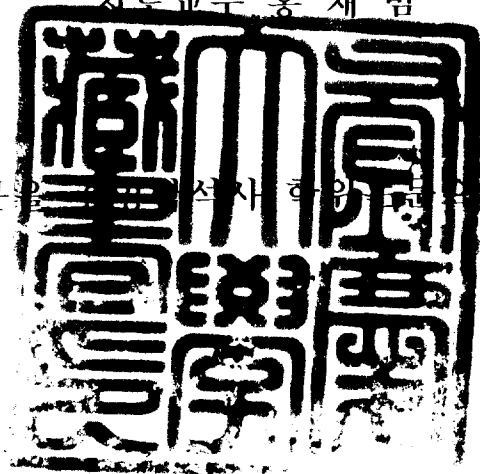


경영학석사 학위논문

# 한국 기업집단의 다각화가 수익성에 미치는 영향에 관한 연구

지도교수 홍 재 범

이 논문을 경영학석사 학위논문으로 제출함



2005년 2월

부경대학교 대학원

경영학과

황 승 환

# 황승환의 경영학 석사 학위논문을 인준함

2004년 12월 일

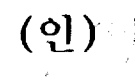
주 심 경영학박사 류 태 모



위 원 경영학박사 윤 영 삼



위 원 경영학박사 홍 재 범 (인)



## 차 례

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 제 1장 서 론 .....                 | 1  |
| 제 1 절 연구의 배경 및 목적 .....        | 1  |
| 제 2 절 연구의 방법 및 구성 .....        | 4  |
| 제 2장 다각화에 대한 이론적 논의 .....      | 6  |
| 제 1 절 다각화의 개념 .....            | 6  |
| 1. 다각화의 정의 .....               | 6  |
| 2. 다각화의 수단 .....               | 9  |
| 3. 다각화의 형태 .....               | 13 |
| 제 2 절 다각화의 결정요인에 대한 제 시각 ..... | 18 |
| 1. 개요 .....                    | 18 |
| 2. 거래비용절감 .....                | 19 |
| 3. 대리인비용 .....                 | 21 |
| 4. 제도적 요인 .....                | 25 |
| 5. 정책적 요인 .....                | 31 |

|              |                        |           |
|--------------|------------------------|-----------|
| <b>제 3 장</b> | <b>한국 기업집단의 다각화</b>    | <b>33</b> |
| 제 1 절        | 기업집단의 개념과 특성           | 33        |
| 1.           | 기업집단의 정의               | 33        |
| 2.           | 기업집단의 형태               | 37        |
| 3.           | 기업집단의 특성               | 38        |
| 4.           | 기업집단의 형성               | 41        |
| 제 2 절        | 기업집단의 다각화              | 45        |
| 1.           | 다각화 추진현황               | 45        |
| 2.           | 국내 선행연구                | 47        |
| 3.           | 국외 선행연구                | 56        |
| <b>제 4 장</b> | <b>연구가설의 도출 및 연구방법</b> | <b>60</b> |
| 1.           | 연구가설 도출                | 60        |
| 2.           | 연구표본 및 분석모형설정          | 64        |
| 3.           | 분석대상변수의 측정             | 65        |
| 4.           | 연구방법                   | 67        |
| <b>제 5 장</b> | <b>실증 분석결과</b>         | <b>69</b> |
| 1.           | 기초자료분석                 | 69        |
| 2.           | 가설검증결과                 | 73        |

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 제 6 장   결   론 .....     | 75 |
| 1. 연구결과와 시사점 .....      | 75 |
| 2. 연구한계 및 향후 연구과제 ..... | 77 |
| 참 고 문 헌 .....           | 78 |
| Abstract .....          | 90 |

## 표 목 차

|         |                                  |    |
|---------|----------------------------------|----|
| <표 1-1> | 주요 연구자의 다각화 개념 .....             | 9  |
| <표 1-2> | 관련 다각화와 비관련 다각화의 잠재 이익 .....     | 14 |
| <표 1-3> | Rumelt의 다각화전략 분류 .....           | 15 |
| <표 3-1> | 한국 10대 재벌의 변천(매출액 기준) .....      | 36 |
| <표 3-2> | 재벌기업의 다각화현황 .....                | 44 |
| <표 3-3> | 공정거래위원회 지정 30대 대규모기업집단 .....     | 46 |
| <표 3-4> | 다각화의 수익성에 대한 국내연구 .....          | 55 |
| <표 4-1> | 주요변수의 측정방법 .....                 | 67 |
| <표 5-1> | 기술적 통계량 분석 : 전체 .....            | 70 |
| <표 5-2> | 기술적 통계량 분석 : 대규모기업집단 .....       | 71 |
| <표 5-3> | 기술적 통계량 분석 : 소규모기업집단 .....       | 71 |
| <표 5-4> | 기술적 통계량 분석 : 요약 .....            | 71 |
| <표 5-5> | 기술적 통계량 분석 : 변수별 상관관계 분석: 전체 ... | 72 |
| <표 5-6> | 다각화와 수익성에 대한 회귀분석결과 .....        | 74 |

## 그림 목 차

<그림 1-1> 다각화의 수단 ..... 13

<그림 1-2> 다각화의 분류 ..... 17

# 제 1 장 서 론

## 제1절 연구의 배경 및 목적

다각화전략은 1950년대 말 Ansoff에 의해 처음 논의되기 시작한 이후 Chandler(1962)의 기업사 연구를 거쳐 1970년대 초 Wringley와 Rumelt의 연구를 계기로 많은 발전이 이루어 졌으며, 전략경영분야가 발전하기 시작한 초기부터 가장 활발하게 연구가 진행된 분야였다. 또한 Ramanujam & Varadarajan(1989)의 연구에서 다각화(diversification)는 시너지(synergy), 기업 특유의 역량(distinctive competence), 본원적 전략(genetic strategy)과 함께 전략경영분야의 중요한 주제였다.

그 후 기업의 전략적 의사결정으로서의 다각화와 그 성과는 기업경영자 뿐만 아니라 학자들로부터 많은 주목을 받아왔다. 그 중에서도 특히 많은 연구가 이루어진 분야는 다각화 전략과 방법이 수익성에 어떠한 영향을 미쳤는가, 즉, 기업이 다각화 전략으로서 관련 또는 비관련 다각화 중 어떠한 전략을 추구해야 할 것인가 하는 것이 연구의 초점이 되었다.

그러나 관련다각화가 비관련다각화보다 우월하다는 이론적 주장과는 달리 다각화전략이 성과에 미치는 효과를 다룬 많은 연구들은 서로 상반된 결론을 제시하고 있다. 즉, Rumelt(1974), Bettis(1981)의 연구들은 관련다각화의 우월성을 주장하기도 하지만, Montgomery(1985), Palepu, (1985), Chang and Thomas(1989)의 연구들은 관련 다각화와 비관련 다각화 사이에 뚜렷한 성과 차이가 존재하지 않는다고 주장한다.

다각화 전략과 성과의 관계에 관한 연구와는 달리 다각화 방법과 성과의 관계에 대한 연구는 Lamont and Anderson(1985)의 연구를 제외하고는 거

의 이루어지지 않고 있는 실정이며, Lamont and Anderson(1985)은 다각화 방법과 성과와의 관계를 분석하여 ROA(Return On Asset)의 경우에는 내부 개발방식에 의한 다각화가 우월하지만 ROI(Return On Investment), ROE(Return On Equity), 매출액성장성 등 다른 성과변수에 있어서는 유의수준은 낮았다.

1980년대 초에 활발히 전개되었던 다각화전략에 대한 연구는 평균적으로 관련다각화가 비관련다각화에 비해 성과가 높다는 결과를 보여주며 그 원인이 시너지(synergy)혹은 범위의 경제(economic of scope)에 있다는 잠정적인 추론에 도달했을 뿐, 구체적으로 왜 기업들이 관련 또는 비관련다각화를 추구하는가에 대한 원인 규명과 다각화를 추구하는 과정에 대한 이해가 부족하였다.

산업수준의 다각화의 정도가 기업 다각화의 진화적 패턴이 각 국가별로 차이가 있다는 점을 고려할 때 아시아 국가들을 대상으로 한 다각화전략의 실증분석은 드물며, Rumelt(1974)의 연구 이후 80~90년대에 걸친 많은 다각화연구들도 동일한 자료에 의한 반복적 연구라는 점에서 비판받고 있다.

한국은 일본의 식민지, 한국전쟁의 상처를 딛고 30년간 눈부신 경제성장을 실현하여 1996년 말 GDP 규모로 세계 11위라는 경제대국으로 부상하였지만, 이러한 양적인 성장에도 불구하고 한국경제는 1997년 말 IMF에 국제금융을 신청하는 총체적인 난국에 처하게 되었으며 이는 급속한 양적 팽창에 비하여 상대적으로 질적인 발전을 수반하지 못한 결과라고 할 수 있다.

1997년말의 경제위기는 외환위기에서 비롯된 것이나 외환위기는 우리나라 금융기관의 부실에 의한 대외신인도의 하락과 이에 따른 외화차입의 불능에 의해 촉발되었으며, 금융기관의 부실화는 금융기관의 무리한 확장과 방만한 경영도 큰 원인이지만 근본적으로는 1996년말부터 시작된 한보, 대농, 뉴코아, 삼미 등과 특히 1997년 9월 들어 재계서열 10위권에 있는 기아

그룹이 부실화되는 등 우리나라 재벌기업의 연쇄도산으로 대변되는 기업의 실패에서 기인하였다.

지난 30년 간 빠른 성장을 지속해 온 한국 기업이 1990년대 후반에 총체적 부실의 위기에 직면한 것은 정부의 정책혼선이나 무리한 개방화 및 세계화의 추진, 환율관리의 실패와 이로 인한 교역조건의 악화 등의 기업 외적인 요인도 있으나 근본적으로는 과다차입과 과잉투자, 그리고 전근대적인 지배구조 등의 기업 내부적 요인 등을 들 수 있다.

다각화 전략의 수익성에 대한 연구는 과거 수많은 연구가 이루어졌음에도 불구하고 일치된 결론을 제시하고 있지 못하는 분야이며 아직도 수많은 연구 과제를 제기하고 있는 분야이다. 그렇다면 이렇게 상반된 결과가 나타나는 이유는 무엇인가? 기존 연구에서는 이러한 상반된 결과의 원인으로 다음 두 가지를 지적하고 있다.

첫째, 다각화의 관련성을 측정하는 방법상의 문제이다. 즉, Markides and Williamson(1994), Nayyar(1992)는 관련성 정도를 측정하는 전통적인 방법이 사업단위간에 존재하는 실제적인 관련성을 제대로 반영하지 못한다고 지적하였다. 둘째, 관련다각화가 높은 성과를 보이는 이유는 관련다각화 전략의 선택과 그에 따른 높은 성과사이에 두 가지 유형의 피상적인 상관관계가 존재하기 때문이라는 것이다.(Park, 1997)

이러한 배경 하에 본 연구의 목적은 변화하고 있는 경제 환경 하에서, 외환위기 이후로 2001~2003년 708개의 기업집단을 대상으로 대규모 기업집단과 소규모 기업집단으로 구분하여 기업집단의 다각화가 수익성에 미친 영향과 대규모기업집단의 다각화가 수익성에 미친 영향, 그리고 소규모기업집단의 다각화가 수익성에 미치는 영향을 분석하는데 있다. 이를 위하여 과거 3개년(2001~2003년)간의 다각화와 수익성에 대한 분석을 통해 기업집단의 다각화가 수익성에 어떠한 영향을 미치는지를 규명하고 이를 분석하고자 한다.

## 제2절 연구의 방법 및 구성

본 연구의 대상은 공정거래위원회에서 매년 지정 공표하는 30대 대규모 기업집단과 그 외 671개의 기업집단이다. 공정거래위원회에 따르면 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 공기업을 제외한 상위 30대 기업집단으로 정의하였으며, 그 외 671개 기업집단을 소규모 기업집단으로 정의하였다.

본 연구의 분석대상기간은 2001~2003년까지의 3개년이며, 기업집단의 수익성(ROIC)을 종속변수로, 기업집단의 관련다각화(DR), 비관련다각화(DU)를 독립변수로, 광고비집중율(AD), 기업규모(LSIZE), 부채비율(LR), 위험(RISK)을 통제변수로 구성하여 회귀분석으로 이를 분석하였다. 앞서 서술한 연구내용과 연구방법에 의한 실증분석과 연구결과를 다음과 같은 구성체계로 정리하였다.

1장에서는 서론으로 연구의 배경과 연구의 목적, 연구의 구성을 개괄적으로 서술함으로써 본 연구의 전체적인 맥락을 이해하도록 하였다.

2장에서는 다각화에 대한 이론적 논의들을 포괄적으로 고찰하였으며 구체적으로 다각화 개념과 형태, 다각화의 결정요인, 다각화에 따른 수익성에 대한 국외 선행연구에 대해서 제시하였다.

3장에서는 연구가설 검증에 앞서 기업집단의 개념, 기업집단의 특성, 기

업집단의 다각화, 국내 선행연구를 제시하였다.

4장에서는 연구모형 가설을 제시하고, 이를 검증하기 위한 분석대상변수의 측정, 연구표본과 분석방법을 설명하였다.

5장에서는 기업집단의 다각화가 수익성에 대해서 어떠한 영향을 미치는지를 실증 분석하였다.

6장은 결론으로 본 연구의 내용을 종합하고 한계를 논하고 향후 과제를 제시하였다.

## 제 2 장 다각화에 대한 이론적 논의

### 제1절 다각화의 개념과 유형

#### 1. 다각화의 정의

다각화(diversification)에 대한 정의는 연구자에 따라 다양한 개념으로 제시되고 점차 그 의미가 확대 해석되는 방향에서 새로이 정의되고 있으며, 그 주요 정리를 요약하면 <표 1-1>과 같다. Gort(1962)는 시장의 수에 근거한 산출물의 이질성(heterogeneity of output)증대로 정의하며, 산출물의 이질성은 각 산출물이 제공되는 시장 수에 기반을 둔다고 하였으며 이러한 정의에서는 시너지와 자원공유의 개념이 잘 정의되지 않는 한계가 있다.

Ansoff(1965)는 기존제품의 신 시장 진출은 시장의 확대(market expansion), 신제품의 기존시장 참여는 제품개발(product development)이라고 규정하고 신 시장 진출만을 다각화로 정의하였으며, Steiner(1969)는 Ansoff(1965)보다 광범위하게 다각화를 새로운 제품 종류, 공정, 시장에 진출하는 것이라고 정의하였다.

Berry(1975)는 기업이 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 정의함으로써 기업의 행위(act)측면보다는 상태(state)측면에 그 초점을 맞추었다.

Booz, Allen, and Hamilton(1985)은 다각화를 다차원성에 초점을 두고

다각화는 성장을 가속화하고 전체위험을 감소하기 위해서 사업의 기반을 확장하는 수단이라고 정의하였으나, 그들의 정의는 다각화의 목표, 방향, 수단을 포괄하지만 관리상의 연계와 다각화의 과정을 포함하지 않는 한계가 있다.

Ramanujam and Varadarajan(1989)은 이러한 기존 개념정의의 한계를 상당부분 극복하면서 다각화가 진행되는 전 과정을 포함하는 포괄적인 개념을 제시하였다. 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.

Scherer and Ross(1990)도 수직결합을 다각화의 개념에 포함시키지 않고 있다. 다각화란 새로운 분야로의 움직임을 의미하는 것으로 과거의 생산특화 유형과 관계를 끊는 것으로 정의된다. 반면 수직결합은 기업이 생산과 유통단계의 완전한 스펙트럼(spectrum)을 포함하는 정도를 나타낸다.

정구현(1987)은 다각화란 기업이 기존의 상품 및 시장과 무관한 분야로 진출하는 활동이라고 정의한다. 그리고 이러한 활동은 기업이 이미 갖고 있는 생산기술이나 마케팅 노하우와는 다른 새로운 능력과 자원을 요구한다고 보고 있다. 여기서 시장이란 지리적 시장이 아닌 고객층을 가리키는 개념이니 만큼 다각화란 새로운 상품기술의 획득과 더불어 새로운 유통경로의 개척을 수반하는 활동이라 지칭하였다.

신유근(1993)은 기업전략에 대한 개념을 정의하면서 다각화 전략을 기업전략의 한 부분으로 보고 있다. 그에 따르면 기업전략이란 기업이 사업부문을 결정하고 이들 사업부문을 총합시키는데 초점을 두는 것으로, 상이한 사업들을 유효한 포트폴리오로 통합하는 전략을 의미한다. 그러므로 다각화란

기존의 사업부문으로부터 새로운 시장, 새로운 상품 등을 통해 새로운 사업 부문으로 진출하는 것으로 정의된다.

이규억·박병형(1993)은 기업의 성장과 시장지배의 수단인 기업의 다각화 내지 기업결합(business integration)을 독립된 기업들을 인적·물적·자본적 결합을 통하여 동일한 관리체제하에서 기업 활동을 영위하도록 조직하는 행위로 보고 있다. 이들은 다각화라는 용어는 거의 사용하지 않고 있으며 전통적인 경제학내의 산업조직론의 차원에서 논의를 전개하고 있다. 이상과 같이 기존연구들을 보면 다각화란 새로운 제품을 생산하여 새로운 시장에 진출하는 경영활동으로 정의되고 있음을 볼 수 있다.

정명일·김인수(1997)의 연구에서는 다각화를 다음과 같이 정의하고자 한다. “다각화란 기업이 새로운 시장에 진입함으로써 자원능력을 확장해 가는 역동적 과정을 의미 한다” 이러한 정의는 다각화를 새로운 시장(제품 또는 지역)에 단순히 진입하는 것에 국한하지 않고, 진입 후에 기업이 자원능력을 축적해 가는 과정에 초점을 두고 있다.

위의 연구를 기초로 하여 본 연구에서는 신유근(1993)의 연구에 기초하여 다각화를 기존의 사업부문으로부터 새로운 시장, 새로운 상품 등을 통해 새로운 사업부문으로 진출하는 것으로 정의하고자 한다.

〈표 1-1〉 주요 연구자의 다각화 개념

| 연구자                            | 정 의                                                         |
|--------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| Gort(1962)                     | 시장의 수에 근거한 산출물의 이질성(heterogeneity of output) 증대             |
| Ansoff(1965)                   | 신제품의 신 시장 진출                                                |
| Steiner(1969)                  | Ansoff보다는 광범위하게 다각화를 새로운 제품 종류, 공정, 시장에 진출하는 것              |
| Rumelt(1974)                   | 기업이나 다른 활동들과 독립적으로 운영될 수 있을 때를 사업 단위로 가정하여 독립적인 다수 사업으로의 확장 |
| Berry(1975)                    | 기업이 활동하는 시장 수                                               |
| Kamien & Schwartz(1975)        | 한 산업에 속한 기업이 다른 산업의 제품을 생산하는 정도로 다각화를 정의                    |
| Pitts and Hopkins(1982)        | 기업이 동시에 다른 사업을 영위하는 정도                                      |
| Booz, Allen, & Hamilton (1985) | 성장을 가속화하고 전체위험을 감소하기 위해서 사업의 기반을 확장하는 수단                    |
| Ramanujam & Vadarajan, (1989)  | 하나의 기업 혹은 사업부서가 내부개발이나 인수를 통해 새로운 활동영역으로 진출하는 것을 의미         |
| Scherer and Ross (1990)        | 새로운 분야로의 움직임을 의미하는 것으로 과거의 생산특화 유형과 관계를 끊는 것으로 정의           |
| 신유근(1993)                      | 기존의 사업부문으로부터 새로운 시장, 새로운 상품 등을 통해 새로운 사업부문으로 진출하는 것으로 정의    |
| 정명일 · 김인수 (1997)               | 기업이 새로운 시장에 진입함으로써 자원능력을 확장해 가는 역동적 과정을 의미                  |

출처 : 홍재범(1996)를 수정

## 2. 다각화의 수단

다각화를 추진하는 방법에는 여러 가지가 있을 수 있다. 가장 전형적인 방법은 내부개발, 기업인수 등으로 구분할 수 있으며, 이들 각각의 특성 및

장단점에 대하여 살펴보면 다음과 같다.

Goldberg(1973)에 따르면 기업들은 내적확장(internal expansion)과 외적 취득(external acquisitions)에 의해 다각화 된다. 내적 확장이란 새로운 사업을 내부적으로 발전시키는 것이다. 즉, 경영자원의 내부발전을 통해 공장을 신설하여 주요제품과는 다른 산업에 참여하는 방법이다.

내부개발을 통한 다각화란 기존 기업 내에서 연구·개발 등의 방법을 통해 새로운 생산시설의 설립, 공급원의 개발 및 판매망의 확보 등으로 새로운 사업영역을 만들어 새로운 산업에 진출하는 다각화의 방법을 말한다. 일반적으로 진입에 따른 시간적인 압박감이 적은 경우, 적합한 다각화방법으로 알려져 있다. 초기단계에서 전략을 수립하는 과정에서는 “새로운 것을 스스로 만들어 내어야 한다”라는 측면에서 위험이 큰 반면, 일단 전략수립 단계를 거치면 이를 실행하는 과정에서의 비용이나 위험은 인수합병을 통한 다각화의 경우보다 적은 것으로 인식되고 있다.

왜냐하면, 인수합병을 통한 다각화의 경우에는 잠재적인 시너지효과를 창출하는 과정에서 이질적인 회사들이 하나가 되는 과정에서 여러가지 기업 문화적인 차이, 경영스타일의 차이, 인수를 당한 기업의 조직구성원이 갖는 불안감 등으로 인하여 전략의 수행에 많은 어려움을 겪게 될 가능성이 내부개발의 경우보다 높아지기 때문이다. 일반적으로 관련다각화를 추구하는 경우에는 내부개발의 방법을 많이 사용하게 되는 반면, 비관련다각화를 추구하는 경우에는 인수합병을 통한 다각화를 많이 하게 된다.

외적 취득이란 외부에 있는 기존 경영자원들을 취득함으로써 새로운 산업에 참여하는 방법을 말하며, 외부의 경영자원을 취득하기 위해서는 주식을 취득하여 경영권을 확보할 필요가 있으며 완전하게 경영권을 취득하여 하나의 기업으로 만드는 수단으로서 합병이 있다.

그 예로 인수·합병을 통한 다각화전략은 가장 흔하게 사용되는 방법으

로서 일반적으로 충분한 자금력과 적절한 인수대상기업만 파악할 수 있다면 빠른 시일 내에 다각화를 완결할 수 있을 뿐만 아니라 진입장벽을 넘는 어려움도 비교적 덜하다. 그러나 성과나 경쟁력이 뛰어난 기업을 인수하려는 경우 높은 프리미엄을 지불하여야 하는 부담이 있기 때문에 인수대상기업의 미래 수익성에 대한 심층적인 분석과 아울러 인수하는 기업의 자금력을 필요로 한다.

인수를 통한 다각화는 전략을 계획하는 단계에서는 대상기업의 선정과 인수가격 및 조건 등에 대한 고려가 충분히 이루어지는 경우 비교적 위험이 적은 반면, 새롭게 인수되어 자신의 회사의 일부가 된 사업부문을 관리하는 면에서는 조직문화의 차이, 인원활용에서의 문제, 기타 경영상의 상이점으로 인하여 기대하는 만큼의 성과를 달성하지 못하는 수행상의 위험이 상존하게 된다.

일반적으로 인수를 통한 다각화는 환경의 변화속도가 매우 빨라서 단기간 내에 진입장벽을 뛰어넘지 않으면 다각화의 진정한 의미를 찾을 수 없는 경우에 유용하다고 알려져 있다. 이외에도 내부 경영자원과 외부 경영자원의 공동으로 활용하는 합작을 통해 기업이 다각화하는 방식이 있다. 이는 전략적 제휴의 한 방법으로서 위험의 공유를 통하여 이로 인한 타격을 줄이거나 자원이나 능력의 공유를 통하여 당사자들 서로의 약점을 보완하고 협동하기 위한 방법이다.

일본기업들이 전후 잿더미에서 일어나 산업화하는 과정에서 외국의 유수 기업들과 조인트벤처를 통하여 선진기술과 경영기법을 습득한 경험은 잘 알려져 있는 사실이며, 특히 요즈음에는 수출쿼터나 무역장벽을 회피하기 위하여 혹은 문화적, 정치적 문제에 따른 위험을 줄이기 위한 국제간의 조인트벤처가 크게 확산되어가고 있다.

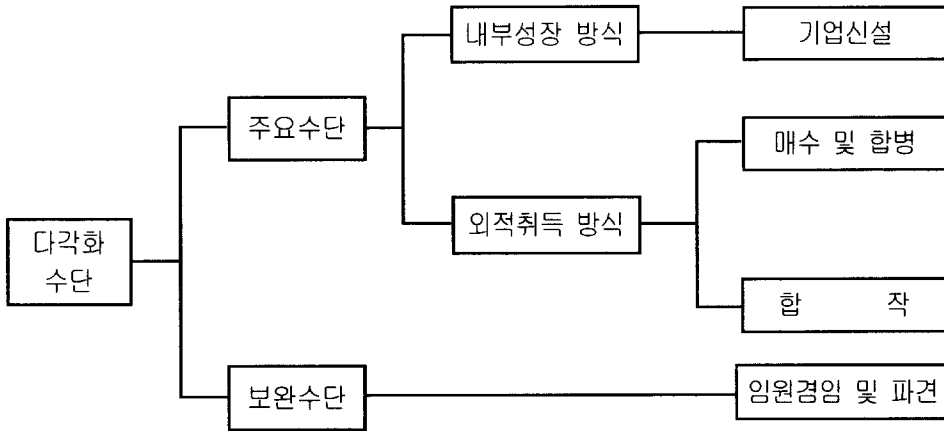
그러나 특성상 한시적인 성격을 띠고 있는 조직적인 형태이기 때문에,

다각화의 방법 중에서 가장 위험스런 것으로 지적되기도 한다. 특히 파트너 간에 지분비율을 어떻게 할 것인가 하는 문제는 조인트벤처의 효과적인 통제와 경영권의 확보에 관련하여 매우 중요한 의미를 지닌다. 예를 들어 50대50의 지분을 갖는 경우 경영통제권이 분산되어 명확한 목표나 전략을 수립하기가 어렵고 전략의 수행 상에도 여러 가지 부조화를 야기할 수 있다고 한다.

따라서 벤처를 효과적으로 수행하기 위해서는 파트너 상호간의 목표가 일치해야 한다는 기본적인 전제와 아울러 지분의 효과적인 배분과 일반관리상의 중요문제에 대한 구체적인 논의가 있어야 한다. 또한 서로 간의 부족한 자원이나 능력을 보완하는 성격을 띠는 경우가 많기 때문에 서로의 노후가 상대방에게 모방당할 위험이 매우 커지게 된다.

Goldberg(1973)는 다각화가 합병에 의해 주로 이루어진다는 관점에서 FTC(Federal Trade Commision)의 합병분류 체계에 따라 합병의 종류와 개념을 설명하고 있다. 합병의 종류는 합병기업과 피합병기업의 경제적인 관계에 따라 수평, 수직, 복합합병으로 분류된다. 수평합병이란 동일한 생산물을 생산하는 기업간의 합병을 의미하지만 수직적 합병은 수요자 및 공급자의 관계에 있는 기업간의 합병을 의미한다.

복합합병은 제품확장(product extention), 시장확장(market extension), 기타 복합합병 등을 포함한다. 제품확장합병이란 서로 간에 직접적으로 경쟁관계에 있지 않지만 기능적으로 생산과 유통에 있어서 관련성을 갖는 제품을 생산하던 기업간의 합병으로 정의되며, 시장확장합병이란 동일한 제품을 생산하지만 그 동일제품들을 서로 다른 지역에서 판매하던 기업들의 합병을 의미하며 수평합병과 유사하다. 기타 복합합병은 이상의 관계에 있지 않는 비관련기업간의 모든 합병을 포함한다. 따라서 이러한 기업들의 다각화 수단을 <그림 1-1>에 정리하였다.



출처 : 전인우(1996)

〈그림 1-1〉 다각화의 수단

### 3. 다각화의 형태

다각화의 형태에 대해서도 다양한 의견이 제시되고 있다. 다각화의 형태를 관련 다각화와 비관련 다각화로 분류하거나 수평·수직·복합 결합적 다각화로 분류하기도 한다. 그러나 양자의 분류는 분류의 기준을 달리한 것으로 다각화 현상을 분석하는 입장에서 보면 다양한 분류기준들을 다각화의 문제에 접근할 수 있도록 한다.

다각화는 기존 활동과 신규 활동 간의 관련도에 따라 관련다각화와 비관련다각화로 구분할 수 있다. 관련다각화란 제품이나 판매망, 기술 또는 생산 방식, 원재료 등이 서로의 연관성을 갖도록 다각화하는 경우를 말한다. 일반적으로 관련 다각화에서는 기술이나 조직구성원의 기능, 판매망, 경영노하우, 제품 등이 시너지효과를 창출할 수 있을 때 바람직한 전략으로 인식되고 있다. 이와 같은 시너지 효과는 여러 요소들 간의 유사성이 있거나, 혹은 상호보완적인 관계를 가지고 있을 때 실현될 수 있으며, 관련된 요소들이 많으면 많을수록, 또한 이들 요소간의 관계가 복잡적일수록 시너지 효과는

증대하게 된다.

비관련다각화란 제품이나 판매망, 기술 또는 생산방식, 원재료 등이 서로의 연관성을 갖는 관련다각화와는 달리, 사업영역간의 관계와 큰 상관없이 이루어지는 다각화의 유형을 말하며, 시너지를 추구하는 것이 목적이기 보다는 위험의 분산이나 재무적인 적합성 등을 추구하기 위한 방법이라고 할 수 있다. 여기에서 말하는 재무적인 적합성(financial fit)이란 내부자금시장의 효율성뿐만 아니라 위험분산에 따르는 파산위험의 감소나 기업의 크기가 증대함으로 생기는 자금조달능력의 확보를 의미한다. <표1-2>에는 Salter와 Weinhold(1978)가 제시한 관련 다각화와 비관련 다각화의 잠재이익이 제시되어 있다.

〈표 1-2〉 관련 다각화와 비관련 다각화의 잠재이익

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

출처: Salter and Weinhold(1978)

Rumelt(1974)는 개념적인 다각화유형을 분류하는 기준을 제시하였을 뿐만 아니라 다각화전략의 유형을 현실에 맞게 더욱 세분화하였고, 이를 바탕으로

으로 다각화전략과 조직구조의 적합성(fit)이 성과에 미치는 영향에 관한 실증분석을 실시하였다. Rumelt(1974)는 다음의 <표 1-3>과 같이 다각화의 유형을 5가지로 분류하였고, 이를 다시 7가지로 세분화하였다.

<표 1-3> Rumelt의 다각화전략 분류

| 유 형       | 특화율          | 수직율        | 관련율        |
|-----------|--------------|------------|------------|
| 단일사업형     | $\geq 0.95$  | -          | -          |
| 수 직 형     | $< 0.95$     | $\geq 0.7$ | -          |
| 집약적 주력사업형 | $0.95 - 0.7$ | $< 0.7$    | -          |
| 확산적 주력사업형 | $0.95 - 0.7$ | $< 0.7$    | -          |
| 집약적 관련사업형 | $< 0.7$      | $< 0.7$    | $\geq 0.7$ |
| 확산적 관련사업형 | $< 0.7$      | $< 0.7$    | $\geq 0.7$ |
| 비관련사업형    | $< 0.7$      | $< 0.7$    | $< 0.7$    |

출처 : Rumelt(1974)

<표 1-3>의 다각화전략의 유형에 대한 Rumelt (1974)의 분류는 단위사업이 총매출액에서 차지하는 백분율을 기초로 하고 있다. 단위사업은 기업에 따라 다르며, 마케팅, 유통, 연구개발, 기술, 생산 또는 각 요소들의 조합에 따라 정의될 수 있다.

다각화전략의 유형분류에 있어서 기준이 되는 세 지표는 특화율, 수직비율과 관련비율이다. 특화율(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 단일사업형( $SR \geq 0.95$ ), 수직형( $VR \geq 0.7$ ),

주력사업형( $0.95 > SR \geq 0.7$ ), 관련사업형( $SR < 0.7, RR \geq 0.7$ ), 비관련사업형( $RR < 0.7$ ) 등으로 분류되며, 이를 정리하면 <표 1-3>과 같다.

Salteer & Weinhold(1979)는 기업의 전략적 측면에 초점을 둔 Rumelt의 분류방법의 연장선상에서 관련 산업을 추가적 관련사업과 보완적 관련사업으로 나누고 있다. 이들에 따르면 수평결합은 추가적 관련사업으로 수직결합은 보완적 관련사업으로 분류된다.

Hill and Hoskisson(1987)도 기업의 전략적 측면에 초점을 두고 기업은 다각화하기 위하여 관련다각화, 수직결합, 비관련 다각화 등 세 가지의 전략을 사용한다고 본다. 즉, 수직결합과 연결된 수직경제성, 관련다각화와 연결된 시너지경제성, 비관련다각화와 연결된 재무경제성을 실현하기 위해 다각화 기업이 운영된다는 것이다.

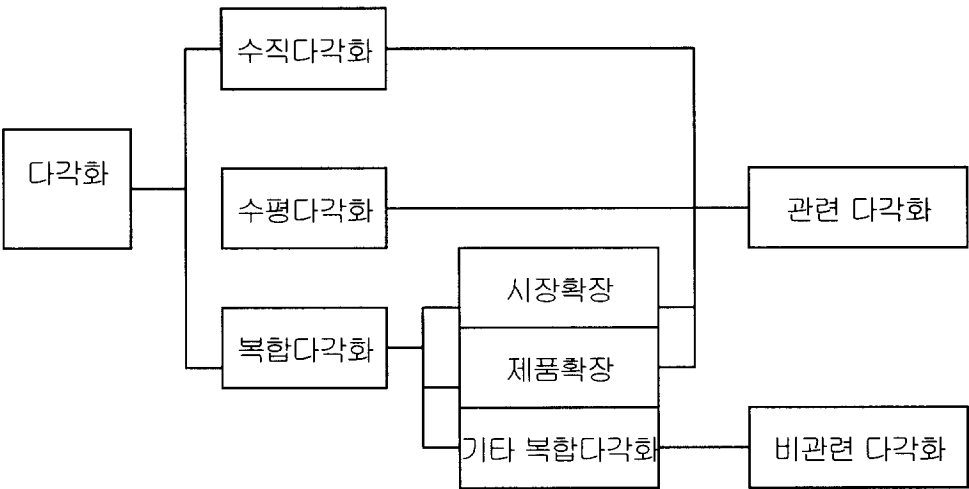
Sherer and Loss(1990)에 따르면 수평적 매수(horizontal acquisition)란 매수기업이 피매수기업이 동일한 세 분류 산업범주에 속하는 경우의 매수를 의미한다. 관련매수(related acquisition)란 매수기업과 피매수 기업이 동일한 중 분류 산업에 속하나 세 분류 산업에서는 동일하지 않은 경우를 의미한다. 순수복합매수(pure conglomerate acquisition)란 매수기업과 피매수 기업이 동일한 중 분류 산업 내에 있지 않은 경우를 의미한다.

지금까지 살펴본 바와 같이 다각화의 유형은 연구자에 따라 다양하게 분류되고 있으나, <그림 1-2>은 이와 같은 다각화의 유형을 재분류한 것으로 분류기준은 크게 두 가지로 나누어진다고 할 수 있다. 즉, 다각화의 유형을 수평·수직·복합다각화로 구분했을 때 수직다각화와 수평다각화는 관련다각화의 범주로 분류할 수 있다.

복합다각화에 속하는 시장 확장은 수평다각화와 동일한 범주에 있으므로 관련다각화에 속할 것이다. 복합다각화의 일종으로서 직접적인 경쟁관계에 있지 않지만 기능적으로 생산과 유통 상 관련성을 갖는 제품 확장 다각화도

관련다각화에 속하게 된다. 한편 비관련다각화는 복합다각화 중 이상과 같은 관계에 있지 않은 기업들 간의 다각화로 정의할 수 있을 것이다.

이상과 같은 다각화의 유형은 결합되는 기업간의 제품 또는 서비스의 관계에 따라 분류한 것이며 기업집단의 다각화 유형은 관련다각화와 비관련다각화가 복합된 형태를 띠고 있음을 인식할 필요가 있다. 단, 기업집단의 다각화는 수평결합 또는 수직결합의 유형이 월등한지 아니면 순수한 복합결합의 유형이 월등하냐에 따라 기업집단간에 다각화의 현상은 차이가 있을 수 있다.



출처 : 전인우(1996)

〈그림 1-2〉 다각화의 분류

## 제2절 다각화의 결정요인에 대한 제 시각

### 1. 개요

기업이 왜 다각화하는가에 대해서 많은 논의가 있다. 다각화 동기에 대한 연구는 크게 2 부류로 나누어 볼 수 있다. 첫째는 신고전학파를 중심으로 한 시장지배력 관점 (market-power view)과 이와 관련된 자원관점 (resource view)이다. 둘째는 신고전학파적 논의의 대안으로서 거래비용관점 (transaction cost view)과 거래비용관점에 뿌리를 두고 있는 대리인관점 (agency view)을 들 수 있으며, 본 연구는 거래비용관점(transaction cost view)과 대리인관점(agency view)을 중심으로 살펴보기로 하겠다.

신고전학파적 논의의 대안인 거래비용 관점과 이에 뿌리를 두고 있는 대리인 관점은 이윤극대화의 문제에 초점을 두지 않는다. 대리인 관점은 이윤극대화의 문제와 경영자의 사적이익의 추구에 초점을 두지 않으며, 주로 경영자의 사적이익의 추구에 초점을 두고 다각화의 동기를 설명한다. 반면 거래비용 관점과 대리인 관점은 기업이 계약관계로 이루어져 있다는 점을 중시한다. 거래비용 관점은 시장과 기업, 또는 중간적인 거래형태의 선택문제에 초점을 두고 있으며 대리인 관점은 기업소유자와 경영자, 채권자 등 기업 내 이해 관계자들 간의 이해상충의 문제에 초점을 두고 다각화를 설명한다.

이와 같은 관점 하에서는 이윤극대화의 문제가 우선의 목표일 수 없다. 다각화와 이윤극대화의 문제와 관련하여 Martin(1993)의 다각화에 대한 이론적인 모형을 보면 여타 기업의 반작용으로 인하여 다각화의 한 수단인 합병이 이윤을 가져오지 않을 것이라는 결론이 제시되기도 한다. 뿐만 아니라

실증적인 분석에서도 합병에 관련된 기업은 합병과 관련 없는 기업과 비교하여 시장점유율 및 수익성의 하락을 경험한다는 결론이 제시되기도 한다. 기업인수는 피인수기업의 주주들에게 일시적인 혜택을 주지만 인수기업의 주주에게는 혜택을 주지 않는다는 것이다. 이와 같은 결과들은 합병의 동기가 이윤극대화에 있지 않다는 것을 말한다.

## 2. 거래비용절감

거래비용 관점은 기업이 다각화가 거래비용을 줄이기 위해서 발생한다는 견해이며, 거래비용의 관점은 Coase(1932)에서 비롯되었지만 중요한 개념정립과 이론의 발전은 Williamson(1975, 1979, 1985)에 의해 이루어졌다고 볼 수 있으며, 1980년 이전까지 기업의 본질과 기업간의 비표준적(nonstandard)인 시장관계(market relationships)의 구조를 결정하는 데 있어서 Joskow(1991)의 거래비용의 역할에 대한 이론적 논의는 상당히 상세하게 이루어져 왔다고 볼 수 있다.

Coase(1937)와 Williamson(1975)에 의해 제기된 기업과 시장에 관한 광범위한 논의로부터 거래비용 이론은 점차 수직결합의 결정요인과 상이한 수준의 생산과정에 있는 기업간의 계약관계의 본질에 초점을 맞추고 있다. 거래비용 이론은 제한된 합리성과 기회주의가 존재하는 상황에서 거래비용을 최소화하는 거래형태를 선택하기 위해서 자산의 특정성(asset specificity), 거래빈도, 불확실성 등의 세 가지 차원에서 거래의 특성을 파악하고 있다.

거래비용 이론은 시장의 영역으로부터 수직결합이나 장기계약과 같은 교환관계를 통해 거래비용을 줄일 수 있음을 보이고 있으며, 주로 수직결합의 동기에 대해 초점을 맞추고 있지만 수직결합 이외의 다각화 동기에 대해서도 이론적 논의를 제공하고 있다. 거래비용관점에서의 관련다각화 목적은

Teece(1980, 1982)에서 찾아볼 수 있다.

Teece(1980, 1982)는 노하우와 특정성을 갖는 불가분성의 실물자산을 공동으로 이용하는데 초점을 두고 있다. 노하우란 학습효과를 갖는 지식이다. 노하우를 포함하는 거래는 기회주의에 노출되어 있으므로 기업 내부화를 하도록 자극한다. 그에 따르면 시장실패의 가능성을 극복하기 위하여 자산이 활용될 수 있는 산업으로 다각화하는 것이 비용절감에 효과적이다.

Hill and Hoskisson(1987)은 시너지란 기업이 관련된 사업으로 다각화함으로써 얻어질 수 있는 경제성이라고 지칭하고 있으며, 시너지를 이용하기 위해 시장을 통해 계약을 맺는 경우 실질적으로 제한된 합리성과 기회주의로 인하여 계약이 깨질 위험이나 계약이행이 어려울 수 있다. 그러므로 시장을 통해서 시너지를 이용하는데 어려움이 존재할 수 있으며, 이러한 어려움을 제거하기 위해 관련다각화가 발생하게 된다.

비관련 다각화의 목적에 대한 거래비용관점은 재무적 효과에 초점을 두고 논의되고 있다. Williamson(1985)은 M-형 구조를 갖는 기업 내에서는 자원이 덜 생산적인 용도에서 보다 생산적인 용도로 재 배분될 수 있다고 보고 있으며, M-형 기업은 내부자본시장의 역할을 담당하게 된다. Hill and Hoskisson(1987)은 Williamson의 논리에 근거하여 비관련 다각화를 통해 재무적 경제성을 달성할 수 있다고 보고 있다. 왜냐하면, 비관련다각화는 내부 현금흐름의 이용을 가능하게 해줌으로써 외부의 자본시장 실패를 극복할 수 있기 때문이다.

따라서 관련 다각화를 통한 내부화 추구전략의 경제적 타당성을 제공해 준다는 점과 거래의 특성을 나타내는 자산의 특정성, 불확실성 등의 환경적 요인 하에서 제한된 합리성과 기회주의로 인한 거래비용을 줄이기 위해서 다각화가 이루어진다고 할 수 있다.

### 3. 대리인비용

Berle and Means(1932)가 주인(principal)인 기업 소유주와 대리인인 경영자의 분리현상에 주목한 이래 기업의 다각화를 대리인 이론의 관점에서 분석하려는 시도가 이루어지고 있다.(Montgomery, 1994)

Reid(1968)와 Mueller(1969)는 소유와 경영의 분리라는 이론적인 가정 하에 발전된 경영주의 가설로부터 복합합병은 경영자가 높은 보수와 특권 등을 얻기 위해 기업규모의 극대화를 추구하기 때문에 발생한다고 본다. 특히 Mueller(1972)와 같이 다각화를 기업의 성장과 관련시키는 논의는 기업의 생애주기론에 근거한다. 이러한 관점에 따르면 성장사업의 경우 이윤을 얻을 수 있는 기회는 많다. 그러나 사업이 성숙되어감에 따라 이윤을 얻을 수 있는 기회가 거의 없게 되므로 경영자들은 다각화를 통해 이를 극복하고자 하는 것이다.

Jensen(1986)은 이를 자유현금흐름의 이론(theory of free cash flow)이라고 부르고 있다. 사적이익을 추구하는 경영자가 왜 과도한 확장을 추구하는가에 대해서는 최소한 다음과 같은 두 가지 이유가 있다. 첫째, 경영자는 자신의 고유기능에 대한 수요를 늘리는 방향에서 기업의 다각화를 시도한다는 것이다. 둘째, 비록 주주들의 경우는 효율적으로 자신의 포트폴리오를 분산할 수 있더라도, 경영자들은 효율적으로 자신의 고용위험을 분산시킬 수 없다는 점이다.

Schleifer and Vishny(1989)는 이와 같은 경영자의 참호구축 행동으로 인하여 종종 기업가치의 극대화를 넘어서 투자를 한다고 주장하고 있으며, Amihud and Lev(1981)는 고용으로부터의 경영자소득은 대체로 경영자의 전체 소득 중 대부분을 차지하고 있으며 경영자의 소득은 이윤공유체계, 보너스, 경영자에게 주어지는 증권옵션의 가치를 통한 기업의 성과와 밀접하

게 관련되어 있다고 할 수 있으며, 종종 사전에 결정된 목표를 달성하지 못하거나 극단적으로 부도가 나는 경우에 경영자는 직업을 잃고 미래의 고용과 잠재적인 수입에 타격을 입는다. 그와 같은 고용위험은 경영자의 개인적인 포트폴리오를 통해 효과적으로 분산시킬 수 없다. 왜냐하면, 증권과 같은 여타 소득원과는 달리 인적 자본은 경쟁시장에서 거래될 수 없기 때문이다.

따라서 경영자는 전체적인 위험을 감소하는 수단으로써 기업소득의 흐름을 안정시킬 수 있도록 복합합병을 통해 다각화를 추구할 수 있기 때문에, Amihud and Lev(1981)는 본질적으로 복합합병은 경영자의 인적자본과 관련된 위험을 감소시키기 위한 경영자 특권의 한 형태로 보고 있다. 그러므로 복합합병을 시도하려는 경영자의 노력은 대리인 문제로 볼 수 있다.

Marshall, Yawitz, and Greenberg(1984)는 합병에 관한 연구를 통해 복합합병이 대리인 문제를 완화할 수 있음을 제시하였다. 그들에 따르면 두 기업 간의 수익상관성이 낮은 복합합병은 무작위적 요소들에 의한 이윤의 가변성을 감소시킨다. 이로 인하여 기업 소유주는 경영자의 노력을 보다 정확하게 관찰할 수 있게 되며 경영자의 성과를 감시하는 기업 소유주의 능력이 제고된다. 그리고 경영자가 보상에정표를 받아들이면서 감수해야 할 위험이 감소하므로 경영자도 혜택을 받는다. 뿐만 아니라 이윤분산에 있어서의 비체계적인 부분의 감소는 기업이 당면하는 위험에 대한 주인과 대리인간의 인식에 대한 교감을 보다 밀접하게 한다고 보고 있다.

Aron(1988)은 경영자와 자본소유주의 이해가 반드시 일치하지는 않고 정보도 완전하지 못한 경제에서의 다각화 동기를 분석하고 있으며, 기술적인 범위의 경제가 다각화의 동기라고 본다고 하더라도 범위의 경제로는 모든 다각화 현상을 설명할 수 없음을 지적한다. 다각화란 기업의 소유주가 직면하는 도덕적 위해(moral hazard)에 대한 적절한 반응으로서 대리인 비용을 완화하는 수단임을 보이고 있다. 즉, 다각화가 경영자가 감수해야 할 위험을

감소시킴으로써 기업이 직면하는 도덕적 위해의 문제를 완화시킨다.

거래비용경제학에서는 모든 상황을 포괄할 수 있는 계약이 불가능하다는 전제에서 출발하나 대리인이론은 그러한 이상적 계약의 형태를 찾는 것을 목적으로 한다. 전통적인 대리인 관점에서 본 다각화현상은 주주의 대리인인 최고경영자가 주주의 이익에 반하여 이익의 극대화를 포기하고 대리인 자신의 성장 또는 만족을 위해 다각화를 꾀한다는 것이다. 이러한 대리인이론에 의하면, Jensen and Meckling(1976)은 기업집단이 시장 대신 위계(hierarchy)를 채택하여도 거래비용은 제거되지 않으며, 대리인의 기회주의 형태는 권한위임 관계에서는 항상 발생하기 마련이라는 것이다.

위계질서 자체도 항상 통제의 상실(loss of control) 문제를 가지고 권한을 위임받은 대리인은 자신만의 목표(sub-goal)을 개발하고 자신의 이익을 추구하는 경향이 있다는 것이다. Jensen,(1986)의 대리인 관점에 의하면 다각화와 기업집단의 성과 사이에는 부의 관계가 성립할 것이다. 예컨대, 사용하지 않는 차입능력이나 상당한 양의 자유현금흐름을 보유하고 있는 기업의 경영자는 수익성이 떨어지거나 심지어는 가치 파괴적인 합병(value-destroyed mergers)을 시도하는 경우도 있을 수 있기 때문이다.

Amihud & Lev(1981)는 혼합합병(conglomerate merger)의 현상이 광범위하게 퍼진 원인을 '경영자'로부터 찾았다. 즉, 경영자는 공용의 위험(직업, 전문적인 평판을 상실할 위험)을 감소시키기 위해 기업 합병을 추구한다는 사실을 대리인 비용모형(agency cost model)의 맥락에서 입증하였던 것이다.

대리인 관점에서의 다각화 현상은 성장추구와 위험분산의 측면에서 한국 기업 집단들의 다각화 전략을 상당부분 설명할 수 있다. 먼저 성장추구의 면을 살펴보면 한국기업집단의 총수들은 재계에서의 그룹 순위에 민감하며, 이는 단기적 수익을 희생해 가면서도 기업의 규모를 키우기 위한 매출 성장

에 주력하는 소위 '제국건설(Corporate-empire building)'의 비합리적인 양상을 빚어 왔다. 물론, 기업은 다각화를 통하여 고용의 안정성을 추구할 수 있으며 특히 불완전한 한국의 자본시장 하에서는 안정적인 자본조달이라는 측면에서 유리한 면이 없진 않으나, 기업의 성장만을 위한 비관련 다각화는 기업의 성과에 부정적 영향을 준다는 선행 실증 연구(Amit & Livnat, 1988)에 의해 한국기업집단의 비효율적인 다각화 양상을 설명할 수 있다는 것이다.

위험분산의 측면에서도 한국의 기업 집단들은 비관련 다각화를 해 나가면서 특히 다각화 사업을 모기업 내 사업부로 두기보다는 계열사로 독립법인의 형태를 선호함으로써 내부거래 등을 통한 자금순환의 안정성을 확보하고 경기순환에서 오는 위험과 고용의 불안 등을 해소할 수 있었으나, 엄밀한 의미에서 이러한 위험감소 효과는 기업의 소유주를 주주로 볼 때 주주의 이익에는 그다지 효과를 미치지 못한다. 즉 주주의 소유주를 주주로 볼 때 주주의 이익에는 그다지 효과가 없음을 의미한다.

왜냐하면, Williamson(1975) and Globe(1981)은 주주의 경우, 자신의 포트폴리오를 잘 구성함으로써 이러한 위험을 더 낮은 비용으로 쉽게 분산시킬 수 있기 때문이다.

Chang and Thomas(1989)는 기업의 다각화 자체가 기업의 전체적인 위험을 줄일 수 있다 하더라도 위험감소 전략은 일반적으로 기업의 투자자들에게는 가치가 없다고 한다. 이와 같은 근거로 대리인비용 관점에서의 다각화전략은 실제 기업집단의 성과나 주주들의 위험분산보다는 경영자나 기업관리자들의 위험만을 줄일 수 있음을 추측할 수 있다.

이상과 같은 대리인 이론에 입각한 다각화 동기에 대한 논의는 1970년대에 태동되기 시작했다는 점에서 여타 시각에 비해 최근의 이론이라고 볼 수 있으며, 정보의 불완전성과 기회주의적 인간행동 등에 대한 논의에 있어서

는 부분적으로 거래비용이론에 이론적 기초를 두고 있다. 대리인 이론은 불완전 정보의 문제와 대리인이 자신의 효용을 극대화하기 위해 추구한다는 기회주의의 가정과 같은 거래비용 이론의 중심개념을 받아들인다.

주인은 대리인의 효용함수를 알고 있고 주인이 원하는 것을 대리인이 하도록 유도하는 봉급표(fee schedule)를 구상하는 충분한 계산능력을 갖고 있다고 가정된다. 그러므로 Martin(1993)의 거래비용 이론의 제한된 합리성은 받아들이지 않는다.

#### 4. 제도적 요인

공동자원에 따르면 비교적 전문적인 자원을 보유하고 있는 기업은 관련 업종으로 사업구조를 다각화한다. 그러나 재벌을 비롯한 다변화 기업집단은 일반적으로 범용적인 자원을 가지고 있으며 비관련 업종에 다각화하고 있는 것으로 알려져 있다.

시장지배력 및 대리비용가설을 이용하면 이와 같은 기업집단의 비관련 다각화 동기를 부분적으로 설명할 수 있지만 이들 가설은 모두 비관련다각화를 사회적으로 비효율적인 것으로 간주하는 편향된 시각을 보인다는 점에서 한계가 있다. 본 연구에서는 노동시장의 경직성, 투자자의 재산권 보호 미흡, 사회적 신뢰도 등 시장기능의 정상적인 작용을 어렵게 하는 제도적 환경을 극복하기 위한 방법의 일환으로 한국 기업집단이 나타날 수 있음을 보이는 몇 가지 제도적 요인들을 제시하고자 한다.

## 가. 노동시장 구조

노동시장이 경직적인 경우도 기업의 다각화를 촉발하는 요인이 될 수 있다. 기업집단은 그룹 전체의 현금흐름이 안정적인 만큼 노동자에게 상대적으로 안정적인 일자리와 높은 보수를 제공하게 되고 이 때문에 더 많은 우수인력을 확보할 수 있다. 기업을 일생 주기적 관점에서 보면 성숙단계보다 성장단계에서 더 많은 인력이 필요하고, 성숙단계에 이른 기업은 많고 적든 과잉고용의 문제에 봉착하게 된다.

우리나라의 경우 기업구조조정을 원활히 하기 위해 고용조정의 필요성이 부각된 것은 우리 경제가 금융위기에 들어선 1998년 이후이며, 그 이전에는 엄격한 노동법 때문에 대량의 실업자를 유발하는 고용조정이 쉽지 않았다. 노동법적인 제약 외에도 우리나라 재벌은 노동자를 가족의 일원으로 생각한다는 기업문화를 확산시켜 왔으며, 평생직장(lifetime employment)의 개념은 최근까지 우리 사회의 묵시적인 합의사항처럼 간주되어 왔다.

이러한 여건 하에서는 특정 사업부문이 성숙기에 접어들어 승진인사가 적체되고 유희인력이 존재한다고 해서 대량의 정리해고를 단행하는 것은 그룹 전체의 평판(reputation)과 노동자의 사기에 미치는 파급효과를 감안할 때 반드시 장기적인 이윤극대화라는 기업 본연의 목표와 부합되지 않을 수 있다. 이에 따라 경영자는 정리해고보다는 인사적체를 해소하고 내부의 유희인력을 활용하는 방안으로 새로운 사업을 모색하게 된다. 노동자 역시 재취업 가능성(reemployability)의 기회가 상대적으로 적은 우리 사회적 환경 속에서 직업의 영속성을 확보하기 위해 경영자의 다각화를 적극적으로 지원할 유인을 갖게 된다.

경영자와 노동자의 이러한 유인은 누군가의 참여를 기다리는 사업부문이 많으며 경제 전반이 아직 고도성장하고 있는 단계에서는 생산적인 다각화로

이어질 가능성이 높다. 반대로 경제가 성숙기에 이르러 시장 전 부문에서의 치열한 경쟁이 이루어지는 상황이라면 노동시장의 경직성에서 비롯된 다각화는 기업의 투자자(외부주주 및 채권자)에게 귀속되어야 할 부를 경영자와 노동자에게 이전시키고, 따라서 기업 가치를 훼손시킬 가능성도 그만큼 높아지게 된다.

#### 나. 사회적 신뢰자본

기업집단의 형성과 다각화에 관한 두 번째 제도적 요인은 사회적 신뢰자본과 관계가 있다. 시장거래는 비인격적 계약(impersonal contract)에 기초하고 있으며, 거래 당사자 사이에 계약이 순조롭게 이행될 것이라는 믿음이 크면 클수록 시장기능에 의존하는 경제활동이 활성화될 것이다. 그러나 신흥시장에서는 경제 환경이 매우 불확실하고, 사적 계약에 대한 보호체계가 미흡하기 때문에 계약의 체결에서 이행까지 상당한 비용이 드는 것이 일반적이다. 예를 들면 소비자-기업의 관계에서 소비자의 권리가 침해되었을 때 보상받을 수 있는 법률적 구제수단이 미흡한 경우 소비자는 어느 기업과 거래해야 하는가에 대한 선택에서 좀더 신중해지지 않을 수 없을 것이다.

사회적 신뢰자본에 대한 투자가 빈약한 경우 기업집단은 소비자, 협력업체, 투자자와 상대적으로 유리한 관계에 있을 수 있다. 기업집단의 경우 어떤 사업부문에서든 자신의 귀책사유로 계약을 이행하지 못하면 그 부작용은 해당 계열사에만 국한되는 것이 아니라 그룹의 전 부문으로 파급되고, 따라서 기업집단에서의 평판 유지는 일종의 '신뢰할 만한 구속(credible commitment)'으로 작용하기 때문에 소비자, 협력업체, 투자자들도 이러한 사실을 알고 대규모 기업집단과 거래하는 것이 상대적으로 안전할 것이라는 기대를 하게 된다.

최근 들어 大馬不死의 신화가 무너지고 일부 대기업의 부도사례가 급증하는 등 경제 전반의 불확실성이 높아지면서 이러한 사례를 목격할 수 있다. 예를 들면 계약의 체결에서 이행까지 상당한 시간이 소요되는 아파트 분양 시 대규모 기업집단에 소속된 계열사와의 계약을 선호하는 경향이 있으며, 금융기관의 부실로 투자원금마저 회수가 불가능 할 수도 있음을 경험한 후에 투자자들이 기업집단의 금융계열사에 몰리는 경향이 있음을 볼 수 있다. 현대, 삼성, 대우, LG, SK 등 5대 재벌 계열의 투신사와 투신운용사의 수익증권 시장점유율이 IMF 금융위기 이전인 1997년 3월의 6.2%에서 1999년 3월 현재 31.6%로 급상승했음은 이러한 경향이 반영된 결과로 보아야 할 것이다.

기업집단은 사회적 신뢰자본이 낮은 상태에서 그룹차원의 범위경제효과를 갖는 평판을 형성함으로써 자신과 거래 상대방의 거래비용을 낮추는 한편, 또 이 때문에 그룹의 명성을 가지고도 비관련 사업에 성공적으로 진출할 수 있는 기회를 얻게 되며, 한편 Fukuyama(1995)는 저 신뢰 사회일수록 대규모 기업조직이 나타나기 어렵다고 보고 저 신뢰 사회인 한국에서 대규모 기업집단이 나타날 수 있었던 까닭은 기업집단의 생성 및 발전과정에 있어서 대기업 중심의 정부 정책 때문이다.

기업집단을 단순히 정부정책의 산물로 보는 것에는 동의할 수 없으며, 사회적 신뢰자본이 낮았기 때문에 오히려 기업집단 형태에 기업조직이 비교우위를 갖게 된다는 사실에 유념할 필요가 있다. 다시 말하면, 평판이 갖는 범위의 경제효과 때문에 상대적으로 평판관리에 자기 구속적 투자를 할 수 밖에 없는 그룹형 기업조직의 장점은 오히려 사회적 신뢰자본이 낮을수록 그리고 경제활동 기반이 불안정할수록 더욱 부각된다는 사실을 고려해야 할 것이다.

#### 다. 재산권 보호제도

다각화 기업집단을 촉진시킨 세 번째 제도적 요인은 재산권 보호제도의 맥락에서 찾아볼 수 있다. 다변화 기업집단은 법률적으로 독립된 여러 개의 회사들이 대주주의 출자와 계열사간의 상호출자를 포함하여 경영권 확보에 필요한 최소한의 지분을 매개로 하여 서로 긴밀히 연결된 경제조직이다.

즉 대주주 또는 그 가족이 제한된 자기 재산을 가지고 많은 회사의 자산을 효과적으로 지배할 수 있는 것은 통제 피라미드라는 메커니즘 때문이라고 함은 앞서 설명한 바 있다. 이처럼 통제 피라미드는 비교적 적은 투자로 많은 계열사에 대한 효과적인 지배를 가능하게 하기 때문에 기업집단의 다각화를 더욱 촉진시킨 중요한 요인이라고 할 수 있으며, 이러한 통제 피라미드의 범위 또는 피라미드 승수(pyramid multiplier)의 크기는 투자자의 재산권 보호제도와 밀접한 관련이 있는 것으로 보인다.

재산권 보호제도는 두 가지 경로를 통해 통제 피라미드 구조에 영향을 미친다. 첫째는 투자자의 재산권이 제대로 보호되지 않는 여건 하에서 기업의 대주주는 자신의 재산을 스스로 보호하기 위한 방편으로 경영권에 강한 집착을 갖게 된다. 경영투명성을 비롯하여 기업지배구조가 부실하고 재산권 보호가 취약한 상황에서는 누가 경영권을 갖는가가 대단히 중요한 의미를 지닌다.

왜냐하면, 경영투명성이 결여되고 경영자에 대한 규율장치로서 기업지배구조가 부실한 경우에 경영자는 자기거래나 내부자거래를 통해 또는 회계분식을 통해 금전적인 이득을 챙기고 기업의 자산을 활용하여 비금전적인 특권을 얼마든지 향유할 수 있기 때문이다. 더 나아가 경영자의 배임이나 횡령이 알려져도 투자자로서 신속히 그리고 충분히 보상받을 수 없다면 주식을 대량으로 보유한 주주는 주식시장의 소극적인 투자자로 남기보다는 지

분보유를 늘려서라도 적극적으로 경영권을 확보하려는 유인을 갖게 될 것이다.

La Porta, Lopez-de Salianes, Shleifer and Vishny(1996)는 한국을 포함한 여러 나라를 대상으로 한 연구에서 투자자의 재산권 보호가 미흡할수록 기업소유의 집중도가 높다고 밝히고 있는데, 이러한 연구결과도 위의 설명과 무관하지 않을 것이다. 또한, 우리나라 기업의 경영권 세습동기도 같은 맥락에서 이해될 수 있을 것으로 보이며, 더 나아가서는 투자자의 재산권 보호가 미흡할수록 경영권 프리미엄이 높아진다는 가설을 세워볼 수도 있을 것이다.

둘째, 투자자의 재산권이 제대로 보호되지 않는 상황 속에서는 경영자는 자신의 재산을 보호하려는 자구적 조치로서 경영권에 집착하는 한편, 주어진 제도를 최대한 이용하여 이득을 챙기려는 유인을 갖는다. 이때 통제 피라미드는 외부투자자의 이익을 희생하는 대가로 대주주 경영자의 이익을 증가시킬 수 있는 효과적인 수단이 될 수 있다.

즉, 외부주주의 권리가 크게 문제되지 않는다는 것은 다시 말하면 통제 피라미드 구조상에서 대주주가 100% 경영권을 통제하는데 필요한 적정 지분율이 낮아짐을 의미하며, 따라서 대주주는 주어진 재산으로 더 많은 계열사를 지배할 수 있게 된다.

투자자의 권리가 크게 강화된 상황에서는 계열사간 내부 거래를 비롯한 그룹차원의 통합경영은 각 계열사별로 상이한 외부투자자의 반발로 더욱 어렵게 되고 따라서 그룹구조를 계속 유지하려면 대주주는 자신의 지분을 더 높여 나가야 한다. 투자자 재산권 보호의 강화는 그룹 구조의 통합 운영을 위한 조정비용을 증가시키기 때문에 결과적으로 그룹의 범위를 축소시키는 효과가 있으며, 더 나아가 통제 피라미드의 이용에 따른 여러 가지 편익이 비용보다 적게 되는 재산권 제도 하에서는 그룹형 기업조직은 M-형 기업처

럼 100% 출자관계로 전환하거나 지주회사 형태로 전환해야 하는 등 기업의 범위뿐만 아니라 궁극적으로 기업의 조직형태에도 영향을 미칠 수 있을 것이다.

## 5. 정책적 요인

중화학공업 육성과 같은 정부의 산업정책이 기업집단의 형성과 사업구조의 다각화에 크게 기여했다는 점은 이미 널리 지적되고 있는 사항이다. 정부 주도하의 경제개발과정에서 정부는 대규모투자계획의 대부분을 입안하고 기업은 이를 집행하는 역할을 수행하였다.

제한된 자원의 배분을 담당하는 정부의 입장에서는 대규모 투자사업을 성공적으로 추진할 능력이 있는 기업을 선정해야 했으며, 이 과정에서 정치 엘리트와 가까운 관계에 있는 기업이나 또는 이미 경영능력을 입증한 대기업을 선정하여 금융기관 및 재정을 통해 특혜적인 지원을 해줌으로써 대규모 기업집단을 적극적으로 육성하였다.

이처럼 대기업 중심의 산업정책이 결과적으로 기업집단의 다각화에 크게 기여했지만 거꾸로 보면 정부의 특혜성 자원 배분정책은 기업집단을 형성하는 사전적인 유인을 제공하였다. 즉 기업집단은 로비나 정부와의 협상에서 독립기업보다 유리한 위치에 있기 때문에 지대를 추구하는 기업가는 기왕이면 정부의 특혜를 확보하기 위해 기업집단을 형성하려는 유인을 갖게 된다.

기업집단의 다변화를 촉진시킨 또 다른 정책적 요인으로는 정부의 투자조정정책을 포함한 퇴출제도 운용과 진입규제를 들 수 있다. 정부는 1980년대에 들어서 석유파동과 중화학공업의 중복투자에 따른 문제점을 보완하기 위해 기업간 합병, 투자조정 등을 포함하는 산업합리화 정책을 단행 하였는바 이는 기업집단의 사업구조에 대한 정부의 직접 개입의 효시가 되었다.

이후로 정부는 민간기업의 대규모 투자에 대해 지속적으로 개입하는 한편, 부실 대기업에 대해서는 도산에 따른 사회적 파장을 줄이고 산업합리화를 도모하는 명분 하에 부실기업의 회생을 위해 추가적인 지원을 하거나 또는 이들을 상대적으로 건실한 다른 대기업이 인수하도록 하는 정책을 운용해 왔다. 이러한 정책은 기업가에게 대마불사(too-big-to-fail)의 믿음을 갖도록 하고 최악의 경우 정부의 지원에 기댈 수 있다는 도덕적 해이(moral hazard)를 부추김으로써 보다 적극적인 사업 확장의 유인을 제공하였다.

정부는 부실기업 처리과정에서 다른 기업이 인수하도록 함으로써 살아남은 기업집단은 원하든 원하지 않든 더욱 고도로 다각화된 사업구조를 형성하게 되었다. 정부의 진입규제 또한 기업집단의 다변화 촉진에 기여하였다. 경제개발계획 기간 중에 정부는 유치산업 보호론에 입각하여 특정산업에서 외국기업의 국내진출에 대해 진입장벽을 설치하였기 때문에 신규산업에 진출한 기업들은 상당기간 독점지대를 누릴 수 있었다. 또한, 정부는 국내기업에 대해서도 과당경쟁과 중복투자를 억제하는 명분 하에 각종 인허가권을 이용하여 기업의 신규사업진출을 규제하였다.

정부의 이러한 정책을 경험적으로 알고 있는 기업가의 입장에서는 독점적 지대를 향유하기 위해 다른 어떤 기업보다도 먼저 신규사업에 진출하려고 하는 유인을 갖게 되며, 만약에 진입규제가 없는 정상적인 경우라면 기업가는 시장의 수요조건과 자금사정, 기술적 가능성을 모두 감안하여 최적의 투자시점을 선택하는 것이 합리적이다. 그러나 신규사업에 먼저 발을 들여놓지 않으면 정부의 진입장벽 설치로 인해 후발진입이 불가능하게 되고 이에 따라 상당한 기회손실이 예상되는 경우에 기업가는 경영이 정상화되기까지 많은 시간과 비용이 소요되더라도 신규사업에 다변화 진입(diversified entry)을 서두르는 선택을 하게 된다.

## 제 3 장 한국기업집단의 다각화

### 제 1 절 기업집단의 개념과 특성

#### 1. 기업집단의 정의

기업집단(business group)이란 합법적인 독립기업들의 집합으로 구성된 일종의 기업결합을 말하는데, 우리나라에서는 일반적으로 제 2차 세계대전 이전의 일본기업집단을 지칭하는 재벌(zaibatsu)이란 표현을 사용하고 있다.

우리나라에서 기업집단 또는 재벌이란 용어에 대한 학술적 정의를 살펴보면, 변형윤(1975)은 “통상의 제정, 노동관계와 경영체계를 가진 단일체제 하에서 운영되는 대규모기업집단으로 구성된 독점자본”이라고 정의하였으며, 조동성(1990)은 재벌의 본질적 요소로서 ① 구조면에서 ‘대규모 기업집단’ ② 행태 면에서는 ‘가족 및 혈족지배’ ③ 환경 면에서는 ‘파행적 성장과정 및 자본축적’을 들고서 재벌을 정의하기를 “정부지원 하에서 성장한 가족·혈족 중심지배의 대규모기업집단”이라고 한다.

윤영삼·류태모·박재희(2004)는 재벌의 본질적 요소인 콘체른(기업연합)은 주식소유, 금융대여, 중역파견, 이익공동계산 등이 이루어지는 것으로 지주회사(지배회사)(모회사)(자회사의 주식을 지배가능한도까지 매수하여 지배하는 회사)와 자회사의 관계를 이룬다고 한다.

콘체른형 독점체의 하나가 한국과 일본의 재벌인데 이들이 갖고 있는 특성은 다음과 같다. 첫째, 혈연, 지연, 학연 등의 전근대적인 인맥이 경영부의 중심에 위치하고 있다. 둘째, 다양한 업종 특히 제조, 금융, 유통(무역)부문에 걸친 다각경영체제를 갖추고 있다. 셋째, 계열기업들은 해당업종에서 지

배적인 위치를 점하며 높은 독과점이윤을 실현하고 있다. 넷째, 정치권력과  
의 결탁을 배경으로 성장하였다. 다섯째, 전국경제연합회 등을 통해 국가경  
제전반에 대해 높은 영향력을 행사하고 있다.

재벌기업형태가 다른 기업집단과 구별되는 근본 속성의 무엇인지 생각해  
보면, 재벌은 외형상 독립된 다수의 기업들이 소유와 경영에서 강력하게 결  
합했다는 것을 알 수 있다. 그 기업들 가운데에는 독과점 기업성향을 포함  
하고 있다는 것이 일반적 재벌형태이다. 하지만 재벌은 총수와 그 가족들이  
배타적으로 소유하고 통제한다는 점이 콘체른과 구별될 수 있다. 이것은 기  
업의 경영권 일부를 가족이나 친족에게 물려주는 것도 재벌의 속성에 따르  
는 것이라고 한다.

모든 학자들이 재벌을 한국경제에서 커다란 비중을 차지하면서 막강한  
영향력을 발휘하고 있는 수십 개의 대기업집단을 대상으로 하고 있다는 점  
에서는 전연 차이가 없다. 그러나 ‘재벌’이라는 용어는 본질보다는 사회적  
현상을 표현하는 용어로 사회일반 및 언론계에서 주로 사용해 온 까닭에 아  
직 그 개념이 명확하게 정립되어 있지 못하다. 따라서 여기서는 조작적인  
정의를 내리기로 한다. 즉 매출액 기준 상위30대 기업집단중 기업소유주 또  
는 그 가족 및 혈족이 경영권을 행사하거나 은행부채비율이 일반기업 평균  
치를 상회하는 30개 기업집단이라 정의할 수 있겠다.

공정거래위원회·한국개발연구원(1991)에 의하면 재벌이란 “특정 개인이  
나 혈족, 이에 직접적 통제 하에 있는 소수인 들이 실질적으로 소유·지배  
하는 다수의 독과점 계열기업들이 여러 시장 내지 산업분야에 걸쳐 다변화  
되어 있으면서 다른 독립기업에 비하여 우월한 총체적 시장력을 갖는 복합  
적 기업집단”으로 정의되고 있다.

재벌에 대한 정의가 아직은 명확하게 나타나지는 않지만 한국의 재벌은  
지난 30여 년 동안 고도성장의 과정에서 탄생된 기업체제로서 금융시장과

같은 제반 경제여건이 미비한 상황에서 정부의 귀속재산불하, 저리대출, 수입독점권 부여 등과 같은 각종특혜와 지원을 보다 용이하게 얻고자 오늘날과 같은 대규모 기업집단을 형성하게 되었다고 할 수 있다.

강철규·최정표·장지상(1991)은 한국의 재벌은 대기업들의 단순한 집단이 아니라 “외형적으로 독립되어 있으나, 실질적으로는 특정개인이나 가족에 의하여 소유·통제되고 있으며, 아무 관련이 없는 다수의 업종에 진출하고 있는 대기업들의 집단”이라고 정의하고 있다.

공병호(1995)는 재벌은 “경제개발 단계에서 출현하는 기업들(계열기업)의 집합체로서 가족지배적인 성격이 강하고, 다양한 사업 분야에 진출해 있는 기업들의 모임”으로 정의하고 재벌의 가장 큰 특징으로 소유구조 면에서 가족 지배적인 성격, 사업구조 면에서 다각화된 사업영역 그리고 발전단계에서 선진국의 추격단계로 요약하고 있다. 또한 홍명수(2003)의 연구에서 재벌은 “총수 및 그 가족에 의하여 소유 및 지배되고 전체가 통일적으로 운영되고 있는 일정규모 이상의 기업집단”을 의미한다.

이러한 정의들을 요약하면 결국 재벌은 “① 친밀한 족벌에 의해 경영되고, 소유되는 ② 대규모 다각화된 기업집단”으로 정의할 수 있다. 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에서도 대규모기업집단에 대해서 규정하고 있는데 동법 제 2조 제 2항에서 [“기업집단”이라 함은 동일인이 다음 각목의 구분에 따라 대통령령이 정하는 기준에 의하여 사실상 그 사업내용을 지배하는 회사(제1호에 규정한 사업외의 사업을 영위하는 회사를 포함한다)의 집단을 말한다. 가. 동일인이 회사인 경우 그 동일인과 그 동일인이 지배하는 하나 이상의 회사의 집단이나, 동일인이 회사가 아닌 경우 그 동일인이 지배하는 2이상의 회사의 집단] 그리고 계열사에 대해서는 [“계열회사”라 함은 2이상의 회사가 동일한 기업집단에 속하는 경우에 이들 회사는 서로 상대방의 계열회사라 한다.] 라고 규정하고 있다.

이들에 대해서 특별한 법적인 규제를 하고 있다. 즉, 계열사간 상호출자가 금지되고(독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제 9조), 국내 계열사에 대한 신규채무보증이 금지되고(동법 제 10조의 2), 일정시기까지 계열사에 대한 기존채무보증을 해소하여야 한다고 규정하고 있다(동법 제 10조의 3).

공정거래위원회는 매년 4월 1일(부득이한 경우에는 4월15일) 까지 대규모 기업집단 및 채무보증제한 대규모기업집단의 범위의 기준에 해당하는 기업집단을 대규모기업집단으로 지정하거나 대규모기업집단으로 지정된 기업집단이 당해 기준에 해당하지 아니하게 되는 경우에는 이를 대규모기업집단지정에서 제외하고 있는 것이다(동법 제 14조, 동법 시행령 제 21조).

<표 3-1>에서 보듯이 1980년대 이후 상위재벌의 서열이 고정화되는 현상이 나타나는 한편, 시간이 지남에 따라 상위그룹과 하위그룹간의 양극화 현상이 심화되고 있다.

<표 3-1> 한국 10대 재벌의 변천(매출액 기준)

|    | 1960년 | 1979년 | 1987년 | 1994년 | 2003년  |
|----|-------|-------|-------|-------|--------|
| 1  | 삼성    | 현대    | 현대    | 삼성    | 삼성     |
| 2  | 삼호    | 럭키    | 삼성    | 현대    | 한진     |
| 3  | 개풍    | 삼성    | 럭키    | LG    | LG     |
| 4  | 대한    | 대우    | 대우    | 대우    | 현대자동차  |
| 5  | 럭키    | 효성    | 선경    | 선경    | SK     |
| 6  | 동양    | 국제    | 쌍용    | 쌍용    | 한화     |
| 7  | 극동    | 한진    | 한화    | 한진    | KT     |
| 8  | 한국유리  | 쌍용    | 한진    | 기아    | 한국도로공사 |
| 9  | 동림산업  | 한화    | 효성    | 롯데    | 한진     |
| 10 | 태창방직  | 선경    | 롯데    | 한화    | 롯데     |

출처 : 강명현(1996)

## 2. 기업집단의 형태

재벌이란 개념을 정의 내리기에 앞서 재벌이 속한 한 단계 위의 유개념인 기업집단에 대해 알아보고 재벌이 다른 기업집단과 구별되는 근본 속성에 대하여 알아 볼 필요가 있다. 우선 기업집단이란 중심적인 지배회사가 없지만 각 참가기업은 법률적, 경제적 독립성을 유지하면서 경영상 또는 금융상 공동이익관계에 의하여 결합된 두 개 이상의 기업집중형태를 의미한다. 기업집단에는 재벌 외에 시장을 독점하는 몇 가지 기업형태가 있다.

카르텔(기업연합)이란 법률상 독립된 다수의 기업들이 서로의 경쟁을 제한할 목적으로 협정을 체결하는 형태의 독점을 카르텔이라고 한다. 그리고 카르텔보다 더 강한 결합으로 발전한 독점형태가 트러스트(기업합동·기업합병)이다. 트러스트는 시장을 지배하기 위하여 둘 이상의 기업이 합병하여 별개의 새로운 대기업을 만드는 것이다. 이때 결합되는 기업들이 그 독립성을 잃고 별개의 기업으로 흡수되는 것이 특징이다.

마지막으로 콘체른(기업결합)이란 주로 금융상 방법에 의해 둘 이상의 기업이 결합하는 독점형태를 가리킨다. 결합된 기업들은 법률적으로는 독립성을 가지지 못한다. 그러므로 콘체른은 반드시 업종이 동일한 경쟁회사들 간의 결합은 아니며, 여러 산업부문의 기업들을 지배하는 기업결합체이다. 그 목적도 단순한 시장지배에 머무는 것이 아니라 경제력을 집중시켜 일종의 세력을 구축하려는 것이다. 그렇다면 과거의 우리나라에서 볼 수 있는 재벌이란 콘체른형태의 기업에서 가족관계 등에 의해 강하게 결합되어 있는 기업형태의 경우를 말한다.

재벌기업형태가 다른 기업집단과 구별되는 근본 속성의 무엇인지 생각해 보면, 재벌은 외형상 독립된 다수의 기업들이 소유와 경영에서 강력하게 결합했다는 것을 알 수 있다. 그 기업들 가운데에는 독과점 기업성향을 포함

하고 있다는 것이 일반적 재벌형태이다. 하지만 재벌은 총수와 그 가족들이 배타적으로 소유하고 통제한다는 점이 콘체른과 구별될 수 있다. 이것은 기업의 경영권 일부를 가족이나 친족에게 물려주는 것도 재벌의 속성에 따르는 것이다.

이렇게 보면 재벌은 독과점 기업을 포함해서 다수의 외형상 독립적인 기업을 총수라는 한 개인을 정점으로 그 가족이나 친족이 그 부속 기업들에 대해 소유권을 장악한 후 이를 발판으로 부속기업의 경영권까지 독점적으로 행사하면서 이 기업들을 실질적으로 지배하게 되는 배타적인 기업군을 형성하게 되었다. 즉, 한국의 재벌은 한 개인으로 시작되는 부속 기업의 소유와 경영을 실질적으로 장악하고 있는 수많은 개별기업들의 집합체라고 할 수 있다. 이제부터 이러한 정의를 바탕으로 구체적인 기업집단의 특성에 대해서 알아보면 다음과 같다.

### 3. 기업집단의 특성

기업집단이 저개발국뿐만 아니라 선진국들 사이에서도 공통적으로 나타나는 현상이지만 한국의 재벌(대기업)은 우리나라 특수한 경제구조 하에서만 독특하게 나타나는 현상으로 다른 나라의 기업 집단과 구별되는 가장 큰 특징이다. 자세히 더 알아보자면 이러한 몇 가지 특징을 가지고 있다.

첫째, 환경적인 특징으로서 후진국 공업화의 주체이며, 정부지원하의 성장이다. 경제개발 초기에 한정된 자원을 기반으로 자본 축적이 미비한 상태에 있었기 때문에 우리나라는 특정 산업의 육성과 국제 경쟁력 강화를 통해 수출중대산업에 집중시켰다. 이와 같은 고도성장의 목적달성을 위해 정부는 특정기업에 대한 막대한 지원과 특혜를 부여했다. 이러한 정부의 특혜를 받은 특정기업들이 재벌로 성장하게 된 것이다.

외국에서도 공업화 과정에서 정상형 기업가가 재벌로 상승하는 예는 많았지만, 한국의 경우와 같이 귀속기업체의 불하뿐만 아니라 정부주도형 경제개발계획의 시행과정에서 정부의 지원과 특혜에 의해 성장한 기업은 거의 없다. 즉 우리나라의 재벌은 대개 경쟁시장에서 우수한 경영능력을 통해 스스로 성장해온 것이 아니라, 정부의 선별적 허가와 특혜적 지원을 통해 독점적 경쟁시장에서 성장해왔다고 할 수 있다.

즉, 정부는 경제개발정책을 추진하면서 자원과 자본이 절대적으로 부족한 상태에서 고도성장을 실현하기 위하여, 소수의 능력 있는 기업들을 집중적으로 지원하는 이른바 불균형 성장정책을 채택해 강력하게 추진해왔으며, 그 과정에서 정부의 지원을 받은 기업들이 급속히 성장해 오늘날의 재벌을 형성하게 된 것이다.

두 번째로 구조적인 특징으로서 재벌의 대규모와 중앙집권적 통제구조, 계열기업간의 경영 등을 들 수 있다. 우리나라는 대재벌은 있어도 대기업은 없다. 즉, 한사람의 지배 하에 있는 그룹 전체를 하나의 단위로 볼 때는 국제적 규모가 되지만, 재벌 내 계열기업들을 하나의 기업단위로 볼 때는 우리나라에 세계적 대기업은 하나도 없다는 것이다. 재벌은 많은 개별기업들의 집합체인데 이 개별 기업들은 모두 법적으로 독립기업이며, 또 각 기업마다 독립적으로 사장이 존재하고 있다.

그러나 사장들은 실질적인 사장이 아니고, 대기업의 지배를 간접적으로 받는 사장이며, 개별기업들은 모기업에 속한 재벌의 총수의 지배 하에 있는 사장역할을 하고 있는 것이다. 재벌제도 하에서는 총수가 모든 계열 기업들을 실질적으로 지배하고 있기 때문에 사장은 많아도 실질적인 회사지배자는 총수 한 사람 뿐이다. 이와 같이 총수가 그 사업의 내용을 사실상 지배하여 중앙집권적인 관리체제하에 있는 것이다.

마지막으로 형태적인 특징으로 가족 및 혈족 중심의 지배, 인적유대, 다

각적 경영의 면을 들 수 있다. 우리나라의 재벌의 특징 중 우리나라의 전통적 관습인, 가부장적 가족제도 및 문중 등의 공동체적 영향으로 재벌에 대한 가족이나 친족의 지배력이 강하게 나타난다. 한국에서는 문중 또는 종중이라는 혈연공동체적 조직이 발달하여 문중소유전답과 같은 공동체적 토지소유를 물질적 기초로 하여 문중공동체로 유지되어 왔고, 그러한 전통이 기업소유에도 강하게 나타나고 있다. 이와 같이 한국에서는 소유권이 한 가문에 제한될 뿐만 아니라, 지배도 일반적으로 한 개인에게 집중되고 있다. 이처럼 한국에서는 대부분의 재벌들이 소유와 지배의 일치라는 특징을 나타내고 있다.

대부분의 재벌은 한 명의 사장이나 회장에 의해 운영되는데 이들 사장이나 회장은 전형적으로 하나의 기업을 설립하고, 발전시킨 다음 친척이나 신뢰할 수 있는 동료·부하에게 그 기업의 경영을 맡기고, 자기는 새로운 기업을 설립하기 위해 다른 분야로 옮겨가는 방법 등으로 기업을 키워나간다.

이처럼 한 분야에만 전념하지 않고 기업이 다각화하는 이유는 위험을 분산시키기 위한 경우와 새로운 기술이 개발되거나 도입될 때 이를 위한 생산시설을 넓혀 가기 위한 경우 등이 있다.

재벌은 제조업뿐만 아니라 건설업, 도·소매업, 숙박업, 운수·창고업, 부동산, 무역업, 금융업, 보험업, 레저산업 등 경제 활동의 전 분야에 걸쳐 폭넓게 참여하고 있으며, 이와 같이 경공업부터 중화학공업, 유통부문에 이르기까지 다양한 업종을 일관공정주의로 경영하는 콘체른형 재벌과 다양한 부문에 다각화된 '문어발'식 재벌이 많으며, 심한 경우에는 손을 대지 않는 산업이 거의 없을 정도로 그 영역을 무리하게 확장하기도 한다. 그리고 외국에서는 재벌이 합리적 경영과 국제경쟁력 때문에 긍정적으로 평가되고 있으나 한국에서는 중소기업의 전문 업종까지 '문어발'식으로 다각화하여 비판의 대상이 되고 있다.

#### 4. 기업집단의 형성

기업의 생성과정에 관하여 Coase(1937)는 거래비용(transaction cost)을 가지고 설명한다. Coase(1937)는 시장에서의 거래에 따른 비용을 절약하기 위하여 거래를 내부화하는 과정에서 기업이 생겨난다고 한다. 같은 맥락에서 일반적인 기업집단의 형성도 계열기업간 거래비용을 줄여 내부화하는 과정으로 설명할 수 있다. 그러나 우리나라 기업의 초기에는 금융시장 등 시장의 미발달로 인하여 기업자체적으로 거래비용을 내부화하기가 어려웠다. 따라서 정부의 정책에 의존하게 되었다.

기업이 어느 정도 성장한 이후에는 기업 내에서 거래비용을 줄이기 위하여 기업집단의 형태로 내부화를 시작하게 된다. 이러한 기업집단간의 내부화가 선단식 경영이라는 독특한 형태의 기업집단을 만들게 되고 이들 상호간의 상호출자 및 순환출자가 소유지배구조를 분산시키지 못하게 하였다.

정부는 초기 경제개발 단계에, 정부에서 주도하는 육성산업에 참여하는 기업에게는 일정분의 지대를 보장해 주었다. 정부는 특정 개인이나 기업에게 지대를 보장해 주는 것이 사회적인 비용을 줄이는 것으로 생각하였다. 일단 초기 단계에서 정부에 의하여 경쟁의 범위가 일부 기업집단으로 줄어든 상태에서, 한번 선택되어 성공적인 성과를 거둔 기업은 지속적인 독점지대의 수혜자가 될 수 있었다. 이를 통하여 대규모 기업집단형성의 여건이 자연스럽게 마련되었다고 본다. 더 구체적으로 우리나라에서 기업집단의 형성이유를 찾아보면 다섯 가지로 요약된다.

첫째, 일부 기업에 독점적 지대의 수혜를 허용하였다. 경제성장 초기에 전략육성산업의 지정이나 이에 대한 투자재원의 지원 과정상 금융의 특혜, 각종 규제를 통한 경쟁의 제한 등은 기업들에게 독점적인 지대를 허용해 주었다. 경공업 중심시기를 지나 중공업 육성 시기에는 세계시장에서의 경쟁

적 지위를 확보한다는 차원에서 정책적으로 대기업을 지원해 왔으며, 자본 시장의 발달이 미약하고 자본축적이 없는 상황에서의 금융지원은 금리차 지대를 허용하였으며 지속적인 투자활동을 가능하게 하였다.

둘째, 기업의 외형성장이 기업가의 업적평가 기준으로 활용하였다. 자본 시장이 발달되지 못하고 기업가에 대한 객관적인 평가기준이 미약한 상황에서, 외형성장은 기업가에 대한 평가기준으로 활용된다. 기업집단의 경우, 계열집단간의 거래나 사업다각화를 통하여 기업의 확장이 용이하므로 기업가들은 기업집단의 형성을 추구하게 된다.

셋째, 기업특화자산(firm specific assets)의 활용을 용이하게 하였다. 기업 경영에서 얻어진 인력, 금융, 정보 등의 기업에 특화된 자산은 상품화되기 어렵고 시장에서 거래하는 것보다 기업집단 내 계열기업간에 거래하는 것이 유리할 때가 많다. 기업집단은 성장 초기에 마련된 기업특화자산의 효율적인 활용을 가능하게 해 주었다.

넷째, 기업가 혁신정신(inovative sprit)의 효율적인 이용이 가능하였다. 기업집단은 기업가정신(entrepreneurship)을 새로운 투자기회에 신속하게 이동, 적용하여 내부효율성을 높이며, 규모의 경제를 가능케 한다. 기업집단은 경제개발 초기에 형성된 기업가정신을 충분히 적용할 수 있는 장소를 제공하였다.

다섯째, 생산요소의 효율적 이용이 가능하였다. 기업집단 내에서는 불가분성을 가진 생산요소의 효율적인 사용이 가능하다. 기업집단 내에서는 시장의 충격이나 변화에 대하여, 이들 생산요소를 부가가치가 높은 곳이나 다른 목적으로 손쉽게 이동할 수 있다.

이 같은 기업집단의 순기능에도 불구하고 기업집단의 경제력집중에 대한 일반국민 및 정부의 시각은 다분히 부정적이다. 기업집단의 역기능은 크게 국가경제 전체에 미치는 영향과 기업자체에 미치는 영향으로 나눌 수 있다.

전자의 국가경제 전체에 미치는 측면에서 볼 때 첫째, 기업집단 내 계열사간의 상호보조(cross-subsidization)의 증가를 들 수 있다. 이는 시장경쟁체제에 의한 공정거래를 저해하고 시장의 자유로운 진입에 장애요인으로 작용하게 된다. 뿐만 아니라, 기업집단 내 한계기업의 시장퇴출을 가로막아 국민경제 상의 자원의 낭비를 초래한다.

둘째, 계열사간 법인출자, 상호지급보증 등의 증가를 들 수 있다. 이는 한정된 금융자원의 기업집단 편중을 초래하며 국민경제내의 중소기업과 기업집단 간의 균형 있는 발전을 저해하게 된다. 기업자체에 미치는 영향을 살펴보면 기업집단의 상호출자를 통한 계열기업의 확장은 가공의 자본형성을 가져오며, 이는 기업집단 전체의 재무구조를 악화시켜 국제경쟁력 약화의 원인으로 작용하기도 한다. 이러한 상호출자는 소유지배구조의 형태를 발전시키지 못하고 지배대주주의 사후에도 검증받지 못한 그의 특수관계인이 기업을 지배하게 만들어 기업경영의 효율성을 저하시키는 원인으로 작용하였다.

기업집단 형성 초기엔 정부의 육성정책에 힘입은 바 많으나, 일단 기업집단으로써 기반을 확보한 이후엔 자체의 조직력, 자금 동원력, 기술력 등의 자력고속성장요인으로 인하여 비약적인 성장을 이룩할 수 있었다.

경제가 근대화시기를 지난 1980년대부터 기업집단의 경제력집중과 국민경제의 균형적 발전문제는 우리 경제의 현안과제로 등장하였으며, 정부의 지속적인 비관련다각화 억제 및 전문화유도정책에도 불구하고, 기업집단의 영위업종이나 계열기업 수는 계속 확대되는 경향을 보이고 있으며, 1990년대 이후에도 기업집단의 확장추세는 계속되고 있다.

<표3-2>에서 보듯이 30대 기업집단의 참여업종 수는 1998년까지 증가추세에 있으나 1999년부터 감소 추세로 돌아서고 있다. 이는 외환위기 이후 구조조정의 결과로 보이며 또한 계열기업수도 1998년까지 증가추세를 보이

고 있다. 그리고 외환위기에 의한 정부의 구조조정 노력에 따라 기업간 합병, 친족분리, 매각 등에 의해 감소추세를 나타내고 있다. 현재 정부의 대기업 구조조정이 외형적인 계열 수나 업종 수에 기준하고 있고 친족기업의 분리에 따라 기업집단의 다각화 및 계열기업의 실상이 과소평가하고 있을 가능성이 높다.

이처럼 우리나라 30대 재벌은 IMF구제금융 직전까지는 평균 20개 이상의 계열사를 거느리고 영위업종도 20개에 달하였다. 그리고 5대 재벌의 평균 영위업종은 96년 말 기준으로 31개에 달하며 계열사수는 52개에 달하여 미국 500대 기업의 평균 영위업종수가 1985~1992년의 기간 중 지속적으로 10-11개였음을 감안해 볼 때 우리나라 재벌기업이 외국기업에 비하여 기업 제국건설을 지향하여 방만한 업종 다각화를 지향하여 왔음을 알 수 있다(황인학 2000).

〈표 3-2〉 재벌기업의 다각화 현황

| 연도       | 1993          | 1994          | 1995          | 1996          | 1999          | 2000          | 2001          | 2002          |
|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 재벌수      | 30            | 30            | 30            | 30            | 30            | 30            | 30            | 37            |
| 계열사수(평균) | 616<br>(20.5) | 623<br>(20.8) | 669<br>(22.3) | 819<br>(27.3) | 498<br>(16.6) | 534<br>(17.8) | 556<br>(18.5) | 557<br>(18.6) |

출처 : 공정거래위원회

## 제2절 기업집단의 다각화

### 1. 다각화 추진현황

<표 3-3>에는 연구대상기간 중 30대 대규모 기업집단의 명단과 서열이 정리되어 있다. 본 연구에는 편의상 대규모 기업집단을 4대, 10대, 기타 기업집단으로 구분하였다. 4대 기업집단이란 현대, 삼성, 대우 엘지를 의미하며, 이들은 연구대상 기간 중에서 자산기준으로 상위 4대 기업집단을 의미한다. 이어 10대 기업집단은 연구대상 기간 중 4대 기업집단을 제외하고 상위 10대 기업집단에 계속 존속한 기업집단을 의미한다.

본 연구에서는 10대 기업집단으로 삼성, 한전, LG, 현대자동차, SK, 한화, KT, 한국도로공사, 한진, 롯데를 정의하였다. 이들 기업집단 이외에 기타 기업집단으로 연구대상 기간 중 30대 기업집단을 정의하였으며 이에 따라 포스코, 금호, 한국토지공사, 하이닉스반도체, 현대중공업, 현대, 동부, 동양, 두산, 대우자동차, 한국가스공사, 한솔, 태광, 현대건설, 쌍용, CJ, 효성, 대우건설, S-오일, 신세계 등 24개 대규모 기업집단이 이에 포함되었다.

2003년 2월 공정거래위원회에서 30대 대규모 기업집단으로 정의한 30대 기업집단들 중에서 14개 기업집단(쌍용, 기아, 한라, 동아, 한솔, 진로, 고합, 해태, 뉴코아, 아남, 한일, 거평, 미원 신호)이 연구기간 중 30대 대규모 기업집단에서 이탈하였거나 소멸된 것으로 나타났다. 이들 기업집단 이외에 1997년 중 삼미, 해태, 기아, 한일이 법정관리나 화의신청 중인 것으로 나타났다. 상위 10대 대규모 기업집단에 지속적으로 존재해온 9개 대규모 기업집단을 제외하고 21개 대규모 기업집단에서 9개 기업집단이 제외된 것이다.

〈표 3-3〉 공정거래위원회지정 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   | 한국도로공사  | KT          |
| 8  | 기아    | 기아    | 기아    | 기아    | 금호     | 롯데     | 한진      | 한국도로공사      |
| 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     | 대한주택공사  | 포스코         |
| 12 | 대림    | 두산    | 두산    | 한라    | 두산     | 쌍용     | 한국토지공사  | 금호          |
| 13 | 두산    | 대림    | 대림    | 동아    | 현대정유   | 현대정유   | 한화      | 한국토지공사      |
| 14 | 동아    | 동아    | 한보    | 두산    | 동아     | 한솔     | 현대중공업   | 하이닉스<br>반도체 |
| 15 | 효성    | 한라    | 동아    | 대림    | 동국제강   | 동부     | 현대      | 현대중공업       |
| 16 | 한일    | 동국    | 한라    | 한솔    | 효성     | 대림     | 한국수자원공사 | 현대          |
| 17 | 한라    | 효성    | 효성    | 효성    | 대림     | 동양     | 금호      | 동부          |
| 18 | 동국    | 한보    | 동국    | 동국    | S-오일   | 효성     | 한국가스공사  | 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      | 한국가스공사      |
| 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   | 농업기반공사  | 대우건설        |
| 29 | 미원    | 벽산    | 뉴코아   | 미원    | 신세계    | 태광산업   | 하나로통신   | S-오일        |
| 30 | 벽산    | 미원    | 벽산    | 신호    | 영풍     | 고합     | 동국제강    | 신세계         |

출처: 공정거래위원회

## 2. 국내 선행연구

한국의 대규모 기업집단을 대상으로 한 다각화효과에 관한 연구는 조일흠·이성규(1987), 조동성(1990), 홍현표(1991), 정구현(1987,1991), 강신일(1991), 홍재범·황규승(1996), 홍재범(1997), 이수복·한성덕(1998), 조동성·허민구(1998), 황인학(1999), 이수복(1999, 2000), 전인우(1997,2000), 최정표·이재기(2002) 등에 의해 이루어진 바 있다.

조일흠·이성규(1987)연구는 1985년 말 현재 30대기업집단의 제조업부문에 대한 1980년 및 1985년 자료를 이용하여 엔트로피 다각화지수를 계측한 후 매출액순이익율과의 관계를 분석하였다. 분석결과에 따르면 1980년 중 엔트로피 총다각화지수 및 관련다각화지수가 높은 그룹의 수익성이 그렇지 않은 그룹보다 높았으나, 1985년에는 양 그룹 간에 유의적인 차이가 없는 것으로 나타났다.

비관련 다각화의 경우 1980년 및 1985년 모든 시점에서 비관련다각화지수가 높은 그룹의 수익성이 그렇지 않은 그룹보다 높은 것으로 분석되었다. 또한 비관련다각화율이 상대적으로 높은 그룹이 관련다각화율이 상대적으로 높은 그룹에 비해 수익성이 높은 것으로 나타났다. 수익성의 성장은 비관련 다각화를 추구하는 기업집단보다 관련다각화를 추구하는 기업집단이 높은 것으로 분석되었으며, 1980년 30대 기업집단을 대상으로 한 연구에서는 관련다각화가 수익성에 부정적인 영향을 미쳤고 1985년에는 수익성에 긍정적인 영향을 미쳤다고 주장하였다

정구현(1987)의 연구는 Rumelt의 다각화유형기준을 일부 수정하여 1984년 현재 108대 그룹의 다각화유형을 분류한 연구로서, 분석결과 전업형, 관련형, 비관련형, 수직형, 본업형의 순서로 매출액 순이익율이 높게 나타나고 있음을 나타냈다..

조동성(1990)의 연구는 1985년부터 1987년까지의 기간에 대해 50대 기업 집단 중 자료가 미비한 기업집단을 제외한 45개 기업집단을 대상으로 다각화와 이윤율 간의 관계를 분석하였다. 그는 다각화의 정도를 베리지수로 측정한 후 총자본순이익율 및 기업순이익율에 대해 다각화가 음(-)의 영향을 미쳤음을 보였다. 또한 조동성은 다각화를 통한 기업집단의 계속적인 규모 확대는 거래비용절감이나 규모의 경제, 내부금융효과로 나타나는 효익 보다 비용을 크게 하고 있어 경영성과를 저해하고 있다고 주장하였다.

홍현표(1991)의 연구는 1986년부터 1989년까지의 기업집단별 평균자료를 이용하여 경영성과 결정요인을 분석하고자 하였다. 실증분석결과 엔트로피 지수로 측정한 다각화총지수는 총자본 대비 부가가치의 비율로 측정한 자본생산성에 대해 양(+)의 영향을 미침을 보여 주었다. 자기자본순이익율을 엔트로피 총지수에, 총자본순이익율을 엔트로피 관련지수에 회귀분석한 결과 다각화가 이윤율에 미치는 효과는 나타나지 않는 것으로 분석되었다. 기업집단의 규모가 클수록 다각화지수가 커지는 경향이 나타났으며 관련다각화는 규모의 경제성이외에 기술적 경제성을 중요한 동기로 제시하고 비관련다각화는 자금조달의 내부금융시장에 의존하려는 동기가 크다는 것을 발견하였다. 이와 같이 1980년대 중반이후를 분석기간으로 포함하고 있는 연구들은 다각화의 효과에 대해 일치된 결과를 보여 주지 못하고 있다.

정구현(1991)의 연구는 대규모 기업집단은 비관련다각화로 특징지어지며 1984-1989년 자료에 기초하였을 때 전문화되어 있는 기업집단보다 다각화되어 있는 기업집단이 수익성과 성장성이 더 좋다고 주장하였다.

강신일(1991)의 연구는 18개 산업, 53개 기업집단의 6년간 자료를 풀링(pooling)하여 다각화된 기업일수록 수익성이 높다는 것을 발견하였다. 홍재범·황규승(1996)의 연구는 한국기업이 다각화를 선택하도록 하는데 영향을 미치는 요인을 탐색하고, 이들 요인이 다각화를 선택하는데 어떤 방향으로

영향을 미치는지를 규명하고, 나아가 경제적 성과에 어떠한 영향을 미치는가를 분석하여 차후 다각화 전략수립에 유용한 지침을 제공하고자 하는 데 연구의 목적을 두었으며, 실증분석에 사용한 표본은 1993년 상반기에 상장되어있는 기업 중 1986년에서 1991년까지 분석자료 획득이 가능한 204개 업체를 대상으로 하였으며, 1987년 이후 상장된 200여개 제조업체가 본 표본에서 제외되었다. 분석방법은 내부능력과 산업매력도를 외생변수로 다각화와 경제적 성과를 내생변수로 하여 공변량구조분석을 실시하였으며 이를 위해 LISREL 8.03(linear equation and simultaneous relation)을 사용하였다.

변수는 다각화 결정요인을 외생변수로 다각화와 경제적 성과를 내생변수로 설정하였으며 분석모형에서 다각화 결정요인은 내부자원과 산업매력도로 구분하여 측정하고 다각화는 관련과 비관련 다각화로 구분하여 측정하였으며 경제적 성과는 회계 측정치에 기초해 성장성, 수익성, 위험측면으로 구분하여 측정하였다. 이때 내부자원은 무형자산(광고비집중율, 연구개발집중율)과 자금조달능력(유동비율, 부채비율)으로 측정하고 산업매력도는 산업성장율, 산업집중도, 진입장벽으로 측정하였으며 다각화는 「엔트로피」 지수로 측정하였다.

연구결과는 내부자원은 다각화와 경제적 성과에 긍정적인 영향을 미치고 있으나 산업매력도는 다각화와 경제적 성과에 일관되고 유의한 관계를 보여주지 못하였다. 그러나 다각화는 경제적 성과와 유의하고 일관된 관계를 보여주고 있으며 이중 비관련 다각화는 성장성과 수익성, 위험 모든 경제적 성과측면에서 효과적인 전략으로 나타났다.

전인우(1997)의 연구는 1993년도의 30대 기업집단의 소유지분을 자료 및 계열기업수를 대상으로 소유구조와 다각화의 상관관계를 비롯하여 회귀분석 및 초우검정을 통해 소유규모에 따라 다각화 동기에 차이가 있는지를 실증적으로 분석한 것이다. 변수는 종속변수인 다각화지수(DIV)를 엔트로피지수

와 베리(berry)지수로 계측하였으며 독립변수는 다각화의 동기를 설명하는 이론적 논의에 입각하여 시장점유율(MS), 총자산규모(AST), 광고집약도(ASR), 연구개발집약도(RND), 금융비용(FC), 위험도(RISK), 수요성장률(GRO)등으로 구성하였다. 연구결과, 상관분석에 따르면 지배주주 지분율에 대한 계열기업 지분율의 비중으로 나타낸 내부지분 구성비율과 다각화가 양(+)의 상관관계에 있는 것으로 분석되었다.

그러므로, 다각화와 계열기업지분율의 확대가 밀접한 관련이 있음을 볼 수 있었다. 한편, 내부지분 구성비율에 기초한 소유구조에 따라 30대 기업집단을 양분한 후 회귀분석과 이에 근거한 초우검정을 한 결과 양 그룹 간에는 다각화를 추구하는 동기에 차이가 있는 것으로 분석되었다.

홍재범(1997)의 연구는 과거 10개년간 대규모 기업집단의 다각화와 경제적 성과를 경영자원론의 시각에서 분석하는데 연구의 목적을 두고 있으며, 표본은 공정거래위원회에서 지정하는 30대 대규모기업집단을 대상으로 하였고, 변수는 경영자원이 다각화와 경제적 성과에 미치는 영향을 분석하기 위하여 경영자원을 독립변수로, 다각화와 경제적 성과를 종속변수로 설정하였으며, 분석방법은 경로분석과 공변량구조분석을 사용하였다. 이 때 통계소프트웨어는 SPSS LISREL 8.03이다. 연구결과는 대규모기업집단의 다각화는 전체적으로 소폭 진전된 것으로 나타났으며 특히 상위 대규모 기업집단(4대)은 금융업, 중위 대규모 기업집단(10대)은 관련분야로, 하위 대규모 기업집단(20-30대)은 비관련분야로 다각화를 추진하고 있음을 발견할 수 있었다. 광고비집중도로 측정한 무형자산과 부채비율로 측정한 자금조달능력이 다각화와 정의 상관관계가 있는 것으로 나타났고 다각화와 수익성간에도 정의 상관관계가 나타났다.

조동성·허민구(1998)의 연구는 기업의 내부메커니즘, 즉 조정, 통제, 그리고 평가보상 메커니즘이 다각화 성과에 미치는 영향에 초점을 맞추어, 다

각화 메커니즘이 기업이 보유한 자원유형과 다각화 성과 간에 어떠한 조정 효과(moderating effects)를 보이는지를 실증적으로 분석하는데 연구의 목적을 두었다. 표본은 실증연구에 사용한 표본기업은 한국의 기업집단 소속 계열사 가운데 1992년부터 1995년까지 4년간 계속 상장된 기업이다. 분석방법은 다중회귀분석을 사용하였으며, 변수는 다각화성과(총자산 경상이익률(ROA)과 매출액경상이익률(ROS))를 종속변수로 두었으며 독립변수는 내부자원(광고집약도, R&D집약도, 유동자산집약도)를 사용하였다. 연구결과는 세 변수 가운데 광고집약도만이 성과에 대해 유의한 (+)관계를 보였고, 유동비율과 연구개발비 집약도는 오히려 (-)관계를 보였다.

이수복·한성덕(1998)의 연구는 기업집단의 업종다각화가 집단이윤율에 미치는 효과를 한국의 대기업집단자료를 이용하여 분석하고자 하는데 연구의 목적을 두었으며, 표본은 1992년에 공정거래위원회에서 발표한 자산 5000억 이상의 78개 기업집단과 1056개의 계열기업들을 1차적인 대상으로 하고 그 중 규모가 아주 작거나 금융관련 기업들은 제외하며 최종적으로 710개의 계열기업들을 표본기업들로 하였다. 분석방법은 1989-91년 사이의 3년간의 평균치를 이용하고 OLS방법으로 추정하였으며 변수는 종속변수는 당해연도의 이익률이며, 독립변수는 시장점유율과 광고집중도이다. 연구결과는 기업집단의 이윤율은 기업집단이 참여하고 있는 개별산업에서의 시장점유율과 정의 관계를 보였으며, 광고집약도는 이윤율에 유의한 효과를 갖지 못하고 있음을 보였다.

홍재범·장세진(1998)의 연구는 2,804개의 독립기업과 317개 그룹에 속한 1,248개의 계열기업에 대해 1985~1996년 사이의 패널자료로 구성된 총 36,084개의 관측치를 이용하여, 그룹에 속한 기업의 총자산 대비 영업이익률이 독립기업보다 낮고 특히 30대 재벌의 계열기업의 수익성은 더욱 낮게 나타난다는 실증분석결과를 제시하였다.

황인학(1999)의 연구는 Clarke-Davies의 모형을 이용하여 72개 기업집단에 대하여 1985-1997년간의 일반집중율, 총다각화지수, 총시장집중도의 변화 추이를 분석하고 13년간의 시계열자료를 이용하여 총다각화와 총시장집중도 간의 상관관계를 분석하였다. 그는 총다각화지수와 총시장집중도간에 음(-)의 유의한 관계가 있음을 발견하고 상관계수가 높음을 보였다. 그러나 그의 분석은 유의한 시도임에도 불구하고 표본의 크기가 적을 뿐만 아니라 Clarke-Davies 모형 자체가 항등식이므로 다각화와 시장구조간의 인과관계를 밝힐 수 없는 문제점이 있다.

윤영섭·김성표(1999)의 연구는 1996년 우리나라 상장기업 372개를 대상으로 기업의 다각화가 기업의 가치를 저하시키고, 30대 재벌의 계열기업의 다각화정도 보다 높으며, 나아가 대주주의 소유지분이 높은 기업일수록 다각화의 정도가 낮게 나타나고 있음을 보이고 있다. 이 연구는 한국에서도 대리인문제로 인해 기업이 과도하게 다각화하고 있음을 실증적으로 보여주고 있지만, 분석대상이 기업차원의 다각화라는 점에서 한계가 있다.

이수복(1999)의 연구는 기업집단의 집중도에 미치는 영향을 분석하고자 하는데 목적을 두고 있으며, 표본은 1991-95년간의 한국신용평가(주)의 「한국기업총람」과 한국기업평가의 재무제표를 자료로 이용하였으며 자산규모를 기준으로 이 기간 중에 지속적으로 존재한 86개 기업집단을 대상으로 하되 금융부문과 공기업을 제외하였다. 분석방법은 OLS모형을 사용하였다. 변수로는 종속변수를 연구개발집약도로 하였으며 독립변수는 가중시장점유율, 기업집단규모, 자본구조, 유동자산비율, 기업성장율로 하였다. 연구결과는 다각화의 연구개발집약도 효과에 관하여서는 평균자료를 이용한 OLS모형에서는 역U자 가설이 성립하며 따라서 다각화의 초기단계에서는 다각화가 연구개발집약도를 증가시키나 적정수준을 넘어서면 오히려 집약도를 감소시킴을 보였다.

조성욱(1999)의 연구에서는 1992년부터 1997년까지의 한국의 30,136개 기업 데이터를 이용하여 재벌계열기업의 수익성이 독립기업보다 낮고, 계열기업에 대한 금융자산투자가 기업의 수익성을 감소시킴을 분석하였다. 그는 소유와 경영의 불일치가 기업의 이해관계자 집단의 갈등을 초래하여 기업의 수익성을 저하시킬 수 있다고 하였다. 일반적으로 재벌 계열기업의 경영권자의 지분율이 독립기업보다 낮고, 경영권을 행사하는 대주주는 기업가치 극대화가 아니라 사적인 이익을 추구하려는 유인이 생긴다는 것이다. 따라서 재벌계열기업의 수익성이 독립기업의 수익성보다 낮다는 결과를 도출하였다.

이수복(2000)의 연구에서는 한국 기업집단의 다각화가 시장구조에 미치는 영향에 대한 일차적인 단계로서 기업집단의 가중시장점유율(Weighted market share)에 미치는 영향을 분석하는데 연구의 목적이 있으며, 표본은 1991-95년간의 한국신용평가(주)의 「한국기업총람」을 이용하였으며 자산규모를 기준으로 이 기간 중에 지속적으로 존재한 86개 기업집단을 대상으로 하되 금융부문과 공기업을 제외하였다. 분석방법은 회귀분석을 실시하였으며 변수로는 종속변수를 가중시장점유율로 두었으며, 독립변수는 기업집단의 자산규모, 광고집약도, 엔트로피지수, 상호작용항으로 하였다. 연구결과는 다각화가 높을수록 오히려 평균적으로 높은 시장점유율을 가지고 있으며 이는 기존기업의 합병 또는 신규사업으로의 내부확장 등의 다각화를 통하여 개별시장에서의 시장점유율을 평균적으로 증가시키고 있다고 평가할 수 있다.

전인우(2000)의 연구에서는 주력업체제도(1991년)와 주력업종제도(1994), 산업종 전문화정책과 같은 정책추진과 관련하여 대규모 기업집단의 다각화의 교화에 대한 실증분석을 통해 바람직한 정책방향을 모색해 보고자 하였으며, 표본은 1993년 현재 대규모기업집단에 대한 1987년부터 1993년까지의

패널자료를 대상으로 하였으며 분석방법은 회귀분석이며, 변수는 종속변수인 이익률은 총자본경상이윤율(PC)과 매출액경상이익율(PS)로 계측하였다. 독립변수는 다각화의 정도[DIV], 시장점유율[MS], 기업집단의 규모[AST], 광고집약도[ASR], 부채비율[DR]이다. 연구결과는 회귀분석결과에 따르면 기업집단의 다각화는 이윤율에 음(-)의 영향을 준 것으로 나타나고 있다. 그리고 다각화의 정도가 높아질수록 이윤율에 부정적인 영향을 미친다.

최정표·이재기(2002)의 연구에서는 재벌의 업종다각화에 초점을 맞추어 다각화가 어떤 형태로 추진되고 있으며 그 효과는 어떻게 나타나고 있는지에 대해 분석하는데 연구의 목적이 있으며, 표본은 1985년부터 1995년까지의 25대 재벌에 관한 자료이다. 즉, 25대 재벌의 11개년에 걸친 균형패널자료(balanced panel data)가 사용되었다. 분석방법은 회귀방정식을 사용하였으며, 변수는 종속변수를 이윤율로 두었으며 독립변수를 다각화변수, 규모변수, 재무구조변수, 성장률변수로 하였다. 연구결과는 재벌은 계열기업의 수를 확장하고 계열기업의 크기를 고르게 분포시키는 다각화전략이 이윤율을 증대시키는 것으로 나타났다.

홍석철(2002)의 연구에서는 1995년 현재 자산기준 상위 30대 재벌 중 자료가 완전한 24개 재벌을 대상으로 1990~1997년 사이의 패널자료를 구성하여, 각 재벌의 총자산이익률(당기순이익/총자산)을 종속변수로 그리고 엔트로피지수로 측정한 다각화정도를 독립변수로 한 회귀분석을 시행하였다. 그 결과 총다각화와 비관련다각화 그리고 관련다각화 등 모든 다각화지수가 수익성과 역U자의 관계를 보였다. 그러나 이와 같이 다각화와 수익성이 음의 상관관계를 나타낸다고 해서 반드시 재벌이 과도한 수준으로 다각화를 추구하였다고 할 수는 없다. 모든 재벌이 수익이 극대화되는 수준에서 적정수준으로 다각화하는 경우에도 두 변수는 음의 상관관계를 가질 수 있기 때문이다.

〈표 3-4〉 다각화와 수익성에 대한 국내연구

| 연구자                   | 분석대상                                                              | 수익성 계측                      | 다각화 계측                                                                | 분석결과                                                                 |
|-----------------------|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 조일흠·<br>이성규<br>(1987) | 1980,1985년<br>30대기업 집단자료                                          | 매출액<br>순이익율                 | 엔트로피총지수<br>관련지수<br>비관련지수                                              | + (1980)<br>?(1985),<br>+ (1980)<br>?(1985),<br>+ (1980)<br>+ (1985) |
| 정구현<br>(1987)         | 1984년 108대<br>기업집단자료                                              | 매출액<br>순이익율                 | Rumelt 방식                                                             | 전업형>관련형><br>비관련형>수직형<br>>본업형                                         |
| 조동성<br>(1990)         | 45개 기업집단<br>1985~1987년<br>연평균자료                                   | 총자본<br>순이익률<br>기업순이익률       | 베리지수                                                                  | -                                                                    |
| 홍현표<br>(1991)         | 36개(41개)기업집단<br>1986~1989년<br>연평균자료                               | 자기자본<br>순이익율,<br>총자본이익율     | 엔트로피총지수<br>관련지수                                                       | ?<br>?                                                               |
| 이수복·<br>한성덕<br>(1998) | 78개 기업집단<br>1989~1991년<br>연평균자료                                   | 매출액<br>순이익율<br>자기자본<br>순이익율 | 엔트로피총지수<br>관련지수<br>비관련지수                                              | -<br>+<br>-                                                          |
| 전인우<br>(2000)         | 1993년 30대 기업집단<br>중 28개<br>(동아건설과 한진제외)                           | 총자본경상<br>이익률                | 엔트로피지수<br>관련지수<br>비관련지수                                               | -<br>?<br>-                                                          |
| 최정표<br>이재기<br>(2002)  | 1985년부터<br>1995년까지의<br>25대 재벌의<br>균형패널자료<br>(balanced panel data) | 총자산순<br>이익률                 | 계열기업과 관련<br>없이 그룹전체가<br>업종을증가시키는<br>다각화, 재벌이<br>계열기업을 확장<br>해 나가는 다각화 | 계열기업 수를 늘<br>리거나 분포상 일<br>정하게 증가시킬<br>때 이윤율이 증가                      |

위의 국내선행연구를 종합하여 볼 때, 기업집단의 다각화와 수익성의 관계를 실증적으로 분석한 연구결과는 대체로 두 변수가 음(-)의 상관관계에

있음을 밝히고 있으며, 비관련다각화에서 관련다각화로 변화하고 있었다.

### 3. 국외 선행연구

기업이 다각화를 할 때 그 성과는 어떠한 전략(관련 또는 비관련 다각화)을 택하는가에 따라 달라질 수 있다. 이러한 사실을 검증하기 위해 많은 학자들이 다각화전략과 수익성과의 관계를 분석하였으며, 이들 중 상당수는 관련다각화가 비관련다각화보다 높은 성과를 보인다고 주장하였다.

Rumelt(1974)는 세 가지 비율(specialization ratio, related ratio, vertical ratio)을 사용하여 다각화전략을 9가지 범주로 구분한 후 다각화전략과 수익성간의 관계를 분석하였으며, 연구결과에 의하면 관련다각화가 비관련다각화나 다각화를 전혀 하지 않는 경우에 비해 높은 성과를 보이는 것으로 나타났다. 그러나 매출액 및 이익성장률 면에서는 오히려 관련다각화보다 비관련다각화가 우월한 것으로 나타났다.

Bettis and Mahajan(1985)도 관련다각화기업과 비관련다각화 기업의 위험 및 수익성을 분석하여 관련다각화가 비관련다각화보다 높은 성과를 보인다고 주장하였다. 그러나 Bettis 등(1985)은 샘플의 성과가 낮은 관련다각화기업이 상당수 포함되어 있다는 점을 고려해 볼 때 관련다각화가 비관련다각화보다 반드시 높은 수익성을 창출하리라는 보장은 없다고 하였다.

Markides(1994)는 전략적 자산(customer asset, channel asset, process experience asset)을 사용하여 관련성 정도를 구분한 뒤, 관련다각화가 비관련다각화보다 높은 수익성을 창출하는 것으로 나타났다. 이와는 반대로, 일부 학자들은 위에서와 같은 다른 결과를 제시하고 있다. 즉, Christensen and Montgomery(1981)에 의하면 다각화기업의 성과차이는 관련성 정도에서 비롯되는 것이 아니라 그 기업이 참여하고 있는 시장 특성에서 비롯된다

고 분석하였다. 예를 들면, 관련다각화기업은 성장성과 수익성이 좋은, 그리고 보다 집중화된 시장(concentrated market)에서 사업활동을 전개하고 있으며, 반대로 비관련다각화기업은 수익성과 성장성이 낮고 시장규모가 작은 산업에서 사업활동을 영위하고 있었다.

Bettis and Hall(1982)도 자신의 연구에서 관련다각화기업과 비관련다각화기업간의 성과차이는 다각화 전략자체에 기인한 것이라기보다는 관련다각화의 범주에 속해있는 상당수의 제약업체들 때문이라고 주장하였다.

Palepu(1985)의 연구에서도 관련다각화와 비관련다각화 사이는 수익성의 차이가 존재하지 않으며, 다만 수익성의 성장률 면에서 관련다각화가 비관련다각화보다 높은 것으로 나타났다. Montgomery(1985)도 다각화전략과 시장구조 및 성과사이의 관계를 분석한 연구에서, 시장점유율과 산업수익성을 통제한 후, 다각화전략과 성과사이에 아무런 유의적 관계가 존재하지 않는다고 주장하였다.

이외에 다각화전략이 기업의 위험과 수익성에 미치는 효과를 분석한 Chang and Thomas(1989)도 다각화기업들이 보이고 있는 위험과 수익성차이는 선택된 다각화전략 때문 이라기보다는 시장이나 사업의 구조적 특성 때문에 발생한다고 주장하였다. 다각화전략이 수익성에 미치는 효과와 관련하여 이들이 발견한 연구결과, 즉 다각화기업의 성과차이가 주로 시장효과에 기인한다는 사실은 Christensen and Montgomery(1981)의 연구결과와 일치한다. 이상의 논의를 종합해 보면, 다각화전략과 수익성의 관계를 다룬 많은 연구가 서로 상반된 결과를 제시하고 있음을 알 수 있다.

다각화에 관한 최근의 연구결과를 보면, 기업의 다각화가 오히려 기업의 수익성을 저하시키고 있음에도 불구하고 과도한 다각화가 존재하는 것은 대리인문제로 인한 것이다. 예를 들면 Denis et al(1997)은 933개의 미국기업의 1984년 자료를 이용하여 기업의 다각화정도가 경영진 및 외부대주주의 주식

지분율과 강한 음의 상관관계가 있음을 보이고, 이는 과도한 다각화가 대리인 문제에서 비롯되고 있음을 의미한다.

Cronqvist et al(2000)은 32개 스웨덴 부동산 기업에 대한 1990~1996년 패널자료를 이용하여 다각화가 기업의 가치를 저하시키고 있고, 이러한 과도한 다각화의 요인이 지배주주에 의한 소액주주의 이익침해와 관련이 있음을 보고하고 있다. 기업이 가치를 하락시킬 정도로 과도하게 다각화를 추구하는 경우가 있고 그 요인이 대리인문제라는 연구결과는 선진국 기업을 대상으로 한 연구에서만 나타나는 것은 아니다.

Claessens et al(1999)은 홍콩, 인도네시아, 한국, 일본, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 대만, 태국 등 9개 동아시아 국가의 2,187개 기업을 대상으로 1991~1996년 패널자료를 구성하여, 기업그룹에 속한 기업의 다각화 정도가 그렇지 않은 기업에 비해 높고, 다각화로 인한 기업가치의 감소도 크게 나타나며, 나아가 지배주주의 통제권이 소유권보다 큰 기업일수록 다각화를 더 많이 하고 있음을 밝히고 있다.

Choi and Cowing(1999)도 252개 제조업 상장기업을 대상으로 1986~1993년 기간의 자료를 모두 통합하여 분석한 경우, 재벌소속 계열기업의 총자산 대비 이윤율이 독립기업보다 유의하게 낮게 나오고 있음을 보고하고 있다. 다만 자료를 1986~88년과 89~91년, 그리고 92~93년의 세 기간으로 각각 나누어 분석할 경우, 86~88년 및 89~91년을 대상으로 한 분석에서는 재벌 계열기업과 독립기업의 수익성이 유의한 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다.

Lins & Servaces(2001)도 홍콩, 인도, 인도네시아, 말레이시아, 싱가포르, 한국, 태국 등 7개 신흥공업국의 1,195개 기업에 대한 1995년도 자료를 이용하여, 다각화가 기업가치의 저하를 초래하며, 특히 기업그룹에 속한 기업과 지배주주의 통제권이 소유권을 25%이상 초과하는 기업에서 다각화로 인한

수익성 하락이 크게 나타나고 있음을 발견하였다.

이와 같이 대규모기업집단이 소규모기업집단에 비해 평균적으로 수익성이 낮다는 사실은 대규모기업집단의 다각화와 수익성이 음의 상관관계에 있다는 이론적, 실증분석 결과를 대규모기업집단의 다각화가 과도한 수준으로 진행되고 있는 것으로 해석해도 무리가 없다는 것을 의미한다. 즉 우리나라 재벌은 전반적으로 과도한 다각화를 추구하고 있고, 이러한 과도한 다각화는 특히 비관련다각화에서 두드러지게 나타나며 관련다각화는 오히려 적정 수준에 비해 과소한 수준에 머물고 있다고 밝혀지고 있으나, 아직 한국 재벌과 기업집단의 다각화에 대해서는 이러한 연구가 본격적으로 이루어지지 않고 있다.

## 제 4 장 연구가설의 도출 및 연구방법

### 1. 연구가설 도출

기업의 다각화에 분명 어떤 한계가 존재한다는 것은 여러 저자들에 의해서 지지되는 것이다. 즉, 기업의 효율성이 감소하지 않는 선에서 다각화 추진은 분명 어떤 한계가 존재한다는 것이다.

Williamson(1967)은 기업들의 조직내부의 정보 손실과 왜곡이 기업 내부의 비효율을 증가시켜 성장에 한계를 가져온다고 했으며, Calbo · Wellisz(1978)는 종업원의 증가에 따라 발생하는 통제의 어려움을 그 원인으로 하였으며 Hoskisson · Turk(1990)도 내부자본시장에 대한 통제의 한계를 지적하였으며, Penrose(1959), Sutherland(1980), Prahalad · Bettis, (1986) Ravenscraft · Scherer(1987) Hoskisson · Hitt, (1988)의 여러 연구진에 의해서 경영진의 정보처리능력의 한계에서 발생하는 비효율, 신규사업에 기존 사업의 관행을 적용시킴에 따라 발생하는 문제들도 제시되었다.

왜 미국기업들이 1960년대에서 1980년대 사이에 무리한 다각화를 추진하였는가에 대해 Markides는 1995년에 다음과 같이 3가지 이유를 제시하였다. 첫째, 경영자가 자신의 위험(직업, 전문적인 평판을 상실할 위험)을 감소시키기 위해 기업 합병 등 다각화를 추진했다는 것이다. 대리인 관점에서 본 과도한 다각화는 주주의 대리인인 최고경영자가 주주의 이익에 반하여 이익의 극대화를 포기하고 대리인 자신의 성장 또는 만족을 위해 다각화를 꾀한다는 것이다. 즉, Leibowitz and Tollison(1980)은 권한을 위임받은 대리인(최고경영자) 자신만의 목표(sub-goal)를 개발하고 자신의 이익을 추구하는 경향이 있다는 것이다. 예컨대, Jensen(1986)은 사용하지 않는 차입능력이나 상당한 양의 자유현금흐름을 보유하고 있는 기업의 최고 경영자는 수익성이

떨어지거나 심지어는 가치 파괴적인 합병(value-destroyed mergers)을 시도하는 수도 있다.

Amihud and Lev(1981)는 혼합합병(conglomerate merger)의 현상이 광범위하게 퍼진 원인을 '경영자'로부터 찾았다. 즉, 경영자는 공용의 위험(직업, 전문적인 평판을 상실할 위험)을 감소시키기 위해 기업 합병을 추구한다고 지적하였다.

둘째, Matsusaka(1990), Morck, Shleifer, Vishny(1990), Matsusaka(1990), Shleifer · Vishny,(1991)에 의하면, 당시 자본시장의 기업들의 합병 등에 대해 긍정적인 평가를 하고 이를 지원하였으며, 이런 자본시장의 부적절한 신호가 기업에 대해서 다각화에 잘못된 동기를 제공한 것이라고 주장하고 있다.

Morck, et al(1990)는 1960년대 주식시장은 다각화 인수에 대해 긍정적인 반응을 보였으며, 이들 기업을 지원하였다. 하지만 이러한 다각화에 대한 1960년대 전 후의 Kaplan · Weisbach(1990), Porter(1987), Ravenscraft · Scherer(1987). 증거에 의하면 자본시장의 반응이 잘못됐다는 것을 보여주었다.

마지막으로 지난 20년 동안 상품과 자본시장의 변화는 다각화의 고유한 이익을 감소하는 반면, 그 비용은 증가시켰다는 것이다. Bhidé(1989)는 규제 완화에 따른 경쟁심화와 정보기술혁명에 따른 정보획득비용 감소가 내부 자본시장 활용에 따른 효익을 크게 감소시키고 있다고 제시했으며 Hill · Hoskisson(1987), Mariotti · Ricotta(1987), Markides(1990), Mueller(1972), Williams et al(1988)도 세계화, 정보화에 따른 환경적 불확실성과 번덕의 증가와, 다각화기업의 험준한 지배구조에 관련해서 정보와 통제 손실문제와 같은 다각화비용이 증가되었다고 주장하였다.

1995년에 Markides는 이러한 다각화 효익의 감소와 비용의 증가는 이후에도 계속 진전되어 20년 전에 최적의 다각화를 한 기업조차도 1980년대에

재집중을 추진하고 있다고 지적하였다. 외환위기 이전의 대규모기업집단을 대하면서 대다수는 한국의 대규모기업집단이 과도하게 다각화되어 있다고 지적할 것이다. 한국 대규모기업집단의 다각화와 그 경제적 성과를 분석한 연구를 살펴보면 한 가지 중요한 결과를 발견할 수 있다.

1980년대 중반 이전의 경우 기업집단의 다각화가 이윤율에 양(+)의 효과를 주었던 것으로 추론된다. 하지만 1980년대 중반 이후를 분석기간으로 포함하고 있는 연구들은 다각화의 효과에 대해 일치된 결과를 보여 주지 못하고 있다. 1990년 들어서부터는 오히려 수익성에 영향을 미치고 있다. 왜 이런 현상이 나타난 원인은, 앞서 1995년에 Markides가 제시한 3가지 이유가 상당부분 한국에도 모두 적용이 된다.

한강의 기적이라 지칭되는 정부주도의 경제성장은 기업들로 하여금 양적 평창에 압박에 시달리게 했으며 太馬不死로 요약되는 한국의 금융현실은 기업들로 하여금 끊임 성장에 나서게 했다. 하지만 1980년대 이후 정부의 시장개입이 점차 줄어드는 상황에서도 기업들이 계속 성장에 나선 것은 단순히 이런 이유가 모든 것이 아니라는 것이다.

그 이유로 가장 대두되고 있는 것이 재벌의 부적절한 지배구조를 지적하고 있다. 즉, 소유권과 통제권의 불일치가 바로 재벌의 다각화의 무한 경쟁으로 몰아넣은 원인이라는 것을 뜻하며, 과연 5%를 소유한자가 100% 통제권을 가지고 재벌을 운영해 왔다는 것이다. 현재 재벌은 상당수가 2003년 공정거래위원회가 제시한 대규모 기업집단의 소유구조를 살펴보면 동일인 지분이 2.63%, 특수관계인 지분이 2.57%에 불과하고 계열사의 지분이 38.14%에 달한다.

따라서 재벌의 사업 확장에 따른 효익은 100% 향유하고 사업실패에 따른 손실은 5.20%만 부담하는 현실에서 재벌 총수에 의한 무분별한 사업 확장은 당연한 귀결이다.

재벌 총수들은 재계에서의 그룹 순위에 민감하며, 이는 단기적 수익을 희생해 가면서도 기업의 규모를 키우기 위한 매출 성장에 주력하는 소위 ‘제국건설(Corporate-empire building)’의 비합리적인 양상을 빚어 왔다. 물론, 기업은 다각화를 통하여 고용의 안전성을 추구할 수 있다.

특히 불완전한 한국의 자본시장 하에서는 안정적인 자본조달이라는 측면에서 유리한 면이 없진 않으나, 기업의 성장만을 위한 비관련 다각화는 기업의 성과에 부정적 영향을 준다는 선행 실증 연구(Amit and Livnat, 1988)에 의해 한국기업집단의 비효율적인 다각화 양상을 설명할 수 있다는 것이다. 윤영섭·김성표(1999)는 다각화의 대리인 문제를 지적하면서 다각화의 비효율성 문제를 제시하였으며 김병곤·송재호(2003)는 주식이 분산될수록 경영자의 자의적인 경영이 억제된다고 제시하였다.

외환위기 이후 정부는 이러한 문제를 해결하기 위하여 다양한 노력을 기울였으며, 정부는 ‘5+3’원칙이라는 재벌관련 정책을 제시하였다. 기업구조조정의 5대 원칙이란 기업경영의 투명성 제고, 상호채무보증의 해소, 재무구조의 개선, 핵심역량에 집중, 그리고 지배주주 및 경영자의 책임성 확립이며 추가된 3대원칙은 산업자본의 금융지배 차단, 순환출자와 부당내부거래 그리고 변칙상속의 차단이다. 본 연구에서는 기업집단의 다각화가 수익성에 어떤 영향을 나타내는지를 살펴보기 위하여 아래와 같은 가설을 제시하고 있다.

**가설 1 : 외환위기 이후 기업집단의 다각화는 수익성에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.**

- **1-1 : 외환위기 이후 대규모기업집단의 관련다각화는 수익성에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.**
- **1-2 : 외환위기 이후 소규모기업집단의 관련다각화는 수익성에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.**

## 2. 연구표본 및 분석모형설정

### 가. 연구표본의 설정

본 연구의 대상은 공정거래위원회에서 매년 지정 공표하는 30대 대규모 기업집단과 그 외 소규모 기업집단을 분석대상으로 하였다. 공정거래위원회에서는 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 공기업을 제외한 상위 30대 기업집단(37개 기업)으로 정의하였으며 그 외 671개의 기업집단을 소규모기업집단으로 정의하여 분석하였다.

분석에는 사업현황, 재무실적에 대한 자료가 필요하였는데, 우선 대규모 기업집단의 계열기업의 명단과 재무현황에 대한 자료는 공정거래위원회에서 발표하는 자료를 사용하였다. 사업현황과 재무실적에 대한 정보는 공정거래위원회에서 발표하는 계열기업의 명단에 기초하여 한국신용평가정보(주)의 데이터베이스에서 708개 기업집단의 자료를 추출하였다. 분석대상기간은 2001~2003년까지의 3개년이다

### 나. 분석모형의 설정

기업집단의 다각화가 수익성에 미치는 효과를 분석하기 위한 기본 회귀모형을 식 (1)과 같이 구성하고, 이의 변형을 통해 경제여건의 변화에 따른 다각화와 수익성간의 관계 변화여부를 분석하고자 한다.

$$ROIC = \alpha_1 + \beta_2 DU + \beta_3 DR + \beta_4 AD + \beta_5 LSIZE + \beta_6 LR + \beta_7 AGE \text{ -식 (1)}$$

식 (1)은 기업수익성(ROIC)을 종속변수로, 다각화정도 및 여타 통제요인을 설명변수로 구성된 회귀모형이다. 여타 통제요인으로서는 광고비 집중율(AD), 기업규모(LSIZE), 부채비율(LR), 기업연수(AGE)를 사용하였다.

비관련다각화(DU)는 기업 인수나 합병을 통해 이루어지는 경우가 많아 수익성에 정(+)의 상관관계를 가정하였다. 관련다각화(DR)는 사업부서간의 협조, 사업부서간의 조정 및 통제 등 여러 가지 문제를 발생할 여지가 적어 관련다각화는 수익성에 정(+)의 상관관계로 가정하였다. 광고비집중율(AD)은 해당 기업집단의 이미지 제고, 소비자브랜드 구축 등과 같은 무형자산이 수익성에 미치는 영향을 분류해내기 위한 변수로 정(+)의 상관관계를 가질 것이다.

기업집단의 규모(LSIZE)는 경영자원 내지 내부능력의 축적 정도를 반영할 수도 있고 또는 규모의 비대화와 조직의 복잡화에 기인하는 비효율과 통제의 손실을 반영할 수도 있기 때문에 수익성에 부(-)의 상관관계를 미칠 수 있다. 부채비율(LR)과 수익성(ROIC)은 우리나라 기업주의 경영권에 대한 과도한 집착이 기업으로 하여금 부채를 선호하기 때문에 부채비율과 수익성은 부(-)의 상관관계를 예상할 수 있다.

설립연수(AGE)는 비관련다각화(DU)와 정(+)의 상관관계를 가질 것이다. 즉, 대다수 기업들이 계열사 확대를 통해 외형확대 전략을 추진해 왔기 때문에 설립연수가 높은 기업일수록 다각화수준이 높을 것으로 예상된다.

### 3. 분석대상변수의 측정

종속변수인 수익성(ROIC)은 금융비용과 당기순이익과 법인세를 합한 금

액에 대하여 투하자본으로 나눈 값이다. 독립변수인 재벌기업의 비관련다각화(DU)와 관련다각화(DR)는 엔트로피지수로 측정하여 시계열평균을 분석에 사용하였다.

다각화정도를 나타내는 엔트로피지수는 동일한 표준산업분류 중 분류 하에서 다각화를 뜻하며 한국신용평가주식회사의 데이터베이스를 이용하여 비금융산업을 대상으로 세 분류 산업단위의 개별기업집단별 매출액을 기준으로 산출하였다. 왜냐하면, 계열기업이 참여하는 모든 업종을 세 분류산업단위까지 파악하는 데는 자료의 접근이 불가능하기 때문이다.

제품이나 판매지역 측면에서 관련된 산업에 집중하는 다각화를 관련다각화로 정의하고, 표준산업분류 중 분류 간의 다각화, 즉 한국의 재벌기업과 같이 서로 관련되지 않은 산업에 참여하는 다각화를 비관련다각화로 정의한다. 엔트로피지수의 가장 큰 특징은 다각화정도를 관련, 비관련의 가산성이 있는 두 가지 요소로 분해가 가능하다는 것으로 다각화를 관련, 비관련으로 구분이 가능하다는 것이다.

여타 통제요인인 광고비집중율(AD)은 손익계산서상의 광고선전비를 총 매출액으로 나누어 측정하였다. 기업규모(LSIZE)는 매출액에 자연로그를 취하여 계산하였으며 부채비율(LR)은 총부채/총자산으로 측정하였으며, 2001년~2003년까지 3년간의 평균치를 사용하였다.

외국의 경우 '(총부채/총부채 + 자본의 시장가치)'를 사용하기도 하지만 자본시장의 발달정도를 고려해 볼 때 우리나라의 경우 '총부채/총자산'이 보다 적절한 것으로 판단된다. 그 이유는 자본잠식이 존재하는 경우 '타인자본/자기자본'으로 측정하면 일관성 있고 비교 가능한 부채비율의 측정이 불가능하기 때문이다. 설립연수(AGE)는 기업의 창업연도 이후 분석기간까지의 경과연수를 나타낸다.

〈표 4-1〉 주요 변수의 측정방법

| 이론 변수          | 측정변수         | 측정방법                                                            |
|----------------|--------------|-----------------------------------------------------------------|
| 수익성<br>(RIOCI) | 투자자본<br>순이익률 | ROIC = 세후 영업이익/매출액 × 매출액/투자자본<br>투자자본(순유형 고정자산, 순 운전자본, 기타 순자산) |
| 비관련다각화<br>(DU) | 엔트로피지수       | 동일한 표준산업 중분류 하에서의 다각화                                           |
| 관련다각화<br>(DR)  | 엔트로피지수       | 표준산업분류 중분류 간의 다각화                                               |
| 무형능력<br>(AD)   | 광고비집중율       | 손익계산서상의 광고선전비를 총매출액으로 나누어<br>측정                                 |
| 기업규모<br>(SIZE) | 매출액          | 매출액에 자연로그를 취하여 계산                                               |
| 자금조달<br>능력(LR) | 부채비율         | 총부채에서 총부채/총자산으로 나눈 것                                            |
| 설립연수<br>(AGE)  | 경과연수         | 기업의 창업연도 이후 분석기간까지의 경과연수                                        |

#### 4. 연구방법

본 연구에서는 시계열자료(time series data)와 횡단면자료(cross section data)를 결합하여 사용하였다. 30대 기업집단을 대상으로 패널자료를 활용하여 횡단면자료와 시계열자료를 결합하여 사용할 경우 회귀방정식은 다음과 같이 정의되며 여기서  $Y_{it}$  또는  $X_{it}$ 는  $i$ 번째 횡단면단위의  $t$ 번호째 시점에서의  $Y$ 와  $X$ 의 관측치를 나타낸다.

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \xi_{it}$$

( 단,  $i = 1, 2, \dots, N$ ,  $t = 1, 2, \dots, T$  )

본 연구와 같이 두 가지 유형의 자료를 결합하여 사용할 경우 계열상관과 이분산과 같은 현상은 특수한 경우에 나타나는 현상이 아니라 오히려 항상 예상되는 현상으로 이해할 수 있다. 이러한 문제점을 각각 또는 동시에 해결할 수 있는 방안이 마련되어야 할 것이며 본 연구에서는 3년을 평균해서 시계열상관문제를 통제하였다.

## 제 5 장 실증분석결과

### 1. 기초자료 분석

본 연구에서 사용한 각 변수의 연도별 평균추이를 <표 5-1>에 정리하였다. <표 5-1>에 정리된 결과를 살펴보면 몇 가지 흥미로운 사실을 발견할 수 있다. 수익성(ROIC)은 기타 기업집단(0.03)이 대규모기업집단(0.02)보다 약간 높았으며, 그 외 비관련다각화(DU), 관련다각화(DR), 광고비집중율(AD), 기업규모(LSIZE), 부채비율(LR), 기업연수(AGE)는 대규모기업집단이 소규모 기업집단보다 높았다.

대규모기업집단과 소규모 기업집단을 비교해 볼 때 첫째, 엔트로피지수로 측정한 비관련다각화(DU), 관련다각화(DR)는 2001~2003년 평균으로 나타내면 대규모기업집단은 2.58%, 1.19%, 소규모기업집단은 1.22%, 0.99%로 나타나 대규모기업집단이 비관련다각화를 선호하는 경향을 나타냈다.

둘째, 투자자본순이익율(ROIC)과 같이 생각하면, 투자자본순이익률(ROIC)은 1993년 -4.2%에서 1998년에는 -9.0%까지 하락하였다가 이후 계속 상승하여 2001~2003년 평균값이 대규모기업집단에는 0.2%, 소규모기업집단은 0.3%로 나타났다. 따라서 외환위기 이후 기업집단의 전체적인 수익성은 사업구조조정 등을 통해서 상당부분 개선된 것으로 나타났다.

셋째, 부채비율도 1993년 80.4%(409%)에서 1997년 85.3%(580%)까지 상승하였다가 이후 하락하기 시작하여 2002년에는 59.9%(149%),로 나타났고 2001~2003년 평균을 나타내면 대규모기업집단이 58.3%, 소규모 기업집단이 57.9%로 나타났다.

변수별 상관분석에서 외환위기 이후 2001~2003년 기간의 평균값 수익성과 다각화의 상관관계를 살펴보면, 수익성에 대규모기업집단은 관련다각화

(DR)에 0.20, 소규모기업집단은 0.11이므로 대규모기업집단이 다각화에 영향을 많이 받는 것으로 나타났다. 대규모기업집단은 수익성에 관련다각화(DR) 0.20, 광고비집중율(AD) 0.11, 기업규모(LSIZE) 0.05, 기업연수(AGE) 0.03에는 정(+)의 상관관계를 나타내고 있으며, 비관련다각화(DU) -0.22와 부채비율(LR) -0.62은 부(-)의 상관관계가 나타났다.

소규모 기업집단은 수익성에 관련다각화(DR) 0.11, 기업규모(LSIZE) 0.04, 기업연수(AGE) 0.05에 정(+)의 상관관계를 나타내고 있으며, 비관련다각화(DU) -0.02, 광고비집중율(AD) -0.11, 부채비율(LR) -0.43은 부(-)의 상관관계가 나타났다.

이를 종합하면 1999년에서 2001년 사이에 부채비율감소를 보여주는 것으로 나타났으며 이러한 사실은 정부가 부채비율 200% 감축을 추진하면서 대규모 기업집단이 계열사들 간의 상호출자에 의해 이를 상당부분 해소한 결과이다.

〈표 5-1〉 기술적 통계량 분석 : 전체

기초통계량 및 상관관계(연도 : 2001~2003)

| 변수    | N   | 평균    | 표준편차  | 최소값   | 최대값   |
|-------|-----|-------|-------|-------|-------|
| ROIC  | 708 | 0.03  | 0.11  | -1.04 | 0.66  |
| DU    | 708 | 1.29  | 1.18  | 0.00  | 6.12  |
| DR    | 708 | 1.00  | 1.04  | 0.00  | 4.59  |
| AD    | 708 | 0.69  | 1.33  | 0.00  | 9.93  |
| LSIZE | 708 | 17.51 | 0.79  | 15.07 | 21.75 |
| LR    | 708 | 57.93 | 18.15 | 4.60  | 99.21 |
| AGE   | 708 | 21.82 | 8.60  | 4.00  | 71.33 |

주: ROIC=수익성, DU=비관련다각화, DR=관련다각화, AD=광고비집중율, LSIZE=기업규모, LR=부채비율, AGE=기업연수

〈표 5-2〉 기술적 통계량 분석 : 대규모기업집단

| 변수    | N  | 평균    | 표준편차  | 최소값   | 최대값   |
|-------|----|-------|-------|-------|-------|
| ROIC  | 37 | 0.02  | 0.08  | -0.24 | 0.14  |
| DU    | 37 | 2.58  | 1.71  | 0.00  | 6.12  |
| DR    | 37 | 1.19  | 1.03  | 0.00  | 4.10  |
| AD    | 37 | 0.83  | 1.10  | 0.01  | 5.23  |
| LSIZE | 37 | 18.88 | 1.05  | 16.94 | 21.75 |
| LR    | 37 | 58.32 | 13.99 | 25.02 | 94.28 |
| AGE   | 37 | 22.03 | 8.82  | 10.31 | 58.50 |

주: ROIC=수익성, DU=비관련다각화, DR=관련다각화, AD=광고집중율, LSIZE=기업규모, LR=부채비율, AGE=기업연수

〈표 5-3〉 기술적 통계량 분석 : 소규모기업집단

| 변수    | N   | 평균    | 표준편차  | 최소값   | 최대값   |
|-------|-----|-------|-------|-------|-------|
| ROIC  | 671 | 0.03  | 0.11  | -1.04 | 0.66  |
| DU    | 671 | 1.22  | 1.10  | 0.00  | 5.16  |
| DR    | 671 | 0.99  | 1.04  | 0.00  | 4.59  |
| AD    | 671 | 0.68  | 1.34  | 0.00  | 9.93  |
| LSIZE | 671 | 17.43 | 0.70  | 15.07 | 20.07 |
| LR    | 671 | 57.91 | 18.36 | 4.60  | 99.21 |
| AGE   | 671 | 21.81 | 8.59  | 4.00  | 71.33 |

주: ROIC=수익성, DU=비관련다각화, DR=관련다각화, AD=광고집중율, LSIZE=기업규모, LR=부채비율, AGE=기업연수

〈표 5-4〉 기술적 통계량 분석 : 요약

| 구분    | 기간 (2001~2003년) |       |     |         |       |    |         |       |     |
|-------|-----------------|-------|-----|---------|-------|----|---------|-------|-----|
|       | 전체              |       |     | 대규모기업집단 |       |    | 소규모기업집단 |       |     |
| 변수    | 평균(A)           | 표준편차  | 수   | 평균(B)   | 표준편차  | 수  | 평균(C)   | 표준편차  | 수   |
| ROIC  | 0.03            | 0.11  | 708 | 0.02    | 0.08  | 37 | 0.03    | 0.11  | 671 |
| DU    | 1.29            | 1.18  | 708 | 2.58    | 1.71  | 37 | 1.22    | 1.10  | 671 |
| DR    | 1.00            | 1.04  | 708 | 1.19    | 1.03  | 37 | 0.99    | 1.04  | 671 |
| AD    | 0.69            | 1.33  | 708 | 0.83    | 1.10  | 37 | 0.68    | 1.34  | 671 |
| LSIZE | 17.51           | 0.79  | 708 | 18.88   | 1.05  | 37 | 17.43   | 0.70  | 671 |
| LR    | 57.93           | 18.15 | 708 | 58.32   | 13.99 | 37 | 57.91   | 18.36 | 671 |
| AGE   | 21.82           | 8.60  | 708 | 22.03   | 8.82  | 37 | 21.81   | 8.59  | 671 |

주: ROIC=수익성, DU=비관련다각화, DR=관련다각화, AD=광고집중율, LSIZE=기업규모, LR=부채비율, AGE=기업연수

〈표 5-5〉 기술적 통계량 분석 〈변수별 상관관계 분석: 전체〉

| 전체      | ROIC  | DU    | DR    | AD.   | LSIZE | LR    | AGE  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| ROIC    | 1.00  |       |       |       |       |       |      |
| DU      | -0.04 | 1.00  |       |       |       |       |      |
| DR      | 0.12  | -0.43 | 1.00  |       |       |       |      |
| AD      | -0.10 | 0.03  | -0.05 | 1.00  |       |       |      |
| LSIZE   | 0.03  | 0.15  | 0.04  | 0.03  | 1.00  |       |      |
| LR      | -0.44 | 0.01  | -0.07 | 0.00  | 0.00  | 1.00  |      |
| AGE     | 0.05  | 0.02  | -0.10 | -0.12 | 0.18  | -0.12 | 1.00 |
| 대규모기업집단 |       |       |       |       |       |       |      |
| ROIC    | 1.00  |       |       |       |       |       |      |
| DU      | -0.22 | 1.00  |       |       |       |       |      |
| DR      | 0.20  | -0.14 | 1.00  |       |       |       |      |
| AD      | 0.11  | 0.13  | -0.21 | 1.00  |       |       |      |
| LSIZE   | 0.05  | -0.16 | 0.10  | 0.06  | 1.00  |       |      |
| LR      | -0.62 | 0.06  | -0.25 | -0.10 | 0.07  | 1.00  |      |
| AGE     | 0.03  | -0.22 | 0.08  | -0.18 | -0.21 | 0.22  | 1.00 |
| 소규모기업집단 |       |       |       |       |       |       |      |
| ROIC    | 1.00  |       |       |       |       |       |      |
| DU      | -0.02 | 1.00  |       |       |       |       |      |
| DR      | 0.11  | -0.49 | 1.00  |       |       |       |      |
| AD      | -0.11 | 0.02  | -0.04 | 1.00  |       |       |      |
| LSIZE   | 0.04  | 0.08  | 0.01  | 0.02  | 1.00  |       |      |
| LR      | -0.43 | 0.01  | -0.07 | 0.01  | -0.01 | 1.00  |      |
| AGE     | 0.05  | 0.04  | -0.11 | -0.11 | 0.23  | -0.13 | 1.00 |

주: ROIC=수익성, DU=비관련다각화, DR=관련다각화, AD=광고집중율, LSIZE=기업규모, LR=부채비율, AGE=기업연수

## 2. 가설 검증 결과

<표 5-6>에는 분석대상을 2001~2003년 대규모기업집단(30대기업)과 소규모 기업집단(708개 기업)으로 하여 수익성(ROIC)을 종속변수로, 비관련다각화(DU)와 관련다각화(DR)를 독립변수로 설정하여 다각화가 수익성에 미치는 영향을 회귀분석 하였다. 전체기업집단이 수익성에 영향을 미친 변수는 관련다각화(DR)와 부채비율(LR)로 나타났다. 그 중에서 관련다각화(DR)는 수익성에 정(+)의 상관관계가 나타났으며, 부채비율(LR)은 부(-)의 상관관계로 나타났다.

대규모기업집단(30대기업)이 수익성에 영향을 미친 변수는 부채비율(LR)로 나타났으며, 부채비율은 부(-)의 상관관계로 나타났다. 소규모기업집단(708개)이 수익성에 영향을 미친 변수는 관련다각화(DR), 기업규모(LSIZE), 부채비율(LR)로 나타났으며, 그 중에서 관련다각화(DR)는 수익성에 정(+)의 상관관계가 나타났으며 기업규모(LSIZE), 부채비율(LR)은 부(-)의 상관관계로 나타났다.

<표 5-6>에 의하면, 2001~2003년에 대규모기업집단에는 유의한 결과가 나타나지 않고 소규모 기업집단에 관련다각화(DR)는 수익성에 양(+)의 상관관계가 나타나고 있다. 다각화의 정도가 높아질수록 수익성에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다. 통제변수인 부채비율(LR)이 수익성(ROIC)에 미친 영향은 우리나라 기업주의 경영권에 대한 과도한 집착 때문에 수익성에 부(-)의 상관관계를 미칠 거라고 예상할 수 있으며, 대규모기업집단, 소규모기업집단은 외부자금을 조달하는 경우에 은행차입 또는 채권발행보다 증자를 선호하는 경향을 보이기 때문에 부(-)의 상관관계를 나타냈다.

기업규모(LSIZE)가 수익성(ROIC)에 미친 영향은 규모의 비대화와 조직의 복잡화에 기인하는 비효율과 통제의 손실을 반영할 수도 있기 때문에 부(-)

의 상관관계를 예상할 수 있으나, 소규모기업집단에는 기업규모(LSIZE)는 정(+)의 상관관계를 나타나 예상하는 것과 상반된 결과가 나타났다. 이를 종합하면 외환위기 이후 관련다각화가 증가할수록 기업집단의 수익성에 양(+)의 영향을 준 것으로 나타나고 있다.

기업집단을 대규모기업집단과 소규모기업집단으로 구분하였을 때는 유의한 결과가 나타나지 않았다. 통제요인으로 사용된 여러 변수 중 유의하게 나타난 것은 부채비율(LR)로 부채비율이 낮을수록 수익성이 높게 나타나고 기타기업집단에 기업규모(LSIZE)가 수익성에 긍정적인 영향을 하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 “외환위기 이후 기업집단의 다각화는 수익성에 긍정적 영향을 미칠 것이다”는 <가설1>을 지지하는 결과가 나타났으나 강한 결과는 아니다.

〈표 5-6〉 다각화와 수익성에 대한 회귀분석결과

| OLS<br>구분          | 수익성(RIOC)          |                    |                    |
|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                    | 전체                 | 대규모기업집단            | 소규모기업집단            |
| Intercept          | -0.85<br>(9.71)    | 5.64<br>(19.96)    | -6.82<br>(11.36)   |
| DU                 | -0.01<br>(0.42)    | -0.62<br>(0.60)    | 0.26<br>(0.48)     |
| DR                 | 0.82<br>(0.47)+    | 0.10<br>(0.96)     | 0.96<br>(0.51)+    |
| AD                 | -0.02<br>(0.03)    | 0.63<br>(0.53)     | -0.03<br>(0.04)    |
| LSIZE              | 0.78<br>(0.57)     | 0.77<br>(1.00)     | 0.01<br>(0.01)+    |
| LR                 | -0.19<br>(0.02)*** | -0.35<br>(0.07)*** | -0.19<br>(0.02)*** |
| AGE                | 0.01<br>(0.05)     | 0.16<br>(0.12)     | -0.00<br>(0.05)    |
| Adj_R <sup>2</sup> | 0.1846             | 0.4244             | 0.1828             |

유의성 : +0.1, \* 0.05, \*\*0.01, \*\*\*0.001

## 제 6 장 결 론

### 1. 연구결과와 시사점

대규모 기업집단의 다각화가 수익성에 미치는 효과를 분석한 기존의 연구결과를 살펴보면 1980년대 중반 이후에 분석한 연구들은 다각화의 효과에 대해 상이한 결과를 내놓고 있다. 본 연구는 이러한 점에 주목하여 공정거래위원회에서 발표 자료를 근거로 계열기업의 명단에 기초하여 한국신용평가정보(주)의 데이터베이스 자료를 가지고, 외환위기 이후 다각화가 기업집단의 수익성에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다.

연구표본은 공정거래위원회에서 지정한 대규모기업집단과 소규모기업집단으로 설정하였으며, 분석대상기간은 2001년에서 2003년까지 3개년이다.

회귀분석을 사용하여 분석기간 동안 대규모기업집단과 소규모 기업집단을 구분하여 2001년에서 2003년 708개 기업집단을 대상으로 다각화가 수익성에 미친 영향을 분석하였다. 종속변수는 수익성(ROIC)이며 독립변수는 비관련다각화(DU), 관련다각화(DR)이며, 다각화에 영향을 미치는 다른 요인들을 통제하기 위해서 광고비집중율(AD), 기업규모(LSIZE), 부채비율(LR), 기업연수(AGE)를 통제변수로 사용하였다.

실증분석의 주요 결과를 살펴보면 다음과 같다. 외환위기 이후 기업집단의 관련다각화(DR)는 수익성(ROIC)에 긍정적인 영향을 나타내고 있지만, 강한 결과가 아니었다. 대규모기업집단의 관련다각화(DR)는 수익성(ROIC)에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 통제요인으로 사용된 기업규모(LSIZE)가 수익성(ROIC)에 미친 영향은 규모의 비대화와 조직의 복잡화에 기인하는 비효율과 통제의 손실을 반영할 수도 있기 때문에 부(-)의 상관관계를 예상할 수 있으나, 기업집단에서 기업규모(LSIZE)가 수익성에 긍정적

인 영향을 미치는 것으로 나타났으므로 예상한 결과와 상반되는 결과라고 볼 수 있겠다.

부채비율(LR)이 수익성(RIOC)에 미친 영향은 대규모기업집단, 소규모기업집단 모두가 기업주의 경영권에 대한 과도한 집착이 기업으로 하여금 부채를 선호하기 때문에 부정적인 영향을 미친 반면에 부채비율의 하락이 수익성의 상승으로 나타나 정부의 강도 높은 부채비율 축소정책이 대규모기업집단의 수익성증가에 상당부분 기여한 것으로 나타났다.

이를 종합하면 외환위기 이후 기업집단의 다각화는 수익성에 양(+)의 영향을 준 것으로 나타나고 있다. 외환위기 이후 다각화가 증가할수록 대체로 기업집단의 경영성도가 좋아졌던 것으로 판단되며, 이러한 결과는 “외환위기 이후 기업집단의 다각화는 기업집단의 수익성에 긍정적 영향을 미친 것으로 해석된다.

본 연구의 실증분석결과로부터 향후 정책운용방향에 대한 정책적 시사점을 찾아보면 다음과 같다. 외환위기 이후 여러 측면에서 기업집단을 개혁하기 위한 정책들이 추진되어 왔으며, 실증분석결과에 의거해 보더라도 정부의 기업집단 재무구조 개선과 같은 정책은 절차에 대해 논란이 제기될 수 있는 문제도 있지만, 기업집단의 수익성을 제고시키는데 긍정적인 역할을 할 것으로 기대된다.

## 2. 연구한계 및 향후 연구과제

본 연구에서는 이러한 분석에도 불구하고 많은 한계점을 지니고 있다. 연구에 사용된 자료들이 계열기업의 재무제표를 단순 합산한 것을 사용하였다는 점과, 다른 많은 연구에서 제시하고 있는 여러 설명변수들을 식별의 문제로 인해 모두 미반영 되었다는 한계를 가지고 있다.

아울러 본 연구의 향후 연구과제는 특히 정부나 기업집단의 정책운용방향이 다각화전략을 전개하는데 중요한 요인이 된다. 이러한 점의 보완이 시급하다는 점과 다각화전략이 발전하기 위해서는 다양한 제 요인이 뒷받침되어야 한다는 점이다.

## 참고 문헌

### 1. 국내문헌

- 강명헌, 「재벌과 흥망성쇠」, 나남출판사, 1996.
- 강신일, 「대규모집단에 관한 연구」, 한국경제연구원, 1991.
- 강철규, 「재벌개혁의 경제학」, 다산출판사, 1999.
- 강철규 · 최정표 · 장지상, 「재벌」, 비봉출판사, 1991.
- 공병호, “한국재벌의 소유구조에 관한 연구”, *경제학연구*, 42(3), pp.307~330, 1995.
- 공제욱, 「IMF 구제금융 이후 한국자본주의의 재벌구조개편」, *경제와 사회*, (38), 1998.
- 권구혁, “다각화 전략의 실행에 관한 연구, 문제점 및 미래 연구 설계의 방향”, *경영학 연구*, 26(3), pp.531~556, 1997.
- 김병곤 · 송재호, “소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향”, *경영학연구*, 32(5), pp.1375~1394, 2003.
- 변형운, 「재벌의 윤리와 경제발전」, *신동아* (136), 1975.
- 신유근, 「한국기업의 사회참여와 기업재단의 역할」, 한국기업재단총람, 전국경제인연합회, 1993.
- 윤영삼 · 류태모 · 박재희, 「연대와 혁신의 기업경영」, 부경대학교 출판부, 2004.
- 윤영섭 · 김성표, “사업다각화와 대리인문제가 기업 가치에 미치는 영향”, *재무연구*, 12(1), pp.1~37, 1999.
- 이수복, “한국기업집단의 다각화와 시장구조”, *산업조직연구*, 8(1), pp.23~48, 2000.

- 이수복, “한국기업집단의 다각화와 연구개발”, *산업조직연구*, 7(1), pp.21~44, 1999.
- 이수복 · 한성덕, “한국기업집단의 다변화와 이윤율”, *산업조직연구*, 6(1), pp.55~69, 1998.
- 조동성, 「한국재벌연구」, 매일경제신문사, 1990.
- 조동성 · 김진방, 「한국재벌연구」, 매일경제신문사, 1991.
- 조동성 · 허민구, “기업의 메커니즘과 다각화의 경제적 성과에 관한 연구”- 한국재벌에 대한 실증분석, *한국전략경영학회*, 창립학술 연구발표 연구지, 1998.
- 조성욱, 「한국기업의 수익성에 관한 연구」, KDI 정책연구, 2호, KDI, pp.4~54, 1999.
- 조일흠 · 이성규, 「한국기업그룹의 다각화전략 연구」, 한국경제연구원, 1987. 5.
- 전인우, 「한국 기업집단의 다각화 결정요인」, 한국경제연구원, 1996.
- 전인우, “한국 대규모 기업집단의 다각화와 이윤율”, *국제경제연구*, 6(1), pp.201~222, 2000.
- 정명일 · 김인수, “다각화연구의 비판적 고찰 - 자원기준을 중심으로”, *경영학연구*, 26(4), pp.915~939, 1997.
- 정구현, 「한국기업의 성장전략과 경영구조」, 대한상공회의소, 1987.
- 최정표 · 이재기, “기업그룹의 다각화전략과 그 효과에 관한 실증분석” *국제경제연구*, 8(2), pp.125~147, 2002.
- 홍명수, 「재벌의 의의 및 특성」, *경쟁법연구*, 9, pp.149~205, 2003.
- 홍석철, 「기업 다각화활동이 기업성과에 미친 영향」, *경제논집*, 41(2), 서울대학교 경제연구소, pp.169~200, 2002.

홍재범 · 황규승, "대규모기업집단의 다각화와 경제적 성과에 관한 연구", *경영학연구*, 26, pp.493~511, 1997.

홍현표, "기업집단의 구조 · 전략 및 성과에 대한 연구", 성균관대학교 박사 학위 논문, 1991.

황인학, 「재벌의 다각화와 경제력 집중」, 한국경제연구원, 1999.

황인학, 「재벌 기업의 소유와 통제 - 한국 기업지배구조의 현재와 미래」, 미래경영개발연구원, 2000.

## 2. 국외문헌

- Amihud Y. and Baruch Lev, "Risk Reduction as a Managerial motive for conglomerate mergers", *Journal of Economics* 12, pp.605~607, 1981.
- Amit, R. and J. Livart, "Diversification and the risk-return trade-off", *Academy of Management Journal*, 31, pp.154~165, 1988.
- Ansoff, H. I., *Corporate Strategy*, McGraw-Hill, New York, 1965.
- Aron, D. J., "Ability, Moral Hazard, Firm Size, and Diversification Rand", *Journal of Economics*, 19(1), pp.72~87, 1988.
- Barney, J. B., "Strategic Factor Markets : Expectations, Luck, and Business Strategy", *Management Science*, 32(10), pp.1231~1241, 1986.
- Berle, A. A. and G. C. Means, *The modern Corporation and Property*, NewYork, Macmillan CO, 1932.
- Berry, C. H., *Coperate Growth and Diversification*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 1975.
- Bettis, R. A. and W. K. Hall, "Diversification Strategy, Accounting Determines Risk, and Accounting Determined Return", *Academy of Management Journal*, 25, pp.254~264, 1982.
- \_\_\_\_\_, "Performance Differences in Related and Unrelated Diversified Firms," *Strategic Management Journal*, 2, pp.379~393, 1981.
- \_\_\_\_\_ and V. Mahajan, "Risk return performance of diversified firms", *Management Science*, 31(7), pp.785~799, 1985.
- Booz, A and Hamilton, *Diversification : A Survey of European Chief Executives*. Boozs, Allen and Hamilton, Inc, New York, 1985.

- Calbo, G. A. and S. Wellisz, "Supervision loss of control, and the optimum size of the firm" *Journal of political Economy*, 86(5), pp.943~952, 1978.
- Chang, Y and H. Thomas, "The Impact of diversification Strategy on Risk-Return Performance," *Strategic Management Journal*, 10, pp.285~294, 1989.
- Chandler, A. D., *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise*, Cambridge, MA, MIT Press, 1962.
- Chatterjee, S. and B. Wernerfelt, "The Link between Resources and Type of Diversification : Theory and Evidence", *Strategic Management Journal*, 12, pp.33~48, 1991.
- Choi, J. P. and T. G. Cowing, "Firm behavior and group affiliation: The Strategic role of corporate grouping for Korean firms", *Journal of Asian Economics*, 10, pp.195~209, 1999.
- Christensen, H. K. and C. A. Montgomery, "Corporat economic Performance : diversification strategy versus market structure" *Strategic Management Journal*, 2, pp.327~343, 1981.
- Claessen et al., *Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation*, World Bank Working Paper, 1999, World Bank.
- Constantinos, C, M., "Diversification, Restructuring and Economic Performance", *Strategic Management Journal*, 16, pp.101~118, 1995.
- Coase, R. H., "The Nature of the Firm, *Econometrica*", 4, pp.386~405, 1937.

- Cronqvist, H. P. Hogfeldt. and M. N, " Why Agency Costs Explain Diversification Discounts", SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance, (294), 2000.
- Deneckere, R. and D. Carl, "Incentives to Form Coalitions with Bertrand Competition," *Rand Journal of Economics*, 16(4), (Winter 1985).
- Denis, David J. Denis. Diane K. and Sarin, "Agency Problem, Equity Ownership, and Corporate Diversification", *The Journal of Finance*, 22(1), pp.135~160, 1997.
- Fukuyama, Francis Trust New York : Free Press, 1995.
- Gertner, Robert H, Scharfstein, David S. and Jeremy C. Stein, "Internal Versus External Capital Market," *Quarterly Journal of Economics*, pp.1211~1230, 1994.
- Ghemawat, P. and T. Khanna, "The Nature of Diversified-Groups : A Research Design and Two Case Studies", *Journal of Industrial Economics*, 26, pp.35~61, 1988.
- Gorecki, P. K., "An Inter-Industry Analysis of Diversification in The U.K. Manufacturing Sector", *Journal of Industrial Economics*, 24(2), 1975.
- Gort, M., *Diversification and Integration in American Industry*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 1962.
- Goldberg, G. Lawrence., "The Effect of Conglomerate Mergers on Competition", *Journal of Law & Economics*, 16, pp.137~138, 1973.
- Hill, C. W. L. and R. E. Hoskisson, "Strategy and structure in the multiproduct firm", *Academy of Management Review*, 12(2), pp.332~333, 1987.

- \_\_\_\_\_, "Internal Capital Market Controls and Financial Performance in Multidivisional Firms", *Journal of Industrial Economics*, 37, pp.67~83, 1988.
- Hoskisson, R. E, and M. A. Hitt, "Strategic control systems and relative R&D investment in large multiproduct firms", *Strategic Management Journal*, 9(6), pp.605~621, 1988.
- \_\_\_\_\_ and T. A. Turk, "Corporate restructuring: Governance and control limit of the internal capital market", *Academy of Management Review*, 15(3), pp.459~477, 1990.
- Jensen, M. C., "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review*, 76, pp.323~329, 1986.
- \_\_\_\_\_ and W. H. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of financial Economics*, pp.305~360, 1976.
- Joskow, L. P., *Asset Specificity and the Structure of Vertical Relationships : Empirical Evidence, The Nature of the Firm: Origins, Evolution, and Development*, edited by Oliver E. Williamson and Sydney G. Winter, Oxford University Press, 1991.
- Kamien, M. I. and N. L. Schwartz, "Market Structure and Innovation: A Survey", *Journal of Economic Literature*, 13(1), 1975.
- Kaplan, S. N. and M. S. Weisbach, *The success of acquisitions : Evidence from divestitures*, NBER Working Paper, #3231, 1990.
- Lamont, B. T. and C. R. Anderson, "Mode of corporate diversification and economic performance", *Academy of Management Review*, 28, pp.926~934, 1985.

- Lins, K. and S. Henri, Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?, <http://ssrn.com>, 2001.
- Markides, C. C., "Corporate refocusing and economic performance, 1981-1987", Unpublished Doctoral Dissertation, Harvard Business School, 1990.
- \_\_\_\_\_ and P. J. Williamson, "Related Diversification, Core Competences and Corporate Performance", *Strategic Management Journal*, 15, pp.149~165, 1994.
- Mariotti, S. and E. Ricotta, "Diversification: The European versus the U.S. experience", *Multinational Business*, 1, pp.23~32, 1987.
- Marshall, William J. Jess B. Yawitz. and Edward Greenberg, "Incentives for Diversification and the Structure of the Conglomerate Firm," *Southern Economic Journal*, 51, 1984.
- Martin and Stephen, *Advanced Industrial Economics*, Blackwell, p.222, 1993.
- Matsusaka, J. G., Takeover motives during the conglomerate merger wave, Working Paper, University of Chicago, Chicago, IL.
- Montgomery, C. A and J. W. Peter, "Related Diversification, Core Competences and Corporate Performance." *Strategic Management Journal*, 15, p.164, 1974.
- \_\_\_\_\_ , "Product-market diversification and market power", *Academy of Management Journal*, 28, pp.789~798, 1985.
- \_\_\_\_\_ and B. Wernerfelt, "Diversification, Richardian Rents, and Tobin's," *Rand Journal of Economics*, 19, pp.623~632, 1988.
- \_\_\_\_\_ , "Corporate Diversification," *Journal of Economic Perspectives*, 8(3),

- pp.163~178, 1994.
- \_\_\_\_\_ and S. Hariharan, "Diversified Expansion by Large Established Firms," *Journal of Economics Behavior and Organization*, 15, pp.71~89, 1991.
- Morck, R. A. Shleifer and R. W. Vishny, "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", *Journal of Finance*, 45, pp.31~48, 1990.
- Mueller, D. C., "A Theory of Conglomerate Mergers," *Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 1969.
- \_\_\_\_\_ , "A life cycle theory of the firm", *Journal of Industrial Economics*, 20, pp.199~219, 1972.
- Nayyar, P.R., On the measurement of corporate diversification Strategy: Evidence from large U.S. service firms. *Strategic Management Journal*, 13, pp.219~235, 1992.
- Ordover, Janusz A. Garth Saloner. and Steven C. Salop, "Equilibrium Vertical Foreclosure," *American Economic Review*, 80, No.1, 1990.
- Palepu. K., "Diversification strategy, profit performance, and the entropy measures," *Strategic Management Journal*, 6(3), pp.239~255, 1985.
- Park, C., "Why does related diversification fail?: Theory and empirical evidence", Submitted to *Academy of Management Journal* (2nd version), 1997.
- Penrose, E., *The Theory of the Growth of the Firm*, Blackwell, Oxford, 1959.
- Perry, Martin K. Robert H. Porter, "Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger", *American Economic Review*, 75(1), 1985.

- Pitts, R. A. and H. D. Hopkins, "Firm Diversity, Conceptualization and Measurement." *Academy of Management Review*, 7, pp.620~629. 1982,
- Porter, M. E., *Competitive Strategy*, Free Press, New York, 1980.
- \_\_\_\_\_, "From competitive advantage to corporate Strategy", *Harvard Business Review*, pp.43~60, 1987.
- Prahalad, C. K. and R. A. Bettis, "The dominant logic : A new linkage diversity and performance," *Strategic Management Journal*, 7(6), pp.485~501, 1986.
- Ravenscraft, D. J. and F. M. Scherer *Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency*, The Brookings Institution, Washington, 1987.
- Ramanujam, V. and P. Varadarajan, "Research on corporate Diversification: A Synthesis", *Strategic Management Journal*, 10, pp.523~551, 1989.
- Reid and Mergers, *Managers and the Economy*, New York, 1968.
- Rubin, P. H., "The Expansion of Firms," *Journal of Political Economy*, 81, 1973.
- Rumelt, R. P. *Strategy, "Structure and Economic Performance"*, Harvard University Press, Cambridge, 1974.
- Salinger, M. A., "Vertical Mergers and Market Foreclosure," *Quarterly Journal of Economics*, 8(2), 1988.
- \_\_\_\_\_, "The Meaning of Upstream and Downstream and the Implications for Modeling Vertical Mergers", *Journal of Industrial Economics*, 37(4), 1989.
- Salter, M. S. and W. Weinhold, "Diversification through Acquisition :

- Strategies for Creating Values", *Harvard Business Review*, 56(4), pp.166~176, 1978.
- \_\_\_\_\_ and \_\_\_\_\_, *Diversification through Acquisition: Strategies for Creating Economic Value*, New York: Free Press, 1979.
- Scott, J. T., "Purposive Diversification as a Motive For Merger," *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 1989.
- Shleifer, A. and R. Vishny, "Managerial entrenchment : The case of manager-specific investment", *Journal of Financial Economics*, 25, pp.123~139, 1989.
- \_\_\_\_\_ and \_\_\_\_\_, "The takeover wave of the 1980s", *Science*, 249(17), pp.745~749, 1990.
- \_\_\_\_\_ and \_\_\_\_\_, "Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and implications," *Strategic Management Journal*, Winter Special Issue, 12, pp.51~59, 1991.
- Schendal and Hofer, "Diversification Strategy and proability", *Strategic Management Journal*, 3, pp.359~369, 1982.
- Scherer and Ross, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, 3rd edition, Houghton Mifflin Co, 1990.
- Steiner G. A., *Top Management Planning*, MacMilan, New York, 1969.
- Sutherland, J. W., "A quasi-empirical mapping of optimal scale of enterprise", *Management Science*, 26(10), pp.963~981, 1980.
- Teece, D. J., "Economies of Scope and the Scope of the Enterprise", *Journal of Economic Behavior and Organization*, pp.223~247, 1980.
- \_\_\_\_\_, "Towards an Economics Theory of the Multiproduct Firm", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3, 1982.

- Wernerfelt, B., "A Resource-Based View of the firm", *Strategic Management Journal*, 5, pp.151~180, 1984.
- Williams, J. R. B. L. Paez and L. Sanders, "Conglomerates revisited ", *Strategic Management Journal*, 9(5), pp.403~414, 1988.
- Williamson, O. Markets and Hierarchies, Free Press, New York, 1975.
- \_\_\_\_\_, "Hierarchical control and optimum firm size", *Journal of political Economy*, 75(2), pp.123~138, 1967.
- Williamson, Oliver E., "The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting", New York, The Free Press, p.284, 1985.
- \_\_\_\_\_, "Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations", *Journal of Law and Economics*, 22, 1979.

**A Study on the impact of profitability  
by Diversification of Korean Business Groups**

**Seung-Hwan Hwang**

*Department of Business Administration  
Graduate School of Pukyong National University*

**Abstract**

This study aims at examining the effects on profitability of diversification activities by 37 largest and 671 smaller scale Korean business groups during the period from 2001 to 2003. For the purpose, the author used the regression model comprised of the business structure, capital structure and business profitability and analyzed the change in the relationship between diversification and profitability depending on economic changes. The dependent variable is profitability and independent variables are unrelated diversification and related diversification.

In the statistical analysis, the related diversification of business groups after the financial crisis in Korea was found to have positive but not strong effects on profitability. The related diversification by the largest business groups was found to positive effects on the return on invested capital.

In summary, since the financial crisis, diversification activities by Korean business groups have had positive impacts on profitability with more diversification producing better financial performance. This translates into business groups' diversification having positive impacts on their profitability.

*Key words: large business groups, small business groups, related diversification, unrelated diversification, profitability*