

## 기업집단 지배가족의 직접소유지분 결정: 출자관계망상의 수익성이 미치는 영향을 중심으로\*

이근기\*\*

본 연구는 기업집단 지배가족의 직접소유지분이 단일 계열사의 수익성보다 출자관계망 차원의 수익성에 의해 결정된다는 것을 확인하는 데 목적이 있다.

기존 연구에서는 지배가족의 소유지분 결정-특히, 지배가족의 금전적 이익과 관련된 소유구조 결정-을 단일 계열사 차원에서만 살펴보고 있기 때문에, 계열사가 하부 계열사에 미치는 영향에 대해서는 설명하지 못하는 한계가 있다.

본 연구는 기업집단 지배가족의 직접소유지분이 해당 계열사뿐 아니라 이들 계열사를 정점으로 한 출자관계망상의 하부 계열사의 수익성에 영향을 받는지를 살펴보기로 하고, 2015년부터 2021년까지 상호출자기업집단으로 연속적으로 지정된 20개 기업집단에 소속된 계열사를 대상으로 지배가족의 직접소유지분이 계열사 차원의 수익성과 출자관계망 차원의 수익성 중 어느 것에 영향을 받는지를 살펴보았다. 실증분석 결과, 지배가족의 직접소유지분에 계열사 차원의 수익성은 음의 효과를 가지는 것으로, 출자관계망 차원의 수익성은 양의 효과를 가지는 것을 보여 주고 있다. 위와 같은 사실은 지배가족의 사적 이익, 특히 금전적 이익 추구가 계열사 차원뿐 아니라 출자관계망 차원에서도 발생할 수 있다는 것을 시사한다.

**핵심주제어:** 지배가족 직접소유지분 결정, 지배가족의 금전적 이익, 계열사 차원의 이익, 출자관계망 차원의 이익, 기업집단 소유구조

**경제학문헌목록 주제분류:** C12, G32, G34

---

\* 본 논문을 자세히 읽으시고 유익한 논평을 해주신 심사자분들에게 거듭 감사의 마음을 전합니다. 그럼에도 불구하고 남아있을 수 있는 오류는 전적으로 저자의 책임입니다.

\*\* 경북대학교 경제통상학부 초빙교수, 전화: (053) 950-7410, E-mail: [kunkilee@knu.ac.kr](mailto:kunkilee@knu.ac.kr)  
논문투고일: 2023. 8. 28 수정일: 2023. 11. 15 게재확정일: 2023. 11. 26

## I. 서론

한국 기업집단은 전형적인 CMS(controlling minority structure)형의 기업조직으로 기업집단의 지배가족은 자신의 사적 이익을 위해 기업을 운영할 수 있다. 지배가족의 사적 이익 추구는 비단 기업의 성과뿐 아니라 국가 경제에서 차지하는 이들의 위상으로 말미암아 사회의 다양한 측면에 걸쳐 영향을 미친다(Claessens et al., 2000; Bae et al., 2002; 김선구 외, 2004; Ryu and Yoo, 2011; 이근기, 2014). 이에 따라 지배가족의 사적 이익과 관련된 논의는 기업집단 연구의 주요한 주제 중 하나였다(이근기, 2014; 조성익·양용현, 2014; 최충규, 2016).

지배가족의 사적 이익 추구하고 관련된 논의는 독립기업의 경우와 마찬가지로 개별 계열사 차원에서 다루어져 왔다. 다만 기업집단의 계열사가 독립기업과 다른 소유구조상의 차이가 있다는 점을 감안하고 있을 따름이다(김진방, 2000; 이근기, 2010; 조성익·양용현, 2014; 최충규, 2016).

그런데 과연 지배가족은 그들의 사적 이익, 특히 금전적 이익과 관련된 사적 이익을 계열사 차원에서만 추구할까? 그리고 이를 토대로 지배가족의 사적 이익 추구가 존재하는지의 여부를 판단하는 것이 타당한 것일까?

본 연구는 기존 연구에서 상정하고 있는 계열사가 계열사 서로 간에 아무런 영향을 주지 않는 ‘고립된’ 혹은 ‘독립적인’ 계열사를 상정하기 때문에 지배가족의 금전적 이익 추구를 충분히 볼 수 없는 문제가 있다는 것과 지배가족의 금전적 이익 추구를 좀 더 충실하게 살펴보기 위해서는 이들이 출자관계망 차원에서 가지는 금전적 이익까지 고려해야 함을 밝히고자 한다. 이를 알아보기 위해 여기서는 기업집단 지배가족의 직접소유지분이 계열사의 수익성보다는 출자관계망까지 고려한 수익성에 의해 결정되는지를 살펴보려고 한다.

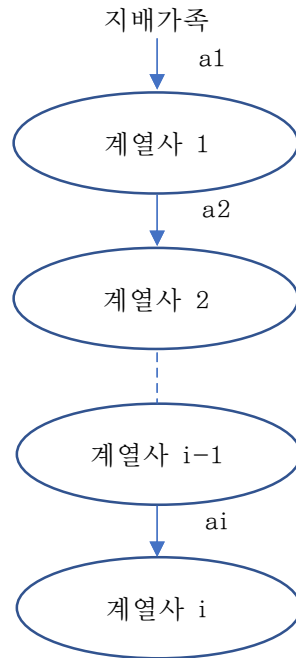
먼저 지배가족이 자신들의 사적 이익을 위해 어떻게 소유구조를 결정하는지에 대한 기존 논의를 살펴본다. 이후 지배가족의 금전적 이익과 관련된 출자관계망 차원에서의 새로운 논의를 소개한다. 마지막으로 한국 기업집단을 대상으로 실증 분석을 실시하여 이를 바탕으로 기업집단 지배가족의 직접소유지분이 계열사 차원의 수익성에서 결정되는지 아니면 출자관계망 차원에서의 수익성에 의해 결정되는지를 살펴보도록 한다.

## II. 기존 논의

기업집단 지배가족의 사적 이익 추구하고 관련된 내용을 살펴보기 위해서는 우선 그들의 사적 이익과 관계된 유인구조를 살펴볼 필요가 있다. 지배가족의 유인구조는 일반적으로 계열사의 소유구조를 통해 살펴보고 있는데, 여기서 주의할 점은 기업집단 지배가족의 사적 이익을 반영하는 소유지분은 독립기업과 같이 직접소유지분이 아니라는 점이다.

이러한 점을 감안하여 지배가족이 어떻게 그들의 금전적 이익과 관련된 사적 이익을 가지는지를 <그림 1>과 같은 가상적인 기업집단을 상정하여 살펴보도록 하자. <그림 1>은 지배가족이 계열사 1을  $a_1$ 만큼의 소유 비중으로 직접소유하고 있고, 계열사 1은 계열사 2를  $a_2$ 만큼 소유하고 있다는 식으로 해서 마지막 계열사  $i$ 는 계열사  $(i-1)$ 에 의해  $a_i$ 만큼 소유되고 있다는 것을 보여 주고 있다.

<그림 1> 지배가족의 금전적 이익과 소유지분



단, 계열사 규모는 모두 1이라고 상정함.

$$0 < a_1, a_2, \dots, a_i < 1$$

여기서 쟁점은 기업집단 지배가족은 독립기업의 경우와는 달리 그들이 직접소유하지 않는 계열사에서도 금전적 이익을 가질 수 있다는 것이다. <그림 1>의 경우로 이를 설명하면 다음과 같다. 만일 <그림 1>의 계열사들이 그들의 수익을 모두 배당한다고 하면 지배가족이 직접소유하지 않은 계열사 2가 창출한 수익 중  $a_2$ 의 비중만큼은 계열사 1에 배당하여야 한다. 그리고 계열사 1은 계열사 2로부터 받은 수익 중  $a_1$  비중만큼을 지배가족에게 배당하여야 한다. 이를 통해 지배가족의 금전적 이익은 그들이 직접소유하고 있지 않은 계열사에서도 존재한다는 것을 알 수 있다.

이리하여 기존 연구는 지배가족이 직접소유하지 않는 계열사가 창출하는 수익 중 지배가족의 몫을 반영하기 위해 ‘지배가족 실질지분’이란 개념을 창안하였다. 그리고 이를 통해 지배가족이 직접소유하지 않은 계열사에서 지배가족의 금전적 이익 추구하고 관련된 사항을 살펴보고 있다. <그림 1>의 계열사  $i$ 에서 지배가족의 실질지분은 아래 식 (1)과 같이 정리할 수 있다(김진방, 2000; 김선구 외, 2004; Almeida and Wolfenzon, 2006; Ryu and Yoo, 2011).

$$\text{지배가족의 실질지분 크기}(r_i) = \alpha_1 \times \alpha_2 \times \alpha_3 \times \dots \times \alpha_i \quad (1)$$

지배가족의 금전적 이익을 지배가족의 실질지분을 통해 살펴보고 있다는 점은 지배가족의 금전적 이익 추구행위를 계열사 차원에서 살펴보고 있다는 것을 내포하고 있다. 이에 따라 지배가족의 소유구조 결정에 대한 논의도 이러한 사실을 바탕으로 이루어지고 있다.

아래에서는 지배가족이 계열사의 소유구조를 결정하는 이유를 지배가족의 소유 유형별로 살펴보자. 먼저 지배가족이 <그림 1>의 계열사 1을 직접소유하는 이유를 살펴보자. 기존 논의는 지배가족이 기업집단을 지배하는 것과 관련하여 이야기하고 있다. 즉, 지배가족은 계열사 1만 자신의 자본을 투자하여 직접소유하면 나머지 계열사는 모두 출자관계를 통해 지배할 수 있기 때문이라는 것이다.

예를 들어, Kim et al.(2007)은 지배가족이 기업집단의 지배를 위해 사실상 지주회사(de fact holding company)의 역할을 하는 계열사 - 기업집단 지배에서 한계지배율이 높은 계열사 - 를 직접소유한다는 것을 보여 주었다. 송재용·윤채린(2008)도 기업집단 지배의 핵심이 되는 계열사를 기업집단 출자관계 네트워크 상 외향 중앙성이 높은 계열사로 보고 이들 계열사에서 지배가족의 직접소유지분이 높다는 것을 보여 주고 있다. 이 밖에 강형철 외(2006)는 한국 상장기업에

서 계열사가 1개 이상 존재하는 기업을 대상으로 한 연구에서 지배가족의 직접소유지분은 계열사의 자산에서 출자액 비중이 높은 계열사, 곧 사실상 지주회사에서 높다는 것을 밝혔다.

물론 소수의 연구가 지배가족의 금전적 이익과 관련하여서도 논의하고 있다. 이들 논의는 독립기업의 연구와 마찬가지로 지배가족의 금전적 이익을 계열사의 수익성과 관련하여 살펴보고 있다. 예를 들어, 장세진(2003)의 경우 지배가족은 계열사의 수익성이 높을수록 그들의 지배지분에서 직접소유지분이 차지하는 비중이 높다는 것을 밝혀냈다. Kim et al.(2007)은 계열사의 총자산수익률의 3년 평균치가 높을수록 지배가족의 직접소유지분이 높다는 것을 보여 주고 있었다. 즉, 지배가족은 수익성이 높은 계열사를 직접소유하고 있다는 것이다. 이에 반해 송재용·윤채린(2008)은 계열사의 총자산수익률이 높을수록 지배가족의 직접소유지분율이 낮다는 것을 보여 주고 있으며, 강형철 외(2006)에서도 지배가족의 직접소유지분율과 계열사의 수익과는 별다른 관계가 존재하지 않고 있다는 것을 보여 주고 있다.

이제 지배가족이 직접소유하지 않는 나머지 계열사에서의 소유구조 결정에 대한 논의를 살펴보도록 하자. 이들 연구는 주로 지배가족의 금전적 이익과 관련된 지배가족의 실질지분 결정에 대한 것이다. 그리고 여기서 논의의 핵심은 계열사의 수익성이나 성과가 높은 계열사에서 지배가족의 실질지분이 높은가의 여부이다. 예를 들어, Kim et al.(2007)은 총자산영업이익률(EBIT/Asset)이 높은 계열사에서 지배가족의 실질지분이 높다는 사실을 밝혀 지배가족이 그들의 금전적 이익에 부응하여 소유구조를 결정한다고 주장하고 있다. 반면 이근기(2015)는 계열사의 토빈Q가 높을수록 지배가족의 실질지분이 적고 이들의 조정실질지분은 계열사의 토빈Q와 별다른 관계가 없다는 것을 보여 주고 있다. 이와 같이 지배가족의 금전적 이익과 관련된 소유구조 결정에 대한 논의는 지배가족이 계열사 차원에서 획득할 수 있는 그들의 금전적 이익을 중심으로 이루어지고 있다.

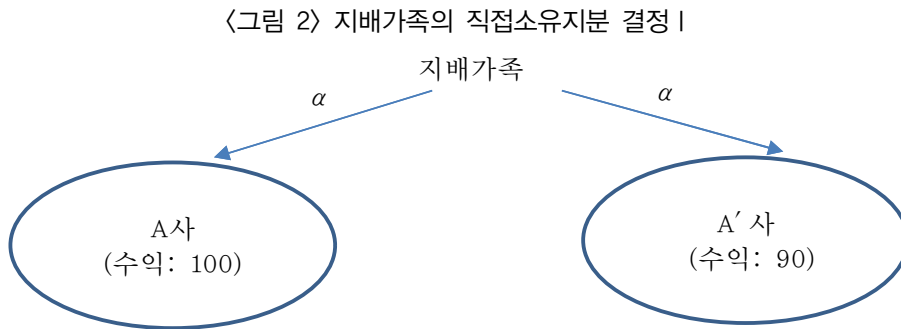
### Ⅲ. 지배가족의 직접소유지분과 출자관계망상 수익

앞서 살펴본 바와 같이 지배가족은 자신의 금전적 이익을 추구하기 위해 계열사의 성과나 수익성만 보고 소유구조를 결정할까? 지배가족의 사적 이익과 관련된 사항을 계열사 차원에서 실질지분을 이용하여 살펴보는 기존 방식<sup>1)</sup>은 이점도

있지만 한계도 존재한다. 그중 하나가 지배가족의 실질지분을 중심으로 계열사를 살펴보는 경우, 이때 계열사는 기업집단의 다른 계열사와는 ‘독립된 존재’ 혹은 ‘별개의 존재’로 보게 된다는 점이다. 이러한 결과 기업집단의 계열사들이 연계되어 있어 한 계열사에 대한 지배가족의 금전적 이익 추구가 다른 계열사에서 지배가족의 금전적 이익에 영향을 줄 수 있는데도 불구하고 이를 고려할 수 없다는 문제가 있다.

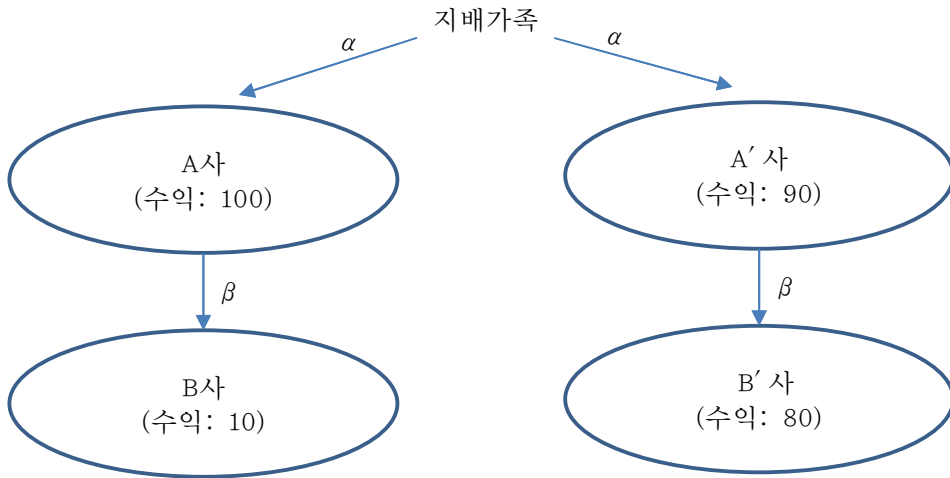
이러한 점은 특히 지배가족의 소유구조 결정과 관련하여 두드러지게 나타날 수 있다. 아래에서는 이러한 점에 주목하여 지배가족이 자신의 금전적 이익을 위해 직접소유지분을 어떻게 결정하는지를 <그림 2>와 <그림 3>의 예를 통해 살펴 보도록 한다.

<그림 2>에서 계열사 A와 A'사의 수익은 각각 100과 90이고 그 외 모든 점은 동일하다고 가정한다. 이제 지배가족에게 ‘A사와 A'사 중 어느 기업을 직접 소유할 것인가?’라고 묻는다면 그들의 답은 무엇일까? 지배가족이 A사의 주식을 소유하는 경우 A사의 수익 100에서 그들의 소유 비중  $\alpha$ 만큼인  $100\alpha$ 가 그들의 금전적 이익이 된다. 반면 A'사를 소유하는 경우 그들의 금전적 이익은  $90\alpha$ 가 된다. 따라서 위의 질문에 대한 답은 ‘A사’가 될 것이다.



1) 대표적으로 김진방(2000)은 “(소유와 지배의 괴리로 인한) 대리인 문제는 구체적으로는 개별 기업 차원에서 발생한다. 따라서 대리인 문제에 대한 경험적 탐구를 뒷받침하기 위한 정의와 측정도 개별 기업 차원에서 이루어져야 한다. 즉, 총수일가의 소유권을 수량적으로 나타낼 개념은 계열회사별로 정의되고 측정되어야 한다. … 내부거래에 관한 분석을 위해서도(계열회사별로 소유권을 정의하고 측정하는 것이) 필요하다”고 언급하여 기업집단 지배가족의 사적 이익 추구를 계열사 차원에서 살펴야 함을 명시적으로 밝히고 있다.

〈그림 3〉 지배가족의 직접소유지분 결정II



이제 동일한 질문을 위의 〈그림 3〉 A사와 A'사를 대상으로 해보자. 다만 앞서와 달리 여기서는 A사와 A'사가 다른 계열사 B와 B'사의 주식을  $\beta$  비중으로 소유하고 있다고 가정한다. 그리고 B사와 B'사는 수익의 크기 외에는 모든 점이 동일하다고 가정한다. 어떤 답을 기대할 수 있을까? 이 경우에도 앞서와 마찬가지로 지배가족으로부터 'A사'를 직접소유하겠다는 답을 들을 수 있을까? 기존 논의처럼 지배가족이 직접소유하는 계열사에서의 수익만을 고려한다고 본다면 이번에도 그 답은 'A사'가 되어야 한다.

그런데 지배가족이 출자관계망 차원(즉, A사와 B사로 엮어진 출자관계망 혹은 A'사와 B'사로 엮어진 출자관계망)에서의 금전적 이익을 고려하면 이야기가 달라진다. 지배가족이 A사를 직접소유하면 그들이 A사를 중심으로 이루어진 출자관계망 차원에서의 이익은 A사에서 얻는  $100\alpha$ 와 B사에서 얻는  $10\alpha\beta$ 를 합한  $100\alpha + 10\alpha\beta$ 가 된다. 하지만 지배가족이 A'사를 직접소유하면 그들의 출자관계망 차원의 이익은  $90\alpha + 80\alpha\beta$ 가 된다.

결국 지배가족이 출자관계망에서 얻는 수익을 고려하면 지배가족은  $\beta$ 값에 따라 직접소유하는 계열사가 달라진다. 즉, 만일  $\beta$ 가  $1/7$ 보다 적은 경우, A사를 직접소유하고  $\beta$ 가  $1/7$ 보다 크면 A사보다 계열사 수익이 낮은 A'사를 직접소유하는 것이 자신의 금전적 이익 측면에서 유리하다는 것을 쉽게 알 수 있다.

위의 사실은 지배가족이 직접소유지분을 결정할 때 고려하여야 할 금전적 수익은 계열사 차원의 수익이 아니라 출자관계망 수준에서의 수익이라는 것을 보

여 준다. 즉, 지배가족이 그들의 금전적 이익을 위하여 직접소유지분을 결정하는 경우 출자관계망 차원에서의 금전적 이익을 고려하여야 한다는 것이다.

이와 같이 지배가족이 그들의 직접소유지분을 결정할 때 출자관계망 차원에서 금전적 이익을 고려하여야 하는 이유는 지배가족이 직접소유하는 계열사가 출자관계망에서 차지하는 위상과 관련이 있다. 앞서 지배가족이 적은 자본으로 기업집단 전체를 지배하기 위해 출자관계망상 상위에 위치하는 계열사를 직접소유하는 것을 보았다. 그런데 지배가족이 직접소유하는 계열사가 출자관계망상 상위에 위치하고 있다는 점은 그들이 직접소유지분을 결정할 때 계열사 차원의 수익이 아니라 출자관계망상의 수익을 고려하여야 하는 주요한 근거가 된다. 바로 지배가족의 직접소유지분이 비단 해당 계열사뿐 아니라 출자관계망상 다른 하부 계열사에서 그들의 금전적 이익과도 밀접한 관계가 있는 하부 계열사의 실질지분에 영향을 주기 때문이다.

〈그림 3〉으로 이를 설명하면 다음과 같다. 만일 지배가족이 A'사의 직접소유지분을  $\alpha$ 에서  $\alpha + \Delta\alpha$ 로 늘린다면 이와 관련하여 지배가족의 금전적 이익은 A'에서만 늘어나는 것( $90\alpha$ 에서  $90(\alpha + \Delta\alpha)$ 로 증가)이 아니고 출자관계망상 하부에 있는 B'사에서도 늘어난다( $80\alpha\beta$ 에서  $80(\alpha + \Delta\alpha)\beta$ ).<sup>2)</sup> 이와 같은 사실은 지배가족의 직접소유지분의 크기는 단순히 직접소유하는 계열사의 수익에서 지배가족이 가지는 금전적 이익뿐 아니라 출자관계망 하부 계열사에서 가지는 지배가족의 금전적 이익에도 영향을 준다는 것을 말한다.

이와 같이 지배가족이 직접소유하는 단일 계열사가 다른 계열사에서 그들의 금전적 이익에 영향을 줄 수 있다는 근거 중 또 다른 하나는 이들 계열사가 계열출자를 많이 하고 있다는 점이다.<sup>3)</sup> 계열출자는 출자기업에서 피출자기업으로 자본이동 곧 출자기업에서 피출자기업으로의 투자를 의미한다. 지배가족의 입장에서 이를 해석하면 출자기업에 투자한 지배가족의 투자자본이 피출자기업으로 투자된다는 것을 말한다. 극단적으로 지배가족이 직접소유하는 계열사가 순수주주회사인 경우 지배가족이 순수주주회사에 투자한 자본은 출자형식을 통해 전부

2) 식 (1)은 출자관계망 상위에 위치하는 지배가족의 직접소유지분은 하부 계열사에서 지배가족의 실질지분을 결정하는 주요 요소라는 것을 보여 준다.

3) 2021년 공정거래위원회가 발표한 자료를 바탕으로 한국의 주요 기업집단인 삼성, 현대자동차, 엘지에서의 그 값을 산출하면 다음과 같다. 삼성그룹의 경우 지배가족이 직접소유하는 계열사의 출자 비중(출자액/자본총액) 평균은 24.1%인 반면 그들이 직접소유하지 않는 계열사의 경우에는 그 값이 3.0%에 불과하였다. 현대자동차그룹의 경우 그 값은 전자가 20.3%, 후자가 1.3%였고, 엘지의 경우에는 그 값이 각각 73.3%, 3.8%였다.



다른 계열사에 투자하는 것이 된다. 따라서 지배가족의 금전적 이익은 그들이 직접 소유하는 계열사가 아니라 출자관계망상의 다른 계열사의 수익에 의존하게 된다.<sup>4)</sup> 물론 순수지주회사가 극단적인 사례이지 않냐는 시각도 있을 수 있지만 실제 한국 기업집단의 계열사는 평균 50% 이상의 계열사 지분을 보유하고 있다는 사실에서 이와 같은 간접투자에 따른 수익은 무시할 수 없다.<sup>5)</sup> 이러한 점도 계열사에 대한 직접투자가 하부 계열사에서 그들의 수익 몫과 밀접한 관련이 있다는 것을 보여 주는 것이다.

마지막으로 지배가족이 출자관계망 차원에서 그들의 직접소유지분을 결정하여야 하는 이유로 지배가족이 향유하는 금전적 이익의 실현의 문제를 들 수 있다. 독립기업의 경우 지배가족의 금전적 이익을 창출하는 기업과 이를 실현하는 기업이 동일하다. 그러나 기업집단 계열사의 경우 이들 양자가 다를 수 있다. 예를 들어, 지배가족이 출자관계망 정점에 있는 계열사 A의 주식 중 50%를 직접소유하고 계열사 A가 출자를 통해 계열사 B의 소유지분에서 50%를 소유하고 있다고 하자. 그리고 계열사 B가 100의 수익을 달성하였다고 하자.

이 경우 계열사 B의 수익 100 중 지배가족의 몫은 25이다. 그런데 지배가족은 계열사 B에서 가지는 그들의 몫 25를 계열사 B에서 곧바로 실현시킬 수 없다. 이를 실현하기 위해서는 계열사 B의 수익을 계열사 A에 배당하고 계열사 A가 다시 지배가족에게 배당하는 절차가 필요하다. 결론적으로 계열사 B에서 창출된 수익 중 지배가족의 몫이 실현되는 곳은 계열사 A가 된다. 즉, 지배가족은 각 계열사에서 창출된 금전적 이익을 실현시킬 수 있어야 비로소 이를 향유할 수 있다.<sup>6)</sup>

4) 공정거래위원회에 따르면 2021년, 기준 전환집단 지주회사 23개사의 경우 배당수익이 매출액에서 차지하는 비중이 평균 44.6%에 달하였으며 이들 전환집단 지주회사의 절반 이상이 그 비중이 50% 이상이라고 밝히고 있다(공정거래위원회 2021-2).

5) 공정거래위원회가 2021년 공시대상 기업집단으로 지정된 71개 기업집단의 경우 지배가족은 평균 3.5% 지분을 직접소유하고, 계열사가 51.7% 소유, 자기주식이 2.4%인 것으로 나타났다(연합인포맥스, <http://news.einfomax.co.kr>).

6) Morck(2005)의 계열사 간 배당세 논의도 지배가족이 향유하는 금전적 이익의 실현이 가지는 중요성을 말하고 있다. 그에 따르면 미국의 피라미드형 기업집단이 쇠퇴하게 된 이유 중 하나가 1930년대 도입된 계열사 간의 배당에 대한 세금이다. 지배가족의 입장에서 계열사 간 배당에 대한 세금은 피라미드 출자관계 하부에 있는 계열사가 동일한 수익을 달성했을지라도 그들이 실현할 수 있는 금전적 수익의 축소를 의미한다. 이에 따라 지배가족은 피라미드형 구조에 대한 선호가 떨어졌고 그 결과 미국에서 이러한 구조가 쇠퇴하게 되었다는 것이다.

## IV. 실증분석

### 1. 실증분석 자료

실증분석의 대상 기업은 2015년부터 2021년까지 공정거래위원회에서 상호출자제한기업집단으로 연속적으로 선정된 20대 기업집단에 소속된 계열사이다. 다만 금융업종에 속하거나 자본총액이 음인 계열사는 제외하였다. 실증분석에서 사용한 지배가족의 직접소유지분은 공정거래위원회에서 제공한 자료를 이용하였으며 재무변수 및 수익변수 등도 자료의 일관성을 위해서 공정거래위원회에서 제공하고 있는 자료를 사용하였다.

### 2. 표본선정

본 연구에서는 실증분석 결과의 왜곡을 방지하기 위해 IQR(InterQuartile Range, 사분범위)을 구하여 이상치를 제거하였다. 즉, 각 변수의 (일사분위 값  $-1.5 \times \text{IQR}$ , 삼사분위 값  $+1.5 \times \text{IQR}$ )에 속하는 기업만 분석 대상으로 삼았다.<sup>7)</sup> 이리하여 최종 분석에 사용된 계열사는 4,319개사이다.

### 3. 실증분석 모형

#### (1) 실증모형

본 논문에서 사용한 패널분석 모형은 식 (2)와 같다.

$$Y_{+1} = a + b_1X_1 + b_2X_2 + \text{연도더미} + \text{산업더미} + \text{기업집단더미} + u_i + \epsilon \quad (2)$$

단,  $i$ - 계열사  $1, \dots, N$ ,  $t$ -연도

7) IQR 방식은 사분위(Quantile) 개념으로부터 출발한다. 전체 데이터들을 오름차순으로 정렬하고, 정확히 4등분(25%, 50%, 75%, 100%)으로 나누어 75% 지점의 값과 25% 지점의 값의 차이를 IQR이라고 한다. 통상 IQR에 1.5를 곱해서 75% 지점의 값에 더하면 최댓값, 25% 지점의 값에서 빼면 최솟값으로 결정하고 이렇게 결정된 최댓값보다 크거나 최솟값보다 작은 값을 이상치로 간주한다.

식 (2)에서 종속변수는 지배가족이 보유하고 있는 직접소유지분의 크기이다. 여기서 지배가족이란 공정거래위원회가 정한 기업집단의 동일인과 그 친족을 말한다.  $X_1$ 은 통제변수를 나타내는 대리변수,  $X_2$ 는 독립변수로서 총수익성을 나타낸다. 다만 지배가족의 소유지분은 전기(-1) 변수에 의해 영향을 받을 것으로 보아 종속변수는 1기 이후의 것을 사용하였다.

## (2) 독립변수

본 연구에서 사용하는 독립변수는 계열사의 수익뿐 아니라 계열사가 출자관계망으로부터 얻는 수익까지 고려하여 계산한 총수익성이다. 여기서 총수익은 기업집단의 상호출자행렬과 계열사의 수익 벡터를 이용하여 구할 수 있다. 상호출자행렬이란 기업집단의 계열사 수가  $n$ 개일 때 계열사 간 출자관계를 아래와 같은 정방행렬인  $A = [a_{ij}]$ 로 표기한 것으로, 이때  $a_{ij}$ 는 계열사  $j$ 가 보유한 계열사  $i$ 의 소유지분을 말한다. 단, 여기서의 소유지분은 금전적 이익과 관련되기 때문에 공정거래위원회가 제공하고 있는 소유지분 자료 중 보통주와 우선주를 모두 고려한 합계 자료를 이용하였다.

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

그리고 각 계열사의 수익( $P_i$ )은 행벡터  $P$ 로 나타낼 수 있다.

$$P = \begin{pmatrix} P_1 \\ P_2 \\ P_3 \\ \cdots \\ P_n \end{pmatrix}$$

기업집단 계열사의 출자관계망에서 얻는 수익까지 감안한 수익( $NP$ )은 상호출자행렬의 전치행렬( $A'$ )과 항등행렬( $I$ ) 그리고 수익벡터( $P$ )를 이용하여 식 (3)과 같이 구할 수 있다.

$$NP = (I - A')^{-1} \times P \quad (3)$$

그런데 위의 값( $NP$ )은 계열사가 출자한 것으로부터 얻는 수익만을 고려한 것이다. 계열사가 다른 계열사로부터 출자를 받은 경우 수익의 유출도 발생하기 이를 감안하여야 한다. 즉, 위의 값( $NP$ )에서 다른 계열사로부터 출자받은 것(곧 계열사 지분)만큼은 빼주어야 한다. 결국 계열사의 총수익은 아래와 같이 구할 수 있다.

$$\text{계열사 총수익} = NP - (\text{계열사 당기순이익} \times \text{계열사 지분}) \quad (4)$$

이와 같이 구한 총수익을 계열사의 자본총액으로 나누면 해당 계열사의 총수익성이 된다.

### (3) 통제변수

기업 규모는 계열사의 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정하였다. 기업 규모가 큰 기업일수록 지배가족은 자본제약의 문제로 직접소유지분을 작게 보유할 것이다(Demsetz and Lehn, 1985). 따라서 기업 규모는 지배가족의 직접소유지분에 음의 영향을 줄 것으로 기대할 수 있다. 다만 기업 규모가 큰 계열기업일수록 기업집단의 핵심 계열사일 수 있기 때문에 지배가족의 직접소유지분이 많을 수도 있다.

기업의 나이는 계열사의 설립 후 연수로 측정하였다. 기업의 역사가 오래될수록 외부 자본을 많이 조달할 것이므로 지배가족의 직접소유지분은 적어진다. 따라서 설립연수는 가족지분에 음의 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있다(강형철 외, 2006). 반면 기업의 연한이 늘어날수록 창업자 가족들이 공유하는 내부적인 정체성이 강화되고 기업집단을 대표하는 상징적 가치가 높아진다. 따라서 지배가족은 오랜 역사를 지닌 기업에 대한 직접통제의 유인이 높아지므로 직접소유지분이 높을 것으로 기대할 수도 있다(Granovetter, 2005; 송재용·윤채린, 2008).

부채 비중은 계열사의 총자산에서 부채가 차지하는 비중으로 측정하였다. 부채 비중이 높을수록 기업의 파산 가능성이 높아지는 등의 재무위험이 높아질 것이므로 지배가족은 그들의 직접소유지분을 줄일 것으로 예상할 수 있다(Myers and Majluf, 1984; 장세진 2003). 그러나 부채가 지배가족의 수익에 양의 레버

리지 효과를 가져 그들의 이익을 제고하는 역할을 한다면 지배가족의 직접소유 지분에 양의 영향을 줄 수도 있다(Dimitrov and Jain, 2008).

계열사의 출자집중도는 기업집단에서 발생한 전체 출자금액에서 해당 계열사가 출자한 금액의 비중으로 구하였다. 전형적인 피라미드 구조에서 알 수 있듯이 지배가족은 그들이 직접소유한 계열사를 정점으로 나머지 대부분의 계열사를 출자관계를 통해 지배하고 있다. 바로 이들 계열사가 기업집단을 지배하는 것에 있어서 출발점인 동시에 열쇠이기 때문이다. 따라서 지배가족은 이들 계열사를 직접소유하고자 할 것이다(Almeida and Wolfenzon, 2006; 강형철 외, 2008). 이러한 각 계열사의 출자집중도를 구하기 위해 먼저 기업집단의 계열사가 다른 계열사로 출자한 금액을 구하여야 한다. 아래의 식 (5)는 이를 구하는 방법을 나타낸 것이다.<sup>8)</sup>

$$\text{보통주 상호출자행렬의 전치행렬} * \text{자본금} \quad (5)$$

기업집단에서 발생한 총출자액의 크기는 이렇게 구한 각 계열사의 출자액을 모두 합한 것이다. 위와 같은 방식으로 구한 각 계열사의 출자금액과 기업집단 총출자액을 이용하면 기업집단 각 계열사의 출자집중도를 구할 수 있다.

#### 4. 실증분석의 결과

##### (1) 기초통계량

실증분석에 사용한 변수의 기초통계량은 다음 <표 1>에 정리하였다. <표 1>에 따르면 지배가족이 직접소유하고 있는 지분의 크기는 평균이 3.59%, 그 최소치가 0%이고 최대치는 100%였다. 본 논문의 독립변수인 총수익성의 크기는 평균이 0.6%였고 최소치는 -4%, 최대치는 6.7%였다.

계열사의 출자집중도의 크기는 평균이 1.2%이고, 최소치는 0%, 최대치는 77%에 달하였다. 그 외 ln총자산의 평균은 11.22였고, 최소치는 3.89, 최대치는 18.18이었으며 총자산에서 부채가 차지하는 비중을 나타내는 부채 비중은 평균이

8) 상호출자행렬은 기업집단 지배와 관련된 사항을 고려해야 하기 때문에 보통주의 출자관계를 바탕으로 하여 작성하였다. 또한 출자집중도를 구하는 데 있어서 자본금을 사용한 이유는 계열사의 자본총액이 음의 값을 가지는 경우가 있기 때문이다.

〈표 1〉 기초통계량

변수	관측치	평균	표준편차	최솟값	최댓값
지배가족 직접소유지분	4,319	3,596	15.62	0	100
총수익성	4,319	0.006	0.017	-0.040	0.067
출자집중도	4,319	0.012	0.05	0	0.771
ln총자산	4,319	11.222	2.48	3.89	18.180
부채 비중	4,319	0.431	0.26	0	0.999
기업 나이	4,319	16.243	13.15	1	55

43.0%, 최소치는 0%, 최대치는 99.9%였다. 기업의 나이는 평균 16.24년이고 최소치는 1년, 최대치는 55년이었다.

## (2) 상관계수

분석에 사용에 변수 간 상관관계는 아래 〈표 2〉에 정리하였다.

〈표 2〉에 따르면 지배가족의 직접소유지분은 계열사의 총수익성 및 출자집중도와 모두 양의 상관관계가 있었다. 그 외 ln총자산 그리고 계열사의 나이도 지배가족의 직접소유지분과 양의 상관관계에 있었고, 계열사의 부채 비중과는 음의 상관관계를 보이고 있었다.

이와 같은 상관관계를 살펴본 결과 몇몇 변수 간의 상관관계가 다소 높은 것으로 나타났다. 이 경우 변수 간의 다중공선성(multicollinearity)의 문제가 발생할 수도 있다. 다중공선성의 문제가 있는지를 살펴보기 위해 VIF(Variance Inflation

〈표 2〉 변수 간 상관관계

	〈1〉	〈2〉	〈3〉	〈4〉	〈5〉	〈6〉
지배가족 직접소유지분〈1〉	1					
총수익성〈2〉	0.137	1				
출자집중도〈3〉	0.078	0.132	1			
ln총자산〈4〉	0.030	0.244	0.353	1		
부채 비중〈5〉	-0.053	-0.011	0.002	0.217	1	
기업 나이〈6〉	0.209	0.235	0.162	0.412	0.098	1

Inflation Factor) 값을 구한 결과, 모든 VIF 값은 5보다 적었다. 일반적으로 VIF 값이 5 이하이면 다중공선성의 문제가 없는 것으로 보기에 이와 관련된 문제는 없는 것으로 판단하였다.

### (3) 실증분석의 결과

지배가족이 금전적 이익을 추구하기 위해 자신들의 직접소유지분을 결정하고 있는지에 대한 실증분석 결과를 살펴보도록 한다.

우선 기존 논의와 비교하기 위해 개별 단일 계열사의 수익성(계열사 당기순이익/계열사 자본총액)이 지배가족의 직접소유지분 결정에 미치는 영향을 살펴보았다. <표 3>의 (1)에 정리한 분석 결과에 따르면 계열사의 수익성은 통계적으로 1% 수준에서 유의미한 음의 부호를 보여 주고 있다. 또한 위의 결과에는 보고하지 않았지만 계열사의 수익성이 지배가족 실질지분에 미치는 영향도 통계적으로 유의미한 음의 부호를 보여 주고 있었다. 앞서 언급하였지만 지배가족이 그들의 금전적 이익을 계열사 수준에서만 추구한다면 계열사의 수익성이 높을수록 지배가족의 직접소유지분이 높아야 한다. 따라서 위의 결과는 지배가족의 소유지분이 계열사 차원의 금전적 이익에 의해 결정되는 것은 아니라고 해석할 수 있다.

송재용·윤채린(2008)도 계열사의 총자산수익률은 지배가족의 직접소유지분에 음의 영향을 미친다는 것을, 그리고 강형철 외(2006)는 계열사의 수익이 지배가족의 직접소유지분에 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않는다는 것을 보고하고 있다.

그렇다면 위의 결과만을 가지고 지배가족이 직접소유지분을 결정할 때 그들의 금전적 이익을 고려하지 않는다고 단정하여야 할까? 이를 알아보기 위해 계열사의 총수익성을 기초로 한 분석 결과를 살펴보도록 한다. <표 3>의 (2)는 우선 이러한 분석에서 사용한 통제변수의 결과를 정리한 것이다. 그 결과를 살펴보면 계열사의 규모를 나타내는 ln총자산은 10% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 양의 값을 보여 주고 있었다. 일반적으로 기업의 규모가 클수록 자본제약에 직면한 지배가족은 그들의 직접소유지분을 작게 보유한다(Demsetz and Lehn, 1985). 하지만 지배가족은 기업집단에서 핵심적 위상(규모나 매출액 그리고 출자 등)을 차지하고 있는 계열사인 경우 그들이 직접소유한다고 알려져 있다(강형철 외, 2008). 위의 결과도 이러한 사실을 반영한 것으로 볼 수 있다.

부채 비중은 유의수준 5% 수준에서 통계적으로 유의미한 음의 값을 보여 주

〈표 3〉 지배가족의 직접소유지분 결정에 대한 실증분석 결과

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	FE	RE	FE	RE	FE	RE	FE	RE
상수	-13.311** (-2.09)	12.877 (0.75)	-13.206** (-2.07)	13.140 (0.77)	-13.169** (-2.07)	12.902 (0.76)	-13.407** (-2.11)	13.097 (0.77)
ln총자산	0.230** (2.18)	0.112 (1.13)	0.196* (1.85)	0.073 (0.73)	0.196* (1.87)	0.083 (0.84)	0.190* (1.81)	0.062 (0.62)
부채 비중	-1.084** (-2.39)	-1.23*** (-2.70)	-0.958** (-2.11)	-1.127** (-2.46)	-0.905** (-2.01)	-1.083** (-2.38)	-0.908** (-2.01)	-1.062** (-2.33)
기업 나이	0.373 (1.25)	0.197*** (5.08)	0.377 (1.26)	0.191*** (4.92)	0.388 (1.30)	0.188*** (4.87)	0.396 (1.33)	0.181*** (4.67)
당기순이익/ 자본총액	-0.138*** (-4.41)	-0.106*** (-3.51)						
출자집중도			7.519** (1.96)	10.421*** (2.86)			7.611** (2.00)	10.420*** (2.88)
총수익성					27.853*** (6.49)	32.441*** (4.41)	27.885*** (6.50)	32.442*** (7.35)
N	4319	4319	4319	4319	4319	4319	4319	4319
R <sup>2</sup>	0.259	0.120	0.255	0.121	0.264	0.124	0.265	0.125
hausman (chi2)	678.54***		601.67***		632.50***		582.62***	

주: 1) FE는 고정효과모형, RE는 변동효과모형을 나타냄.

2) FE에서 ( )는 t값을 RE에서 ( )는 z값을 나타냄.

3) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

4) 연도더미, 그룹더미, 산업더미도 통제변수로 사용하였으나 보고하지 않음.

고 있다. 지배가족이 직접소유하는 계열사의 부채 비중이 높을 경우 도산 가능성이 높아진다. 그뿐만 아니라 이들 계열사를 중심으로 이루어진 출자관계망상 다른 계열사도 도산할 우려가 있다. 위의 결과는 이러한 사실을 반영하는 것으로 보인다. 기업의 나이는 양의 값을 보여 주고는 있었지만 통계적 유의성은 없었다. 다음으로 기존 논의에서 언급하고 있는 지배가족이 기업집단을 지배하는 데 있어서 핵심적 역할을 하는 계열사, 곧 출자집중도가 높은 계열사일수록 직접소유지분을 많이 가지는지를 살펴보았다. 분석 결과에 따르면 출자집중도의 경우 5% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 양의 값을 보여 주고 있었다. 이러한 결과는 기존 연구와 마찬가지로 지배가족이 기업집단 차원의 지배를 고려하여 그들의 직접소유지분을 결정한다는 것을 지지하고 있는 것으로 볼 수 있다.

이제 계열사의 총수익성이 지배가족의 직접지분 결정에 미친 영향을 살펴보고



록 하자. <표 3>의 (3)에 정리한 분석 결과에 의하면 계열사의 총수익성은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 양의 값을 보여 주고 있었다. 이는 지배가족이 금전적 이익을 위해 총수익성이 높은 계열사에 대해 그들의 직접소유지분을 많이 가진다는 것을 의미한다. 이를 앞서 계열사 수익성에 대한 분석 결과와 비교하여 해석하면 지배가족은 그들의 직접소유지분을 결정할 때 단순히 해당 계열사 수준에서가 아니라 출자관계망 수준에서의 수익성을 고려한다는 것이다.

<표 3>의 (4)에서는 계열사의 총수익성과 출자집중도를 모두 고려한 분석 결과를 정리하였다. 분석 결과에서 알 수 있듯이 총수익성과 출자집중도는 각각 유의수준 5%와 1%에서 통계적으로 유의미한 양의 값을 보여 주고 있다. 이러한 결과는 지배가족이 출자관계망 차원에서의 금전적 이익과 기업집단 차원에서의 지배를 고려하여 그들의 직접소유지분을 결정하고 있음을 다시 한번 확인해 주고 있는 것이다. 그리고 위의 결과는 지배가족의 금전적 이익을 포함한 그들의 사적 이익과 관련하여 다음과 같은 점을 시사한다. 우선 지배가족의 금전적 이익과 관련된 사적 이익 추구가 계열사 차원만 고려해서는 안된다는 것이다. 지배가족의 금전적 이익과 관련된 사적 이익 추구의 여부는 계열사 수준뿐 아니라 출자관계망 수준에서도 살펴볼 필요가 있다는 것이다. 아울러 기존 논의와 같이 지배가족은 기업집단 전체를 지배하기 위해 출자집중도가 높은 계열사를 직접소유한다는 것을 보여 주고 있어 지배가족의 사적 이익 추구가 기업집단의 다양한 차원에서 발생한다는 것을 보여 주고 있다.

#### (4) 추가분석

아래에서는 지배가족의 직접소유지분 결정요인에 대해 기업집단 규모별 그리고 기간별로 차이가 있는지를 알아보기 위한 추가분석을 하였다. 먼저 5대 기업집단(삼성, 현대자동차, LG, SK, 롯데)과 나머지 기업집단 간에 차이가 있는지를 살펴보도록 한다.<sup>9)</sup> 한국의 5대 기업집단은 지배가족의 직접소유지분과 밀접한 관계가 있는 기업집단 규모와 계열사 수 등에서 다른 기업집단과 큰 차이가 있다. 예를 들어, 2020년 현재 5대 기업집단(삼성, 현대자동차, LG, SK, 롯데)의 평균 총자산은 226조 원으로 나머지 기업집단의 평균 총자산 34.1조 원의 6배 이상이다. 계열사 수에서도 5대 기업집단은 평균 83개사인 반면 나머지 기업

9) 여기서 나머지 기업집단은 2015년부터 2021년까지 연속적으로 상호출자제한 기업집단으로 선정된 20개 기업집단 중 5대 기업집단을 제외한 15개 기업집단을 말한다.

집단은 44개사에 불과하였다.

5대 기업집단의 효과를 살펴보기 위해 5대 기업집단에 소속된 계열사이면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 부여한 더미변수(5대 그룹더미)를 만들어 분석에 활용하였다. 다음 <표 4>의 (1)에 그 결과를 정리하였다. 우선 표에 정리하였듯이 5대 그룹더미는 양의 값이나 통계적 유의성은 없는 것으로 나타나 5대 기업집단과 나머지 기업집단 사이에 차이가 없는 것으로 나타났다. 하지만 5대 기업집단과

<표 4> 추가분석의 실증분석 결과

	(1)		(2)	
	FE	RE	FE	RE
상수	-14.416** (-2.21)	12.924 (0.77)	-12.970** (-2.04)	13.104 (0.77)
ln총자산	0.200* (1.91)	0.072 (0.73)	0.186* (1.78)	0.059 (0.60)
부채 비중	-0.934** (-2.08)	-1.100** (-2.42)	-0.943** (-2.09)	-1.103** (-2.43)
기업 나이	0.403 (1.36)	0.182*** (4.75)	0.378 (1.27)	0.181*** (4.69)
총수익성	42.557*** (7.63)	50.689** (8.85)	20.024*** (4.00)	22.365** (4.33)
출자집중도	7.195* (1.89)	9.905*** (2.74)	8.077** (2.12)	10.896*** (3.01)
5대 그룹더미	2.716 (1.03)	-13.815*** (-4.10)		
5대 그룹더미*총수익성	-35.741*** (-4.10)	-44.709*** (-4.97)		
기간더미			2.124* (1.76)	1.280*** (5.19)
기간더미*총수익성			19.245*** (3.04)	24.563*** (3.75)
N	4319	4319	4319	4319
R <sup>2</sup>	0.269	0.129	0.267	0.126
hausman(chi2)	922.96**		547.59***	

주: 1) FE는 고정효과모형, RE는 변동효과모형을 나타냄.

2) FE에서 ( )는 t값을 RE에서 ( )는 z값을 나타냄.

3) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

4) 연도더미, 그룹더미, 산업더미도 통제변수로 사용하였으나 보고하지 않음.

나머지 기업집단 사이에 차이가 없는 것으로 나타났다. 하지만 5대 기업집단과 총수익성의 상호작용을 나타내는 5대 그룹더미\*총수익성의 경우 유의수준 1%에서 통계적으로 유의미한 음의 값을 보여 주고 있었다. 5대 기업집단에 소속된 계열사일수록 계열사의 총수익성이 지배가족의 직접소유지분을 결정하는데 미치는 영향이 적다는 것을 의미한다.

다음으로 집권세력의 정치적 성격이 지배가족의 금전적 추구에 미치는 영향을 살펴보기 위해 기간을 구분하여 분석하였다. Roe(2003)는 기업의 소유(지배)구조 및 이와 관련된 개혁 조치의 성과가 정치 시스템 혹은 집권 세력의 정치적 성격과 밀접한 관계가 있다고 밝히고 있다. 이후 미국과 일본의 정치세력 성격이 지배가족의 행위나 개혁조치에 미치는 영향을 살펴보는 논의가 있었다(Bruner, 2017; Matsunaka, 2018). 이들 논의에 따르면 기업투자자의 보호를 중심으로 한 지배구조 개혁에서의 성과 등도 단순히 국가의 법적 지원 등에서만 비롯된 것이 아니고 정치 시스템의 차이에서도 비롯된다는 것이다.

한국의 경우 일반적으로 ‘진보’를 표방하는 정권은 ‘보수’를 표방하는 정권보다 ‘재벌개혁’이란 이름으로 지배가족의 사적 이익 추구를 억제하는 데 많은 관심을 가진 것으로 알려져 있다.<sup>10)</sup> 실제 보수정권기와 진보정권기에 이러한 차이가 있는지를 알아보기 위해 2015년부터 2017년이면 1의 값을 부여하고 그 이후에는 0의 값을 부여한 더미변수(기간더미)를 이용하여 분석하였다.

우선 <표 4>의 (2)에 정리한 기간더미는 유의수준 10%에서 통계적으로 유의미한 양의 값을 보여 주고 있다. 보수정권기와 진보정권기에 지배가족의 직접소유지분의 크기에서 차이가 있다는 것을 의미한다. 아울러 (기간더미\*총수익성)도 유의수준 1%에서 통계적으로 유의미한 양의 값을 보여 주고 있었다. 이는 보수정권기의 총수익성이 지배가족의 직접소유지분에 미치는 영향이 진보정권기보다 더 컸다는 것을 의미한다. 이와 같은 결과는 지배가족이 보수정권이 집권한 시기에 자신의 금전적 이익 추구를 좀 더 적극적으로 추구할 수 있었다는 것을 의미하는 것으로 볼 수 있다.

10) 2017년 대통령 선거에서 진보를 표방한 문재인 측은 재벌의 불법경영승계와 부당내부거래, 갑질 횡포 방지책을 밝혔으나 보수를 표방한 홍준표 측은 재벌 문제에 대한 언급조차 없었다(KBS뉴스, ‘주요 이슈 해결책 어떻게 다른가?’, 2017. 4. 20).

## V. 결론

본 연구는 기업집단 지배가족의 직접소유지분이 단일 계열사 차원의 수익성에 의해 결정된다는 기존 연구의 한계에 주목하고, 지배가족의 직접소유지분 결정이 단일 계열사 차원의 수익성을 포괄하는 계열출자망 차원의 수익성에 의해 결정된다는 것을 살펴보았다.

기존 연구에서는 기업집단 지배가족의 직접소유지분 결정이 단일 계열사 차원에서 발생한다고 보고 있으며, 이에 상정하는 계열사도 기업집단의 다른 계열사와는 독립적이고 고립된 계열사로 보고 있다. 이에 따라 지배가족의 사적 이익 추구행위가 단일 계열사에 국한되지 않고 하부 계열사에 영향을 미치는 경우를 반영하지 못하는 한계를 가지고 있다.

본 연구는 기존 연구가 가진 한계에 주목하여 지배가족의 직접소유지분 결정이 단일 계열사 차원의 수익성이 아니라 출자관계망 차원의 수익성에 따라 이루어진다는 것을 살펴본 후, 실증분석을 통해 확인하고자 하였다.

이를 위해 2015년부터 2021년까지 20개 기업집단의 계열사들을 대상으로 지배가족의 직접소유지분이 계열사 차원의 수익성에 의해 영향을 받는지, 출자관계망 차원의 수익성에 의해 영향을 받는지를 비교하였다. 실증분석 결과에 따르면 지배가족의 직접소유지분에 계열사 차원의 수익성은 통계적으로 유의미한 음의 영향을 주는 것으로 나타났고, 출자관계망 차원의 수익성은 통계적으로 유의미한 양의 영향을 주는 것으로 나타났다. 이는 출자관계망 차원의 수익성이 증가하면 지배가족의 직접소유지분이 증가한다는 것을 의미한다. 따라서 지배가족의 직접소유지분은 계열사의 수익성이 아니라 계열사가 출자관계를 통해 가질 수 있는 수익까지 고려한 수익성에 의해 결정된다는 것으로 결론 내릴 수 있다.

이와 같은 사실은 지배가족의 금전적 이익 추구가 기존과 같이 단일 계열사 차원에서뿐 아니라 출자관계망 차원에서도 발생할 수 있다는 것을 시사한다. 따라서 지배가족의 사적 이익 추구하고 관련된 정책도 지금과 같이 기업집단의 계열사뿐 아니라 출자관계망 차원도 포함하여 살펴볼 필요성이 있다는 것을 시사하고 있다.

## 참고문헌

- 강형철·박경서·장하성, “한국 재벌 기업집단에 있어 피라미드내 계열사 위치의 결정요인,” 『한국경제의 분석』 14(3), 2008, 1~54.
- \_\_\_\_\_, “한국상장기업에 있어 지배주주 지분율의 결정요인: 기업가치와 통제권 간의 선택,” 『한국증권학회지』 제35권 제6호, 2006, 39~75.
- 김선구·이상승·류근관·빈기범, “기업발전과 경쟁정책: 출자총액제한제도의 바람직한 개선방향,” 『산업조직연구』 제12권 제1호, 2004, 81~131.
- 김진방, “재벌의 소유구조: 통계, 개념, 분석,” 『경제학연구』 제48권 제2호, 2000, 57~93.
- 윤채린·송재용, “한국 대규모 기업집단 가족 지분율의 결정요인에 관한 제도론적 고찰,” 『경영학연구』 제37권 제4호, 2008, 691~721.
- 이근기, “지배주주는 어떻게 계열기업의 소유구조를 결정하는가?: 계열출자의 가공자본 창출효과를 중심으로,” 『산업조직연구』 제23권 제3호, 2015, 139~164.
- \_\_\_\_\_, “계열출자가 출자계열기업의 대리인 문제에 미치는 영향,” 『산업조직연구』 제22권 제2호, 2014, 97~132.
- \_\_\_\_\_, “계열기업 소유(지배)구조에 대한 새로운 지표 모색,” 『경제발전연구』 제16권 제2호, 2010, 21~42.
- 장세진, 『외환위기와 한국 기업집단의 변화: 재벌의 흥망』, 박영사, 2003.
- 조성익·양용현, “출자총액제한제도의 정책효과에 관한 연구,” 임원혁 편, 『기업 지배구조 개선정책의 효과와 향후 과제』, 연구보고서 2014, 158~213.
- 최충규, “지배주주의 소유권 측정 오류와 함정,” 『산업조직연구』 제24권 제4호, 2016, 1~23.
- Almeida, H. V. and D. Wolfenzon, “A theory of pyramidal ownership and family business groups,” *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 6, 2006, 2637~2680.
- Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim, “Tunneling or Value Added? Evidence Mergers by Korean Business Groups,” *Journal of Finance*, 57(6), 2002, 2695~2740.
- Bruner, Christopher, “Center-Left Politics and Corporate Governance:

- What Is the 'Progressive' Agenda?" University of Georgia School of Law Research Paper Series Paper No. 2017-04, 2017.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Larry Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 2000, 81~112.
- Demsetz, Harold and Kenneth Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93(6), 1985, 1155~1177.
- Dimitrov, V. and P. Jain, "The Value Relevance of Changes in Financial Leverage Beyond Growth in Assets and GAAP Earnings," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(2), 2008, 191~222.
- Granovetter, Mark, "Business groups and social organization," In N. Smelser and R. Swedberg, eds., *Handbook of Economic Sociology*, 2nd edition, New York and Princeton, Russell Sage Foundation and Princeton University Press, 2005.
- Kim, Woochan, Youngjae Lim, and Taeyoon 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.
- Matsunaka, Manabu, "Politics of Japanese Corporate Governance Reform: Politicians do Matter," *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 15, No. 1, 2018, 154~184.
- Morck, Randall, "How to Eliminate Pyramidal Business Groups: The Double Taxation of Intercorporate Dividends and Other Incisive Uses of Tax Policy," *Tax Policy and the Economy*, 19, 2005, 135~179.
- Myers, Stewart and Nicholas Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), 1984, 187~221.
- Roe, Mark, "Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact," HARVARD Discussion Paper No. 451, 2003.
- Ryu, K. and J. Yoo, "Relationship between management ownership and

firm value among the business group affiliated firms in Korea,”  
*Journal of Comparative Economics*, 39(4), 2011, 557~576.

[Abstract]

## The Determination of Chaebol Direct Ownership Share: Chaebol's Direct Ownership and the Affiliate Investment Network's Profits in Korea Business Group

Kunki Lee\*

Does chaebol's private interest seekings, especially pecuniary interests seekings, occurs only at affiliates level? Here, we will show that chaebol pursues their own pecuniary interests in other level of business groups, the affiliate investment network(chulzamang), through the determination of chaebol's direct ownership.

The reasons why chaebol's determine their direct ownership stake based on the profits at the level of the affiliate investment networks is related to the status of affiliates directly owned by the chaebol in the affiliate investment networks. These firms are usually located at the top of the affiliates investment network.

The results of empirical analysis support that chaebol determined their direct ownership stake by their pecuniary interests at the affiliate investment network level rather than the affiliated firm level.

**Keywords:** chaebol private interest, chaebol direct ownership, the profits of affiliates, the profit of affiliate investment networks, business group ownership structure

**JEL Classification:** C12, G32, G34

---

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