

한국 상장 가족기업의 담보여력과 무형자산 비중 분석

민선정* · 김주희** · 양시현***

<요약>

[연구목적] 본 연구는 행동대리인 이론과 사회정서적 부 관점에서 가족기업의 소유특성과 자산 구조의 관계를 분석한다. 구체적으로 가족기업이 비가족기업보다 높은 담보여력과 낮은 무형자산 비중을 보이는지 검토한다. 이를 통해 가족기업의 자산구조가 가족소유, 통제권 유지, 장기지향성 및 담보 기반 자금조달과 연결되는지를 확인하고, 수도권과 비수도권 구분을 통해 지역경제 환경에 따른 차이를 보조적으로 검토한다.

[연구방법] 2011년부터 2024년까지의 KOSPI 및 KOSDAQ 상장기업 자료와 KOSIS 시도별 기업 생멸통계를 결합하여 기업-지역-연도 패널을 구축하였다. 가족기업은 기준연도 가족지분을 30% 이상으로 정의하고, 40%와 50% 기준으로 강건성을 검정하였다. 종속변수는 담보여력과 무형자산 비중이며, 산업 및 연도 고정효과를 포함한 합동 패널 회귀모형을 사용하였다. 표준오차는 시도 수준에서 군집화하였다.

[연구결과] 가족기업은 비가족기업보다 담보여력이 유의하게 높았으며, 가족지분을 기준을 달리 해도 결과는 유지되었다. 무형자산 비중은 30%와 40% 기준에서 유의하게 낮았으나, 50% 기준에서는 유의하지 않았다. 비수도권 기업은 수도권 기업보다 담보여력이 높았지만, 가족기업×비수도권 상호작용항은 두 모형 모두에서 유의하지 않았다. 이는 가족기업의 담보여력 우위는 확인되지만, 비수도권에서 가족기업 효과가 추가로 강화된다는 증거는 제한적임을 의미한다.

[연구의 시사점] 본 연구는 가족기업의 자산구조 이질성이 무형자산 비중보다 담보여력에서 더 뚜렷하게 나타남을 보여준다. 이는 가족기업이 통제권 유지, 장기지향성 및 담보 기반 자금조달과 연결된 유형자산 중심의 자산구조를 형성할 가능성을 시사한다. 지방 가족기업의 지역경제적 역할은 고용, 투자, 지역조달 및 공급망 관계를 포함한 후속 연구에서 검증할 필요가 있다.

<주제어> 가족기업, 사회정서적 부, 담보여력, 무형자산 비중, 비수도권

논문투고일 : 2026. 6. 10. 1차 수정일 : 2026. 6. 17. 게재확정일 : 2026. 6. 26.

* 아주대학교, 경영학박사, 제1저자 (esjaymin@ajou.ac.kr)

** 아주대학교, 경영학박사, 교신저자 (skylar@ajou.ac.kr)

*** 아주대학교, 경영학박사과정, 공동저자 (neoyang@ajou.ac.kr)

I. 서론

최근 한국의 지역경제 논의에서는 수도권 인구집중과 비수도권의 지속 가능성이 중요한 배경으로 제기되고 있다. 정부 지표누리의 인구지표에 따르면 2025년 수도권 인구는 26,347천 명으로 전국 인구의 51.0%를 차지한다(지표누리 2025). 한국고용정보원의 지방소멸 위험지수에 따르면 2024년 3월 기준 전국 228개 기초자치단체 가운데 130곳이 소멸위험지역으로 분류되었다(이상호 2024). 이러한 수치는 지역경제의 지속 가능성이 인구구조의 변화와 밀접하게 연결되어 있음을 보여준다. 그러나 지역경제의 유지와 회복 가능성은 인구구조뿐만 아니라 지역 내 생산기반과 기업활동의 지속성에 의해서도 영향을 받을 수 있다. 특히 비수도권에 장기간 소재한 가족기업은 생산시설과 지역 거래관계가 누적될 가능성이 있는 기업군이라는 점에서 지역경제 연구의 주요 분석대상이 될 수 있을 것이다.

지역에 장기간 소재한 기업은 지역의 생산활동과 자원 흐름을 매개하는 조직으로 이해될 수 있다. 선도기업과 중소기업의 거래 네트워크는 지역기업의 생산성과 수익성 차이를 설명하는 구조로 제시되어 왔다(홍장표·송영조 2016). 기업 간 거래자료를 활용한 제조업 생태계 분석에서도 중심기업과 협력기업으로 구성된 산업 클러스터가 생산 및 고용 유발효과와 연결될 수 있음이 확인되었다(정재현 2019). 또한 관계금융 연구는 은행과 기업의 지속적 거래관계가 중소기업의 대출조건과 연결될 수 있음을 제시한다(Suh and Wi 2017). 따라서 지역 내 기업활동은 개별 기업의 입지 정보만으로 파악하기 어렵다. 가족기업은 세대 간 승계와 장기적 통제권 유지를 중시하기 때문에 특정 지역에 축적된 생산시설과 거래관계를 지속할 유인이 상대적으로 클 수 있다. 따라서 가족기업의 지역경제적 의미는 본사 소재지나 고용 규모보다 생산기반과 자금조달 가능성을 반영하는 자산 구조를 통해 검토할 필요가 있다.

가족기업의 경제적 의미는 해외 연구와 정책문헌에서도 중요하게 다루어져 왔다. 유럽연합 전문가그룹 보고서는 가족기업이 유럽 기업의 약 70%에서 80%를 차지하며 고용의 약 40%에서 50%를 담당한다고 제시하였다(European Commission 2009). 또한 가족소유 기업이 세계 GDP의 70% 이상과 세계 고용의 약 60%를 차지한다고 보고하였다(McKinsey 2023). 이러한 수치는 가족기업이 경제활동의 중요한 조직형태임을 의미한다. 선행연구에서는 가족기업이 통제권, 명성, 정체성, 세대 간 승계와 같은 사회정서적 부를 중시한다고 설명한다(Gómez-Mejía et al. 2007). 또한 가족소유는 기업가치와 지배구조의 차이를 설명하는 주요 요인으로 검토되어 왔다(Anderson and Reeb 2003; Villalonga and Amit 2006). 이후 연구는 가족기업의 혁신투입과 혁신성과의 관계로 논의를 확장하였다(Duran et al. 2016). 지역발전 연구는 가족기업의 지역 내재성이 지역 생산구조와 사회자본 형성에 영향을 줄 수 있음을 제시한다(Basco 2015; 2024).

그러나 가족기업의 지역경제적 의미를 담보여력과 무형자산 비중과 같은 자산구조 관점에서 검토한 실증연구는 제한적이다. 기존 연구는 가족기업의 성과, 지배구조, 자본구조, 혁

신행동을 중심으로 논의를 발전시켜 왔다. 그러나 가족기업이 생산기반으로서의 유형자산과 성장자원으로서의 무형자산을 어떻게 구성하는지에 대한 실증적 설명은 충분하지 않다. 또한 지역발전 연구는 가족기업의 지역 내재성을 강조해 왔지만, 가족기업 효과와 비수도권 지역효과를 구분하여 분석한 연구는 제한적이다. 따라서 한국 가족기업의 지역경제적 의미는 담보여력과 무형자산 비중을 중심으로 검토할 필요가 있을 것이다.

이에 본 연구는 다음과 같은 연구 질문을 제시한다. RQ1. 가족기업의 소유특성은 기업의 담보여력 및 무형자산 비중과 어떠한 관련을 갖는가? RQ2. 수도권과 비수도권의 지역경제 환경은 가족기업의 자산구조와 어떠한 방식으로 연결되는가? 이러한 연구 질문을 검증하기 위하여 본 연구는 2011~2024년 한국 KOSPI 및 KOSDAQ 상장기업 자료와 시도별 기업생멸 통계를 결합하여 가족기업의 자산구조 이질성을 분석한다. 본 연구는 가족기업 효과와 지역 효과를 분리하여 검증함으로써, 한국 가족기업의 자산구조가 전국적 지배구조 특성인지, 비수도권 지역환경과 결합된 특성인지 밝히고자 한다.

II. 이론적 배경과 가설

1. 가족기업의 의의와 특성

가족기업은 창업자 또는 지배주주 일가가 기업의 소유와 통제에 지속적으로 관여하고, 그 영향력이 기업의 목표와 전략적 선택에 반영되는 기업을 의미한다. 가족기업의 정의는 연구 목적에 따라 다소 차이가 있으나, 핵심은 가족이 지분 보유와 통제력을 바탕으로 기업의 장기적 방향성에 영향을 미친다는 점에 있다. 따라서 가족기업은 가족 구성원의 경영 참여 여부만으로 판단하기보다, 가족의 소유권과 통제력이 기업의 의사결정에 어떻게 작용하는지를 함께 고려하여 이해할 필요가 있다(Chua et al. 1999; Astrachan et al. 2002).

상장기업을 대상으로 한 가족기업 연구에서는 가족소유, 가족통제, 가족경영의 구분이 중요하다. 가족소유는 지배가족이 기업의 지분과 의결권을 보유하는 상태를 의미하고, 가족통제는 지배가족의 영향력이 기업의 전략적 의사결정에 반영되는 상태를 의미한다. 가족경영은 가족 구성원이 최고경영자 또는 주요 경영진으로 직접 참여하는 경우를 뜻한다. 상장기업은 외부 주주, 공시제도, 이사회 감시와 같은 제도적 압력을 받지만, 지배가족이 충분한 소유권과 통제력을 보유한 경우 가족의 영향력은 기업의 핵심 의사결정에 지속적으로 반영될 수 있다(Anderson and Reeb 2003; Villalonga and Amit 2006).

가족기업의 특성은 장기적 관점에서 통제권을 유지하고 가족 정체성과 명성을 보존하며 세대 간 승계를 지향하는 데서 나타난다. 가족기업은 기업을 가족의 정체성과 평판이 결합된 대상으로 인식하기 때문에 단기 성과와 함께 장기 생존과 지배력의 지속성을 고려할 가능성이 높다. 이러한 특성은 의사결정의 속도를 높이고 소유자와 경영자 사이의 대리인 문

제를 완화하는 데 기여할 수 있다. 그러나 가족 통제권의 유지가 중요한 목표가 될 경우 외부자본 유입과 지분 희석을 수반하는 의사결정에는 신중하게 반응할 가능성이 있다 (Gómez-Mejía et al. 2007; Miller et al. 2007).

선행연구에서도 가족기업은 최대주주 또는 지배가족의 소유와 경영 참여를 중심으로 정의되어 왔으며, 가족기업과 비가족기업의 성과, 지배구조, 사회적 책임 및 장기지향성의 차이가 검토되어 왔다. 이러한 연구들은 한국 기업환경에서도 가족의 소유지배 구조가 기업 의사결정과 성과 차이를 설명하는 주요 요인이 될 수 있음을 보여준다 (남영호·문성주 2007; 박상범·김희천 2019).

본 연구는 이러한 논의를 바탕으로 가족기업을 가족의 소유지배 특성이 기업의 자산구조 선택에 영향을 미칠 수 있는 조직 형태로 이해한다. 상장 가족기업은 자본시장과 외부 주주의 감시에 노출되어 있으면서도 지배가족의 장기적 통제와 승계 가능성을 함께 고려한다. 따라서 가족기업의 자산구조는 재무적 효율성만의 결과로 보기 어렵고, 가족소유와 가족통제가 자금조달 방식 및 투자대상 선택에 반영된 결과로 해석할 수 있다. 이러한 관점에서 담보 가능한 유형자산과 재무제표상 인식된 무형자산 비중은 가족기업의 소유지배 특성이 재무적 선택으로 연결되는지를 검토하는 핵심 지표가 된다.

2. 행동대리인 이론과 사회정서적 부

가족기업의 자산구조를 설명하기 위해서는 가족기업이라는 조직 형태의 정의 뿐만 아니라, 지배가족이 중시하는 손실 기준과 보호 대상 자산을 이론적으로 규명할 필요가 있다. 본 연구는 이를 위하여 행동대리인 이론과 사회정서적 부(socioemotional wealth: SEW) 관점을 적용한다.

행동대리인 이론은 의사결정자의 위험선호가 고정된 속성이 아니며, 의사결정자가 중요하게 보유한 자산의 손실 가능성에 따라 위험을 다르게 평가한다고 본다(Wiseman and Gomez-Mejia 1998). 이 관점에서 기업의 전략적 선택은 기대수익만으로 결정되지 않는다. 의사결정자는 자신이 보존하려는 핵심 자산이 위협받는다고 판단할 때 위험을 회피할 수 있으며, 그 자산을 보호하는 데 도움이 되는 선택에는 일정한 비용이나 위험을 감수할 수 있다. 이 논리는 가족기업 연구에서 사회정서적 부(SEW) 관점과 결합된다. 가족기업에서 지배가족은 기업을 재무적 투자대상으로만 인식하지 않으며, 통제권, 기업과 가족의 정체성, 사회적 명성, 정서적 애착, 세대 간 승계 가능성을 함께 고려한다. 이러한 비재무적 효용은 사회정서적 부(SEW)로 설명된다(Gómez-Mejía et al. 2007). 따라서 가족기업의 의사결정은 단기 수익률뿐만 아니라 지배가족이 보존하려는 핵심 자산의 손실 가능성에 따라 달라질 수 있다. 이러한 관점에서 가족기업은 가족 통제권과 승계 가능성에 미치는 영향을 기준으로 위험을 선택적으로 평가한다. 통제권 약화나 승계 가능성 훼손이 예상되는 의사결정에는 신중하게 반응하는 반면, 장기적 지배력과 정체성 보존에 도움이 되는 선택에는 재무적 비용을 감수할 수 있다.

가족기업에서 보호해야 할 핵심 자산은 재무적 부에 한정되지 않는다. 가족기업은 가족의 통제권, 기업과 가족의 정체성, 사회적 명성, 정서적 애착, 세대 간 승계 가능성과 같은 비재무적 효용을 함께 고려한다(Gómez-Mejía et al. 2007). 이러한 비재무적 효용은 사회정서적 부(SEW)로 설명된다. SEW 관점에서 가족기업은 가족 통제권을 약화시키거나 승계 가능성을 훼손할 수 있는 의사결정에는 신중하게 반응한다. 반면 가족의 장기적 지배력과 정체성을 보존할 수 있다고 판단되는 경우에는 재무적 비용을 감수할 수 있다. 따라서 가족 통제와 승계에 미치는 영향에 따라 위험을 선택적으로 평가한다는 의미를 갖는다.

상장 가족기업은 외부 주주의 견제와 자본시장의 평가 압력에 노출되어 있다. 그러나 지배가족의 장기 투자기간과 집중된 의사결정 구조를 유지한다. 이러한 특성으로 인해 가족기업의 의사결정은 단기 수익성, 통제권 유지, 재무적 독립성, 세대 간 이전 가능성을 함께 반영할 수 있다. 창업가족 소유가 기업가치와 체계적으로 관련될 수 있다는 기존 연구는 상장 기업에서도 가족소유가 전략적 선택의 차이로 이어질 수 있음을 보여준다(Anderson and Reeb 2003). 또한 가족기업의 자본구조 연구는 가족의 통제와 재무적 독립성이 부채 사용과 자본조달 방식에 영향을 미칠 수 있음을 제시한다(Schmid 2013).

이러한 논리는 가족기업의 자산구조에도 적용될 수 있다. 가족기업이 통제권 유지와 세대 간 승계를 중시한다면, 외부지분 조달보다 통제권 희석이 낮은 자금조달 방식을 선호할 가능성이 높다. 이때 담보 가능한 유형자산은 가족기업이 재무적 독립성을 유지하면서 외부자금을 조달할 수 있게 하는 자산 기반이 된다. 유형자산은 생산활동의 기반이면서 담보로 활용될 수 있으며, 기업의 차입 여력을 높이고 투자 제약을 완화하는 역할을 한다(Almeida and Campello 2007). 이에 비해 재무제표상 인식된 무형자산은 혁신과 성장의 원천이 될 수 있지만, 가치평가의 불확실성과 낮은 담보가능성으로 인해 외부자금 조달에서 제약을 받을 수 있다(Hall and Lerner 2010; Brown et al. 2012). 가족기업의 투자정책이 연구개발과 자본적 지출에서 비가족기업과 다르게 나타날 수 있다는 연구도 이러한 해석을 뒷받침한다(Jain and Shao 2014).

따라서 본 연구에서 행동대리인 이론과 SEW 관점은 가족기업의 자산구조 선택을 설명하는 핵심 이론적 기반이 된다. 가족기업의 자산구조는 자산보유의 결과에 그치지 않고, 가족 통제권 보존, 재무적 독립성, 세대 간 승계 가능성이 반영된 전략적 선택으로 이해할 수 있다. 이러한 관점에서 담보 가능한 유형자산은 가족기업의 통제 중심 자금조달 방식과 결합될 수 있으며, 재무제표상 인식된 무형자산은 가치평가와 담보가능성 측면에서 가족기업의 자금조달 방식과 긴장 관계를 형성할 수 있다.

3. 담보여력과 유형자산 선호

유형자산은 물리적으로 식별 가능하고 담보 설정이 비교적 용이한 자산이다. 생산설비와 토지는 기업의 영업 기반이 되며 채권자에게 회수 가능한 자산으로 평가될 수 있다. 담보가치가 높은 자산은 채권자의 손실위험을 낮춘다. 또한 기업의 차입 여력을 높이는 역할을 한

다. 자산구조와 자본구조 연구에서도 유형자산의 담보 기능은 기업의 부채조달 능력과 밀접하게 연결된다. 특히 재배치 가능성이 높은 유형자산은 채권자가 회수하거나 처분하기 쉬우므로 기업의 레버리지 수용 능력을 높일 수 있다(Campello and Giambona 2013). 담보로 제공된 자산의 재배치 가능성이 높을수록 대출조건이 개선되고 부채 수용력이 커질 수 있다는 연구도 이러한 논리를 뒷받침한다(Benmelech and Bergman 2009).

가족기업에서 유형자산은 자금조달과 통제권 유지의 연결 지점이 될 수 있다. 가족이 경영권을 장기간 유지하려 할수록 외부 지분 발행에는 신중하게 반응할 가능성이 높다. 지분 발행은 자금을 조달하는 수단이지만 가족의 의결권과 통제력을 약화시킬 수 있기 때문이다. 이에 비해 담보부 차입은 가족의 소유권 희석을 수반하지 않으면서 외부자금을 확보할 수 있는 방식이다. 유럽 상장기업을 분석한 연구에서도 가족기업은 통제권 희석이 없는 부채조달을 선호하고 주식 발행에는 상대적으로 신중한 경향을 보였다(Croci et al. 2011).

창업가족 통제기업의 부채선택이 통제 위험에 민감하게 반응한다는 선행 연구는 가족기업의 자금조달 선택이 통제권 유지와 연결될 수 있음을 보여준다(Mishra and McConaughy 1999). 이러한 논의는 가족기업의 유형자산 보유가 생산능력 유지에 그치지 않음을 시사한다. 유형자산은 생산활동의 지속성을 뒷받침한다. 또한 담보부 차입을 가능하게 하여 외부지분 발행에 따른 소유권 희석을 줄일 수 있다. 가족기업이 통제권 유지와 재무적 독립성을 중시한다면, 부채를 뒷받침할 수 있는 유형자산 기반을 안정적으로 유지할 유인이 커진다. 이에 따라 본 연구는 다음의 가설을 설정한다.

[가설 1] 가족기업은 비가족기업보다 담보여력이 높을 것이다.

4. 무형자산 집약도

무형자산은 물리적 실체가 부족하지만 기업의 미래 경제적 효익과 연결되는 자산이다. 무형자산의 정의, 인식, 측정 및 공시 문제는 지속적으로 논의되어 왔다. 특히 무형자산은 통제 가능성과 식별 가능성의 판단이 쉽지 않으며 특정 무형자산이 창출하는 직접 효과를 구분하기 어려운 특성을 갖는다(윤석철 2005). 이러한 자산은 기업의 평판, 노하우 및 기술역량과 연결될 수 있으며 지속적 경쟁우위의 원천으로 작용할 수 있다(Hall 2009). 무형자산 투자는 기업의 수익성 및 기업가치와 관련될 수 있으나 연구개발지출, 광고선전비 및 교육훈련비 등 구성요소별 효과는 서로 다르게 나타날 수 있다(조성표 외 2014). 따라서 본 연구의 무형자산 비중은 기업의 실제 혁신역량 전체를 의미하지 않는다. 재무제표상 인식된 지식·브랜드 기반 자산의 상대적 규모를 보여주는 보조 지표로 해석한다.

가족기업의 장기지향성은 무형투자에 긍정적으로 작용할 수 있다. 세대 간 승계와 명성 유지가 중요한 기업은 기술, 고객관계 및 조직역량에 투자할 유인이 있다. 이러한 투자는 장기 생존을 지원한다. 가족기업의 혁신투자는 가족목표와 재무목표의 적합성에 따라 달라질 수 있다. 성과수준과 통제권 위험도 중요한 조건이 된다. 따라서 가족기업과 무형자산의 관

계는 가족통제만으로 일관된 방향을 예측하기 어렵다(Chrisman and Patel 2012; Patel and Chrisman 2014).

그럼에도 사회정서적 부 (SEW) 관점에서 가족기업은 통제권 보존과 세대 간 승계를 중시한다. 이 경우 자산의 수익성뿐 아니라 통제 가능성, 가치의 가시성 및 담보 가능성도 함께 고려된다(Gómez-Mejía et al. 2007). 무형자산은 기업 특유성이 높다. 또한 외부시장에서 재배치하거나 처분하기 어려울 수 있다. 이 때문에 채권자의 회수 가능성을 높이는 담보자산으로 활용되기 어렵다(Williamson 1988). 이러한 특성은 외부 지분 발행을 줄이고 담보 기반 차입을 활용하려는 가족기업의 자금조달 방식과 긴장 관계를 형성한다. 가족 관여 기업이 연구개발보다 자본적 지출에 더 무게를 둘 수 있다는 연구도 이러한 논리를 뒷받침한다(Jain and Shao 2014). 이에 따라 본 연구는 다음의 가설을 설정한다.

[가설 2] 가족기업은 비가족기업보다 재무제표상 인식된 무형자산 비중이 낮을 것이다.

5. 지역 내재성과 비수도권 환경

지역 내재성은 기업의 전략과 성과가 특정 장소의 산업구조와 사회적 관계 속에서 형성된다는 관점이다. 배태성 관점에 따르면 경제행위는 지속적인 사회관계와 분리되어 작동하지 않는다(Granovetter 1985). 산업의 지리적 집적과 지역 금융발전은 기업의 성장 조건을 형성하는 중요한 요인으로 논의되어 왔다(Ellison and Glaeser 1997; Guiso et al. 2009).

가족기업은 지역 내재성과 밀접하게 연결될 수 있다. 가족기업은 장기 소유와 승계 지향성을 갖기 때문이다. 특정 지역에서 장기간 활동한 가족기업은 공급업체, 금융기관, 노동시장, 지방정부와 반복적 관계를 축적한다. 이러한 관계는 정보비대칭과 거래비용을 낮출 수 있다. 동시에 기업이 지역을 쉽게 떠나지 못하게 하는 제약으로도 작용한다(Gómez-Mejía et al., 2007; Basco 2015).

Basco(2015)는 가족기업과 지역 사이의 상호작용을 지역 패밀리니스(regional familiness)로 설명하였다. 지역 패밀리니스는 가족기업이 지역의 물적자본, 인적자본, 금융관계, 거래 네트워크와 장기간 상호작용하면서 형성되는 지역 수준의 가족기업 특성을 의미한다. 이 관점에서 가족기업은 생산시설, 고용관계, 협력업체 거래, 지역 평판을 장기간 유지할 가능성이 높다(Stough et al. 2015).

비수도권 환경에서는 이러한 논리가 유형자산 경로와 결합될 수 있다. 비수도권에는 제조업과 산업단지 기반 지역이 다수 존재한다. 선행연구에서도 비수도권 제조업의 생산유발계수, 감응도계수, 고용승수, 부가가치 승수가 수도권 제조업보다 높게 나타날 수 있음을 제시하였다(이춘근·김호언, 2019). 또한 산업단지는 제조업 집적의 외부효과를 강화하는 지역적 장치로 기능할 수 있다. 이러한 산업구조는 유형자산 보유와 연결된다. 따라서 비수도권 소재 기업은 평균적으로 더 큰 담보가능자산 기반을 가질 가능성이 있다.

지역 금융시스템도 가족기업의 자산 구조를 설명하는 경로가 될 수 있다. 관계금융 연구

는 은행과 기업의 반복 거래가 정보 비대칭을 낮추고 자금 접근성에 영향을 줄 수 있음을 제시하였다(Berger and Udell 1995). 지역에 장기간 내재된 가족기업은 비수도권에서 더 높은 담보여력을 보일 가능성이 있다. 무형자산 비중에 대해서는 보다 신중한 접근이 필요하다. 지역 내재성은 지역 지식과 숙련노동을 통하여 지식기반 자산 형성을 촉진할 수도 있다. 그러나 본 연구의 무형자산 비중은 실제 혁신역량 전체가 아닌 재무제표상 인식된 무형자산을 의미한다. 비수도권의 제조업 기반과 가족기업의 통제 가능한 자산 선호가 결합될 경우, 재무제표상 무형자산 비중은 상대적으로 낮게 나타날 가능성이 있다. 이를 바탕으로 본 연구는 다음 가설을 설정한다.

[가설 3] 가족기업 여부와 담보여력 간의 정(+)의 관계는 비수도권에서 더 강화될 것이다.

[가설 4] 가족기업 여부와 무형자산 비중 간의 부(-)의 관계는 비수도권에서 더 강화될 것이다.

III. 선행연구연구방법

1. 표본기업 선정

기업 수준 자료는 한국상장회사협의회의 기업 정보 데이터베이스 TS2000 (Total solution 2000)에서 추출하였다. 분석 대상은 2011년부터 2024년까지의 KOSPI 및 KOSDAQ 상장기업이다. TS2000은 상장법인의 재무정보, 주주정보, 기업일반정보를 장기 시계열로 제공한다. 따라서 가족지분과 자산구조를 동일 기업 단위에서 결합할 수 있다. 원자료는 3,353개 기업과 37,401개 기업-연도 관측치로 구성된다. 주요 변수 결측치를 제외한 회귀분석 표본은 37,095개 기업-연도 관측치이다.

자료의 일관성과 최신성을 함께 고려하여 분석 기간은 2011년부터 2024년까지로 설정하였다. 2011년은 국가데이터처(구. 통계청) 기업생멸행정통계에서 동일한 산업 분류 기준으로 지역 기업생태계 자료를 확보할 수 있는 시작 연도이며, 2024년은 본 연구에서 이용 가능한 최신 연도이다(국가데이터처 2025). 이에 따라 본 연구는 동일한 분류체계에서 관측 가능한 가장 긴 기간을 이용하여 기업의 자산구조와 지역경제 환경의 관계를 분석한다.

지역 수준 자료는 국가데이터처 KOSIS의 시도별 및 조직형태별 기업생멸통계이다. 해당 자료는 활동기업, 신생기업, 소멸기업 정보를 시도와 연도 단위로 제공한다. 본 연구는 기업의 본사 소재지와 회계연도를 기준으로 TS2000 자료와 KOSIS 자료를 결합하였다. 이를 통해 기업-지역-연도 패널을 구축하였다.

지역 구분은 수도권과 비수도권으로 설정하였다. 수도권은 서울, 경기, 인천으로 정의하였다. 나머지 시도는 비수도권으로 분류하였다(법제처 2025). 해당 법령은 수도권을 서울특별시

시와 그 주변 지역으로 규정하며, 시행령은 그 주변 지역을 인천광역시와 경기도로 정하고 있다. 따라서 본 연구는 서울, 경기, 인천을 수도권으로 분류하고 나머지 시도를 비수도권으로 분류하였다. 이러한 구분은 수도권 집중과 지역균형발전 문제를 분석하는 국내 지역경제 연구에서도 널리 사용되는 이분법적 지역구분이다.

표본 구성의 일관성을 높이기 위해 자료 정제 기준을 적용하였다. 주요 재무 변수와 소유 구조 변수에 결측치가 있는 관측치는 제외하였다. 또한 극단값이 회귀 결과에 미치는 영향을 완화하기 위해 모든 연속변수에 대해 상하위 1% 기준의 극단값 조정(Winsorizing)을 실시하였다. 표본 구성 과정에서는 금융업과 특수목적 합병회사 및 상장폐지 기업의 처리 기준을 별도로 점검하였다. 분석자료의 구성과 주요 활용 변수는 <표 1>에 제시하였다.

<표 1> 분석자료 및 활용변수

출처	범위	활용 변수
TS2000	2011~2024년, KOSPI 및 KOSDAQ 상장기업	재무자료, 가족지분율, 본사 주소, 산업, 종업원
KOSIS 기업생멸통계	2011~2024년, 17개 시도	활동기업, 신생기업, 소멸기업, 조직형태
본사 소재지 정보	기업별 주소에서 시도 추출	수도권 및 비수도권 구분

2. 가족기업의 분류 기준

가족기업은 기준연도인 2021년의 가족지분율을 이용하여 정의하였다. 가족지분율은 최대 주주 및 특수관계인의 보통주 지분 중 개인 지배주주와 친족 관계로 분류되는 지분의 합계로 산출하였다. 법인 계열사와 기관투자자 지분은 협의의 가족 지분에서 제외하였다.

기본 분석에서는 가족지분율이 30% 이상인 기업을 가족기업으로 분류하였다. 이에 따라 Family 30 더미변수는 가족지분율이 30% 이상이면 1의 값으로 설정하고 그렇지 않으면 0의 값으로 설정한다. 가족기업 분류 기준의 민감도를 확인하기 위해 40%와 50% 임계치도 함께 적용하였다. Family 40과 Family 50은 각각 가족지분율이 40% 이상인 기업과 50% 이상인 기업을 가족기업으로 분류한 변수이다.

기준연도 지분을 전 기간에 적용하는 방식은 가족기업 분류의 안정성을 높이는 장점이 있다. 연도별 단기 변동과 역인과성(retrocausality) 문제를 줄일 수 있기 때문이다. 다만 이 방식은 2011년부터 2024년 사이에 발생한 지배가족의 교체나 소유구조 변화를 충분히 반영하지 못한다. 따라서 본 연구의 결과는 2021년 소유구조를 기준으로 분류한 기업집단 간 장기 평균 차이로 해석한다.

3. 변수의 측정

본 연구는 담보여력과 무형자산 비중을 종속변수로 설정하였다. 담보여력은 유형자산을 총부채로 나눈 값으로 측정하였다. 이 지표는 부채 1단위당 확보된 유형자산의 규모를 나타내며, 실제 담보 설정액을 직접 의미하지는 않는다. 따라서 본 연구에서는 이를 담보가능 자산 기반 또는 담보여력의 대리변수로 해석한다. 무형자산 비중은 재무제표에 인식된 무형자산을 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다.

가족기업 변수는 기준연도 가족지분율을 이용하여 구성하였다. 기본 분석에서는 가족지분율 30% 이상을 가족기업으로 정의하였으며, 40%와 50% 임계치를 이용하여 강건성 검정을 실시하였다. 지역변수인 NonMetro는 본사 소재지가 서울, 경기, 인천이면 0, 그 외 시도이면 1의 값으로 설정하였다.

통제 변수는 기업규모, 부채비율, 수익성, 영업현금흐름, 기업 연령, 손실 여부를 포함한다. 기업 규모는 총자산의 자연로그로 측정하였다. 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 값이며, 총자산이익률 ROA(return on assets)는 당기순이익을 총자산으로 나눈 값이다. 영업현금흐름 비율은 영업현금흐름을 총자산으로 나누어 측정하였다. 기업 연령은 설립연도 기준 기업 연령의 자연로그로 측정하였다. 손실더미는 당기순손실이 발생한 경우 1의 값으로 설정하였다.

지역 통제 변수는 KOSIS 기업생멸통계를 이용하여 구성하였다. 신생률은 신생기업 수를 활동기업 수로 나눈 값이며, 소멸률은 소멸기업 수를 활동기업 수로 나눈 값이다. 법인 비중은 법인기업 수를 활동기업 수로 나누어 측정하였다. 활동 기업 규모는 시도별 활동기업 수의 자연로그로 측정하였다. 본 연구에서 사용한 주요 변수의 측정은 <표 2>에 제시하였다.

<표 2> 변수의 측정

구분	변수명	측정
종속변수	Collateral Ratio	유형자산(PPE)/(총부채+1)
종속변수	Intangible Ratio	무형자산/(총자산+1)
핵심변수	Family30/40/50	기준연도 가족지분율 임계치 더미
지역변수	NonMetro	더미(서울, 경기, 인천=0, 기타 시도=1)
상호작용	Family × NonMetro	가족기업 더미와 비수도권 더미의 곱
기업통제	Size	총자산의 자연로그
기업통제	Leverage	총부채/총자산
기업통제	ROA	당기순이익/총자산
기업통제	OCF Ratio	영업현금흐름/총자산
기업통제	Age	기업연령의 자연로그

기업통제	Loss	당기순손실이면 1
지역통제	BirthRate	신생기업 수 / 활동기업 수
지역통제	DeathRate	소멸기업 수 / 활동기업 수
지역통제	CoreShare	법인기업 수 / 활동기업 수
지역통제	ActiveFirmScale	활동기업 수의 자연로그

4. 분석모형

본 연구는 가족기업의 자산구조 차이와 지역경제 환경의 조절효과를 검증하기 위해 기업-지역-연도 패널자료를 이용한 합동 패널 회귀모형을 추정한다. 종속변수는 담보여력과 무형자산 비중이며, 각 종속변수에 대해 동일한 설명변수 구조를 적용한다. 기본 회귀식은 다음과 같다.

$$Y_{it} = a + \beta_1 Family_i + \beta_2 NonMetro_r + \beta_3 (Family_i \times NonMetro_r) + \gamma X_{it} + \theta Z_{it} + \text{산업FE} + \text{연도FE} + \varepsilon_{it}$$

여기서 i 는 기업, r 은 본사 소재 시도, t 는 연도를 의미한다. Y_{it} 는 기업 i 의 t 년도 자산구조 변수로서 담보여력 또는 무형자산 비중을 나타낸다. $Family_i$ 는 가족기업 더미, $NonMetro_r$ 는 비수도권 더미, $Family_i \times NonMetro_r$ 는 가족기업 효과가 비수도권에서 달라지는지를 검증하기 위한 상호작용항이다. X_{it} 는 기업 수준 통제변수이며, 기업 규모, 부채비율, 수익성, 영업 현금흐름 비율, 기업 연령 및 손실더미를 포함한다. Z_{it} 는 지역 수준 통제변수로서 신생기업률, 소멸기업률, 법인기업 비중 및 활동기업 규모를 포함한다.

회귀모형에는 산업 고정효과와 연도 고정효과를 포함하였다. 산업 고정효과는 산업별 자산구조 차이를 통제하기 위한 것이며, 연도 고정효과는 경기 변동, 회계제도 변화 및 자본시장 환경 변화와 같이 특정 연도에 공통적으로 작용할 수 있는 요인을 통제하기 위한 것이다. 표준오차는 동일 시도에 속한 기업들이 공유할 수 있는 지역 수준의 공통 충격과 잔차 상관을 고려하여 시도 수준에서 군집화하였다.

핵심 계수 β_1 은 기준집단인 수도권 기업에서 가족기업과 비가족기업 간 자산구조 차이를 나타내며, β_2 는 비가족기업을 기준으로 비수도권 기업과 수도권 기업 간 차이를 나타낸다. β_3 는 $Family$ 와 $NonMetro$ 의 상호작용항 계수로서, 가족기업의 자산구조 차이가 비수도권에서 추가적으로 달라지는지를 보여준다. 따라서 지역경제 환경의 조절효과는 β_3 의 부호와 통계적 유의성을 통하여 판단한다.

IV. 분석 결과

1. 기술통계

<표 3>은 가족기업 여부에 따른 주요 변수의 기술통계량을 나타낸 것이다. 가족기업의 담보여력 평균은 0.8478로 비가족기업의 0.7280보다 높았으며, 평균 차이는 통계적으로 유의하였다. 반면 무형자산 비중은 가족기업이 0.0233, 비가족기업이 0.0302로 나타나 가족기업의 무형자산 비중이 상대적으로 낮았다. 또한 가족기업은 비가족기업보다 기업규모, 수익성 및 기업연령이 높고 부채비율은 낮은 것으로 나타났다.

<표 3> 기술통계량

변수	집단	평균	표준편차	최소값	최대값	t 값
담보여력	Family	0.8478	0.9206	0.0000	4.9187	13.1658***
	NonFamily	0.7280	0.8044	0.0000	4.9187	
무형자산 비중	Family	0.0233	0.0458	0.0000	0.3142	-13.2191***
	NonFamily	0.0302	0.0561	0.0000	0.3142	
기업규모	Family	19.1223	1.5986	15.6114	23.9979	38.6635***
	NonFamily	18.4800	1.5754	15.6114	23.9979	
부채비율	Family	0.3966	0.2374	0.0141	1.1735	-8.6780***
	NonFamily	0.4184	0.2447	0.0141	1.1735	
수익성	Family	0.0158	0.1137	-0.7996	0.2442	29.7654***
	NonFamily	-0.0271	0.1646	-0.7996	0.2442	
기업연령	Family	3.0623	0.8407	0.0000	4.3175	9.1732***
	NonFamily	2.9823	0.8300	0.0000	4.3175	

주: *** p<.001, ** p<.01, * p<.05.

2. 주효과 분석

<표 4>는 담보여력을 종속변수로 한 회귀분석 결과를 제시한다. 가족기업 계수는 30%, 40%, 50% 기준에서 모두 양(+)의 방향으로 나타났으며 통계적으로 유의하였다. 30% 기준 계수는 0.0988, 40% 기준 계수는 0.1026, 50% 기준 계수는 0.0980으로 나타났다. 이에 따라 가족기업이 비가족기업보다 담보여력이 높을 것이라는 가설 1은 지지되었다. 비수도권 계수도 모든 모형에서 양(+)의 방향으로 나타났으며 통계적으로 유의하였다. 30% 기준 계수는

0.158, 40% 기준 계수는 0.178, 50% 기준 계수는 0.168로 나타났다. 이는 비수도권 소재 기업이 수도권 소재 기업보다 높은 담보여력을 보인다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 비수도권 기업의 자산구조가 상대적으로 유형자산 기반에 더 가깝게 형성되어 있을 가능성을 시사한다. <표 5>는 무형자산 비중을 종속변수로 한 회귀분석 결과를 제시한다. 가족기업 계수는 30%와 40% 기준에서 음(-)의 방향으로 나타났으며 통계적으로 유의하였다. 30% 기준 계수는 -0.0048이며 40% 기준 계수는 -0.0037로 나타났다. 그러나 50% 기준에서는 계수가 -0.0011로 나타났고 통계적으로 유의하지 않았다. 이에 따라 가족기업이 비가족기업보다 무형자산 비중이 낮을 것이라는 가설 2는 부분적으로 지지되었다. 검증 결과는 <표 6>에 제시하였다.

3. 지역 상호작용 효과 분석

<표 4>의 담보여력 모형에서 Family × NonMetro 상호작용항은 모든 가족기업 임계치 기준에서 통계적으로 유의하지 않았다. 30% 기준 계수는 0.008이며 40% 기준 계수는 -0.085이고 50% 기준 계수는 -0.076으로 나타났다. 이에 따라 가족기업의 담보여력 우위가 비수도권에서 더 크게 나타날 것이라는 가설 3은 지지되지 않았다. 이 결과는 가족기업의 담보여력 우위와 비수도권 기업의 높은 담보여력이 각각 확인되지만, 두 특성이 결합될 때 추가적인 통계적 상승효과가 나타나지는 않는다는 의미이다. <표 5>의 무형자산 비중 모형에서도 Family × NonMetro 상호작용항은 모든 가족기업 임계치 기준에서 통계적으로 유의하지 않았다. 30%의 기준계수는 0.002로 나타났으며 40% 및 50% 기준 계수는 모두 0.003으로 나타났다. 이에 따라 가족기업의 낮은 무형자산 비중이 비수도권에서 더 강하게 나타날 것이라는 가설 4는 지지되지 않았다. 검증 결과는 <표 6>에 제시하였다.

<표 4> 담보여력 회귀분석 결과

변수	Family 30%	Family 40%	Family 50%
가족기업	0.0988***	0.1026**	0.0980*
비수도권	0.158**	0.178**	0.168**
가족기업×비수도권	0.008	-0.085	-0.076
기업규모	-0.035**	-0.032**	-0.031**
부채비율	-0.966**	-0.970**	-0.971**
영업현금흐름비율	-0.161**	-0.156**	-0.155**
기업연령	0.091***	0.089***	0.088**
손실더미	-0.240***	-0.243***	-0.245***
관측치	37,095	37,095	37,095
R ²	0.188	0.188	0.187

주: 산업 및 연도 고정효과 포함, 시도 수준 군집 표준오차. *** p<.001, ** p<.01, * p<.05.

<표 5> 무형자산 비중 회귀분석 결과

변수	Family 30%	Family 40%	Family 50%
가족기업	-0.0048*	-0.0037***	-0.0011
비수도권	-0.004	-0.003	-0.003
가족기업×비수도권	0.002	0.003	0.003
부채비율	0.0053***	0.0055***	0.0055***
ROA	0.0046***	0.0047***	0.0047***
영업현금흐름비율	-0.0217**	-0.0218**	-0.0219**
관측치	37,095	37,095	37,095
R ²	0.144	0.143	0.143

주: 산업 및 연도 고정효과 포함, 시도 수준 군집 표준오차. *** p<.001, ** p<.01, * p<.05.

<표 6> 가설 검증 결과 요약

가설	내용	결과
H1	가족기업은 비가족기업보다 담보여력이 높을 것이다.	지지
H2	가족기업은 비가족기업보다 무형자산 비중이 낮을 것이다.	부분 지지
H3	가족기업 여부와 담보여력 간의 정(+)의 관계는 비수도권에서 더 강화될 것이다.	기각
H4	가족기업 여부와 무형자산 비중 간의 부(-)의 관계는 비수도권에서 더 강화될 것이다	기각

V. 결론과 논의

본 연구의 핵심 결과는 가족기업이 비가족기업보다 일관되게 높은 담보여력을 갖는다는 것이다. 가족지분 임계치를 30%, 40%, 50%로 변경해도 가족기업의 담보여력 계수는 일관되게 양의 방향을 보였으며 통계적으로 유의하였다. 이는 가족기업의 자산구조가 특정 임계치 설정만으로 설명되기 어렵고, 가족소유와 통제권 유지 그리고 자금조달 방식에 연결된 구조적 특성을 가질 가능성을 시사한다.

이러한 결과는 SEW 관점과 자산 담보성 논의를 함께 적용할 때 더 분명하게 해석된다. 가족기업의 의사결정은 재무적 성과와 가족 통제권 유지 그리고 세대 간 승계와 장기적 생존 가능성을 함께 반영한다(Wiseman and Gomez-Mejia, 1998; Gómez-Mejía et al. 2007). 이때 유형자산은 생산활동의 기반이면서 담보부 차입을 가능하게 하는 자산이다. 유형자산의 담보 가능성은 채권자의 회수 가능성을 높이고 기업의 차입 여력을 확대할 수 있다(Almeida and Campello 2007; Campello and Giambona 2013). 따라서 가족기업의 높은 담보여력은 단순

한 자산보유 성향보다 통제권 희석을 줄이면서 외부자금을 조달할 수 있는 자산구조상의 선택으로 이해할 수 있다.

가족기업이 공장과 설비 및 토지와 같은 유형자산을 보유하면 이를 기반으로 외부자금을 조달할 수 있고 신주발행 의존도를 낮출 수 있다. 가족기업의 자금조달 의사결정은 통제권 상실 위험에 민감하게 반응할 수 있으며, 선행연구에서도 가족통제 기업이 주식발행보다 통제권 희석이 낮은 자금조달 방식을 선호할 수 있음이 제시되었다(Croci et al. 2011). 이러한 점에서 담보여력은 가족기업의 보수적 자산보유 성향을 나타내는 지표에 머물지 않는다. 가족기업이 장기적 생산능력과 재무적 독립성을 유지하기 위해 선택한 담보형 자산구조의 결과로 해석할 수 있다.

무형자산 비중에 대한 결과는 담보여력 결과보다 제한적으로 해석할 필요가 있다. 가족기업의 무형자산 비중은 30%와 40% 기준에서 낮게 나타났으나 50% 기준에서는 유의성이 확인되지 않았다. 이는 가족기업의 무형자산 성향이 가족지분 임계치에 따라 달라질 수 있음을 의미한다. 고집중 가족기업에는 전통 제조기업과 창업자 소유의 기술기업이 함께 포함될 수 있으므로 집단 내부의 이질성이 결과에 영향을 미쳤을 가능성이 있다.

또한 본 연구의 무형자산 변수는 재무제표에 인식된 무형자산을 총자산으로 나눈 값이다. 회계상 무형자산은 연구개발과 인적자본 그리고 조직지식과 관계자본을 충분히 반영하지 못한다. 가족기업 연구에서도 가족기업의 혁신은 투입과 산출이 일치하지 않을 수 있으며, 가족기업이 적은 혁신투입으로도 성과를 창출할 수 있다는 논의가 제시되어 왔다(Duran et al. 2016). 따라서 본 연구의 무형자산 결과는 가족기업의 혁신역량 자체에 대한 판단을 제공하기보다 회계적으로 인식된 무형자산 비중이 가족소유와 관련될 수 있음을 보여주는 제한적 증거로 해석하는 것이 타당하다.

본 연구의 결과는 가족기업의 자산구조 이질성은 무형자산 축소보다 담보여력 확대에서 더 분명하게 확인된다. 이러한 결과는 가족기업의 자산구조가 통제 가능성과 담보 가능성이 높은 유형자산을 중심으로 형성될 수 있음을 시사한다. 가족소유의 장기지향성과 통제권 보존 논리는 담보 가능성이 높은 유형자산 중심의 자산구조와 연결될 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 학술적 기여를 갖는다. 첫째, 가족기업의 재무전략을 자산구조의 구성 측면에서 분석하였다. 기존 가족기업 연구는 자본구조와 부채비율을 중심으로 가족소유의 재무적 특성을 설명해 왔다. 본 연구는 부채를 뒷받침하는 자산의 성격에 주목하여 담보여력과 무형자산 비중을 함께 검토하였다. 이를 통해 가족기업의 재무전략이 부채 규모뿐만 아니라 유형자산의 담보 기능과 회계적으로 인식된 무형성에도 연결될 수 있음을 제시하였다.

둘째, 본 연구는 가족기업 연구와 지역발전 연구를 자산구조 관점에서 연결하고, 가족기업 효과와 비수도권 효과를 구분하여 검토하였다. 가족기업의 자산구조를 기업 내부의 소유구조 문제와 본사 소재지의 지역경제 환경을 함께 고려하여 분석하였다. 특히 비수도권 변수를 가족기업 효과의 경계조건으로 설정함으로써 가족소유와 지역환경의 관계를 실증적으로 검토하였다. 이를 통해 가족기업의 자산구조 차이를 전국적 소유구조 특성과 지역경제 환경

의 효과로 구분하여 해석할 수 있는 분석틀을 제시하였다.

셋째, 본 연구는 가족기업의 자산구조를 사회정서적 부 관점에서 재해석하였다. 가족기업의 높은 담보여력은 보수적 자산보유 성향만으로 설명되기 어렵다. 담보 가능한 유형자산이 가족 통제권 유지와 외부자금 조달을 연결하는 자산구조상의 경로가 될 수 있다. 이는 가족기업의 장기지향성과 통제권 보존 논리가 투자나 자본구조뿐 아니라 자산구성에도 반영될 수 있음을 설명한다.

본 연구는 다음과 같은 실무적 시사점을 제시한다. 첫째, 가족기업 경영자는 유형자산 중심의 자산구조를 안정적 자금조달과 통제권 유지의 기반으로 활용할 수 있다. 본 연구에서 가족기업은 비가족기업보다 높은 담보여력을 보였으며, 이는 유형자산이 가족기업의 외부자금 조달에서 중요한 역할을 할 수 있음을 의미한다. 공장과 설비 및 토지와 같은 유형자산은 담보부 차입을 가능하게 하고 신주발행 의존도를 낮추는 데 기여할 수 있다. 따라서 가족기업은 유형자산의 담보가치를 재무전략의 일부로 관리할 필요가 있다.

둘째, 가족기업은 유형자산 기반의 안정성을 유지하면서 무형자산 투자를 함께 관리해야 한다. 본 연구 결과, 가족기업의 무형자산 비중은 일부 기준에서 낮게 나타났다. 이는 가족기업이 장기적으로 디지털 전환과 지식기반 성장에 필요한 투자 역량을 점검할 필요가 있음을 시사한다. 특히 연구개발과 소프트웨어 같은 기술자산과 브랜드 및 인적자본 같은 조직역량 투자는 재무제표상 무형자산으로 충분히 인식되지 않을 수 있다. 가족기업 경영자는 유형자산을 통한 자금조달 여력을 확보하는 동시에 미래 성장에 필요한 지식기반 자산을 지속적으로 축적해야 할 것이다.

셋째, 금융기관은 가족기업의 높은 유형자산 기반을 장기 관계금융의 중요한 평가 요소로 활용할 수 있다. 가족기업의 담보여력은 대출 회수 가능성과 자금조달 안정성을 판단하는데 유용한 정보가 될 수 있다. 그러나 담보가치 중심의 심사가 강화될 경우 무형자산 중심 기업이나 혁신기업의 자금 접근성이 제한될 수 있다. 따라서 금융기관은 기술평가와 지식재산권 평가를 강화하고 매출채권 및 정책보증을 함께 활용하는 복합적 심사체계를 마련할 필요가 있다.

본 연구는 다음과 같은 한계를 갖는다. 첫째, 자료 구성과 변수 측정에서 한계가 있다. 가족기업 분류는 2021년 지분구조에 기초하고 있어 2011년부터 2024년 사이에 발생한 소유구조 변화와 승계 과정을 충분히 반영하지 못한다. 또한 지역 구분은 본사 소재지를 기준으로 하였기 때문에 실제 생산시설과 고용 및 협력업체 거래가 이루어지는 지역을 완전히 대표하지 못할 수 있다. 담보여력 지표도 유형자산을 부채로 나눈 대리변수이므로 실제 담보 설정액과 담보가치 할인을 및 담보부채 규모를 직접 측정하는 데 한계가 있다. 무형자산 비중 역시 재무제표에 인식된 무형자산을 기준으로 하므로 연구개발과 인적자본 그리고 조직지식과 관계자본을 충분히 반영하지 못한다. 향후연구는 소유구조 자료와 지역 입지 자료 및 담보 관련 자료 그리고 무형자산 관련 지표를 결합하여 가족기업의 자산구조를 더 정밀하게 분석할 필요가 있다.

둘째, 분석모형과 인과해석에서 제약이 있다. 본 연구는 산업 고정효과와 연도 고정효과를

포함한 합동 패널 회귀모형을 사용하였다. 이 모형은 산업별 차이와 연도별 공통 충격을 통제할 수 있으나 기업별 미관측 특성을 완전히 제거하기는 어렵다. 또한 가족기업 더미가 기준연도 지분율에 따라 구성되어 시간불변적 성격을 갖기 때문에 기업 고정효과를 포함한 주효과 추정에는 제약이 있다. 따라서 본 연구의 결과는 가족기업 여부와 자산구조 간의 조건부 관련성으로 해석하는 것이 타당하다. 향후연구는 연도별 소유구조 변화가 확인되는 표본을 활용하거나 상관임의효과 접근법(correlated random effects approach)을 적용하여 미관측 기업 특성의 영향을 추가로 점검할 필요가 있다.

셋째, 가족기업의 지역경제적 역할을 직접 검증하는 데에는 한계가 있다. 본 연구는 담보여력과 무형자산 비중을 중심으로 가족기업의 자산구조를 분석하였다. 그러나 가족기업의 지역 앵커 역할은 고용 유지와 지역조달 및 협력업체 거래 그리고 본사 유지와 위기 시 투자 지속성 같은 다양한 경로를 통해 나타날 수 있다. 본 연구의 담보여력 결과만으로 이러한 지역 과급효과를 확정하기는 어렵다. 향후연구는 지역성과 지표를 직접 측정하여 가족기업의 자산구조가 지역경제 회복력과 어떻게 연결되는지 분석할 필요가 있다. 특히 기회발전특구와 같은 정책충격 자료를 활용할 수 있는 기간이 확보되면 이중차분 분석(DID, Difference-in-Differences), 삼중차분 분석(DDD, Difference-in-Differences-in-Differences)을 통해 가족기업 여부가 지역투자과 고용 유지에 대한 정책효과의 차별적 크기를 설명하는지 검증할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 남영호·문성주. 2007. “가족기업과 비가족기업의 성과비교: 거래소 상장기업을 중심으로”. 「대한경영학회지」, 제20권 제1호 : 237-264.
- 박상범·김희천. 2019. “가족 지배구조와 기업 사회공헌: 지배가족의 소유와 경영 참여의 상호 작용 효과를 중심으로”. 「경영학연구」, 제48권 제6호 : 1591-1623.
- 법제처. 2025. 「수도권정비계획법 시행령」.
- 윤석철. 2005. “무형자산 회계기준에 대한 국제비교 연구”. 「대한경영학회지」, 제18권 제1호 ; 23-49.
- 이상호. 2024. “지방소멸 2024: 광역대도시로 확산하는 소멸위험”. 「지역산업과 고용」, 제12권 : 126-137.
- 이춘근·김호연. 2019. “수도권과 비수도권 제조업의 경제적 유발효과 비교 분석”. 「한국지역경제연구」, 제42권 : 73-90.
- 정재현. 2019. “빅데이터 분석을 통한 한국 제조업 산업 생태계 연구”. 「산업경제연구」, 제32권 제4호 : 1371-1399.
- 조성표·박선영·김성용. 2014. “무형자산과 유형자산이 기업성장에 미치는 영향에 대한 종단적 분석”. 「경영학연구」, 제43권 제6호 : 2039-2066.
- 지표누리. 2025. “지역별 인구 및 인구밀도”. https://www.index.go.kr/unity/potal/main/EachDtlPageDetail.do?idx_cd=1007
- 국가데이터처. 2025. “기업생멸행정통계”. https://kosis.kr/common/meta_onedepth.jsp?listid=J2_6&vwcd=MT_ZTITLE&utm
- 홍성표·송영조. 2016. “지역산업의 기업간 거래네트워크 분석”. 「지역사회연구」, 제24권 제1호 : 91-116.
- Almeida, H. and M. Campello. 2007. “Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment”. *Review of Financial Studies*, 20(5) : 1429-1460.
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb. 2003. “Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”. *Journal of Finance*, 58(3) : 1301-1328.
- Astrachan, J. H., S. B. Klein and K. X. Smyrnios. 2002. “The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem 1”. *Family Business Review*, 15(1) : 45-58.
- Basco, R.. 2015. “Family Business and Regional Development—A Theoretical Model of Regional Familiness”. *Journal of Family Business Strategy*, 6(4) : 259-271.
- Basco, R.. 2024. “Regional Development and Family Business: A Perspective Article”. *Journal of Family Business Management*, 14(5) : 1011-1017.
- Benmelech, E. and N. K. Bergman. 2009. “Collateral Pricing”. *Journal of Financial Economics*, 91(3) : 339-360.

- Berger, A. N. and G. F. Udell. 1995. "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance". *Journal of Business*, 68(3): 351-381.
- Brown, J. R., G. Martinsson and B. C. Petersen. 2012. "Do Financing Constraints Matter for R&D?". *European Economic Review*, 56(8) : 1512-1529.
- Campello, M. and E. Giambona. 2013. "Real Assets and Capital Structure". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(5) : 1333-1370.
- Chrisman, J. J. and P. C. Patel. 2012. "Variations in R&D Investments of Family and Nonfamily Firms: Behavioral Agency and Myopic Loss Aversion Perspectives". *Academy of Management Journal*, 55(4) : 976-997.
- Chua, J. H., J. J. Chrisman and P. Sharma. 1999. "Defining the Family Business by Behavior". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4) : 19-39.
- Croci, E., J. A. Doukas and H. Gonenc. 2011. "Family Control and Financing Decisions". *European Financial Management*, 17(5) : 860-897.
- Duran, P., N. Kammerlander, M. Van Essen and T. Zellweger. 2016. "Doing More with Less: Innovation Input and Output in Family Firms". *Academy of Management Journal*, 59(4) : 1224-1264.
- Ellison, G. and E. L. Glaeser. 1997. "Geographic Concentration in US Manufacturing Industries: A Dartboard Approach". *Journal of Political Economy*, 105(5) : 889-927.
- European Commission. 2009. *Overview of Family-Business-Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies*. Final Report of the Expert Group.
- Gómez-Mejía, L. R., K. T. Haynes, M. Núñez-Nickel, K. J. Jacobson and J. Moyano-Fuentes. 2007. "Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills". *Administrative Science Quarterly*, 52(1) : 106-137.
- Granovetter, M.. 1985. "Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness". *American Journal of Sociology*. 91(3) : 481-510.
- Guiso, L., P. Sapienza and L. Zingales. 2009. "Does Local Financial Development Matter?". *In : The Banks and the Italian Economy*, 31-66.
- Hall, B. H. and J. Lerner. 2010. "The Financing of R&D and Innovation". *In : Handbook of the Economics of Innovation*, 1 : 609-639.
- Hall, R.. 1992. "The Strategic Analysis of Intangible Resources". *Strategic Management Journal*, 13(2) : 135-144.
- Jain, B. A. and Y. Shao. 2014. "Family Involvement and Post-IPO Investment Policy". *Family Business Review*, 27(4) : 287-306.
- McKinsey. 2023. *The Secrets of Outperforming Family-Owned Businesses: How They Create Value—and How You Can Become One*. McKinsey and Company.

- Mishra, C. S. and D. L. McConaughy. 1999. "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4) : 53-64.
- Patel, P. C. and J. J. Chrisman. 2014. "Risk Abatement as A Strategy for R&D Investments in Family Firms". *Strategic Management Journal*, 35(4) : 617-627.
- Schmid, T.. 2013. "Control Considerations, Creditor Monitoring, and the Capital Structure of Family Firms". *Journal of Banking & Finance*, 37(2) : 257-272.
- Stough, R., F. Welter, J. Block, K. Wennberg, and R. Basco. 2015. "Family Business and Regional Science: Bridging the Gap". *Journal of Family Business Strategy*, 6(4) : 208-218.
- Suh, S. and K. Wi. 2017. "The Effects of Relationship Banking on Bank Lending to Small and Medium-Sized Enterprises: Evidence from Korea". *Economic Analysis Quarterly*, 23(2) : 96-133.
- Villalonga, B. and R. Amit. 2006. "How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?". *Journal of Financial Economics*, 80(2) : 385-417.
- Williamson, O. E.. 1988. "Corporate Finance and Corporate Governance". *Journal of Finance*, 43(3) : 567-591.
- Wiseman, R. M. and L. R. Gomez-Mejia. 1998. "A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking". *Academy of Management Review*, 23(1) : 133-153.

Collateral Capacity and Intangible-Asset Intensity among Korean Family Firms

Min, Sun-Jung* · Kim, Ju-Hee** · Yang, Si-Hyun***

〈Abstract〉

[Purpose] Drawing on behavioral agency theory and the socioemotional wealth perspective, this study examines the relationship between family ownership characteristics and corporate asset structure. Specifically, it investigates whether family firms have higher collateral capacity and lower intangible-asset intensity than non-family firms. The study further examines whether family-firm asset structures are associated with family ownership, control preservation, long-term orientation, and collateral-based financing, and provides a supplementary test of regional differences between metropolitan and non-metropolitan firms.

[Design/Methodology] This study builds a firm-region-year panel by combining 2011 - 2024 KOSPI and KOSDAQ listed-firm data with KOSIS regional business-demography statistics. Family firms are defined using a 30 percent ownership threshold, with 40 and 50 percent thresholds for robustness checks. The analysis uses pooled panel regressions with industry and year fixed effects and province-clustered standard errors.

[Findings] Family firms have significantly higher collateral capacity than non-family firms, and the result is robust across ownership thresholds. They show lower intangible-asset intensity under the 30 and 40 percent thresholds, but not under the 50 percent threshold. Non-metropolitan firms also have higher collateral capacity, while the Family × NonMetro interaction is not significant.

[Research implications] The findings show that family-firm asset-structure heterogeneity is more evident in collateral capacity than in intangible-asset intensity. Family firms appear to maintain tangible-asset-oriented structures linked to control preservation, long-term orientation, and collateral-based financing. The regional role of local family firms requires further tests using employment, investment, local procurement, and supply-chain data.

<Key Words> Family Firms, Socioemotional Wealth, Collateral Capacity, Intangible-Asset Intensity, Non-Metropolitan Regions

* Ph.D., Ajou University, First Author (esjaymin@ajou.ac.kr)

** Ph.D., Ajou University, Corresponding Author (skylar@ajou.ac.kr)

*** Doctoral Student, Ajou University, Co-Author (neoyang@ajou.ac.kr)