



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사 학위논문

대규모 기업집단 참여가 계열기업의
수익성에 미치는 효과분석 :
2002-2007년



2012년 8월

부경대학교 대학원

경 영 학 과

김 성 민

경영학석사 학위논문

대규모 기업집단 참여가 계열기업의
수익성에 미치는 효과분석 :
2002-2007년

지도교수 홍 재 범

이 논문을 경영학석사 학위논문으로 제출함



2012년 8월

부경대학교 대학원

경 영 학 과

김 성 민

金聖珉의 經營學碩士 學位論文을
認准함

2012년 8월 일



주 심 경영학박사 류 태 모 (인)

위 원 이학박사 노 맹 석 (인)

위 원 경영학박사 홍 재 범 (인)

<목 차>

제 1 장 서론.....	1
제 1 절 연구배경 및 목적.....	1
제 2 절 연구방법 및 구성.....	3
제 2 장 이론적 배경.....	6
제 1 절 기업집단의 전략적 의미.....	6
제 2 절 선행 연구.....	21
제 3 장 연구방법론.....	39
제 1 절 연구자료.....	39
제 2 절 변수설정.....	44
제 3 절 연구모형.....	45
제 4 장 분석 결과.....	50
제 1 절 계열기업의 수익성 분산분해 결과.....	50
제 2 절 외환위기 전후 결과비교.....	51
제 3 절 출자총액제한 vs. 상호출자제한.....	52
제 5 장 결론.....	54
제 1 절 결과요약.....	54
제 2 절 연구의 한계.....	55

<참고문헌>.....	57
<부록 A> 혼합모형 분산분해 결과.....	62
<부록 B> 모형비교.....	63
<부록 C> 연도별(2002-2007년) 분산분해.....	64



〈표 차례〉

〈표 2-1〉 공정거래법에 의한 대규모 기업집단 규제	19
〈표 3-1〉 Schmalensee(1985)의 연구결과	22
〈표 3-2〉 Rumelt(1991)의 연구결과	24
〈표 3-3〉 Roquebert 외 2명(1996)의 연구결과	25
〈표 3-4〉 McGahan와 Porter(1997)의 연구결과	26
〈표 3-5〉 Chang과 Singh(2000)의 연구결과	29
〈표 3-6〉 McGahan과 Poter(2002)의 연구결과	31
〈표 3-7〉 Chang and Hong(2002)의 연구결과	32
〈표 3-8〉 Fukui와 Ushijima(2006)의 연구결과	33
〈표 3-9〉 Misangyi 외 3명(2006)의 연구결과	35
〈표 3-10〉 선행 연구 요약	38
〈표 4-1〉 연도별 기업집단 정의	41
〈표 4-2〉 연도별 기업집단 현황	42
〈표 4-3〉 대규모 기업집단 기초통계량	44
〈표 5-1〉 계열기업의 수익성 분산분해 결과	51
〈표 5-2〉 외환위기 전후 결과비교	52
〈표 5-3〉 대규모 기업집단 지정 현황에 따른 결과비교	53
 〈표 A〉 계열기업의 수익성 분산분해 결과(혼합모형)	62
〈표 B〉 계열기업의 수익성 분산분해 모형 비교	63
〈표 C〉 계열기업의 수익성 연도별 분산분해 결과	65

〈그림 차례〉

〈그림 A〉 계열기업의 수익성 연도별 분산분해 결과.....	65
-----------------------------------	----



How much important does the largest business group
affect on the affiliated companies from 2002 to 2007?

Sung min Kim

Department of Business Administration
The Graduate School of Pukyong National University

Abstract

In this study, since the Currency Crisis with largest business group target a given group of companies corporate-level strategy is the impact on the profitability of affiliated companies Chang & Hong(2002) utilized in the study were analyzed by the model(Random effects model and mixed model).

As a result, Chang & Hong(2002) study of the effect than the reduction in industry effect and business group effect has been expanding. The business group effect had to be more important after the Currency Crisis of largest business group in corporate strategic decision making, this series has had a greater impact on profitability of affiliated companies.

Status designation of largest business group, according to the Ceiling on mutual investment business group and Ceiling on total equity investment business group, separated by profitability of

affiliated companies were variance decomposition by random effects model. The business group effect of Ceiling on total equity investment business group is smaller than the business group effect of Ceiling on mutual investment business group. Investment restrictions, such as the relatively strong regulatory system and the company's strategy to deploy the corporate-level, to some extent and it is considered that act as constraints.



제 1 장 서론

제 1 절 연구배경 및 목적

“다각화된 기업에서 개별사업부의 수익성 원천은 어디에 있는가?”
는 Schmalensee(1985)와 Rumelt(1991)의 연구를 시작으로 수많은 연구가 이루어진 분야이다. Schmalensee(1985)는 참여산업과 시장점유율로 분석하여 특성산업에 속한 개별 사업부는 해당 사업 내 시장점유율보다 산업의 구조적 특성이 해당 사업부의 수익성을 결정한다고 제시하였다. 이어 Rumelt(1991)는 시장점유율을 사업부로 정의하고 분석하여 이러한 사업부의 특성이 사업부의 수익성을 결정한다는 연구결과를 제시하였다.

산업조직에서는 산업구조가 사업부의 수익성에 상당한 영향을 미친다는 시각을 가지고 있다. 전략경영에서는 산업구조가 사업부의 수익성에 상당한 영향을 주지만 이에 대응하는 사업부의 역량도 더욱 중요하고 다양한 산업에 참여하는 기업역량은 산업구조의 영향에서 벗어나게 기회가 될 수 있다는 시각을 가지고 있다. Schmalensee(1985)는 산업조직의 시각에서 산업구조와 시장점유율로 분석하여 산업의 중요성을 제시했으며, Rumelt(1991)는 전략경영의 시각에서 사업부의 역할을 강조한 것이다. 하지만 사업부의 수익성에 대한 기업역량의 중요성은 찾지 못했으며 이후 연구에서는 기업수준의 전략, 기업역할 및 기업 고유의 역량 등의 기업효과의 중요성이 쟁점이 되었다.

1990년대 초반까지 기업효과를 부인하며 기업수준의 전략이 사업부 성과에 영향이 미미하다고 주장하였다(Brush and Bromiley, 1997; McGahan and Porter, 1997; Fukui and Ushijima, 2006). 1990년 후반 이

후 기업효과의 중요성이 논의되고 있으며, 기업수준의 전략이 사업부 성과에 영향이 미치는 것으로 파악된다(Roquebert et al, 1996; Brush et al, 1999; Chang and Singh, 2000; Bowman and Helfat, 2001; McGahan and Porter, 2002; Misangyi et al, 2006).

특히, 신흥국을 대상으로 한 연구는 장세진·홍재범(1999), Chang과 Hong(2002)이 있다. 장세진·홍재범(1999), Chang과 Hong(2002)은 외환위기 이전 대규모 기업집단과 계열기업을 대상으로 다각화된 계열기업의 수익성에 기업효과의 중요성이 제시되었다.

기업효과에 대한 분석 이외에 기존 연구는 이러한 연구의 타당성이나 신뢰성을 높이기 다양한 시도가 이루어졌다. 초기 연구에서는 미국 연방거래위원회(FTC: Federal Trade Commission)) 자료를 활용하여 시작하였으며, 이후에는 COMPUSTAT¹⁾ 자료를 사용하였으며, 이후에는 한국, 일본을 대상으로 한 연구가 이루어졌다. 방법론에서도 초기에는 분산분석(ANOVA)을 적용하다가 이후에는 분산분해기법(VCA: Varicance Component Analysis)을 사용하였다. 이후 Monte Carlo Simulation과 Simultaneous ANOVA 등을 적용하여 기존 연구의 신뢰성을 재검토하였으며 최근에는 연립방정식모형(SEM)이나 위계적회귀분석(HLM) 등을 적용한 연구도 제시되었다.

본 연구는 연구표본과 연구기간을 달리하여 Chang과 Hong(2002)의 모형을 적용하여 대규모 기업집단의 계열기업의 수익성 분산을 산업, 연도, 산업·연도, 기업집단, 계열기업(사업부)로 분해한 것이다. 이를 위해 공정거래법에서 규정하는 한국의 대규모 기업집단과 이에 속한 계열기업을 대상으로 2002년부터 2007년까지 6개년의 자료를 대상으로 분석하였

1) . S&P 가

다. 2002년에서 2007년까지를 분석대상으로 고려한 것은 해당 기간이 외환위기와 금융위기를 받지 않은 시기이고 공정거래법 상 출자총액제한 제도가 시행되던 시기로 출자총액제한 제도와 순환출자제한 제도가 동시에 존재하던 시기이다.

본 연구에서 분석을 통해 먼저, 외환위기 이후 대규모 기업집단에서 소속된 계열기업의 수익성에 기업집단효과가 얼마나 작용하고 있는지를 파악하고자 한다. 외환위기 이후 정부는 대규모 기업집단의 무분별한 사업 확장이 한국 경제를 위기로 만든 주요요인으로 판단하고 이를 막기 위한 상호지급보증 금지나 상호출자제한 등 다양한 노력을 기울였다. 이러한 정부의 제도변화가 기업수준의 전략 수행에 어떤 영향을 미치고 있는지를 파악할 수 있다.

두 번째는 최근 이슈가 되고 있는 출자총액제한제도가 기업집단효과에 어떤 영향을 미치고 있는지를 검토하고자 한다. 대규모 기업집단을 대상으로 “출자총액제한 기업집단”과 “상호출자제한 기업집단”으로 구분하여 기업집단효과를 분석하였다. 정부는 이들에 대해서 각기 다른 경제력집중 방지 정책을 펴고 있다. 이러한 정책실행이 대규모 기업집단의 전략수행과 성과에 미친 영향을 간접적이지만 검증해 보고자 한다.

본 연구에서는 외환위기 이후 대규모 기업집단에 포함된 계열기업의 수익성에 기업집단효과가 얼마나 작용하고 있는지를 파악하고 최근 정치권에서 이슈가 되고 있는 출자총액제한제도가 기업집단효과에 어떤 영향을 미치고 있는지를 검토하였다.

제 2 절 연구방법 및 구성

본 연구에서는 외환위기 이후 대규모 기업집단에 포함된 계열기업의

수익성에 기업집단효과가 얼마나 작용하고 있는 지를 파악하고 출자총액 제한제도가 기업집단효과에 어떤 영향을 미치고 있는 지를 알아보고자 한다. 이러한 목적을 달성하기 위해 본 연구에서는 먼저, 연도별 대규모 기업집단 정의에 대규모 기업집단에 귀속된 계열기업을 살펴보고 국·내외의 사업부(계열기업)의 수익성 원천에 대한 선행연구를 수집하고 검토하였다.

지금까지의 연구결과를 보면, 기업수준의 전략이 사업부 성과에 영향 여부에 대해 논의가 되었으며, 계열기업의 수익성의 분산을 분해하기 위해 다양한 분석기법을 사용하였다. 본 연구에서는 한국의 대규모 기업집단을 대상으로 분산분해기법은 무작위효과모형과 혼합모형을 이용하여 기업수준의 전략이 계열기업 수익성에 어떤 영향을 미치는 지 알아보고자 한다. 여기서 계열기업의 수익성은 총자산순이익률(ROA: Return on Asset)로 측정하여 사용하였으며, 공정거래위원회에 공시된 대규모 기업집단 자료를 활용하여 기업수준의 전략이 사업부 수익성에 어떤 영향을 미치는 지 분석하였다.

본 연구에서는 분산분해기법을 사용하여 산업효과나, 연도효과, 기업집단효과, 계열기업효과에 따라 수익성 차이가 얼마나 크게 존재하는가를 확인하는 탐색적인 방법론으로 이러한 수익성의 차이를 인과적이나 구조적으로 설명해주는 방법론이 아니다. 이를 이용하여 외환위기 이후 대규모 기업집단에 대한 정부의 제도변화가 기업수준의 전략 수행에 있어 계열기업의 수익성에 어떤 영향을 미치고 있는지 파악하였다.

본 논문의 구성은 제1장 서론부터 제5장 결론으로 구성되어 있으며, 각 장의 세부적인 내용은 다음과 같다. 제1장 서론에서는 연구배경 및 목적, 연구방법 및 구성을 제시하고, 제2장에서는 이론적 배경으로 연구의 핵심이 되는 사업부, 기업집단, 대규모 기업집단과 선행연구에 대해

제시하며, 제3장 연구방법론에서는 연구자료, 변수설정, 연구모형을 제시하며, 제4장에서는 분산분해기법으로 계열기업의 수익성을 분산분해한 결과를 제시, 외환위기 전후의 결과비교 및 상호출자제한 기업집단과 출자총액제한 기업집단을 비교하였다. 마지막으로 제5장에서는 본 연구에 대한 결론 및 요약을 제시하고 연구의 한계를 제시하였다.



제 2 장 이론적 배경

제 1 절 기업집단의 전략적 의미

1. 사업부 : 계열기업

사업부제(Multidivisional structure)에 관한 학문적 관심은 미국 대기업의 전략과 구조에 관한 Chandler(1962)의 연구로부터 시작되었다. Chandler(1962)에 따르면 기능식 조직(Functional structure)은 다각화된 사업구조를 관리하는데 문제점을 가지고 있으며 사업부제는 이러한 문제점을 해결하기 위한 새로운 조직형태로 제시하였다.

기능식 조직에서는 개별 사업에 대한 활동이 여러 기능부서에 산재되어 있기 때문에 이들 활동 간에 조정이 힘들고 개별 사업의 성과를 정확하게 파악하기 어렵다. 이때 개별 사업별로 사업부를 만들고 관련 제반 활동을 해당 사업부에서 수행하고 주요 의사결정을 하게 되면 기능식 조직이 가지는 조정 및 통제 문제점이 극복된다. 또한 개별 사업과 관련된 제반 업무와 의사결정 권한을 사업부에 위임하고 기업본사는 전사기획, 자원배분, 사업부 평가 업무에 전념할 수 있다.

Williamson(1975)은 사업부제의 이점을 거래비용관점에서 설명하였다. Williamson(1975)은 자사의 업종과 관계가 없는 이종의 기업을 매수·합병하여 경영을 다각화한 기업인 복합기업(Conglomerate)의 장점을 외부자본시장의 비효율과 연계하여 설명하였다. 외부자본시장은 정보 비대칭성, 기업통제시스템의 비효율성 등으로 인하여 자원배분과 기업의 평가 및 통제라는 본연의 의무를 효율적으로 수행하는데 한계가 있을 수 있고

사업부제의 형태로 운영되는 복합기업은 내부자본시장(Internal capital market)을 운영함으로써 이러한 자본시장의 비효율성을 극복할 수 있다.

기업본사는 기업내부의 정보시스템과 감사 기능을 활용하여 사업부의 경영 상태에 대하여 풍부한 정보를 가지고 있으며, 통제 측면에서도 위계적 권한을 가지고 있기 때문에 기업본사는 필요시 사업부 경영에 효율적으로 개입할 수 있다. 이러한 이점으로 기업본사는 외부투자자가 겪는 정보 및 통제의 비효율성을 극복할 수 있기 때문에 사업부제로 운영되는 복합기업이 경제적 효율성을 가진다는 것이 Williamson(1975)의 주장의 핵심이다.

Williamson(1975)의 주장에 따르면 복합기업이 내부자본시장의 이점을 실현하기 위해서는 사업부제가 다음과 같은 특징을 가져야 한다(Dundas and Richardson, 1982). 첫째, 개별 사업부가 자율 경영권을 가지고 있어서 자신의 경영성과에 책임을 질 수 있어야 한다. 둘째, 개별 사업부의 평가는 재무성과 지표를 토대로 객관적으로 이루어져야 한다. 셋째, 사업부 경영진의 유인제도는 해당 사업부의 성과와 연계되어야 한다. 넷째, 본사는 개별 사업부에서 창출된 자금을 취합하여 투자 결정을 종합적으로 내려야 한다.

Williamson(1975)은 이러한 특성을 가진 조직구조가 모든 대기업에 적용될 수 있는 이상적인 사업부제로 보았다. 그 후 많은 실증연구들이 사업부제를 채택한 기업과 다른 조직구조를 채택한 기업의 성과를 비교하거나, 사업부제 채택 전후로 기업성과가 어떻게 변화하였는지를 비교함으로써 Williamson(1975)의 주장을 검증하였으나 일관된 결론을 도출하는 데는 실패하였다(Hoskisson, Hill and Kim, 1993).

최근 연구는 모든 상황에 적합한 이상적인 사업부제 조직을 모색하기 보다는 상황에 따라서 적합한 사업부제 유형이 어떻게 변화하는지를 규

명하는데 연구의 초점을 두고 있다(Oijen and Dooms, 2003). 예를 들어 Hill 외 2명(1992)은 기업이 추진하는 다각화 전략의 유형에 따라서 적합한 사업부제 유형이 달라져야 한다고 주장하고 이를 지지하는 실증결과를 제시하였다. 이들 연구에 의하면 관련 다각화와 비관련 다각화는 상이한 경제적 혜택을 추구하기 때문에 다각화된 사업구조를 관리하는 방식도 달라져야 한다는 것이다. 비관련 다각화된 사업구조를 토대로 내부자본시장의 이점을 실현하기 위해서는 사업부의 자율과 책임을 강조하고 사업부 간에 경쟁을 기본으로 하는 운영방식이, 관련 다각화를 통하여 사업부 간 시너지를 추구하는 경우에는 사업부 간 의사결정의 조정과 협조를 강조하는 운영방식이 필요하다.

이들 주장에 따르면 Williamson (1975)이 제시한 이상적인 사업부제는 비관련 다각화를 추진하고 있는 복합기업이 내부자본시장의 이점을 실현하는 데는 바람직하지만, 관련 다각화가 내재하고 있는 시너지를 실현하기에는 부적합하다는 것이다. 이 외에도 기업수준의 다각화 전략 또는 다른 특성이 사업부제 유형에 어떤 영향을 주는지에 대한 연구로는 Goold(1994), Hill(1988), Markides와 Williamson (1996) 등이 있다.

또 다른 흐름의 연구는 개별 사업부의 특성이 기업본사-사업부 관계에 어떤 영향을 주는지를 규명하는데 초점을 맞추었다. 동일한 기업에 속한 사업부들도 환경의 불확실성 및 복잡성(Ghoshal and Nohria, 1989; Nohria and Ghoshal, 1994), 산업의 성숙도(Chandler, 1991), 경영자원(Ghoshal and Nohria, 1989; Nohria and Ghoshal, 1994), 자원공유 정도(Govindarajan and Fisher, 1990), 미션 및 전략(Gupta, 1987) 등에서 차이가 있다고 제시한다.

이러한 차이로 인하여 기업본사는 사업부를 관리하는데 해당 사업부의 특성에 맞는 관리방식을 필요로 하게 되고, 그 결과 동일 기업 안에

다양한 관리방식이 존재한다는 것이다. 예를 들어 회수임무(Harvest mission)를 추구하는 사업부 임원의 보상은 단기적인 재무성과와 연동할 필요가 있는 반면에 성장 임무(Build mission)를 추구하는 사업부 임원의 보상은 단기적인 재무성과보다는 사업부의 미래 경쟁력 향상과 연동해야 한다는 것이다. 실제로 실증연구들이 개별 사업부의 미션, 경쟁전략, 환경 불확실성 등이 해당 사업부의 의사결정 권한정도, 평가 및 보상방식, 기업본사와의 의사소통 정도 및 방식, 사업부 임원의 특성 등에 영향을 주는 것을 발견하였다(Govindarajan, 1984, 1988, 1989; Govindarajan and Gupta, 1985; Gupta, 1987; Govindarajan and Fisher, 1990; Golden, 1992).

사업부제는 다양한 유형이 존재하며 사업부제 조직을 구성하는 주요 요소로는 분권화, 평가방식, 보상방식, 사회적 통제(Social control) 등이 있다. Williamson(1975)은 사업부제 조직이 효율적으로 운영되기 위해서는 개별 사업부의 자율경영권이 보장되어야 한다고 주장한다. 개별 사업부 임원이 해당 사업의 전략과 운영에 대한 의사결정권을 가지고 있어야 성과에 대하여 책임을 질 수 있으며, 이러한 독립경영과 책임경영은 사업부 임원의 인센티브를 높이는 효과를 가진다.

분권화는 본사 임원의 정보처리 업무량을 감소시킨다. 본사 임원이 사업부 의사결정에 관여하기 위해서는 해당 사업부에 대한 정보를 필요로 하게 되는데 특히 사업부에 대한 일반정보(Generic information)뿐만 아니라 특화정보(Specific information)를 필요로 하게 될 경우 본사 임원은 이들 정보처리에 많은 시간을 보내게 된다(Jensen and Meckling, 1992). 매출액, 수익률, 성장률과 같은 사업부에 관한 일반정보는 쉽게 이전될 수 있으나, 개별 사업부의 특수 상황에 관한 정보 즉 “특정 시점과 장소에서의 상황(Particular circumstances of time and place)”에 대한 정보는 쉽게 이전되지 않을 뿐 아니라 정확한 시사점을 도출하기도

힘들다(Hayek, 1945).

특화정보의 필요성이 높을수록 본사는 해당 사업부 상황에 대한 이해도가 부족할 가능성이 크고 결과적으로 의사결정의 질이 떨어질 확률이 높아진다. 사업부제 조직운영에 있어서 분권화는 개별 사업부의 자율경영과 책임경영을 통하여 사업부 임원의 인센티브와 의사결정의 질을 높인다는 긍정적인 측면을 가진다.

의사결정권한이 전적으로 사업부에 위임되어 있으면 사업부간 조정이 어려워지는 단점이 있다. 본사는 선택적 개입(Selective intervention)을 통하여 다각화된 사업구조가 가지는 가치창출 잠재력을 활성화하는데 주요한 역할을 하여야 한다고 Poppo(2003)는 주장하였다. 미국 대기업을 대상으로 한 실증연구에서 그녀는 해당 제품에 대한 불확실성과 브랜드 인지도가 높을수록 본사의 개입 정도가 증가하는 것을 발견하였다.

대규모 투자가 필요한 전략 또는 사업부 간에 유기적인 협조를 필요로 하는 전략을 추진하기 위해서도 본사 최고경영진의 개입이 중요한 역할을 한다(Raynor and Bower, 2001). 글로벌 미디어 산업을 대상으로 한 연구에서 Eisenmann과 Bower(2000)는 대규모 투자를 수반한 전략은 사업부 임원보다는 본사 최고경영진에 의하여 추진됨을 제시하였다.

Williamson(1975)은 이러한 중앙 집권화된 사업부제(Centralized M-form)를 “타락한(Corrupted)” 사업부제로 명명하고 순수 사업부제보다 비효율적이라고 주장하였다. 그러나 일부 의사결정권한의 본사 집중화는 사업부 간에 내재되어 있는 규모와 범위의 경제를 실현하는데 중요한 역할을 하는 것을 알 수 있다. Williamson(1975)은 사업부제 조직이 효율적으로 운영되기 위해서는 사업부 평가가 해당 사업부의 객관적 재무성과 지표를 토대로 이루어져야 한다고 주장하였다. 재무성과 지표를 사용하는 것은 평가의 객관성과 공정성을 높이고 관련 비용을 줄일 수 있다는

장점을 가지고 있지만 여러 가지 문제점을 내포하고 있다(Hoskisson, Hill and Kim, 1993).

이수희 · 김희천 · 홍재범(2005)은 기업집단의 관리방식을 분권화, 평가시스템, 조정시스템, 사회적 통제, 의사소통, 임원보상으로 측정하여 외환위기 전후로 이를 분석하였다. 그 결과 다음과 같이 제시하고 있다. 외환위기 이후 기업집단 본부가 운영적 사안에 대해서는 계열사에 분권화를 하더라도 신규 사업 진출과 같은 주요한 전략적 사안에 대해서는 어느 정도 집권화 수준을 유지하고 있다. 또한 국내 기업집단들이 계열사의 자율경영과 책임경영을 강조하면서도 기업집단 차원의 관리시스템을 강화함으로써 기업집단의 장점을 살리고자 하고 있다.

2. 기업(기업집단)

다각화된 기업집단은 신흥경제(Emerging economy)의 경제발전에 중요한 역할을 담당했으며 국제경쟁력을 가진 기업을 배출하였다(Amsden, 1989; Leff, 1978; Guillen, 2000). Khanna와 Palepu(1997, 2000a, 2000b)는 기업집단을 신흥경제에 만연해있는 시장실패와 높은 거래비용에 효율적으로 대처하기 위한 조직형태라고 주장한다. 신흥경제는 자본시장, 인력시장, 상품시장과 이를 뒷받침하는 경제제도가 취약한데 기업집단은 내부시장을 운영함으로써 이러한 경제제도의 공백을 메울 수 있다.

Guillen(2001)도 기업집단을 신규산업 진입에 필요한 해외 및 국내 자원을 결합할 수 있는 역량을 갖춘 조직구조라고 주장하였다. 이러한 역량은 해당 기업집단의 독특한 조직구조, 프로세스, 문화, 역사성 등을 반영하고 있어서 모방하기는 힘들다. 하지만 다양한 산업분야에 진입할 때 유용하게 활용된다.

기업집단은 전략적인 의미로 내부자본시장 역할을 한다. 신흥경제의 외부자본시장은 유동성 부족, 정보 부족, 법 실행의 의지 및 일관성 부족 등 많은 문제를 가지고 있어서 효율적인 자원배분이 이루어지지 못한다(Claessens et al, 2002; Mitton, 2002; Lemmon and Lins, 2003). 이에 따라 좋은 투자기회를 가지고 있는 기업도 외부자본시장으로부터 자본을 조달하는데 어려움과 비효율을 겪게 되기 때문에 실제 투자는 유보이익과 같은 내부자금에 의존하게 된다(Myers and Majluf, 1984; La Porta et al, 1997).

결과적으로 외부자본시장이 비효율적일수록 개별기업의 투자금액은 기업내부자금의 규모에 의하여 제약을 받게 되는데 기업집단에 속한 계열사는 다른 계열사의 자금을 활용할 수 있어 이러한 유동성 제약을 극복할 수 있다(Hoshi, 1994). 기업집단이 신규 사업을 추진하거나 재정적인 어려움에 처한 계열사를 지원하기 위해 지분 참여를 하거나 운영자금을 제공한다(Hoshi et al, 1991; Chang and Hong, 2000). 또한 기업집단 본부는 전체 계열사의 주요 투자대안을 평가하고 우선순위를 결정하며 계열사 간 자금흐름을 조정하는 역할을 한다. 즉 기업집단은 계열사 간 자본의 이전 및 공유를 조정함으로써 내부자본시장 기능을 수행하고 이 과정에서 기업집단 본부는 내부 투자자 역할을 한다.

국내 기업집단도 이러한 내부자본시장 역할을 수행하고 있다(Kim et al, 2004). 국내 기업집단은 은행을 보유하는 것이 법적으로 금지되어 있지만 보험 및 증권회사를 포함한 다른 금융기관을 보유하고 있으며 이들은 기업집단의 내부자본시장 기능을 확장하는데 기여한다. 과거 은행은 대출시 재무구조가 건전한 계열사가 재무구조가 약한 계열사의 채무에 대한 지급보증을 할 것을 요구하였는데 이러한 지급보증 관행은 결과적으로 동일 기업집단에 속한 계열사들이 실제 자금뿐만 아니라 신용 및

채무이행 능력까지 공유할 수 있다.

국내기업을 대상으로 한 Shin과 Park(1999)의 실증연구는 내부자본시장의 역할과 효과를 잘 보여준다. 연구결과에 따르면 기업집단에 속하지 않은 독립기업의 투자금액은 자신이 보유한 내부자금 규모에 의하여 영향을 받는데 반해, 기업집단 계열사의 투자금액은 내부자금 규모와 관계가 없었다. 반면 기업집단 계열사의 투자금액은 해당 산업의 성장가능성에 의하여 영향을 받으나 독립기업의 투자금액은 해당 산업의 성장가능성과는 관계가 없었다. 즉 독립기업의 투자규모는 외부 투자기회보다는 자신이 보유하고 있는 내부자금 규모에 의하여 결정되는 반면 기업집단 계열사의 투자금액은 자신의 내부자금 규모보다는 외부 투자기회에 의하여 영향을 받는다.

기업집단은 내부노동시장 역할을 수행한다. 신흥경제는 교육시스템의 낙후로 양질의 엔지니어 및 관리자의 공급 자체가 부족할 뿐만 아니라 효율적인 인력채용과 인력이동을 가능하게 하는 외부노동시장이 발달되지 않았다. 기업집단 계열사들은 그룹 연수원을 운영함으로써 인력을 자체적으로 양성하고 공유하며, 외부노동시장이 발달되어 있지 않은 경우, 기업은 외부에서 중간관리자 및 경영진을 영입하는데 어려움을 겪을 수 있는데 기업집단은 계열사 간 관리자의 이동을 통해 이러한 문제를 극복한다.

한국경제연구원(1995)의 연구결과에 따르면 5대 주요 기업집단은 계열사의 인력이동을 통하여 신규 사업에 필요한 관리직을 충원하였다. 1990년대 말 삼성그룹이 자동차 산업에 진입할 때도 주요 관리직 및 기술직 인력을 다른 계열사로부터 공급받음으로써 인력문제를 해결할 수 있었다. 기업집단은 내부노동시장 운영뿐만 아니라 우수한 신입사원을 유치하는데도 장점을 가진다. 신입사원은 직장으로 대규모 기업집단을 선호

하는데, 이는 외부노동시장이 취약한 상황에서는 다각화를 적극적으로 추진하는 기업집단이 경력개발과 승진 면에서 더 나은 기회를 제공하기 때문이다(Amsden, 1989).

기업집단은 주요 중간재를 자체생산 함으로써 이들 제품에 대한 내부 시장 역할을 하며 수직적 통합 정도가 높다(Khanna and Palepu, 1997). 신흥경제는 양질의 원재료, 중간재, 보완재를 공급할 업체가 없는 경우가 많기 때문에, 기업집단은 이들을 내부적으로 조달할 필요성을 가지며 실제로 기업집단은 주요거래를 내부화한다(Williamson, 1975).

한국 기업집단의 전체 매출액 중에서 계열사 간 거래가 차지하는 평균 비중이 20%를 넘고 있지만 일부 계열사의 기업집단 의존도는 이보다 훨씬 높다. 예를 들어 텔레비전 진공관 생산업체인 삼성SDI는 삼성전자에 생산품의 절반 정도를 공급하고 있으며, 전자부품 생산업체인 삼성전기는 삼성전자에 전체매출의 약 70%를 공급하고 있다. 삼성SDI와 삼성전기는 삼성전자와 동일한 지역에 위치하여 상호 조정과 협동을 용이하게 하고 있으며 사실상 삼성전자의 내부 사업부처럼 활동하고 있다(장세진, 2003).

요약하면, 기업집단은 자본, 인력, 중간재 등을 위한 외부시장이 제대로 발달하지 않은 상황에서 이를 대체할 수 있는 내부시장을 구축하고 운영함으로써 계열사에게 자원 활용 면에서 경쟁우위를 제공한다. Chang과 Choi(1988)는 1975년부터 1984년까지의 국내자료를 토대로 계열기업이 독립기업보다 성과가 높은 것을 발견하였다. Chang과 Hong(2000)은 또한 계열기업의 성과가 자신이 소유하고 있는 자원뿐만 아니라 기업집단 차원에서의 자원에 의하여 영향을 받는 것을 발견하였다. 이는 국내 기업집단이 내부시장기능을 통하여 계열사 간의 자원공유를 촉진하고 있음을 제시한다.

3. 대규모 기업집단 지정제도²⁾

대규모 기업집단 지정제도는 대규모 기업집단의 경제력 집중 완화를 목적으로 하는 규제이다. 공정거래법은 경쟁법의 일반 논리와 같이 경쟁을 보존·촉진함으로써 소비자의 후생과 경제적 효율성을 증진하기 위해 제정되었다. 따라서 공정거래법의 제 1 조는 “시장지배적 지위의 남용과 과도한 경제력의 집중을 방지하고, 부당한 공동행위 및 불공정거래행위를 규제하기 위하여 공정하고 자유로운 경쟁을 촉진함으로써 창의적인 기업 활동을 조장하고 소비자를 보호함과 아울러 국민경제의 균형 있는 발전을 도모함”을 그 목적으로 한다.

재벌³⁾들의 높은 국민경제적 비중을 문제시한 것은 “공정하고 자유로운 경쟁을 촉진”하기 위해 중소·비계열기업들에 비해 대규모 기업집단이 개별시장에서 독점력 외에 단지 규모가 크고 여러 사업을 하는 것을 경쟁 우위에 있는 것으로 여겨 공정하고 자유로운 경쟁을 촉진하려면 경제력 집중을 제한할 필요가 있다는 논리에서 출발하였다. 공정거래법은 1986년 말 1차 개정에서 경제력 억제에 위한 재벌규제를 도입하였고, 이후 2009년까지 열세 차례의 개정을 거치면서 실체규정 및 집행집단 등이 보완·수정되어 왔다.

도입 초기에는 가공자본 조성을 통한 계열기업 확대의 방지를 목적으로 적용되었다. 재벌에 의한 힘의 집중과 남용이 유난히 심각한 문제이므로 통상적인 경쟁법 이상의 경제력 집중 억제대책이 필요하는 발상에

2) 『』

3) (1990) 가 .
, (1991) 가
, (1990) 가 , 가
, ()

서 대규모 기업집단에 대한 획일적 규제⁴⁾가 도입하였다. 공정거래법은 원래 시장지배적 지위 남용, 경쟁제한적 기업결합, 부당 공동행위, 불공정거래행위 등을 금지하는 일반적 경쟁법으로 제정되었으나, 1986년 말 제 1 차 개정에서 지주회사의 설립금지 및 대규모 기업집단 계열사에 대한 상호출자금지, 출자총액제한, 금융보험회사의 의결권제한 등이 추가되었다.

1990년대에는 재벌의 재무구조 건실화, 업종전문화, 대형화 등으로 인해 이때부터 경제력집중 억제는 재벌규제를 위한 수단으로 이용되었고, 재벌문제를 소유·지배권 집중의 문제로 인식하였다. 이에 대규모 기업집단 계열사에 대한 자기자본의 200% 기준 채무보증제한을 신설하였다(제 3 차 개정, 1992. 12. 8). 또한 출자총액한도를 순자산의 25%로 축소하고 출자총액제한에 대한 졸업개념을 도입하였다.

소유분산우량 기업집단(주식소유의 분산 및 재무구조가 우량한 기업집단) 및 소유분산우량회사(대규모 기업집단 소속 회사 중 주식소유의 분산 및 재무구조 등이 대통령령이 정하는 요건에 부합하는 회사)에 대한 재벌규제 적용을 배제하였다(제 4 차 개정, 1994. 12. 22). 마지막으로 상장 비주력기업이 주력기업의 신주를 취득·소유하거나 상장 주력기업이 동일 업종의 전업률 70% 이상 기업의 신주를 취득·소유하는 경우 출자총액제한을 7년간 적용제외(단, 5대 재벌 제외)를 통해 기업집단의 업종전문화를 유도하였다.

외환위기 이후에는 기업구조조정과 함께 경영의 투명성과 책임을 강조함에 따라 기업지배구조의 개선이 중요한 이슈로 부각됐다. 제 6 차 개정을 통해 출자총액제한제도 완전 폐지 및 계열사에 대한 신규 채무보

4) 가 , 2002 100% 16

증금지 및 기존 채무보증 완전해소 의무를 부과했다. 제 7 차 개정에서는 지주회사 설립을 제한적으로 허용하며, 제 8 차 개정에서는 계열사 간 순환적 상호출자에 의한 총수중심 지배·경영체계정산 및 독립·책임 경영 확립 목적을 이유로 다시 출자총액제한제도를 재도입하였다(제 8 차 개정, 1999. 12. 28). 상위 10대 기업집단의 대규모 내부거래 이사회 의결·공시를 의무화하였다.

2002년 제 10 차 개정에서는 외환위기 이후 기업환경의 변화로 재벌 규제에 대한 반론이 제기되어 대규모 기업집단 지정제도를 자산순위에 의거한 일률적 지정제도에서 규제별 지정방식으로 전환했다. 규제별 지정방식은 기업집단 소속회사의 자산총액합계가 5조원이상인 “출자총액 제한 기업집단”과 기업집단 소속회사의 자산총액합계가 2조원이상인 “상호출자제한 기업집단”으로 구분된다.

출자총액제한제도는 재벌에 의한 경제력 집중과 이로 인한 시장경쟁 저해 등의 부작용 방지를 위해 도입하였으며, 기업의 자금으로 다른 기업의 주식을 매입하여 보유할 수 있는 총액을 제한하는 제도이다. 정부가 출자총액 제한을 하는 것은 재벌그룹들이 기존 기업의 자금으로 또 다른 기업을 손쉽게 설립하거나 혹은 타사를 인수함으로써 기존업체의 재무구조를 악화시키고 문어발식으로 기업을 확장하는 것을 방지하기 위해서이다.

공정거래법 제10조는 출자총액제한 기업집단에 속하는 회사가 소유하고 있는 다른 회사 주식의 장부가액 합계액(출자총액)이 자기회사 순자산액의 25%를 넘어서는 안 된다고 명시하고 있다. 이에 따라 현재 자산 규모 5조원 이상(2002년 기준) 기업집단 소속 계열사는 순자산의 25%를 초과해 다른 회사에 출자하지 못하며, 한도초과 지분에 대해서는 의결권 제한 명령이 내려지고, 해당 기업은 명령을 받은 지 10일 이내에 의결권

제한대상 주식을 결정해 공정위에 통보해야 한다. 단, 재무구조 건실화를 유도하기 위해 결합재무제표상 부채비율이 100% 미만인 기업집단은 출자총액제한대상 기업집단에서 제외된다.

상호출자제한 제도는 기업집단 소속 계열회사가 서로 주식을 취득 또는 소유하는 것을 금지하는 제도이다. 상호출자란 회사 간 주식을 서로 투자하고 상대회사의 주식을 상호 보유하는 것을 말하며, 상호출자제한 기업집단은 특정 기업집단에 속하는 국내회사들의 자산총액의 합계액이 2조 원 이상인 기업집단을 뜻한다(2002년 기준). 상호출자는 자본충실의 원칙을 저해하고 가공의결권을 형성하여 지배권을 왜곡하는 등 기업의 건전성과 책임성을 해치는 출자형태이다. 그러므로 이 제도는 건전한 자본주의 시장경제의 전제가 되는 준칙의 성격을 지닌다.

2004년에는 참여정부의 출범과 함께 재벌문제를 지배주주의 과도한 지배권으로 파악하고 이에 따라 소유지배구조 왜곡문제가 강조됐다. 일정한 내부감시 및 견제장치를 갖춘 회사, 소유·지배 괴리가 작은 기업집단, 지주회사와 그 자회사 및 손자회사, 계열사 5개 이하 및 3단계 미만 출자 등 과도한 지배력의 문제가 없거나 완화·해소된다고 판단되는 경우 출자총액제한 규정의 준입이 가능한 네 가지 제도(소유지배괴리도/의결권승수 요건, 단순출자구조 요건, 지주회사 소속 요건, 지배구조 모범기업 요건을 충족한 내부견제시스템이 잘 갖춰진 회사)를 도입했다.

공정거래위원회가 상호출자제한 기업집단에 소속회사의 일반현황, 지배구조현황, 상호출자제한 기업집단 소속회사 간 또는 상호출자제한 기업집단 소속회사와 특수관계인 간 출자·채무보증·거래관계 등에 관한 정보공개 등 기업활동에 대한 사후규제 및 시장에 의한 자율감시 기능을 보완했다.

〈표 2-1〉 공정거래법에 의한 대규모 기업집단 규제⁵⁾

구분	대규모 기업집단 규제
제1차 개정 (1986. 12. 31)	-지주회사설립 금지 -대규모 기업집단 지정제도 도입 • 상호출자금지 • 출자총액제한: 순자산의 40% • 금융·보험사의 계열사 주식의 의결권행사 금지
제2차 개정 (1990. 1. 13)	-상호출자금지 대상 확대: 금융·보험사 포함 -금융·보험사에 대해 시장 지배적 지위남용 금지, 기업결합 제한, 출자총액제한, 재판매가격유지 제한 등 적용 배제
제3차 개정 (1992. 12. 8)	-채무보증제한 도입: 자기자본의 200% -금융·보험사의 의결권 행사 금지에 대한 예외인정: 금융·보험업 영위 또는 보험자산의 효율적 운용·관리를 위해 관계법령에 의한 승인 등을 얻어 주식을 취득·소유하는 경우
제4차 개정 (1994. 12. 22)	-출자총액제한제도 개정 • 출자총액한도 하향조정: 순자산 40% → 25% • 소유분산우량회사에 대한 적용 배제
제5차 개정 (1996. 12. 30)	-채무보증한도 축소: 자기자본의 200% → 100% -부당내부거래 규제대상 확대 • 부당 자금·자산·인력지원을 불공정거래행위 유형으로 추가
제6차 개정 (1998. 2. 24)	-출자총액제한제도 폐지 -신규 채무보증금지 및 기존 채무보증 해소 의무화
제7차 개정 (1999. 2. 5)	-지주회사 설립·전환의 제한적 허용
제8차 개정 (1999. 12. 28)	-출자총액제한 재도입: 순자산의 25% -10대 기업집단의 대규모 내부거래 이사회 의결·공시 의무화
제9차 개정 (2001. 1. 16)	-지주회사 설립요건 완화 -대규모 내부거래 이사회 의결·공시 의무 대상 확대: 10대 → 30대 기업집단

5) (2006), 『 “ ”

〈표 2-1〉 공정거래법에 의한 대규모 기업집단 규제(계속)

구분	대규모 기업집단 규제
제10차 개정 (2002. 1. 26)	-대규모 기업집단 지정제도 변경 • 상호출자·채무보증제한 기업집단: 자산총액 2조원 이상 • 출자총액제한 기업집단: 자산총액 5조원 이상 -상호출자제한 기업집단 금융·보험사의 의결권제한의 예외 인정 확대 • 계열사 주총에서 임원선임·해임, 정관변경, 합병·영업양도 등을 결의하는 경우(특수관계인 보유주식을 합하여 발행주식총수 30%)
제11차 개정 (2004. 12. 31)	-출자총액제한 기업집단 지정기준 상향조정: 자산총액 5조원 → 6조원 -출자총액제한제도의 네 가지 졸업제도 도입: 내부건제시스템을 잘 갖춘 기업, 계열회사 수가 적고 소유구조가 단순한 기업집단, 소유와 지배 간 괴리가 작은 기업집단, 지주회사에 소속된 회사 -상호출자제한 기업집단 소속 금융·보험사의 의결권행사 한도 축소: 발행주식총수의 30% → 15%
제12차 개정 (2007. 12. 31)	-출자총액제한 기업집단 지정기준 상향조정: 자산총액 6조 → 10조원 -출자총액제한도 상향조정: 순자산 25% → 40% -지주회사의 부채비율 상향조정: 100% → 200% -지주회사의 자회사 및 손자회사에 대한 주식보유기준 완화: 50% → 40%
제13차 개정 (2009. 3. 25)	-출자총액제한제도 폐지 -기업집단 공시제도 도입: 시장감시기능 강화를 위한 인프라 구축 • 기업집단 공시제도: 상호출자제한기업집단(자산총액 5조원 이상) 소속 회사가 스스로 기업집단의 일반현황, 주식소유현황, 특수관계인과의 거래현황 등을 공시하는 제도

제 2 절 선행 연구

경영전략을 연구하는 학자들의 공통된 관심사는 “기업의 성과를 좌우하는 것이 무엇인가?” 하는 것이다. 이러한 관심사는 이론적 측면이나 실증적 측면에서 중요한 과제이다. Schmalensee(1985)와 Rumelt(1991)의 독창적인 연구이래로 여러 학자들이 여기에 참여해왔다(Roquebert et al, 1996; Brush and Bromiley, 1997; McGahan and Porter, 1997, 2002; Brush et al, 1999; Chang and Singh, 2000; Bowman and Helfat, 2001; Fukui and Ushijima, 2006; Misangyi et al, 2006; 장세진 · 홍재범 1999).

1990년대 초반까지 기업효과를 부인하며 기업수준의 전략이 사업부 성과에 영향이 미미하다고 주장하였다(Brush and Bromiley, 1997; McGahan and Porter, 1997; Fukui and Ushijima, 2006). 1990년 후반 이후 기업효과의 중요성이 논의되고 있으며, 기업수준의 전략이 사업부 성과에 영향이 미치는 것으로 파악된다(Roquebert et al, 1996; Brush et al, 1999; Chang and Singh, 2000; Bowman and Helfat, 2001; McGahan and Porter, 2002; Misangyi et al, 2006).

1. Schmalensee(1985)⁶⁾

경제학자인 Schmalensee(1985)는 FTC의 LOB(Line of Business) 1975년 기업 자료에서 제조업 분야의 다각화된 기업 1,775개를 대상으로 분석하였다. 기존의 연구들에서 사용된 회귀분석(Regression analysis)의 계수부호와 t통계량을 이용한 방법이 아닌 분산분석과 분산분해기법 중 하나인

6) Richard Schmalensee(1985), "Do market differ much?," The American Economic Review, Vol. 75, pp. 341-351.

고정효과모형(Fixed effects model)을 이용하여 분석하였으며, 개별사업부의 수익성은 총자산순이익률로 측정하였다.

먼저, 분산분석을 이용하여 기업본부효과, 시장점유율효과, 산업효과 등 3가지 요인을 순차적으로 투입하여 결정계수의 변화량으로 요인을 선별하였다. 분산분석 결과, 기업본부효과는 유의하지 않았으며, 유의하게 나타난 시장점유율효과, 산업효과로 개별사업부의 수익성 분산을 고정효과모형으로 분산분해하였다. 그 결과, 시장점유율효과는 존재하지만 개별사업 수익성에 효과가 미미하게 나타났으며, 산업효과는 계열기업의 수익성에 최소 75%이상 기인한다고 주장하였다.

기업본부효과가 존재하지 않는 점은 Mueller(1983)의 연구에서 제시된 지속적인 기업 수준에 따른 수익성 차이는 개별사업이나 산업 수준에서의 차이성에 의해 나타나며, 상대적으로 기업 수준에서 안정적 행동 패턴에 기인한다는 점을 뒷받침하였다.

Schmalensee(1985)는 신경제학파에 기초하여 규모의 경제에 기초하지 않는 한, 계열기업의 수익성 차이는 일시적인 현상이라고 주장하였다. 산업의 수익성이 높게 나타나는 것은 그 산업에 참여한 기업들의 담합이나 높은 진입장벽에 의한 것으로 해석되며, 어느 기업이 가진 경쟁우위는 경쟁자의 모방에 의하여 쉽게 사라진다는 입장이다.

〈표 3-1〉 Schmalensee(1985)의 연구결과

변수	모집단		표본	
	추정치	비율	추정치	비율
산업	68.47	19.6%	67.91	19.5%
시장점유율	2.18	0.6%	2.18	0.6%
공분산	-2.18	-0.6%	-2.16	-0.6%
오차항	281.05	80.4%	281.05	80.5%
전체	349.52	100.0%	348.98	100.0%

2. Rumelt(1991)⁷⁾

전략경영의 Rumelt(1991)는 Schmalensee(1985)의 연구가 이전 연구에 비해 혁신적이고 기술적으로 정교해졌지만 1개년(1975년) 자료만을 근거하였다는 점을 지적하고, FTC의 LOB 자료를 4개년(1974-1977년)으로 확장하여 분석하였다. Rumelt(1991)는 Schmalensee(1985)의 연구에서 사용된 시장점유율효과 대신 개별사업부효과를 도입하였으며, 기업본부효과와 산업효과 외에 연도효과를 추가하여 Schmalensee(1985)의 연구를 재검증하였다.

Rumelt(1991)는 개별사업부의 수익성을 알아보기 위해 분산분해기법인 무작위효과모형(Random effects model)을 활용하였다. 사업부효과는 기업효과와 산업효과 안에 Nested된 형태로 인식(Specification)하였다. 즉, 기업과 산업의 교차항을 사업부로 정의하였다. 분석결과, 산업효과는 4.0%(표본 B 기준)로 Schmalensee(1985)의 연구결과보다는 작지만 안정되게 나타났으며, 기업효과는 1.6%로 개별사업부의 수익성에 미치는 영향이 미미한 것으로 나타났다. 사업부효과는 44.2%로 개별사업부의 수익성에 가장 크게 나타난다고 제시하였다. Rumelt(1991)는 기업수준에서의 특성이나 기업이 속한 산업의 평균적 영향보다는 개별사업부수준에서의 특성이 기업의 수익성 원천에 가장 큰 영향을 미치는 것으로 파악하였다.

산업조직에서는 산업구조가 사업부의 수익성에 상당한 영향을 미친다는 시각을 가지고 있다. 전략경영에서는 산업구조가 사업부의 수익성에 상당한 영향을 주지만 이에 대응하는 사업부의 역량도 더욱 중요하고 다양한 산업에 참여하는 기업역량은 산업구조의 영향에서 벗어나게 기회가

7) Richard P. Rumelt(1991), "How much does industry matter?," Strategic Management Journal, Vol. 12, pp. 167-185.

될 수 있다는 시각을 가지고 있다. Schmalensee(1985)는 산업조직의 시각으로 개별사업의 수익성의 원천으로 산업을 중시한 반면, Rumelt(1991)는 전략경영의 시각으로 사업부를 중시하며, 기업 간에 효율성 차이가 존재한다고 주장하였다.

Lippman과 Rumelt(1982)는 기업 간에 효율성 차이는 존재하며 이는 불확실한 모방에 기인하며 경쟁자의 기술과 같은 경쟁우위의 원천은 쉽게 모방할 수 없다는 것으로 기업 간에 효율성 차이가 장기적으로 존재하여 이러한 차이는 수익성의 차이로 이루어진다는 것이다. Rumelt(1991)는 모방하기 어려운 기업 특유의 경영자원이 개별사업 단위 안에 존재하며 개별사업 단위의 수익성에 중요한 영향을 미친다고 주장하였다.

〈표 3-2〉 Rumelt(1991)의 연구결과

변수	표본A		표본B	
	추정치	비율	추정치	비율
기업	2.25	0.8%	6.74	1.6%
산업	23.26	8.3%	16.55	4.0%
사업부	129.63	46.4%	181.50	44.2%
산업*연도	21.92	7.8%	22.09	5.4%
오차	102.51	36.9%	184.06	44.8%
전체	279.56	100.0%	410.95	100.0%

3. Roquebert, Phillips와 Westfall(1996)⁸⁾

Roquebert, Phillips와 Westfall(1996)의 연구는 Schmalensee(1985)와 Rumelt(1991)가 사용했던 FTC의 단점을 지적하여 7개년(1985-1991년)의 COMPUSTAT 산업 자료를 활용하여 사업 순환 및 사업 순환과 산업 간

8) Jaime A. Roquebert, Robert L. Phillips and Peter A. Westfall(1996). "Market vs. management: What drives profitability?," *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 653-664.

의 교호작용 등을 통제하여 산업, 기업, 전략사업단위(SBU: Strategic Business Unit)효과로 개별사업부의 수익성을 분산분해하였다. 무작위효과모형을 이용하였으며, 최대우도추정법(MLE)을 통해 모수를 추정하였으며, 이전 연구와 달리 10개의 표본을 각각 분석한 후, 분석결과의 추정된 각 효과들의 평균 비율로 개별사업부의 수익성 원천을 설명하였다.

Rumelt(1991)의 연구결과와 일치하는 것으로 나타났지만, 개별사업부의 수익성에 산업효과는 10%의 영향력을 가지며, 기업효과는 18%를 차지하여 상당히 큰 기업효과를 발견했으며, 사업부효과는 37%로 나타나 개별사업의 수익성에 사업부효과가 가장 높다고 주장하였다.

〈표 3-3〉 Roquebert 외 2명(1996)의 연구결과

변수	Schmalensee	Rumelt's B	Roquebert
산업	19.5%	4.0%	10.2%
기업	n.a.	1.6%	17.9%
사업부	n.a.	44.2%	37.1%
산업*연도	n.a.	5.4%	2.3%
오차항	79.9%	44.8%	32.0%
전체	99.4%	100.0%	99.5%

4. McGahan와 Porter(1997)⁹⁾

McGahan와 Porter(1997)는 COMPUSTAT 14개년(1981-1994년)의 기업 자료를 사용하여 이전 연구와 달리 복잡한 시계열 효과를 포함시켰으며, 비제조업도 포함시켜 이전 연구와 차이를 두었다. 분석기법은 분산분해 기법과 계층적 분산분석(Nested ANOVA)을 사용하여 개별사업부의 수익성을 분산분해하였다.

9) Anita M. MaGahan and Michael E. Porter(1997), "How much does industry matter, really?," *Strategic Management Journal*, Vol. 18, pp. 15-30.

무작위효과모형으로 분산분해한 결과, 수익성의 전체 분산에서 산업 효과는 19%, 모기업효과 4%, 특수사업부효과 32%, 연도효과는 2%로 설명하고 있다. 계층적 분산분석으로 분산분해했을 때 산업효과보다 작은 기업효과를 발견하였으며, Rumelt(1991)보다는 상대적으로 기업효과가 크다. 제조업 기업을 대상으로 분산분해한 결과, 산업효과는 11%, 기업효과는 0%로 개별사업부의 수익성에 영향이 없으며, 특수사업부효과는 36%로 가장 높게 나타났다.

McGahan와 Porter(1997)의 연구는 경제학 분야에서도 기업의 수익성에 대한 각 효과들이 중요시 되었다. 먼저, 산업효과는 제조업의 수익성 분산의 작은 부분을 설명하고 있지만, 제조업 외에 엔터테인먼트업, 서비스업, 도소매업, 무역업, 운송업 부문에서는 전체 분산에 큰 비중을 차지하며, 제조업을 포함한 모든 업종에 걸쳐 모기업효과와 산업효과 간의 공분산이 음수로 나타남을 발견하였다(McGahan, 25 Table 3.). 산업, 모기업, 특수사업부 효과는 세부적인 분석에서 더욱 복잡한 방법으로 관련되어 있다고 주장했다.

〈표 3-4〉 McGahan와 Porter(1997)의 연구결과

변수	Schmalensee	Rumelt's B	MaGahan	
			All	제조업
산업	19.5%	4.0%	18.7%	10.8%
기업	n.a.	1.6%	4.3%	0.0%
특수사업부	n.a.	44.2%	31.7%	35.5%
연도	n.a.	n.a.	2.4%	2.3%
산업*연도	n.a.	5.4%	n.a.	n.a.
오차항	79.9%	44.8%	48.4%	53.7%
전체	99.4%	100.0%		

5. Brush와 Bromiley(1997)¹⁰⁾

Brush와 Bromiley(1997)의 연구는 Rumelt(1991)의 연구를 기반으로 개별사업의 수익성에 영향을 미치는 주된 요인인 기업효과와 사업부효과에 대한 상대적 크기를 검정하였다. 분석결과, Rumelt(1991)의 연구결과와 대부분 일치하며, 기업효과는 사업부 수익성의 분산에 거의 영향을 주지 못하는 점을 발견하고 이를 해결하기 위해 분산분해기법에 Monte Carlo 시뮬레이션을 적용하여 분산성분(Variance component)의 관계를 규명하였으며, 분산성분이 비선형화 되는 것을 증명하였다.

Rumelt(1991)의 연구에서 제시된 기업효과가 개별사업부의 수익성을 위한 기업전략의 공헌으로써 가능한지에 대한 의문점을 제시하였으며, 작게 나타난 기업효과에 대한 문제와 기업전략의 미미함을 입증해주지 못한다는 난제를 제시하였다.

6. Brush, Bromiley, Hendrickx(1999)¹¹⁾

Brush와 2명(1999)의 연구는 이전 연구에서 사용된 분산분석과 분산분해기법의 문제점을 지적하고 대안적 모형으로 연립방정식 모형(SEM: Simultaneous Equation Model)을 이용하여 COMPUSTAT 산업 자료에서 금융업을 제외한 10개년(1986-1995년) 자료를 분석하였다.

Schmalensee(1985)와 Rumelt(1991)의 연구에서 개별사업부의 수익성에

10) Thomas H. Brush and Philip Bromiley(1997), "What does a small corporate effect mean? a variance components simulation of corporate and business effect," *Strategic Management Journal*, Vol. 18, pp. 825-835.

11) Thomas H. Brush, Philip Bromiley and Margaretha Hendrickx(1999), "The relative influence of industry and corporation on business segment performance: an alternative estimate," *Strategic Management Journal*, Vol. 20, pp. 519-547.

기업효과는 존재하지 않거나 미미한 것으로 측정되었다. Brush 외 2명(1999)의 연구는 “기업효과는 개별사업부의 수익성에 영향을 미친다.”, “산업효과는 개별사업부의 수익성에 영향을 미친다.”는 2가지 가설로 수익성을 분산분해하였다. 그 결과, 기업효과와 산업효과 모두 개별사업부의 수익성에 영향을 주며, 기업효과가 산업효과에 비해 1.7배 더 큰 영향을 미치는 것을 발견했다.

7. Chang과 Singh(2000)¹²⁾

Chang과 Singh(2000)은 시장점유율을 개별사업부의 성과로 측정하고 산업의 정의를 달리 하였다. Trinet에서 5개년 시장점유율(1981, 1983, 1985, 1987, 1989년)을 EIS에서 기업 자료를 이용하여 무작위모형효과로 개별사업부의 성과를 분산분해하였다. 그 결과, 전체 기업을 대상으로 살펴봤을 때, 산업효과는 17.5%, 기업효과는 11.0%, 개별사업부효과는 48.7%로 나타났으며, Rumelt(1991)의 결과와 다르게 개별사업부의 성과에 기업효과가 영향을 준다고 나타났다.

기업의 규모에 따라 산업효과는 대기업일 때 19.3%, 중기업 40.6%, 소기업 54.2%로 기업의 규모가 작을수록 시장점유율에 산업효과가 높게 나타났다. 기업의 규모에 따라 기업효과는 대기업일 때 9.5%, 중기업 27.3%, 소기업 15.8%로 중기업일 때 시장점유율에 대한 기업효과가 가장 높게 나타났다. 개별사업부효과는 대기업일 때 47.6%, 중기업 8.8%, 소기업 8.9%로 대기업일 때 개별사업부 효과가 가장 높게 나타났다.

산업효과, 사업부효과 그리고 기업효과의 상대적인 영향력이 산업수

12) Sea-jin Chang and Harbir Singh(2000), "Corporate and industry effects on business unit competitive position," Strategic Management Journal, Vol. 21, pp. 739-752.

준, 기업집단 규모, 기업집단의 다각화 정도에 영향을 미친다고 제시하였다.

〈표 3-5〉 Chang과 Singh(2000)의 연구결과

변수	Sample B (전체)	Firm Size		
		Large	Medium	Small
산업	17.5%	19.3%	40.6%	54.2%
기업	11.0%	9.5%	27.3%	15.8%
사업부	48.7%	47.6%	8.8%	8.9%
연도	0.3%	0.4%	0.3%	0.1%
오차항	22.5%	23.2%	23.1%	21.1%
전체	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

8. Bowman과 Helfat(2001)¹³⁾

Bowman과 Helfat(2001)의 연구는 이전 연구에서 사용된 분산분석과 분산분해기법으로 발견된 산업효과, 기업효과, 개별사업부효과와 상대적인 효과의 크기로 기업전략의 중요성을 설명하기 어렵다고 지적하였다. 분산분석과 분산분해기법 모두 각 효과의 크기를 더미변수를 사용하기 때문에 추정치들은 각 집단효과와 상한값을 나타내려는 경향이 있어 기업전략에 관계없는 부분을 주로 반영하는 점을 지적했다.

Rumelt(1991)가 주장한 기업효과가 계열기업의 수익성에 미미한 영향을 준다는 점을 반박하고 있다. 먼저 표본에 단일사업에 투자한 기업을 포함시킴으로서 다각화된 기업에 있어서의 기업효과를 막아버리는 결과를 낳았으며, 둘째 산업 및 사업부를 폭넓게 정의한 것이 결과적으로 기업효과를 낮추는 결과를 초래하였다. 마지막으로 기업효과와 산업효과

13) Edward H. Bowman and Constance E. Helfat(2001), "Does corporate strategy matter?," Strategic Management Journal, Vol. 22, pp. 1-23.

간의 상호작용이나 공분산을 파악하지 않음으로 계열기업의 수익성에 대한 기업전략의 영향을 충분히 고려하지 못했다는 한계를 제시하였다.

Bowman과 Helfat(2001)의 연구는 분산분해 연구들이 부정확한 것을 입증하면서 기업의 조직수준은 수익성차이에 공헌한다는 사실 뿐만 아니라 기업효과는 특히 기업전략에 관련된다고 주장하였다.

9. MaGahan과 Porter(2002)¹⁴⁾

MaGahan과 Porter(2002)의 연구는 이전 연구에서 개별사업부의 수익성 원천을 파악한 분산분석과 분산분해기법의 문제점을 제기하여 대안적인 분석기법으로 Simultaneous ANOVA를 활용하여 COMPUSTAT의 14개년(1981-1994년) 기업 자료에 대해 개별사업부의 수익성 원천을 살펴봤다.

각 효과를 단계별로 추가했을 때 결정계수 증가량은 각 효과의 크기로 봤으며, 수정된 전체모형에서 산업을 제조업으로 국한했을 때 산업효과는 7.6%, 기업효과는 10.8%, 개별사업부효과는 35.1%로 나타났다. 산업을 전체 업종으로 봤을 때 산업효과는 10.3%, 기업효과 11.6%, 개별사업부효과는 36.0%로 나타났으며, 개별사업부의 수익성에 개별사업부효과의 영향이 가장 크며, 기업효과도 높다고 제시하였다.

분산분해기법을 통한 추정은 변동성의 문제가 있으며, 분산분석을 통한 추정은 각 효과들이 모형에 들어가는 순서에 따라 결과에 큰 영향을 미쳐 효과들의 크기를 나타내기 어렵다는 단점을 제시하였다. 또한 각 효과들 간에 독립성을 가정하고 있지만, 산업효과와 기업효과 간의 강한

14) Anita M. McGahan and Michael E. Porter(2002), "What do we know about variance in accounting profitability?" Management Science, Vol. 48, pp. 834-851.

공분산이 존재하고 이를 고려할 수 없다.

MaGahan과 Porter(2002)는 Simultaneous ANOVA를 적용하여 이러한 한계를 극복하려 하였지만 구조적인 관계를 설명할 수 없다는 한계가 존재한다.

〈표 3-6〉 McGahan과 Poter(2002)의 연구결과

변수	모형		표준화 모형		표준화 전체모형	
	제조업	All	제조업	All	제조업	All
산업	7.1%	9.6%	6.9%	9.2%	7.6%	10.3%
기업	12.0%	12.0%	11.0%	11.7%	10.8%	11.6%
사업부	35.2%	37.7%	38.7%	39.3%	35.1%	36.0%
연도	1.1%	0.8%	0.7%	0.4%	0.6%	0.4%
오차항	44.6%	39.9%	42.8%	39.4%	45.9%	41.7%
전체	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

10. Chang과 Hong(2002)¹⁵⁾

Chang과 Hong(2002)의 연구는 장세진·홍재범(1999)의 연구를 확장하여 무작위효과모형 대신 혼합모형(Mixed model)을 이용하여 한국신용평가(주)의 데이터베이스의 12개년(1985-1996년) 자료에 포함된 366개 기업집단에 소속된 1,657개의 계열기업을 대상으로 계열기업의 수익성을 분산분해하였다.

Chang과 Hong(2002)의 연구는 투자자본순이익률을 계열기업의 수익성으로 측정하였으며, 기간(1985-1990년, 1991-1996년)과 30대 기업집단 여부를 고정효과로 지정하고 산업효과, 기업집단효과, 계열기업효과, 연도효과, 연도·산업효과를 무작위효과로 지정하여 계열기업의 수익성을

15) Sea-jin Chang and Jae-bum Hong(2002), "How Much Does The Business Group Matter IN KOREA?," Strategic Management Journal, Vol. 23, pp. 265-274.

분산분해한 결과, 전체기업일 때, 무작위효과모형은 산업효과 7.6%, 기업집단효과는 9.4%, 계열기업효과 20.8%가 계열기업의 수익성에 영향을 미치며, 혼합모형은 산업효과 7.6%, 기업집단효과는 9.0%, 계열기업효과 21.4%로 나타났으며, 기업집단효과가 각각 9.4%, 9.0%로 기업수준의 전략이 계열기업의 수익성에 영향을 미친다고 제시했다.

30대 기업집단일 때, 무작위효과모형은 산업효과 17.1%, 기업집단효과는 2.0%, 계열기업효과 23.7%가 계열기업의 수익성에 영향을 미치며, 혼합모형은 산업효과 17.2%, 기업집단효과는 2.0%, 계열기업효과 22.7%로 나타났다.

전체 기업의 계열기업 수익성을 분산분해시 상당한 기업집단효과가 있다고 제시하며, 30대 대규모 기업집단만의 계열기업 수익성을 분산분해시 기업집단효과가 미미한 게 나타난 것은 정부의 대규모 기업집단 억제 정책과 경제력 억제 등으로 인해 낮다고 주장하였다.

〈표 3-7〉 Chang and Hong(2002)의 연구결과

변수	전체		30대 기업집단	
	Random	Mixed	Random	Mixed
산업	7.6%	7.6%	17.1%	17.2%
기업집단	9.4%	9.0%	2.0%	2.0%
계열기업	20.8%	21.4%	23.7%	22.7%
연도	2.5%	0.7%	0.6%	0.4%
산업*연도	4.4%	4.5%	4.8%	4.8%
오차항	55.3%	56.7%	52.9%	53.0%
전체	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

11. Fukui와 Ushijima(2006)¹⁶⁾

Fukui와 Ushijima(2006)의 연구는 Rumelt(1991)의 연구를 일본기업에 적용한 연구이다. 일본 Nikkei의 6개년(1998-2003년) 제조업 자료를 활용하여 산업효과, 기업효과, 사업부효과, 연도효과 등으로 개별사업의 수익성을 무작위효과모형으로 분산분해하였다.

분석결과, 산업효과는 3%, 기업효과 7.1%, 사업부효과 51.2%, 연도효과 1.3%로 사업부효과가 개별사업의 수익성에 가장 영향이 미친다고 주장하였다. 미국 기업을 대상으로 Rumelt(1991)의 연구와 비슷한 결과도 도출되었지만, 기업효과가 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 비제조업을 포함했을 때, 산업효과는 4.8%, 기업효과 5.3%, 사업부효과 52.2%, 연도효과 0.6%로 기업효과는 제조업에 국한되어 분석했을 때보다 개별사업부의 수익성에 영향이 작으며, 사업부효과가 가장 높았다. 개별사업부의 수익성에 사업부효과가 중요하다고 주장하였으며, 기업전략에 있어 사업부 자체의 전략이 필요하다고 제시했다.

〈표 3-8〉 Fukui와 Ushijima(2006)의 연구결과

변수	Fukui	Rumelt's B	MaGahan	
			All	제조업
산업	3.0%	4.0%	18.7%	10.8%
기업	7.1%	1.6%	4.3%	0.0%
사업부	51.2%	44.2%	31.7%	35.5%
연도	1.3%	n.a.	2.4%	2.3%
산업*연도	0.9%	5.4%	n.a.	n.a.
오차항	36.4%	44.8%	48.4%	53.7%
전체	100.0%	100.0%		

16) Yoshitaka Fukui and Tatsuo Ushijima(2006). "What drives the profitability of Japanese multi-divisional corporations?"

12. Misangyi, Elms, Greckhamer와 Lepine(2006)¹⁷⁾

Misangyi, Elms, Greckhamer와 Lepine(2006)의 연구는 COMPUSTAT의 16개년(1984-1999년) 기업 자료를 이용하여 대안적인 분석기법으로 다수준 접근법(Multilevel model)을 적용했다.

Misangyi 외 3명(2006)의 연구에서 적용된 다수준 접근법은 서로 다른 분석 수준의 정보를 포함하는 자료에 대해 각 수준의 분석을 통합적으로 수행하는 분석방법으로 기존 분석기법인 분산분석과 분산분해에 비해 세 가지의 장점을 가진다. 먼저, 분산분석은 효과들 사이에 독립성을 가정하고 있지만, McGahan과 Porter(2002)가 주장한 것처럼 산업과 기업효과 사이에 강한 공분산이 존재하고 이를 고려할 수 없다는 점을 다수준 접근법으로 정확한 추정모형을 구현할 수 있다. 둘째, 서로 다른 수준의 변수들 사이의 영향을 파악할 수 있다. 다수준 접근법은 개별 수준의 잔차와 집합체 수준의 잔차를 별도로 추정하기 때문에 표준오차를 부정확하게 하는 원인이 되지 않는다. 셋째, 서로 다른 수준에서 변량을 할당하여 변량을 나눌 수 있다는 장점을 가지며, 고정효과와 확률효과를 추정 가능하다.

선행연구결과와 비슷하게 산업효과가 7.6%, 기업효과가 7.2%로 계열 기업의 수익성에 상당히 중요하다는 사실을 확인했으며, 사업부효과가 36.6%로 기업의 수익성에 가장 중요한 것으로 나타났다. 뿐만 아니라 각 효과의 종류 내에서 특수한 전략요인의 조사가 어떻게 이루어지게 되는지 증명했다. 특수한 요인에 관련된 결과들 사이에서 산업 집중과 산업 진입의 자유성뿐만 아니라 모기업으로부터의 자원 환경 등이 성과에 영

17) Vilmos F. Misangyi, Heather Elms, Thomas Greckhamer and Jefferey A. Lepine(2006), "A new perspective on a fundamental debate: a multilevel approach to industry, corporate, and business unit effects," Strategic Management Journal, Vol. 27, pp. 571-590.

향을 준다는 사실을 확인했다. 이러한 발견은 조사자들이 기업의 성과를 평가할 때 산업과 기업환경 모두 고려해야 한다고 주장하였다.

〈표 3-9〉 Misangyi 외 3명(2006)의 연구결과

변수	Misangyi	Rumelt's B	McGahan (1997)	McGahan (2002)
산업	7.6%	10.3%	9.4%	9.6%
기업	7.2%	10.9%	9.1%	12.0%
사업부	36.6%	41.3%	35.1%	37.7%
연도	0.8%	0.1%	0.3%	0.8%
시계열	47.8%			
잔차		37.4%	46.1%	39.9%

13. 선행 연구 요약

Schmalensee(1985)는 FTC의 기업 자료를 이용하여 고정효과모형으로 분산분해한 결과, 산업효과는 계열기업의 수익성에 최소 75%이상 설명하며, 시장점유율효과는 존재하지만 개별사업 수익성 분산에 미미한 효과가 있다고 주장하였다. Rumelt(1991)는 Schmalensee(1985)의 연구를 4개년(1974-1977년)으로 확장하여 시장점유율효과 대신 개별사업요인을 도입하였으며, 기업효과와 산업효과 외에 사업부효과와 연도효과를 추가하여 무작위효과모형으로 분산분해하였다. 산업효과는 작지만 안정되게 나타났고 사업부효과는 각 효과들 중에 가장 크며, 기업효과는 미미하다고 제시하였다.

Roquebert, Phillips, Westfall(1996)의 연구에서는 7개년(1985-1991년)의 COMPUSTAT 기업 자료를 활용하여 분석하였다. Rumelt(1991)의 연구결과와 일치하며, 산업효과는 10%, 사업부효과는 37%로 나타나 개별사업의 수익성에 사업부효과가 가장 높으며, 개별사업부의 수익성 분산에 기

업효과는 18%를 차지하여 상당히 큰 기업효과를 발견하였다. Brush와 Bromiley(1997)는 기업효과는 사업부 수익성의 분산에 거의 영향을 주지 못한다는 것이다. 이를 위해 분산분해에 Monte Carlo 시뮬레이션을 적용하여 분산 요소의 관계를 규명하였다.

McGahan과 Porter(1997)는 COMPUSTAT의 14개년(1981-1994년)의 자료를 사용하여 복잡한 시계열 효과를 포함시켰으며, 무작위효과모형과 계층적 분산분석으로 분산분해하였다. 연도, 산업, 모기업 그리고 특수사업부효과는 전체 수익성의 분산에서 각각 2%, 19%, 4%, 32%를 설명되며, 계층적 분산분석으로 수익성 분산분해 시 산업효과보다 작은 기업효과를 발견했다. Brush, Bromiley, Hendrickx(1999)은 연립방정식모형을 이용하여 COMPUSTAT의 10개년(1986-1995년) 자료를 분석하였다. 기업효과와 산업효과 모두 사업부성과에 영향을 주며, 기업효과가 산업효과에 비해 1.7배 정도의 더 큰 영향을 가지고 있는 것을 발견했다.

Bowman과 Helfat(2001)의 연구는 기존의 연구에서 사용된 분산분해기법과 분산분석으로 추정된 산업효과, 기업효과 그리고 사업부효과에 대한 상대적 영향력의 추정치를 통한 기업전략의 중요성을 설명하기 어렵다고 지적하였다. Chang과 Singh(2002)은 기존 연구들에서 사용된 계열기업의 수익성을 시장점유율로 사용하였으며, 산업의 정의를 달리하여 분석하였다. 기업효과, 산업효과 그리고 사업부효과의 상대적인 영향력이 산업수준, 기업집단 규모, 기업집단 다각화 정도가 영향을 미친다고 제시하였다.

MaGahan과 Porter(2002)는 COMPUSTAT의 14개년(1981-1994년) 자료를 Simultaneous ANOVA로 분석하여 계열기업의 수익성을 살펴봤다. 전체 모형에서 산업을 제조업으로 국한했을 때 기업효과는 10.8%, 산업을 전체 업종으로 봤을 때 11.6%로 기업효과가 높게 나타났다.

Chang과 Hong(2002)의 연구는 한국 기업집단의 계열기업의 수익성을 분산분해하였다. 12개년(1985-1996년), 366개 기업집단에 소속된 1,657개의 계열기업을 대상으로 전체 기업을 분석했을 때, 기업집단효과가 산업효과보다 높으며, 30대 대규모 기업집단만을 대상으로 봤을 때는 정부의 대규모 기업집단의 경제력 억제 정책 등으로 인해 산업효과가 기업집단효과에 비해 높다.

Fukui와 Ushijima(2006)는 Rumelt(1991)의 연구를 일본기업에 적용한 연구이다. 일본 Nikkei의 6개년(1998-2003년) 제조업 자료를 활용하여 개별사업의 수익성을 분산분해한 결과, 사업부효과가 개별사업의 수익성에 가장 큰 영향을 주며, Rumelt(1991)의 연구에 비해 기업효과가 상대적으로 높다.

Misangyi, Elms, Greckhamer, Lepine(2006)의 연구는 COMPUSTAT의 16개년(1984-1999년) 기업 자료를 다수준 접근법(Multilevel model)으로 분산분해한 결과, 사업부효과가 36.6%로 기업의 수익성에 가장 중요하며, 특수한 요인에 관련된 결과들 사이에서 산업 집중과 산업 진입의 자유성뿐만 아니라 모기업으로부터의 자원 환경 등이 성과에 영향을 준다는 사실을 확인했다.

〈표 3-10〉 선행 연구 요약

연구	표본	연도	유형	종속변수	통계기법	효과
Schmalensee(1985)	FTC LOB	1975	제조업	ROA	ANOVA, Fixed effects model	산업(79.9), 사업부(19.5)
Rumelt(1991)	FTC LOB	1974-77	제조업	ROA	Nested ANOVA, Random effects model	산업(4.0), 산업·연도(5.4), 사업부(44.2), 기업(1.6)
Roquebert 외 2명(1996)	Compustat	1985-91	제조업	ROA	Random effects model	산업(10.2), 산업·연도(2.3), 기업(17.9), 사업부(37.1)
McGahan와 Porter(1997)	Compustat	1981-94	금융업 제외	ROA	Nested ANOVA, Random effects model	산업(9.4), 연도(0.3), 사업부(35.1), 기업(9.1)
Brush와 Bromiley(1997)	Simulated Data			ROA	Random effects model, Monte Carlo Simulation	Rumelt(1991)의 연구와 동일한 결과
Brush외 2명(1999)	Compustat	1986-95	금융업 제외	ROA	SEM	산업효과가 1로 봤을 때, 기업효과는 산업효과의 1.7배
Chang과 Singh(2000)	Trinet, EIS	1981-89 (홀수년도)	제조업	시장점유율	Random effects model	연도(0.3), 산업(17.5), 기업(11.0), 사업부(48.7)
MaGahan과 Porter(2002)	Compustat	1981-94	제조업	ROA	Simultaneous ANOVA	연도(0.8), 산업(9.6), 기업(12.0), 사업부(37.7)
Chang과 Hong(2002)	한국 신용평가	1985-96	금융업 제외	ROIC	Random effects model Mixed model	연도(0.7), 산업(7.6), 산업연도(4.5), 사업부(21.4) 기업집단(9.0)
Fukui와 Ushijima(2006)	Nikkei	1998-03	제조업	ROA	Random effects model	산업(3.0), 연도(1.3), 산업·연도(0.9), 기업(7.1), 사업부(51.2)
Misangyi 외 3명(2006)	Compustat	1984-99	금융업 제외	ROA	HLM	연도(0.8), 산업(7.6), 사업부(36.6) 기업(7.2), 시계열(36.6)

제 3 장 연구방법론

제 1 절 연구자료¹⁸⁾

본 연구는 외환위기 이전의 한국 기업집단의 계열사의 수익성 원천을 알아본 Chang과 Hong(2002)의 연구를 외환위기 이후인 2002년부터 2007년까지 확장한 연구이다. 본 연구에서 사용된 기업집단의 정의는 “동일인이 사실상 사업내용을 지배하는 회사의 집단”으로서 지분율 기준 또는 지배력 기준으로 기업집단의 범위, 즉 계열사여부를 판단한다. 또한 기업집단은 <공정거래법 제 2조 및 동시행령 3항>에 의거하여 “계열기업을 동일인과 특수관계인의 합이 당해 기업 발행주식의 30% 이상이면서 최대주주이거나 기타임원 임면 등 당해 기업의 경영에 대해 영향력을 미치는 경우”로 정의하였다.

연구 자료로 사용된 기업집단은 1987년부터 2002년까지는 공정거래위원회가 재벌들의 독점과 문어발식 기업 확장 등 경제력집중을 억제하기 위해 1987년부터 1992년까지는 자산총액이 4,000억원 이상인 기업집단을 대규모 기업집단으로 정의하여 운영하였다. 하지만 경제 규모의 확장과 물가상승에 따라 이 기준에 해당하는 대규모 기업집단의 수가 증가하는 문제점과 사회 일각에서 이런 현상을 “독점자본주의”의 심화로 오해하는 부작용이 발생함에 따라 1993년부터 2001년까지는 자산총액이 많은 순으로 30개 기업집단을 지정, 관리하는 “30대 기업집단 지정제도”를 운영했다. 여기서 30이라는 수는 이론적 근거를 갖는 것이 아니라 10진법의 관례에 따라 규제의 범위를 넓히려는 의도에서 임의로 규정한 것에

18)

(<http://www.ftc.go.kr/>)

불과하다(이규억, 2005).

2002년부터는 30대 기업집단 일괄지정제도가 폐지하고 규제대상을 기업집단을 행태별로 차등화하는 방식으로 변경하였다. 기업집단 소속회사의 자산총액합계가 5조원이상인 “출자총액제한 기업집단”으로 지정하여 출자총액제한, 상호출자금지, 채무보증금지 등을 규제를 적용했으며, 기업집단 소속회사의 자산총액합계가 2조원이상인 “상호출자제한 기업집단”으로 지정하여 상호출자금지 및 채무보증금지 등의 규제를 적용했다. 또한 공기업집단도 자산총액이 지정요건에 해당되면 대규모 기업집단으로 지정하도록 제도를 개편했다.

출자총액제한제도는 재벌에 의한 경제력 집중과 이로 인한 시장경쟁 저해 등의 부작용 방지를 위해 도입하였으며, 기업의 자금으로 다른 기업의 주식을 매입하여 보유할 수 있는 총액을 제한하는 제도이다. 정부가 출자총액 제한을 하는 것은 재벌그룹들이 기존 기업의 자금으로 또 다른 기업을 손쉽게 설립하거나 혹은 타사를 인수함으로써 기존업체의 재무구조를 악화시키고 문어발식으로 기업을 확장하는 것을 방지하기 위해서이다.

공정거래법 제10조는 출자총액제한 기업집단에 속하는 회사가 소유하고 있는 다른 회사 주식의 장부가액 합계액(출자총액)이 자기회사 순자산액의 25%를 넘어서는 안 된다고 명시하고 있다. 이에 따라 현재 자산 규모 5조원 이상(2002년 기준) 기업집단 소속 계열사는 순자산의 25%를 초과해 다른 회사에 출자하지 못하며, 한도초과 지분에 대해서는 의결권 제한 명령이 내려지고, 해당 기업은 명령을 받은 지 10일 이내에 의결권 제한대상 주식을 결정해 공정위에 통보해야 한다. 단, 재무구조 건실화를 유도하기 위해 결합재무제표상 부채비율이 100% 미만인 기업집단은 출자총액제한대상 기업집단에서 제외된다.

상호출자제한 제도는 기업집단 소속 계열회사가 서로 주식을 취득 또는 소유하는 것을 금지하는 제도이다. 상호출자란 회사 간 주식을 서로 투자하고 상대회사의 주식을 상호 보유하는 것을 말하며, 상호출자제한 기업집단은 특정 기업집단에 속하는 국내회사들의 자산총액의 합계액이 2조 원 이상인 기업집단을 뜻한다(2002년 기준). 상호출자는 자본충실의 원칙을 저해하고 가공의결권을 형성하여 지배권을 왜곡하는 등 기업의 건전성과 책임성을 해치는 출자형태이다. 그러므로 이 제도는 건전한 자본주의 시장경제의 전제가 되는 준칙의 성격을 지닌다.

2008년 7월 1일부터 상호출자제한 기업집단의 자산총액합계 기준도 5조원이상으로 상향조정하였으며, 2009년 3월 25일 출자총액제한제도의 폐지에 따라 현재는 자산총액 5조원이상인 “상호출자제한 기업집단”만 지정된다.

〈표 4-1〉 연도별 기업집단 정의

1987-1992년	1993-2001년	2002-2008년	2009년 이후
총자산 4,000억원 이상	자산총액 순위 30대 기업	총자산 5조원 이상인 출자총액제한기업집단 총자산 2조원 이상인 상호출자제한기업집단	총자산 5조원 이상인 상호출자제한기업집단

본 연구에서는 공정거래위원회에 대규모 기업집단으로 정의되고 공시된 기업집단 데이터베이스 중 2002년부터 2007년까지의 자료를 활용하였다. 2008년 이후의 기업집단은 제도의 변경과 기업집단의 정의가 달라 이질적인 형태가 나타날 수 있는 문제점이 있으며, 2008년 7월 1일부터 상호출자제한 기업집단의 자산총액합계 기준도 5조원이상으로 상향조정된 점과 금융위기에 의해 대규모 기업집단으로 지정된 기업집단이 감소하여 2008년도 자료는 제외하였으며, 분석에는 2002년부터 2007년까지 6

개년의 자료를 활용하였다. 또한 공기업과 자기자본잠식률이 50%가 넘는 계열기업을 제거하였다.

본 연구에서 2002년부터 2007년까지 60개의 기업집단과 이들 기업집단의 계열기업에 대한 자료가 있다. 본 연구에서 사용된 대규모 기업집단 현황과 출자총액제한 기업집단 및 상호출자제한 기업집단을 <표 4-2>에 정리하였다. 2002년의 기업집단은 33개, 2003년 41개, 2004년 44개, 2005년 47개, 2006년 51개, 2007년 54개로 지정되었으며, 2007년까지 지정된 대규모 기업집단의 현황은 증가하는 추세이다.

<표 4-2> 연도별 기업집단 현황

기업	연도					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CJ	○	○	○	○	◎	○
GS	X	X	X	○	◎	◎
KCC	○	○	○	○	○	○
KT	X	◎	◎	◎	○	○
LG	◎	◎	◎	◎	◎	◎
LS	X	X	◎	◎	○	○
OCI	X	X	X	X	X	X
SK	◎	◎	◎	◎	◎	◎
STX	X	X	X	○	○	○
교보생명	X	X	X	X	X	○
금호아시아나	◎	◎	○	○	○	○
농심	X	○	○	○	○	○
대림	○	○	○	○	◎	○
대상	X	○	X	X	X	X
대성	○	○	○	○	○	○
대우자동차	X	○	○	○	X	X
대우자동차판매	X	X	X	X	X	○
대우조선해양	X	○	○	○	○	○
대한전선	X	○	○	○	○	○
동국제강	○	○	○	○	○	○
동부	◎	◎	◎	◎	◎	○
동양	○	○	○	○	○	○
동양화학	○	○	○	○	○	○
동원	○	○	○	X	X	X

◎ : 출자총액제한 기업집단, ○ : 상호출자제한 기업집단

〈표 4-2〉 연도별 기업집단 현황(계속)

기업	년도					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
두산	◎	◎	◎	◎	◎	◎
롯데	○	○	○	○	◎	◎
문화방송	X	○	○	○	○	○
부영	○	○	○	○	○	○
삼보컴퓨터	X	○	X	X	X	X
삼성	◎	◎	◎	○	◎	◎
삼성테크코	X	X	X	X	X	X
삼양	X	X	○	○	○	○
세아	X	X	○	○	○	○
신세계	○	○	◎	○	○	○
쌍용	X	X	X	X	X	X
쌍용양회	X	X	X	X	○	○
에쓰오일	X	X	X	X	X	X
영풍	○	○	○	○	○	○
오리온	X	X	X	X	X	○
웅진	X	X	X	X	X	X
이랜드	X	X	X	○	○	○
중앙일보	X	X	X	X	○	X
코오롱	○	○	○	○	○	○
태광산업	○	○	○	○	○	○
태영	X	X	X	X	○	○
태평양	X	X	X	X	X	○
포스코	○	○	○	○	○	○
하나로텔레콤	○	○	○	○	○	○
하이닉스	X	X	X	X	○	○
하이트맥주	X	○	○	○	◎	○
한국GM	X	X	○	○	○	○
한국타이어	○	○	○	○	○	○
한국투자금융	X	X	X	X	X	X
한솔	○	○	○	○	○	○
한진	◎	◎	◎	○	○	◎
한진중공업	X	X	X	X	○	○
한화	◎	◎	◎	◎	◎	◎
현대	◎	◎	◎	◎	◎	○
현대건설	X	X	X	X	X	○
현대백화점	○	○	○	○	○	○
현대산업개발	○	○	○	○	○	○
현대오일뱅크	◎	X	X	○	○	○
현대자동차	◎	◎	◎	◎	◎	◎
현대중공업	◎	◎	◎	○	○	◎
효성	○	○	○	○	○	○
합계(출자제한 집단)	33(13)	41(13)	44(15)	47(10)	51(14)	54(11)

본 연구에서 사용된 자료는 2002년에서 2007년까지 60개의 대규모 기업집단과 60가지의 산업에 귀속된 708개의 계열기업을 대상으로 <표 4-3>에 정리했다. 전체 계열기업의 수익성은 총자산순이익률 기준으로 3.85%로 나타났다. 또한 출자총액제한 기업집단의 수익성은 3.85%, 상호출자제한 기업집단의 수익성은 3.64%로 나타났다.

<표 4-3> 대규모 기업집단 기초통계량

구분	변수	년도					
		2002	2003	2004	2005	2006	2007
전체 (n=4,201)	산업수준	54	54	53	51	51	51
	기업집단수준	33	41	44	47	51	54
	계열기업수준	501	612	634	728	827	906
	평균계열기업	15.2	14.9	14.4	15.5	16.2	16.8
	ROA	2.63	3.20	3.60	3.86	4.21	4.11
출자총액제한 (n=1,707)	산업수준	38	38	41	37	45	44
	기업집단수준	13	13	15	10	14	11
	계열기업수준	242	270	294	194	376	335
	평균계열기업	18.6	20.8	19.6	19.4	26.9	30.5
	ROA	2.37	3.19	3.51	4.13	4.12	4.88
상호출자제한 (n=2,494)	산업수준	48	49	48	51	49	49
	기업집단수준	20	28	29	37	37	43
	계열기업수준	259	342	340	534	451	571
	평균계열기업	13.0	12.2	11.7	14.4	12.2	13.3
	ROA	2.88	3.21	3.67	3.76	4.29	3.66

제 2 절 변수설정

종속변수인 계열기업의 수익성은 이전 연구에서 사용된 총자산순이익률로 측정하였다(Schmalensee, 1985; Rumelt, 1991; Roquebert et al, 1996; McGahan and Porter, 1997, 2002; Brush and Bromiley, 1997; Brush et al, 1999; Fukui and Ushijima, 2006; Misangyi et al, 2006). 총자산순이익률은 기업의 총자산에서 당기순이익을 얼마나 올렸는지를 가늠하는 지

표로, 기업의 일정기간 순이익을 자산총액으로 나누어 계산한 수치로 특정 기업이 자산을 얼마나 효율적으로 운용했는지를 파악할 있다.

산업효과는 공정거래위원회의 데이터베이스에서 제시하고 있는 중분류로 산업을 정의하고, 기업효과는 기업집단으로 정의하였으며, 계열기업효과는 기업집단 코드와 그 계열사에 부과된 하나의 산업코드를 결합한 것으로 정의하였다.

제 3 절 연구모형

본 연구에서는 이전 연구에서 이용된 분산분해기법인 무작위효과모형과 혼합모형을 활용하여 한국 대규모 기업집단의 계열기업의 수익성 원천을 파악하고자 한다. 분산분해모형(Variance decomposition model)은 종속변수의 분산을 분해하여 그 원천을 밝히는 방법론이다. 분산분석은 등분산을 가정하고 집단 간의 차이를 분석하는 기법에 반해 분산분해기법은 집단을 통해 분산 차이를 분석하는 방법이다. 분산분해모형은 독립변수들을 지정하는 방법에 따라 고정효과모형과 무작위효과모형, 혼합모형으로 구분된다.

분산분해기법의 모태가 되는 분산분석은 주어진 자료에서 관측된 변동량을 분산개념으로 파악한 다음, 몇 개의 요인수준(Factor level)으로 분해하여 관측치의 분산이 어떠한 요인에 의해서 설명되는지를 분석하는 방법이다. 표본 전체로서의 총변동량을 요인에 의해 기인하는 부분(요인변동)과 그렇지 않는 부분(잔차변동)으로 구분하여 비교함으로써, 각 요인의 영향력 유무에 관해 판정하는 방법이다. 분산분석의 기본 모형은 다음 <수식 1>과 같다

$$Y_{ijk} = \mu + A_i + B_j + (AB)_{ij} + \varepsilon_{ijk} \text{-----} \langle \text{수식 1} \rangle$$

위의 수식에서 μ 는 평균 반응값이며 상수이다. A_i, B_j 는 요인, $(AB)_{ij}$ 는 교호작용이며, ε_{ijk} 는 잔차이고 정규분포이며 서로 독립을 가정한다. 또한 분산분석의 가정을 살펴보면 집단 간에 서로 독립이어야 하며, 표본의 평균 분포가 정규분포를 따라야 한다. 마지막으로 집단들은 같은 분산을 가져야 한다. <수식 1>에서 요인들의 수준들을 정할 때 관심의 대상이 되는 수준들만 취급하면 이러한 요인들을 고정요인(Fixed factor) 또는 모수요인이라 부르고 관련된 모형을 고정효과모형이라 하며, 흔히 아는 분산분석이다. A_i, B_j 는 고정요인이며, 미지의 상수이다.

요인 몇 개만을 선택하여 분석할 경우 고정요인을 제외한 확률변수적 요인을 확률요인(Random factor) 또는 변량요인이라 하며, 확률요인으로만 분석한 모형은 무작위효과모형이라 한다. <수식 1>에서 A_i, B_j 는 확률요인으로 $A_i \sim N(0, \sigma_A^2)$, $B_j \sim N(0, \sigma_B^2)$, 교호작용은 $(AB)_{ij} \sim N(0, \sigma_{A \times B}^2)$ 의 가정을 따른다. 몇 개의 요인은 확률요인이고 나머지는 고정요인일 때를 혼합모형이라 부른다.

1. 고정효과모형

고정효과모형은 분산분석으로 알려진 것으로 독립변수의 수준이 정해져 있고 각 수준이 의미를 가지고 있는 경우, 예를 들어 사회과학에서는 성별, 자연과학에서는 온도, 압력 같은 것들만으로 종속변수의 분산을 분해하는 모형이다. 고정효과모형은 독립변수의 개별효과 간의 공분산이 존재하여 변수를 통한 설명력이 큰 장점을 가지지만, 투입되는 개별효과

의 계산되는 순서에 따라 민감하게 분산의 추정치가 달라지는 단점을 가지고 있다.

2. 무작위효과모형

무작위효과모형은 고정효과모형과 달리 독립변수의 수준이 정해져 있지 않아 각 수준을 확률적으로 추정할 경우 종속변수의 분산을 분해하는 모형이다. 무작위효과모형은 요인들 간의 선형함수에는 관심이 없고 효과에 관련된 분산에 관심이 있는데 이러한 분산을 분산성분이라 한다. 각 요인들의 효과들을 검정하기 위기 위한 검정통계량을 알기 위해 기대평균제곱(EMS)을 이용하게 된다.

무작위효과모형의 장점은 표본이 모집단으로부터 무작위로 추출된 것으로 가정하고 있어 의미해석을 일반화할 수 있다는 점이다. 그러나 무작위모형의 한계는 개별효과 간의 상관관계가 없는 것으로 가정한다는 것이다. 즉, 기업이 선택하여 참여하고 있는 산업과 기업 간에 공분산이 0이라는 것이며 개별기업의 사업구성은 무한한 사업들에서 무작위로 추출된 것이다. 이러한 가정은 기업들이 사업포트폴리오를 구성하는 체계적인 논리가 존재한다는 경영전략의 개념과는 다소 상반되는 제한적인 가정이다.

3. 연구모형

본 연구에서는 이전 연구에서 활용되어진 분산분해기법인 무작위효과모형과 혼합모형을 활용하여 계열기업의 수익성 원천을 파악하고자 한다 (Rumelt, 1991; Brush and Bromiley, 1997; McGahan and Porter, 1997;

Chang and Singh, 2000; Chang and Hong, 2002; Fukui and Ushijima, 2006). 분산분해모형은 다음 <수식 2>에 정의되어 있다.

$$P_{ikt} = \mu + \alpha_i + \beta_k + \gamma_t + \phi_{ik} + \delta_{it} + \epsilon_{ikt} \dots\dots\dots \text{<수식 2>}$$

<수식 2>에서 P_{ikt} 는 기업 k 에 소속되어 있고 산업 i 에서 활동하고 있는 사업부 ik 가 t 시점에서 실현한 수익률이다. 특정사업부의 ik 로 정의하였으며, 이는 그 사업부가 기업 k 와 산업 i 에 동시에 소속된다는 점을 반영하기 위한 것이다.

<수식 2>을 구체적으로 설명하면 사업부의 수익성은 평균 μ 에 산업효과 α_i , 기업효과 β_k , 연도효과 γ_t , 사업부효과 ϕ_{ik} , 산업과 연도의 교차항 δ_{it} , 마지막으로 오차항 ϵ_{ikt} 를 포함하는 선형결합으로 표현된다. 대규모 기업집단의 지정 현황은 더미변수로 고정효과를 알아본다. 여기서 대규모 기업집단이 1일 때는 상호출자제한 기업집단이며, 대규모 기업집단이 0일 때는 출자총액제한 기업집단을 나타낸다.

α_i 는 수익성을 미치는 산업효과를 의미하여 α_i 간의 차이는 산업 내 경쟁행위, 진입장벽, 산업집중도, 산업성장률, 수용-공급조건 등을 반영한다. 기업효과 β_k 는 기업본부의 조정과 통제기능, 다각화전략과 같은 경영전략의 차이, 경영자원 공유, 기업문화 등의 기업 간 차이를 나타낸다. 사업부효과 ϕ_{ik} 는 기술과 인력이 같이 사업부 특유의 경영자원에 기인한다. γ_t 는 모든 기업과 산업에 공통적으로 영향을 미치는 거시경제변수의 연도별 차이를 반영한 것이다. δ_{it} 는 개별산업 특유의 연도별 차이, 특정산업에 해당되는 경기변동을 반영한 것이다.

본 연구에서는 SAS 통계패키지에서 Proc Mixed procedure를 사용하여

무작위효과모형과 혼합모형을 추정하였다. Proc Mixed procedure는 Proc varcomp procedure의 한계를 보완한 기법으로 각 효과의 추정치에 대한 통계적 검정이 가능하며, 고정효과에 대한 통계적 검정 역시 가능한 procedure이다. Proc Mixed procedure는 제한된 최대우도(REML)로 추정하며 이 기법은 불균형하게 나타난 자료, 즉 집단의 수가 많은 경우에 선호되는 기법이다. 무작위효과모형을 추정할 경우 독립변수의 범주에 따라 σ_p^2 는 <수식 3>와 같이 분해된다.

$$\sigma_p^2 = \sigma_\alpha^2 + \sigma_\beta^2 + \sigma_\gamma^2 + \sigma_\phi^2 + \sigma_\delta^2 + \sigma_\epsilon^2 \dots \dots \dots \text{<수식 3>}$$

혼합모형으로 수익성을 분산분해할 경우 <수식 3>에서 고정효과는 상수로 취급되기 때문에 분산 계산 시에는 효과를 알아볼 수 없다. 하지만 고정효과에 대한 F통계량이 제시되어 고정효과의 통계적 유의성을 알아볼 수 있으며, 독립변수의 추정치와 신뢰구간을 간단하게 계산할 수 있는 이점을 가진다.

제 4 장 분석 결과

제 1 절 계열기업의 수익성 분산분해 결과

한국의 대규모 기업집단의 소속된 계열기업의 수익성을 무작위효과모형으로 분산분해한 결과¹⁹⁾를 <표 5-1>에 정리하였다. 계열기업의 수익성 분산은 계열기업효과(17.2%), 기업집단효과(3.9%), 산업효과(3.8%), 연도효과(0.9%), 산업·연도효과(0.9%) 순으로 설명되고 있다.

계열기업의 수익성은 계열기업효과가 17.2%로 계열기업 내에 있는 기술과 인력이 같이 계열기업의 특유 경영자원에 많은 부분이 귀속되며, 계열기업이 속한 산업구조에서 발생하는 안정적인 산업효과(3.8%)와 연도별로 달라지는 불안정적인 산업효과(0.9%)를 더하면 4.7%의 영향을 받는다. 산업효과가 3.8%로 계열기업이 소속된 산업 간의 차이로 인한 계열기업의 수익성의 차이가 있으며, 이는 산업 내 경쟁행위, 산업 진입장벽, 산업집중도와 산업성장률에 따라 계열기업의 수익성에 영향이 미친다.

기업집단효과가 3.9%로 기업수준의 전략이 계열기업의 수익성에 미치는 효과가 산업효과에 비해 작은 것으로 나타났다. 기업집단 본부의 조정과 통제기능, 다각화전략과 같은 경영전략의 차이, 경영자원 공유, 기업문화 등의 기업 간 차이로 인한 계열기업의 수익성에 3.9% 정도의 효과를 가진다. 이는 대규모 기업집단이 동질적인 형태를 가지며, 기업집단 간에서의 사업구조나 내부 경영자원공유에서 어떤 차이를 발견하기 어렵다는 것이다. 모든 기업과 산업에 공통적으로 영향을 미치는 거시경

19)

제변수의 연도별 차이를 반영한 연도효과는 0.9%로 2002년부터 2007년 까지 6개년에 대한 경제의 변동성의 차이는 없다($p=0.095$).

〈표 5-1〉 계열기업의 수익성 분산분해 결과

구분	무작위효과모형	
	추정치	백분율
기업집단	1.42 **	3.8%
산업	1.47 **	3.9%
계열기업	6.47 ***	17.2%
연도	0.33 +	0.9%
산업*연도	0.32 *	0.9%
오차항	27.58 ***	73.4%
합계	37.58	100.0%

*** $p<0.001$, ** $p<0.01$, * $p<0.05$, + <0.1

제 2 절 외환위기 전후 결과비교

본 연구에서는 외환위기 이후인 2002년부터 2007년까지 한국의 대규모 기업집단에 포함된 계열기업의 수익성을 분산분해하여 계열기업의 수익성의 원천을 살펴봤다. 이 절에서는 무작위효과모형으로 분산분해한 외환위기 전후의 결과비교를 통해 계열기업의 수익성의 원천이 어떻게 변화하였는지 살펴보고자 한다.

Chang과 Hong(2002)의 연구는 외환위기 이전 1985년부터 1996년까지의 자본총액 상위 30위 이내 기업인 한국의 대규모 기업집단에 포함된 계열기업의 수익성에 미치는 효과를 무작위효과모형으로 분석하였다.

본 연구에서 외환위기 이후(2002-2007년) 대규모 기업집단에 포함된 계열기업의 수익성 분산은 계열기업효과(17.2%), 산업효과(3.9%), 기업집단효과(3.8%), 연도효과(0.9%), 산업·연도효과(0.9%) 순으로 설명되고 있다. 외환위기 이전(1985-1996년)을 대상으로 한 Chang과 Hong(2002)의

연구에서는 계열기업효과(23.7%), 산업효과(17.1%), 기업집단효과(2.0%), 연도효과(0.6%), 산업·연도효과(4.8%) 순이다. 이를 비교하면 Chang과 Hong(2002)보다 산업효과는 감소하고 기업집단효과는 확대되고 있다. 2002년 이후 대규모 기업집단 제도의 변화로 인해 외환위기 이전과 차이를 가지고 있다. 외환위기 이전의 경우 기업집단 수준에 따른 전략에 차이로 인한 계열기업의 수익성에 영향을 미치지 않는 반면, 외환위기 이후에는 기업집단의 수준에 따른 전략의 차이로 인해 계열기업의 수익성에 영향을 미친다.

결론적으로 봤을 때, 2002년 이후 대규모 기업집단 제도의 변화로 인해 외환위기 이전과 차이를 가지고 있다. 외환위기 이전의 경우 기업집단 수준에 따른 전략의 차이로 인한 계열기업의 수익성에 미치는 영향에 비해 외환위기 이후 기업집단 수준에 따른 전략의 차이로 인한 계열기업의 수익성에 미치는 영향을 큰 것으로 나타났다.

〈표 5-2〉 외환위기 전후 결과비교

구분	본연구		Chang and Hong(2002)	
	추정치	백분율	추정치	백분율
기업집단	1.42 **	3.8%	1.15 *	2.0%
산업	1.47 **	3.9%	9.79 **	17.1%
계열기업	6.47 ***	17.2%	12.98 **	23.7%
연도	0.33 +	0.9%	0.33 **	0.6%
산업*연도	0.32 *	0.9%	2.72 **	4.8%
오차항	27.58 ***	73.4%	37.73	52.9%
합계	37.58	100.0%	57.04	100.0%

*** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05, +<0.1

제 3 절 출자총액제한 vs. 상호출자제한

대규모 기업집단으로 지정된 기업집단을 대상으로 상호출자제한 기업

집단과 출자총액제한 기업집단으로 구분하여 계열기업의 수익성을 무작위효과모형으로 분산분해한 결과를 <표 5-3>에 정리하였다. 상호출자제한 기업집단의 계열기업의 수익성 분산은 계열기업효과(17.7%), 기업집단효과(4.2%), 산업효과(2.6%), 산업·연도효과(0.9%), 연도효과(0.3%) 순으로 설명되고 있다. 출자총액제한 기업집단의 계열기업의 수익성 분산은 계열기업효과(10.3%), 산업효과(8.2%), 기업집단효과(2.8%), 연도효과(2.2%), 산업·연도효과(0.9%) 순이다.

2002년부터 2007년까지 대규모 기업집단 지정제도에 따라 상호출자제한 기업집단과 출자총액제한 집단으로 구분하여 분석한 결과, 출자총액제한 기업집단의 귀속된 계열기업의 수익성은 상호출자제한 기업집단에 비해 계열기업 내에 있는 기술과 인력이 같이 계열기업의 특유 경영자원에 귀속되는 부분이 낮다. 상호출자제한 기업집단에 비해 안정적인 산업효과가 더 높게 나타났으며, 기업수준의 전략이 계열기업의 수익성에 미치는 효과가 작은 것으로 나타났다. 이는 기업집단 간에서의 사업구조나 내부 경영자원공유에서 어떤 차이가 더 작은 것으로 볼 수 있다.

<표 5-3> 대규모 기업집단 지정 현황에 따른 결과비교

구분	상호출자제한 기업집단(n=54)		출자총액제한 기업집단(n=21)	
	추정치	백분율	추정치	백분율
기업집단	1.59 **	4.2%	1.02 *	2.8%
산업	0.96 *	2.6%	3.13 **	8.6%
계열기업	6.68 ***	17.7%	3.72 ***	10.3%
연도	0.11	0.3%	0.81 +	2.2%
산업*연도	0.33	0.9%	0.33	0.9%
오차항	28.14 ***	74.4%	27.23 ***	75.1%
합계	37.82	100.0%	36.24	100.0%

*** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05, +<0.1

제 5 장 결론

제 1 절 결과요약

본 연구에서는 외환위기 이후 대규모 기업집단으로 지정된 기업집단을 대상으로 기업수준의 전략이 계열기업의 수익성에 미치는 영향을 Chang과 Hong(2002)의 모형을 활용하여 분석하였다. 그 결과, 외환위기 이후(2002-2007년) 대규모 기업집단에 포함된 계열기업의 수익성 분산은 계열기업효과(17.2%), 산업효과(3.9%), 기업집단효과(3.8%), 연도효과(0.9%), 산업·연도효과(0.9%) 순으로 설명되고 있다. 외환위기 이전(1985-1996년)을 대상으로 한 Chang과 Hong(2002)의 연구에서는 계열기업효과(23.7%), 산업효과(17.1%), 기업집단효과(2.0%), 연도효과(0.6%), 산업·연도효과(4.8%) 순이다.

이를 비교하면 Chang과 Hong(2002)보다 산업효과는 감소하고 기업집단효과는 확대되었으며 이는 외환위기 이후 기업집단효과가 중요해 졌다는 것으로 외환위기 이후 대규모 기업집단의 전략적 의사결정이 계열기업의 수익성에 더 큰 영향을 미치고 있다는 것이다. 대규모 기업집단은 외환위기 이후 계열기업의 자율경영과 책임경영을 강조하면서도 기업집단 내부의 자원공유나 이전을 위한 조정활동이 확대하고 평, 보상, 의사소통 등 통제를 강화한 것이 상당한 영향을 미쳤다고 생각한다(이수희·김희천·홍재범, 2005).

대규모 기업집단 지정제도에 따라 상호출자제한 기업집단과 출자총액제한 집단으로 구분하여 분석한 결과, 규모가 크고 계열기업이 많아 다양한 산업에 진출해 있는 총액출자제한 대규모 기업집단에서 기업효과와

산업효과가 크게 작용하고 있으며 실제로 총액출자제한 대규모 기업집단이 사업 확장에 대한 제약에도 불구하고 활발히 사업 확장을 추진하였다. 이러한 결과로 총액출자제한 제도의 공과를 판단할 수는 없지만 대규모 기업집단의 사업 확장을 제한하는 데는 강력한 수단이 되지 못한 것으로 판단된다.

제 2 절 연구의 한계

본 연구는 분산분해기법인 무작위효과모형과 혼합모형을 사용하여 대규모 기업집단에 소속된 계열기업들의 수익성 원천을 산업효과, 기업집단효과, 계열기업효과, 연도효과, 산업·연도효과로 분산분해한 연구이다. 본 연구에서 사용한 무작위효과모형은 결과의 일반화, 통계적 검정 및 계열기업효과를 기업집단효과와 산업효과 안에 Nested된 형태로 식별할 수 있다는 장점은 있으나, 기업집단과 계열기업이 서로 독립적이라는 다소 제한적인 가정은 기업이 체계적으로 사업포트폴리오를 구성한다는 기업전략의 기본적인 시각과 위배되는 것이다.

Brush와 Bromiley(1997)의 논문에서 밝혔듯이 본 모형은 기업효과가 그 기업집단에 소속되어 있는 계열기업 간에 공통적으로 똑같은 수준으로 작용한다는 추가적인 제한요소가 있다. 이러한 제한요소들은 기업효과가 실제로 존재하는 것보다 적게 추정(Underestimate)하였을 가능성을 내포하고 있다. 따라서 본 연구에서 기업집단효과가 3.8%만큼 나왔음에도 불구하고, 실제로는 그보다 더욱 크게 존재할 수 있는 가능성이 존재한다.

본 연구에서 공정거래위원회에 공시된 대규모 기업집단을 자료로 사용하였다. 공시된 대규모 기업집단의 자료는 중분류로 산업을 부여하였

다. 산업을 지나치게 좁게 정의하면, 한 계열기업 내에서 내부적으로 사업다각화가 되어 있는 경우에 정확하게 산업을 지정하지 못하게 되는 단점이 있다.



<참고문헌>

- 강선민(2007), 『대규모기업집단의 국민경제적 비중』 한국경제연구원.
- 강신일(1991), 『대규모 기업집단에 관한 연구』 한국경제연구원.
- 김진방(2005), 『재벌의 소유구조』 나남출판.
- 송병락(1990), 『한국재벌연구』 매일경제신문사.
- 신광식(2006), 『공정거래정책 혁신론』 나남출판.
- 신석훈(2007), 『경제력집중억제 규제』 한국경제연구원.
- 이수희·김희천·홍재범(2005), "기업집단 관리방식 변화에 관한 연구: 본부 조직의 역할 변화를 중심으로," 한국경제연구원.
- 장세진·홍재범(1999), "한국의 기업집단이 계열기업의 수익성에 미치는 효과분석," 경영학연구 제28권 제1호, pp. 1-20.
- 정구현(1991), 『한국기업의 다각화전략과 국제경쟁력』 한국경제연구원.
- 조동성(1990), 『한국재벌연구』 매일경제신문사.
- Alice H. Amsden(1990), "South Korea's Record Wage Rates: Labor in Late. Industrialization," *A Journal of Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, pp. 77 - 93.
- Anil K. Gupta and Vijay Govindaraja(1984), "Business unit strategy, managerial characteristics, and business unit effectiveness at strategy implementation," *Academy of Management Journal*, Vol. 27, pp. 25-41.
- Anita M. MaGahan and Michael E. Porter(1997), "How much does industry matter, really?," *Strategic Management Journal*, Vol. 18, pp. 15-30.
- Anita M. McGahan and Michael E. Porter(2002), "What do we know about variance in accounting profitability?," *Management Science*, Vol. 48, pp. 834-851.
- Brian R. Golden(1992), "SBU strategy and performance the moderating effect of the corporate-SBU relationship," *Strategic Management Journal*, Vol, 13. No. 2, pp. 145-158.

- Constantinos C. Markides and P. J. Williamson(1996), "Corporate Diversification and Organizational Structure: A resource-based view," *Academy of Management Journal*, Vol. 39, No. 2, pp. 340-367.
- Edward H. Bowman and Constance E. Helfat(2001), "Does corporate strategy matter?," *Strategic Management Journal*, Vol. 22, pp. 1-23.
- Eric Doms and Aswin Oijen, van(2005), "Control Differentiation, Resource Sharing and Performance of Business Units," *Schmalenbach Business Review*, Vol. 57, pp. 320-331.
- Friedrich A. Hayek(1945), "The Use of Knowledge in Society," *The American Economic Review*, Vol. 35, No. 4, pp. 519-530.
- Jaime A. Roquebert, Robert L. Phillips and Peter A. Westfall(1996), "Market vs. management: What drives profitability?," *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 653-664.
- Kenneth N. M. Dundas and Peter R. Richardson(1982), "Implementing the unrelated product strategy," *Strategic Management Journal*, Vol. 3, No. 4, pp. 287 - 301.
- Laura Poppo(2003), "The Visible Hands of Hierarchy within the M-Form: An Empirical Test of Corporate Parenting of Internal Product Exchanges," *Journal of Management Studies*, Vol. 40, No. 2, pp. 403 - 430.
- Mauro F. Guillén(2000), "Organized Labor's Images of Multinational Enterprise: Ideologies of Foreign Investment in Argentina, South Korea and Spain," *Industrial & Labor Relations Review*, Vol. 53, No. 3, pp. 419-442.
- Mauro F. Guillén(2001), "Business Groups in Emerging Economies: A Resource-Based View," *The Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3, pp. 362-380.
- Michael Goold(1994), "Strategic Control in the Decentralized Firm," *Journal of the Australian Institute of Management*, pp. 7-13.

- Michael L. Lemmon and Karl V. Lins(2003), "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 4, pp. 1445-1468.
- Michael A. Hitt, Robert E. Hoskisson and Hicheon Kim(1997), "International Diversification: Effects on Innovation and Firm Performance in Product-Diversified Firms," *The Academy of Management Journal*, Vol. 40, No. 4, pp. 767-798.
- Nathaniel H. Leff(1978), "Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups," *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 26, No. 4, pp. 661-675.
- Nitin Nohria. and Sumantra Ghoshal(1994), "Differentiated fit and shared values," *Strategic Management Journal*, Vol. 15, pp. 491-502.
- Oliver E. Williamson(1975), "Markets and Hierarchies," pp. 20-30
- Rafael LaPortaa, Florencio Lopez-de-Silanesb, Andrei Shleifera and Robert Vishnyc(1997), "Legal Determinants of External Finance," *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, pp. 1131-1150.
- Richard Schmalensee(1985), "Do market differ much?," *The American Economic Review*, Vol. 75, pp. 341-351.
- Richard P. Rumelt(1991), "How much does industry matter?," *Strategic Management Journal*, Vol. 12, pp. 167-185.
- Robert E. Hoskisson, Charles W.L. Hill and Hicheon Kim(1997), "The Multidivisional Structure: Organizational Fossil or Source of Value?," *Journal of Management*, Vol. 19, No. 2, pp. 269-298.
- Sea-jin Chang and Harbir Singh(2000), "Corporate and industry effects on business unit competitive position," *Strategic Management Journal*, Vol. 21, pp. 739-752.
- Sea-jin Chang and Jae-bum Hong(2000), "Economic Performance of Group-Affiliated Companies In KOREA: Intergroup Resource Sharing And Internal Business Transactions," *Academy of*

- Management Journal*, Vol. 43, pp. 429-448.
- Sea-jin Chang and Jae-bum Hong(2002), "How Much Does The Business Group Matter IN KOREA?," *Strategic Management Journal*, Vol. 23, pp. 265-274.
- Sea-jin Chang and U. Choi(1988), "Strategy, structure and performance of Korean business group," *Journal of Industrial Economic*, Vol. 37, pp. 141-158.
- Stewart C. Myers and Nicholas S. Majluf(1984), "Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp. 575-592.
- Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan and Larry H. P. Lang(2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, pp. 2741 - 2771.
- Sumantra Ghoshal and Nitin Nohria(1989), "Internal differentiation within multinational corporations," *Strategic Management Journal*, Vol. 10, pp. 323-337.
- Tarun Khanna and Krishna Palepu(1997), "Why focused strategies may be wrong for emerging markets," *Harvard Business School Publication Corp*, Vol. 75, No. 4, pp. 41-51.
- Tarun Khanna and Krishna Palepu(2000a), "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups," *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, pp. 867 - 891.
- Tarun Khanna and Krishna Palepu(2000b), "The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-Run Evidence from Chile," *Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3.
- Thomas H. Brush and Philip Bromiley(1997), "What does a small corporate effect mean? a variance components simulations of corporate and business effect," *Strategic Management Journal*, Vol. 18, pp. 825-835.
- Thomas H. Brush, Philip Bromiley and Margaretha Hendrickx(1999),

- "The relative influence of industry and corporation on business segment performance: an alternative estimate," *Strategic Management Journal*, Vol. 20, pp. 519-547.
- Thomas R. Eisenmann and Joseph L. Bower(2000), "The Entrepreneurial M-Form: Strategic Integration in Global Media Firms," *Organization Science*, Vol. 11, No. 3, pp. 348-355.
- Todd Mitton(2002), "A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, No. 2, pp. 215 - 241.
- Vijay Govindaraja(1984), "Appropriateness of accounting data in performance evaluation: An empirical examination of environmental uncertainty as an intervening variable," *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 9, No. 2, pp. 125 - 135.
- Vijay Govindaraja and Joseph Fisher(1990), "Strategy, control systems, and resource sharing effects on business unit performance," *Academy of Management Journal*, Vol. 33, No. 2, pp. 259-285.
- Vilmos F. Misangyi, Heather Elms, Thomas Greckhamer and Jefferey A. Lepine(2006), "A new perspective on a fundamental debate: a multilevel approach to industry, corporate, and business unit effects," *Strategic Management Journal*, Vol. 27, pp. 571-590.
- Yoshitaka Fukui and Tatsuo Ushijima(2006), "What drives the profitability of Japanese multi-divisional corporations?".

<부록 A> 혼합모형 분산분해 결과

한국의 대규모 기업집단의 소속된 계열기업의 수익성을 혼합모형으로 분석분해하였다. 대규모 기업집단 지정 현황을 고정효과로 두고 분석하였으며, 출자총액제한 기업집단과 상호출자제한 기업집단의 통계적인 차이성을 살펴볼 수 있는 모형의 장점을 가진다.

혼합모형으로 분산분해한 결과를 <표 A>에 정리하였다. 계열기업의 수익성 분산은 무작위효과모형으로 분산분해한 결과와 동일하게 계열기업효과(17.2%), 기업집단효과(3.9%), 산업효과(3.8%), 연도효과(0.9%), 산업·연도효과(0.9%) 순으로 설명되며 대규모 기업집단 지정 현황에 따른 고정효과는 없다($p=0.989$).

<표 A> 계열기업의 수익성 분산분해 결과(혼합모형)

구분	혼합모형	
	추정치	백분율
기업집단	1.42 **	3.8%
산업	1.47 **	3.9%
계열기업	6.47 ***	17.2%
연도	0.33 +	0.9%
산업*연도	0.32 *	0.9%
오차항	27.58 ***	73.4%
대규모 기업집단	Type III F-statistic	$p=0.989$
합계	37.58	100.0%

*** $p<0.001$, ** $p<0.01$, * $p<0.05$, + $p<0.1$

〈부록 B〉 모형비교

본 연구에서는 2002년부터 2007년까지 한국의 대규모 기업집단에 소속된 계열기업의 수익성을 무작위효과모형과 혼합모형 등 2가지 분산분해기법으로 분산분해하였다. 기업집단효과, 산업효과, 계열기업효과, 연도효과, 산업·연도효과를 무작위효과로 분석한 무작위효과모형과 대규모 기업집단 지정 현황을 고정효과로 분석하고 나머지 효과를 무작위효과로 분석한 혼합모형의 결과는 〈표 B〉에 정리하였다.

2가지 분산분해기법의 모형적합도는 무작위효과모형의 AIC가 26,492.5이며, 혼합모형의 AIC가 26,493로 무작위모형의 모형적합도가 더 좋은 것으로 나타났다. 두 모형을 통한 계열기업의 수익성 분산분해 결과 동일하다.

〈표 B〉 계열기업의 수익성 분산분해 모형 비교

구분	무작위효과모형		혼합모형	
	추정치	백분율	추정치	백분율
기업집단	1.42 **	3.8%	1.44 **	3.8%
산업	1.47 **	3.9%	1.47 **	3.9%
계열기업	6.47 ***	17.2%	6.46 ***	17.2%
연도	0.33 +	0.9%	0.33 +	0.9%
산업*연도	0.32 *	0.9%	0.32 *	0.9%
오차항	27.58 ***	73.4%	27.58 ***	73.3%
대규모 기업집단	Type III F-statistic p=0.989			
합계	37.58	100.0%	37.60	100.0%
AIC	26492.5		26493.0	

*** p<0.001, ** p<0.01, * p<0.05, +<0.1

〈부록 C〉 연도별(2002-2007년) 분산분해

연도별로 한국의 대규모 기업집단을 대상으로 계열기업의 수익성을 무작위효과모형으로 분산분해한 결과는 〈표 C〉과 같이 요약이 된다. 연도별로 분산분해기법을 적용할 때에는 계열기업효과, 연도효과, 산업·연도효과를 고려할 수 없다. 이들 효과는 패널자료에서만 관측이 가능하기 때문이다. 따라서 〈표 C〉와 〈그림 A〉에서는 연도에 따라 단순히 기업집단효과와 산업효과만을 볼 수 있다.

외환위기 이후 2002년도는 산업효과와 기업집단효과가 각각 1.8%, 1.4%로 계열기업의 수익성에 영향이 미미한 것으로 나타났다. 2003년과 2004년의 산업효과는 0.7%, 0.8%로 산업효과가 낮게 나타났다. 이는 2003년과 2004년은 계열기업이 소속된 산업 간의 차이로 인한 계열기업의 수익성의 차이가 없으며, 산업 내 경쟁행위, 산업 진입장벽, 산업집중도와 산업성장률이 낮다. 하지만 2005년부터는 산업효과가 5% 이상으로 소속된 산업에 따라 계열기업의 수익성의 차이가 발생된다.

기업집단효과는 년도에 따라 불완전하게 나타났다. 2005년과 2007년은 기업효과가 각각 8.7%, 8.5%로 기업수준의 전략이 계열기업의 수익성에 미치는 효과가 다른 년도에 비해 높다. 이는 대규모 기업집단이 이질적인 형태를 가지며, 기업집단 본부의 조정과 통제기능, 다각화전략과 같은 경영전략의 차이, 경영자원 공유, 기업문화 등의 기업집단 간 차이가 다른 연도에 비해 높다고 할 수 있다.

2002년과 2006년은 계열기업의 수익성에 산업효과와 기업집단의 효과가 비슷하게 영향을 미치며, 나머지 연도에서는 기업집단 효과가 산업효과에 비해 높게 나타났다. 이는 산업 내 경쟁행위, 진입장벽, 산업집중도, 산업성장률 등의 차이에 대한 산업효과보다 기업본부의 조정과 통제

기능, 다각화전략과 같은 경영전략의 차이, 경영자원 공유, 기업문화 등의 기업 간 차이 등의 기업집단효과가 계열기업의 수익성에 더 많이 기여한다.

〈표 C〉 계열기업의 수익성 연도별 분산분해 결과

구분	년도											
	2002		2003		2004		2005		2006		2007	
산업	0.66	1.8%	0.27	0.7%	0.27	0.8%	1.82	5.0%	2.19	5.9%	1.96	5.6%
기업	0.52	1.4%	1.99	5.2%	1.43	3.9%	3.16	8.7%	2.17	5.9%	2.95	8.5%
오차항	35.22	96.8%	35.72	94.0%	34.68	95.3%	31.19	86.2%	32.76	88.2%	29.89	85.9%

〈그림 A〉 계열기업의 수익성 연도별 분산분해 결과

