

외국인투자자는 가족기업을 선호하는가?*

정민규** · 김동욱*** · 김병곤****

〈요 약〉

본 연구에서는 외국인투자자가 가족기업에 대한 투자를 선호하는가를 실증적으로 분석하였다. 표본자료는 2004년부터 2018년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 총 8,503개 기업이다. 분석을 위해 횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고 패널자료회귀분석법을 사용하여 분석하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 외국인은 투자대상으로 가족기업을 선호하지 않는 것으로 나타났다. 가족기업에 대한 투자 기피는 가족기업이라는 특성이 부(wealth) 탈취나 사익편취 등으로 인해 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 큰 때문으로 이해되었다. 둘째, 외국인투자자는 가족기업 중에서는 지배구조가 양호한 기업에 대해서 투자를 선호하는 것으로 나타났다. 양호한 지배구조를 가진 기업은 정보불균형이 작고 대리인문제발생 가능성이 낮아 투자를 선호하는 것으로 이해할 수 있었다. 셋째, 외국인투자자는 지배주주의 지분율이 높은 가족기업에 대해 투자를 기피하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 지배주주지분율이 높을수록 외부주주의 부 탈취나 사익편취의 유인이 커질 수 있기 때문에 외국인투자자들이 선호하지 않는 것으로 이해할 수 있었다. 이러한 의미에서 외국인투자자는 사익편취규제대상 기업으로 지정된 가족기업에 대해서도 투자를 선호하지 않는다는 것을 알 수 있었다. 정부에서 사익편취규제대상기업으로 지정한다는 것은 이들 기업의 경우 사익편취 유인이 강하게 나타날 수 있다는 신호를 준 의미도 있기 때문에 이러한 가족기업에 대해 외국인투자자들은 투자를 기피하는 것으로 이해할 수 있었다.

주제어 : 외국인투자자, 가족기업, 지배구조, 지배주주지분율, 대리인문제

논문접수일 : 2020년 08월 19일 논문수정일 : 2020년 10월 11일 논문게재확정일 : 2020년 10월 19일

* 이 논문은 2019년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2019S1A5B5A07111467). 논문의 심사과정에 유익한 논평을 해주신 익명의 심사위원께 감사드립니다.

** 제1저자, 경남과학기술대학교 시간강사, E-mail: 0747@daum.net

*** 공동저자, 부산경제진흥원 글로벌사업팀 팀장, E-mail: kdw@bepa.kr

**** 교신저자, 창원대학교 경영대학 경영학과 교수, E-mail: bgkim@changwon.ac.kr

I. 서 론

기업의 소유구조에서 기업을 지배하는 지배주주(가족)가 존재하고, 이들 지배주주(가족)가 기업경영과 관련된 의사결정을 주도하는 기업을 가족기업이라고 한다. 가족기업은 전 세계적으로 일반화된 기업형태 중의 하나이다(Shleifer and Vishny, 1986; La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2002; Faccio and Lang, 2002; Anderson and Reeb, 2003; Morck and Yeung, 2003). Shleifer and Vishny(1986)는 미국 S&P 500 기업 중에서 1/3이 가족기업에 해당한다고 하였다. La Porta et al.(1999)은 선진국 기업의 약 30%가 가족구성원 또는 창업자에 의해 지배되는 가족기업이라고 하였다. Claessens et al.(2000)은 동아시아 9개 국가를 대상으로 지배구조를 분석한 결과 2/3 이상이 가족기업에 해당한다고 하였다. Faccio and Lang(2002)은 서유럽 13개국 기업의 44%가 가족기업에 해당한다고 보고하였다.

그런데 이러한 지배가족(주주)이 존재하는 가족기업 형태는 기업의 경영성과에 영향을 미칠 수 있다. 선행연구들에 의하면 가족기업은 비가족기업에 비해 경영성과가 더 높다는 연구결과가 제시되고 있다(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983; Demsetz and Lehn, 1985; Stein, 1988, 1989; McConaughy et al., 1998; James, 1999; Casson, 1999; Khanna and Palepu, 2000; Chami, 2001; Marman, 2002; Anderson and Reeb, 2003; Bertrand and Schoar, 2006; 최우석, 이우백, 2005; 반혜정, 2009; 남영호, 문성주, 2007 등). 뿐만 아니라 가족기업이 비가족기업에 비해 경영성과가 더 낮다는 연구결과도 제시되고 있다(Shleifer and Vishny, 1997; Burkart et al., 1997; Smith and Amoako-Adu, 1999; DeAngelo and DeAngelo, 2000; Claessens et al., 2000; Schulze et al., 2001, 2003; Chang, 2003; Lins and Lins, 2003; Cronqvist and Nilsson, 2003; Hoopes and Miller, 2006; Perez-Gonzalez, 2006; 이정화, 고윤성, 2009; 김동욱, 김병곤, 2014 등).

가족경영이 긍정적인 효과를 가져와 기업성과를 높일 수 있는 경우는 다음과 같이 생각해 볼 수 있다. 가족기업은 소유와 경영이 일치하고, 경영권을 승계하는 지배구조적인 특성이 있기 때문에 단기업적보다는 장기존속을 기본목표로 하는 경향이 있다. 장기투자를 선호하는 대주주들이 존재함으로써 경영자에 의해 유발될 수 있는 근시안적인 투자 의사결정 유인(incentives for myopic investment decision)이 완화되어 기업성과가 향상될 수 있다(Stein, 1988, 1989). 또한 소유와 경영이 분리된 가족기업인 경우에는 일반적으로 지배대주주가 존재하고 이들은 전문경영자의 경영활동을 통제하고 감시함으로써 경영자에 의한 대리인 문제를 완화시킬 수 있다(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983; Demsetz and Lehn, 1985; McConaughy et al., 1998).

반면에 가족경영이 부정적인 효과를 가져와 기업의 성과를 하락시킬 수 있는 경우는 다음과 같이 생각해 볼 수 있다. 기업을 지배하고 있는 지배가족이 자신들의 권한을 이용하여 과도한 보수를 추구하거나 특별배당, 내부거래 등을 통해 사적이익(private benefit)을 추구하는 경우에는 기업성파가 낮아질 수 있다. 또한 가족기업에서 볼 수 있는 가족구성원 간의 갈등, 대주주와 경영자 간의 암투, 잘못된 승계전략이나 족벌주의 등이 발생하는 경우에도 기업성파는 하락할 수 있다. 뿐만 아니라 가족기업의 경우 기업을 지배하고 있는 지배주주의 이해(interest) 때문에 외부주주의 부를 탈취(expropriation)하고자 하는 대리인문제를 유발시킬 가능성도 높다(Johnson et al., 2000; Bertrand et al., 2002).

이와 같이 가족기업 특성은 기업성파에 긍정적인 영향과 부정적인 영향을 모두 가져올 수 있기 때문에 외국인투자자는 가족기업에 대한 투자에서 선호 정도가 달라질 수 있다. 가족기업 특성이 기업성파에 긍정적으로 영향을 미치는 기업에 대해서는 투자를 확대하고자 할 것이지만, 기업성파에 부정적으로 영향을 미치는 기업에 대해서는 투자를 회피하고자 할 것이다.

본 연구에서는 한국기업을 대상으로 외국인투자자가 가족기업에 대한 투자를 선호하는가를 분석해보고자 한다. 외국인투자자들은 기업성파에 대해 민감하게 반응하고, 부 탈취 가능성이 높은 기업에 대한 투자는 기피하는 경향이 강하다. 외국인투자자의 이러한 특성을 한국의 일반적인 기업형태인 가족기업과 연계시켜 분석함으로써 외국인투자자의 투자행태를 이해하는데 도움이 될 수 있다.

이를 위해 먼저 표본기업을 가족기업과 비가족기업으로 나누어, 가족기업이라는 특성이 외국인투자에 미치는 영향을 분석한다. 둘째, 가족기업을 대상으로 지배구조 특성이 외국인투자에 미치는 영향을 분석한다. 가족기업 표본을 양호한 지배구조기업(good governance firms)과 취약한 지배구조기업(weak governance firms)으로 구분하여 지배구조 특성에 따라 가족기업에 대한 외국인투자가 달라지는가를 살펴본다. 셋째, 가족기업을 대상으로 지배가족(주주)의 지분율이 외국인투자에 미치는 영향을 분석한다. 지배주주지분율 수준에 따라 외국인투자가 달라지는가를 분석하고, 사익편취규제대상이 되는 지배주주지분율 30% 이상의 가족기업에 대해 외국인투자자가 투자를 기피하는가를 확인해 보고자 한다.

이러한 분석은 전체 표본기간 분석뿐만 아니라 글로벌 금융위기가 발생한 2008년 이전기간과 이후기간을 나누어 비교하는 방식으로 분석한다. 표본자료는 2004년부터 2018년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 총 8,503개 기업이다. 본 연구에서 사용되는 자료는 횡단면자료(cross-section data)를 시간적으로 연결한 것이기 때문에 시계열·횡단면 자료를 통합한 불균형 패널자료(unbalance panel data)를 형성하여 패널자료회귀분석법을 사용하여 분석한다.

II. 이론적 배경

선행연구들에 의하면 외국인투자자들은 지배주주나 국내투자자들에 비해 기업의 투자위험이나 현금흐름 위험, 사업 운영위험, 지배주주에 의한 부 탈취(wealth expropriation) 가능성 등에 대해 정보가 상대적으로 부족하기 때문에 이러한 위험이 상대적으로 작은 기업에 투자하려는 경향을 보인다고 하였다(Brennan and Cao, 1997; Kang and Stulz, 1997; Choe et al., 2005; Leuz et al., 2009). 특히 외국인투자자들은 부 탈취 위험에 대해 매우 민감하기 때문에 터널링(tunneling) 등에 의해 부 탈취 가능성이 높은 기업에 대한 투자는 기피하는 경향이 있다고 하였다.

이러한 측면에서 보면, 외국인투자자는 지배가족이 기업의 의사결정을 주도하는 가족기업에 대해 투자를 기피하는 유인을 가질 수 있다. 지배가족은 자신들이 통제할 수 있는 지배권(voting right)을 활용하여 소유권(ownership) 이상의 권한을 행사하고, 터널링과 프로핑(propping) 등을 통해 사익편취할 가능성이 크기 때문이다(Johnson et al., 2000; Bertrand et al., 2002; Bae et al., 2002).¹⁾

특히 기업의 지배구조가 취약할수록 이러한 위험에 노출될 가능성이 높기 때문에 지배구조가 취약한 가족기업에 대해서는 외국인의 투자 기피정도가 더 높을 것으로 예상할 수 있다. 반면에 지배구조가 양호하면 정보불균형(information asymmetry)이나 대리인문제 발생 가능성이 낮아지기 때문에 가족경영의 효과가 긍정적으로 나타날 수 있다. 이러한 경우에는 외국인의 투자가 확대될 수 있다. 즉 지배구조가 양호한 가족기업에 대해서는 외국인투자가 증가할 것으로 예상할 수 있다.

한편 기업을 지배하고 있는 지배가족(주주)의 지분율도 외국인의 투자 의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 지배주주지분율이 높은 가족기업의 경우 지배주주와 외부주주의 이해가 일치되어 지배주주에 의한 대리인문제가 축소되고 기업가치가 증가될 수 있다. 즉 외부주주인 외국인투자자는 기업가치 증가에 따른 주주부의 최대화를 지향하고 있는데, 이러한 외국인 투자자의 이해와 지배주주의 이해가 일치하게 되면 높은 투자성과를 기대할 수 있게 된다. 이는 외국인투자를 증가시키는 유인이 될 수 있다.

1) 터널링(tunneling)은 지배주주가 지배권을 이용하여 자신의 소유권이 낮은 계열사로부터 소유권이 높은 계열사로 부(wealth)를 이전시켜 외부주주의 부를 탈취하는 현상을 말한다. 프로핑(propping)은 부실한 계열사를 지원하기 위하여 지배주주 자신의 소유권이 높은 계열사의 부를 소유권이 낮은 부실계열사로 이전시키는 현상을 말한다. 피라미드 소유구조에서 지원의 방향이 터널링과 반대로 일어난다는 의미에서 negative tunneling과 reverse tunneling이라고도 한다.

그렇지만 한편으로는 지배주주의 지분율이 높으면 사익편취의 가능성이 높아져 기업 가치가 하락하고, 이는 외국인투자를 감소시키는 요인으로 작용할 수도 있다. 지배주주는 내부거래나 자원이동(tunnel resources) 등을 통해 자신의 지분율이 낮은 기업에서 지분율이 높은 기업으로 부를 이전시켜 외부주주의 부를 탈취하고자 하는 유인이 증가할 수 있다. 즉 지배주주의 지분율이 높은 기업에서 외부주주의 부를 탈취하고자 하는 유인이 크게 작용할 수 있기 때문에 외국인투자자는 이러한 기업에 대한 투자를 기피하고자 하는 경향이 나타날 수 있다. 우리나라 공정거래위원회에서는 지배주주의 지분율이 30% 이상(비상장 기업의 경우 20% 이상)인 기업에서 사익편취의 가능성이 높은 것으로 판단하여 이들 기업을 사익편취규제대상기업으로 지정하고 내부거래에 대한 모니터링과 법적 제재를 가하고 있다.

Ⅲ. 실증분석의 설계

1. 분석대상 기간과 표본기업의 선정

본 연구에서는 한국기업지배구조원에서 지배구조 등급을 발표한 2004년부터 2018년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 총 8,503개(연도-기업)의 표본을 선정하였다. 분석기간 동안 결산자료를 공표하여 회계자료를 입수할 수 있는 12월 결산법인으로, 동기간 동안 결산기를 변경하지 않은 비금융업종 기업이다. 한국에서 금융산업은 규제산업으로 경영방식이나 지배구조, 외국인투자 행태 등에서 비금융업종의 기업과 매우 다르기 때문에 표본대상에서 제외하였다.

본 연구에서 사용되는 자료는 횡단면자료를 시간적으로 연결한 것이기 때문에 횡단면 자료에서 나타날 수 있는 이분산(heteroscedasticity)의 문제와 시계열 자료가 갖는 계열 상관의 문제가 동시에 나타날 수 있다. 따라서 본 연구에서는 시계열·횡단면 자료를 통합한 불균형 패널자료를 형성하여 분석하는 방법을 사용한다.

실증분석에 사용된 기업재무자료와 소유구조자료는 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE와 금융감독원의 기업공시 사이트(<http://dart.fss.or.kr>), 공정거래위원회의 기업집단포털(<https://www.egroup.go.kr>) 등에서 수집하였다. 기업지배구조 등급자료는 한국지배구조원(Corporate Governance Service)에서 제공하는 자료를 사용하였다. 데이터 분석을 위한 통계패키지는 STATA 13.0을 사용하였다. 표본자료 내의 극단치(outlier)에 의해 실증결과가 왜곡되는 것을 방지하기 위해 표본자료의 상하 1%를 기준으로 윈저화(winsorizing)를 실시하였다.

2. 분석대상변수

1) 외국인투자변수

본 연구의 목적은 외국인투자자가 가족기업에 대한 투자를 선호하는가를 분석하는 데 있다. 따라서 본 연구에서는 외국인투자변수를 종속변수로 하고, 가족기업 특성변수를 설명변수로 하여 가족기업 특성이 외국인투자에 미치는 영향을 분석한다. 만약 가족기업 특성이 외국인투자변수와 정(부)의 영향관계를 나타낸다면 외국인투자자는 가족기업에 대한 투자를 선호(기피)하는 것으로 이해할 수 있다.

본 연구에서 외국인투자변수로는 Bodnaruk et al.(2017)에서와 같이 외국인지분율(*Foreign Own*)과 가족기업 초과투자비율(*ExForFam*)을 사용한다. 외국인지분율(*Foreign Own*)은 개별기업의 총발행주식수에서 외국인투자자들이 보유한 주식비율(=외국인 보유주식수/총발행주식수)로 계산한다. 가족기업 초과투자비율(*ExForFam*)은 외국인투자자들이 포트폴리오를 구성할 때 특정 가족기업에 시장평균가중치(average market weight)를 초과하여 투자한 정도를 나타내는 지표이다.²⁾ 가족기업 초과투자비율변수(*ExForFam*)는 외국인투자자들이 투자한 총투자금액 대비 특정 가족기업에 투자한 금액 비중(= j 가족기업 외국인투자금액/시장 총 외국인투자금액)에서 시장 전체 시가총액 대비 가족기업 시가총액 비중(= 가족기업 총 시가총액/시장 총시가총액)을 차감하여 계산한다. 외국인지분율과 가족기업 초과투자비율은 분석기간 각 연도의 연말기준으로 계산한다.

2) 가족기업변수

선행연구들에 의하면 가족기업의 여부는 지배가족의 소유지분율, 지배가족의 경영참여 여부, 가족의 기업승계, 가족기업이라는 자기지각 등에 의해 결정될 수 있다고 하였다(Litz, 1995; Chua et al., 1999; Gomez-Mejia et al., 2003; Chrisman et al., 2005). 특히 이들 조건 중에서도 가족의 소유지분율과 가족의 경영참여 여부, 지배가족의 이사회 통제 여부가 가장 중요한 지표가 될 수 있다고 하였다(Chua et al., 1999; Villalonga and Amit, 2006).

본 연구에서는 앞에서 제시된 조건들과 한국기업의 실정 등을 고려하여 다음 세 가지

2) 본 연구에서 정의하고 있는 초과투자비율변수(*ExForFam*)는 금융투자업계 실무자들이 투자여건을 제시할 때 사용하고 있는 비중확대(overweight)와 비슷한 의미로 이해할 수 있다. 즉 투자자들이 특정 기업에 대해 시장평균가중치를 초과하여 투자하는 정도를 나타낸다. 본 연구에서는 특정 가족기업에 대해 시장평균치를 초과하여 투자한 정도를 나타내는 의미를 보다 명확히 표현하기 위해 가족기업 초과투자비율이라는 변수명을 사용하였다.

조건 중 하나 이상에 해당하는 경우에 가족기업(*Family*)으로 분류하여 더미값 1을 부여하여 분석한다.

첫째, 창업지배가족(*founding family*)이 해당기업의 의결권을 50% 이상 보유하고 있는 경우이다.³⁾ Westhead and Cowling(1998)과 한국가족기업경영연구소(<http://www.familybiz.or.kr>)에서는 가족의 소유권이 50% 이상인 기업을 가족기업으로 정의하고 있다. 본 연구에서 지배가족의 의결권은 최대주주 본인과 친인척의 소유지분율의 합으로 측정한다. 둘째, 지배가족 구성원이 기업경영에 참여하는 경우이다. 지배가족의 경영참여 여부는 지배가족의 구성원이 등기 임원이나 미등기 임원으로 등재되어 있는 경우에 경영활동에 참여하고 있는 것으로 판단한다. 셋째, 총수가 있는 기업집단의 계열사인 경우이다. 한국기업에 있어 총수가 있는 기업집단의 계열사는 전문경영인이 경영을 담당하더라도 실질적으로는 지배주주인 지배가족의 지배하에 의사결정이 이루어지는 것이 일반적이다. 따라서 지배가족의 영향하에서 경영활동이 이루어지는 것으로 판단하여 가족기업으로 분류한다.⁴⁾

3) 지배구조변수

본 연구에서는 외국인투자자의 가족기업 투자선호에 기업의 지배구조가 영향을 미치는가를 분석한다. 따라서 가족기업을 지배구조수준에 따라 양호한 지배구조기업(*good governance firms*)과 취약한 지배구조기업(*weak governance firms*)으로 분류하여 그 영향관계를 살펴본다.

가족기업의 지배구조를 양호한 수준과 취약한 수준으로 구분하는 기준은 한국기업지배구조원에서 발표하는 지배구조 등급을 사용한다. 한국기업지배구조원에서는 매년 주주권리 보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분 등 5개 부문을 평가하여 지배구조 등급을 발표하고 있다.

본 연구에서는 2004년부터 2010까지는 지배구조 등급이 최우량(*excellent*)~양호(*good*) 등급에 해당하는 기업을 양호한 수준의 지배구조기업으로 분류하고, 2011년부터는 A+와 A등급에 속한 기업을 양호한 수준의 지배구조기업으로 분류하여 *Good Govern* 변수에 더미값

3) 가족기업의 분류기준으로 의결권(*voting right*) 25% 수준을 적용한 연구도 있다(La Porta et al., 1999; Faccio and Lang, 2002; Sraer and Thesmar, 2007; Andres, 2008a, 2008b; Schmid et al., 2008; Bodnaruk et al., 2017).

4) 한국기업의 경우 순환출자나 지주회사 체제로 기업집단을 이루고 있는 경우가 많다. 이러한 기업집단에 있어 지배주주인 지배가족이 존재하는 경우에는 그 가족이 기업집단을 구성하고 있는 기업들을 실질적으로 지배하고 있는 것이 일반적이다. 비록 전문경영인이 대표이사를 맡고 있다 하더라도 주요 의사결정은 지배주주인 지배가족의 의사를 반영하여 이루어지는 구조가 대부분이다. 따라서 한국기업을 연구하는데 있어 가족기업 여부를 판단할 때는 이러한 기업내 의사결정구조를 반영하는 것이 필요하다.

1을 부여한다.⁵⁾ 표본의 나머지 가족기업은 취약한 지배구조기업으로 분류하여 *Good Govern* 더미변수에 0의 값을 부여한다.

4) 지배주주지분변수

지배주주는 당해기업의 경영활동에 직·간접적으로 실질적인 경영권과 통제권을 행사하는 주주라고 할 수 있다. 따라서 가족기업을 분석하는 연구에서는 지배주주지분은 대리인문제와 관련하여 소유구조를 나타내는 주요 변수가 될 수 있다.

본 연구에서 지배주주지분변수로는 지배주주지분율변수(*Ulti Own*)와 지배주주지분율 30%초과변수(*Ulti Own30*)를 사용한다. 지배주주지분율변수(*Ulti Own*)는 총발행주식수에서 지배주주 본인과 친인척이 보유한 지분율(= 지배가족 보유주식수/총발행주식수)로 측정한다. 지배주주지분율 30%초과변수(*Ulti Own30*)는 지배가족의 지분율이 30% 이상인 경우에 1의 값을 갖는 더미변수이다.

5) 재무통제변수

외국인투자자의 투자 의사결정에 영향을 미치는 요인은 다양할 수 있다. 본 연구에서는 개별기업의 재무적 특성을 통제한 상황에서 가족기업 특성이 외국인투자에 미치는 영향을 분석한다. 이를 위해 기업가치(*Tobin Q*), 기업규모(*Size*), 수익성(*Roe*), 성장성(*Growth*), 유형자산(*Tangibility*), 레버리지비율(*Leverage*), 배당수익률(*Divid Yield*)을 통제변수로 사용한다. 외국인투자자는 레버리지비율이 낮고, 기업가치, 수익성, 성장성, 유형자산비율, 배당수익률이 높으면서 기업규모가 큰 기업을 선호하는 경향을 보인다.

기업가치(*Tobin Q*)는 토빈의 *Q*로 측정하는데, 자기자본의 시장가치와 부채의 합을 총자산으로 나누어 계산(=(시가총액+부채)/총자산)한다. 기업규모(*Size*)는 총자산에 자연 로그를 취한 값(= $\ln$ 총자산)으로 측정한다. 수익성(*Roe*)은 총자산에서 영업이익이 차지하는 비중인 총자산영업이익률(=영업이익/총자산)로 측정한다. 성장성(*Growth*)의 측정변수로는 매출액증가율(=(당해연도 매출액-전연도 매출액)/전연도 매출액)을 사용한다. 유형자산(*Tangibility*)은 총자산에서 유형자산이 차지하는 비중(=유형자산/총자산)으로 측정하고, 레버리지비율(*Leverage*)은 총자산에서 부채가 차지하는 비중(=부채/총자산)으로 측정한다.

5) 한국지배구조원에서는 지배구조 등급을 2004년부터 2010까지는 최우량(excellent), 우량+(very strong), 우량(strong), 양호+(very good), 양호(good), 보통(moderate), 취약(weak), 매우취약(very weak) 등의 등급으로 발표하였으나, 2011년 이후부터는 A+, A, B+, B, C+, C, D+, D, E, S 등의 등급으로 발표하고 있다.

배당수익률(*Divid Yield*)은 시가총액 대비 총배당금(=총배당금/시가총액)으로 측정한다.

<표 1> 분석대상변수 및 측정방법

구분		변수명	측정방법
외국인투자 변수	외국인지분율	<i>ForeignOwn</i>	= 외국인 보유주식수/총발행주식수
	가족기업 초과 투자비율	<i>ExForFam</i>	$= \left(\frac{j\text{가족기업 외국인투자금액}}{\text{시장 총 외국인투자금액}} \right) - \left(\frac{\text{가족기업 총시가총액}}{\text{시장 총시가총액}} \right)$
가족기업변수		<i>Family</i>	가족기업으로 분류되는 경우 = 1, 기타 = 0인 더미변수
지배구조변수		<i>GoodGovern</i>	양호한 지배구조기업으로 분류되는 경우 = 1, 기타 = 0인 더미변수
지배주주 지분변수	지배주주 지분율	<i>UltiOwn</i>	= 지배가족 보유주식수/총발행주식수
	지배주주지분율 30%이상 기업	<i>UltiOwn30</i>	지배주주지분율이 30% 이상인 경우 = 1, 기타 = 0인 더미변수
재무통제 변수	기업가치	<i>TobinQ</i>	= (시가총액+부채)/총자산
	기업규모	<i>Size</i>	= ln(총자산)
	수익성	<i>Roa</i>	= 영업이익/총자산
	성장성	<i>Growth</i>	= (당해연도 매출액-전연도 매출액)/(전연도 매출액)
	유형자산	<i>Tangibility</i>	= 유형자산/총자산
	레버리지비율	<i>Leverage</i>	= 부채/총자산
	배당수익률	<i>DividYield</i>	= 총배당금/시가총액

3. 가설설정 및 분석모형

이론적 배경에서 가족기업 특성은 기업의 경영성과에 영향을 미칠 수 있다고 하였다. 가족기업 특성이 기업의 성과에 긍정적으로 영향을 미친다면 외국인투자자는 가족기업에 대한 투자를 선호하게 될 것이고, 반대로 부정적으로 영향을 미친다면 투자를 기피하고자 할 것이다. 따라서 본 연구에서는 먼저 외국인투자자들이 한국의 가족기업에 대해 투자를 선호하는지의 여부를 분석한다. 이를 위해 가설 1을 설정하여 검증한다.

가설 1: 한국 가족기업 특성은 외국인투자자의 투자선호에 긍정 혹은 부정적으로 영향을 미친다.

가설 1을 검증하기 위해서 [모형 1]을 설정하여 분석한다. 종속변수는 외국인지분율(*ForeignOwn*)이고, 설명변수는 가족기업더미변수(*Family*)이다. 가족기업더미변수의 회귀 계수가 유의하게 정(+) 또는 부(-)의 값을 나타낸다면 가족기업 특성이 외국인투자자의 투자선호에 긍정적으로 혹은 부정적으로 영향을 미친다고 해석할 수 있다.

[모형 1]

$$\begin{aligned} ForeignOwn_{it} = & \alpha + \beta_1 Family_{it} + \beta_2 TobinQ_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 Growth_{it} \\ & + \beta_6 Tangibility_{it} + \beta_7 Leverage_{it} + \beta_8 DividYield_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

한편 가족기업은 지배가족의 이해관계 때문에 소액주주의 부를 탈취하고자 하는 유인이 크게 나타날 수 있다고 하였다. 이러한 유인은 지배구조가 취약한 기업에서 더 뚜렷이 나타나고, 지배구조가 양호하면 축소될 수 있다고 하였다. 한국 가족기업에서 이러한 유인이 외국인투자자의 투자의사결정에 영향을 미친다면, 지배구조가 양호한 가족기업에 대한 투자는 선호되고, 지배구조가 취약한 가족기업에 대한 투자는 기피될 것으로 예상할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 가설 2를 설정하여 한국 가족기업의 지배구조 특성이 외국인투자자의 투자선호에 미치는 영향을 분석한다.

가설 2: 외국인투자자는 지배구조가 양호한 가족기업에 대한 투자를 선호한다.

가설 2를 검증하기 위해서 전체 표본기업 중에서 가족기업 표본만을 대상으로 [모형 2]를 설정하여 분석한다. 종속변수는 외국인지분율(*ForeignOwn*)과 외국인의 가족기업 초과투자비율변수(*ExForFam*)이고, 설명변수는 지배구조변수이다. 양호한 지배구조기업을 나타내는 *GoodGovern* 변수의 회귀계수가 유의하게 정(+)의 값을 보인다면, 외국인투자자는 지배구조가 양호한 가족기업에 대한 투자를 선호한다고 해석할 수 있다.

[모형 2]

$$\begin{aligned} ForeignOwn_{it}(ExForFam_{it}) = & \alpha + \beta_1 GoodGovern_{it} + \beta_2 TobinQ_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Roa_{it} \\ & + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Tangibility_{it} + \beta_7 Leverage_{it} + \beta_8 DividYield_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

한국 가족기업에 있어 지배주주의 지분율도 외국인투자자의 투자선호에 영향을 미칠 수 있다고 하였다. 지배주주지분율이 높은 가족기업의 경우 지배주주와 외부주주의 이해가 일치되어 지배주주에 의한 대리인문제가 축소되고 기업가치가 증가될 수 있기 때문에 외국인의 투자선호가 높아질 수 있다고 하였다.

그렇지만 한편으로는 지배주주의 지분율이 높으면 사익편취의 가능성이 높아져 기업가치가 하락하고, 이는 외국인투자를 감소시키는 요인으로 작용할 수도 있다고 하였다. 특히 한국의 가족기업에서는 지배주주의 지분율 수준이 30% 이상인 경우에 사익편취규제대상기업으로 지정될 정도로 사익편취 유인이 강하게 나타날 가능성이

있다고 하였다. 이 경우 외국인투자자는 이들 기업에 대한 투자를 기피하고자 하는 유인을 가질 수 있다.

따라서 본 연구에서는 가설 3과 가설 4를 설정하여 한국 가족기업의 지배주주지분율이 외국인투자자의 투자선호에 미치는 영향을 분석한다.

가설 3: 한국 가족기업의 지배주주지분율은 외국인투자자의 투자선호에 긍정 혹은 부정적으로 영향을 미친다.

가설 4: 외국인투자자는 사익편취 가능성이 높은 지배주주지분율 30% 이상인 한국 가족기업에 대한 투자를 기피하고자 한다.

가설 3과 가설 4를 검증하기 위해서 전체 표본기업 중에서 가족기업 표본만을 대상으로 [모형 3]을 설정하여 분석한다. 종속변수는 외국인지분율(*ForeignOwn*)과 가족기업 초과투자 비율변수(*ExForFam*)이고, 설명변수는 지배주주지분변수이다. 지배주주지분에서 지배주주지분율을 나타내는 *UltiOwn* 변수의 회귀계수가 유의하게 정(+)의 값을 보인다면, 외국인투자자는 지배주주지분율이 높은 가족기업에 대한 투자를 선호한다고 해석할 수 있다. 반면에 *UltiOwn* 변수의 회귀계수가 유의하게 부(-)의 값을 보인다면, 외국인투자자는 지배주주의 지분율이 높은 가족기업에 대한 투자를 기피한다고 해석할 수 있다. [모형 3]에서 지배주주의 지분율이 30% 이상인 기업을 나타내는 *UltiOwn30* 변수의 회귀계수가 유의하게 부(-)의 값을 보인다면, 외국인투자자는 지배주주의 사익편취 가능성이 높은 가족기업에 대한 투자를 기피하고, 사익편취 가능성이 낮은 가족기업에 대한 투자를 선호한다고 해석할 수 있다.

[모형 3]

$$\begin{aligned} ForeignOwn_{it}(ExForFam_{it}) = & \alpha + \beta_1 UltiOwn_{it}(UltiOwn30_{it}) + \beta_2 TobinQ_{it} + \beta_3 Size_{it} \\ & + \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Tangibility_{it} + \beta_7 Leverage_{it} + \beta_8 DividYield_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

IV. 실증분석결과

1. 각 변수의 기술통계량

<표 2>는 전체표본의 각 변수별 기술통계량과 평균차이를 나타낸 것이다. 외국인지분율(*ForeignOwn*)의 평균은 10.29%이고, 최소 0%, 최대 63.68%이다. 외국인의 가족기업 초과

투자비율(*ExForFam*)은 최소 -0.5797, 최대 1.2093이고, 평균 -0.0152이다. 가족기업여부 더미변수(*Family*)의 평균은 0.8478로 표본기업의 84.78%가 가족기업으로 분류된다. 양호한 지배구조 더미변수(*GoodGovern*)의 평균은 0.0523으로 표본의 5.23%가 양호한 지배구조 기업으로 분류되고 있다. 지배주주지분율(*UltiOwn*)은 평균 11.91%이고, 지배주주지분율 30% 이상인 기업(*UltiOwn30*)은 전체표본의 11.16%이다.

<표 2> 각 변수의 기술통계량

표본은 2004년부터 2018년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 비금융업종 기업으로 15개년 총 8,503개임. 표본에서 가족기업은 7,209개이며 비가족기업은 1,294개임. *ForeignOwn*(외국인지분율) = 외국인 보유주식수/총발행주식수, *ExForFam*(가족기업 초과 투자비율) = $(\frac{j\text{가족기업 외국인투자금액}}{\text{시장 총 외국인투자금액}}) - (\frac{\text{가족기업 총시가총액}}{\text{시장 총시가총액}})$, *Family*(가족기업 변수) = 가족기업으로 분류되는 경우 = 1, 기타 = 0인 더미변수, *GoodGovern*(지배구조변수) = 양호한 지배구조기업으로 분류되는 경우 = 1, 기타 = 0인 더미변수, *UltiOwn*(지배주주지분율) = 지배가족 보유주식수/총발행주식수, *UltiOwn30*(지배주주지분율 30% 이상 기업) = 지배주주지분율이 30% 이상인 경우 = 1, 기타 = 0인 더미변수, *TobinQ*(기업가치) = (시가총액+부채)/총자산, *Size*(기업규모) = $\ln(\text{총자산})$, *Roa*(수익성) = 영업이익/총자산, *Growth*(성장성) = (당해연도 매출액-전연도 매출액)/(전연도 매출액), *Tangibility*(유형자산) = 유형자산/총자산, *Leverage*(레버리지비율) = 부채/총자산, *DividYield*(배당수익률) = 총배당금/시가총액. t-검정 값은 가족기업과 비가족기업의 각 변수별 평균차이임. ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 나타냄.

변수	평균	표준편차	최소	최대	t-검정
<i>ForeignOwn</i>	0.1029	0.1382	0.0000	0.6368	1.27*
<i>ExForFam</i>	-0.0152	0.1874	-0.5797	1.2093	-
<i>Family</i>	0.8478	0.3592	0.0000	1.0000	-
<i>GoodGovern</i>	0.0523	0.2227	0.0000	1.0000	2.88***
<i>UltiOwn</i>	0.1191	0.1367	0.0000	0.5208	-18.64***
<i>UltiOwn30</i>	0.1116	0.3149	0.0000	1.0000	-8.22***
<i>TobinQ</i>	1.1421	0.7097	0.3949	4.8448	3.19***
<i>Size</i>	26.6754	1.4996	23.9284	30.9689	-5.07***
<i>Roa</i>	0.0404	0.0608	-0.1769	0.2183	-3.30***
<i>Growth</i>	0.0730	0.2775	-0.6482	1.6458	1.27
<i>Tangibility</i>	0.3053	0.1890	0.0002	0.7954	5.78***
<i>Leverage</i>	0.4202	0.1988	0.0348	0.8759	6.54***
<i>DividYield</i>	0.0149	0.0163	0.0000	0.0794	-1.88**

통제변수인 기업가치(*TobinQ*)는 평균 1.1421배이고, 기업규모(*Size*)는 평균 26.6754이다. 수익성지표인 총자산영업이익률(*Roa*)은 평균 4.04%이고, 성장성지표인 매출액증가율(*Growth*)은 평균 7.30%이다. 유형자산비율(*Tangibility*)은 평균 30.53%이고, 레버리지비율(*Leverage*)은 평균 42.02%이다. 배당수익률(*DividYield*)은 평균 1.49%이다.

2. 실증분석 결과

1) 가족기업 여부가 외국인투자에 미치는 영향 분석결과

<표 3>은 [모형 1]을 이용하여 가족기업이라는 특성이 외국인투자에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 표본을 전체기간과 금융위기 이전, 금융위기 이후 기간으로 나누어 분석하였다.

가족기업 여부를 나타내는 *Family* 변수와 외국인투자비율(*ForeignOwn*)의 관계를 보면, 금융위기 이전기간에서는 유의한 영향관계를 발견할 수 없지만, 전체기간과 금융위기

<표 3> 가족기업 여부가 외국인투자에 미치는 영향 분석결과

이 표는 가족기업 여부가 외국인투자에 미치는 영향을 분석하기 위해 [모형 1]을 이용하여 패널자료회귀분석한 결과임. 전체 분석기간은 2004년부터 2018년까지임. 금융위기 이전기간은 2004년부터 2007년까지임. 금융위기 이후기간은 2009년부터 2018년까지임. ()안의 값은 *t* 값임. ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 나타냄.

[모형 1] $ForeignOwn_{it} = \alpha + \beta_1 Family_{it} + \beta_2 TobinQ_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Tangibility_{it} + \beta_7 Leverage_{it} + \beta_8 DividYield_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$

구분	종속변수: <i>ForeignOwn</i>		
	전체기간	금융위기 이전기간	금융위기 이후기간
<i>Family</i>	-0.0245*** (-7.23)	0.0078 (0.94)	-0.0238*** (-5.89)
<i>TobinQ</i>	0.0230*** (13.62)	0.0158*** (4.29)	0.0251*** (12.58)
<i>Size</i>	0.0424*** (42.53)	0.0080 (1.12)	0.0453*** (40.84)
<i>Roa</i>	0.2548*** (12.53)	0.0142 (0.37)	0.1954*** (7.76)
<i>Growth</i>	-0.0181*** (-5.20)	0.0023 (0.41)	-0.0191*** (-4.51)
<i>Tangibility</i>	0.0156** (2.13)	0.0256 (1.20)	0.0014 (0.17)
<i>Leverage</i>	-0.0815*** (-11.35)	-0.0317 (-1.57)	-0.1036*** (-12.32)
<i>DividYield</i>	0.7703*** (10.57)	0.0459 (0.40)	0.7004*** (7.43)
상수항	-1.0243*** (-38.71)	-0.1126 (-0.61)	-1.0969*** (-37.19)
표본기업 수	8,503개	1,990개	5,983개
<i>g</i> 통계량	11,832.59***	1,950.64***	44,20.18***
<i>m</i> 통계량	22.66***	148.39***	16.01**
적합모형	고정효과	고정효과	고정효과
<i>R</i> ²	0.2539	0.0185	0.3052
<i>F</i> 값	331.48***	3.44***	289.63***

이후기간에서 회귀계수가 각각 $-0.0245(t = -7.23)$ 와 $-0.0238(t = -5.89)$ 로 유의한 부(-)의 영향관계를 확인할 수 있다. 이러한 결과는 외국인투자자들이 투자대상으로 가족기업을 선호하지 않는 것으로 해석할 수 있다. 특히 이러한 경향은 글로벌 금융위기 이후기간에 더욱 뚜렷하게 나타나는 현상으로 이해할 수 있다.

가족기업의 경우 지배주주에 의한 부 탈취나 사익편취 등으로 인해 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 큰 때문으로 이해된다. 외국인투자자들은 지배주주나 국내투자자들에 비해 부 탈취나 사익편취 등에 대한 정보를 입수하는데 상대적으로 어려움이 있을 수 있기 때문에 가족기업에 대한 투자를 선호하지 않을 수 있다. 한편으로는 우리나라의 경우 국내투자자들에 비해 외국인투자자들의 정보 분석 능력이 더 뛰어난 것으로 알려져 있는 만큼 외국인투자자는 지배주주에 의한 부 탈취나 사익편취 등의 발생 가능성을 염두에 두고 가족기업에 대한 투자를 선호하지 않을 수도 있다. 이러한 현상이 글로벌 금융위기 이후기간에 뚜렷이 나타나는 것은 글로벌 투자자들이 금융위기를 겪으면서 기업성과와 경영의 투명성을 더욱 중시하게 된 흐름과 연관된 것으로 이해할 수 있다.

2) 가족기업의 지배구조가 외국인투자에 미치는 영향 분석결과

<표 4>는 [모형 2]를 이용하여 가족기업의 지배구조 특성이 외국인투자에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 표본을 가족기업으로 한정하고 전체기간과 금융위기 이전, 이후 기간으로 나누어 패널자료회귀분석하였다.⁶⁾

먼저 지배구조(*GoodGovern*)와 외국인투자비율(*ForeignOwn*)의 영향관계를 보면, 금융위기 이전기간의 *GoodGovern* 변수의 회귀계수는 $-0.0349(t = -3.78)$ 로 1%유의수준에서 유의한 부(-)의 영향관계로 나타났다. 하지만 전체기간과 금융위기 이후기간 *GoodGovern* 변수의 회귀계수는 각각 $0.0281(t = 4.87)$ 과 $0.0341(t = 5.22)$ 로 1% 유의수준에서 유의한 정(+)의 영향관계로 나타났다. 이러한 결과는 외국인투자자는 대체로 지배구조가 양호한 가족기업에

6) <표 4>의 분석에 앞서 외국인투자와 지배구조의 영향관계를 가족기업과 비가족기업으로 나누고 비교분석 하였다.

구분	종속변수: <i>ForeignOwn</i>					
	전체기간		금융위기이전기간		금융위기 이후기간	
	가족기업	비가족기업	가족기업	비가족기업	가족기업	비가족기업
<i>GoodGovern</i>	0.0281*** (4.87)	0.0328** (2.27)	-0.0349*** (-3.78)	0.0008 (0.04)	0.0344*** (5.22)	0.0163 (0.93)
<i>Chow-test</i>	8.29***		2.93*		5.62**	

이러한 분석결과에서 가족기업과 비가족기업의 지배구조에 따른 외국인투자의 선호도 차이는 명확하게 확인할 수 없었다. 하지만 전체기업을 대상으로 한 분석에서 비가족기업의 회귀계수가 0.0328(2.27)로 가족기업에 비해 높게 나타났다. 이러한 결과는 회귀계수의 차이가 통계적으로 유의미한가를 확인하기 위한 *Chow-test*에서도 유의미한 것으로 나타났다. 즉 지배구조에 따른 외국인투자 선호도는 비가족기업이 더 민감 할 수 있음을 암시한다. 다만 비가족기업의 표본은 1,294개로 전체표본에서 15.2%에 해당한다.

대해 투자를 선호하는데, 이는 금융위기 이후기간에 더욱 뚜렷한 현상이라는 것을 의미한다.

지배구조(*Good Govern*)와 외국인초과투자(*ExForFam*)의 영향관계를 보면, 전체기간과 금융위기 이전, 이후 기간에 있어 *Good Govern* 변수의 회귀계수가 각각 0.0404($t = 3.74$), 0.0251($t = 1.86$), 0.0465($t = 3.39$)로 유의한 정(+)의 영향관계로 나타났다. 이러한 결과는 지배구조가 양호한 가족기업에 대해 외국인의 초과투자가 이루어진다는 것을 의미한다.

[모형 2]의 분석결과를 종합해보면, 가족기업에 있어 지배구조가 외국인투자에 영향을

<표 4> 가족기업의 지배구조가 외국인투자에 미치는 영향 분석결과

이 표는 가족기업의 지배구조 특성이 외국인투자에 미치는 영향을 분석하기 위해 [모형 2]를 이용하여 패널자료회귀분석한 결과임. 전체 분석기간은 2004년부터 2018년까지 임. 금융위기 이전기간은 2004년부터 2007년까지 이며, 금융위기 이후기간은 2009년부터 2018년까지임. ()안의 값은 t 값임. ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 나타냄. 적합모형이 고정효과모형인 경우에는 F 값 이고, 확률효과모형인 경우에는 Wald χ^2 값임.

$$[\text{모형 2}] \text{ Foreign Own}_{it}(\text{ExForFam}_{it}) = \alpha + \beta_1 \text{Good Govern}_{it} + \beta_2 \text{Tobin } Q_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{Roa}_{it} + \beta_5 \text{Growth}_{it} + \beta_6 \text{Tangibility}_{it} + \beta_7 \text{Leverage}_{it} + \beta_8 \text{Divid Yield}_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

구분	종속변수: <i>ForeignOwn</i>			종속변수: <i>ExForFam</i>		
	전체 기간	금융위기 이전기간	금융위기 이후기간	전체 기간	금융위기 이전기간	금융위기 이후기간
<i>GoodGovern</i>	0.0281*** (4.87)	-0.0349*** (-3.78)	0.0344*** (5.22)	0.0404*** (3.74)	0.0251* (1.86)	0.0465*** (3.39)
<i>TobinQ</i>	0.0221*** (12.13)	0.0141*** (3.27)	0.0244*** (12.29)	0.0029 (0.84)	-0.0194*** (-3.09)	0.0076* (1.79)
<i>Size</i>	0.0400*** (35.69)	0.0221*** (2.93)	0.0429*** (37.71)	0.0188*** (9.00)	0.0430*** (3.91)	0.0176*** (7.01)
<i>Roa</i>	0.2496*** (11.16)	0.0638 (1.47)	0.1771*** (6.73)	0.1982*** (4.75)	-0.0875 (-1.39)	0.2277*** (4.10)
<i>Growth</i>	-0.0194*** (-5.24)	0.0001 (0.02)	-0.0164*** (-3.81)	-0.0300*** (-4.35)	-0.0134 (-1.51)	-0.0290*** (-3.28)
<i>Tangibility</i>	0.0197** (2.52)	0.0464* (1.94)	0.0027 (0.32)	0.0274* (1.87)	-0.0087 (-0.25)	0.0215 (1.17)
<i>Leverage</i>	-0.0876*** (-11.42)	-0.0445* (-1.79)	-0.1064*** (-13.10)	-0.0591*** (-4.12)	-0.0270 (-0.75)	-0.0465*** (-2.61)
<i>DividYield</i>	0.7261*** (9.28)	0.0207 (0.17)	0.6265*** (6.59)	0.4632*** (3.17)	0.1260 (0.71)	0.8024*** (4.02)
상수항	-0.9827*** (-32.98)	-0.4796** (-2.43)	-1.0547*** (-34.94)	-0.5201*** (-9.35)	-1.1139*** (-3.86)	-0.5014*** (-7.55)
표본기업 수	7,209개	1,565개	5,200개	7,209개	1,565개	5,200개
g 통계량	9,014.73***	1,402.87***	3,837.96***	6,266.03***	1,605.97***	2,111.15***
m 통계량	18.20**	120.48***	12.19	45.34***	29.31***	31.75
적합모형	고정효과	고정효과	확률효과	고정효과	고정효과	고정효과
R^2	0.2428	0.0364	0.2912	0.0311	0.0295	0.0341
F 값/Wald χ^2	261.00***	4.28***	2,237.71***	26.10***	4.27***	19.89***

미친다는 것을 알 수 있다. 양호한 지배구조를 가진 가족기업은 지배구조가 취약한 가족기업에 비해 정보불균형과 대리인문제발생 가능성이 상대적으로 낮을 것으로 생각하여 투자를 선호하는 것으로 이해할 수 있다. 이러한 결과는 가설 2를 지지하는 것으로 해석할 수 있다.

3) 가족기업의 지배주주지분율이 외국인투자에 미치는 영향 분석결과

<표 5>는 [모형 3]을 이용하여 가족기업의 지배주주지분율이 외국인투자에 미치는 영향을

<표 5> 가족기업의 지배주주지분율이 외국인투자에 미치는 영향 분석결과

이 표는 지배주주지분율이 외국인투자에 미치는 영향을 분석하기 위해 [모형 3]을 이용하여 패널자료회귀분석한 결과임. 전체 분석기간은 2004년부터 2018년까지임. 금융위기 이전기간은 2004년부터 2007년까지임. 금융위기 이후기간은 2009년부터 2018년까지임. ()안의 값은 t 값임. ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 나타냄. 적합모형이 고정효과모형인 경우에는 F 값 이고, 확률효과모형인 경우에는 Wald χ^2 값임.

[모형 3] $ForeignOwn_{it}(ExForFam_{it}) = \alpha + \beta_1 UltiOwn_{it} + \beta_2 TobinQ_{it} + \beta_3 Size_{it}$
 $+ \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Tangibility_{it} + \beta_7 Leverage_{it} + \beta_8 DividYield_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$

구분	종속변수: <i>ForeignOwn</i>			종속변수: <i>ExForFam</i>		
	전체 기간	금융위기 이전기간	금융위기 이후기간	전체 기간	금융위기 이전기간	금융위기 이후기간
<i>UltiOwn</i>	-0.0849*** (-7.82)	-0.1096*** (-3.07)	-0.0787*** (-7.13)	-0.0875*** (-4.31)	-0.0004 (-0.01)	-0.0978*** (-4.05)
<i>TobinQ</i>	0.0212*** (11.68)	0.0111*** (2.60)	0.0233*** (11.70)	0.0020 (0.62)	-0.0181** (-2.09)	0.0064 (1.49)
<i>Size</i>	0.0395*** (35.72)	0.0215*** (2.85)	0.0429*** (38.59)	0.0189*** (9.12)	0.0439*** (3.99)	0.0178*** (7.20)
<i>Roa</i>	0.2543*** (11.41)	0.0745* (1.72)	0.1860*** (7.09)	0.2048*** (4.91)	-0.0928 (-1.47)	0.2405*** (4.34)
<i>Growth</i>	-0.0198*** (-5.38)	-0.0015 (-0.26)	-0.0162*** (-3.78)	-0.0306*** (-4.44)	-0.0138 (-1.55)	-0.0288*** (-3.26)
<i>Tangibility</i>	0.0115 (1.47)	0.0497** (2.08)	-0.0072 (-0.87)	0.0185 (1.26)	-0.0133 (-0.38)	0.0088 (0.47)
<i>Leverage</i>	-0.0977*** (-12.58)	-0.0461* (-1.86)	-0.1164*** (-14.17)	-0.0693*** (-4.77)	-0.0309 (-0.85)	-0.0589*** (-3.26)
<i>DividYield</i>	0.7572*** (9.70)	-0.0101 (-0.08)	0.6551*** (6.90)	0.4998*** (3.42)	0.1412 (0.79)	0.8375*** (4.20)
상수항	-0.9527*** (-31.71)	-0.4487** (-2.27)	-1.0375*** (-34.37)	-0.5019*** (-8.93)	-1.1360** (-3.93)	-0.4832*** (-7.23)
표본기업 수	7,209개	1,565개	5,200개	7,209개	1,565개	5,200개
g 통계량	9,049.29***	1,413.38***	3,819.41***	6,450.32***	1,636.02***	2,170.06***
m 통계량	16.34**	100.35***	10.51	33.46***	23.20**	24.63***
적합모형	고정효과	고정효과	확률효과	고정효과	고정효과	고정효과
R^2	0.2472	0.0323	0.2938	0.0317	0.0265	0.0352
F 값/Wald χ^2	267.16***	4.68***	2,271.66***	26.68***	3.83***	18.27***

분석한 결과이다. 표본을 가족기업으로 한정하고 전체기간과 금융위기 이전, 이후 기간으로 나누어 패널자료회귀분석하였다.

먼저 지배주주지분율(*UltiOwn*)과 외국인투자비율(*ForeignOwn*)의 영향관계를 보면, 전체기간, 금융위기 이전, 이후 기간에 있어 *UltiOwn* 변수의 회귀계수가 각각 $-0.0849(t=-7.82)$, $-0.1096(t=-3.07)$, $-0.0787(t=-7.13)$ 로 모두 유의한 부(-)의 관계로 나타났다. 지배주주지분율(*UltiOwn*)과 외국인초과투자(*ExForFam*)의 영향관계를 보면, 금융위기 이전기간에 유의한 영향관계를 확인할 수 없는 것을 제외하면, 전체기간과 금융위기 이후기간에서 *UltiOwn* 변수의 회귀계수가 각각 $-0.0875(t=-4.31)$ 와 $-0.0978(t=-4.05)$ 로 유의한 부(-)의 영향관계를 확인할 수 있다. 이러한 결과는 가족기업의 지배주주지분율이 높을수록 외국인투자자들은 이들 기업에 대한 투자를 기피하는 경향이 있다는 것을 의미한다. 가족기업에서 지배주주의 지분율이 높으면 외부주주의 부를 탈취하거나 사익편취의 유인이 증가할 가능성이 크기 때문에 외국인투자자들이 투자를 선호하지 않는 것으로 이해할 수 있다.

4) 지배주주지분율 30% 이상인 가족기업 특성이 외국인투자에 미치는 영향 분석결과

<표 6>은 [모형 3]을 이용하여 지배주주의 지분율이 30% 이상인 가족기업 특성이 외국인투자에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 가족기업 표본을 대상으로 전체기간과 금융위기 이전, 이후 기간으로 나누어 패널자료회귀분석 하였다.

먼저 지배주주지분 30% 이상 가족기업변수(*UltiOwn30*)와 외국인투자비율(*ForeignOwn*) 간의 영향관계를 살펴보면, 전체기간, 금융위기 이전, 이후 기간 모두에서 회귀계수가 유의한 부(-)의 영향관계로 나타났다. 지배주주지분율 30% 이상인 가족기업변수(*UltiOwn30*)와 외국인초과투자변수(*ExForFam*)의 관계에서도, 금융위기 이전기간을 제외하면 모두 부(-)의 영향관계를 보이고 있다. 이러한 결과는 지배주주의 지분율이 30% 이상인 사익편취규제대상 가족기업에 대해 외국인투자자들이 투자를 기피하는 것으로 해석할 수 있다. 정부에서 사익편취규제대상기업으로 지정한다는 것은 이들 기업들에 사익편취 유인이 강하게 나타날 수 있다는 신호를 준 의미도 있기 때문에 이러한 가족기업에 대해 외국인투자자들이 투자를 선호하지 않는 것으로 이해할 수 있다. 가설 4가 지지되는 결과라고 할 수 있다.

<표 6> 지배주주지분율 30% 이상인 가족기업 특성이 외국인투자자에 미치는 영향 분석결과

이 표는 지배주주지분율 30% 이상인 가족기업 특성이 외국인투자자에 미치는 영향을 분석하기 위해 [모형 3]을 이용하여 패널자료회귀분석한 결과임. 전체 분석기간은 2004년부터 2018년까지임. 금융위기 이전기간은 2004년부터 2007년까지임. 금융위기 이후기간은 2009년부터 2018년까지임. ()안의 값은 t 값임. ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의적임을 나타냄. 적합모형이 고정효과모형인 경우에는 F 값 이고, 확률효과모형인 경우에는 Wald chi2 값임.

[모형 3] $ForeignOwn_{it}(ExForFam_{it}) = \alpha + \beta_1 UltiOwn30_{it} + \beta_2 TobinQ_{it} + \beta_3 Size_{it}$
 $+ \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Tangibility_{it} + \beta_7 Leverage_{it} + \beta_8 DividYield_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$

구분	종속변수: <i>ForeignOwn</i>			종속변수: <i>ExForFam</i>		
	전체 기간	금융위기 이전기간	금융위기 이후기간	전체 기간	금융위기 이전기간	금융위기 이후기간
<i>UltiOwn30</i>	-0.0250*** (-6.11)	-0.0262** (-2.53)	-0.0242*** (-5.58)	-0.0243*** (-3.18)	-0.0024 (-0.16)	-0.0303*** (-3.25)
<i>TobinQ</i>	0.0222*** (12.20)	0.0120*** (2.80)	0.0244*** (12.30)	0.0030 (0.89)	-0.0182*** (-2.91)	0.0076* (1.81)
<i>Size</i>	0.0408*** (37.42)	0.0196*** (2.59)	0.0441*** (40.39)	0.0202*** (9.92)	0.0438*** (3.97)	0.0194*** (8.02)
<i>Roa</i>	0.2536*** (11.36)	0.0816* (1.87)	0.1853*** (7.05)	0.2040*** (4.89)	-0.0918 (-1.45)	0.2388*** (4.31)
<i>Growth</i>	-0.0198*** (-5.39)	-0.0003 (-0.06)	-0.0164*** (-3.80)	-0.0306*** (-4.45)	-0.0139 (-1.57)	-0.0290*** (-3.29)
<i>Tangibility</i>	0.0139* (1.78)	0.0480** (2.00)	-0.0039 (-0.47)	0.0213 (1.45)	-0.0137 (-0.39)	0.0129 (0.70)
<i>Leverage</i>	-0.0937*** (-12.12)	-0.0412* (-1.65)	-0.1129*** (-13.78)	-0.0649*** (-4.49)	-0.0310 (-0.86)	-0.0548*** (-3.05)
<i>DividYield</i>	0.7559*** (9.67)	-0.0196 (-0.16)	0.6535*** (6.87)	0.4974*** (3.40)	0.1394 (0.78)	0.8374*** (4.19)
상수항	-0.9983*** (-34.23)	-0.4135** (-2.08)	-1.0813*** (-37.05)	-0.5498*** (-10.09)	-1.1326*** (-3.91)	-0.5407*** (-8.38)
표본기업 수	7,209개	1,565개	5,200개	7,209개	1,565개	5,200개
g 통계량	9,023.72***	1,413.66***	3,804.76***	6,442.63***	1,637.28***	2,169.12***
m 통계량	17.86**	101.67***	12.20	34.38***	22.56***	25.54***
적합모형	고정효과	고정효과	확률효과	고정효과	고정효과	고정효과
R^2	0.2473	0.0332	0.2938	0.0305	0.0266	0.0339
F 값/Wald chi2	237.55***	4.28***	2271.94***	25.59***	3.83***	19.77***

V. 결 론

본 연구에서는 외국인투자자가 가족기업에 대한 투자를 선호하는가를 실증적으로 분석하였다. 이러한 분석은 전체 표본기간 분석뿐만 아니라 글로벌 금융위기가 발생한 2008년 이전기간과 이후기간을 나누어 비교분석하였다. 표본자료는 2004년부터 2018년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 총 8,503개(연도-기업) 기업자료이다. 분석을 위해

횡단면 자료를 시간적으로 연결한 불균형 패널자료를 형성하고 패널자료회귀분석법을 사용하여 분석하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 외국인투자자들은 투자대상으로 가족기업을 선호하지 않는다는 것을 알 수 있었다. 특히 이러한 경향은 글로벌 금융위기 이후기간에 더욱 뚜렷하게 나타나는 현상으로 이해할 수 있었다. 가족기업의 경우 지배주주에 의한 부 탈취나 사익편취 등으로 인해 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 큰 때문으로 이해되었다.

둘째, 외국인투자자는 가족기업 중에서는 지배구조가 양호한 기업에 대해서 투자를 선호한다는 것을 알 수 있었다. 양호한 지배구조를 가진 기업은 정보불균형이 작고 대리인 문제발생 가능성이 낮아 투자를 선호하는 것으로 이해할 수 있었다.

셋째, 외국인투자자는 지배주주의 지분율이 높은 가족기업에 대해 투자를 기피하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 지배주주지분율이 높을수록 외부주주의 부 탈취나 사익편취의 유인이 커질 수 있기 때문에 외국인투자자들이 선호하지 않는 것으로 이해할 수 있었다. 넷째, 외국인투자자는 사익편취규제대상 기업으로 지정된 가족기업에 대해서도 투자를 선호하지 않는 것으로 나타났다. 정부에서 사익편취규제대상기업으로 지정한다는 것은 이들 기업에서 사익편취 유인이 강하게 나타날 수 있다는 신호를 준 의미도 있기 때문에 이러한 가족기업에 대해 외국인투자자들이 투자를 기피하는 경향이 있음을 알 수 있었다.

분석결과를 종합해 보면, 가족기업은 지배주주에 의해 외부주주의 부를 탈취하거나 사익편취를 하고자 하는 유인이 클 수 있기 때문에 외국인투자자들이 투자를 선호하지 않는 경향이 있다는 것을 알 수 있었다. 그럼에도 불구하고 지배구조가 양호한 가족기업에 대해서는 투자를 선호하는 경향이 있음을 발견하였다. 가족기업이 외국인투자자의 투자를 유인하기 위해서는 지배구조를 개선하고, 시장으로부터 투명 경영에 대한 신뢰를 확보하는 것이 중요하다는 것을 알 수 있었다.

참 고 문 헌

- 김동욱, 김병곤, “한국 가족기업 지배주주의 소유·지배권과 기업가치: 터널링과 프로핑 영향분석”, 금융공학연구, 제13권 제4호, 2014, 143-173.
- 김동욱, 김병곤, “한국기업의 소유구조와 기업가치: 경영자지분율의 동태적 분석”, 재무관리연구, 제30권 제1호, 2013, 85-113.
- 남영호, 문성주, “가족기업과 비가족기업의 성과비교: 거래소 상장기업을 중심으로”, 대한경영학회지, 제20권 제1호, 2007, 237-264.
- 반혜정, “기업의 소유지배구조와 국제화 전략 및 자본조달정책: 가족지배구조를 중심으로”, 무역학회지, 제34권 제3호, 2009, 195-219.
- 이정화, 고윤성, “가족기업과 기업성과”, 회계정보연구, 제27권 제1호, 2009, 59-90.
- 최우석, 이우백, “오너경영과 기업성과에 관한 실증연구”, 재무연구, 제18권 제1호, 2005, 121-155.
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb, “Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500,” *Journal of Finance*, 58(3), (2003), 1301-1328.
- Andres, C., “Family Ownership, Financing Constraints and Investment Decision,” *Working Paper*, (2008a), available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1101453>.
- Andres, C., “Large Shareholders and Firm Performance-An Empirical Examination of Founding-family Ownership,” *Journal of Corporate Finance*, 14, (2008b), 431-445.
- Bae, K. H., J. K. Kang, and J. M. Kim, “Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups,” *Journal of Finance*, 57(6), (2002), 2695-2740.
- Berle, A. A. and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan, 1932.
- Bertrand, M. and A. Schoar, “The Role of Family in Family Firms,” *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), (2006), 73-96.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan, “Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups,” *Quarterly Journal of Economics*, 117(1), (2002), 121-148.
- Bodnaruk, A., M. Massa, and V. Yadav, “Family Ownership, Country Governance, and Foreign Portfolio Investment,” *Journal of Empirical Finance*, 41, (2017), 96-115.
- Brennan, M. and H. Cao, “International Portfolio Investment Flows,” *Journal of Finance*, 52(5), (1997), 1851-1880.

- Burkart, M., D. Gromb, and F. Panunzi, "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm," *Quarterly Journal of Economics*, 112, (1997), 693-728.
- Casson, M., "The Economics of The Family Firm," *Scandinavian Economic History Review*, 47, (1999), 10-23.
- Chami, R., "What's Different about Family Business?," *Working Paper*, International Monetary Fund, (2001).
- Chang, S. J., "Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea," *Academy of Management Journal*, 46(2), (2003), 238-253.
- Choe, H., B. C. Kho, and R. Stulz, "Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea," *Review of Financial Studies*, 18(3), (2005), 795-829.
- Chrisman, J. J., J. H. Chua, and P. Sharma, "Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29, (2005), 555-575.
- Chua, J. H., J. J. Chrisman, and P. Sharma, "Defining the Family Business by Behavior," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), (1999), 19-39.
- Claessens, S., D. Simeon, and L. Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), (2000), 81-112.
- Claessens, S., D. Simeon, J. Fan, and L. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholders," *Journal of Finance*, 57(6), (2002), 2741-2771.
- Cronqvist, H. and M. Nilsson, "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), (2003), 695-719.
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo, "Controlling Stockholders and the Disciplinary Role of Corporate Payout Policy: A Study of the Times Mirror Company," *Journal of Financial Economics*, 56, (2000), 153-207.
- Demsetz, H. and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93, (1985), 1155-1177.
- Faccio, M. and L. Lang, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, 65(3), (2002), 365-395.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, (1983), 301-325.

- Gomez-Mejia, L., M. Larraza-Kintana, and M. Makri, "The Determinants of Executive Compensation in Family-controlled Public Corporations," *Academy of Management Journal*, 46(2), (2003), 226-241.
- Hoopes, D. G. and D. Miller, "Ownership Preferences, Competitive Heterogeneity, and Family-controlled Businesses," *Family Business Review*, 19(2), (2006), 89-101.
- James, H., "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm," *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), (1999), 41-55.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 305-360.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review*, 90(2), (2000), 22-27.
- Kang, J. K. and R. Stulz, "Why is There a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan," *Journal of Financial Economics*, 46(1), (1997), 3-28.
- Khanna, T. and K. Palepu, "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups," *Journal of Finance*, 55(2), (2000), 867-891.
- La Porta, R., F. Lopes-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 54 (1999), 471-517.
- Leuz, C., K. Lins, and F. Warnock, "Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?," *Review of Financial Studies*, 23(3), (2009), 3245-3285.
- Lins, K. and V. Lins, "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, (2003), 159-184.
- Litz, R. A., "The Family Business: Toward Definitional Clarity," *Family Business Review*, 8, (1995), 71-81.
- Marman, D., "The Emergence of Business Groups: Israel and South Korea Compared," *Organization Studies*, 23(5), (2002), 737-758.
- McConaughy, D., M. Walker, G. Henderson, and M. Chandra, "Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value," *Review of Financial Economics*, 7, (1998), 1-19.
- Morck, R. and B. Yeung, "Agency Problems in Large Family Business Groups," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), (2003), 367-382.
- Perez-Gonzalez, F., "Inherited Control and Firm Performance," *American Economic*

- Review*, 96(5), (2006), 1559–1588.
- Schmid, T., M. Ampenberger, C. Kaserer, and A. K. Achleitner, “Family Firms, Agency Costs and Risk Aversion–Empirical Evidence from Diversification and Hedging Decisions,” *CEFS-Working Paper*, (2008), available at SSRN: <http://papers.ssrn.com/abstract=1314823>.
- Schulze, W., M. Lubatkin, and R. Dino, “Dispersion of Ownership and Agency in Family Firms,” *Academy of Management Journal*, 46, (2003), 179–194.
- Schulze, W., M. Lubatkin, R. Dino, and A. Buchholtz, “Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence,” *Organization Science*, 12(2), (2001), 99–116.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance*, 52, (1997), 737–783.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, 94(3), (1986), 461–488.
- Smith, B. F. and B. Amoako-Adu, “Management Succession and Financial Performance of Family Controlled Firms,” *Journal of Corporate Finance*, 5(4), (1999), 341–368.
- Sraer, D. and D. Thesmar, “Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market,” *Journal of the European Economic Association*, 5(4), (2007), 709–751.
- Stein, J., “Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior,” *Quarterly Journal of Economics*, 103, (1989), 655–669.
- Stein, J., “Takeover Threats and Managerial Myopia,” *Journal of Political Economy*, 96, (1988), 61–80.
- Villalonga, B. and R. Amit, “How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?,” *Journal of Financial Economics*, 80(2), (2006), 385–417.
- Westhead, P. and M. Cowling, “Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink,” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(1), (1998), 31–56.

Do Foreigners Invest Less in Family Firms?: Evidence from Korean Firms*

Min Geu Jung** · Dong Wook Kim*** · Byoung Gon Kim****

〈Abstract〉

This study empirically analyzed whether foreign investors prefer to invest in family firms. The sample is a total of 8,503 companies listed on KRX from 2004 to 2018. Panel data was formed and analyzed using panel data regression analysis.

The results of empirical analysis are as follows. First, it was found that foreigners do not prefer family firms as investment targets. Second, it was found that foreigners generally prefer investment in family firms with good governance. Third, the higher the stake in the controlling shareholder of a family firms, the more foreign investors avoided investment. Fourth, family firms with a controlling stake of 30% or more showed that foreigners avoided investment.

Summarizing the results, family firms have lowered corporate value due to tunneling, propping, etc., and foreigners avoid investment. Nonetheless, we found that family firms with good governance is preferred investment by foreigners.

Keywords : Foreign Investors Ownership, Family Firms, Corporate Governance, Ultimate Family Ownership, Agency Theory

* This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea(NRF-2019S1A5B5A07111467)

** First-Author, Part-time Lecturer, Gyeongnam National University of Science and Technology, E-mail: 0747@daum.net

*** Co-Author, Global Business Team Leader, Busan Economic Promotion Agency, E-mail: kdw@bepa.kr

**** Corresponding Author, Professor, Department of Business Administration, Changwon National University, E-mail: bgkim@changwon.ac.kr