

한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?: 기업집단의 구조적 특징이 계열기업 수익성에 미친 영향을 중심으로

이 근 기*

본 논문에서는 한국 기업집단의 구조적 특징이 계열기업의 수익성에 미친 영향을 살펴봄으로써 기업집단 구조의 효율성을 살펴보고자 한다. 기업집단에 대한 경험적 자료를 이용한 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 기업집단의 구조적 특징—다각화 수준, 계열기업의 연계수준, 지배주주의 경영참여 정도—은 계열기업의 수익성에 모두 부정적 영향을 미치고 있었다. 이는 기업집단에서 ‘그룹효과’가 작동하지 않는다는 것을 시사한다.

둘째, 기업집단의 구조적 특징이 계열기업 수익성에 미친 영향에 대해 기간별로 분석한 결과, 미국발 금융위기 기간에도 계열기업 수익성에 양의 영향을 미치지 않았으며, 금융위기 이전에 비해 그 이후에 기업집단 구조의 악영향이 더욱 두드러지고 있었다.

위의 결과는 한국 기업집단 구조가 효율적이지 않다는 것을 보여주는 것이다. 따라서 기업집단 구조에 대한 세심한 정책적 개선 노력과 아울러 한국경제에서 대안적 기업구조를 모색할 필요가 있다는 것을 시사한다.

핵심주제어: 기업집단의 구조적 특징, 계열기업의 수익성, 다각화, 연계수준, 지배주주의 경영참가
경제학문헌목록 주제분류: G3, O5

I. 서론

한국 기업집단은 국가 경제에서 거의 절대적 비중을 차지하고 있을 뿐 아니라 정치·사회적으로도 막강한 영향력을 행사하고 있는 것으로 알려져 있다.¹⁾

* 경북대학교 경제통상학부 초빙교수, 전화: (053) 950-7410, E-mail: kunkilee@knu.ac.kr
논문투고일: 2015. 9. 17 수정일: 2015. 10. 11 게재확정일: 2015. 10. 26

1) 2012년 말 30대 민간 기업집단의 자산이 국가총자산에서 차지하는 비중은 37.41%이었고 2011년 말 현재 이들이 전체 기업 매출액에서 차지하는 비중은 38.9%에 달하였다(위평량,

62 한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?

한국 기업집단이 가지고 있는 이러한 위상으로 인해 고도성장기 이래 기업집단이 유효한 기업구조인지 혹은 국가의 성장과 발전에 유효한지에 대한 물음이 지속적으로 제기되어 왔다(장세진, 2003; 박승록·최두열, 2011; 김상조, 2015). 특히, 최근 한국 경제가 저성장 기조에서 진입하고 경제·사회적 양극화가 심화되고 있는 가운데 기업집단의 유효성에 대한 논의가 다시 이루어지고 있으나 합의에 이르지 못하고 있는 실정이다.²⁾

본 논문에서는 한국 기업집단의 효율성 측면에서—그 중에서도 기업집단이 소속 계열기업의 수익성에 미치는 영향을 통해—그 유효성을 알아보고자 한다.³⁾ 통상 기존 연구는 기업집단이 독립기업과는 다른 특징을 가지고 있기 때문에 기업집단 소속 계열기업과 그렇지 않은 기업은 성과에서 차이가 있을 것으로 보고 있다. 따라서 만일 전자의 성과가 후자보다 좋으면 기업집단이 효율적인 것으로 판단하고 있다(Chang and Hong, 2000; Joh, 2003; Chang, 2003; Chaddad and Reur, 2009).

이와 같은 기존 연구방법은 기업집단의 효율성을 간편하게 평가할 수 있다는 장점이 있지만 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 먼저 기업집단 소속 계열기업을 판단하는 기준의 문제이다. 대부분의 기존 연구에서는 특정 기업의 기업집단 소속 여부를 공정거래위원회가 지정한 대규모 기업집단에 소속된 기업인

2014). 보수적 입장을 견지하고 있는 한국경제연구원에서도 2012년 전체 기업의 매출액, 자산, 부가가치에서 차지하는 30대 기업집단의 비중을 각각 24.2% 37.2% 11.8%로 보고하고 있다(황인학 외, 2014). 또한 전직 대통령이 “권력은 재벌에게 넘어 갔다”라고 언급할 만큼 기업집단은 막강한 정치·사회적 영향력을 행사하고 있다(노컷뉴스, <http://www.nocutnews.co.kr/news/4374897>).

- 2) 예를 들어, 김창수(2011)는 기업집단 소속 계열기업과 독립기업 간의 장기 수익성을 비교한 결과 기업집단 소속 계열기업의 장기 성과와 기업가치가 더 높았음을 보여주었고, Kim(2012)은 기업집단 소속 기업들이 다른 기업에 비해 더 빨리 성장하며 수익성도 높다고 보았다. 임상균 외(2014)도 대규모 기업집단 소속 계열기업의 투자효율성이 그렇지 않은 기업보다 높다는 것을 보여주고 있다. 이에 반해 권택호(2012)는 대규모 기업집단 소속 계열기업의 수익성이 독립기업보다 높다는 증거를 발견하지 못하였고, 강형철(2014)은 지배주주의 소유지분이 높고 경영에 직접 개입하는 기업집단의 계열기업일수록 수익성이 낮다는 것을 보여주었다. 또한 김상조(2015)는 대규모 기업집단 중 상당수가 이자보상 비율이 1에 미치지 못하는 경영부실 상황에 직면하고 있다는 것을 보여주고 있다. 박경서·정찬식(2011)은 기업집단이 소속 기업에게 긍정적 효과와 부정적 효과를 동시에 줄 수 있다고 보았다. 즉, 계열기업의 경우에 부의 이전이나 지원 등을 통해 자신의 이익을 다른 계열기업에 이전하는 부정적 측면도 있지만, 결과적으로 계열기업 간 시너지 효과를 창출하여 재무적 곤경에 빠진 기업의 구조조정과 생존을 쉽게 하는 긍정적 측면도 동시에 존재한다고 보았다.
- 3) 물론 이와 같이 기업집단의 유효성을 효율성이라는 단일 기준만으로 살펴보는 것은 많은 한계가 있으나 적어도 기업집단의 유효성을 살펴보는 기본적인 기준이라는 점은 분명하다.

가의 여부로 판단하고 있다. 따라서 공정거래위원회가 지정한 기업집단에 소속되어 있지 않으면 독립기업으로 간주하고 있다. 그러나 홍수희·김명서(2013)에 따르면, 2011년 유가증권 상장사 710개사 중 69%인 491개사가 기업집단형 구조에 소속된 기업이었으나 공정거래위원회가 지정한 기업집단에 소속된 기업은 195개사에 불과하였다. 코스닥 상장사에서도 전체 890개 상장사 중 577개사가 기업집단형 구조에 소속된 기업이었으나 36개사만 공정거래위원회가 지정한 기업집단에 소속되어 있었다. 이는 다수의 기존 연구가 기업집단에 소속된 기업을 독립기업으로 간주하여 기업집단의 효율성을 살펴보고 있다는 것을 말한다.

또한 기존 연구는 공정거래위원회가 지정한 기업집단을 모두 동일하게 취급하는 문제가 있다. 즉, 이들 연구는 기업집단에 소속된 계열기업은 1 그렇지 않은 기업은 0의 값을 부여하여 기업집단의 유효성을 살펴봄으로써 기업집단의 차이를 고려하지 않고 있다. 그러나 한국경제연구원의 자료에 따르면 2013년 현재 기업집단의 주요한 구조적 특징인 비금융업종 기준 영위업종 수와 계열기업 수에 있어서 삼성, 현대자동차, SK, LG, 롯데 등 5대 민간 기업집단은 평균 24개 업종, 63개 계열기업을 보유하고 있는 반면, 6~30대 민간 기업집단은 평균 14개 업종, 31개 계열기업을 보유하고 있었다(한국경제연구원, www.keri.org). 기업집단의 총자산이나 매출액에 있어서도 5대 기업집단(6~30대 기업집단) 비금융업종의 평균 총자산규모 매출액 당기순이익의 규모는 각각 158(23)조 원, 150(20)조 원, 9(0.1)조 원이었다. 결국 5대 기업집단과 나머지 기업집단은 자산이나 매출액에서는 7배 당기순이익에서는 거의 90배 이상의 차이가 있었으나, 기존 연구에서는 이러한 차이를 반영하지 않고 모두 동일하게 취급하고 있는 문제가 있다(한국경제연구원, www.keri.org).

그 외 기존 연구에서는 기업집단에서 계열기업이 차지하고 있는 상대적 지위 혹은 위상이 계열기업의 성과에 미치는 영향을 고려하지 않고 있다. 하지만 기업집단의 구조적 특징이 소속 계열기업의 성과에 영향을 미치는 것과 마찬가지로 기업집단에서 계열기업이 차지하고 있는 상대적 지위(위치)도 성과에 영향을 미칠 수 있다.⁴⁾

4) 계열기업의 상대적 지위가 성과에 영향을 미친다는 예로서는 동일 기업집단에 소속된 계열기업일지라도 상대적으로 성과나 전망이 좋은 계열기업은 내부 자본을 비롯한 인적자원, 물적자원을 집중적으로 지원받아 성과를 제고시킬 수 있다는 내부시장론(Stein, 1997)과 지배주주의 이해관계가 높은 계열기업일수록 성과가 높다는 지배주주 사적 이익가설(Bae, Kang, and Kim, 2002; Ferris, Kim, and Kitsabunnarat, 2003; Joh, 2003; Baek, Kang, and Lee, 2006)을 들 수 있다.

64 한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?

이에 본 논문은 기업집단을 규정하는 구조적 특징과 기업집단 내 계열기업의 상대적 지위의 구체적인 모습을 추출하여 이들 특징이 계열기업의 수익성에 미친 영향을 살펴보고자 한다. 이를 통해 기업집단이 가진 구조적 특징이 소속 계열기업의 성과에 어떻게 영향을 미치고 있는지를 좀 더 구체적으로 알 수 있을 것으로 기대할 수 있다.

논문의 구성은 다음과 같다. 우선 제Ⅱ절에서는 기존 기업집단에 대한 정의 및 개념과 이들 정의와 개념에서 도출한 기업집단의 구조적 특징이 계열기업의 성과에 미치는 영향에 대한 기존 논의를 살펴본다. 제Ⅲ절에서는 앞서 도출한 기업집단의 구조적 특징이 계열기업의 성과에 미치는 영향을 살펴보기 위한 실증분석 모형을 제시하고 이에 대한 결과를 살펴본다. 마지막으로 제Ⅳ절에서는 본 논문의 의의와 그 한계를 서술하도록 한다.

Ⅱ. 기업집단이 계열기업 수익성에 미치는 영향: 기업집단의 구조적 특징을 중심으로

기업집단(business group)은 시장기능을 대체하거나 보완하는 역할을 담당함으로써 그리고 계열기업 간의 상호 작용을 제고시킴으로써 소속 계열기업의 수익성을 제고시킬 수 있다. 이에 반해 기업집단은 지배주주가 자신의 사적 이익을 용이하게 추구할 수 있도록 하여 소속 계열기업의 성과를 악화시킬 수도 있다(Khanna and Yafeh, 2007). 이와 같이 기업집단에 소속된 계열기업이 독립기업과는 다른 수익성을 가질 수 있도록 하는 요인 중의 하나가 바로 기업집단이 가지는 구조적 특징이다. 아래에서는 기업집단의 정의로부터 이들의 구조적 특징을 파악하고 기업집단의 구조적 특징이 계열기업의 성과에 미친 영향을 살펴 보도록 한다.

일반적으로 기업집단은 여러 업종에 종사하는 법적으로 독립된 기업들이 다양한 연계수단을 통해 엮어진 하나의 조직체로 정의하고 있다(Granovetter, 1995; Khanna and Rivkin, 2001). 그리고 그 유형은 크게 재벌형, 게이레츠형, 복합기업체형 및 지주회사형으로 구분할 수 있다.⁵⁾ 한국 기업집단의 경우 지배

5) 첫째, 재벌형은 후진국의 경제개발 초기에 주로 나타나는데 창업자 혹은 그의 가족이나 후손이 집단에 소속된 기업체의 주식을 일부 소유하면서 기업집단 전체를 지배하는 형태이다. 둘째, 게이레츠(系列)형은 제2차 세계대전 이후에 일본에서 발달한 것으로 다수의 기업이 주식을 서로 보유하고 사장회 등을 통해 집단적 유대관계를 형성한 형태이다. 셋

주주(가족)가 계열출자로 엮어진 다각화된 계열기업을 지배하고 있기 때문에 제벌형으로 분류할 수 있다.⁶⁾ 여기서 우리는 한국 기업집단의 구조적 특징이 다각화, 출자관계를 중심으로 한 연계구조, 가족경영이라는 것을 알 수 있다. 따라서 이들 세 가지 구조적 특징이 강한 기업집단일수록 기업집단의 특징이 크다고 볼 수 있다. 한국 기업집단이 가지는 위와 같은 구조적 특징이 계열기업의 수익성에 미치는 영향은 다음과 같다.⁷⁾

1. 다각화

기업집단은 다양한 업종에서 사업활동을 하여 다각화 수준이 높다. 다각화 수준이 높은 기업집단에 소속되어 있는 계열기업은 다음과 같은 점에서 그들의 수익성을 제고할 수 있다.

먼저 계열기업이 다각화 수준이 높은 기업집단에 소속되어 있다면 그렇지 않은 경우에 비해 다른 계열기업과의 내부거래를 통한 이익을 향유할 수 있는 경우가 높아진다. 계열기업이 내부거래를 통해 이익을 얻을 수 있는 이유는 시장을 통한 거래에서 보다 훨씬 적은 비용으로 거래를 성사시킬 수 있기 때문이다(Williamson, 1975). 예를 들어, 기업집단에 자신의 상품에 대한 원료나 부품을 공급하는 계열기업 혹은 자신의 생산품을 가공하여 완성제품을 생산하는 계열기업이 존재할 경우, 이들과의 거래에서는 거래에 필요한 탐색, 협상에 따른 비용 및 계약발생 이후 발생할 수 있는 재교섭 비용 등이 시장에서 거래하는 것보다 낮을 수 있다(Williamson, 1975).⁸⁾ 또한 생산물·유통시장 혹은 자본시장이 존재하지 않거나 발전하지 않은 경우 다각화된 기업집단은 계열기업에게 이들

째, 복합기업체(conglomerate)는 모회사가 자회사의 주식을 100% 소유한 형태로 보통 새로운 사업을 개시하거나 기존 기업을 인수하는 다각화 전략에 의해 형성된다. 자회사가 법적으로 독립조직체가 아닌 만큼 기업집단이라기보다 사업집단으로 부르는 것이 보다 타당할 수 있다. 마지막으로, 지주회사(holding company)는 여러 회사의 경영권을 소유하면서 소속 회사의 사업 내용을 지배하는 회사인데 보통 다양한 산업에 종사하는 다수의 자회사를 거느린다(김석진, 2004).

- 6) 공정거래위원회에서도 기업집단을 “동일인이 사실상 사업 내용을 지배하는 회사의 집단”으로 규정하고 있다.
- 7) 사실 기업집단의 세 가지 구조적 특징이 계열기업 성과에 미치는 영향을 일률적으로 구분하는 것은 무리가 있을 수 있다. 여기서는 논의의 진행을 위해 이렇게 구분하여 설명하고자 한다.
- 8) 한국의 10대 민간 기업집단의 2013년에서 2014년까지 내부 거래액은 전체 매출액 1,069조 원 중 155조 원으로 전체 거래에서 14.5%를 차지하고 있었다. 특히, SK그룹의 경우 그 비중이 28.88%에 달하였다(공정거래위원회 보도자료).

66 한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?

기능을 제공함으로써 계열기업의 수익성을 높일 수 있다(Khanna and Yafeh, 2007).

기업집단의 다각화 수준이 높은 경우, 소속 계열기업은 그들의 사업이 위험에 처했을 때 다른 사업영역에서 활동하고 있는 계열기업으로부터 지원 및 보조를 받을 수 있어 기업성과를 제고할 수 있다. 특히, 계열기업의 장기적 전망은 좋으나 일시적인 재무곤란 상황에 빠질 경우 이러한 일시적 위험을 용이하게 회피할 수 있게 한다. 이와 같은 기업집단 내 다른 업종에 종사하는 계열기업 간 ‘상호 보조’ 혹은 ‘공동보험’의 역할은 투자자의 투자위험과 이에 따른 자본조달 비용을 낮추어 기업 수익성을 제고할 수 있다(Chang and Hong, 2000; Bae *et al.*, 2002).

마지막으로 다각화 수준이 높은 기업집단에 속한 계열기업은 학습 및 혁신을 수행하고 그 성과를 창출하는데 있어서도 이점을 가질 수 있다. 기업의 학습과 혁신은 주로 이질적 분야 간의 상호 교류를 통해 발생하는바, 다각화 수준이 높은 기업집단에 속한 계열기업은 다수의 다른 업종에 종사하는 계열기업 간 상호 교류를 통해 학습과 혁신을 용이하게 추진할 수 있다. 예를 들어, 다각화된 기업집단은 각 계열기업이 보유한 다양한 속성을 지닌 노동자와 기술적 자산에 대한 내부 시장을 형성하여 계열기업 간에 이들 자원에 대한 상호 교류를 촉진하여 계열기업의 혁신 성과를 제고할 수 있다(Chang and Hong, 2000; Chang *et al.*, 2006). 아울러 기업집단 내 계열기업 간 이러한 상호 교류에 대한 조정 문제에 있어서도 계열기업들은 공통된 규범과 가치를 가져 더욱 효율적으로 지속적인 상호 교류와 정보공유를 촉진하여 혁신에 따른 성과도 누릴 수 있다(Granovetter, 1995; Granovetter, 2005).

반면 계열기업이 다각화 수준이 높은 기업집단에 소속되어 있을 때 이들의 수익성이 낮아질 수도 있다. Stulz(1990)의 다각화 기업에 대한 논의를 다각화 수준이 높은 기업집단으로 확장하면, 이들은 투자기회가 빈약한 계열기업에 과도한 투자를 할 가능성이 높고 그 결과 다른 계열기업의 기업 가치를 하락시킬 수 있다는 것을 암시하고 있다. 또한 Meyer, Milgrom, and Roberts(1992)도 기업집단의 다각화 수준이 높을수록 비효율적인 상호 보조(cross subsidization)가 활성화되어 계열기업의 가치 감소를 겪을 수 있다는 것을 시사하고 있다. 이는 독립기업이었다면 퇴출되었을 계열기업이 다른 계열기업의 상호 보조로 퇴출이 지연될 수 있고, 그 결과 기업집단 내 다른 계열기업의 성과가 하락할 수 있다는 것을 말한다. 특히, 과도하게 다각화되어 있는 경우 부당 내부거래 혹은 부

실 계열기업에 대한 부적절한 지원 및 지배주주의 사적 이익을 위해, 회사의 자산 또는 이익을 회사 외부로 유출시키는 것을 부의 이전(tunneling)을 용이하게 하는 구조가 되어 소속 계열기업의 성과를 낮출 수 있다(Johnson *et al.*, 2000).

2. 기업집단의 출자를 통한 연계관계

기업집단의 계열기업은 다른 계열기업과 거래관계, 자본관계, 인적관계 등 다양한 형태로 연계되어 있다. 이 중에서 가장 핵심적인 연계는 계열기업 간 출자관계이다. 기업집단에서 출자관계를 바탕으로 이루어진 계열기업 간 연계구조도 수익성에 영향을 미칠 수 있다.

우선 전후(戰後) 일본의 게이레츠 형성 배경에서 알 수 있듯이 출자관계가 강한 기업집단에 소속된 계열기업일수록 안정주주의 역할을 하는 계열기업을 쉽게 확보할 수 있다(Sheard, 1991; Morck and Nakamura, 2005). 그 결과 계열기업은 경영권에 대한 위협이나 M&A에 대한 우려를 피할 수 있고 장기적 시야에 입각한 사업활동을 펼치는 것이 가능하다. 또한 계열기업이 안정주주를 확보한 경우 계열기업의 지배구조는 대개 내부자 통제(inside control)의 모습을 띠어, 장기 고용을 보장받은 노동자가 특수숙련을 습득할 유인을 가지는 등 고품질의 특화된 생산활동이 가능해져 기업 수익성을 제고할 수도 있다(Odaki and Kadama, 2010).

기업집단의 출자관계가 강한 경우 소속 계열기업은, 특히 개발도상국(developing country)에서, 용이하게 혁신을 이룰 수 있어 이에 따른 효과도 누릴 수 있다. 우선 계열출자로 밀접하게 연결된 계열기업은 혁신에 필요한 자원—곧 자본, 기술, 인적 자산, 보완재 등—을 기업집단 차원에서 공유할 수 있다. 또한 개발도상국의 기업이 기술개발을 하는데 있어서 중요한 선진제국의 기업과 기술계약을 체결하는데 있어서도 출자관계로 이루어진 기업집단의 일원이라는 점은 이들과 좀 더 수월하게 계약을 맺을 수 있게 하는 이점이 있다(Guillen 2000; Chang *et al.*, 2006).

기업집단에서 출자관계에 바탕을 둔 연계관계가 강할 경우—특히, 한국 기업집단과 같이 다각화된 기업집단에서 계열기업에서—수익의 안정성도 확보할 수 있고 이에 따라 자본조달 비용에서 이점을 가질 수 있다. 기업집단이 높은 출자관계를 가진다는 것은 계열기업이 다른 분야에서 활동하고 있는 계열기업

68 한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?

으로 출자, 곧 자본투자를 많이 한다는 것을 의미한다. 이는 결국 계열기업의 포토폴리오적 투자활동이 높다는 것을 의미하여 수익의 안정성을 제고시키고 그 결과 외부 투자 자본을 좀 더 저렴하게 조달할 수 있다(이근기, 2014).

이에 반해 계열기업 간 강한 출자관계가 소속 계열기업의 수익성에 악영향을 미칠 수도 있다. 우선 기업집단 내 특정 계열기업의 위험이 다른 계열기업으로 전파되어 다른 계열기업의 수익성에도 악영향을 미치는 전염효과이다(Bae *et al.*, 2012). 이러한 전염효과는 계열출자를 비롯한 부채 및 연대보증과 같은 자본관계로 계열기업이 밀접하게 연계되어 있을 경우 더욱 두드러질 수 있다.⁹⁾ 실제 IMF 경제위기 시 한보, 진로, 대우 혹은 최근의 STX와 동양은 계열출자를 바탕으로 형성된 연계구조와 이를 바탕으로 이루어진 계열기업 간 보증으로 붕괴된 것으로 알려져 있다(최두열, 2006; 경향신문, 2013. 10. 6).

또한 기업집단의 계열기업이 출자관계로 밀접하게 연계되어 있을 경우 계열기업 간의 거래가 폐쇄적으로 이루어져 계열기업의 수익성을 저해할 수 있다. 예를 들어, 특정 기업집단에 소속된 계열기업 A가 계열기업 B의 주식 지분 중 a%를 출자관계를 통해 보유하고 있다고 하자. 이때 계열기업 A와 외부기업 C가 거래를 하면 양 기업이 모두 50씩 이익을 보는 반면 계열기업 A가 계열기업 B와 거래를 하면 40의 이익을 얻는 거래가 있다고 하자. 이 경우 만일 A기업이 독립기업이라면 외부기업 C와 거래를 하는 것이 효율적이다. 하지만 계열기업 A가 보유하고 있는 계열기업 B의 지분이 25%를 넘는다면 계열기업 A는 계열기업 B와의 거래를 통해 더 많은 이익을 누릴 수 있게 된다. 이와 같이 기업집단 내 계열기업 간 출자관계가 높아지면 효율적인 거래가 이루어지지 않을 수 있다는 것이다.

3. 기업집단의 지배주주(가족)의 경영참가

한국 기업집단의 지배주주는 “황제경영”이라는 말에서 알 수 있듯이 기업집단의 경영활동에서도 커다란 영향력을 행사하고 있다. 지배주주가 기업을 직접 경영하는 경우 다음과 같은 이점이 있다. 우선 전통적인 대리인 문제, 곧 주주와 전문경영인 사이의 이해갈등으로 존재하지 않으며 소신 있는 책임경영을 통해 수익성을 제고할 수 있다(Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit,

9) 특히, 이러한 전염효과는 계열기업 간의 출자관계 외에 부채와 관련된 연계도 병행되어 있을 경우 더욱 두드러지게 나타날 수 있다.

2006). 또한 기업의 소유가 분산되어 있을 때 발생하는 무임승차 문제도 완화될 수 있으며(Demsetz and Lehn, 1985) 기업을 세습하여 장기간 경영하는 경우 회사경영에 대한 노하우의 축적으로 인해 성과를 높일 수 있다(Anderson and Reeb, 2003; Mehrotra *et al.*, 2013).

특히, 지배주주(가족)는 기업을 둘러싼 환경변화가 빠르게 일어나고 있을 경우 빠른 결단과 신속한 의사결정을 내릴 수 있기 때문에 환경변화에 민첩하게 대응할 수 있는 이점도 있다. 이외에도 지배가족은 사회적 명성과 책임을 중요하게 생각하기 때문에 기업경영을 좀 더 충실히 수행하고자 하는 경향이 있는 것으로 알려져 있다(Block and Wagner, 2010).

하지만 지배주주의 지배나 경영참가 정도가 높을수록 계열기업의 수익성에 악영향을 미칠 수도 있다. 여기에는 지배주주가 사적 이익을 추구할 때 발생하는 지배주주에 의한 대리인 문제(controlling shareholder agency problem)와 지배주주가 지속적인 지배권 보유 및 경영참가를 하려고 할 때 발생하는 참호효과(entrenchment effect)가 있다(Morck *et al.*, 2005).

먼저 지배주주에 의한 대리인 문제는 지배주주가 기업집단의 수익성을 저해하면서까지 자신의 사적 이익을 추구할 때 발생하는 것으로 그의 소유지분이 적은 경우 특히 심해진다. 예를 들어, 시장에서 가치가 P 로 평가되는 투자활동이 있고, 지배주주가 자신의 편익을 추구할 경우 투자활동의 가치는 $V(<P)$ 로 떨어지지만 지배주주에게는 $B(>0)$ 만큼의 사적 이익이 발생하는 경우를 상정해 보자. 이때 지배주주가 B 만큼의 사적 이익을 추구할 때 투자활동에서 나타나는 가치손실($P-V$)에서 자신이 부담하는 부분이 발생하게 된다. 그리고 지배가족의 소유지분의 크기가 (r)이라면 그때 지배주주가 부담하는 비용의 크기는 $r(P-V)$ 가 된다. 여기서 지배주주의 소유지분이 적을수록 이 비용이 낮아져 지배주주의 사적 이익에 대한 추구 유인이 높아진다는 것을 알 수 있다(Joh, 2003; Kim *et al.*, 2007; 장지상 외, 2011).¹⁰⁾

또한 지배주주에 의한 지배와 경영참가는 참호효과를 통해 계열기업의 수익성에 악영향을 미칠 수 있다. 지배주주는 기업집단을 영속적으로 지배하고 가족경영을 지속하고자 하는 사회·경제적 유인이 존재하며, 이 경우 기업집단의 장기적 혹은 동태적 수익성을 훼손시킬 수 있다(Kim and Gao, 2013; Fogel,

10) 특히, 기업집단의 계열출자가 복잡하게 활성화되어 있는 경우 지배주주는 더욱 불투명하게 기업을 운영할 수 있어 대리인 문제가 더욱 심각하게 나타날 수 있다(Wolfenzon, 1998; Almeida and Wolfenzon, 2006).

2006; Morck *et al.*, 2005). 예를 들어, 기업이 지속적으로 성장·발전하기 위해서는 새로운 유망 분야로 진출하고 R&D 투자 등을 활발히 하여야 하는데, 지배주주가 기업집단을 영속적으로 지배하고자 하는 경우에는 새로운 분야로 진출하기보다는 기존 분야에 안주하고 R&D 투자보다는 지대추구 행위(rent seeking)나 로비활동 등을 통해 기업집단을 유지하고자 하는 모습을 보일 수 있다(Morck and Yeung, 2003; Morck and Yeung, 2004). 특히, 기업집단의 지배주주가 창업자에서 후대로 승계되는 경우 이들 후대 세대는 기업가정신이 부족하고 경영역량의 미달함에 따라 이러한 참호효과의 모습이 더욱 두드러지게 나타난다고 알려져 있다(Adams, Almeida, and Ferreira, 2009; Fahlenbrach, 2009).

4. 기타: 기업집단에서 각 계열기업의 상대적 지위가 미치는 영향

계열기업이 기업집단에서 차지하는 상대적 지위(위치)도 계열기업의 수익성에 영향을 미칠 수 있다. 기업집단은 특정 계열기업을 선정하여 기업집단의 자원과 역량을 집중시킬 수 있다. 이때 기업집단의 자원과 역량의 지원대상이 되는 계열기업은 효율성을 기준으로 선정될 수도 있고 지배주주의 지배와 관련되어 선정되어질 수도 있다.

효율성이 선정기준이 되는 경우는 기업집단의 계열기업 중 경제적 성과가 우월한 기업을 선정하여 자원이나 역량을 집중시키는 경우이다. Stein(1997)이 제시한 다각화된 기업과 마찬가지로 기업집단도 성과나 전망이 좋은 계열기업(winner)으로 자원이나 역량을 집중하여 성과를 제고할 수 있다. 이와 같은 경우 기업집단의 지원대상이 되는 계열기업의 성과는 그렇지 않은 계열기업보다 높아진다.

이에 반해 기업집단의 자원이나 역량은 지배주주의 기업집단 지배를 위해 특정 계열기업으로 집중시킬 수도 있다(Chang and Hong, 2000; Guillen, 2000). 예를 들어, 지배주주는 계열출자를 통해 기업집단을 지배하고 있는데 그 핵심이 되는 계열기업—소위 출자를 많이 하는 계열기업—의 수익성은 지배주주의 기업집단 지배와 밀접한 관련성이 있다. 왜냐하면 이들 계열기업의 수익성이 부실하면 지배주주는 이들 계열기업뿐 아니라 이들이 출자를 하고 있는 다른 계열기업에 대한 지배권도 상실할 수 있기 때문이다. 따라서 지배주주가 기업집단을 지속적으로 지배하기 위해서는 기업집단을 지배하는데 핵심적 기능을 담당하고 있는 계열기업에 대해 기업집단의 자원이나 역량을 집중시켜야 한다.

이 경우 이들 계열기업의 성과는 다른 계열기업보다 높아진다.

실제 일본의 전전(戰前) 재벌인 미쯔이(三井)의 경우 소속 계열기업 중 출자 구조의 상위에 위치하는 계열기업의 수익성과 안정성이 그렇지 않은 경우 보다 높았다(Morck and Nakamura, 2005). 또한 캐나다의 기업집단에 대한 Attig, Fischer, and Gadhoun(2004)와 인도의 기업집단에 대한 Bertrand *et al.*(2002)의 연구에서도 기업집단에서 성과가 좋은 계열기업이 출자 피라미드 구조에서 상부에 자리 잡고 있다는 것을 보여주고 있다. 이들 연구는 기업집단을 지배하는데 핵심이 되는 계열기업이 그렇지 않은 계열기업보다 성과가 높다는 것을 보여주는 것이다.

Ⅲ. 실증분석을 위한 모형 설정

1. 분석방법 및 자료

(1) 분석방법

아래에서는 한국 기업집단의 유효성을 경험적 자료를 통해 실증분석을 하고자 한다. 분석의 초점은 한국 기업집단을 규정하는 세 가지 구조적 특징이 계열기업의 수익성에 미친 영향을 살펴보는 것이다.

(2) 표본 및 자료

본 분석의 표본은 공정거래위원회가 2005년부터 2013년까지 ‘상호출자제한 기업집단’으로 연속적으로 지정한 30대 기업집단 중 지배주주가 자연인인 기업집단¹¹⁾과 그 소속 계열기업¹²⁾이다. 또한 분석에서 사용한 자료 중 기업집단의 업종 수와 기업집단 전체의 매출액은 한국경제연구원에서 제공하고 있는 자료

11) 기업집단에 대한 일반적 논의는 주로 30대 기업집단을 중심으로 이루어지고 있고, 본 연구의 자료 중 일부를 제공하고 있는 한국경제연구원이 30대 기업집단까지만 자료를 제공하고 있다는 점을 감안하여 이들 기업집단을 표본으로 삼았다. 또한 2013년 현재 분석대상 표본 기업집단이 상호출자 제한대상으로 지정된 전체 기업집단(공기업 제외)의 총자산, 매출액, 당기순이익에서 차지하는 비중은 각각 75%, 77%, 85%에 이르러 이들 표본이 민간 기업집단을 대표한다고 볼 수 있다.

12) 표본 계열기업 중 당기순이익의 비중(당기순이익/매출액)이 1을 넘거나 -1 미만인 경우, 계열기업 출자 비중과 지배주주 실질지분이 1 이상인 경우, 부채 비중이 1을 초과하는 경우는 이상치로 보고 분석대상에서 제외하였다.

72 한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?

를 이용하였고, 그 외 계열기업 차원의 자료와 기업집단 차원의 출자 비중은 공정거래위원회에서 제공하는 자료를 사용하였다.

2. 회귀모형 설정 및 변수 측정

(1) 회귀모형

본 논문에서 사용하고 있는 회귀모형은 아래의 식 (1)과 같다.

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + \varepsilon_i \quad (1)$$

식 (1)에서 Y는 계열기업의 수익성을 나타내는 대리변수이다. X_1 은 계열기업의 성과에 영향을 미치는 계열기업 차원의 기업 특징을 나타내는 통제변수이고, X_2 는 독립변수로서 계열기업이 소속된 기업집단 차원의 구조적 특징과 기업집단에서 계열기업이 차지하고 있는 상대적 지위를 나타내는 독립변수이다. X_3 는 연도별 더미변수를 ε_i 는 교란항을 나타내고 있다.

(2) 종속변수

분석 모형에서 종속변수인 계열기업의 수익성은 계열기업의 당기순이익 비중으로서 (계열기업의 당기순이익/계열기업의 매출액)으로 구하였다.

(3) 설명변수

본 분석 모형에서 사용하고 있는 통제변수는 계열기업의 수익성에 영향을 주는 것으로 알려진 계열기업의 규모, 계열기업의 부채 비중 그리고 계열기업 수준의 지배주주의 실질지분이다. 계열기업의 규모와 부채 비중은 각각 (ln 계열기업의 총자산), (계열기업의 (총부채/계열기업의 총자산))으로 구하였고, 지배주주의 실질지분은 계열기업이 속한 기업집단의 상호출자행렬과 해당 기업집단의 동일인과 친족의 직접지분을 이용하여 구하였다.¹³⁾

기업규모는 기업의 규모가 수익성에 미치는 영향을 통제하기 위해서 선택한

13) 지배주주의 실질지분과 출자 비중에 대한 구체적인 산출방법은 <부록 1>에 수록하였다. 또한 상호출자행렬과 지배주주 및 친족의 직접지분은 연말 자료가 제공되지 않고 매년 4월 기준 자료가 발표되기 때문에 익년 4월 자료를 전년 말 자료와 동일하다고 보고 이를 이용하였다.

것으로서 계열기업 규모가 클수록 규모의 경제를 기대할 수 있다는 점에서 기업 수익성에는 양의 효과를 가질 것으로 기대할 수 있다(Joh, 2003; 김진용·황문우, 2006; 김진회, 2011). 계열기업의 부채 비중은 자본구조의 차이가 기업의 수익성에 미치는 영향을 통제하기 위해 선택하였다. 만약 부채의 레버리지 효과가 작용하면 수익성에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으나 과도한 금융비용 부담이 발생하는 경우 기업 수익성에 부정적인 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있다(김진용·황문우, 2006; 김진회, 2011). 지배주주의 실질지분은 계열기업의 지배주주에 의한 대리인 문제를 통제하기 위해 선택한 것으로서 기업 수익성에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있다(이근기, 2014).

본 분석에서 살펴보고 있는 기업집단 구조적 특징은 크게 두 가지 종류로 구분할 수 있다. 하나는 계열기업이 소속된 기업집단이 가지는 구조적 특징으로, 여기에는 다각화 수준, 계열기업 간 연계수준, 지배주주(가족)의 경영참가 정도가 있다. 이에 대한 대리변수로 (기업집단의 영위업종 수), (기업집단의 출자 비중) 그리고 (기업집단 차원의 지배주주 실질지분)을 사용하였다. 기업집단의 영위업종 수는 기업집단이 영위하고 비금융업에서의 업종 수로 한국경제연구원에서 제공하는 자료를 사용하였다. 기업집단의 계열기업 간 연계수준을 나타내는 출자 비중은 (기업집단 전체의 관계회사 투자자본/기업집단 전체 자본금)으로 구하였고, 공정거래위원회에서 제공하고 있는 자료를 사용하였다. 마지막으로 기업집단에서 지배주주(가족)의 경영참가 정도는 기업집단 차원의 지배주주 실질지분으로 살펴봤고, 이는 공정거래위원회에서 제공하고 있는 자료를 이용하여 [기업집단 전체의 동일인 및 특수관계인 투자자본/(기업집단 전체의 자본금-그룹 전체의 관계회사 투자자본)]¹⁴⁾으로 구하였다.

계열기업의 수익성에 영향을 미치는 또 다른 구조적 특징은 계열기업이 기업집단에서 차지하고 있는 상대적 지위(위치)와 관련된 것이다. 이를 살펴보기 위해 각 계열기업의 매출액이 기업집단 매출액에서 차지하는 비중과 기업집단의 출자관계에서 각 계열기업이 다른 계열기업으로 출자하는 출자 양의 상대적 크기를 사용하였다. 전자는 기업집단의 사업활동에서 해당 계열기업이 얼마나 중요한가를 보는 지표이고, 후자는 각 계열기업이 기업집단의 연계관계에서 얼마나 중요한 역할을 담당하고 있는가를 보여주는 지표로 볼 수 있다. 이들 각각

14) 기업집단 차원의 지배주주 실질지분을 구하는 공식의 분모에서 기업집단 전체 관계회사 투자자본을 차감한 이유는 이들 관계회사 투자자본으로 규정된 출자자본은 모두 가공자본이 되기 때문이다.

74 한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?

〈표 1〉 기초통계량

		N	최솟값	최댓값	평균	표준편차
계열기업 차원의 특징	당기순이익 비중	4,094	-0.97	0.99	0.23	0.16
	ln 총자산	4,094	3.91	17.39	11.31	2.41
	부채 비중	4,094	0.00	1.00	0.53	0.23
	지배주주 실질지분	4,094	0.00	99.52	17.68	18.09
기업집단 차원의 특징	영위업종 수	4,094	2.00	36.00	20.30	6.85
	기업집단 출자 비중	4,094	0.16	0.85	0.47	0.11
	기업집단 차원 지배주주 실질지분	4,094	0.01	0.43	0.12	0.10
기업집단 내 계열기업의 상대적 지위	계열기업 매출액 비중	4,094	0.00	0.83	0.03	0.08
	계열사의 상대적 출자 비중	4,094	0.00	4.07	0.17	0.44

은 공정거래위원회와 한국경제연구원의 자료를 이용하여 (계열기업의 매출액/기업집단 비금융업종 전체 매출액 크기), (계열기업의 출자 비중/기업집단 전체의 출자 비중)으로 구하였다. 〈표 1〉은 이들 변수의 기초 통계량을 정리한 것이다.¹⁵⁾

〈표 1〉에 의하면 기업집단에 소속된 계열기업의 당기순이익 비중은 평균 0.23(23%)이었고 그 최솟값과 최댓값은 각각 -0.97(-97%)과 0.99(99%)였다. 이로부터 계열기업의 수익성이 계열기업별로 상당한 차이가 있음을 알 수 있다. 또한 계열기업의 부채 비중은 평균 0.52(52%)였으며 지배주주의 실질지분은 평균 17.68%였다.

기업집단이 참여하고 있는 비금융업종에서의 영위업종 수는 평균 20.16개 업종이었다. 하지만 기업집단별로는 그 수가 최소 2개에서 최대 36개로 나타나 다각화 수준에서 상당한 차이가 있었다. 기업집단 차원의 출자 비중은 평균 0.47(47%)에 달하고 있어 계열출자가 활성화되어 있음을 알 수 있다. 기업집단을 하나의 기업으로 보았을 때, 지배주주의 실질지분을 나타내는 기업집단 차원의 지배주주 실질지분은 최소 1%에서 최대 43%였으며 평균 12%였다. 이와 같이 지배주주가 평균 12%의 실질지분을 보유하고 있는 반면 평균 출자 비중의 크

15) 기업집단의 구조적 특징에 대한 연도별 추이는 〈부록 2〉에 수록하였으며 분석기간 중 기업집단의 구조적 특징이 강화되고 있음을 알 수 있다.

기가 0.47(47%)이라는 것은, 한국 기업집단이 전형적인 CMS(controlling minority structure) 구조라는 것을 보여주는 것이다.

기업집단 내 각 계열기업이 차지하고 있는 상대적 지위를 살펴보면 기업집단 비금융업종 매출액에서 계열기업이 차지하는 비중의 평균값은 0.03이나 최댓값의 경우 0.83이었다. 이는 기업집단의 비금융업종 전체 매출액의 거의 대부분인 83%를 차지하는 계열기업도 있다는 것을 말해 주어 계열기업별로 상당한 차이가 있음을 알 수 있다. 계열기업의 상대적 출자 비중도 출자를 전혀 하지 않는 계열기업에서부터 자신이 소속된 기업집단의 평균 출자 크기보다 4.07배나 많이 출자하는 계열기업까지 다양한 수준에서 출자가 이루어지고 있음을 보여주고 있다.

IV. 실증분석 결과¹⁶⁾

1. 기업집단의 구조적 특징이 계열기업 성과에 미친 영향

아래에서는 기업집단의 세 가지 구조적 특징이 소속 계열기업의 수익성에 미친 영향에 대한 실증분석 결과를 살펴보도록 한다. 우선 계열기업 차원의 특징인 계열기업의 총자산은 통계적으로 유의미한 양의 값을, 계열기업의 부채 비중은 통계적으로 유의미한 음의 값을, 그리고 계열기업에서 지배주주의 실질지분은 통계적으로 유의미한 양의 값을 보여주고 있다.

여기서 계열기업의 규모가 클수록 규모의 경제 등이 작동하여 계열기업 수익성에 양의 영향을 미치고 있다는 것과 높은 부채 비중은 기업의 금융 부담을 높여 기업 수익성에 음의 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 그리고 지배주주의 실질지분이 커서 지배주주에 의한 대리인 문제가 나타날 유인이 적은 계열기업일수록 수익성이 높다는 것을 보여주고 있다.

이제 기업집단 차원의 구조적 특징이 계열기업의 성과에 미친 영향을 살펴보자. 기업집단의 다각화 수준을 나타내는 영위업종 수는 1% 유의수준에서 통계

16) 참고로 기업집단 차원의 특징이 기업집단 차원의 수익성에 미친 영향도 구해 보았으며, <부표 2>에 그 결과를 수록하였다. 본 논문의 결과와 마찬가지로 여기서도 기업집단의 구조적 특징이 기업집단 차원의 수익성에 양의 영향을 미치고 있다는 증거를 발견할 수 없었다.

76 한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?

〈표 2〉 기업집단의 구조적 특징이 계열기업의 성과에 미치는 영향

		(1)	(2)	(3)	(4)
	상수	0.014 (0.95)	0.113*** (5.38)	0.007 (0.40)	0.104*** (4.82)
계열기업 차원의 특징	ln 총자산	0.008*** (7.79)	0.008*** (7.30)	0.009*** (7.03)	0.009*** (7.08)
	부채 비중	-0.171*** (-15.66)	-0.176*** (-16.10)	-0.166*** (-15.14)	-0.172*** (-15.61)
	지배주주 실질지분	0.0004*** (3.01)	0.001*** (3.57)	0.0003*** (2.84)	0.0004*** (3.29)
기업집단 차원의 특징	영위업종 수		-0.002*** (-4.97)		-0.002*** (-5.43)
	출자 비중		-0.081*** (-3.39)		-0.083*** (-3.44)
	기업집단 차원 지배주주 실질지분		-0.076*** (-2.66)		-0.066** (-2.31)
기업집단 내 계열기업의 상대적 지위	계열사의 매출액 비중			-0.0001*** (-2.90)	-0.0001*** (-3.71)
	계열사의 상대적 출자 비중			0.015** (2.36)	0.014** (2.08)
	N	4,094	4,094	4,094	4,094
	수정 R ²	0.068	0.078	0.070	0.081

주: 1) *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

2) 연도더미에 대한 결과는 보고하지 않았음.

3) () 내에는 t값을 표기함.

적으로 유의미한 음의 값을 보이고 있었다. 다각화 수준이 높은 기업집단에 소속된 계열기업일수록 성과가 낮다는 것을 의미하는 위의 결과는, 기업집단의 다각화 정도가 내부거래 상호 학습 등을 통해 계열기업의 수익성을 제고시키기 보다는 잘못된 투자결정, 비효율적인 상호 보조 등으로 인해 계열기업의 수익성에 부정적 영향을 주고 있다는 것을 시사하고 있다.

기업집단 내 계열기업 간 연계수준을 나타내는 출자 비중도 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 음의 값을 보이고 있었다. 이는 계열기업 간 연계관계가 강한 기업집단에 소속된 계열기업일수록 안정주주를 확보함으로써 혹은 내부자 통제나 포토폴리오적 투자로부터의 얻는 이점보다는 내부거래 관계의 폐

쇄성 혹은 전염효과 등으로 인한 부정적 영향을 더 크게 받고 있다는 것을 시사하는 결과이다.

기업집단에서 지배주주(가족)의 경영참가 정도를 나타내는 기업집단 차원의 지배주주 실질지분도 통계적으로 유의미한 음의 값을 보이고 있다. 이는 지배주주(가족)의 경영참가 정도가 높은 기업집단에 소속된 계열기업일수록 성과가 낮다는 것을 의미하고 지배주주(가족)에 의한 참호효과(entrenchment effect)가 작동하고 있는 것으로 해석할 수 있는 결과이다.

여기서 한 가지 흥미로운 사실은 계열기업 차원에서 지배주주의 실질지분은 양의 값을 보이고 있지만 기업집단 차원의 지배주주 실질지분은 음의 값을 보이고 있다는 점이다. 기업집단의 지배주주에 의한 대리인 문제가 주로 개별 계열기업 수준에서 발생하나(김진방, 2005) 지배주주의 참호효과는 기업집단 차원에서 발생한다는 점에서, 위의 결과는 지배주주가 기업집단을 지속적으로 지배하기를 원하면서도 계열기업 차원에서는 자신의 사적 이익을 위해 터널링(tunnelling) 등의 대리인 문제를 발생시키고 있다는 것으로 해석할 수 있다.

기업집단 내 계열기업의 상대적 지위도 계열기업의 수익성에 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 먼저 기업집단의 전체 매출액에서 계열기업이 차지하는 비중은 통계적으로 유의미한 음의 값을 보이고 있다. 이는 기업집단에서 매출액으로 본 활동 비중이 높은 계열기업일수록 수익성이 낮다는 것을 의미한다. 기업집단이 효율적으로 작동하고 있다면 활동 비중이 높은 계열기업의 수익성이 그렇지 않은 계열기업보다 좋을 것이라는 점에서, 위의 결과는 기업집단의 구조가 효율적으로 작동하지 않고 있고 활동성이 높은 계열기업을 중심으로 일종의 프로핑(proping) 현상이 발생하고 있다는 것을 시사하는 것으로 볼 수 있다.

또한 계열기업의 상대적 출자 비중(계열기업의 출자 비중/기업집단 차원의 출자 비중)은 통계적으로 유의미한 양의 값을 보이고 있어 출자 비중이 상대적으로 큰 계열기업일수록 수익성이 좋다는 것을 보여주고 있다. 앞서 언급한 대로 지배주주가 기업집단을 지배하기 위해서는 이를 가능하게 하는 핵심적 역할을 하는 계열기업—출자를 상대적으로 많이 하는 계열기업—의 성과가 중요하다. 즉, 지배주주의 입장에서 보면 이들 계열기업의 성과가 나빠지면 그는 비단 이들 계열기업뿐 아니라 기업집단 전체의 지배권을 상실할 수 있기 때문이다. 따라서 지배주주는 이들 계열기업의 성과를 제고하기 위해 기업집단의 자원과 역량을 집중시키는 것으로 볼 수 있고, 그 결과 출자 비중이 높은 이들 핵심

78 한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?

계열기업의 성과가 높게 나타나는 것으로 볼 수 있다.

결국 위와 같은 분석결과는 한국 기업집단의 구조가 계열기업의 성과를 제고 한다는 소위 기업집단의 그룹효과가 존재하지 않을 뿐 아니라 오히려 계열기업의 성과를 저하시키는 부의 효과가 작동하고 있다는 것을 의미한다.

〈표 3〉은 기업집단 구조적 특징 간의 상호 작용이 낳는 효과를 추가하여 분석한 결과를 정리한 것이다. 다만 원변수를 사용하여 상호 작용 효과를 살펴볼 경우 기업집단 차원의 특징에 대한 변수와 상호 작용을 나타내는 변수 간에는 다중공선성의 문제가 심각하게 나타났다.¹⁷⁾ 이와 같은 다중공선성의 문제를 해결하기 위하여 여기서는 원변수에서 그 평균값을 차감하여 분석하는 평균 집중화(mean centering) 방식을 사용하였다.¹⁸⁾

〈표 3〉의 모형 5를 중심으로 분석결과를 살펴보면 우선 계열기업 차원의 특징, 기업집단 차원의 구조적 특징 그리고 기업집단 내 상대적 지위 차원의 특징은 앞서의 분석결과와 동일한 결과를 보이고 있다.

이제 기업집단의 구조적 특징 간의 상호 작용 효과가 계열기업의 수익성에 미친 영향을 살펴보도록 하자. 우선 [(기업집단 차원의 영위업종 수)*(기업집단 차원의 지배주주 실질지분)]과 [(기업집단 차원 출자 비중)*(기업집단 차원 지배주주 실질지분)]은 음의 부호를 보이고 있으나 통계적 유의성이 없었다. 이로부터 기업집단의 다각화 수준과 지배주주의 경영참여 정도 그리고 기업집단의 연계수준과 지배주주의 경영참여 정도 간의 상호 작용은 계열기업의 수익성에 영향을 미치지 않고 있다는 것을 알 수 있다. 다만 [(기업집단 차원의 영위업종 수)*(기업집단 차원의 지배주주 실질지분)]은 통계적으로 유의미한 양의 값을 보이고 있었다. 기업집단 차원의 지배주주 실질지분이 높을수록 영위업종 수가 계열기업의 수익성에 미치는 영향이 양이라는 위의 결과는, 다각화 수준이 계열기업의 수익성에 미치는 음의 효과가 지배주주의 경영참여 정도가 높을수록 상쇄된다는 것을 의미한다. (혹은 기업집단 차원의 영위업종 수가 높을수록 기

17) 모형 1을 기준으로 원변수를 사용하여 분석할 경우 VIF(variance inflation factor) 값이 기업집단 차원의 특징을 나타내는 세 가지 요인은 모두 VIF 값이 10을 초과하였으며(영위업종 수 21.68, 그룹출자 비중 13.30, 그룹 차원 실질 비중 31.03), 상호 작용 항에서도(영위업종 수*출자 비중 33.80, 영위업종 수*기업집단 차원 실질지분 10.25, 출자 비중*기업집단 차원 실질지분 28.11)이었다. 일반적으로 VIF 값이 10을 초과할 경우 다중공선성의 문제가 발생하여 회귀분석상의 문제를 발생시키는 것으로 알려져 있다. 평균집중화법을 사용하는 경우 모두 10 이하의 VIF 값을 가져 공선성 문제가 해결되었다.

18) 〈표 3〉과 〈표 4〉에서 굵은 글자체로 표기한 변수는 원변수에서 평균값을 차감한 변수라는 것을 나타낸다.

〈표 3〉 기업집단의 구조적 특징이 계열기업의 성과에 미치는 영향: 상호 작용 효과

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	상수	0.031** (2.05)	0.026 (1.38)	0.023 (1.15)	0.022 (1.17)	0.028 (1.38)
계열기업 차원의 특징	ln 총자산	0.008*** (7.27)	0.009*** (6.99)	0.008*** (6.60)	0.009*** (6.73)	0.009*** (6.64)
	부채 비중	-0.177*** (-16.18)	-0.172*** (-15.70)	-0.166*** (-15.13)	-0.171*** (-15.60)	-0.172*** (-15.69)
	지배주주 실질지분	0.0004*** (3.21)	0.0004*** (2.94)	0.0003*** (2.82)	0.0004*** (3.29)	0.0004*** (2.93)
기업집단 차원의 특징	영위업종 수(A)	-0.003*** (-5.67)	-0.003*** (-6.06)		-0.002*** (-5.38)	-0.003*** (-6.01)
	출자 비중(B)	-0.072*** (-2.82)	-0.071*** (-2.78)		-0.083*** (-3.45)	-0.071*** (-2.79)
	기업집단 차원 지배주주 실질지분(C)	-0.105*** (-3.48)	-0.094*** (-3.08)		-0.066** (-2.31)	-0.094*** (-3.09)
기업집단 내 계열기업의 상대적 지위	계열사 매출액 비중(D)		-0.0001*** (-3.59)	-0.0001*** (-2.90)	-0.0001*** (-3.70)	-0.0001*** (-3.58)
	계열사의 상대적 출자 비중(E)		0.013** (2.03)	0.016** (2.43)	0.014** (2.07)	0.014** (2.03)
상호 작용 I	A*B	-0.007* (-1.91)	-0.005 (-1.56)			-0.005 (-1.56)
	A*C	0.010*** (3.03)	0.011*** (3.05)			0.011*** (3.06)
	B*C	0.332 (-1.19)	-0.344 (-1.23)			-0.343 (-1.23)
상호 작용 II	D*E			-2.396E-5 (-0.54)	-8.209E-6 (-0.18)	-1.068E-5 (-0.24)
	N	4,094	4,094	4,094	4,094	4,094
	수정 R ²	0.080	0.087	0.070	0.081	0.083

주: 1) *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

2) 연도더미에 대한 결과는 보고하지 않았음.

3) () 내에는 *t*값을 표기함.

업집단의 지배주주 실질지분이 계열기업의 수익성에 미치는 영향이 양이라는 것을 의미하여 가족경영이 계열기업의 수익성에 미치는 음의 영향이 다각화 수

준에 의해 상쇄된다는 것을 의미한다.)

마지막으로 기업집단 내 계열기업의 상대적 지위가 미치는 영향인 계열기업의 매출액 비중과 계열기업 출자 비중의 상대적 크기의 상호 작용 효과는 음의 값을 보이고 있으나 통계적 유의성은 없었다.

2. 기업집단의 구조적 특징이 계열기업 성과에 미친 영향: 기간별 분석

아래에서는 미국발 금융위기 기간(2007~2009년)을 중심으로 시기별로 기업집단의 구조적 특징이 계열기업 수익성에 미친 영향을 살펴보고자 한다. 이와 같은 시기별 분석을 통해 금융위기 기간에 기업집단의 구조적 특징이 계열기업 수익성에 미친 영향뿐 아니라 시간이 경과함에 따라 기업집단의 구조적 특징이 계열기업 수익성에 미친 영향이 어떻게 변화하고 있는지를 살펴볼 수 있다.

일반적으로 기업집단은 시장을 대체 혹은 보완해 주는 역할을 하여 경제위기와 같이 시장이 불완전해지는 경우 기업집단이 가지는 양의 효과가 두드러지게 나타나는 것으로 알려져 있다(Khanna and Yafeh, 2007; Cho, 2009; Lee, Kim and Lee, 2010; Erdorf *et al.*, 2012; Bae *et al.*, 2002). 예를 들어, 미국발 금융위기 때와 같이 자본시장이 경색되거나 정보비대칭의 문제가 심화되는 경우 기업집단의 성격이 강한 기업집단에 소속된 계열기업은 투자재원에 대한 내부 자본시장의 존재와 계열기업 간 공동보험 효과 그리고 계열기업 간 내부거래 등을 통해 위기국면을 쉽게 극복할 수 있고, 이에 따라 상대적으로 높은 수익성을 보일 것으로 기대할 수 있다.

〈표 4〉에서는 기간별 분석결과를 정리하였다. 〈표 4〉의 분석결과에서 우선 주목을 끄는 점은 금융위기 이전과 비교하여 금융위기 기간 혹은 금융위기 이후 기업집단의 구조적 특징이 계열기업의 수익성에 미치는 음의 영향이 더욱 두드러지게 나타나고 있다는 점이다. 즉, 금융위기 이전에는 기업집단의 구조적 특징 중 다각화 수준을 대변하는 영위업종 수만 통계적으로 유의미한 음의 값을 보이고 있고, 나머지 기업집단 차원의 출자 비중이나 기업집단 차원의 지배주주 실질지분은 통계적 유의성이 없었다. 하지만 금융위기 기간 및 그 이후 기간에서는 기업집단을 규정하는 세 가지 구조적 특징—다각화 수준, 출자 비중, 지배주주 실질지분 비중—이 모두 통계적으로 유의미한 음의 값을 보여주고 있다.

여기서 기업집단의 다각화 수준이 모든 시기에 걸쳐 음의 영향을 미치고 있

〈표 4〉 기업집단의 구조적 특징이 계열기업 성과에 미친 영향: 기간별 분석

		2005~2006	2007~2009	2010~2013
	상수	0.043 (0.84)	0.017 (0.48)	0.013 (0.46)
계열기업 차원의 특징	ln 총자산	0.009** (2.39)	0.008*** (3.42)	0.009*** (5.22)
	부채 비중	-0.184*** (-6.75)	-0.199*** (-10.04)	-0.154*** (-10.09)
	지배주주 실질지분	0.001** (2.13)	0.0004 (1.63)	0.0003* (1.65)
기업집단 차원의 특징	영위업종 수(A)	-0.004* (-1.86)	-0.003*** (-3.33)	-0.003*** (-4.51)
	출자 비중(B)	0.132 (1.00)	-0.115** (-2.19)	-0.084** (-2.30)
	기업집단 차원 지배주주 실질지분(C)	-0.062 (-0.49)	-0.105* (-1.73)	-0.074* (-1.75)
기업집단 내 계열기업의 상대적 지위	계열사 매출액 비중(D)	-0.0001* (-1.95)	-6.228E-5 (-0.98)	-0.0001*** (-3.19)
	계열사의 상대적 출자 비중(E)	0.037*** (2.68)	0.003 (0.23)	0.010 (1.02)
상호 작용 I	A*B	0.008 (0.49)	-0.013* (-1.79)	-0.002 (-0.31)
	A*C	0.019 (1.20)	0.013 (1.61)	0.010** (2.19)
	B*C	-0.34 (0.70)	-0.56 (-1.04)	-0.38 (-0.92)
상호 작용 II	D*E	-5.215E-5 (-0.61)	-1.553E-5 (-0.22)	-1.833E-5 (-0.22)
	N	699	1,304	2,091
	수정 R ²	0.091	0.091	0.070

주: 1) *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

2) 연도더미에 대한 결과는 보고하지 않았음.

3) () 내에는 t값을 표기함.

다는 것은 기업집단의 다각화 수준이 금융위기 이전부터 적정 수준 이상이었던 것을 시사한다. 그리고 금융위기 시에도 이러한 경향이 그대로 유지되어 금

82 한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?

금융위기 시 기업집단의 다각화 수준이 높은 경우, 소속 계열기업이 기대할 수 있는 공동보험 효과, 위험분산 효과 내부거래의 활성화로 인한 이득보다는 과도한 다각화에 의한 부정적 효과가 더 크게 작용하고 있다는 것을 보여주고 있다.

또한 금융위기 이전에는 통계적 유의성이 없었던 기업집단 차원의 출자 비중도 금융위기 기간과 그 이후에는 통계적으로 유의미한 음의 값을 보이고 있다. 이는 기업집단 내 계열기업 간 출자를 통한 강한 연계가 존재하는 경우, 계열기업이 안정주주를 보유함으로써 금융위기 기간 동안 상대적으로 높은 수익성을 가질 것이라는 것을 부정하는 결과이다. 오히려 강한 연계관계가 금융위기 시 발생할 수 있는 계열기업 간 위험의 전염효과나 거래의 폐쇄성을 낳아 수익성에 악영향을 주고 있다는 것을 시사하는 결과로 볼 수 있다.

마지막으로 지배주주 경영참가의 효과를 살펴보는 기업집단 차원의 지배주주 실질지분도 금융위기 기간에는 통계적으로 유의미한 음의 값을 보이고 있었다. 이는 경제위기 시 지배주주(가족)의 경영참가(정도)가 가지는 신속한 의사결정, 책임경영의 발휘와 같은 장점보다는 참호효과와 같은 부정적 효과가 강하게 나타나는 것으로 볼 수 있는 결과이다.

위의 분석결과에서 유의해서 보아야 할 또 다른 점은 다른 시기와는 달리 금융위기 시기에는 계열기업 차원의 지배주주 실질지분이 양의 부호를 보이고 있지만 통계적 유의성이 없었던 반면, 기업집단 차원의 지배주주 실질지분은 통계적으로 유의미한 음의 부호를 보이고 있다는 점이다. 이러한 결과는 경제위기 시 지배주주가 계열기업 차원의 대리인 문제는 덜 유발시키는 반면, 지배주주가 기업집단 차원에서 지배권을 유지·강화하기 위해 나타나는 참호효과는 강화되고 있다는 것을 시사하는 것으로 볼 수 있다.

기업집단 내 계열기업이 차지하고 있는 상대적 지위가 수익성에 미친 영향도 시기별로 차이를 보이고 있었다. 앞서 <표 2>의 계열기업 차원의 지배주주 실질지분에 대한 설명에서도 언급하였지만 금융위기 기간 동안 지배주주가 사적 이익을 추구하는 모습이 완화되고 있다는 점이 드러나고 있다는 것을 확인할 수 있었다. 즉, 지배주주의 사적 이익 추구활동과 관련이 깊은 계열기업의 상대적 매출액 비중이나 계열기업의 상대적 출자 비중은, 금융위기 이전에는 통계적으로 유의미한 음의 값과 양의 값을 보였으나 금융위기 기간에는 통계적 유의성이 사라졌다. 이러한 결과들은 경제위기 기간 동안 지배주주의 사적 이익 추구활동이 줄어들고 있다는 것을 뒷받침하는 결과로 볼 수 있다.

그 밖에 기업집단의 구조적 특징들의 상호 작용 효과에서도 금융위기 이전에는 통계적 의미가 있는 부분이 없었으나 금융위기 기간에는 [(영위업종 수)*(출자 비중)]이 통계적 유의미한 음의 부호를 보이고 있었다. 이는 기업집단의 다각화 수준이 계열기업 수익성에 미치는 음의 영향이 기업집단의 출자를 통한 연계수준이 높을수록 강해진다는 것을 의미한다. 이러한 분석결과에서도 경제위기 시 다각화되어 있는 기업집단에서 출자구조를 통한 위험의 전염효과나 폐쇄적 거래관계가 발생하고 있다는 것을 시사하는 것으로 볼 수 있다. 그리고 경제위기 기간 이후에는 (영위업종 수)*(기업집단 차원의 지배주주 실질지분)이 통계적으로 유의미한 양의 값을 보이고 있다. 이는 앞서 언급한대로 기업집단 차원의 지배주주 실질지분이 높을수록 기업집단 차원의 영위업종 수가 계열기업 수익성에 미치는 영향이 양이라는 것을 말하는 것으로, 기업집단의 다각화 수준이 계열기업의 수익성에 미치는 음의 효과가 지배주주의 경영참여에 의해 상쇄된다는 것을 의미한다.

결론적으로 위의 분석결과는 경제위기 시에도 기업집단의 구조적 특징이 계열기업 수익성에 양의 효과를 미치지 않고 오히려 역효과가 나타나는 것을 보여주고, 또한 이러한 역효과가 시간이 경과함에 따라 강화되고 있다는 것을 보여주고 있다.

V. 결론

한국 경제는 대내외적 환경이 급격히 변화하는 가운데서 개발연대에서 볼 수 없었던 새로운 경제·사회적 문제가 발생하고 있다. 이와 같은 상황 하에서 한국 경제에서 중추적 역할을 담당하고 있는 기업집단에 대한 유효성 탐구는 비단 기업집단 그 자체뿐 아니라 우리 경제체제에 대한 유효성을 살펴보는 작업의 일환이라고 볼 수 있다.

이러한 문제의식 속에서 본 논문은 한국 기업집단이 여전히 유효한 기업구조인가를 이들의 구조적 특징이 소속 계열기업의 수익성에 미친 영향을 통해 살펴보았다. 경험적 자료를 이용하여 분석한 결과 다음과 같은 사실을 알 수 있었다.

첫째, 한국 기업집단을 규정하는 세 가지 구조적 특징—다각화(영위업종 수)·계열기업 간 연계수준(출자 비중)·지배주주의 경영참여 정도(기업집단 차원의

84 한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?

지배주주 실질지분)은 소속 계열기업의 수익성(당기순이익/매출액)에 모두 부정적 영향을 주고 있었다. 이러한 결과는 한국 기업집단의 구조적 특징이 계열기업 성과를 제고시킬 것이라는 소위 ‘그룹효과’가 존재하지 않고 있다는 것을 시사하는 것이다.

둘째, 한국 기업집단의 구조적 특징이 미치는 영향이 시기별로 어떠한가를 살펴보기 위해 분석기간을 금융위기 이전, 금융위기 기간, 금융위기 이후로 나누어 분석해 보았다. 분석결과에 따르면, 한국 기업집단의 구조적 특징은 미국발 금융위기 기간에서도 계열기업의 성과를 제고시키지 못하고 있었다. 또한 기업집단의 구조적 특징이 계열기업의 수익성에 미치는 영향은 금융위기가 발생하기 이전 기간에 비해 금융위기 기간과 그 이후 기간에서 더욱 나뉘었다. 이와 같은 결과는 시장경제가 제대로 작동하지 못하는 경우 기업집단이 가진 양의 효과가 더욱 두드러지게 나타날 것이라는 것을 부정함과 동시에 시간이 경과함에 따라 기업집단의 부정적 효과가 더욱 두드러지게 나타나고 있다는 것을 시사하는 결과이다.

결국 위와 같은 분석결과로부터 기업집단이 효율적이기 위해서는 기업집단의 세 가지 구조적 요인—다각화, 출자, 그리고 지배주주의 경영참가—에 대해서 보다 세심한 정책적 개선 노력이 필요하다는 것을 알 수 있다. 나아가 기업집단을 중심으로 형성되어 있는 한국 경제에서 새로운 대안적 기업구조에 대한 모색도 필요하다는 것을 시사하고 있다.

하지만 본 분석은 다음과 같은 한계를 가지고 있다. 우선 기업집단의 모든 계열기업에 대한 자료를 제공하고 있는 공정거래위원회의 재무 자료가 극히 제한적이어서 수익성을 대변하는 다른 변수(예: 영업이익)와 기업 수익성 결정모형에서 사용하고 있는 다른 통제변수를 사용하지 못하였다. 그리고 분석기간 중 발생한 기업집단에 관한 제도변화가 미친 영향도 고려하지 못하였다. 이러한 점은 추후 연구에서 보완하도록 하겠다.

부 록

지배주주의 실질지분과 계열기업의 출자 비중 산출법

지배주주의 실질지분은 기업집단 소속 계열기업의 상호출자행렬과 동일인과 친족의 직접지분을 이용하여 구할 수 있다. 여기서 계열기업 상호출자행렬이란 계열기업 간 출자관계를 아래와 같은 정방행렬인 $A=[a_{ij}]$ 로 표기한 것으로, 여기서 a_{ij} 는 계열기업 j 가 보유한 계열기업 i 의 명목지분을 말한다.

$$A = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \cdots & a_{1n} \\ \vdots & \vdots & & \vdots \\ a_{n1} & a_{n2} & \cdots & a_{nn} \end{bmatrix}$$

그런데 계열기업의 전체 명목지분은 보통 다른 계열사 지분(Ae) 이외에 동일인 및 친족의 직접지분(B)과 외부 주주를 비롯한 기타 주주들의 직접지분(C)으로 이루어지므로 다음과 같은 관계가 성립한다.¹⁹⁾

$$Ae + B + C = e(\text{단, } e \text{는 단위벡터임})$$

이 식은 항등행렬(I)을 이용하여 다음과 같이 정리할 수 있다.

$$\begin{aligned} (I - A)e &= B + C \\ e &= (I - A)^{-1}B + (I - A)^{-1}C \end{aligned}$$

여기서 $(I - A)^{-1}B$ 가 바로 지배주주의 실질지분의 크기이다.

또한 계열기업의 출자 비중(=[출자자금/자본금])의 산출방식은 다음과 같다. 앞서 상호출자행렬(A)의 전치행렬인 (A')과 각 계열기업의 명목자본금 벡터(NC)를 곱하면 계열기업의 명목출자 크기를 나타내는 벡터(NI)를 구할 수 있다. 이를 계열기업의 명목자본으로 나누면 계열기업의 출자 비중이다.

$$(A')*(NC) = NI$$

19) 여기서 단위벡터 e 는 1만으로 이루어진 $n \times 1$ 벡터이고, B 와 C 도 의 차수를 가진 $n \times 1$ 벡터이다.

86 한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?

〈부표 1〉 기업집단의 구조적 특징의 연도별 추이

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
기업집단 비금융부문 영위업종 수(평균)	12.22	12.72	14.17	15.78	16.78	17.78	17.94	21.89	18.72
기업집단의 출자 비중 (평균)	0.41	0.42	0.46	0.45	0.46	0.44	0.47	0.48	0.48
지배주주 실질지분 (평균)	0.12	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.12	0.11	0.12

〈부표 2〉 기업집단 차원의 특징이 기업집단 차원의 수익성에 미친 영향

	전기간		2005~2006	2007~2009	2010~2013
상수	0.427 (1.60)	0.619** (2.52)	-0.376 (-0.42)	1.201 (1.21)	0.919 (1.32)
ln 총자산	-0.012 (-0.52)	-0.015 (-0.63)	0.055 (0.97)	-0.007 (-0.07)	-0.029 (-0.53)
부채 비중	-0.386*** (-5.40)	-0.384*** (-5.33)	-0.143 (-0.76)	-0.909*** (-5.15)	-0.368** (-2.45)
영위업종 수(A)	-0.001 (-0.99)	-0.008** (-2.40)	0.0002 (0.008)	-0.029** (-2.26)	-0.014** (-2.32)
출자 비중(B)	-0.150*** (-3.16)	-0.350*** (-2.89)	-0.143 (-0.089)	-1.789** (-2.70)	-0.764** (-2.64)
지배주주 실질지분(C)	0.139 (1.20)	-0.312 (-1.35)	-0.866 (-0.65)	-2.395* (-2.01)	0.392 (0.85)
A*B		0.009 (1.53)	0.005 (0.064)	0.064** (2.18)	0.027** (2.62)
A*C		0.018** (2.09)	-0.034 (-0.26)	-0.002 (-0.060)	0.019 (1.35)
B*C		0.444 (1.05)	2.797 (0.58)	5.342** (2.70)	-0.781 (-0.99)
N	162	162	36	54	72
수정	0.551	0.571	0.713	0.681	0.714

주: 1) *, **, ***는 각각 양측 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

2) 연도더미에 대한 결과는 보고하지 않았음.

3) () 내에는 *t*값을 표기함.

참 고 문 헌

- 강형철, “기업집단에서 지배주주 가족에 의한 경영과 기업성과,” 『재무연구』 27(1), 2014, 141~176.
- 권택호, “기업집단의 성과 측정과 특징 분석,” 『재무관리연구』 29(4), 2012, 1~28.
- 김근수, “재벌의 실태와 경제적 파급효과,” 『경제발전연구』 18(2), 2012, 37~64.
- 김상조, “New Normal 시대의 경제민주화—과제와 전략,” 동반성장연구소 발표 논문, 2015.
- 김석진, “재벌: 없애야 하나, 키워야 하나?,” 2004, mimeo.
- 김진방, 『재벌의 소유구조』, 나남, 2005.
- 김진용·황문우, “기업의 연구개발투자가 경영성과에 미치는 영향,” 『MONTHLY BULLETIN』, 2006 December, 23~69.
- 김진희, “특수관계자와의 거래가 기업의 경영성과에 미치는 영향,” 『대한경영학회지』 24(1), 2011, 569~585.
- 김창수, “기업집단 소속기업의 장기수익성,” 『연세경영연구』 48(2), 2011, 133~163.
- 박경서·정찬식, “기업집단의 분리를 통한 기업집단의 순기능과 역기능에 관한 연구,” 『한국증권학회지』 40(3), 2011, 461~499.
- 박승록·최두열, “대기업 투자의 적하효과 분석,” 『한국경제연구』 29(4), 2011, 207~235.
- 위평량, “재벌 및 대기업으로의 경제력집중과 동태적 변화 분석(1987-2012),” 경제개혁리포트 2014-2호, 경제개혁연구소, 2014(<http://www.eri.or.kr>).
- 이근기, “계열출자가 출자계열기업의 대리인 문제에 미치는 영향,” 『산업조직연구』 22(2), 2014, 97~132.
- 임상균·이문영·황인이, “대규모기업집단 소속기업의 투자효율성,” 『회계학연구』 39(3), 2014, 91~134.
- 장세진, 『외환위기와 한국 기업집단의 변화: 재벌의 흥망』, 博英社, 2003.
- 장지상·하준·이근기, 『대규모기업집단의 다각화 추이 및 결정요인』, 산업연구원, 2011.

88 한국 기업집단은 효율적인 기업구조인가?

- 최두열, “외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인: 기업금융 규제를 중심으로,” 『한국경제연구』 16(2), 2006, 5~49.
- 홍수희·김명서, “상장기업 특수관계자 공시 제도 및 현황,” 『기업지배구조리뷰』 66, 2013, 37~56.
- Adams, R., H. Almeida, and D. Ferreira, “Understanding the Relationship between Founder-CEOs and Firm Performance,” *Journal of Empirical Finance*, 16, 2009, 136~150.
- Almeida, H. V. and D. Wolfenzon, “A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups,” *Journal of Finance*, 61(6), 2006, 2637~2680.
- Anderson, R. C. and D.M. Reeb, “Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500,” *Journal of Finance*, 58(3), 2006, 1301~1328.
- Attig, N., K. Fischer, and Y. Gadhoun, “On the Determinants of Pyramidal Ownership: Evidence on Dilution of Minority Interests,” Working Paper, 2004.
- Bae, K. H., J. S. Baek, J. K. Kang, and W. L. Liu, “Do Controlling Shareholders’ Expropriation Incentives Imply a Link between Corporate Governance and Firm Value? Theory and Evidence,” *Journal of Financial Economics*, 105, 2012, 412~436.
- Bae, K. H., J. K. Kang, and L. M. Kim, “Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups,” *Journal of Finance*, 57(6), 2002, 2695~2740.
- Baek, J. S., J. K. Kang, and I. M. Lee, “Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols,” *Journal of Finance*, 61 (5), 2006, 2415~2449.
- Bertrand, M., P. Mehta, and Sendhil Mullainathan, “Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups,” *Quarterly Journal of Economics*, 117 (1), 2002, 121~148.
- Block, J. H. and M. Wagner, “Corporate Social Responsibility in Large Family and Founder Firms,” ERIM Report Series Research in Management ERS-2010-027-ORG, 2010.
- Chaddad, F. R. and J. J. Reur, “Investment Constraints and Financial Constraints in IPO Firms,” *Strategic Entrepreneurship Journal*, 3, 2009, 29~45.

- Chang, S.J., "Ownership Structure, Expropriation, and Economic Performance of Group-affiliated Companies in Korea," *Academy of Management Journal*, 46 (2), 2003, 238~253.
- Chang, S.J. and J. Hong, "Economic Performance of Group-affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions," *Academy of Management Journal*, 43(3), 2000, 429~448.
- Chang, S.J., C. N. Chung, and Ishtiaq P. Mahmood, "When and How Does Business Group Affiliation Promote Firm Innovation? A Tale of Two Emerging Economies," *Organization Science*, 17(5), 2006, 637~656.
- Cho, S.H., "The Effect of Target Ownership Structure on the Wealth Gains in Owner-Manager Dominant Acquisitions: Evidence from Korean Cases," *Seoul Journal of Business*, 15, 2009, 39~64.
- Demsetz, H. and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93(6), 1985, 1155~1177.
- Erdorf, Stefan, Thomas Hartmann-Wendels, Nicolas Heinrichs, and Michael Matz, "Corporate Diversification and Firm Value: A Survey of Recent Literature," 2012, <http://ssrn.com/abstract=1968977>.
- Fahlenbrach, R., "Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 2009, 439~466.
- Ferris, Stephen P., Kenneth A. Kim, and Kitsabunnarat Pattanaporn, "The Costs (and Benefits) of Diversified Business Groups: The Case of Korean Chaebols," *Journal of Banking and Finance*, 27(2), 2003, 251~273.
- Fogel, Kathy, "Oligarchic Family Control, Social Economic Outcomes, and the Quality of Government," *Journal of International Business Studies*, 37(5), 2006, 603~622.
- Granovetter, M., "Coase Revisited: Business Groups in the Modern Economy," *Industrial and Corporate Change*, 4(1), 1995, 93~130.
- _____, "Business Groups and Social Organization," Neil Smelser, Richard Swedberg, eds., *Handbook of Economic Sociology*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2005.
- Guillen, M. F., "Business Groups in Emerging Economies: A Resource-based View,"

Academy of Management Journal, 43(3), 2000, 362~380.

Joh, S.W., "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis," *Journal of Financial Economics*, 68(2), 2003, 287~322.

Johnson, S., Rafael La Porta, Florencio, Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90(2), 2000, 22~27.

Khanna, T. and J. Rivkin, "Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets," *Strategic Management Journal*, 22(1), 2001, 45~74.

Khanna, T. and Y. Yafeh, "Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?," *Journal of Economic Literature*, 45(2), 2007, 331~372.

Kim, Y. and F. Y. Gao, "Does Family Involvement Increase Business Performance? Family-longevity Goals' Moderating Role in Chinese Family Firm," *Journal of Business Research*, 66(2), 2013, 265~274.

Kim, W., Y. Lim, and T. Sung, "Group Control Motive as a Determinant of Ownership Structure in Business Conglomerates Evidence from Korea's Chaebols," *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(3), 2007, 213~252.

Kim, C. S., "Is Business Group Structure Inefficient? A Long-Term Perspective," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(3), 2012, 258~285.

Lee, K., J. Kim, and O. Lee, "Long-term Evolution of the Firm Value and Behavior of Business Groups: Korean Chaebols between Weak Premium, Strong Discount, and Strong Premium," *Journal of Japanese and International Economies*, 24(3), 2010, 412~440.

Mehrotra, V., R. Morck, J.W. Shim, and Y. Wiwattanakantang, "Adoptive Expectations: Rising Sons in Japanese Family Firms" *Journal of Financial Economics*, 108, 2013, 840~854.

Meyer, M., P. Milgrom, and J. Roberts, "Organizational Prospects, Influence Costs and Ownership Changes," *Journal of economics and Management Strategy*, 1 (1), 1992, 9~35.

Morck, R. and B. Yeung, "Agency Problem in Large Family Business Groups," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 2003, 367~382.

_____, "Family Control and the Rent-seeking Society," *Entrepreneurship Theory*

- and Practice*, 28(4), 2004, 391~409.
- Morck, R., D. Wolfenzon, and B. Yeung, "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth," *Journal of Economic Literature*, 43(3), 2005, 655~720.
- Morck, R. and M. Nakamura, "A Frog in a Well Knows Nothing of the Ocean A History of Corporate Ownership in Japan," *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, NBER Books, National Bureau of Economic Research, 2005.
- Odaki, K. and N. Kodama, "Stakeholder-Oriented Corporate Governance and Firm-Specific Human Capital: Wage Analysis of Employer-Employee Matched Data," RIETI Discussion Paper Series 10-E-014, 2010.
- Sheard, Paul, "The Economics of Interlocking Shareholding in Japan," *Ricerche Economiche*, 45, 1991, 421~448.
- Stein, Jeremy C., "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources," *Journal of Finance*, 52(1), 1997, 111~133.
- Stulz, R., "Managerial Discretion and Optimal Financial Policies," *Journal of Financial Economics*, 26(1), 1990, 3~27.
- Villalonga, B. and R. Amit, "How do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value?," *Journal of Financial Economics*, 80(2), 2006, 385~417.
- Williamson, O. E., *Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-trust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*, New York: Free Press, 2006.
- Wolfenzon, D., "A Theory of Pyramidal Ownership," 1999, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdocdownload?doi=10.1.1.198.3874&rep=rep1&type=pdf>
- <인터넷 사이트 및 전자 자료>
- 공정거래위원회 대규모 기업집단 공개시스템, www.groupopni.ftc.go.kr
- 한국경제연구원, www.keri.org
- 경향신문(2013. 10. 6), www.khan.co.kr
- 노컷뉴스, www.nocutnews.co.kr

[Abstract]

Do Korea Business Groups have an Efficient Structure on the Performance of the Affiliated Firms?

KunKi Lee*

It is well-known that the affiliated-firms may have better performance than the independent firms. In this paper, we investigated how does the three structural characteristics of the korea business groups—diversification, connections between affiliated firms, family control—affect the performance of the affiliated-firms.

From the empirical test, we got the following two results. First, the three structural characteristics have negative effects on the performance of the affiliated-firms. Second, over times, the effects of business group is the worse.

Therefore we need to take some measures for business group's reform and seek new firm system for Korea economy development.

Keywords: the structural characteristics of business group, the performance of the affiliated firm, diversification, connections between affiliated firms, family control

JEL Classification: G3, O5

* A Visiting Professor, School of Economics and Trade, Kyungpook National University, Tel: +82-53-950-7410, E-mail: kunkilee@knu.ac.kr