제48호 : 271-299. DOI: 10.35770/jkcl.2023.48..271
- 김희은·안혜성·임미희·심명화. 2023. “가족기업의 대리인 문제와 ESG 효과”. 『재무관리연구』, 제40권 제2호 : 169-188. DOI: 10.22510/kjofm.2023.40.2.006
- 남영호·문성주. 2007. “가족기업의 성과에 관한 연구 : 코스닥 등록기업을 중심으로”. 『중소기업연구』, 제29권 제1호 : 21-48. UCI : G704-SER000001590.2007.29.1.007
- 류진아·박선현·이동기. 2021. “가족기업의 신임 최고경영자 공시에 대한 주식시장의 반응”. 『경영학연구』, 제50권 제4호 : 981-1009. DOI: 10.17287/kmr.2021.50.4.981
- 문승진·김병곤. 2023. “한국 재벌 기업집단의 내부자본시장과 투자-현금흐름민감도”. 『금융공학연구』, 제22권 제1호 : 19-47. DOI: 10.35527/kfedoi.2023.22.1.002
- 문승진·김병곤. 2024. “한국기업의 가족통제와 레버리지 의사결정: 기업규모의 조절효과 검증”. 『경영연구』, 제39권 제4호 : 65-79. DOI: 10.22903/jbr.2024.39.4.65
- 문승진·정민규·김병곤. 2022. “한국 재벌 기업집단의 내부자본시장과 지배주주의 터널링”. 『금융공학연구』, 제21권 제3호 : 87-107. DOI: 10.35527/kfedoi.2022.21.3.004
- 박원. 2022. “기업규모에 따른 ESG 평가등급이 신용등급 혹은 타인자본비용에 미치는 영

가족기업연구 제5권 제1호

- 향”. 「중소기업금융연구」, 제42권 제4호 : 45-68. DOI: 10.33219/jsmf.2022.42.4.002
- 박재환·성낙필. 2012. “대규모집단, 비대기업집단 가족기업 및 기타기업간의 영업위험의 차이에 대한 연구”. 「세무와회계저널」, 제13권 제4호 : 9-31.
- 박종해·정대성. 2018. “운전자본 구성요소가 기업수익성과 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구”. 「금융공학연구」, 제17권 제2호 : 171-191. DOI: 10.35527/kfedoi.2018.17.2.007
- 박진혁·이장우. 2022. “ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구: 기업의 지배구조 특성을 중심으로”. 「재무관리연구」, 제39권 제2호 : 147-184. DOI: 10.22510/kjofm.2022.39.2.006
- 유정민·김수인·윤대회. 2018. “가족 기업과 비가족 기업의 기업 불투명성 차이와 투자 및 경영성과의 연관성에 관한 연구”. 「회계학연구」, 제43권 제3호 : 735-79. DOI: 10.24056/KAR.2018.03.003
- 이미영·이덕훈. 2018. “가업승계기업의 장기성과에 관한 실증연구”. 「상업교육연구」, 제32권 제3호 : 93-121. DOI: 10.34274/krabe.2018.32.3.005
- 이원흠. 2006. “대주주 소유구조 및 연계거래 여부가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구”. 「재무관리연구」, 제23권 제1호 : 69-100. UCI : G704-001200.2006.23.1.008
- 이윤경. 2015. “소유지배피리도가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향”. 「기업경영연구」, 제22권 제6호 : 87-103. UCI : G704-002085.2015.22.6.003
- 임진혁·이장희. 2016. “가족기업 후계자의 사회적 자본과 인적 자본이 승계태도와의 관계에서 승계자기효능감의 매개효과”. 「산업경제연구」, 제29권 제6호 : 2581-2606. DOI: 10.22558/jieb.2016.12.29.6.2581
- 장현수. 2021. “기업 업력구분에 따른 신용보증 지원효과 분석”. 「중소기업금융연구」, 제41권 제2호 : 25-50. DOI: 10.33219/jsmf.2021.41.2.002
- 전덕영. 2023. “유가증권시장 가족기업의 ESG성과와 기업특성이 기업가치에 미치는 영향”. 「가족기업연구」, 제2권 제2호 : 45-77. DOI: 10.23204/KFBR.02.02.03
- 전덕영. 2024. “유가증권 상장기업의 특성이 ESG성과에 미치는 영향: 가족기업을 중심으로”. 「기업경영연구」, 제31권 제3호 : 27-56. DOI: 10.21052/KCMR.2024.31.3.27
- 전덕영·윤병섭. 2020. “소상공인 보증지원이 일자리창출에 미치는 영향”. 「중소기업금융연구」, 제40권 제4호 : 31-66. DOI: 10.33219/jsmf.2020.40.4.002
- 정민규·문승진·김병근. 2024. “한국 재벌기업집단의 내부자본시장과 자본조달순위이론”. 「금융공학연구」, 제23권 제1호 : 49-67. DOI: 10.35527/kfedoi.2024.23.1.003
- 최향미·임병권. 2024. “중소기업의 경영형태 및 가업승계에 따른 재무 성과 분석”. 「중소기업금융연구」, 제44권 제2호 : 3-29. DOI: 10.33219/jsmf.2024.44.2.002
- 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) : 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) : 1301-1328. DOI: 10.1111/1540-6261.00567
- Anderson, R., D. Reeb and W. Zhao. 2012. "Family-Controlled Firms and Informed Trading: Evidence from Short Sales". *Journal of Finance* 67 (1) : 351-385. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2011.01714.x
- 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) : 122-145. DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.02.003
- Burkart, M., F. Panunzi and A. Shleifer. 2003. "Family Firms". *Journal of Finance* 58 (5) : 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 : 617-644. DOI: 10.1007/s10997-010-9166-x
- Chakrabarti, A., K. Singh, and I. Mahmood. 2007. "Diversification and Performance: Evidence from East Asian Firms". *Strategic management journal* 28 (2) : 101-120.
- Davidson, W. N. and D. Dutia. 1991. "Debt, Equity and Profitability Problems of Small Firms". *Entrepreneurship Theory and Practice* 16 (19) : 53-64.
- Davis, J., D. Schoorman and L. Donaldson. 1997. "Toward a Stewardship Theory of Management". *Academy of Management Review* 22 (1) : 20-47. DOI: 10.5465/amr.1997.9707180258
- Gallo, M. A. and A. Vilaseca. 1996. "Finance in Family Business". *Family business review* 9 (4) : 387-401. DOI: 10.1111/j.1741-6248.1996.00387.x
- 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) : 48-54. DOI: 10.1108/09555340310455191
- James, H. 1999. "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm". *International Journal of the Economics of Business* 6 (1) : 41-56. DOI: 10.1080/13571519984304
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 2000. "Tunneling". *American Economic Review* 90 (2) : 22-27. DOI: 10.1257/aer.90.2.22
- Kandel, E. and E. Lazear. 1992. "Peer Pressure and Partnerships". *Journal of Political Economy* 100 (4) : 801-817. DOI: 10.1086/261840
- 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) : 394-421. DOI: 10.1108/13552550510625168
- Leenders, M. and E. Waarts. 2003. "Competitiveness and Evolution of Family Businesses: The Role of Family and Business Orientation". *European Management Journal* 21 (6) : 686-697. DOI: 10.1016/j.emj.2003.09.012
- 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 : 154-170.
- Perez-Gonzalez, F. 2006. "Inherited Control and Firm Performance". *American Economic Review* 96 (5) : 1559-1588. DOI: 10.1257/air.96.5.1559
- Schulze, W., M. Lubatkin, R. Dino and A. Buchholtz. 2001. "Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence". *Organizational Science* 12 (2) : 99-116. DOI: 10.1287/orsc.12.2.99.10114
- Schulze, W., M. Lubatkin and R. Dino. 2003. "Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms". *Journal of Business Venturing* 18 (4) : 473-490. DOI: 10.1016/S0883-9026(03)00054-5
- 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) : 723-745. DOI: 10.1016/j.lrp.2015.12.012
- Shleifer, A. and R. W. Vishny. 1986. "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy* 94 (3, Part 1) : 461-488. DOI: 10.1086/261385
- Shleifer, A. and R. W. Vishny. 1997. "A Survey of Corporate Governance". *Journal of Finance* 52 (2) : 737-783. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x
- Stein, J. C. 1997. "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources". *Journal of Finance* 52 (1) : 111-133. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb03810.x
- Stein, J. C. 1988. "Takeover Threats and Managerial Myopia". *Journal of Political Economy* 96 (1) : 61-80. DOI: 10.1086/261524
- Stein, J. C. 1989. "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior". *Quarterly Journal of Economics* 104 (4) : 655-669. DOI: 10.2307/2937861
- 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) : 366-385. DOI: 10.1016/j.jjie.2003.12.004
- Villalonga, B. and R. Amit. 2006. "How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value?". *Journal of Financial Economics* 80 (2) : 385-417. DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.12.005
- Westhead, P. and M. Cowling. 1998. "Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink". *Entrepreneurship Theory and Practice* 23 (1) : 31-56.

Financial Performance by Firm Size: A Comparative Analysis of Family and Non-Family Firms

Jeon, Deok-Young* · Yoon, Byung-Seop**

— <Abstract> —

[Purpose] The purpose of this study is to analyze whether there is a difference in financial performance by company size such as small businesses, medium-sized enterprises and mid-sized enterprises, between family and non-family businesses.

[Design/Methodology] The study sample was a time series multiple regression analysis of 3,801(company-year) family business research samples and 2,737(company-year) non-family business research samples from companies belonging to business groups designated by the Fair Trade Commission from 2016 to 2023. The results of this study are as follows.

[Findings] First, it was revealed that family business consistently and systematically showed significant positive(+) differences in financial performance, such as sales per employee, net income per employee, and total return on assets(ROA) than non-family business. It supports the positive theory rather than the negative theory that family business reduce corporate value, such as causing agent problems. Second, it was consistently and systematically observed that, when compared to non-restricted corporate groups, corporate groups subject to cross-shareholding restrictions exhibited a significantly positive(+) difference in financial performance among smaller groups such as small and medium-sized enterprises. Conversely, they displayed a **non-significantly** negative(-) difference in financial performance among larger groups such as mid-sized corporations. Third, there is a significant positive(+) difference in financial performance after COVID-19 than before COVID-19, and a significant positive(+) difference after COVID-19 is consistently systematic for small and medium-sized enterprises.

[Research implications] This is meaningful in providing a basis for preparing a plan to improve financial performance. In the future, if more in-depth research continues to reveal significant differences between the financial and non-financial performances of family business and non-family business of business groups, it will be helpful for academic and practical development.

<Key Words> Family Business, Firm Size, Sales Amount per Employee, Net Income per Employee, ROA

* Ph.D., Senior Expert Fellow, Seoul Credit Guarantee Foundation(ijjdddyyy@hanmail.net, First Author)

** Former Professor, Seoul Venture University(yoontax@naver.com, Corresponding Author)