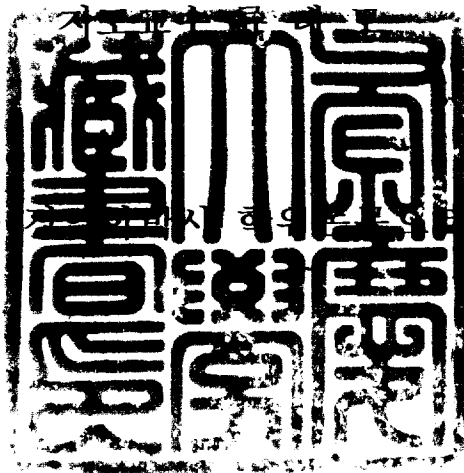


경영학박사 학위논문

대규모기업집단의 다각화, 소유구조, 자본구조의
상호작용과 경영성과

이 논문을



제출함.

2005년 2월

부경대학교 대학원

경영학과 인사조직전공

박 재 희

박재희의 경영학박사 학위논문을 인준함.

2004년 12월 31일

주 심 경영학박사

윤 영 삼



위 원 경영학박사

박 봉 규



위 원 경영학박사

정 동 섭



위 원 경영학박사

홍 재 범



위 원 경영학박사

류 태 모



차 례

제 1 장 서 론	1
제 1 절 연구의 배경과 목적	1
제 2 절 연구방법과 연구체계	5
제 2 장 이론적 배경 및 연구가설의 제시	7
제 1 절 다각화	7
1. 다각화의 개념	7
2. 다각화의 동기	9
3. 다각화의 형태	13
4. 다각화와 경제적 성과	16
제 2 절 소유구조	20
1. 소유구조의 개념	20
2. 재벌의 소유형태 유형에 대한 연구	20
3. 재벌의 소유구조 결정요인에 대한 연구	24
4. 소유구조와 경제적 성과	27
제 3 절 자본구조	31
1. 자본구조에 대한 개념	31
2. 재벌의 자본구조에 대한 제 연구	34
3. 자본구조와 경제적 성과	36

제 4 절 다각화, 소유구조 및 자본구조간 상호관계	37
1. 다각화와 소유구조	37
2. 소유구조와 자본구조	39
3. 다각화와 자본구조	42
제 5 절 연구가설의 설정	43
 제 3 장 실증분석의 설계	46
제 1 절 분석방법론	46
제 2 절 가설검증방법	48
제 3 절 가설검증 방정식 및 분석대상변수	49
1. 가설검증 방정식	49
2. 주요변수의 측정방법	56
 제 4 장 실증분석결과	60
제 1 절 표본기업의 선정 및 분석대상 기간	60
제 2 절 기초통계량 및 주요변수간의 상관관계	62
제 3 절 가설검증 결과	72
 제 5 장 결 론	79
제 1 절 연구결과 요약 및 시사점	79
제 2 절 연구의 한계 및 향후연구에의 제언	85

참고문헌	86
Abatract	102
감사의 글	107

표 차례

<표 2-1> 주요 연구자의 다각화 개념	8
<표 2-2> 관련 다각화와 비관련 다각화의 잠재이익	14
<표 2-3> 다각화와 수익성과의 관계	19
<표 2-4> 한국 재벌의 소유형태 요약	24
<표 2-5> 소유구조 결정요인에 대한 학자들의 견해	28
<표 2-6> 재벌의 자본구조 결정요인에 대한 연구요약	35
<표 3-1> 연립방정식 체계내에서의 변수들간의 예상방향	56
<표 3-2> 주요변수의 측정방법	59
<표 4-1> 공정거래위원회 지정 30대 대규모 기업집단	61
<표 4-2> 연도별 주요변수의 평균 값	63
<표 4-3> 대규모 기업집단의 계열기업 수의 추이	67
<표 4-4> 변수들간의 상관관계	69
<표 4-5> FIML 추정결과 : 전체기간	74
<표 4-6> OLS 추정결과 : 전체기간	75
<표 4-7> FIML 추정결과 : 외환위기 이전	77
<표 4-8> FIML 추정결과 : 외환위기 이후	78

그림 차례

<그림 3-1> 모형구조도	49
<그림 4-1> 다각화와 수익성	64
<그림 4-2> 계열사지분과 구조조정	66

초 록

본 연구는 재벌이라 지칭되는 대규모 기업집단의 구조조정의 현황과 성과를 해명하기 위해 다각화와 소유구조, 자본구조가 이윤율에 미치는 영향을 분석한 것이다. 이를 위해, 대규모 기업집단의 다각화, 소유구조, 자본구조 및 이윤율의 관계에 관한 기존 연구들에 대한 문헌연구를 수행하고 대규모 기업집단을 대상으로 다각화, 소유구조, 자본구조 및 이윤율의 관계에 관한 실증연구를 수행하였다.

분석에 있어서 연립방정식 체계를 도입하여 연구모형을 다각화방정식, 소유구조방정식, 자본구조방정식, 기업이윤율방정식으로 구성하였으며 여기서 내생변수인 다각화는 베리허핀달 지수, 자본구조는 부채비율, 소유구조는 동일인 및 특수관계인 지분으로 측정하고 외생변수로 기업규모, 위험, 설립연수, 고정자산비율, 계열사지분을 사용하였다.

연구표본은 공정거래위원회에서 지정한 30대 대규모 기업집단으로 설정하였으며 분석대상 기간은 1993년에서 1996년까지 4개년과 1999년에서 2002년까지 4개년이다. 1997년과 1998년을 제외한 것은 외환위기에 따라 혼란을 분석에서 배제하기 위함이다.

분석결과를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 대규모 기업집단이 계열기업 수를 줄이는 다각화조정을 강력히 추진했으나 전체적인 규모는 감소하지 않았다는 것이다. 또한 기업의 전체적인 수익성은 다각화조정 등을 통해서 상당부분 개선된 것으로

나타났지만 매출액 영업이익률은 외환위기 이전 수준에 그치고 있고 매출액 영업이익률의 변동으로 측정한 위험도 외환위기 이후 2배로 증가하여 영업환경이 외환위기 이후에 더 어려워진 것으로 판단된다.

둘째, 계열사지분이 구조조정 과정에 통제권 유지를 위해 매우 유용한 수단으로 사용되었다. 대규모 기업집단은 외환위기 이전 외부차입을 확대하면서 동일인과 특수관계인 지분이 크게 하락하자, 이에 따라 발생하는 통제권의 문제를 보완하기 위하여 상호 출자에 계열사지분을 확대하였다. 외환위기 이후에는 정부의 부채비율 200% 감축에 대응하여 계열사들 간의 순환출자로 이를 상당부분 해결하였다.

셋째, 부채비율과 다각화, 부채비율과 동일인 및 특수관계인 지분은 서로 연계되어 결정되는 것을 발견할 수 있어 우리나라 기업집단이 다각화 정책과 소유구조 정책, 자본구조정책을 서로 연계하여 결정한다는 것을 발견할 수 있었다. 넷째, 부채비율 하락이 투하자본순이익률의 상승으로 나타나 정부의 강도 높은 부채비율 축소 정책이 대규모 기업집단의 이윤율 증가에 상당부분 기여한 것으로 나타났다.

마지막으로 외환위기 전후를 분석한 결과, 외환위기 이전에는 다각화가 동일인 및 특수관계인지분율에, 외환위기 이후에는 부채비율이 동일인 및 특수관계인지분율에 각각 영향을 미치는 것으로 나타나, 이들이 상호 연계하여 결정되는 것으로 나타나지는 않았다.

이러한 결과가 주는 시사점은 다음과 같다. 외환위기 이후 정부는 기업의 구조조정을 위해 5+3원칙이라는 재벌정책을 선포하고 이를 추진

하였다. 여기서 기업구조조정 5대 원칙은 기업투명성제고, 상호채무보증의 해소, 재무구조의 개선, 핵심역량에 집중, 그리고 지배주주 및 경영자의 책임성 확보이다. 이후 추가 발표된 3대원칙은 산업자본의 금융지배차단, 순환출자와 부당한 내부거래 억제 그리고 변칙상속차단이다.

이러한 정부의 재벌 구조조정정책과 본 연구의 결과를 함께 고려하면 일단 재벌의 구조조정은 상당히 진행된 것으로 생각해 볼 수 있다. 재집중현상, 부채비율감소, 동일인 및 특수관계인지분을 증가와 투하자본순이익을 상승은 이러한 정부정책이 외견상 일단 효과를 본 것으로 생각해 볼 수 있다. 물론 본 연구의 결과만으로 이러한 결론을 내리기는 어렵지만 정부의 강력한 재벌개혁의지와 당시 경제위기 상황이 재벌 변신에 긍정적인 변화를 가져왔다는 것은 부정하기 힘들다.

정부와 재벌은 현재도 기업투명성제고, 변칙상속문제나 산업자본의 금융지배차단, 순환출자 등의 이슈로 많은 논쟁을 벌이고 있으며 이러한 논의과정에 실제 자료에 기초한 객관적 분석이 부족하다는 생각을 들게 하고 있다. 따라서 학계에서 본 연구와 같이 현실자료에 기초한 실증적인 분석결과가 많이 제시되면 불필요한 논쟁을 줄이고 바람직한 재벌정책을 도출하는 데 큰 도움이 될 수 있을 것으로 생각한다.

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 배경과 목적

1980년대 들어서면서 '재벌'의 문제가 경제력 집중을 중심으로 본격적으로 제기되기 시작하였으며, 1980년대 중반부터 정부는 공정거래위원회를 설립하고 매년 대규모 기업집단을 지정하여 상호출자제한 등과 같은 다양한 제도를 통해 이들의 양적 팽창을 억제하여 왔다.(강철규 · 장지상 · 최정표, 1991) 그러나 1996년 이후 외환위기라는 외부 충격을 한국경제의 중추인 재벌이 제대로 흡수하지 못해 부실화되자 과거 재벌정책의 실효성에 의문이 제기되면서 재벌의 문제가 과거 그 어느 시기보다 심각하게 논의되기 시작하였다.(조성욱, 2001)

외환위기 이후 정부는 재벌개혁을 위해 사외이사제도의 도입, 출자총액제한제도의 실시, 부채비율 200% 제한, 상호지급보증 해소 등 여러 가지 정책을 강력히 추진하였으며 기업들도 이에 부응하여 경쟁력을 강화하기 위해 많은 노력을 기울였다. 이에 따라 재벌의 변화가 있음이 지적되지만 보다 미시적인 시각에서의 체계적인 조사결과나 분석결과가 제시되지 않아 이러한 노력의 성과에 대해서 아직도 어떤 결론을 내릴 수 없는 것이 현실이다. 현재도 정부와 재벌은 현재 기업투명성 제

고, 변칙상속과 산업자본의 금융지배 차단, 순환출자 등의 이슈로 많은 논쟁을 벌이고 있으나(김창배·홍재범, 2004) 이러한 문제의 해결 나아가 바람직한 재벌정책의 도출과 관련하여 현실에 기초한 객관적인 분석은 부족하다.

이러한 문제를 해결하기 위해서는 재벌의 다각화¹⁾, 소유구조 및 자본구조의 변화에 대한 분석이 필요하며, 나아가 이들과 성과와의 관계에 대한 분석이 요구된다. 이와 관련한 재벌의 연구를 정리하면 3가지로 구분해 볼 수 있다. 첫째, 재벌의 다각화, 소유구조 및 자본구조 각각의 변화를 분석한 연구이다. 둘째, 재벌의 다각화, 소유구조 및 자본구조 사이의 상호관계를 분석한 연구이다. 셋째, 이들 각각 또는 이들의 상호작용이 갖는 성과와의 관계에 대한 연구이다.

하지만 이들 연구도 많은 한계를 가지고 있는데 이를 정리하면 다음과 같다. 기존 연구들은 주로 외환위기 이전의 기간을 대상으로 그리고 개별기업 특히 상장기업만을 대상으로 경험적 연구가 이루어졌다. 외환위기 이후의 기간을 대상으로 한 경험적 연구가 소수 있지만 외환위기 직후 기간만을 대상으로 하였다는 문제점이 있다. 또한 셋째의 경우 재벌의 성과에 영향을 미치는 다각화, 소유구조 및 자본구조 사이의 상호작용에 대해 다각화와 소유구조, 다각화와 자본구조, 소유구조와 자본

1) 소유구조 및 자본구조에 상응한 개념은 사업구조이다. 그러나 재벌에 대한 사업구조에 관한 논의에서 가장 논란의 대상이 되고 중요한 개념으로 제시되어 온 것이 다각화로서 본 연구는 사업구조 중 다각화에 한정하여 연구를 수행하였다. 한편 재벌의 중요한 구조로서 지배구조가 있으나(윤영삼·류태모·박재희, 2004) 본 연구에서는 제외하였다.

구조라는 2가지의 상호작용만이 고려되었다는 문제점이 있다. 다각화, 소유구조 및 자본구조 3가지의 상호작용이 성과에 미치는 영향이 분석되어야 보다 타당한 해명을 할 수 있는 것이다.

기존의 연구들(장지상, 1995; 전인우, 1997; 윤영섭·김성표, 1999; 김건우, 1997; 박경서·백재승, 2001; 김병곤, 2000, 2001, 2003)²⁾은 다각화, 소유구조, 자본구조 간에 상호관계가 있음을 제시하였는데 이러한 상호관계를 고려하지 않고 분석하면 분석결과에 상당한 오류가 있을 수 있음을 시사하고 있다.

이상에서 제시한 문제의식을 기반으로, 본 연구에서는 재벌이라 지칭되는 대규모 기업집단의 구조조정 현황과 성과를 해명하기 위해 다각화와 소유구조, 자본구조가 이윤율에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 대규모 기업집단의 다각화, 소유구조, 자본구조 및 이윤율의 변화를 분석하여 대규모 기업집단의 구조조정 현황을 분석하며 다각화와 소유구조, 자본구조가 이윤율에 미치는 영향을 분석하여 구조조정의 성과를 분석하고자 한다.

본 연구가 갖고 있는 기존 연구와의 차이점은 다음과 같다. 첫째, 연구표본을 통상 재벌이라 지칭되는 대규모 기업집단을 대상으로 하고

2) 장지상(1995), 전인우(1997), 윤영섭·김성표(1999)는 다각화와 소유구조간의 관계를 분석하였고 김건우(1997)는 소유구조와 자본구조 간의 상호관계를, 박경서·백재승(2001)은 소유구조, 자본구조, 기업가치간 상호관계가 존재함을 제시하였으며 김병곤(2000, 2001, 2003)은 일련의 연구를 통해 연구에 따라 연구결과가 다소 차이는 있으나 다각화, 소유구조, 자본구조, 기업가치 간에 상호관계가 있음을 제시하였다.

있어 기존 연구가 상장기업을 대상으로 개별기업에 그친 것과는 차이가 있으며 대규모 기업집단에 상당수의 비상장기업이 속해 있다는 점은 이러한 시도가 의미가 있음을 시사한다. 이러한 시도는 대규모 기업집단의 소속 계열기업에 대한 파악과 함께, 이들에 대한 경영실적은 물론 소유구조에 대한 자료 수집이 전제되는 방대한 자료 정리 작업이 수반되어야 하는데, 그 어려움으로 인해 기존 연구자들이 쉽게 시도하지 못한 부분이다.

둘째, 연구대상 기간을 1993년에서 2002년까지 10개년 자료를 사용하여 외환위기 전후 다각화, 소유구조, 자본구조, 이윤율의 변화를 체계적으로 제시하고 있다는 것이다. 이러한 자료들은 일부 공정거래위원회에서 단편적으로 제시하고는 있으나 본 연구에서처럼 체계적으로 제시하고 있지 않다.

셋째, 기존 연구들에서는 다각화, 소유구조, 자본구조의 상호관계가 존재함은 제시하였지만 이를 모두 동시에 고려한 경우는 찾아보기 힘들다. 본 연구에서는 이들의 상호관계를 동시에 함께 고려하여 이들이 이윤율에 미치는 영향을 분석하였으며 기존 연구들은 대부분 2단계 최소 자승법을 활용한 데 반해 본 연구에서는 전체방정식추정방식을 활용하였다. 본 연구와 같이 소 표본을 대상으로 한 경우 전체방정식추정방식이 정확성에 있어 높은 것으로 제시되고 있다(이종원·이상돈, 1996).

결국, 본 연구는 재벌의 과거와 현재 주소를 점검하기 위하여 외환위

기 전후 대규모 기업집단의 다각화, 소유구조, 자본구조 변화를 분석하여 재벌의 구조조정 현황을 분석하고 이를 이윤율과 연계하여 그 경제적 성과 변화를 분석하고자 한다.

제 2 절 연구방법과 연구체계

본 연구는 연구방법으로서 개념적 연구와 경험적 연구를 병행하여 사용하였다. 개념적 연구로는 대규모 기업집단의 다각화, 소유구조, 자본구조 및 이윤율의 관계에 관한 기존 연구들에 대한 문헌연구를 수행하였으며 경험적 연구로는 대규모 기업집단을 대상으로 다각화, 소유구조, 자본구조 및 이윤율의 관계에 관한 실증연구를 수행하였다.

실증연구의 대상은 공정거래위원회에서 매년 지정 공표하는 30대 대규모 기업집단이다. 공정거래위원회에서는 1996년부터 현재까지 매년 대규모 기업집단으로 지정해왔다. 분석대상 기간은 1993년부터 2002년까지 10개년을 대상으로 대규모 기업집단의 다각화와 소유구조, 자본구조와 이윤율의 변화를 분석하였다. 실증분석에서는 1997년과 1998년을 외환위기 이후 혼란기로 파악하여 연구표본에서 배제하고 1993년부터 1996년까지 4개년을 외환위기 이전, 1999년부터 2002년까지 4개년을 외환위기 이후로 각각 정의하여 총 8개년 자료를 사용하였다.

자료분석에 있어서는 단일방정식모형과 연립방정식모형을 각각 적용하여 분석하였다. 그 이유는 기존 연구들에서 다각화와 소유구조, 자본

구조가 상호 연계되어 결정됨을 제시하기 때문이다. 다시 말해서 본 연구에서 분석하고자 하는 다각화, 소유구조, 자본구조는 상호의존적인 영향관계가 존재할 가능성이 매우 높으므로 이러한 상호관계를 고려하지 않고 이들 간의 관계를 일방의 관계로 정의하여 단일방정식모형을 적용하여 분석하면 상당한 편기가 존재할 수 있어 연립방정식(simultaneous equation)을 적용하여 분석하였으며(곽상경, 1988) 추정방법은 전체방정식추정방식을 활용하였다.

본 논문의 연구체계는 다음과 같다. 제1장에서는 연구배경, 연구목적, 연구방법, 연구체계를 개괄적으로 서술함으로써 본 연구의 전체적인 맥락을 이해하도록 하였다. 제2장에서는 다각화, 소유구조, 자본구조와 관련된 기존 연구들을 고찰하였고 그리고 마지막에는 이들을 통합하여 분석한 연구결과들을 정리하였으며 이러한 연구를 바탕으로 연구가설을 제시하였다. 제3장에서는 앞서 제시한 연구가설을 분석한 방법에 대해서 구체적으로 설명하였다. 제4장에서는 주요 변수들의 외환위기 전후 변화를 분석하여 재벌의 변화된 모습을 재정리하였으며 실증분석을 통해 가설 검증을 시도하고 그 결과를 정리하였다. 제5장에서는 본 연구의 결과를 요약하고 시사점을 제시하였으며 본 논문이 지니고 있는 한계와 향후연구에의 제언을 제시하였다.

제 2 장 이론적 배경 및 연구가설의 제시

이 장에서는 실증분석에 앞서 다각화, 자본구조, 소유구조 각각에 대한 연구와 통합연구를 기존의 경험적 연구결과를 중심으로 정리하였으며 이를 바탕으로 연구가설을 제시하였다.

제 1 절 다각화

1. 다각화의 개념

사업구조 특히 재벌의 사업구조에 관한 논의에서 매우 중요한 개념으로 제시되어 온 것이 다각화이다. 다각화는 전략분야에서 매우 중시되어 왔는데 Chandler(1959)에서 시작되어 Rumelt(1974)에 의해서 체계화되었다.

다각화(diversification)에 대한 정의는 연구자에 따라 다양한 개념으로 제시되고 있으며 점차 그 의미가 확대 해석되는 방향으로 새롭게 정의되고 있다. Gort(1962)는 시장의 수에 근거한 산출물의 이질성(heterogeneity of output)증대로 정의하고, 산출물의 이질성은 각 산출물이 제공되는 시장 수에 기반을 둔다고 하였다. Berry(1975)는 기업

이 활동하는 산업의 수 증가를 다각화라고 하였으며, Kamien and Schwartz(1975)는 한 산업에 속한 기업이 다른 산업의 제품을 생산하는 정도로 다각화를 정의하고 있고, Pitts and Hopkins(1982)는 산업 대신 사업이라는 용어를 사용하면서 기업이 서로 다른 사업을 동시에 운영하는 정도로 기업의 다각화를 정의하였다.

이에 반해 Booz, Allen and Hamilton(1985)은 다각화를 다차원성에 초점을 두고 성장을 가속화하고 전체 위험을 감소하기 위해서 사업 기반을 확장하는 수단이라고 정의하였으나, 그들의 정의는 다각화의 목표, 방향, 수단을 포괄하지만 관리상의 연계와 다각화의 과정을 포함하지 않는 한계가 있다.

Varadarajan and Ramanujan(1987)은 이러한 기존 개념정의의 한계를 상당부분 극복하면서 다각화가 진행되는 전 과정을 포함하는 포괄적인 개념을 제시하였다. 즉, 기업의 다각화(diversification)란 하나의 기업 혹은 사업부서가 내부개발이나 인수를 통해 새로운 활동영역으로 진출하는 것을 의미하며, 다각화는 관리구조, 관리시스템, 기타 관리과정의 변화를 수반한다는 것으로 관리상의 연계 메커니즘의 변화를 수반하지 않는 제품라인의 단순 확장은 다각화의 개념에 포함되지 않는다는 것이다.

정명일·김인수(1997)는 자원기준관점에서 다각화를 새로운 시장에 진입함으로써 자원능력을 확장해 나아가는 역동적 과정으로 정의하고 있다. 따라서 연구자들의 다각화의 정의는 초기에는 상태(state)측면에

그 초점을 맞추었으나 점차 기업의 행위(act)측면에 초점이 맞추어지고 있다.

<표 2-1> 주요 연구자의 다각화 개념

연구자	정의
Gort(1962)	시장의 수에 근거한 산출물의 이질성(heterogeneity of output) 증대
Berry(1975)	기업이 활동하는 시장 수
Kamien and Schwartz (1975)	한 산업에 속한 기업이 다른 산업의 제품을 생산하는 정도
Pitts and Hopkins (1982)	기업이 동시에 다른 사업을 영위하는 정도
Booz, Allen and Hamilton(1985)	성장을 가속화하고 전체위험을 감소하기 위해서 사업의 기반을 확장하는 수단
Varadarajan and Ramanujam(1989)	하나의 기업 혹은 사업부서가 내부개발이나 인수를 통해 새로운 활동영역으로 진출하는 것
정명일 · 김인수(1997)	새로운 시장에 진입함으로써 자원능력을 확장해 나아가는 역동적 과정

2. 다각화의 동기

기업이 다각화하는 동기로는 성장추구, 위험감소, 시장지배력, 범위의 경제 그리고 내부시장의 활용을 들 수 있다. 기업의 성장은 기업 내부의 구성원들에게 승진기회 등 좋은 기회를 가져오고 최고경영자에게

는 성장 그 자체가 영예였으며 특히 과거 한국의 재벌 총수들은 재계에서 그룹의 순위에 굉장히 민감했다.

성장을 위한 다각화는 기업의 내부 구성원들에게 매우 매력적인 전략이었다. 하지만 이러한 다각화는 비효율적인 것으로 평가되고 있다. 즉, 최고경영자나 기업의 구성원은 주주들의 이익을 대변하여 기업을 관리하는 대리인으로 이들이 자신의 만족을 위해서 기업을 확장한다면 이는 주주의 이익에 반하는 행위라는 것으로 이를 대리인 문제(agency problem)이라고 한다.

Berle and Means(1932)가 주인(principal)인 기업 소유주와 대리인인 경영자의 분리현상에 주목한 이래 기업의 다각화를 대리인 이론의 관점에서 분석하려는 시도가 이루어졌다.

Jensen(1986)은 사적이익을 추구하는 경영자가 왜 과도한 확장을 추구하는가에 대해서는 최소한 다음과 같은 두 가지 이유가 있다고 지적하였다. 첫째, 경영자는 자신의 고유기능에 대한 수요를 늘리는 방향으로 기업의 다각화를 시도한다는 것이다. 둘째, 경영자들은 종종 사전에 결정된 목표를 달성하지 못하거나 극단적으로 부도가 나는 경우에 경영자는 직업을 잃고 미래의 고용과 잠재적인 수입에 타격을 입는다. 따라서 경영자는 이러한 위험을 감소하는 수단으로써 기업소득의 흐름을 안정시킬 수 있도록 복합합병을 통해 다각화를 추구한다.

Shleifer and Vishny(1989)는 이와 같은 경영자의 고용위험 회피를 위한 행동은 종종 기업가치의 극대화를 넘어서 투자를 한다고 주장하

였다. Lang and Stultz(1994), Berger and Offelk(1995)는 다각화 정도가 높은 경우 기업가치가 낮다는 연구결과도 제시하였으며 Denis, Denis and Sarin(1997)은 그 이유로 대리인 문제를 제시하였다.

기업이 다각화하는 또 다른 동기는 위험분산이다. 즉, 개별사업들의 경기순환에서 발생하는 위험을 줄일 수 있다는 것으로 주기적으로 호황과 불황이 반복되는 업종의 경우, 경기변동이 심하지 않은 업종의 사업을 동시에 영위한다면 자금흐름의 안정성을 가져갈 수 있는 것을 의미한다.

위험감소는 기업의 소유주인 주주에게는 도움이 되지 못한다. 주주는 자신의 포트폴리오 관리를 통해 이러한 위험을 관리할 수 있기 때문이다.(Williamson, 1975) 실제로 많은 실증연구에서는 경영자가 자신의 고용위험을 줄이거나 보다 많은 인센티브를 위해 다각화를 지적하고 있으나 소유와 경영이 분리되어 있지 않은 한국에서 이러한 논리를 바로 적용하기 어렵다.

다각화의 또 다른 동기는 범위의 경제 실현이다. 여기서 범위의 경제(economics of scope)란 한 기업이 두 가지 제품을 동시에 생산할 때 소요되는 비용이 각각 한 제품씩 개별적으로 생산할 때 소요되는 비용보다 훨씬 적다는 것이다. 기존에 보유하고 있는 경영자원이나 경험을 새로운 사업에 적용하는 것이다. 새로운 사업을 추진하면서 기존의 유통망을 활용한다거나 기존에 소비자들에게 알려진 브랜드를 활용하는 것이다.

신고전학파의 경제이론에 따르면 기업의 목표는 이윤극대화에 있다. 완전 경쟁 하에서는 평균 고정비용을 보전하는 정상이윤만을 획득할 뿐이다. 정상이윤 이상의 이윤확보를 위해서는 시장 내에서 시장 지배력을 발휘할 수 있는 독과점적 지위를 확보해야 하며 다각화는 이윤극대화를 위해 독과점적 지위를 확보하는 수단으로 이해된다.

기업은 다각화를 통해 시장지배력을 확보하고 이후 약탈적 가격설정(predatory pricing)이나 상호구매(reciprocal buying), 상호경쟁자제(mutual forbearance) 등을 통해 이윤극대화를 추구한다는 것이다. (Montgomery, 1984) 여기서 약탈적 가격설정이란 특정시장에서 자신의 비용이하로 가격을 인하하여 경쟁자를 쫓아내는 것이며 상호구매란 다각화된 기업들이 상호구매를 통해 경쟁을 자제하고 서로 암묵적인 담합을 하는 것이다.

상호경쟁자제는 다각화된 2개의 기업이 한 시장에서 경쟁을 시작하면 이러한 경쟁이 참여한 모든 시장으로 확산되어 이들 기업모두에게 심한 타격을 주게 되므로 서로의 관계를 인정한다는 것이다. (Edwards, 1955; Scott, 1982, 1987, 1991; 조창현, 1998)

기업이 시장의 실패에서 발생하는 높은 거래비용을 줄이기 위해 다각화를 통해 내부시장을 형성한다. 이러한 거래비용의 관점은 Coase(1937)에서 비롯되었지만 중요한 개념정립과 이론의 발전은 Williamson(1975, 1979, 1985)에 의해 이루어졌다. 특히 과거 한국과 같이 자본시장이나 인력시장이 낙후되어 있는 경우에 다각화된 기업에

서 내부자본시장과 내부인력시장은 경쟁우위의 원천이 되었다.
(Chang and Choi, 1988)

이를 정리하면, 성장추구나 위험감소를 위한 다각화는 주주의 이익과 배치되기 쉽다. 대주주가 기업을 경영하고 있는 한국의 경우 다각화는 소액주주의 희생을 요구하는 경우가 발생하기 쉽다. 이에 반해 범위의 경제, 시장지배력의 행사, 내부시장의 활용 동기는 다각화를 통한 가치 창출에 활용될 수 있다.(장세진, 2003)

3. 다각화의 형태

다각화의 형태는 다양한데 가장 중요한 형태구분은 기존 활동과 신규 활동 간의 관련정도를 기준으로 관련다각화와 비관련다각화로 구분하는 것을 들 수 있다. 일반적으로 관련다각화는 잉여자원 활용과 시너지 효과를 목표로 하고, 비관련다각화는 일반적인 경영자원 활용과 체계적인 위험감소를 위한 자산 운용상의 이점을 목표로 한다. <표 2-2>에는 Salter and Weinhold(1978)가 제시한 관련 다각화와 비관련 다각화의 잠재이익이 제시되어 있다.

<표 2-2> 관련 다각화와 비관련 다각화의 잠재이익

구분	관련다각화	비관련다각화
제품-시장 유발	유사한 마케팅이나 유통성격, 유사한 제조기술, 과학기술을 기초로 다른 사업에 진출	주 사업의 성공변수와 관련 없는 변수를 가지고 다각화 추진
이전가능 자원	조업, 기능적 기술, 유통체계에서 잉여인력 활용, 생산설비, 연구개발 활용	일반적인 경영기술, 유흥자금
잠재적 이익성격	시너지로 인한 생산성향상, 규모의 경제에 따른 원가우위 소득흐름 가변성감소	효율적인 현금관리와 투자자금 할당, 자본비용 감소, 상호보조로 이윤 증가, 체계적인 위험감소, 소득흐름 증가
잠재이익 달성 용이성	이득달성 용이	흡수통합에 따른 조직 문제관리의 어려움

출처: Salter and Weinhold(1978), p.15.

Rumelt(1974)는 개념적인 다각화유형을 분류하는 기준을 제시하였을 뿐만 아니라 다각화전략의 유형을 현실에 맞게 더욱 세분화하였고, 이를 바탕으로 다각화전략과 조직구조의 적합성(fit)이 성과에 미치는 영향에 관한 실증분석을 실시하였다. Rumelt(1974)는 전업전략(S : Single), 수직적 결합전략(V : Vertical), 본업중심의 다각화전략(D : Dominant), 관련사업다각화전략(R : Related), 비관련사업다각화전략(U : Unrelated) 5가지 유형의 다각화 전략을 제시하였다.

Rumelt(1974)의 분류는 단위사업이 총매출액에서 차지하는 백분율을 기초로 하고 있다. 단위사업은 기업에 따라 다르며 마케팅, 유통, 연

구개발, 기술, 생산 또는 각 요소들의 조합에 따라 정의할 수 있다. 다각화전략의 유형분류에 있어서 기준이 되는 세 지표는 특화비율, 수직비율과 관련비율이다.

특화비율(specialization ratio)은 기업의 총매출액 중에서 최대단위사업의 매출액이 차지하는 비중으로 측정되고, 수직비율(vertical ratio)은 수직적으로 통합된 제조공정에서 생산되는 중간재, 부산물, 최종재의 매출액이 총매출액에서 차지하는 비중으로 측정되며, 관련비율(related ratio)은 기술, 시장, 자원, 목적이 상호연관성을 가지는 사업부문의 매출액이 총매출액에서 차지하는 비중으로 측정된다(Rumelt, 1974). 이와 같은 기준에 따르면 기업의 다각화 유형은 전업형($SR \geq 0.95$), 수직형($VR \geq 0.7$), 본업형($0.95 > SR \geq 0.7$), 관련형($SR < 0.7$, $RR \geq 0.7$), 비관련형($RR < 0.7$) 등으로 분류된다.

Hill and Hoskisson(1987)도 기업의 전략적 측면에 초점을 두고 기업은 다각화하기 위하여 관련다각화, 수직결합, 비관련다각화 3가지의 전략을 사용한다고 제시하였다. 즉, 수직결합과 연결된 수직경제성, 관련다각화와 연결된 시너지경제성, 비관련다각화와 연결된 재무경제성을 실현하기 위해 다각화 기업이 운영된다는 것이다. 기업집단의 다각화 유형은 관련다각화와 비관련다각화가 복합된 형태를 띠고 있음을 인식할 필요가 있다. 다만 기업집단의 다각화는 수평결합 또는 수직결합의 유형이 두드러지느냐 아니면 순수한 복합결합의 유형이 두드러지느냐에 따라 기업집단 간에 다각화의 현상은 차이를 보일 수 있을 것이

다.

4. 다각화와 경제적 성과

우리나라에서 재벌의 다각화와 경제적 성과에 대한 경험적 연구는 많이 이루어졌다. 조일흠·이성규(1987)는 1985년 말 현재 30대 기업 집단의 제조업부문에 대한 1980년 및 1985년 자료를 이용하여 엔트로피 다각화지수를 계측한 후 매출액순이익율과의 관계를 분석하였다. 분석결과, 총 다각화와 관련 다각화가 수익성에 긍정적인 영향을 미쳤으나 비관련 다각화는 수익성에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

1984년 108대 그룹의 다각화유형을 분류한 정구현(1987)의 연구에서도 전업형, 관련형, 비관련형, 수직형, 본업형의 순서로 매출액 순이익률이 높게 나타났다. 1970년부터 1986년까지의 6대 그룹의 자료를 이용한 곽승영(1989)의 연구에서도 평균계열사 수의 성장이 큰 기업이 매출액 순이익률에서도 높은 것으로 나타났다.

조동성(1990)은 1985년부터 1987년까지의 기간에 대해 50대 기업집단 중 자료가 미비한 기업집단을 제외한 45개 기업집단을 대상으로 다각화가 총자본순이익률 및 기업순이익률에 부정적인 영향을 미치는 것을 발견하였다. 홍현표(1991)는 1986년부터 1989년까지의 기업집단별 평균자료를 이용하여 관련다각화의 동기로 기술적 경제성을, 비관련다

각화의 동기로 내부금융시장을 각각 제시하였다.

정구현(1991)은 대규모 기업집단의 다각화는 비관련다각화로 특징지어지며 1984-1989년 자료에 기초하였을 때 전문화되어 있는 기업집단보다 다각화되어 있는 기업집단의 수익성과 성장성이 더 우수하다고 주장하였다.

홍재범(1998)은 1987년에서 1996년까지 10개년을 대상으로 대규모 기업집단의 다각화와 경제적 성과를 경영자원론의 시각에서 분석하여 상위 대규모 기업집단(4대)은 금융업, 중위 대규모 기업집단(10대)은 관련분야로, 하위 대규모 기업집단(20-30대)은 비관련분야로 다각화를 추진하고 있음을 제시하였다. 이수복·한성덕(1998)은 1992년에 공정거래위원회에서 발표한 자산 5000억 이상의 78개 기업집단과 1056개의 계열기업들을 1차적인 대상으로 하고 그 중 규모가 아주 작거나 금융관련 기업들은 제외하며 최종적으로 710개의 계열기업들을 표본기업으로 분석하여 관련다각화는 수익성에 긍정적인 영향을 미치고 비관련다각화는 수익성에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이수복(1999)은 다각화수준이 낮은 경우 다각화가 수익성을 증가시키나 적정수준을 넘어서면 오히려 집약도를 감소시킴을 제시하고 이수복(2000)은 다각화가 높을수록 오히려 평균적으로 높은 시장점유율을 가지고 있으며 이는 기존기업의 합병 또는 신규사업으로의 내부확장 등의 다각화를 통하여 개별시장에서의 시장점유율을 평균적으로 증가시키고 있다고 지적하였다.

전인우(2000)는 1987년부터 1993년까지의 패널자료를 대상으로 기업집단의 다각화가 이윤율에 부정적인 영향을 미친다고 제시하였다. 최정표·이재기(2002) 1985년부터 1995년까지의 25대 재벌의 균형패널자료를 가지고 다각화가 총자산순이익율에 미치는 영향을 분석하였었다.

기존 연구들과 달리 다각화를 계열기업과 관련 없이 그룹전체가 업종을 증가시키는 다각화와 재벌이 계열기업을 확장해 나가는 다각화로 구분하여 다각화를 정의하여 분석을 시도하여 계열기업 수를 늘리거나 그 분포를 일정하게 증가시킬 때 이윤율이 증가한다는 결과를 제시하였다. 앞서 제시한 연구결과를 정리하면 <표 2-3>과 같다.

<표 2-3>을 보면 조일흠·이성규(1987), 곽승영(1989)은 다각화가 수익성에 긍정적인 영향을 미친다고 한 반면 정구현(1987), 조동성(1990), 이수복·한성덕(1998), 전인우(2000)는 수익성에 부정적인 영향을 미친다고 주장하고 있다. 결국, 많은 연구들이 다각화와 성과간의 관계에 초점을 맞추어 왔지만 어떤 일관된 결과를 발견하지 못했다. 최근 연구에서 한국과 같은 신흥국가에서는 Khanna and Palepu(1998, 2000)은 내부시장의 메커니즘 등으로 인해 다각화의 긍정적인 효과가 나타난다고 제시하였다.

<표 2-3> 다각화와 수익성과의 관계에 관한 실증연구결과

연구자	분석대상	이윤율 계측	다각화 계측	분석결과
조일흠 · 이성규 (1987)	1980,1985년 30대 기업집단	매출액순이익률	엔트로피총지수 관련지수 비관련지수	+(1980),(1985) +(1980),(1985) +(1980), +(1985)
정구현 (1987)	1984년 108대 기업집단	매출액순이익률	Rumelt 방식	전업형>관련형> 비관련형>수직형 >본업형
곽승영 (1989)	1970~1986년 6대 기업집단	매출액순이익률	계열기업 수 성장률	+
조동성 (1990)	1985~1987년 45개 기업집단	총자본순이익률 기업순이익률	베리지수	-
홍현표 (1991)	1986~1989년 36개 기업집단	자기자본순이익률, 총자본이윤율	엔트로피총지수 관련지수	? ?
이수복 · 한성덕 (1998)	1989~1991년 78개 기업집단	매출액순이익률 자기자본순이윤율	엔트로피총지수 관련지수 비관련지수	- + -
전인우 (2000)	1993년 30대 기업집단 중 28개 (동아건설과 한진 제외)	총자본 경상이익률	엔트로피지수 관련지수 비관련지수	- ? -
최정표 이재기 (2002)	1985년부터 1995 년까지의 25대 재벌의 균형패널 자료	총자산순이익률	계열기업과 관련 없이 그룹전체가 업종을 증가시키 는 다각화, 재벌 이 계열기업을 확장해 나가는 다각화	계열기업 수를 늘리거나 분포를 일정하게 증가시 킬 때 이윤율이 증가

제 2 절 소유구조

1. 소유구조의 개념

소유구조(ownership structure)란 기업의 발행주식 총수를 100%로 보았을 때 소유자가 누구인지? 그 분포가 어떻게 되어 있는 지를 분석하는 것이다. 소유구조는 2 가지 시각에서 정의가 가능하다. 첫째, 기업 일반에 있어서 소유자는 직간접적인 기업의 통제권과 잔여이익에 대한 청구권을 지니는 자로서 기업과 거래관계를 지니는 자들의 구조문제로 정의할 수 있다. 둘째, 기업의 소유구조를 여러 종류의 자본제공자의 구조로 인식하고 소유구조를 주식소유자의 구조 문제로 파악한다.(김석용, 1991)

재벌과 관련하여 2가지 유형의 연구가 존재한다. 첫째는 일본의 연구에 영향을 많이 받은 것으로 재벌의 구성을 소유구조측면에서 재구성해 보는 것이며 둘째는 주식소유 집중도의 결정요인과 그 성과를 규명하는 것이다.

2. 재벌의 소유형태 유형에 대한 연구

한국 재벌의 소유구조에 대한 최초 연구자로서 1960년부터 연구한 핫토리 타미오(服部民夫)(1988)는 한국 재벌의 소유구조형태는 3가지

로 구분되며 3유형은 일정한 순서로 변화해 간다고 주장하였다. 여기서 3가지 형태란 오너독점형, 중핵기업지배형, 상호소유형을 의미하며 오너독점형은 오너가 자연인 자격으로 계열기업의 주식을 대량으로 직접 소유하고 있는 형태이며 중핵기업지배형은 오너가 중핵기업을 소유하고 중핵기업이 산하의 계열기업을 지배하는 형태이고 상호소유형은 중핵기업이 계열기업의 주식을 소유하여 지배할 뿐만 아니라 그룹 내 계열기업간에도 주식을 상호 소유하는 형태이다.

국내 주요연구로서 강철규·장지상·최정표(1991)는 총수소유형, 단일 중핵기업형, 복수 중핵기업형의 3가지를 제시하였다. 총수소유형은 재벌총수가 계열기업 중 다수 기업의 대주주로 되어 있고 그 중의 하나 혹은 두 세 개의 기업이 다시 다른 기업을 소유하는 형태이고, 단일 중핵기업형은 총수가 1단계로 한 개의 기업을 중핵기업으로 소유하고, 다음 단계로 중핵기업이 다시 계열기업들을 소유하는 형태이며, 복수 중핵기업형은 중핵기업이 하나가 아니라 다수인 경우로 제시하였다.

이학중(1993)은 한국 재벌의 소유구조를 소유주독점형, 중핵기업지배형, 상호균등형의 3가지로 분류하고 있어 핫토리의 주장을 수용하면서 중핵기업지배형의 경우 핵심기업의 하나인 점을, 그리고 상호균등형의 경우 핵심기업이 하나가 아니라 여러 개가 존재한다는 점을 강조하였다.

공병호(1995)는 5가지 유형의 소유구조를 제시하였다. 오너가 계열기업들을 직접 지배하는 오너지배형, 오너가 직접 소유하는 대신에 오너

가 모기업 혹은 창업기업을 직접 지배하고 나머지 계열기업들은 모기업이 지배하는 모기업지배형, 오너가 중핵기업과 그 밖의 계열기업을 동시에 지배하는 복합지배형, 오너가 모기업을 지배하고 모기업이 다시 중핵기업을, 그리고 중핵기업이 산하의 계열기업을 지배하는 두단계지배형, 끝으로 오너가 중핵기업과 비영리재단을 통하여 산하의 계열기업을 간접 지배하는 상호지배형이다. 이러한 유형구분을 토대로 그는 재벌의 소유패턴이 일정한 규칙성을 갖고 변화하지 않는다고 주장하였다. 다시 말하면 재벌의 소유구조가 오너지배형에서 시작하여 모기업지배형을 거쳐 끝으로 상호지배형에 이른다는 주장이 있으나 이처럼 재벌의 소유패턴이 일정하게 변화한다는 어떤 증거도 발견할 수 없다는 것으로 기존 연구들과 상반되는 주장이다.

임웅기(1997)는 우리나라 10대 재벌기업의 소유구조와 가족지배형태 연구에서 5가지 유형의 소유구조를 제시하고 있다. 첫째, 오너가 계열기업들을 직접 지배하는 직접적 가족지배형. 둘째, 오너가 직접 소유하는 대신에 오너가 모기업을 직접 지배하고 나머지 계열기업들은 모기업이 지배하는 모기업을 통한 간접적 가족지배형. 셋째, 오너가 비영리재단을 지배하고 비영리재단이 모기업을 지배하며, 모기업이 다시 나머지 산하 계열기업들을 지배하는 방식의 비영리재단을 통한 간접적 가족지배형. 넷째, 앞의 3가지를 접목한 형태인 복합적 가족지배형. 복합적 가족지배형은 오너가 비영리재단, 모기업, 계열기업을 동시에 지배하며, 비영리재단과 모기업은 다른 산하 계열기업들을 지배하는 형태이

다. 마지막으로 경영지배적 형태는 대주주(오너)가 없고 소유가 분산되어 있는 기업의 경우에 이들은 각 소유주의 모기업을 통하여 산하 계열 기업들을 지배하는 것을 의미한다.

이를 정리하면 <표 2-4>과 같다. 한 가지 흥미로운 것은 핫토리 타미오를 비롯하여 강철규, 장지상, 최정표(1991), 이학중(1993), 임웅기(1997) 등은 이러한 소유형태가 기업발전 차원에서 어느 정도 일정한 순서로 변화해 나아가고 있다고 제시하고 있는 반면 공병호(1995)는 이러한 어떤 근거를 발견할 수 없다고 주장하였다.

한편, 외환위기 이후 재벌의 소유형태에 대한 논의는 기존과는 다른 시각에서 전개되었다. 재벌의 과도한 다각화가 상호출자 혹은 순환출자에 의한 것이며 이를 제한해야 한다는 것이다. 즉, 소유구조가 지배구조로 연계되면서 계열사간의 출자가 상호출자와 피라미드출자로 구분되어 논의가 진행되었다. 이는 La Porta et al.(1999)의 연구에 영향과 외환위기 이후 재벌의 상호출자에 의한 사업 확장이 문제가 되면서 제기된 것이다.

강철규 · 장지상 · 최정표(1991), 정구현(1995), 최정표(1997), 강철규 · 최정표 · 김건식 · 이재희(2000)는 상호출자, 순환출자가 계열사간의 출자에 근간이라는 주장을 펴고 있지만 김진방(2000)은 계열사간의 출자가 피라미드출자라고 제시하고 있으며 서정환(2002)도 상호출자보다는 피라미드출자가 상호출자의 일반적인 형태라고 주장하고 있고 홍명수(2003)도 피라미드 출자를 통해 재벌 총수가 전 계열사에 대해 지

배권을 행사하고 있다고 제시하였다.

<표 2-4> 한국 재벌의 소유형태 변화에 관한 연구결과

연구자	소유형태	비 고
하토리 타미오 (1960년대)	오너독점형, 중핵기업지배형, 상호소유형	일정한 순서로 변화
강철규, 장지상, 최정표(1991)	총수소유형, 단일 중핵기업형, 복수중핵기업형	일정한 순서로 변화
이학중(1993)	소유주독점형, 중핵기업지배형, 상호균등형	일정한 순서로 변화
공병호(1995)	오너지배형, 모기업지배형, 복합지배형, 두단계지배형, 상호지배형	재벌의 소유패턴이 일정하게 변화한다는 어떤 증거도 발견할 수 없다
임웅기(1997)	직접적인 가족지배형, 간접적 가족지배형, 비영리재단을 통한 간접적 가족지배형, 복합적 가족지배형, 경영지배적 형태	일정한 순서로 변화

3. 재벌의 소유구조 결정요인에 대한 연구

소유구조 결정요인에 대한 연구가 본격적으로 이루어지기 시작한 것은 Fama and Jensen(1983a)이 대리인이론 시각에서 소유구조가 내생 변수로서 연구대상이 될 수 있음을 시사한 이후이다. 또한 Demsetz-Lehn(1985)에 의해 소유구조변화가 기업가치 미치는 영향에

대한 최초의 실증연구를 실시한 이후 많은 연구가 이루어졌지만 일관된 결론을 찾고 있지 못한 상황이다.

Demsetz-Lehn(1985)는 대리인이론 시각에서 소유구조에 미치는 요인을 찾고자 하였으며 그 요인으로 기업규모, 통제가능성(control potential), 소유주의 개인적 선호도(amenity potential) 및 정부규제를 설정하였다. 그 결과, 기업규모가 커짐에 따라서 자금수요의 증대에 따른 지분의 자연적 감소, 기업통제에 필요한 지분감소, 포트폴리오 위험을 줄이기 위한 지분감소 등이 종합적인 대주주의 지분하락요인으로 작용하였다.

기업의 수익이 불안정하고 위험이 높은 경우는 경영자는 자신의 지분을 더욱 높여서 기업을 직접 통제함으로써 얻는 이익이 더 크다고 생각하여 지분상승요인으로 작용하였다고 하였으며 정부규제는 경영자의 자의적인 행동을 더 많이 규제하게 되어 소유경영자의 통제기능을 대신하게 됨으로서 지분하락 요인으로 작용한다고 제시하였다.

한국의 주요 실증연구로 임웅기(1989), 김석용(1991), 홍현표(1993), 최승빈(1993), 김건우(1997), 신연수·임병진(1999)을 들 수 있다.

임웅기(1989)는 Demsetz-Lehn(1985) 모형의 기초 하에 Chandler(1980)의 기업발전론 시각과 Fama and Jensen(1983b)의 의사결정관리 및 통제를 고려하여 소유구조결정요인을 분석하였다. 1986년 말 355개 중 277개의 상장기업을 대상으로 사업위험(시장변수; 시장 모형의 표준오차, 회계변수; 매출액 영업이익과 매출액순이익률의 표준

편차), 기업규모(주식의 $\log(\text{시가총액사업연수})$), 사업연수, 대주주 1인의 이사직 참여율(전체이사직 중 대주주 1인 및 가족이 점유하는 비율)을 결정요인으로 분석하여 영업위험만 대주주지분에 영향을 끼치고 그 외 사업연수나 기업주의 이사직 참여 정도는 영향을 미치지 않는 것을 발견하였다.

김석용(1991)은 임웅기의 연구를 발전시켜 대주주 1인지분에 영향을 끼칠 가능성이 있는 광범위한 요인을 독립변수로 사용하여 1988년 199개 상장기업을 대상으로 분석하여 경영자지분과 계열기업군 여부가 소유구조에 영향을 미치는 것을 발견하였다. 홍현표(1993)는 1989년 공정거래위원회에서 발표한 자료에 기초하여 기업집단 35개와 상장기업 303개의 소유구조 결정요인을 가중최소자승법에 의해 분석하였는데, 재벌집단의 경우 기업규모가 상승하면 대주주개인지분에 하락하고 계열사지분은 증가하는 것으로 나타났다.

최승빈(1993)은 30대 기업집단 계열 상장기업(총 79개사)을 대상으로 기업규모 및 환경의 불확실성 2개의 독립변수만을 사용하여 1991년 말 시점에서 소유구조 결정요인을 기업규모, 고정비율, 설립연한, 상장연한, 30대 기업집단 더미변수로 분석해 이들 변수가 대부분 소유구조에 상당한 영향을 미치고 있는 것을 발견하였다. 즉, 설립연한이 길거나 자본집약적일 수록 대주주지분이 높고 상장연한이 길거나 30대 재벌 소속일수록 대주주지분이 낮게 나타났다.

김건우(1997)는 홍현표(1993), 최승빈(1993)의 논문에서 간과한 다양

한 변수들을 독립변수에 추가하여 1993년 말을 기준으로 재벌 계열기업 64개사의 대한 실증분석을 실시하였는데 기관투자자의 지분과 기업규모만이 대주주지분에 부정적인 영향을 끼치는 것으로 나타났다.

신연수·임병진(1999)은 1993년부터 1996년까지 4년간의 분석 기간 동안 표본기업 수 270개(상장 연한이 최소한 3년 이상이며 1996년말 현재 상장된 기업)를 대상으로 대주주지분율에 영향을 미치는 요인으로 기업규모, 체계적 위험, 고정비율, 재무레버리지, 설립연한, 상장연한을 분석하였다. 분석결과 대부분의 변수가 대주주지분율에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 기업규모가 크고 고정비율이 높고 설립연한이 길면 대주주지분율이 높고 상장연한이 길거나 30대 재벌에 소속이면 대주주지분율이 낮게 나타났다. 소유구조 결정요인에 대한 기존연구 결과들을 정리한 것이 <표 2-5>이다.

4. 소유구조와 경제적 성과

소유구조와 기업가치에 대한 연구는 이해일치가설(convergency of interest hypothesis), 경영자안주가설(management entrenchment hypothesis), 절충가설, 무관련가설로 구분할 수 있다.

<표 2-5> 소유구조 결정요인에 대한 연구결과

연구자	연구대상	연구결과
임웅기 (1989)	1986년 말 277개의 상장기업	영업위험이 크면 대주주지분이 상승
김석용 (1991)	1988년 199개 상장기업	경영자 지분이 크면 대주주지분이 상승 계열기업군보다 비계열기업군에서 유의 한 결과
홍현표 (1993)	1989년 35개 대규모 기업집단과 개별기업 303개	기업규모가 상승하면 대주주 개인지분 이 하락하고 계열사지분은 증가 환경의 불완전성이 증가할수록 대주주 지분이 상승 부채비율이 상승할수록 대주주지분이 상승
최승빈 (1993)	1991년 30대 기업집단 계열상장사(총 79개사)	상장연한이 길거나 30대재벌 소속일수 록 대주주지분이 낮음
김진우 (1997)	1993년 말을 기준, 재벌 계열기업 64개사	기관투자가 지분과 기업규모가 상승하 면 대주주지분이 하락
신연수, 임병진 (1999)	1993년부터 1996년까지 4년간의 분석 기간 동 안 표본기업 수 270개	30대 재벌에 소속이면 대주주지분율이 낮음

이해일치가설은 경영자지분과 기업가치 간에 정(+)의 관계가 있다는 것이며 경영자안주가설은 경영자지분과 기업가치 간에 부(-)의 관계가 존재한다는 것이다. 절충가설이란 경영자지분과 기업가치 간의 관계가 경영자의 지분에 따라 변한다는 것이다. 무관인가설이란 기대되는 성과에 대한 합리적 투자 혹은 분산에 의해서 기업의 특정한 소유구조가 결정된다는 것이다.

이해일치가설은 Berle and Means(1932), Jensen and Meckling(1976)에 기초한 것으로 경영자의 지분이 상승할수록 경영자와 외부주주간의 갈등이 줄어 이해가 일치하게 되며 이러한 대리인비용의 감소가 기업가치 증가로 이어진다는 것이다. 이해일치가설의 타당성을 지지하는 실증연구들도 다수 있다. Kim, Lee and Francis(1988), Wruck(1989), Mehran(1995) 등은 소유 집중과 기업가치가 정(+)의 관계를 가진다는 것을 제시하였다.

경영자안주가설은 경영자의 소유지분이 증가하면 경영자가 기업가치 극대화보다는 자신의 사적이윤 추구를 위해 행동하게 되고 그에 따라 기업가치가 하락한다는 것으로 이러한 주장은 Fama and Jensen(1983a)에 의해 제기된 것으로 Jarrel and Poulsen(1987), Stulz(1988), Hanazaki and Akiyoshi(2003)의 실증분석에 의해 지지되고 있다.

절충가설은 Morck, Shleifer and Vishny(1988)에 의해 최초로 제기되었다. 즉, 소유집중도와 기업가치 간에는 비선형 관계가 존재한다는 것이다. 이사들의 지분이 0%-5%, 25%이상 구간에서는 기업가치가 증가하지만 5-25% 구간에서는 오히려 기업가치가 감소한다는 것이다. 이러한 절충가설은 이해일치가설, 경영자안주가설이 상호배타적인 것이 아니라 상호보완해 줄 수 있다는 것을 제시하며 이후 McConnel and Servaes(1990), Krole(1995), Hermalns, Kroszner and Sheehan(1999), Short and Keasey(1999) 등이 이를 지지하는 결과를

제시하였다.

무관인가설은 소유구조 자체가 경제주체들이 기업가치를 극대화하려는 과정에서 생겨난 결과물이라는 것이다. 기업의 소유구조는 외부환경이나 관련규제 및 정책의 산물이라는 것으로 Demsetz(1983)가 주장한 것이다. 이를 지지하는 실증연구로는 Loderer and Martin(1987), Cho(1998), Himmelberg, Hebbard and Palia(1999), Demsetz and Villalonga(2001)가 있다.

국내연구들은 대부분 경영자-주주 대리인 문제에 초점을 맞추면서, 소유경영자의 소유집중도가 기업가치에 미치는 효과를 분석하고 있다. 김주현(1992)은 소유경영자의 지분이 40%이하인 영역에서 지분이 증가할수록 기업가치가 하락하는 결과를 발견하여 경영자 참호가설을 지지하는 결과를 제시했다.

김우택 · 장대홍 · 김경수(1993)는 소유경영자 기업일수록 대주주 지분과 기업가치 간에 비선형관계가 존재하고, 전문경영자에 의해 경영되는 기업일수록 대주주지분율이 높을수록 기업가치는 선형적으로 감소한다는 결과를 제시하였다.

이재춘(1999)과 김영숙 · 이재춘(2000)은 기업가치와 대주주 1인 지분율 간에 U형의 곡선관계가 존재한다는 절충가설을 지지하는 결과를 발견하였다. 박기성(2002)은 내부 대주주지분율이 증가하면 기업가치도 증가하고 있다는 이해일치가설을 지지하는 결과를 제시하였다. 김병호(2002)는 회계적인 수익률이나 주식수익률은 소유구조와 유의한 관

계가 나타나지 않지만 토빈Q와는 유의한 관계가 나타난다는 결과를 제시하였다.

제 3 절 자본구조

1. 자본구조에 대한 개념

자본구조란 기업의 자금조달을 하는 데 자기자본과 타인자본의 배합을 의미한다. 자본구조에 대한 전통적 시각은 타인자본을 적절히 이용함으로써 기업가치를 극대화시킬 수 있다는 것이다. 이에 대해 Modigliani and Miller가 일련의 연구(Modigliani and Miller, 1958; Modigliani and Miller, 1963; Miller, 1977)를 통해 완전자본시장 하에서 기업의 재무구조와 기업가치가 무관함을 제시하면서 이후 일부 학자들이 MM이론의 일부 가정을 완화해도 그들의 주장이 성립됨을 제시하였다.

1970년대 이후 상당수의 학자들이 MM이론이 시장 불완전성에 따른 시장실패를 충분히 고려하고 있지 못하고 있으며 이러한 시장불완전성을 고려한다면 최적자본구조는 존재할 수 있다는 의견을 제시하였으며 대표적인 것이 정태적 상충이론(static trade-off theory)과 자금조달순위이론(pecking order theory)이다. 최근 들어서는 금융시장의 세계화·개방화가 급격히 진행되면서 기업의 자본구조를 내부의 특성으로

설명하기보다는 외부의 제도적 요인으로 설명하려는 시도가 활발히 진행되었다.

정태적 상충이론에서는 파산비용, 非부채세금효과, 대리인비용 등을 고려하면 최적자본구조가 존재할 수 있다고 제시한다. 예를 들어, 기업이 부채를 사용하는데 따른 세금효과는 일정수준까지는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만 그 이상의 부채이용은 파산비용과 대리인비용 등으로 인해 기업가치를 감소시킬 수 있다.

파산비용에 대한 주요 연구를 정리하면 다음과 같다. Kraus and Litzenberger(1973)는 상태선호모형(stage preference mode)을 이용하여 파산에 따른 비용과 세금이 고려되면 MM 이론은 더 이상 성립하지 않음을 제시하였다. Scott(1977)도 담보가치접근법(collateral value approach)을 통해 MM이론은 더 이상 성립하지 않음을 제시하였다. 즉, 기업이 담보자산을 충분히 소유하고 있지 못한 경우 타인자본의 비중이 커지면 기업가치가 감소한다고 주장하였다.

대리인비용에 대한 주요 연구결과들은 다음과 같다. Jensen and Meckling(1976)은 경영자가 위험이 높은 투자안을 선택하는 경우, 부채의 대리인비용이 발생한다고 하였다. 즉, 부채조달 이후 경영자가 주주의 극대화를 위해 채권자의 이익(부채가치)을 감소시키는 행동을 하면 채권자는 손실을 입게 된다. 하지만 채권자도 자금제공 후 다양한 방법을 동원하여 자산의 손실을 방어하려 한다. 따라서 경영자가 채권자의 이익을 무시하고 주주의 이익만 고려하면 기업의 가치를 하락시

켜 주주의 손실로 이어진다.

Myers(1977)도 기업가치를 증대시키나 위험도가 낮아 주주의 부를 증대시키지 않는 투자안을 포기하는 경우에도 부채의 대리인비용이 발생함을 제시하였다. 선우석호(1990)는 한국기업을 대상으로 성장기회와 부채비율은 부(-)의 관계가 나타나 부채의 대리인비용이 자본구조에 결정요인으로 작용하고 유형고정자산은 차입에 대한 담보로 이용될 수 있어 대리인 비용을 감소요인으로 작용하였다고 제시하였다.

자금조달순위이론은 정태적 상충이론이 제시하는 최적자본구조를 염두에 두지 않고 기업은 자금조달 시 저렴한 자금부터 우선 조달한다는 것이다. Myers(1984), Myers and Majluf(1984)가 정보비대칭 하에서 기업은 자본조달 수단으로 무위험 자금조달 수단인 내부자금, 저위험 부채발행, 고위험 부채발행, 주식발행 순으로 선호한다고 주장하여 학계의 주목을 받았다.

정보비대칭(information asymmetry)은 일반적으로 기업 내부자가 외부 투자자에 비해 정확하고 많은 기업정보를 보유한 상황을 가리킨다. 경영자는 업무수행 과정에서 투자계획, 수익성 등에 관해 양질의 정보를 획득할 수 있기 때문이다.

이들의 주장을 정리하면 다음과 같다. 필요한 자금을 외부에서 조달하기 위해서는 많은 비용이 소요된다. 예를 들어, 주식시장에서 주식발행을 통해 자금을 조달하기 위해서는 주식발행, 인수기관수수료 등 상당한 비용이 발생한다. 기업 내부에 여유자금이 있다면 이를 활용하는

것이 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 기업이 외부에서 자금을 조달할 경우 주식발행보다는 부채를 통한 자금조달을 선호한다는 것이다.

Titman and Wessels(1988)는 기업은 과거 이익을 창출한 경우 내부유보를 할 수 있기 때문에, 유보 가능한 이익규모가 재무구조를 결정한다고 제시하였다. 이들에 따르면 내부유보가 많은 기업은 낮은 부채 의존도를 유지할 것임을 제시한다.

국내연구 중 제도적 요인에 중점을 둔 연구를 제시하면 다음과 같다. 김영규(1986)는 한국 기업들의 재무구조는 산업별로 상이하고, 각 산업의 재무구조는 시간이 경과함에 따라 변화하나 산업별 부채의존도의 순위(順位)는 안정적인 결과를 발견하여 산업속성이 자본구조에 상당한 영향을 미치고 있음을 제시하였다.

신동령(1990)은 세제, 인플레이션, 금리변동과 같은 거시경제변수가 자본구조에 상당한 영향을 미친다고 지적하였다. 신은경(1999)은 법인세부담과 같은 조세제도가 자본구조에 상당한 영향을 미치고 있다는 결과도 제시하였으며 이은수(2003)는 호텔산업에 대한 분석을 통해 자산재평가제도가 자본구조에 상당한 영향을 미치고 있음을 제시하였다.

2. 재벌의 자본구조에 대한 제 연구

재벌의 자본구조를 설명하고 하는 경험적 연구를 제시하면(<표 2-6>

참조), 신동령(1993)은 담보제공, 상호지급보증 그리고 금융기관 보유가 기업의 부채조달을 용이하게 하고 있으며 이러한 제도적 요인이 재벌의 높은 부채비율을 설명할 수 있다고 지적하였다. 이영수·이종화(1999)는 재벌에 소속된 기업들의 부채수준이 소속되지 않은 기업들에 비해 매우 높은 수준이라고 지적하고 있다. 진태홍(2001)은 지급보증은행이 계열사의 연쇄부도를 야기할 수 있고 지급보증을 제공한 기업의 부도위험을 증가시킨다고 지적하면서 자본구조와 기업가치에 지급보증이 상당한 영향을 미치고 있다고 제시하였다.

<표 2-6> 재벌의 자본구조 결정요인에 대한 연구결과

연구자	연구대상	연구결과
신동령 (1993)	1986년 - 1991년 계속 상장한 200개 기업 (30대 61, 기타 139)	비재벌기업에서는 자본구조이론에서 제시하는 결과가 상당부분 나타났으나 재벌기업에서는 의미 있는 결과가 많이 나타나지 않음
이종화· 이영수 (1999)	1981 - 1996년 상장기업	한국기업의 높은 부채비율은 30대 재벌기업에 기인
진태홍 (2001)	1991 - 1999년 상장기업	지급보증은행이 계열사의 연쇄부도를 야기할 수 있으며 지급보증을 제공한 기업의 부도위험을 증가
김창배· 홍재범 (2003)	1994 - 2002년 외감기업	외환위기 이후 부채비율의 감소는 주로 대규모 기업집단에서 이루어졌으며, 이러한 감축의 주된 방법은 자산재평가, 계열사의 순환출자

3. 자본구조와 경제적 성과

Harris and Raviv(1991)는 기존 연구를 광범위하게 조사한 후 경영자의 주식소유나 부채의 사용이 일부 제한적이기는 하지만 대리인 비용의 절감 측면에서 기업성과와 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하였으며, Gross and Hart(1982)도 부채의 존재는 경영자로부터 하역금 특권사용을 제한하고 도산가능성을 없애도록 압박을 가하여 기업경영을 더욱 효율적으로 되게 한다고 하였다.

너무 많은 부채사용은 오히려 부채의 대리인 비용을 확대하고 위험전가를 유발한다. 여기서 위험전가란 부채가 증가함에 따라 주주가 오히려 더 위험한 투자안을 선호하는 것이다. 위험투자안에 투자를 해서 그 투자안이 성공하면 주주는 확정이자율로 부채를 상환하고 나머지 투자이익을 향유한다.

만약 투자안이 실패하면 출자금액에 대해서만 책임을 지고 채권자는 높은 투자위험을 지게 된다. 따라서 적절한 타인자본의 활용은 경제적 성과에 긍정적인 영향을 미치니 과도한 타인자본의 활용은 경제적 성과에 부정적인 영향을 미친다.

제 4 절 다각화, 소유구조 및 자본구조간 상호관계

앞에서 살펴본 기존의 연구결과들은 다각화, 소유구조 및 자본구조 사이에 상호영향관계가 있음을 시사하고 있다. 이러한 점을 구체적으로 살펴보기로 한다.

1. 다각화와 소유구조

주주는 자신의 포트폴리오 조정을 통해 위험을 용이하게 변화시킬 수 있기 때문에 위험한 사업 다각화를 통해 위험을 분산하고자 하지 않는다. 하지만 경영자는 이와 다른 동기를 가진다. 우선 경영자는 기업 규모 확대를 통해 경영자의 특권이나 기업 통제력 증대 혹은 규모 확대에 따른 경영자 보상을 증가시킬 수 있다.(Jensen, 1986; Stulz, 1990)

경영자는 주주와 달리 자신의 위험을 자유롭게 분산시킬 수 없으며 이를 위해 다각화에 나서고(Jensen and Murphy, 1990) 다각화를 통해 자산의 고유기능에 대한 수요를 증대시켜 기업과 자신을 불가분의 관계로 만들어 자신의 고용위험을 줄이려 한다(Shleifer and Vishny, 1989). 따라서 경영자의 이해가 주주의 이해와 일치되지 않거나 지배 메커니즘에 의해 모니터링 되지 않는 한 경영자는 다각화를 선호한다.

다각화와 소유구조에 대한 연구는 실증연구를 살펴보면, Hill and Snell(1988), Lewellen, Loderer and Rosenfeld(1985)에서는 내부지

분율과 다각화간에 부(-)의 관계를 나타낸다고 제시하고 있으며 Hill and Snell(1989), Lewellen, Loderer and Rosenfeld(1989)는 유의한 관계가 나타나지 않았다는 연구도 존재한다. 심지어 May(1995)는 내부지분율과 다각화 간에 정(+)의 관계를 제시하고 Dennis, Dennis and Sarin(1997)은 비선형관계를 제시하였다. 따라서 이들의 연구에서 다각화와 소유구조 간에 일관된 관계가 나타나고 있지 않다.

우리나라 기업집단의 다각화 동기를 분석하려는 경우에 고려해야 할 점들이 몇 가지 있다고 볼 수 있다. 첫째, 소유주에 의해 의사결정의 경영과 지배 또는 통제가 이루어지는 기업집단의 경영체제에 비추어 볼 때 대리인 관점으로 다각화 동기를 설명하는 데는 한계가 있다는 점이다. 둘째, 개별기업의 차원에서 이루어진 다각화 동기에 관한 논의를 기업집단 차원으로 확장시키는 문제이다. 기업집단의 다각화란 동일인의 소유·지배관계 하에서 각 계열기업이 다양한 업종에 참여하는 것을 의미한다. 따라서 기업집단의 다각화동기를 분석하려는 경우에 기업집단을 구성하는 계열기업 간의 소유·지배관계가 중요한 논점이 될 수 있다. 특히 소유경영자가 계열기업에 대한 직접적인 소유·지배의 관계를 유지할 수 있는 지배주주의 지분을 이외에 계열기업의 지분율을 고려한 소유구조의 문제를 감안할 필요가 있다. 이와 같은 특성을 고려하여 기업집단 차원의 소유구조와 다각화의 관련성을 본격적으로 분석한 연구로는 김영옥(1993)과 장지상(1995) 등을 들 수 있다. 김영옥의 연구는 삼성을 대상으로 다각화과정과 소유지분을 바탕으로 한

지배구조에 대해 분석하였다. 장지상의 연구는 소유집중과 다각화가 순환적 연결구조를 갖고 있음을 이론적으로 보이려고 하였다. 이러한 연구는 소유집중과 다각화와 같은 경제력집중의 현상이 독립적인 것이 아니라 상호연관성을 갖고 있다는 점에 주목하였다는데 큰 의의가 있다고 본다.

전인우(1997)는 30대 기업집단을 대상으로 소유구조와 다각화의 관련성을 실증분석하였는데 소유구조와 다각화의 상관분석에 따르면 내부지분 구성비율과 다각화는 양(+)의 상관관계를 보임으로써 계열회사 지분율의 확대가 다각화와 밀접한 관계가 있음을 제시하였다.

윤영섭·김성표(1999)는 상장기업을 대상으로 경영자소유지분과 다각화수준 간의 관계를 분석하여, 이들 간에 부(-)의 관계가 존재하고 있다고 제시하였다. 박기성·조동성(2002)은 지배 메커니즘을 고려하여 다각화와 내부지분을 간에 부(-)의 관계가 존재함을 제시하였다.

위의 관련 선행연구들을 고려할 때 다각화와 소유구조 간에는 상호연관이 있다고 결론지을 수 있다.

2. 소유구조와 자본구조

소유구조와 자본구조는 대리인이론, 정보비대칭이론으로 각각 설명해 볼 수 있다.

대리인이론 측면에서 소유구조와 자본구조를 살펴보면 다음과 같다.

경영자가 주식을 소유하게 되면 회사의 주인으로써 자신의 재산을 증식시키기 위하여 그들 자신만의 이익을 추구하지 않을 것이며 어느 정도의 부채는 경영자로 하여금 마음대로 현금흐름을 사용하게 되지 못하고 개인적인 행동을 하지 못하게 한다(Jensen, 1986).

경영자가 주식을 소유하고 기업이 부채를 사용하면 대리인 비용은 감소하게 되므로 소유구조와 자본구조 간에 양(+)의 관계가 존재한다. 하지만, 경영자가 100%주식을 소유할 경우 자산의 위험을 분산투자할 수 없어 부채사용을 회피하고 또한 부채의 일정수준이 증가하면 도산 위험이 커지므로 소유구조와 자본구조 간에는 음(-)의 관계가 나타날 것이다. 따라서 소유구조와 자본구조 간에는 일정 수준까지만 양(+)의 관계가 존재한다.

정보비대칭이론 측면에서 소유구조와 자본구조를 살펴보면 다음과 같다. 어떤 투자안에 대해 자금을 조달할 때 경영자는 그 투자안에 대해서 많은 정보를 가지고 있지만 외부의 투자가는 이를 모른다. 따라서 자금조달을 원활히 하기 위해서는 투자안의 정보가 투자가들에게 잘 전달되어야 한다. 이때 경영자는 투자안의 정보는 소유구조 혹은 자본구조라는 신호를 통해 전달한다.

Leland and Pyle(1977)은 경영자의 투자지분이 클수록 투자안이 양호하다고 외부투자가가 평가한다고 주장하였다. 즉, 정보비대칭적인 상황에서 경영자의 소유지분율이 투자의 질에 대한 정보전달도구로 사용되고 내부자와 외부자간의 대리인 문제를 감소시켜 부채사용을 촉진할

수 있어 소유구조와 자본구조 간에는 양(+)의 관계가 나타날 수 있다고 하였다.

Ross(1977)는 경영자가 높은 부채비율을 유지할 수 있다는 사실이 외부투자자로 하여금 그 경영자가 재무위험을 충분히 극복할 수 있다는 신호요인이 된다고 하였다. 이러한 신호전달은 정보비대칭 때문에 도덕적 위해(moral hazard)나 역선택(adverse selection)과 같은 문제를 발생시키기도 한다. 즉, 경영자가 투자안의 수익률이 좋지 않을 것을 알면서도 자본조달을 위해 의도적으로 소유지분을 높여 거짓신호를 보낼 수 있다.

국내 실증연구에서 김철중(1996)은 상장기업의 내부지분율이 부채비율과 양(+)의 관계가 있다는 결과를 제시하고 있으나 김석용(1991)의 연구에서는 이러한 결과가 나타나지 않았고 국찬표·정균화(1996)는 대주주지분이 부채비율과 양(+)의 관계가 있다고 제시하였다.

김건우(1997)는 소유구조와 자본구조 간에 정(+)의 영향관계가 존재하지만 소유구조와 자본구조가 상호의존적으로 결정되지 않는다고 하였다. 김병곤·송재호(2003)는 228개 상장기업을 대상으로 외환위기기(1997년~1998년)이전과 외환위기이후(1999년~2000년)로 구분하여 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 소유구조와 자본구조의 상호관계가 존재함을 제시하였다.

위의 선행연구들을 정리하면, Jensen·Meckling(1976), Morck·Shleifer·Vishny(1988), Stulz(1988), 김주현(1992), 김우택·장대

홍 · 김정수(1993), 지칭 · 장하성(2001) 등은 소유구조와 기업가치의 관계를, Modigliani · Miller(1958, 1963), Ross · Westerfield · Jaffe(1990) 등은 자본구조와 기업가치의 관계를 분석하였다. Chandler(1980), Leland · Pyle(1977) 등은 소유구조와 자본구조의 관계를, Bathala · Moon · Rao(1994), 김건우(1997) 등은 소유구조와 자본구조 간의 동시적 연관성을 파악하였으며, 박경서 · 백재승(2001)은 소유구조, 자본구조, 기업가치 간의 상호 내생성을 분석하였다. 따라서 소유구조와 자본구조 간에는 상호연관성이 있음을 추론할 수 있다.

3. 다각화와 자본구조

다각화와 자본구조 간의 관계를 공동보험효과, 과잉투자가설, 대리인 이론, 비대칭정보가설 시각에서 정리하면 다음과 같다(김병곤 · 박상현, 2001).

공동보험효과는 기업이 다각화하면 이익흐름이 안정성을 가져올 수 있으며 이는 부채부담능력을 높일 수 있고 이는 부채사용 증가로 이어진다는 것이다(Lewellen, 1971). 과잉투자가설은 다각화된 기업이 규모의 확대로 인해 외부신용등급 향상 등으로 부채조달의 용이성이 향상되므로 부채사용 증가로 이어질 수 있다는 것이다.

대리인이론에서 경영자가 자신의 사익을 추구하기 위하여 다각화를 추진하는 과정에 주주의 개입을 피하기 위하여 부채를 통한 자금조달

을 선호할 수 있기 때문에 부채사용증가로 이어질 수 있다. 따라서 다각화와 자본구조 간의 관계는 정(+)의 관계가 나타나고 김병곤·박상현(2001)은 다각화와 자본구조 간에 정의 관계가 존재함을 제시하였다.

제 5 절 연구가설의 설정

이론적 배경에서 살펴본 바와 같이 다각화, 자본구조 및 소유구조는 상호영향을 미치고, 이러한 상호영향관계가 기업의 이윤율에 영향을 미칠 수 있으며 이와 같은 관계를 검증하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

전인우(1997), 윤영섭·김성표(1999), 박기성·조동성(2002) 등은 다각화와 소유구조의 관계를, Jensen·Meckling(1976), Morck·Shleifer·Vishny(1988), Stulz(1988), 김주현(1992), 김우택·장대홍·김경수(1993), 지청·장하성(2001) 등은 소유구조와 기업가치의 관계를, Modigliani·Miller(1958, 1963), Ross·Westerfield·Jaffe(1990) 등은 자본구조와 기업가치의 관계를 분석하였다. Chandler(1980), Leland·Pyle(1977) 등은 소유구조와 자본구조의 관계를, Bathala·Moon·Rao(1994), 김건우(1997) 등은 소유구조와 자본구조 간의 동시적 연관성을 파악하였으며, 박경서·백제승(2001)은 소유구조, 자본구조, 기업가치 간의 상호 내생성을 분석하였다. 김병

곤·박상현(2001)은 다각화와 자본구조 간에 정의 관계가 존재함을 제시하였다. 그러나 이러한 많은 연구결과들에도 불구하고 이들 세 변수(다각화, 소유구조, 자본구조)의 관계에 대해서는 아직까지 일치된 결론을 내리지 못하고 있다. 따라서 본 연구에서는 다각화, 소유구조와 자본구조 간의 상호연관성에 대하여 파악해 보고자 한다.

가설 1 : 대규모 기업집단은 다각화와 소유구조, 자본구조를 서로 연계하여 결정한다.

지금까지의 다각화, 자본구조, 소유구조와 관련된 대부분의 연구들은 다각화, 자본구조, 소유구조 간의 상호관계를 고려하지 않고 단일방정식모형을 이용하여 기업의 다각화가 기업가치에 미치는 영향(윤영섭·김성호, 1999), 소유구조 및 자본구조가 기업가치에 미치는 영향(김병곤·송재호, 2003), 그리고 다각화와 자본구조가 기업가치에 미치는 영향(김병곤·박상현, 2001) 등을 독립적으로 분석하는 방법을 사용하여 왔다. 그렇지만 기업의 다각화, 소유구조 및 자본구조가 상호연관관계가 존재하기 때문에 기업의 다각화, 소유구조, 자본구조가 기업가치에 미치는 영향을 독립적으로 분석하는 경우에는 그 영향관계를 정확히 분석할 수 없게 된다. 따라서 본 연구에서는 Bathala·Moon·Rao(1994), 김건우(1997) 등이 소유구조와 자본구조의 동시적 연관성을 파악하기 위해 사용하였던 2단계최소자승법(2SLS)을 응용하여 기업

다각화, 소유구조 및 자본구조의 관계를 분석하고 이들의 상호작용 관계가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

가설 2 : 대규모 기업집단의 다각화, 소유구조, 그리고 자본구조의 상호 작용은 대규모 기업집단의 이윤율³⁾에 영향을 미친다.

3) 가설 2에서 기존의 연구들과 달리 기업가치를 사용하지 않고 이윤율을 고려한 것은 본 연구의 대상이 대규모 기업집단으로 주가자료의 입수가 가능하지 않기 때문이다.

제 3 장 실증분석의 설계

제 1 절 분석방법론

다각화, 소유구조, 자본구조에 관한 실증연구를 살펴보면 다중회귀분석을 사용하는 단일방정식 모형을 사용하거나 2단계최소자승법(two stage least squares, 2SLS)나 3단계최소자승법(three stage least squares, 3SLS)과 같은 연립방정식 모형을 사용한다. 단일방정식 모형인 다중회귀분석은 다각화, 소유구조, 자본구조를 종속변수로 하고 이들에 영향을 미칠 것으로 선형적으로 알려진 여러 변수를 독립변수로 하여 이들이 종속변수에 미치는 영향을 분석하는 것이다.

본 연구에서 분석하고자 하는 변수들인 다각화, 소유구조, 자본구조 간에 상호의존적인 영향관계가 존재하므로 어느 한 변수를 독자적으로 내생변수 혹은 외생변수로만 정의할 수 없어서 단일방정식 모형을 적용할 수 없다. 즉, 외생변수(X)와 오차항(u) 간에 독립적이라는 $Cov(X,u)=0$ 의 가정은 성립하지 않게 되고, 이러한 경우에 최소자승법을 적용하게 되면 문제가 발생한다. 이러한 경우 연립방정식모형을 사용한다.

연립방정식모형은 변수들 간에 상호 인과관계가 성립하는 경우에는

상호 인과관계를 갖는 변수들이 내생변수로 표시되는 여러 개의 방정식들로 구성된다. 연립방정식모형은 형태에 따라 통상적인 연립방정식체계(regular simultaneous equation system), 축차방정식체계(reduced equation system), 블록축차방정식체계(block recursive equation system), 외형상 무관해 보이는 방정식체계(seemingly unrelated equation system) 등으로 구분된다.

연립방정식모형이 갖는 추정상의 문제를 해소하기 위하여 도출될 수 있는 분석모형이 있는데 이를 유도방정식체계(reduced form equations system)라 한다. 연립방정식모형을 추정하는 방법은 크게 단일방정식추정방식(single equation estimation method)과 전체방정식추정방식(system method of estimation)으로 구분해 볼 수 있다.

단일방정식추정방식은 구조방정식을 개별적으로 추정하는 방식으로 연립방정식 내에 다른 회귀방정식을 고려하지 않고 하나씩만 고려하여 제한정보추정방법(limited information estimation method)이라 지칭되기도 한다. 간접최소자승법(indirect least-square, ILS), 2단계최소자승법(two stage least squares, 2SLS), 제한정보최우법(limited-information maximum-likelihood, LIML) 등이 단일방정식추정법이다.

전체방정식추정방식은 구조방정식 전체를 동시에 고려하여 추정하는 방법이다. 모형 내에 포함된 모든 정보를 활용하여 구조방정식 전체를 동시에 추정하는 방법이다. 따라서 이러한 방법은 일관성은 물론 접근

적 효율성이 동시에 보장되는 특성이 있으며 3단계최소자승법(three stage least squares, 3SLS), 전체정보최우법(full-information maximum-likelihood, FIML)이 있다.

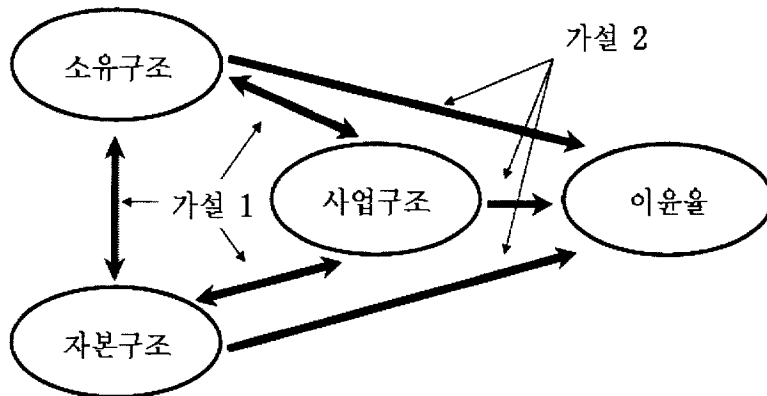
이러한 여러 가지 추정방법들은 자신의 장·단점이 있어 우열을 가리기가 어렵다. 본 연구와 같이 소 표본을 대상으로 한 경우 전체방정식추정방식(FIML)이 가장 정확성이 높으며(이종원·이상돈, 1996: 839) 본 연구에서 연립방정식 모형의 추정방법으로 전체방정식추정방식을 사용하였으며 이를 위해 SAS/ETS의 PROC MODEL을 사용하였다.

제 2 절 가설검증방법

다각화와 자본구조 그리고 소유구조의 상호의존성을 분석하고, 이들 변수들 간의 상호작용이 기업 이윤율에 미치는 영향을 분석하기 위하여 이들 간의 관계를 다각화방정식, 자본구조방정식, 소유구조방정식으로 설정하고, 이 방정식들이 기업이윤율 방정식에 미치는 영향을 분석하였다.

다각화와 자본구조 그리고 소유구조에 영향을 미치는 요인들을 통제하기 위하여 기업규모, 위험, 기업공개비중, 설립연수, 고정자산비율 등을 통제변수로 사용하였으며 이를 정리하면 <그림 3-1>과 같다.

<그림 3-1> 모형구조도



제 3 절 가설검증 방정식 및 분석대상변수

1. 가설검증 방정식

다각화방정식

기업다각화방정식은 소유구조와 자본구조가 다각화에 미치는 영향을 분석하기 위한 것이다. 종속변수는 다각화수준(BH)이며 독립변수는 부채비율(LR)과 내부지분율(OWN)이다. 다각화에 영향을 미치는 다른 요인들을 통제하기 위해서 공개기업비중(OPEN), 계열사지분(AFF), 연

령(AGE), 연도별 가변수(DYEAR)를 통제변수로 사용하였다.

$$BH = \alpha_1 + \beta_{11}LR + \beta_{12}OWN + \gamma_{13}OPEN + \gamma_{14}AFF + \gamma_{15}AGE + DYEAR$$

부채비율(LR)은 다각화(BH)와 정(+)의 관계를 예상할 수 있다. 그 이유는 과거 우리나라 기업들이 다각화의 자금을 내부유보보다는 외부 차입을 통해 대부분 조달해 왔기 때문이다.

내부지분율(OWN)이 다각화(BH)에 미치는 영향에 대해서는 정(+)과 부(-)의 관계 모두를 생각해 볼 수 있다. 내부자의 소유지분율(OWN)이 높으면 내부자는 기업가치 감소분에 대해서 더 큰 부담을 지니게 되므로 내부자는 주주 부를 감소시키는 투자를 자제하게 된다. 따라서 다각화와 내부지분율(OWN) 간에는 부(-)의 관계가 나타날 수 있다. 하지만 우리나라와 같이 소유경영자들이 사업 위험을 분산시키기 위해서 다각화를 추진하는 경우 다각화(BH)와 내부지분율(OWN) 간에는 정(+)의 관계도 나타날 수 있다.

공개기업비중(OPEN)이 커지면 기관투자자나 소액주주들의 견제가 심해지므로 대규모 기업집단이 다각화를 임의대로 진행할 수 없어 공개기업비중(OPEN)과 다각화(BH) 간에는 부(-)의 관계가 예상된다. 계열사의 순환출자이나 피라미드출자는 대규모 기업집단이 다각화를 추진하는 데 매우 유용한 수단으로 사용되어 계열사지분(AFF)과 다각화(BH) 간에는 정(+)의 관계가 예상된다.

설립연수(AGE)는 다각화(BH)와 정(+)의 관계를 예상할 수 있다. 대다수 기업집단들이 계열사 확대를 통해 외형확대 전략을 추진해 왔기 때문에 설립연수가 높은 기업집단일수록 다각화 수준이 높을 것이 전망된다. 연도별 가변수(DYEAR)는 연도에 따른 효과를 통제하기 위한 것이다.

자본구조방정식

자본구조방정식은 다각화와 소유구조가 자본구조에 미치는 영향을 분석하기 위한 것이다. 종속변수는 부채비율(LR)이고 독립변수는 다각화(BH), 내부지분률(OWN)이며 통제변수는 공개기업비중(OPEN), 위험(RISK), 고정자산비중(FIXED), 연도별 가변수(DYEAR)를 사용하였다.

$$LR = \alpha_2 + \beta_{21}BH + \beta_{22}OWN + \gamma_{23}OPEN + \gamma_{24}RISK + \gamma_{25}FIXED + DYEAR$$

다각화(BH)가 자본구조(LR)에 미치는 영향을 정(+) 혹은 부(-)의 관계 모두 예상할 수 있다. 공동보험효과 가설에 따르면 다각화된 기업은 전업화된 기업에 비해 상대적으로 위험이 적어 부채부담능력이 크며 이러한 부채부담능력은 부채비율 상승으로 나타날 수 있다. 이와는 반대로, 내부자본시장 효율성 가설에 따르면 다각화된 기업은 보다 효율

적으로 자금을 할당할 수 있는 내부자본시장을 형성하게 되므로 적은 부채를 조달하게 된다. 따라서 이러한 효율성은 부채비율하락으로 나타날 수 있다.

내부지분율(OWN)이 부채비율(LR)에 미치는 영향도 다각화(BH)와 같이 정(+) 혹은 부(-)의 관계 모두 예상할 수 있다. Friend and Hasbrouck(1987)과 Friend and Lang(1988)은 내부지분율(OWN)이 높아지면 내부경영자는 재무위험을 더욱 크게 인식하고 그 부담을 줄이기 위해 부채비율(LR)을 낮춘다고 제시하였다.

Jensen and Meckling(1976)은 경영자가 외부지분의 대리인비용을 줄이기 위해 외부로부터 자금조달을 선호하면 내부지분율(OWN)이 낮을수록 레버리지(LR)가 높아진다. 이에 반해 Leland · Pyle(1977)은 내부지분율(OWN)이 외부에 좋은 투자를 하고 있다는 신호로 작용하기 때문에 내부지분율(OWN)과 부채비율(LR)간에는 정의 관계가 있다고 주장했으며 Kim and Sorenson(1986)이나 Agrawal and Mandelker(1990)도 내부지분율(OWN)이 높으면 부채의 대리인 비용이 낮아져서 부채비율(LR)을 높인다고 하였다.

공개기업비중(OPEN)은 부채비율(LR)에 부(-)의 관계를 가질 수 있다. 기업이 상장을 하게 되면 주식시장을 통한 자본조달이 가능해짐에 따라 공개기업 비중이 높으면 부채사용이 감소하게 되어 공개기업비중과 부채비율간 부(-)의 관계를 가정할 수 있다.

유형고정자산비중(FIXED)은 부채비율과 부(-)의 관계가 예상된다.

전체 자산에서 유형고정자산이 차지하는 비중이 높다는 것은 담보로 제공할 수 있는 자산의 규모가 상대적으로 크다는 것이다. 이러한 담보는 외부채권자와 정보비대칭성을 감소시켜 부채조달을 용이하게 할 수 있다. 한국 현실에서는 기업의 정보를 외부에서 파악하기는 매우 어려운 상황으로 유형고정자산이 외부채권자와 정보비대칭성을 감소시켜 주는 역할이 클 수 있다.

소유구조방정식

소유구조방정식은 자본구조와 다각화가 소유구조에 미치는 영향을 분석하기 위한 것이다. 종속변수는 내부지분율(OWN)이고 독립변수는 다각화(BH), 부채비율(LR)이며 통제변수는 기업규모(SIZE), 공개기업 비중(OPEN), 설립연수(AGE), 연도별 가변수(DYEAR)를 사용하였다.

$$OWN = \alpha_3 + \beta_{31}BH + \beta_{32}LR + \gamma_{33}SIZE + \gamma_{34}OPEN + \gamma_{35}AGE + DYEAR$$

다각화(BH)는 내부지분율(OWN)과 부(-)의 관계를 가진다. 기업이 다각화함에 따라 자금조달규모는 커지고 내부자들의 부는 한계가 있어 내부지분율(OWN)을 유지하는 데 어려움이 발생하여 내부지분율이 감소한다. 부채비율(LR)과 내부지분율(OWN) 간의 관계는 정(+) 혹은 부(-)로 나타날 수 있다.

Friend · Hasbrouck(1987)이 제시한 것처럼 부채를 증가시키면 기업의 재무위험이 증가하므로 내부자는 자신의 위험을 줄이기 위하여 자신의 지분을 줄인다. 반대로 Kim and Sorenson(1986) 이나 Agrawal and Mandelker(1990)가 지적한 바와 같이 부채를 지배권보호에 사용한다면 내부지분율이 증가할 수 있다.

기업규모(SIZE)와 설립연수(AGE)는 내부지분율에 부(-)의 관계를 가정할 수 있다. 기업발전이론에 따르면 자본주의가 가족자본주의에서 금융자본주의, 경영자자본주의로 발달함에 따라 내부자의 지분은 감소한다. 자본시장의 발달과 함께 주식시장을 통한 자본조달이 활발해짐에 따라 기업은 개방된 소유구조를 가진다. 특히 우리나라는 자본시장육성법을 통해 기업공개를 유도한 정책을 활발히 펼쳐왔다. 따라서 공개기업비중(OPEN)도 내부지분율(OWN)과 부(-)의 관계를 가진다.

기업이윤율 방정식

기업이윤율 방정식은 기업다각화와 자본구조, 소유구조가 기업이윤율에 미치는 영향을 분석하기 위한 것이다. 종속변수는 기업이윤율(ROIC)이고 독립변수는 다각화(BH), 자본구조(LR), 소유구조(OWN) 통제변수는 연도별 가변수(DYEAR)이다.

$$ROIC = \alpha_4 + \beta_{41}DIV + \beta_{42}LR + \beta_{43}OWN + DYEAR$$

다각화(BH)는 공동보험효과나 내부자본시장효율성으로 인해 이윤율(ROIC)과 정(+)의 관계를 예상할 수 있으나 과잉투자, 대리인비용, 정보비대칭을 고려하면 부(-)의 관계를 예상할 수 있다. 내부지분율(OWN)과 이윤율(ROIC)의 관계도 역시 정(+) 혹은 부(-)의 관계 모두를 예상할 수 있다.

대리인이론과 신호이론에 따르면 내부지분율(OWN)이 상승하면 외부지분의 대리인 비용이 감소하여 이윤율(ROIC)에 긍정적인 영향을 미친다. 하지만 경영자안주가설에 따르면 일정 이상의 지분이 확보되면 경영자가 사적동기를 충족시킬 가능성이 증가하여 기업가치가 감소한다고 하였다.

부채비율(LR)과 이윤율(ROIC)과의 관계는 정(+) 혹은 부(-)의 관계 모두를 예상해 볼 수 있다. 즉, 저렴한 자본비용이나 절세효과가 수익성에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 하지만 과도한 부채비율은 자본비용을 높여 절세효과에도 불구하고 수익성에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다.

<표 3-1> 연립방정식 체계내에서의 변수들간의 예상방향 요약

구분	내생변수		외생변수
	종속변수	독립변수	
다각화 방정식	베리허핀달 지수(BH)	부채비율(LR,+) 내부지분율(OWN,±)	공개기업비중(OPEN, -) 계열사비중(AFF,+) 연령(AGE,+)
자본구조 방정식	부채비율 (LR)	베리허핀달지수(BH,±) 내부지분율(OWN,±)	공개기업비중(OPEN, -) 영업위험(RISK, -) 고정자산비중(FIXED,+)
소유구조 방정식	내부지분율 (OWN)	베리허핀달지수(BH, -) 부채비율(LR,±)	기업규모(SIZE, -) 공개기업비중(OPEN, -) 연령(AGE, -)
이윤율방정식	투자자본순 이익율 (ROIC)	베리허핀달지수(BH,±) 부채비율(LR,±) 내부지분율(OWN,±)	

주 : +는 정의 관계, -는 부의 관계, ±는 정 • 부의 관계가 존재

2. 주요변수의 측정방법

종속변수로 수익성은 투자자본순이익율(ROIC)로 측정하였다. 투자자본순이익율은 (법인세차감전순이익+금융비용)/총자본으로 측정된다. 즉, 기업 총자본에서 얻어진 성과는 채권자에게 귀속되는 금융비용, 기업소유주에 귀속되는 순이익, 정부로 귀속되는 법인세로 구성되므로 투자자본순이익율은 이러한 관계를 명료하게 보여준다.

다각화(BH)는 베리허핀달 지수⁴⁾로 측정하여 시계열평균을 분석에

4) 베리허핀달 지수는 1에서 허핀달 지수를 차감한 것이다. 허핀달 지수란 기

사용하였다.

소유구조는 내부지분율(OWN)로 측정하였다. 여기서 내부지분율이란 동일인 1인과 친족 및 특수관계인이 소유한 주식 총수를 발행주식수로 나눈 것으로 공정거래위원회에서 매년 7월 발표하는 '대규모기업

업 내 모든 사업의 매출액 비중을 자승하여 합계한 값이다. 여기서 사업부분은 표준산업분류 세분류 기준에 따라 분류하였을 때 해당 기업이 영위하고 있는 사업 수를 의미한다. 따라서 다각화가 많이 이루어지면 1, 반대로 집중화가 많이 이루어지면 0에 수렴한다.

<주표 3-1>을 보면, 기업집단 A와 기업집단 B를 예로 베리허핀달 지수 계산하는 과정이 정리되어 있다. 기업집단 AA를 보면 4개 계열기업으로 구성되어 있으면 A 계열기업은 5000, B 계열기업은 1000, C 계열기업은 3000, D계열기업은 1000으로 각 사업부의 매출액이 구성되어 있다. 이에 반해 기업집단 BB도 역시 4개 계열기업으로 구성되어 있으면 A 계열기업은 2500, B 계열기업은 2500, C 계열기업은 2500, D계열기업은 2500으로 각 사업부의 매출액이 구성되어 있다. 따라서 BB 기업집단이 AA 기업집단 보다는 다각화가 진행되어 있는 상황이다.

베리허핀달 지수를 구하기 위해서는 일단 허핀달 지수를 먼저 계산해야 한다. 허핀달 지수는 기업집단 내 모든 사업의 매출액 비중을 자승하여 합계한 값으로 <주표 3-1>을 보면 기업집단 AA는 0.36이고 기업집단 BB는 0.25이다. 따라서 베리허핀달 지수는 1에서 허핀달 지수를 차감한 것으로 기업집단 AA의 베리허핀달 지수 0.64이고 기업집단 BB의 베리허핀달 지수는 0.75이다.

<주표 3-1> 베리허핀달 지수 산출 예

구분	기업집단 AA			기업집단 BB		
계열기업	매출액	매출 비중	매출 비중**2	매출액	매출 비중	매출 비중**2
A	5,000	0.50	0.25	2,500	0.25	0.06
B	1,000	0.10	0.01	2,500	0.25	0.06
C	3,000	0.30	0.09	2,500	0.25	0.06
D	1,000	0.10	0.01	2,500	0.25	0.06
합계	10,000	1.00	0.36	10,000	1.00	0.25
베리허핀달지수			0.64			0.75

집단 주식소유현황'에서 수집하였다. 통제변수로 사용한 계열사지분(AFF)도 같은 방법으로 수집하였다.

자본구조는 부채비율(LR)로 측정하였다. 일반적으로 부채비율은 타인자본/자기자본으로 측정하고 200%수준을 기준으로 부실의 위험이 있음을 판단하기도 한다. 본 연구에서는 부채비율은 총부채/총자산으로 측정하였다. 그 이유는 자본잠식이 존재하는 경우 타인자본/자기자본으로 측정하면 일관성 있고 비교가능한 부채비율의 측정이 불가능하기 때문이다.

기업규모(SIZE)는 매출액에 자연로그를 취하여 계산하였으며 영업위험을 나타내기 위한 영업위험(RISK)은 매출액영업이익율의 과거 4개년 표준편차를 사용하였다. 공개기업비중(OPEN)은 전체 계열기업의 매출액 중 공개기업의 매출액이 차지하는 비중이다.

설립연수(AGE)는 기업의 창업연도 이후 분석기간까지의 경과연수이며 고정자산비율(FIXED)은 고정자산/총자산비율로 측정하였다. 여기서 대규모 기업집단의 재무자료는 이들 기업집단의 계열기업의 재무자료를 합산한 것이다.

<표 3-2> 주요변수의 측정방법

변수명	측정방법
투자자본순이익율(ROIC)	(법인세차감전순이익+금융비용)/총자본*100
베리허펀달 지수(BH)	$(1 - \sum_{i=1}^n w_i^2) * 100$ n : 참여기업 수, W_i
내부지분율(OWN)	동일인 1인과 친족 및 특수관계인이 소유한 주식 총수를 발행주식수로 나눈 것
계열사지분(AFF)	계열기업이 소유한 주식 총수를 발행주식수로 나눈 것
부채비율(LR)	총부채/총자산*100
기업규모(SIZE)	log(매출액)
영업위험(RISK)	매출액영업이익률의 과거 4개년 표준편차
공개기업비중(OPEN)	전체 계열기업의 매출액 중 공개기업의 매출액이 차지하는 비중
설립연수(AGE)	기업의 창업연도 이후 분석기간까지의 경과연수
고정자산비율(FIXED)	고정자산/총자산비율

제 4 장 실증분석결과

제 1 절 표본기업의 선정 및 분석대상 기간

본 연구의 대상은 공정거래위원회에서 매년 지정 공표하는 30대 대규모 기업집단이다. 공정거래위원회에서는 1996년부터 2000년까지는 공정자산 개념에서 공정자산 순위에 따라 대규모 기업집단으로 지정해 왔으며 1993년부터는 상위 30대로 그 범위를 한정하여 공표해 왔다.

2001년부터는 공정자산의 크기를 기준으로 대규모 기업집단을 상호출자제한 기업집단, 출자총액제한 기업집단 및 채무보증제한 기업집단으로 구분하여 지정하였으며 과거에 포함시키지 않던 공기업도 이에 포함시켰다. 이에 따라 2001년 이후 상위 30대 기업집단은 상호출자제한 기업집단, 출자총액제한 기업집단 및 채무보증제한 기업집단 중 공기업은 제외한 상위 30대 기업집단으로 정의하였다.

분석에 사업현황, 재무실적, 소유구조에 대한 자료가 필요하며 대규모 기업집단의 계열기업의 명단과 소유구조에 대한 자료는 공정거래위원회에서 발표하는 자료를 사용하였다.(<표 4-1> 참조) 사업현황과 재무실적에 대한 정보는 공정거래위원회에서 발표하는 계열기업의 명단에 기초하여 한국신용평가정보(주)의 데이터베이스에서 추출하였다.

<표 4-1> 공정거래위원회 지정 30대 대규모 기업집단

서열	1993년	1994년	1995년	1996년	2000년	2001년	2002년	2003년
1	현대	현대	현대	현대	현대	삼성	한전	삼성
2	대우	삼성	삼성	삼성	삼성	현대	삼성	한전
3	삼성	대우	LG	LG	LG	LG	LG	LG
4	LG	LG	대우	대우	SK	SK	SK	현대자동차
5	SK	SK	SK	SK	한진	현대자동차	현대자동차	SK
6	한진	쌍용	쌍용	쌍용	롯데	한진	KT	한화
7	쌍용	한진	한진	한진	대우	포항제철	도로공사	KT
8	기아	기아	기아	기아	금호	롯데	한진	도로공사
9	한화	한화	한화	한화	한화	금호	롯데	한진
10	롯데	롯데	롯데	롯데	쌍용	한화	포스코	롯데
11	금호	금호	금호	금호	한솔	두산	주택공사	포스코
12	대림	두산	두산	한라	두산	쌍용	토지공사	금호
13	두산	대림	대림	동아	현대정유	현대정유	한화	토지공사
14	동아	동아	한보	두산	동아	한솔	현대중공업	하이닉스 반도체
15	효성	한라	동아	대림	동국제강	동부	현대	현대중공업
16	한일	동국	한라	한솔	효성	대림	수자원공사	현대
17	한라	효성	효성	효성	대림	동양	금호	동부
18	동국	한보	동국	동국	S-오일	효성	가스공사	동양
19	삼미	동양	진로	진로	동부	제일제당	두산	두산
20	동양	한일	코오롱	코오롱	코오롱	코오롱	동부	대우자동차
21	코오롱	코오롱	동양	고합	동양	동국제강	효성	가스공사
22	진로	고합	한솔	동부	고합	현대산업개발	신세계	한솔
23	고합	진로	동부	동양	제일제당	하나로통신	대림	태광
24	우성	해태	고합	해태	대우전자	신세계	CJ	현대건설
25	동부	삼미	해태	뉴코아	현대산업개발	영풍	동양	쌍용
26	해태	동부	삼미	아남	아남	현대백화점	코오롱	CJ
27	극동	우성	한일	한일	새한	동양화학	KT&G	효성
28	한보	극동	극동	거평	진로	대우전자	농업 기반공사	대우건설
29	미원	벽산	뉴코아	미원	신세계	태광산업	하나로통신	S-오일
30	벽산	미원	벽산	신호	영풍	고합	동국제강	신세계

분석대상 기간은 1993년부터 2002년까지 10개년을 대상으로 대규모 기업집단의 다각화와 소유구조, 자본구조와 이윤율의 변화를 분석하였다. 실증분석에서는 1997년과 1998년을 외환위기 이후 혼란기로 고려하여 연구표본에서 배제하고 1993년부터 1996년까지 4개년을 외환위기 이전, 1999년부터 2002년까지 4개년을 외환위기 이후로 각각 정의하여 총 8개년 자료를 사용하였다.

김병곤·송재호(2003)의 연구에서도 1997년~1998년을 외환위기기, 1999년~2000년을 외환위기이후로 구분하여 분석하고 있어 다음 절의 기초통계량분석에 나타나는 것과 같이 1997년~1998년 사이가 다른 기간에 비해 다각화, 소유구조, 자본구조 변수들의 변화가 크게 나타났다. 전상경(2003)도 1995년과 1996년을 외환위기 이전, 2000년과 2001년 외환위기 이후로 분리하여 분석하고 있다.

제 2 절 기초통계량 및 주요변수간의 상관관계

각 변수의 연도별 평균추이는 <표 4-2>에서 볼 수 있다. <표 4-2>의 주요내용을 정리된 <그림 4-1>과 <그림 4-2>를 살펴보면 몇 가지 흥미로운 사실을 발견할 수 있다.

<그림 4-1>을 보면, 다각화를 측정한 베리허핀달 지수는 1993년 64.8%에서 상승하기 시작하여 1996년 72.0%를 정점으로 하락하기 시작하였다. 2002년에는 48.9%로 하락하여 재집중 현상(Refocusing)이

현저히 나타났다. 하지만 대규모 기업집단이 계열기업 수는 줄이는 다
 각화조정을 강력히 추진했으나 재집중 현상에 비해 전체적인 규모는
 큰 변동은 없었다.<표 4-3> 참조)

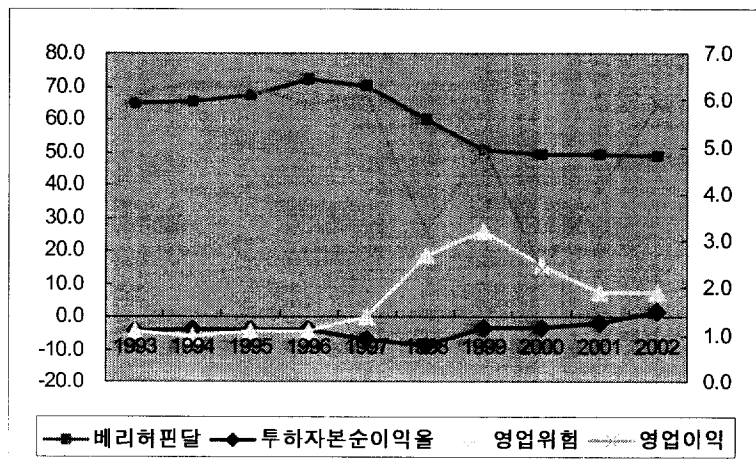
<표 4-2> 연도별 주요변수의 평균 값

구분	1993	1994	1995	1996	1997
LR	80.4	81.0	81.3	81.1	85.3
BH	64.8	65.3	67.4	72.0	70.3
OWN	12.8	15.4	14.0	11.3	11.0
ROIC	-4.2	-3.9	-3.7	-4.0	-6.6
SIZE	9.5	9.6	9.7	9.7	9.8
RISK	1.1	1.0	1.1	1.1	1.4
OPEN	75.6	74.3	68.3	68.2	69.6
AFF	29.2	28.6	30.5	32.6	35.5
FIXED	54.3	53.8	55.0	57.7	58.8
AGE	42.9	43.9	44.4	45.0	45.6

구분	1998	1999	2000	2001	2002
LR	81.9	71.3	64.7	60.3	59.9
BH	60.0	50.9	49.2	49.5	48.9
OWN	8.4	7.4	11.7	10.9	17.8
ROIC	-9.0	-3.5	-3.3	-2.0	1.7
SIZE	9.7	9.7	9.7	9.8	9.8
RISK	2.7	3.2	2.5	1.9	1.9
OPEN	74.3	73.8	70.4	77.8	76.0
AFF	41.2	31.1	34.2	37.0	33.8
FIXED	63.8	66.9	68.3	69.4	68.9
AGE	49.1	45.7	42.1	44.6	44.6

배리허핀달 지수와 투자자본순이익률을 같이 생각하면, 투자자본순 이익률은 1993년 -4.2%에서 1998년에는 -9.0%까지 하락하였다가 이후 계속 상승하여 2002년에는 1.7%로 나타난 반면 영업이익률은 1993년 6.1%에서 1998년 3.2%로 하락하였으며 2002년에는 5.9%로 외환위기 이전 수준에 거의 준하는 수준까지 상승하였다.

따라서 기업의 전체적인 수익성은 다각화조정 등을 통해서 상당부분 개선된 것으로 나타났다. 하지만 매출액 영업이익률은 외환위기 이전 수준에 그치고 있고 매출액 영업이익률의 변동으로 측정한 영업위험은 외환위기 이후 2배로 증가하여 영업환경이 외환위기 이후 어려워진 것으로 판단된다.



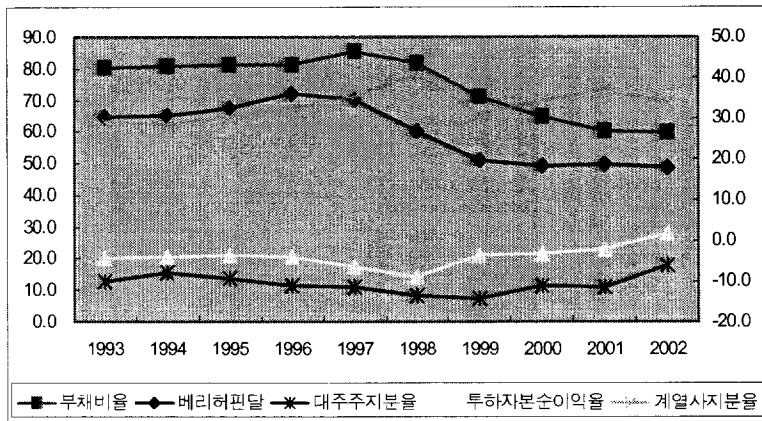
<그림 4-1> 다각화와 수익성

<그림 4-2>를 보면, 계열사지분이 구조조정 과정에 통제권 유지를 위해 매우 유용한 수단으로 사용되었다. 부채비율도 1993년 80.4%(409%)에서 1997년 85.3%(580%)까지 상승하였다가 이후 하락하기 시작하여 2002년에는 59.9%(149%)로 나타났다.

동일인과 특수관계인의 지분은 1994년 15.4%에서 계속 하락하여 1999년 7.4%로 하락하였다가 2000년 11.7%, 2001년 10.9%를 유지하다가 2002년 17.8%로 상승하였다. 한 가지 흥미로운 것은 계열 및 관제사의 지분은 1994년 28.64%에서 계속 상승하여 1998년 41.2%로 상승하였다가 2000년 34.2%, 2001년 37.0%를 유지하다가 2002년 33.8%로 하락하였다.

이를 종합하면 대규모 기업집단이 외부차입을 확대하면서 동일인과 특수관계인의 지분이 크게 하락하였으며 이에 따라 발생하는 통제권 문제를 보완하기 위하여 상호 출자에 계열사지분을 확대하였다가 외환위기 이후 외부차입이 감소하면서 동일인 및 특수관계인과 계열사지분이 같이 확대되었다.

이러한 과정에 흥미로운 것은 1999년에서 2001년 사이에 부채비율 감소와 계열사지분이 다시 상승하는 양상을 보여주는 것으로 나타났으며 이러한 사실은 정부가 부채비율 200% 감축을 추진하면서 대규모 기업집단이 계열사들 간의 상호출자에 의해 이를 상당부분 해소한 결과이며 2002년에는 다시 동일인 및 특수관계인의 지분이 증가하고 계열사지분이 감소하는 것으로 나타났다.



<그림 4-2> 계열사지분과 구조조정

<표 4-3> 대규모 기업집단의 계열기업 수의 추이

기업집단명	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
강원산업						27	13				
거평					22	19					
고합	7	8	10	11	13	13	8	6	6		
극동건설	9	10	10	11							
금호아시아나	24	22	24	27	26	32	29	20	17	15	15
기아	10	13	14	16	28						
뉴코아				18	18	18					
대림	12	17	17	18	21	21	17	18	17	15	15
대상	22	22	14		25	20	14			12	
대우	22	24	22	25	30	37	34	2			
대우자동차											5
대우전자								3	4		
대우조선해양											2
대한전선											9
동국제강	14	16	16	16	17	17	16	14	8	6	7
동부	12	13	13	24	34	34	32	19	19	21	23
동아	13	14	14	16	19	22	15	16			
동양	16	16	19	22	24	23	21	25	30	16	15
동양화학									22		
동원										17	17
두산	25	24	27	26	25	23	14	16	18	18	22
롯데	32	30	29	28	30	28	28	28	31	32	35
벽산	18	17	18	16							
삼미	9	10	8	8							
삼성	55	50	55	55	80	61	49	45	64	63	64
삼양사							10				
새한						16	15	12			
신세계								10	9	10	12

기업집단명	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
신호					25	28	21				
쌍용	22	23	22	23	25	22	23	22	20		
씨제이							15	18	30	28	33
아남					2	15	15	14			
에스오일								2			
영풍								21	24	24	23
우성건설	5	6	8								
진로	19	17	12	14	24	15	17	16			
코오롱	21	19	20	19	24	25	19	17	25	29	32
태광산업									15	18	
포스코									15	15	15
하나로통신									7	8	8
한라	10	12	15	17	25	18	17				
한보		12	13	21							
한솔				19	23	19	19	19	19	12	13
한양	4										
한일	15	15	13	8	17						
한진	24	21	23	24	24	25	21	18	19	21	23
한화	27	29	29	31	31	31	21	23	25	26	33
해태	10	9	13	14	15	15	15				
현대	45	48	48	46	57	62	62	35	26	12	12
현대백화점									15	10	18
현대산업개발								7	9	10	11
현대자동차									16	25	25
현대정유								3	2	2	
현대중공업										5	6
효성	14	14	15	16	18	21	17	13	15	15	15
KCC										6	7
LG	54	53	50	48	49	52	48	43	43	51	50
SK	32	33	32	32	46	45	41	39	54	62	60
총합계	602	617	623	669	817	804	686	544	624	604	625

<표 4-4> 변수들간의 상관관계

1 전 기간 (1993~1996년, 1999년~2002년)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1.ROIC	1.00								
2.BH	0.04	1.00							
	(0.51)								
3.LR	-0.72	0.12	1.00						
	(<.001)	(0.06)							
4.OWN	0.11	-0.19	-0.04	1.00					
	(0.10)	(0.00)	(0.52)						
5.SIZE	0.26	0.27	-0.30	-0.10	1.00				
	(<.001)	(<.001)	(<.001)	(0.13)					
6.OPEN	0.17	-0.22	-0.16	-0.06	0.16	1.00			
	(0.01)	(0.00)	(0.02)	(0.33)	(0.02)				
7.RISK	-0.55	-0.33	0.26	-0.20	-0.19	-0.30	1.00		
	(<.001)	(<.001)	(0.00)	(0.01)	(0.01)	(<.001)			
8.AFF	0.03	0.33	-0.03	-0.39	0.07	-0.06	0.02	1.00	
	(0.59)	(<.001)	(0.66)	(<.001)	(0.26)	(0.34)	(0.82)		
9.FIXED	0.09	0.01	-0.35	0.00	0.22	-0.11	0.26	0.19	1.00
	(0.16)	(0.89)	(<.001)	(0.95)	(0.00)	(0.09)	(0.00)	(0.00)	

* ()는 : H0: Rho=0 검정에 대한 Prob > |r|

2 기간1 (1993~1996년)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1.ROIC	1.00								
2.BH	-0.05	1.00							
	(0.62)								
3.LR	-0.66	0.01	1.00						
	(<.001)	(0.89)							
4.OWN	-0.02	-0.26	0.29	1.00					
	(0.79)	(0.00)	(0.00)						
5.SIZE	0.36	0.35	-0.35	-0.18	1.00				
	(<.001)	(0.00)	(<.001)	(0.05)					
6.OPEN	-0.10	-0.31	-0.13	-0.28	0.16	1.00			
	(0.29)	(0.00)	(0.16)	(0.00)	(0.07)				
7.RISK	-0.16	-0.15	0.33	(0.13)	-0.29	-0.03	1.00		
	(0.09)	(0.12)	(0.00)	(0.17)	(0.00)	(0.79)			
8.AFF	0.15	0.31	-0.14	-0.35	0.18	-0.15	-0.06	1.00	
	(0.11)	(0.00)	(0.11)	(0.00)	(0.05)	(0.10)	(0.52)		
9.FIXED	0.06	0.29	-0.05	0.12	0.13	-0.22	0.08	0.20	1.00
	(0.49)	(0.00)	(0.62)	(0.20)	(0.17)	(0.01)	(0.39)	(0.03)	

* ()는 : H0: Rho=0 검정에 대한 Prob > |r|

3. 기간 2 (1999~2002년)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1.ROIC	1.00								
2.BH	0.15	1.00							
	(0.10)								
3.LR	-0.75	-0.09	1.00						
	(<.001)	(0.36)							
4.OWN	0.17	-0.21	-0.20	1.00					
	(0.06)	(0.02)	(0.03)						
5.SIZE	0.23	0.36	-0.27	-0.03	1.00				
	(0.01)	(<.001)	(0.00)	(0.77)					
6.OPEN	0.27	-0.15	-0.16	0.10	0.14	1.00			
	(0.00)	(0.11)	(0.10)	(0.31)	(0.15)				
7.RISK	-0.70	-0.35	0.49	-0.27	-0.34	-0.40	1.00		
	(<.001)	(0.00)	(<.001)	(0.02)	(0.00)	(0.00)			
8.AFF	-0.02	0.45	0.08	-0.41	-0.01	-0.03	-0.10	1.00	
	(0.84)	(<.001)	(0.36)	(<.001)	(0.92)	(0.74)	(0.38)		
9.FIXED	0.00	0.22	-0.20	-0.03	0.23	-0.14	0.09	0.11	1.00
	(0.97)	(0.02)	(0.03)	(0.78)	(0.01)	(0.15)	(0.42)	(0.22)	

* ()는 : H0: Rho=0 검정에 대한 Prob > |r|

제 3 절 가설검증 결과

30대 대규모 기업집단의 8개년 자료를 활용하여 가설검증을 위해 모형을 추정한 결과를 <표 4-5>에 정리하였다. <표 4-5>에는 연립방정식으로 구성하여 FIML로 추정한 결과를, <표 4-6>에는 OLS를 적용하여 추정한 결과를 각각 정리하였다. 연립방정식으로 구성하여 FIML로 추정한 결과 중 다각화방정식을 살펴보면, 부채비율(LR)은 다각화(BH)에 부(-)의 영향을 미치고, 자본구조방정식에서는 다각화(BH)와 대주주지분이 부채비율에 부(-)의 영향을 미치고, 소유구조방정식에서는 다각화와 부채비율이 각각 동일한 및 특수관계인 지분에 부(-)의 영향을 미쳤다.

다각화방정식과 자본구조방정식의 결과를 살펴보면, 부채비율과 다각화가 상호 연계되어 결정됨을 발견할 수 있다. 자본구조방정식과 소유구조방정식의 결과를 살펴보면, 부채비율과 동일한 및 특수관계인 지분이 상호 연계되어 결정됨을 발견할 수 있다. 따라서 이러한 결과는 “우리나라 대규모기업집단들은 다각화정책과 소유구조정책, 자본구조정책을 서로 연계하여 결정한다.”는 <가설 1>을 지지하는 것이다.

기업이윤율방정식에서는 부채비율(LR)이 투하자본순이익률(ROIC)에 대해서는 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 자본구조나 소유구조보다는 다각화가 이윤율과 직접적인 관련을 갖는 것을 발견할 수 있어 <가설 2>도 부분적으로 지지하였다.

FIML로 추정한 결과와 OLS로 추정한 결과를 비교하면 다음과 같다. 통제변수로 사용한 외생변수는 FIML에서는 거의 유의하게 나타나지 않고 OLS에 상당수의 변수가 유의하게 나타났으며 내생변수에 대해서는 FIML과 OLS 간에 유의한 변수의 수는 큰 차이가 없으나 그 내용에는 상당한 차이가 있는 것으로 나타났다.

다각화방정식에서는 같은 결과가 나타났으나, 소유구조방정식과 기업이윤율방정식에서는 다소 차이가 나타나고 자본구조방정식에서는 상당한 차이가 나타났다. 즉, 자본구조방정식에서의 결과를 보면 FIML에서는 다각화(BH)와 내부지분율(OWN)이 각각 부채비율(LR)에 부(-)의 영향을 미치고, OLS에서는 내부지분율(OWN)이 부채비율(LR)에 부(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 부채비율(LR)에 내부지분율(OWN)에 미친 영향은 상반되게 나타났다.

추정방법에 따라 분석결과가 달리 나타나는 것은 연립방정식모형의 모수를 OLS로 추정했기 때문이다. 이러한 결과는 본 연구에서 분석하고 있는 다각화, 소유구조, 자본구조가 상호관계가 존재한다는 것으로 이를 무시하고 단순히 OLS로 추정했을 때, 잘못된 결과가 도출될 수 있다는 것을 의미한다.

<표 4-5> FIML 추정결과 : 전체기간

	다각화	자본구조	소유구조	기업이윤율
구분	BH	LR	OWN	ROIC
Intercept	289.1 (131) *	134.9 (21.8) ***	62.6 (23.7) **	89.6 (65.5)
BH		-0.47 (0.25) +	-0.42 (0.14) **	-0.21 (0.30)
LR	-1.61 (0.85) +		-0.47 (0.18) *	-0.86 (0.44) +
OWN	-5.28 (4.07)	-1.44 (0.59) *		-0.86 (0.86)
SIZE			2.26 (2.34)	
OPEN	-0.14 (0.20)	-0.07 (0.07)	-0.10 (0.09)	
RISK		1.89 (1.48)		
AFF	-0.74 (1.16)			
AGE	0.04 (0.12)		0.03 (0.03)	
FIXED		-0.04 (0.05)		
D1994	5.98 (16.57)	2.08 (8.00)	1.13 (4.37)	1.62 (5.10)
D1995	-2.22 (18.5)	0.29 (8.02)	-0.32 (4.49)	0.63 (5.02)
D1996	-0.32 (20.0)	1.26 (8.90)	0.21 (4.98)	0.41 (5.29)
D1999	-44.0 (32.0)	-21.3 (10.9) +	-12.7 (5.39) *	-12.1 (11.4)
D2000	-37.7 (31.7)	-22.1 (10.9) *	-13.3 (7.56) +	-15.3 (10.9)
D2001	-44.1 (27.5) *	-24.9 (10.5) *	-14.4 (6.30) *	-17.1 (13.6)
D2002	-41.1 (35.3)	-25.1 (9.14) **	-14.7 (8.43) +	-13.3 (12.6)

유의성 : + 0.1; * 0.05; ** 0.01. *** 0.001

<표 4-6> OLS 추정결과 : 전체기간

	다각화	자본구조	소유구조	기업이윤율
구분	BH	LR	OWN	ROIC
Intercept	75.5 (9.74) ***	80.63 (9.37) ***	16.7 (12.7)	19.7 (2.21)
BH		0.08 (0.06)	-0.05 (0.04)	0.04 (0.02) **
LR	-0.21 (0.07) **		0.00 (0.04)	-0.35 (0.02) ***
OWN	0.07 (0.18)	0.18 (0.14) *		0.09 (0.04) *
SIZE			-0.45 (1.29)	
OPEN	-0.24 (0.07) ***	0.03 (0.06)	0.04 (0.03)	
RISK		5.07 (0.77) ***		
AFF	0.57 (1.11) ***			
AGE	0.19 (0.06) **		-0.01 (0.03)	
FIXED		-0.28 (0.09) **		
D1994	0.17 (4.40)	0.44 (3.82)	0.86 (2.03)	0.40 (1.09)
D1995	2.03 (4.49)	0.66 (3.90)	-0.79 (2.08)	0.57 (1.11)
D1996	4.07 (4.59)	1.47 (3.99)	-1.02 (2.15)	-0.07 (1.14)
D1999	-12.69 (4.95) *	-11.20 (4.67) *	-5.85 (2.32) *	-1.70 (1.22)
D2000	-16.17 (5.22) **	-14.09 (4.70) **	-2.86 (2.49)	-4.50 (1.28) ***
D2001	-13.58 (5.30) *	-15.18 (4.64) **	-3.92 (2.43)	-3.99 (1.30) **
D2002	-16.73 (5.17) **	-17.44 (4.55) ***	-1.55 (2.46)	-0.52 (1.26)
Adj_R ²	0.2582	0.331	0.039	0.6818

<표 4-7>에는 분석대상을 외환위기 이전(1993년~1996년), <표 4-8>에는 외환위기 이후(1999년~2002년)로 구분하여 FIML로 추정한 결과를 정리하였다. 표본을 구분함에 따라 전체적으로 유의한 결과가 전체를 대상으로 했을 때 보다 많이 적게 나타났다.

그 결과를 살펴보면, 외환위기 이전에는 다각화(BH)가 내부지분율(OWN)에 부(-)의 관계, 외환위기 이후에는 부채비율(LR)이 내부지분율(OWN)에 부(-)의 관계가 나타났다. 이러한 결과는 외환위기 이전에는 다각화가 소유구조에 영향을 미치고 외환위기 이후에는 자본구조가 소유구조에 영향을 미쳤다.

그 이유를 생각해보면, 외환위기 이전에는 대규모 기업집단의 주요관심사는 다각화를 통한 사업 확장이었으며 외환위기 이후에는 대규모 기업집단의 주요관심사는 자산매각 등을 통한 자본구조 개선이었으며 이러한 기업집단의 주요관심사가 이러한 결과로 나타나지 않았나 생각한다.

<표 4-7> FIML 추정결과 : 외환위기 이전

구분	다각화	자본구조	소유구조	기업이윤율
	BH	LR	OWN	ROIC
Intercept	244.5 (145.5) +	140.2 (79.4) +	10.8 (73.8)	-45.6 (145)
BH		-0.36 (0.28)	-0.30 (0.14) *	0.40 (0.77)
LR	-2.23 (2.59)		-0.01 (0.52)	-0.04 (0.86)
OWN	2.37 (10.2)	-0.51 (0.71)		1.49 (2.98)
SIZE			2.48 (4.80)	
OPEN	-0.78 (1.32)	-0.03 (0.10)	-0.02 (0.07)	
RISK		2.32 (3.00)		
AFF	0.79 (1.41)			
AGE	0.16 (0.34)		0.01 (0.02)	
FIXED		-0.10 (0.13)		
D1994 /D2000	-0.38 (11.3)	2.29 (7.00)	0.78 (2.92)	-1.10 (5.75)
D1995 /D2001	4.67 (11.9)	0.19 (7.62)	-0.79 (3.76)	0.88 (5.96)
D1996 /2002	6.88 (14.8)	1.43 (7.73)	-0.59 (3.92)	-0.28 (6.29)

유의성 : + 0.1; * 0.05; ** 0.01. *** 0.001

<표 4-8> FIML 추정결과 : 외환위기 이후

구분	다각화	자본구조	소유구조	기업이윤율
	BH	LR	OWN	ROIC
Intercept	225.5 (231)	114 (59.8) +	42.7 (64.7)	174 (825)
BH		-0.51 (0.79)	-0.31 (0.28)	-0.66 (4.22)
LR	-1.67 (1.92)		-0.41 (0.22) +	-1.64 (6.56)
OWN	-4.51 (6.84)	-1.98 (1.48)		-2.77 (14.8)
SIZE			1.43 (6.81)	
OPEN	-0.10 (0.62)	-0.02 (0.12)	-0.03 (0.18)	
RISK		0.13 (5.21)		
AFF	-0.30 (1.74)			
AGE	0.07 (0.40)		0.03 (0.13)	
FIXED		0.00 (0.06)		
D1994 /D2000	3.08 (35.8)	0.34 (18.4)	0.06 (8.33)	-2.47 (25.4) ***
D1995 /D2001	-3.85 (44.3)	-3.55 (20.9)	-1.39 (9.98)	-8.32 (45.9) **
D1996 /2002	-1.53 (45.8)	-2.60 (23.7)	-1.15 (10.7)	-2.97 (36.5)

유의성 : + 0.1; * 0.05; ** 0.01. *** 0.001

제 5 장 결 론

제 1 절 연구결과 요약 및 시사점

본 연구는 재벌이라 지칭되는 대규모 기업집단의 구조조정의 현황과 성과를 해명하기 위해 다각화와 소유구조, 자본구조가 이윤율에 미치는 영향을 분석하였다. 대규모 기업집단의 다각화, 소유구조, 자본구조 및 이윤율의 관계에 관한 기존 연구들에 대한 문헌연구를 수행하고 대규모 기업집단을 대상으로 다각화, 소유구조, 자본구조 및 이윤율의 관계에 관한 실증연구를 수행하였다. 실증연구에 있어서는 대규모 기업집단의 다각화, 소유구조, 자본구조 및 이윤율의 변화를 분석하여 대규모 기업집단의 구조조정 현황을 분석하였으며 다각화와 소유구조, 자본구조가 이윤율에 미치는 영향을 분석하여 구조조정의 성과를 분석하였다.

분석에 있어서 연립방정식 체계를 도입하여 연구모형을 다각화방정식, 소유구조방정식, 자본구조방정식, 기업이윤율방정식으로 구성하였으며 여기서 내생변수인 다각화는 베리허핀달 지수, 자본구조는 부채비율, 소유구조는 동일인 및 특수관계인 지분으로 측정하고 외생변수로 기업규모, 위험, 설립연수, 고정자산비율, 계열사지분을 사용하였다.

연립방정식의 추정은 SAS/ETS의 PROC MODEL의 FIML을 사용

하였다. 연구표본은 공정거래위원회에서 지정한 30대 대규모 기업집단으로 설정하였으며 분석대상 기간은 1993년에서 1996년까지 4개년과 1999년에서 2002년까지 4개년이다. 1997년과 1998년을 제외한 것은 외환위기에 따라 혼란을 분석에서 배제하기 위함이다.

분석결과를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 대규모 기업집단이 계열기업 수를 줄이는 다각화조정을 강력히 추진했으나 전체적인 규모는 감소하지 않았다는 것이다. 또한 기업의 전체적인 수익성은 다각화조정 등을 통해서 상당부분 개선된 것으로 나타났지만 매출액 영업이익률은 외환위기 이전 수준에 그치고 있고 매출액 영업이익률의 변동으로 측정한 위험도 외환위기 이후 2배로 증가하여 영업환경이 외환위기 이후에 더 어려워진 것으로 판단된다.

둘째, 계열사지분이 구조조정 과정에 통제권 유지를 위해 매우 유용한 수단으로 사용되었다. 대규모 기업집단은 외환위기 이전 외부차입을 확대하면서 동일인과 특수관계인 지분이 크게 하락하자, 이에 따라 발생하는 통제권의 문제를 보완하기 위하여 상호 출자에 계열사지분을 확대하였다. 외환위기 이후에는 정부의 부채비율 200% 감축에 대응하여 계열사들 간의 순환출자로 이를 상당부분 해결하였다.

셋째, “우리나라 기업들은 다각화 정책과 소유구조 정책, 자본구조정책을 서로 연계하여 결정한다.”는 <가설 1>은 지지되었다. 즉, 부채비율과 다각화, 부채비율과 동일인 및 특수관계인 지분은 서로 연계되어 결정되는 것을 발견할 수 있었다. 즉, 다각화방정식에서는 다각화에는

부채비율이 영향을 미치는 것으로 나타나 부채비율이 높은 대규모 기업집단이 재집중을 추진한 것으로 분석된다.

자본구조방정식에서는 다각화는 부채비율에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 이들이 상호 연계가 있는 것으로 나타나고 동일인 및 특수관계인 지분이 부채비율에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 기업의 재무위험이 커지면 이에 따른 위험을 줄이기 위해서 동일인 및 특수관계인 지분율을 낮추는 것으로 나타났으며 이러한 결과는 김병곤·송재호(2003)에서도 발견된 결과이다. 소유구조방정식에서는 부채비율이 동일인 및 특수관계인 지분율에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 상호 연계되어 결정되는 것을 발견할 수 있었다.

넷째, 다각화, 소유구조 그리고 자본구조와 이들의 상호작용이 이윤율에 미치는 영향을 분석한 결과, 기업 이윤율방정식에서는 부채비율이 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 부채비율 하락이 투하자본순이익율의 상승으로 나타나 정부의 강도 높은 부채비율 축소 정책이 대규모 기업집단의 이윤율 증가에 상당부분 기여한 것으로 나타났다.

마지막으로 외환위기 전후를 분석한 결과에서는 외환위기 이전에는 다각화가 동일인 및 특수관계인지분율에, 외환위기 이후에는 부채비율이 동일인 및 특수관계인지분율에 각각 영향을 미치는 것으로 나타나, 이들이 상호 연계하여 결정되는 것으로 나타나지는 않았다. 하지만 대규모 기업집단이 사업 다각화를 활발히 추진하던 외환위기 이전에는 다각화가 소유구조에 영향을 미쳤다. 이에 반해, 높은 부채비율을 낮추

기 위해서 자산 매각 등을 통해 재집중을 추진하고 외환위기 이후에는 자본구조가 소유구조에 영향을 미친 것으로 나타났다.

이러한 결과가 주는 시사점으로는 다음과 같은 것을 들 수 있다.

이론적인 면에서 경영전략분야에서의 다각화전략에 관한 기존연구는 주로 다각화 유형 및 정도에 따른 성과를 연구하는 일차원적 시도에 그치고 있었지만, 본 연구는 실제 다각화 전략에 영향을 미치는 소유구조 및 자본구조와의 상호관계속에서 성과와의 연관성을 해명하였다는 점에서 기존연구에 대한 재검토 또는 재해석의 필요성을 제기하고 있다.

특히 한국 대기업집단의 경우 외환위기 전과 후에 경영전략의 큰 변화가 있었다는 점을 중시해야 할 것이다. 외환위기가 IMF의 통제하에서 한국의 대규모기업집단들은 과거와는 달리 글로벌 스탠다드를 도입하였으며 이런 과정에서 즉각적으로 다각화 전략, 소유구조 및 자본구조 상의 큰 변화가 있었다는 점을 본 연구는 보여주고 있다. 특히 다각화에서 재집중화 현상을 가져왔고 과거의 높은 부채비율을 상당히 낮추었다. 이러한 점들은 기존연구의 결과들이 산업조직론의 SCP(Structure-Conduct-Performance)패러다임속에서 특수한 현상이 고려되어야 하며 외환위기와 같은 급격한 환경적 변화(environmental jolts)도 고려되어야 함을 제시하고 있다.

또한 미국을 비롯한 세계의 경영전략연구자들로부터 기업집단의 한 유형으로서 관심을 받고 있는 것이 한국의 대규모기업집단인 재벌이다. 이에 대해 대규모기업집단의 구조와 행동 그리고 성과 사이의 인과관

계를 동시회귀방정식(simultaneous equation model)을 통해 규명한 본 연구의 방법론은 미국 등 다른 나라의 대규모기업집단에 대한 연구에도 적용되어 국가간 대규모기업집단의 비교연구가 이루어져야 할 것이다.

정책적인 면에서 경영전략분야에서 가장 핵심적인 변수인 다각화, 소유구조 및 자본구조의 상호관계에 대한 조명의 결과로서 이들의 복합적인 상호관계가 성과에 다각적인 영향을 미치고 있다는 사실은 한국 대규모기업집단의 경영자가 거시적인 경영전략을 입안함에 있어서 주요한 기준점으로 고려해야 할 것이다. 오늘날 한국의 대규모기업집단은 상당한 비판을 받고 있다. 이들의 공헌이 없지 않으나 본 연구의 결과 외환위기 후와 대비되는 외환위기 전에는 상당한 문제점이 있었음이 나타났다. 특히 30대 기업집단들은 개별기업과 달리 다각화, 소유구조 및 자본구조의 잘못된 운용은 기업집단 자체뿐만 아니라 국가경제적으로도 상당히 큰 파장을 가져올 수 있음을 대우그룹, 기아그룹 등을 통해서 보여주었다. 따라서 대규모기업집단의 경영자들은 대규모기업집단의 성과를 높이는데 있어서 다각화, 소유구조 및 자본구조의 상호관계를 고려해야 할 것이다.

나아가 외환위기 이후 정부는 기업의 구조조정을 위해 5+3원칙이라는 재벌정책을 선포하고 이를 추진하였다. 여기서 기업구조조정 5대 원칙은 기업투명성제고, 상호채무보증의 해소, 재무구조의 개선, 핵심역량에 집중, 그리고 지배주주 및 경영자의 책임성 확보이다. 이후 추가

발표된 3대원칙은 산업자본의 금융지배차단, 순환출자와 부당한 내부 거래 억제 그리고 변칙상속차단이다(조성욱, 2001).

이러한 정부의 재벌 구조조정정책과 본 연구의 결과를 함께 고려하면 일단 재벌의 구조조정은 상당히 진행된 것으로 생각해 볼 수 있다. 재집중현상, 부채비율감소, 동일인 및 특수관계인지분을 증가와 투하자본순이익을 상승은 이러한 정부정책이 외견상 일단 효과를 본 것으로 생각해 볼 수 있다. 물론 본 연구의 결과만으로 이러한 결론을 내리기는 어렵지만 정부의 강력한 재벌개혁의지와 당시 경제위기 상황이 재벌 변신에 긍정적인 변화를 가져왔다는 것은 부정하기 힘들다.

정부와 재벌은 현재도 기업투명성제고, 변칙상속문제나 산업자본의 금융지배차단, 순환출자 등의 이슈로 많은 논쟁을 벌이고 있으며 이러한 논의과정에 실제 자료에 기초한 객관적인 분석이 부족하다는 생각을 들게 하고 있다. 따라서 학계에서 본 연구와 같이 현실 자료에 기초한 실증적인 분석결과가 많이 제시되면 불필요한 논쟁을 줄이고 바람직한 재벌 정책을 도출하는 데 큰 도움이 될 수 있을 것으로 생각한다.

뒤에서 살펴볼 한계에도 불구하고, 본 연구는 대규모 기업집단의 다각화정책, 자본구조, 소유구조정책의 상호연계 존재 유무와 이들의 연계가 기업집단 이윤율에 미치는 영향을 분석하여 대규모 기업집단을 둘러싸고 있는 많은 정책적 이슈와 이들에 대응해 온 대규모 기업집단의 현 주소를 조명한 데 의미를 지닌다.

제 2 절 연구의 한계 및 향후연구에의 제언

본 연구는 개별기업 수준의 연구가 아니라 기업집단 수준의 연구이며 OSL 방법이 아닌 FIML 방법을 사용하였다는 장점이 있으나 이와 관련된 다음과 같은 한계점들을 가지고 있다.

첫째, 연구에 사용된 자료들이 계열기업의 재무제표를 단순 합산한 것을 사용하였다는 한계를 지니고 있다. 결합재무제표 등 보다 총체적인 자료가 제시되어 있지 않고 총체적인 자료를 구성하는데 요구되는 자료들을 입수할 수 없었기 때문이므로 불가피한 한계이었다. 향후 축적되고 있는 결합재무제표와 같은 총체적 성격의 자료를 사용하려는 노력이 요구된다.

둘째, 다른 많은 연구에서 제시하고 있는 여러 설명변수들을 식별의 문제로 인해 모두 반영하지 못했다는 한계를 가지고 있다. 향후의 연구에서는 식별의 문제를 보다 해소하면서 설명변수들을 추가하거나 새롭게 개발해야 할 것이다.

셋째, 30대 대규모 기업집단에 한정해서 분석을 실시하였다는 것이 또 다른 한계이다. 한 해에 최대 30개 대규모 기업집단이 분석에 포함되어 추정의 효율성에 상당한 영향을 미쳤으리라 생각한다. 특히 외환위기 전후로 실시한 분석에서는 이러한 영향을 배제하기 힘들며 분석대상을 확대해 보는 것이 분석의 심도를 높일 수 있는 좋은 대안으로 생각한다.

참고문헌

1. 국내문헌

- 강철규 · 장지상 · 최정표(1991), 「재벌 - 성장의 주역인가 탐욕의 화신인가」, 비봉출판사
- 강철규 · 최정표 · 김건식 · 이재희(2000), 「재벌문제의 종합적 고찰과 정책대안의 모색」, 한국과학문화재단
- 공병호(1995), “한국 재벌의 소유구조에 관한 연구”, 경제학연구, 307- 331.
- 곽상경(1988), 「계량경제학」, 다산출판사
- 곽승영(1989), 「한국 대기업집단의 생성환경과 진로」, 한국경제연구원
- 국찬표 · 정균화(1996), “우리나라 기업의 소유구조에 대한 실증적 연구-선형구조모형 응용”, 재무연구, 12(12), 249-286.
- 김건우(1997), 「소유구조와 자본구조와의 관계」, 한국조세연구원
- 김병곤(1999), 우리나라 기업의 소유구조와 기업다각화가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구, 부산대학교 박사학위논문
- 김병곤 · 박상현(2000), “소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업다각화에 미치는 영향”, 재무관리연구, 57-80.

- 김병곤·박상현(2001), “기업다각화와 자본구조의 상호관계가 기업 가치에 미치는 영향”, 경영학연구, 1365-1387.
- 김병곤·송재호(2003), “소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향”, 경영학연구, 1375-1395.
- 김병호(2002), “기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구: 임원의 지분율을 중심으로”, 증권학회지, 391-434.
- 김석용(1991), “기업소유구조의 결정요인에 관한 실증적 연구”, 경영학연구, 215-259.
- 김영규(1986), “자본구조의 산업간 동질성에 관한 연구”, 성균관대 경영논집, 2, 61-88.
- 김영숙·이재춘(2000), “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”, 증권학회지, 26, 173-197.
- 김우택·장대홍·김경수(1993), “기업가치와 대주주지분율에 관한 실증적 연구”, 재무연구, 6, 55-75.
- 김주현(1992), “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”, 재무연구, 6, 55-75.
- 김진방(2000), “재벌의 소유구조 : 통계, 개념, 분석”, 경제학연구, 57-94.
- 김창배·홍재범(2003), 「외환위기 전후 한국기업의 부채구조와 결정요인」, 한국경제연구원
- 김철중(1996), “소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호관련성

에 대한 연구”, 재무관리연구, 13(1), 51-78.

박경서·백재승(2001), “재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가? 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 대한 실증연구”, 재무연구, 14(2), 89-130.

박기성(1999), “소유구조, 다각화전략·방법, 실행메커니즘이 성과에 미치는 효과에 관한 연구”, 서울대학교 대학원 박사학위논문
박기성(2002), “소유구조와 기업의 회계적성과 및 Tobin-Q의 관계에 관한 연구”, 증권학회지, 30, 297-325.

박기성·조동성(2002), “소유구조가 다각화 전략에 미치는 효과에 관한 연구”, 경영학연구, 31(5), 1423-1443.

서정환(2002), “재벌 소유지배구조의 변화와 시사점”, 「재벌구조의 특징과 장점」, 한국경제연구원, 63-115.

선우석호(1990), “한국기업의 재무구조결정요인과 자본비용”, 재무연구, 61-81

신동령(1990), “거시경제요인 변화와 한국기업의 재무구조”, 재무연구, 3, 81-100.

신동령(1990), “한국기업의 재무구조결정요인에 관한 연구”, 서울대학교 대학원 박사학위논문.

신동령(1993), “재벌기업과 비재벌기업의 재무구조 결정요인”, 금융연구, 113-145.

- 신연수·임병진(1999), “기업소유구조의 결정요인에 관한 실증적 연구”, 산업경제연구, 143-162.
- 신은경(1999), “법인세분담이 자본구조에 미치는 영향에 관한 실증 연구”, 세무학연구, 14, 371-398.
- 윤영삼·류태모·박재희(2004), 연대와 혁신의 기업경영, 부경대학교출판부
- 윤영섭·김성표(1999), “사업다각화와 대리인문제가 기업가치에 미치는 영향”, 재무연구, 1-37.
- 이수복(1999), “한국기업집단의 다각화와 연구개발”, 산업조직연구, 7(1), 21-45.
- 이수복(2000), “한국기업집단의 다각화와 경제적 성과”, 산업조직연구, 8(1), 23-49.
- 이수복·한성덕(1998), “한국 기업집단의 다변화와 이윤율”, 산업조직연구, 6(1), 55-69.
- 이영수·이종화(1999), “한국기업의 부채구조 : 재벌기업과 비재벌기업의 비교”, 국제경제연구, 91-119.
- 이은수(2003), “자산재평가제도가 호텔기업의 재무구조개선에 미치는 효과”, 관광정보연구, 13, 63-80.
- 이재춘(1999), “기업소유구조가 기업가치에 미치는 영향”, 청주대 대학원 박사학위논문
- 이종원·이상원(1996), “RATS를 이용한 계량경제분석”, 박영사

- 이학종 (1993), 「한국의 기업문화」, 박영사
- 임웅기(1989), “한국기업 소유구조의 결정요인”, 재무연구, 1-27.
- 임웅기(1997), “10대 재벌기업의 소유구조와 가족지배형태”, 한국재무학회 97년 추계특별심포지엄발표논문집
- 장세진(2003), 「글로벌시대의 경영전략」, 박영사
- 장지상(1995), “한국 재벌의 소유집중과 다각화”, 「한국의 산업발전과 재벌」, 서울사회경제연구소
- 전상경(2003), “규모의 확대와 사업다각화에 따른 기업가치의 변화 : 구조조정의 영향을 중심으로,” 증권학회지, 219-254.
- 전인우(1996), 한국 기업집단의 다각화 결정요인에 대한 연구, 연세대학교 대학원 박사학위논문
- 전인우(1997), “기업집단의 소유구조와 다각화에 관한 실증적 연구”, 경제학연구, 45(2), 269-292.
- 전인우(2000), “한국 대규모 기업집단의 다각화와 이윤율”, 국제경제학연구, 201-222.
- 정구현(1987), 「한국기업의 성장전략과 경영구조」, 대한상공회의소
- 정구현(1991), 「한국기업의 다각화전략과 국제경쟁력」, 한국경제연구원
- 정구현(1995), 「한국의 대기업 : 누가 소유하고 어떻게 지배되는가」, 기업연구회

- 정명일·김인수(1997), “다각화연구의 비판적 고찰 - 자원기준을 중심으로”, 경영학연구, 26(4), 915-940.
- 조동성(1990), 「한국 재벌연구」, 매일경제신문사
- 조성욱(2001), 「경제위기 이후 재벌정책의 성과에 대한 실증분석」, 한국개발연구원
- 조일흠·이성규 (1987), 「한국 기업그룹의 다각화전략 연구」, 한국경제연구원
- 조창혁(1998), “재벌기업간 다시장점축의 경쟁효과”, 경제학연구, 65-91
- 진태홍(2001), “재벌의 지배구조와 상호지급보증”, 재무관리연구, 1-12.
- 최승빈(1989), 산업구조의 이중성이 기업수익성에 미치는 영향에 관한 연구, 고려대학교 대학원 박사학위논문
- 최승빈(1993), “이중 경쟁적 산업구조 하에서의 기업소유구조결정에 관한 연구”, 산업조직연구, 221-244.
- 최정표(1997), “재벌의 해체와 소유 경영 분리 체제의 확립”, 한일경상논집, 299-314.
- 최정표·이재기(2002), “기업그룹의 다각화전략과 그 효과에 관한 실증분석”, 국제경제연구, 8(2), 125-48.
- 홍명수(2003), 재벌의 경제력집중 해소방안에 관한 연구, 서울대학교 대학원 박사학위논문

홍재범(1996), “한국기업의 다각화 결정요인과 경제적 성과에 대한 연구” 고려대학교 대학원 박사학위논문

홍재범(1998), “대규모 기업집단의 다각화와 경제적 성과에 대한 연구”, 한국전략경영학회 1998년 춘계학술대회발표논문집, 81-104.

홍현표(1991), 한국기업의 구조, 전략 및 성과에 관한 연구, 성균관대학교 대학원 박사학위논문

홍현표(1993), “한국재벌의 소유집중 - 그 원인과 결과”, 경제학연구, 239-362.

2. 국외문헌

Agrawal, A. and G. Mandelker(1990), "Large Shareholders and Monitoring of Managers: The Case of Antitaker Charter Amendments," *Journal of Financial Analysis*, 143-161.

Berger, D. and F. Offek(1995), "Diversification Effects and Firm Value, *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.

Berle, A. and G. Means(1932), *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Co. New York.

Berry, C.(1975), *Corporate Growth and Diversification*, Princeton University Press, NJ.

- Booz, Allen and Hamilton(1985), *Diversification : A survey of European Chief Executive*, Booz, Allen and Hamilton Inc. NAY.303-317.
- Chandler, A.(1962), *Strategy and Structure*, The M.I.T. Press, Cambridge, MA.
- Chang, S. and U. Choi(1988), "Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transactions Cost Approach," *Journal of Industrial Economics*, 37(2), 141-158.
- Cho, M.(1998), "Ownership Structure, Investment and the Corporate Value: An Empirical Analysis," *Journal Financial Economics*, 47(1), 103-121.
- Coase, R.(1937) "The Nature of the Firm," *Econometrica*.
- Demsetz, H. and B. Villalonga(2001), "Ownership Structure and Corporate Performance," *Journal of Corporate performance*, 7, 209-233.
- Demsetz, H. and K. Lehn(1985), "The Structure of Corporate Ownership : Cause and Consequence," *Journal of Political Economy*, 1151-1177.
- Demsetz, H.(1983), "The Structure of Ownership and The Theory of Firm," *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Dennis, D., D. Dennis and A. Sarin(1997), "Agency Problem,

- Equity Ownership and Corporate Diversification," *Journal of Finance*, 52, 135-160.
- Edwards, C.(1955), "Conglomerate Bigness as a Source of Power,"
In National Bureau Committee for Economic Research,
Business and Price Policy, Princeton: Princeton University
Press, 331-360.
- Fama, E. and M. Jensen(1983a), "Agency Problems and Residual
Claims," *Journal of Law and Economics*, 317-349.
- Fama, E. and M. Jensen(1983b), "Separation of Ownership and
Control," *Journal of Law and Economics*, 301-325.
- Friend, I. and J. Hasbrouck(1987), "Determiners of Capital
Structure," in A. Chen(ed), *Research in Finance*, 7, JAI press,
1-19.
- Friend, I. and L. Lang(1988), "An Empirical Test of the Impact of
Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure,"
Journal of Finance, 43, 271-281.
- Gort, M.(1962), *Diversification and Integration in American Industry*,
Princeton University Press, NJ.
- Gross S. and D. Hart(1982), "Corporate Financial Structure and
Managerial Incentives," in the Economics of Information and
Uncertainty, McCall(ed), Chicago.

- Hanazaki, M. and H. Akiyoshi(2003), "A Review of Japan Bank Crisis from the Governance Perspective," *Pacific-Basin Financial Journal*, 11(3), 305-325.
- Harris, M. and A. Raviv(1991), "The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance*, 46, 297-355.
- Hill, C. and R. Hoskisson(1987), "Strategy and Structure in the Multiproduct Firm," *Academy of Management Review*, 12, 331-341.
- Hill, C. and S. Snell(1988), "External Control, Corporate Strategy and Firm Performance in Research Intensive Industries," *Strategic Management Journal*, 9, 25-46.
- Hill, C. and S. Snell(1989), "Effect of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity," *Academy of Management Journal*, 32, 25-46.
- Himmelberg, C., R. Hubbard and D. Palia(1999), "Understanding the Determinant of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance," *Journal of Financial Economics*, 53(3), 435-469.
- Jarrel, G. and A. Poulsen(1987), "Shark Repellents and Stock Prices: the Effect of Antitakeover Amendment since 1980," *Journal of Financial Economics*, 19(1), 127-168.

- Jensen, M. and K. Murphy(1990), "Performance pay and top management incentives," *Journal of Political Economics*, 98, 225-264.
- Jensen, M. and W. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 350-360.
- Jensen, M.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Kamien, M. and N. Schwartz(1975), "Market structure and Innovation: A survey," *Journal of Economic Literature*, 1-37.
- Khanna, T. and K. Palepu(2000), "Is Corporate Affiliation Profitable in Emerging Market?", *Journal of Finance*, 867-891.
- Kim, W., J. Lee and J. Francis(1988), "Investment performance of Common Stocks in Relation to Insider Ownership," *Financial Review*, 23(1), 53-64.
- Kims, W. and E. Sorenson(1986), "Evidence on the Impact of Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June, 131-144.
- Kole, S.(1995), "Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Source of Ownership Data," *Journal of*

Corporate Finance, 1, 413-517.

Kraus, A. and R. Litzenberger(1973), "A State Preference Model for Optimal Financial Leverage," *Journal of Finance*, 911-922.

La Porta, R. and A. Shleifer(1999) "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 56(2), 417-517.

Lang, L. and R. Stultz(1994), "Tobin Q, Corporate Diversification and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280.

Leland, H. and D. Pyle(1977), "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, 32, 371-387

Lewellen, W.(1971), "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate," *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.

Lewellen, W., G. Loderer and A. Rosenfeld(1985), "Mergers Decision and Executive Stock Ownership in Acquiring Firm," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 209-331.

Lewellen, W., G. Loderer and A. Rosenfeld(1989), "Mergers Executive Risk Reduction and Stock Wealth," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 459-472.

Loderer, C. and K. Martin(1997), "Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces," *Journal of Financial*

Economics, 45(2), 223-255.

May, D.(1995), "Do manager motives influence risk-reduction strategies?" *Journal of Finance*, 50, 1291-1308.

McConnel, J. and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.

Mehran, H.(1995), "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-185.

Miller, M.(1977), "Debt and Taxes," *Journal of Finance*, 261-276.

Modigliani, F. and M. Miller(1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 48, 261-297.

Modigliani, F. and M. Miller(1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction," *American Economic Review*, 53, 433-443.

Montgomery, A.(1994), "Corporate Diversification," *Journal of Economic Perspective*, 8(3), 163-178.

Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny(1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

- Myers, S. and N. Majluf(1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 187-221.
- Myers, S.(1977), "Determinants of Corporate Borrowings," *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S.(1984), "Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, 575-592.
- Pitts, R. and H. Hopkins(1982), "Firm Diversity, Conceptualization and Measurement," *Academy of Management Review*, 7, 1982, 620-629.
- Ross, B.(1997), "The determinant of Financial Structure : The Incentive-Signaling Approach," *Bell Journal of Financial Economics*, 23-40
- Rumelt, C.(1974), *Strategy, Structure and Economic Performance*, Division of research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Salter, M. and W. Weinhold(1978), "Diversification through Acquisition: Strategies for Creating Values," *Harvard Business Review*, 56(4), 166-176.
- Scott, J.(1977), "Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital

- Structure," *Journal of Finance*, 1-19.
- Scott, J.(1982), "Multimarket Contact and Diversified Oligopolist Performance," *International Journal of Industrial Organization*, 9, 225-238.
- Scott, J.(1982), "Multimarket Contact and Economic Performance," *Review and Economics and Statistics*, 64, 368-375.
- Scott, J.(1989), "Purposive Diversification as a Motive for Merger," *International Journal of Industrial Organization*, 7, 35-47.
- Shleifer A. and R. Vishny(1989), "Management Entrenchment The Case of Managerial Specific Investment," *Journal of Financial Economic*, 25. 123-139.
- Short, H. and K. Keasey(1999), "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence From UK," *Journal of Corporate Finance*, 5(1), 79-101.
- Stultz, R.(1988), "Management Ownership, Capital Structure and Takeover," *Journal of Financial Economics*, 20, 1-19.
- Stultz, R.(1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Titman, S. and R. Wessels(1988), "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance*, 43, 1-19.
- Varadarajan, P. and V. Ramanujan(1987), "Diversification and

Performance: A Reexamination Using A New
Two-Dimensional Conceptualization of Diversity in Firms,"
Academy of Management Journal, 30(2), 380-393.

Williamson, O.(1975), *Market and Hierarchies: Analysis and Antitrust
Implication*, Free Press.

Williamson, O.(1979), "Transaction cost Economics : The
Governance of Contractual Relations," *Journal of Law and
Economics*, 22, 233-261.

Williamson, O.(1985), *The Economic Institution of Capitalism*, Free
Press.

Wruck, K.(1989), "Equity Ownership Concentration and Firm
Value from Private Equity Findings," *Journal of financial
Economic*, 23(1), 3-28.

服部民夫(1988), “韓國 財閥の株式所有について”, 「사회과학」, 同
志師大人文社會科學研究

Abstract

A Study on the Interrelationship among Diversification, Ownership Structure and Capital Structure and Its Effect on Performance in Korean Big Conglomerate

Jae-Hee Park

Major in HRM and OT

Department of Business Administration

Graduate School, PuKyung National University

This thesis purpose to analyses the diversification, ownership structure and capital structure for identifying the restructuring status of Korean Big Conglomerate so called Chaebol and their performance after Asian crisis of 1997. To achieve these objectives, literatures on the diversification, ownership structure, and capital structure, is reviewed. And

then empirical study of the effect of the performance focusing on the profitability is executed. The sample includes the top 30 biggest Conglomerates identified by Korea Fair Trade Commission. The sample period is divided into two sub-periods - before-Asian crisis (1993~1996) and after-Asian crisis (1999~2002).

The simultaneous equation system is adopted to deal with the interrelationship among the diversification, ownership structure and capital structure. The empirical model is composed of the 4 different equations (diversification equation, ownership equation, leverage equation, profitability equation). Therefore, four endogenous variables are employed. The first endogenous variable is the diversification which is measured by Berry-Herfindahl index. The second endogenous variable is the ownership structure which is gauged by insider's share-ratio (largest share holder and his family share). The third endogenous variable is the capital structure, measured by leverage ratio. The Last endogenous variable is the profitability measured by return on invested capital. The exogenous variables include size, operation risk, age, fixed asset portion, affiliated company' share portion.

Findings are as follows. The number of affiliated companies in Korean Big Conglomerate was diminished but the size was not diminished. The profitability of the sample firms improves while they became riskier. The share holdings of affiliated companies are used as the control tool to maintain the governance. Before Asian crisis, the first goal of Korean Big Conglomerate was the Growth. Therefore the diversification through external finding was the major characteristic at that time, which meant the diminishment of family share holdings. However, they maintained their power on the business group with the increase in the share holdings of the affiliated companies. On the other hand, the first goal of Korean Big Conglomerate after Asian crisis was the reduction of high leverage. Therefore the internal funding by the affiliated companies contributes greatly to achievement this goal. Results show that there exists interrelationship among the diversification, ownership structure and capital structure and that capital structure affects the profitability of the conglomerates. In addition, the reduction of leverage is associated with profit improvement. While diversification is associated with ownership structure

before Asian crisis, leverage ratio is associated with ownership structure before Asian crisis.

Implications are as follows. The Korean government made efforts on the corporate restructuring after Asian crisis. These restructuring policies are summarized as 5+3 Principles. The 5 Principles are Improvement of Management Transparency, the Dissolution of Cross Loan Guarantee, the Reduction of High Financial Leverage, the Focusing on the Core Competence, and the Assurance of Responsibility on the Controlling Shareholders and Managements. The 3 plus Principles are the isolation of financial sector from industrial firms by capital control, the prohibition of unreasonable internal trading within business context, then ban of wrong succession.

Linking the overall results with this government policy, the efforts of restructuring the Korean Big Conglomerate are greatly progressed. The thesis could identify the clue of the refocusing of the firms, the deduction of financial leverage, the enlargement of family sharer portions, and the improvement of profitability as the government's restructuring policy works. In any way, the government

confirmed its willingness to restructure Korean Big Conglomerate and their urgent necessity to survive called for the good conclusion of something changed. Until now, the government and Korean Big Conglomerate made too many disputes such as 5+3 Principles but the debates seems to lack objective research based on real data. This thesis provides the very findings, and more academic work on these issues will alleviate the wasteful debates.

감사의 글

지난 6년은 저에게 있어 인생의 큰 변환점이 있었던 시기였습니다. 불혹을 훌쩍 넘긴 나이에, 저와는 전혀 관계없을 것 같았던 학문의 세계에 입문한다는 것은 저 자신에게 힘들고 어려운 나날의 연속이었으나 여러 선생님들의 격려와 진정한 학문의 기쁨은 저에게 삶의 새로운 열정에 눈뜨게 하였습니다. 그 동안의 결실인 이 논문의 완성은 미숙한 저를 진심으로 아껴주셨던 많은 분들의 배려와 고뇌의 산물이라고 생각하며 진심으로 감사드리는 바입니다.

미흡한 제자를 격려하고 다독이며 처음부터 끝까지 지켜주셨고, 친구처럼 늘 감싸주셨던 류태모 지도교수님께 감사드립니다. 본 논문의 주심으로서 뿐만 아니라 맨 처음으로 학문의 세계를 접하게 해주셨으며, 끝없는 토론으로 또 다른 기쁨을 맛보게 하시고 제자의 때늦은 면학의 고통에 함께 동참해주셨던 윤영삼 교수님께 감사드립니다. 학문의 깊이를 더하게 해주시고 학문적 성취감을 알게 해주신 홍재범 교수님께도 고마움을 표합니다. 또한 심사위원이신 박봉규 교수님과 정동섭 교수님의 세심한 지도편달에도 깊은 감사를 드리는 바입니다.

그리고 넘치는 사랑으로 부족한 제자를 인정해 주시고 당당함과 굳센 의지를 갖게 해주신 배상욱 교수님, 항상 조언과 용기를 주시며 가르치는 숭고한 기쁨까지도 알게 해주신 송경수 교수님, 친근함과 격려를 아끼지 않으시는 전재균 교수님께도 큰 감사를 드립니다. 또 후배인 박사과정의 정해주 선생, 이강호 선생은 넉넉한 배려로 많은 도움과 용기를 주셨음에 감사드립니다.

끝으로 저의 선택을 묵묵히 지켜보시며 격려해주신 아버님, 사랑과 믿음으로 소리 없는 응원을 보내준 아내와 항상 건강하고 밝고 씩씩한 모습으로 아버지로서의 긍지와 자부심을 갖게 해준 기욱, 기훈 두 아들에게도 고마움을 느낍니다.

많은 분들의 도움과 노고가 없었더라면 불가능했을 이 결실이 헛되지 않고 보다 더 큰 결실을 맺도록 정진하겠다는 약속을 내 스스로에게 다짐하면서 그동안 사랑으로 이끌어 주신 모든 분들께 다시 한번 감사드립니다.