

기업집단의 성과 측정과 특성 분석*

권택호**

〈요 약〉

이 연구는 2001년~2008년까지 공정거래위원회에서 발표하는 대규모 기업집단 소속기업 중 가족지배 기업인 재벌기업들의 경영성과 특성을 분석하였다. 이를 위해서 재벌기업과 일반기업의 경영성과 차이, 재벌 일가의 소유지분과 경영성과의 관계, 소유지배피리도와 재벌소속기업의 경영성과와의 관계 그리고 세계금융위기를 전후로 한 재벌기업의 상대적 경영성과 특성을 분석하였다.

분석결과 재벌소속기업들이 일반기업들에 비해 좋은 경영성과를 내고 있다고 할 수 없었다. 소유지분과 경영성과와의 관계, 소유지배피리도와 경영성과와의 관계는 거래소 상장기업을 대상으로 한 분석에서는 유의한 결과가 나타나지 않아 재벌이 거래소 상장기업들의 자원을 이동하는데 소유지분이나 소유 지배피리도를 적극 활용한다는 증거를 확인할 수 없었다. 그러나 재벌에 소속된 외감법인에 대한 분석에서는 소유지분과 경영성과, 소유지배피리도와 경영성과의 관계가 유의적으로 추정되어 이들 변수가 자원이동시 고려대상이 될 수 있음을 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 재벌에 대한 논의에서 외감법인이 중요하게 다루어져야 할 필요가 있음을 시사하는 것이다. 또한, 세계 금융위기를 중심으로 한 하위 기간 분석결과는 재벌의 경제적 성과 특성이 외부의 환경에 민감하게 변할 수 있음을 보여주었다.

주제어 : 재벌, 소유지배피리도, 경영성과, 대응기업, 세계금융위기, 외감법인

논문접수일 : 2012년 02월 14일 논문수정일 : 2012년 09월 19일 논문게재확정일 : 2012년 11월 21일

* 이 연구는 2011년도 충남대학교 학술연구비에 의해 지원되었음.

** 충남대학교 경상대학 경영학부 교수, E-mail : thk5556@cnu.ac.kr

I. 서 론

한국의 대규모 기업집단은 대부분 총수(동일인)와 그의 가족에 의해 지배되는 재벌이라는 특수한 형태를 취하고 있다. 재벌의 소속기업들 간에 이루어지는 거래 즉 내부거래는 독립적인 기업들 간에 이루어지는 시장거래(*arm's length transaction*)와 다른 특성이 있을 수 있다. 재벌이 한국경제에 미친 영향을 재무적 측면에서 분석하는 연구들은 주로 내부거래로 형성된 내부자본시장과 지배구조를 관심 있게 다루어 왔다. 재벌이 한국경제의 견인차 역할을 했다는 주장이나 외환위기 발생에서 재벌이 일정한 역할을 하였다는 지적, 소유권과 지배권의 불일치로 인해 소액투자자가 부당하게 손실을 입는 사례가 발생했다는 주장 등은 재벌의 내부자본시장과 이를 가능하게 했던 지배구조와 관련이 있는 내용이다. 재벌의 내부자본시장과 지배구조에 대한 논의에서 중요하게 다루어지고 있는 부분은 이러한 재벌의 특성이 기업, 나아가 한국경제에 미친 긍정적인 효과가 무엇이고 부정적인 효과가 무엇인가를 분석하는 것이라 할 수 있다.¹⁾

재벌이 내부자본시장을 형성하여 외부자본시장의 불완전성으로 인해 야기되는 기업의 과소투자문제를 완화시키고 대규모 투자를 가능하게 하는 등 자본부족의 한계를 극복할 수 있었다는 것은 재벌의 긍정적인 측면이다. 또한, 내부거래를 활용하여 기업의 이익 변동성을 감소시킴으로서 자본조달비용을 감소시키고 조세부담을 경감시킬 수 있다는 것 등도 재벌이 기업가치를 증가시킬 수 있는 긍정적 측면이다. 그러나 내부자본시장이 상호보조(*cross-subsidization*)를 통하여 경제적 가치가 없는 소속기업의 퇴출을 지연시키는 수단으로 활용되거나 경제 이외의 목적으로 자원을 이동시키는 통로로 활용될 수 있다는 것은 부정적 측면의 예라고 할 수 있다.

지배구조 측면에서 볼 때 순환출자 구조를 이용해 소유권을 초과하는 지배권을 이용해 의도적으로 소유권이 낮은 기업에서 소유권이 높은 기업으로 자원을 이동시키는 부당 자원 이동(*tunneling*)의 가능성(*Gopalan, Nanda, and Seru, 2007*)이 있다는 것은 재벌이 시장으로부터 부정적인 평가를 받는 원인이 될 수 있다. 실제로 소유권이 낮은 기업의 소액주주에게

1) 재벌에 대한 그동안의 논의는 다양한 방향에서 진행되었으며 그러한 논의들은 경제발전에서의 역할, 정경유착, 지배구조, 자본의 국적성을 기준으로 정리해 볼 수 있다(장지호, 김정렬, 2011). 그러나 재벌에 대한 논의에서 가장 중심이 되는 내용은 재벌이라는 기업집단이 한국경제에 미친 긍정적 영향과 부정적 영향에 대한 논의라고 할 수 있다. 재벌과 관련된 연구는 재벌의 투자결정(박대근, 윤정선, 조봉환, 2009)과 같이 재벌을 직접 분석의 대상으로 하는 경우도 있었지만, 지배구조에 관한 연구(박범진, 2010; 국찬표, 강윤식, 2011)에서와 같이 간접적으로 다루어지는 경우도 많았다.

부당한 손실이 발생한 것으로 보고한 강준구, 백재승(2002, 2003)의 연구결과도 이러한 추론의 당위성을 뒷받침하고 있다. 그러나 재벌이 형성한 내부자본시장은 열악한 자본시장의 기능을 대신하여 자본을 효율적으로 배분하는 역할을 담당했다는 실증적 증거가 제시되기도 하였다(Lee, Park, and Shin, 2009; 김창수, 2010).

재벌의 내부거래에 대한 연구와 지배구조에 관한 연구는 기본적으로 이들 특성이 초래할 수 있는 부정적인 측면과 긍정적인 측면을 분석하는데 관심이 있었다고 할 수 있다. 그러나 기존의 연구들은 재벌에 속한 개별기업이나 개별적인 사례를 분석하여 결과를 도출하고 있기 때문에 연구결과를 재벌이라는 기업집단 전체의 효과로 해석하는 데에는 주의가 필요하다. 예를 들어, 재벌에 속한 두 기업 간에 부당한 자원이동이 발생한 경우 한 기업의 입장에서 보면 손실이지만 다른 기업의 입장에서 보면 이득이 되기 때문에 자원이동이 전체적으로 어떠한 영향을 주었는가를 분석하기 위해서는 재벌소속기업 전체를 단위로 그러한 거래의 직간접적 효과를 분석해 보아야 한다. 특정의 부당 자원이동(tunneling)이 재벌 전체에게 더 큰 이익을 가져왔다면 즉, 상호지원(propping)의 긍정적인 효과가 더 크다면 자원이동으로 한 기업이 손실을 입었다는 것만으로 재벌이 경제적 측면에서 부정적인 영향을 주었다고 결론지을 수는 없기 때문이다. 물론, 이러한 과정에서 소액주주에게 부당한 손실이 발생하는 경우가 발생할 수 있으며, 불공정한 경쟁으로 인한 피해가 발생할 수 있다. 그러나 재벌이 경제에 긍정적인 영향을 미쳤다는 주장에 대한 논의를 계속하기 위해서는 재벌의 집단적 성과가 다른 기업들의 성과보다 높았는지에 대한 검토가 선행되어야 한다. 이러한 필요성에도 불구하고 재벌집단이 다른 기업들보다 더 높은 경제적 성과를 얻고 있었는지에 대한 분석 결과는 보고되지 않았다.

재벌의 경영자들이 합리적이라면 경제적 논리를 벗어나 성과가 낮은 소속기업에 대한 지원에 몰두하거나 순환출자구조를 활용한 자원이동에 과도한 관심을 갖는 성향만 가지고 있다고 할 수는 없을 것이다. 기업집단의 경영자들이 합리적이라면 이들의 의사결정은 재벌 전체의 성과를 극대화하는 관점에서 이루어졌을 가능성이 높다. 재벌이 한국 경제 발전에 도움이 되었다고 한다면 바로 재벌이 집단 전체의 성과를 극대화하려고 했던 노력의 결과라고 할 수 있을 것이다. 즉, 재벌이 긍정적인 영향을 미쳤다고 주장하기 위해서는 전체적인 관점에서 볼 때 재벌소속기업들의 성과가 독립된 개별기업들의 성과보다 높아야 한다.

이처럼 재벌 전체의 경제적 성과를 극대화시키는 방향으로 경영의사결정이 이루어졌다면 비록 특정한 사안에서는 부당한 자원이동이나 과잉투자의 결과가 나타났다고 하더라도 전체적으로는 독립기업보다는 높은 경영성과가 나타났을 것이다. 만일 집단 전체의 성과가

독립된 개별기업의 성과보다 크지 못하다면 재벌이 한국 경제의 발전에 긍정적인 영향을 주었다는 주장은 설득력이 없는 추상적인 주장이라고 할 수 있을 것이다.

또한, 재벌이 일반기업에 비해 높은 경영성과를 창출 했는지의 여부와는 별개로 재벌을 지배하고 있는 재벌 일가가 재벌을 통해 가족의 부를 축적하기 위하여 지배구조를 적극 활용했는지도 관심있는 주제이다.

이 연구에서는 재벌의 경영성과 특성과, 소유지분과 경영성과 특성을 분석한다. 분석결과 재벌소속기업들은 규모, 부채비율, 다각화와 같은 기업의 특성을 고려할 때 독립된 기업에 비해 성과가 낮게 분석되었다. 이러한 특성은 세계금융위기 기간에 유가증권시장기업과 외감법인에 대한 분석에서 주로 나타났다. 그러나 재벌 일가가 보유한 소유지분은 경영성과와 양의 유의적인 관계가 있었으며, 소유지배과리도는 경영성과와 음의 관계가 있었다. 이러한 특성은 주로 외감법인에게서 나타나고 있어 재벌에 대한 논의에서 외감법인에 대한 분석이 중요할 수 있음을 시사하고 있다.

제 II장에서는 재벌의 내부거래와 경제적 성과와 관련한 기존연구를 살펴보고 제 III장에서는 분석하고자 하는 연구가설과 분석방법에 대해 설명한다. 제 IV장에서는 실증분석을 제 V장에서는 연구결과를 정리한다.

II. 재벌의 내부거래와 경제적 성과에 대한 기존연구

재벌에 속한 기업들의 경제적 성과가 일반기업의 경제적 성과보다 우수한지의 여부는 대규모 기업집단의 경제적 성과를 논의하는 과정에서 다루어져 왔다. Chang and Choi (1988)은 재벌이 선택하고 있는 다각화전략을 거래비용 관점에서 분석하고 재벌이 수직적 통합을 통해 거래비용을 감소시키고 있으며 결과적으로 우수한 성과를 얻고 있다고 주장하였다. Lee, Park, and Shin(2009)은 재벌의 내부자본시장이 자본을 효율적으로 배분하는 역할을 담당했다고 주장해 재벌의 경제적 성과가 일반기업보다 높을 수 있음을 시사하였다. 그들은 외환위기 이후 이행된 정부의 재벌정책이 자본의 효율적 배분을 가능하게 했던 내부자본시장을 위축시키는 역할을 한 것으로 분석하였다. 김창수(2010)는 재벌소속기업에 대응하는 대응기업을 선정해 분석하는 방법으로 재벌의 내부자본시장의 역할을 분석한 결과 외환위기 이후에도 재벌의 내부자본시장은 순기능적 역할을 계속 담당하고 있는 것으로 분석되었다고 주장하였다.

그러나 Joh(2003)는 1993~1997년의 한국의 외부감사 대상기업을 분석하고 재벌의 경제적 성과에 대한 부정적 증거를 보고하였다. 분석결과 재벌이 소속기업들 간에 자원을 이동하고

있음을 확인하였고 이러한 자원이동이 부당 자원이동이 될 수 있음을 지적하였다. 그녀는 소유지배권과 괴리도가 경영성과에 미치는 부정적인 효과와 내부자본시장의 비효율성이 공개된 기업에서 더 크게 나타났다고 보고하여 재벌의 경제적 성과가 일반기업보다 낮을 수 있음을 시사하였다.

Gopalan, Nanda, and Seru(2007)은 인도의 기업집단이 소속기업들 간의 내부거래를 통하여 자본을 이동시켜 성과가 약한 기업들을 지원한다고 주장하였다. 이러한 지원은 소속기업의 재무부실을 막기 위한 것이지만 결과적으로 부정적인 영향이 다른 기업으로 전이되는 효과가 있다고 주장하였다. 이들은 이러한 내부거래를 통한 자본의 이동이 기업의 성과에 미치는 영향에 대한 명확한 해석을 하지는 않았지만 상호지원을 통해 부실기업의 정리가 늦어질 수 있음을 실증적으로 보여준 연구라 할 수 있다. 한편, George and Kabir (2008)는 인도의 상장기업을 대상으로 기업집단 소속기업과 일반기업의 경제적 성과를 비교하였다. 그들은 경제적 성과 즉 이익의 이전이 발생하고 있는 기업집단 소속기업의 경영성과가 일반기업의 경영성과 보다 낮다는 증거를 제시하면서 기업집단할인(business group discount)을 주장하였다.

재벌의 재무적 관점에서 내부자본시장을 분석한 연구 중에는 경제적 성과를 직접적으로 분석하지 않았거나 성과와의 관련성을 명확하게 제시하지 않은 연구도 있다. 강준구, 백재승 (2002, 2003)은 재벌이 소유권과 지배권의 괴리가 존재하는 상황에서 지배권을 이용해 소유권이 낮은 기업에서 소유권이 높은 기업으로 부를 이전시키는 경우가 발생하고 있음을 실증적으로 보여주었다. 이들은 이러한 부의 이전이 재벌의 전체적 경제적 성과를 악화시키는지를 분석하지는 않았다. Khanna and Palepu(2000)는 인도의 기업집단 소속기업과 일반기업들을 비교 분석하였다. 기업집단의 다각화정도가 증가하면서 기업의 성과 측정치들이 처음에는 감소하지만 다각화가 일정 수준을 넘으면 증가한다고 보고하여 내부자본시장과 관련된 기업집단의 경영성과가 다각화의 정도에 따라 다른 특성이 있음을 보여주었다. Khanna and Rivkin(2001)은 기업집단을 시장실패에 대한 반응으로 이해하고 높은 거래비용과 관련이 있는 것으로 인식하였다. 그들은 이러한 인식에 기초해 기업집단 소속기업들은 서로 비슷한 수준의 성과를 낼 가능성이 높다고 주장하였다. 또한, 기업집단의 성과는 일반기업들의 성과보다 높을 수도 있으며 낮을 수도 있다고 주장하였다. 그들은 기업집단의 성과에 대한 직접적인 결과를 제시하지는 않았지만 신흥시장 14개국 중에 12개국에서 기업집단이 다양한 경로에서 경제적 성과와 관련되어 있음을 확인했다고 보고하였다.

Ⅲ. 연구가설 및 분석방법

1. 연구가설

제 II장에서 기술한 바와 같이 재벌의 내부거래는 재벌소속기업들에게 긍정적인 영향과 함께 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 재벌의 긍정적인 효과가 부정적인 효과보다 크다면 재벌소속기업들의 경제적 성과는 일반 독립기업들의 경제적 성과보다 높게 나타날 것이다. 재벌이 내부거래를 활용해 투자기회가 좋지 않은 기업의 자원을 투자기회가 좋은 기업으로 이동시켰다면 즉, 효율적으로 자원을 재분배했다면 재벌의 전체적인 경제적 성과는 높아질 것이다. 또한, 내부거래가 현금흐름을 안정화시켜 자본조달 비용을 감소시키고 세금을 절약하는 효과를 가져왔다면 내부거래의 존재는 높은 경제적 성과로 이어질 것이다. 그러나 내부거래가 퇴출기업의 퇴출을 지연시키고 경제 외적 목적으로 자원을 이전시키는 수단으로 활용된다면 재벌의 경제적 성과는 낮아질 것이다. 검정하고자 하는 내용을 대립가설의 형태로 정리하면 다음과 같다.

가설 I : 재벌기업들의 경영성과는 일반기업들의 성과보다 높다.

재벌이 동일인 및 친족(이하 재벌일가)의 보유지분 가치를 극대화하는 것을 일차적인 목표로 하여 재벌을 운영했다면 재벌소속기업의 경제적 성과는 재벌가족이 해당 기업의 지분을 어느 정도 소유했는지와 밀접하게 관련되어 있을 것이다. Khanna and Rivkin(2001)은 기업집단의 경우 소유지분이 많은 기업이 저렴하게 물품을 조달하고 높은 가격에 물품을 판매할 수 있게 함으로써 이익이 많이 발생하도록 할 수 있음을 지적하였다. Gopalan, Nanda, and Seru(2007)는 인도의 기업집단 분석에서 내부 지분소유비율이 높을수록 기업집단에서 더 많은 지원이 이루어진다고 보고하였다.

한국의 재벌에서도 재벌가족의 소유지분이 많은 기업일수록 많은 지원을 받아 결과적으로 좋은 경영성과를 낼 것으로 가정할 수 있다. 이러한 내용을 대립가설의 형태로 정리하면 다음과 같다.

가설 II : 재벌소속기업의 경영성과는 재벌일가의 소유지분과 양의 관계가 있다.

가설 II에서 검정하고자 하는 내용은 재벌이 한국 경제에 긍정적인 영향을 미쳤는지의 여부와는 직접적인 관련이 없다. 일가의 이익극대화 추구 여부는 경제에 긍정적인 영향을

미치지 않은 경우나 긍정적인 영향을 미친 경우 모두 나타날 수 있는 결과이기 때문이다.

George and Kabir(2008)는 인도 기업집단을 분석하고 기업집단 내에서 이익의 재분배가 이루어지고 있음을 확인하고 기업집단의 규모가 클수록 기업에 대한 통제수준이 높을수록 이익의 재분배가 많이 이루어진다고 보고하였다. 한국의 재벌에 대한 분석에서도 지배권과 소유권의 괴리가 존재하는 상황에서 지배권을 이용해 소유권이 낮은 기업에서 소유권이 높은 기업으로 부를 이전시키는 현상이 발생했을 가능성을 지지하는 결과가 보고된 바 있다(강준구, 백재승, 2002; 2003). Joh(2003)은 외환위기 이전의 한국 재벌에 대한 분석에서 소유지배괴리도가 클수록 기업의 성과가 낮다고 보고하였다.

한국 재벌의 경우 소유지분과 지배지분(의결지분)이 상이한 경우가 대부분인데 이처럼 소유지분과 지배지분의 차이(소유지배괴리도)가 클수록 재벌이 개별기업의 이익 즉 성과를 이전하려는 유인은 커진다고 할 수 있다. 소유지분이 낮은 기업의 성과를 소유지분을 많이 보유하고 있는 기업의 성과로 이전하는 것이 지분소유자의 입장에서는 유리하다. 또한, 지배지분이 클수록 이러한 성과의 이동이 용이하다. 결국, 소유지분을 작게 보유하면서 지배지분을 많이 보유한 경우 기업의 성과를 이전하려는 유인이 커지게 된다. 이처럼 소유지분과 지배지분의 차이가 큰 경우 소유지배괴리도가 커지게 되기 때문에 결과적으로 소유지배괴리도가 큰 기업의 성과가 다른 기업으로 이전되어 성과가 낮게 나타날 가능성이 있다. 기술한 내용을 대립가설의 형태로 정리하면 다음과 같다.

가설 III : 재벌소속기업의 경영성과는 소유지배괴리도와 음의 관계가 있다.

재벌소속기업들의 성과 특성은 전반적인 경기 상황과 밀접하게 연관되어 있을 수 있다. Dow and McGuire(2009)는 일본의 기업집단(Keiretsu)을 분석한 결과 경기가 호황일 때에는 제후관계가 약한 기업들로부터 제후관계가 강한 기업들에게로 부가 이전되고(tunneling), 경기가 불황일 때에는 제후관계가 강한 기업들이 미래의 부의 이전을 염두에 두고 제후관계가 약한 기업들을 지원(propping)하고 있음을 확인했다고 보고하였다. 이들의 연구는 재벌의 자원이동 특성이 재벌의 특성 및 외적 환경과 관련이 있을 수 있음을 시사하는 것이다.

외적 환경과 관련해 관심을 가질 수 있는 주제 중에 하나는 경영환경이 좋지 않았던 세계금융위기 동안에 재벌소속기업들의 경영성과가 어떤 특성을 보였는가에 대한 분석이다. Mitton(2002), Lemmon and Lins(2002) 등은 위기 기간에 열악한 지배구조를 갖는 기업들의 성과가 낮아질 수 있음을 보여주었다. 이들의 연구결과에 비추어 볼 때 위기 기간에

재벌기업들의 대응기업에 대한 상대적 성과는 위기 이전에 비해 낮았을 것으로 추론할 수 있다. 그러나 재벌의 내부자본시장이 세계금융위기와 같은 위기의 상황에 대처하는데 효과적이었다면 위기 기간에 재벌소속기업의 상대적 경영성과는 위기 이전의 그것보다 좋았을 것으로 예측할 수 있다. 검증하고자 하는 내용을 대립가설의 형태로 정리하면 다음과 같다.

가설 IV : 세계금융위기 동안에 재벌소속기업의 상대적 성과는 위기 이전에 비해 높게 나타났을 것이다.

2. 분석방법

재벌의 특성을 분석하기 위해서는 재벌소속기업의 특성을 재벌에 소속된 기업들이 재벌에 소속되지 않았을 경우에 나타났을 특성과 비교 분석해야 한다. 재벌의 특성을 분석하는데 있어 기존의 연구들은 김창수(2010)의 연구를 제외하면 재벌소속기업을 일반기업 전체와 비교하는 방법으로 분석하고 있다. 이 연구에서는 재벌소속기업의 비교대상인 일반기업 중에 재벌소속기업과 가장 유사한 특성을 갖는 기업을 대응기업으로 선택해 이들 두 기업을 비교하는 방법으로 재벌의 특성을 분석한다.

대응기업 구성은 시장(유가증권시장기업, 코스닥시장기업 그리고 외감법인)을 구분하여 추출한다. 즉, 유가증권시장에 속한 재벌기업의 대응기업은 유가증권시장기업 중에 대규모 기업집단에 속하지 않은 가장 유사한 기업으로 선정하고, 코스닥시장기업 대응기업은 코스닥시장기업 중에서, 외감법인 대응기업은 외감법인 중에서 선정한다. 대응기업은 기업의 주력업종, 기업규모, 주당이익(EPS), 장부가치/시장가치비율, 시장위험(market β)를 고려해 결정한다. 대응기업의 선정 방법은 다음과 같다.

- a. 전체 분석대상기업을 대규모 기업집단 소속기업과 비소속기업으로 구분하고 대규모 기업집단 소속기업에서 가족에 의해 지배되지 않는 기업집단을 제외한다. 이하에서는 이렇게 구성된 기업을 재벌소속기업이라 하고 대규모 기업집단에 속하지 않는 기업을 비기업집단기업이라 칭한다.
- b. 재벌소속기업과 비기업집단기업을 매출액이 가장 큰 품목을 기준으로 KSIC 2단위 기준으로 업종을 구분한다.
- c. 대응기업을 선정하려는 재벌소속기업을 선택하고 동일한 업종에 속한 비기업집단

기업 중에 변수 간 가중 거리합이 최소가 되는 기업을 대응기업으로 선택한다. 거리 계산에서 가중치는 자기자본순이익률(ROE)를 종속변수로 하고 총자산, 주당이익, 장부가치/시장가치 비율, 시장베타를 독립변수로 하는 회귀식을 전체기업을 대상으로 추정하여 얻은 회귀계수를 사용한다. 대응기업을 선정하고자 하는 재벌소속기업에 대해 동일 업종에 속한 비기업집단기업의 모든 기업과의 차이를 계산하여 제공한 후에 가중합(가중치는 회귀계수)을 계산한 후 이 값의 절대값이 최소가 되는 비기업집단소속기업을 대응기업으로 선택한다. 외감법인의 경우는 자료의 제약으로 동일업종 내에서 기업규모가 가장 유사한 기업을 대응기업으로 한다.

- d. 동일 업종 내 모든 재벌소속기업의 대응기업이 선정될 때까지 위의 과정을 반복한다. 복원추출방법을 적용하며 업종에 속한 기업이 3개 이하인 경우는 기타업종으로 구분하여 표본을 추출한다.

가설 I에서 검정하고자 하는 재벌의 경제적 성과가 일반기업들의 경제적 성과보다 높았는지의 여부는 재벌에 속한 개별기업의 성과와 대응기업의 성과 차이를 검정하는 방법으로 분석한다. 경제적 성과는 자기자본순이익률(ROE)을 사용한다.²⁾ 재벌집단소속기업과 비기업집단소속 기업의 성과차이 분석은 식 (1)과 같은 회귀모형을 설정하여 수행한다. *ROE*는 자기자본순이익률이며 *JDUMMY*는 재벌소속기업은 1, 대응기업은 0의 값을 갖는 더미변수이다. *SIZE*는 기업규모이며, *MDETR*는 부채비율이다. *DISIFCA*는 개별기업들의 다각화정도를 나타내는 다각화지수이다. Lims and Servaes(2002)는 기업집단이 다각화를 하는 경우 기업집단의 성과에 부정적인 영향이 나타날 수 있다고 주장하였다. 그러나 Bae, Kwon, and Lee(2011)는 한국 재벌의 경우 관련다각화가 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 결과를 보고하였다. 이 연구에서는 Bae, Kwon, and Lee(2011)의 연구결과에 근거해 기업의 관련다각화지수를 *DISIFCA*에 사용하여 다각화에 의한 영향을 통제한다. 하첨자 *i*는 기업을 구분하는 첨자이고 *t*는 연도를 구분하는 첨자이다. 실제 추정에서는 연도더미 변수와와 시장더미변수를 적절하게 사용한다. 식 (1)에서 재벌소속기업들의 경영성과가

2) 분석결과를 일반화하기 위해서는 Tobin's q와 자기자본영업이익률과 같은 다양한 성과측정치를 사용하여 분석할 필요가 있다. 그러나 이 연구에서 기존연구와 차별적으로 분석하고자 하는 외감법인의 경우 주가 자료를 사용할 수 없는 문제가 있고, 영업이익률의 경우 경영성과를 이전하려는 의도가 있는 경우 그 의도의 일부만을 반영할 수 있는 문제가 있어 Tobin's q와 자기자본영업이익률을 성과 대용치로 사용하지 않았다. 그러나 ROE의 경우 이 연구의 주된 관심사인 소유지분과 밀접히 관련이 있어 성과측정의 대용변수로 사용하는 것에 의미가 있다고 할 수 있으며, 경영성과가 이동한 후의 최종적인 결과를 나타낸다는 점에서 적절한 성과평가 대용치라고 할 수 있을 것이다. 이점을 지적해 주신 익명의 심사자께 감사드립니다.

일반기업들의 성과보다 높다면 α_1 은 양의 유의적인 값으로 추정될 것이다.

$$ROE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 JDUMMY_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 MDETR_{i,t} + \alpha_4 DISIFCA_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

가설 II는 재벌일가의 소유지분이 해당 기업의 상대적 성과를 설명할 수 있는지를 식 (2)를 사용하여 분석하는 것으로 검정한다. *SHARHO*는 재벌일가(동일인과 친족)가 보유한 소유지분이다. 재벌일가가 보유한 소유지분이 높을수록 재벌소속기업의 경제적 성과가 높다면 소유지분을 나타내는 *SHARHO*의 계수 β_1 은 양수의 유의적인 값으로 추정될 것이다. 소유지분은 직접소유지분과 계열사의 지분 소유를 통해 간접적으로 소유한 지분을 포함한 전체소유지분을 구분해 분석한다. 재벌소속기업의 경영성과에 대한 재벌일가의 실질적인 청구권은 재벌이 직접 투자해 보유하고 있는 소유지분과 계열사를 통해 간접적으로 보유하고 있는 소유지분을 합한 전체 소유지분비율로 나타낼 수 있다. 따라서 재벌일가가 기업의 성과에 대한 실질적인 청구권을 기준으로 경영성과를 이전하려는 의도를 갖고 있다면 간접적으로 보유한 소유지분을 포함한 전체소유지분에 대한 분석에서도 이러한 관계가 나타날 것이다. 하첨자 j 는 재벌기업을 구분하는 첨자이다.

$$ROE_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 SHARHO_{j,t} + \beta_2 SIZE_{j,t} + \beta_3 MDETR_{j,t} + \beta_4 DISIFCA_{j,t} + \omega_{j,t} \quad (2)$$

가설 III은 재벌에 속한 개별기업의 경영성과를 종속변수로 하고 ‘지배지분-소유지분’으로 계산한 소유지배피리도를 설명변수로 하는 식 (3)을 이용해 검정한다. *CONTEDIF*는 소유지배피리도이다. 만일 재벌이 소유지배피리도를 적극 활용하여 소유지분이 낮고 지배지분이 높은 기업의 성과를 소유지분이 높은 기업으로 적극적으로 이전하고 있다면 소유지배피리도의 계수는 음수의 유의한 값으로 추정될 것이다. 즉, 식 (3)의 γ_1 이 음수의 유의적인 값으로 추정될 것이다.

$$ROE_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 CONTEDIF_{j,t} + \gamma_2 SIZE_{j,t} + \gamma_3 MDETR_{j,t} + \gamma_4 DISIFCA_{j,t} + \psi_{j,t} \quad (3)$$

가설 IV는 식 (1)~식 (3)을 세계금융위기 이전 기간(2001~2006)과 위기 기간(2007~

2008)으로 나누어 추정한 결과를 비교 분석하여 결과를 도출한다.³⁾

실증분석은 표본기업을 유가증권시장기업, 코스닥시장기업 그리고 외감법인으로 나누어 분석한다. 재벌소속기업을 분석한 기존의 연구들은 외감법인을 별도로 구분해 분석하지 않았다. 외감법인의 경우 주가자료의 제약이 있어 기업가치 측정 측면에서 문제가 있는 것이 하나의 이유가 될 수 있다. 그러나 외감법인은 재벌일가의 보유지분이 가장 높아(<표 1> 각 패널의 전체 소유지분 열 참고) 상장기업과는 다른 특성을 보여준다. 즉, 성과의 청구권을 기준으로 의사결정이 이루어진다면 재벌일가는 청구권이 높은 외감법인에 대해 상장기업의 경우와는 다른 의사결정 기준을 가지고 있을 수 있다. 또한 외감법인의 경우는 상장기업보다 의사결정에 유연성이 있다는 점도 외감법인에 대한 재벌기업의 태도가 다를 수 있는 이유가 될 수 있다. 이러한 점들을 고려해 볼 때 외감법인을 별도로 구분해 분석한 결과는 재벌기업집단의 특성을 이해하는데 필요한 정보가 될 수 있을 것이다.

IV. 실증분석

1. 자료

공정거래위원회에서 발표하는 대규모 기업집단 중 가족지배기업집단으로 지정된 기업집단(이하 재벌이라 칭한다)에 속한 기업들을 분석 대상으로 한다. 재벌에 속한 기업들을 유가증권시장기업, 코스닥시장기업 그리고 외부감사대상법인기업(외감법인)으로 나누어 각 시장별 특성을 분석한다. 분석기간은 대규모 기업집단 공개 시스템에서 개별기업의 소유지분과 지배지분을 이용할 수 있는 기간을 반영해 2001년~2008년까지로 한다.

대규모 기업집단 여부, 가족지배기업 여부, 대규모 기업집단소속기업 여부, 소유지분과 지배지분 그리고 간접소유지분을 계산하기 위한 관계기업 간의 투자비율 등은 대규모 기업집단 공개 시스템(OPNI, <http://groupopni.ftc.go.kr/>)에서 검색한 자료를 정리하여 사용한다. 대규모 기업집단 공개 시스템의 자료와 TS2000의 자료의 연결은 공개시스템에 나타난 대규모 기업집단에 소속된 기업들을 TS2000 상에서 식별할 수 있도록 코딩작업을

3) 세계금융위기의 시작을 2007년으로 볼 것인가, 2008년으로 볼 것인가에 대해서는 각기 다른 견해가 있을 수 있다. 이 연구에서는 금융위기 이후의 관측치 수를 고려하여 금융위기 기간을 2007~2008년으로 설정한다. 금융위기가 2007년 후반에 구체화된 것으로 보는 경우에(김수경, 이경희, 2012; 유대상, 2011) 대부분의 제조업종 기업들이 12월 결산법인임을 고려하면 2007년을 위기 기간에 포함시키는 것이 큰 무리는 없다고 할 수 있다. 또한 연구 중에는 송재성, 박광주, 박종원(2011)에서와 같이 2007년을 금융위기 기간으로 설정하는 경우도 있어 2007년을 금융위기 기간에 포함하는 것이 기존연구의 기간 분류와 크게 다른 것은 아니다. 그러나 이 연구의 금융위기 기간 분석결과를 해석할 때에는 2007년을 금융위기에 포함하여 분석한 결과임을 고려할 필요가 있을 것이다. 이점을 지적하여 주신 익명의 심사자께 감사드린다.

하여 연결한다. 대규모 기업집단소속회사가 상장기업인 경우는 한국거래소 상장회사 코드로 코딩하고, 외감법인은 TS2000 상에 부여된 코드로 코딩을 하여 자료를 연결한다.

소유지분과 지배지분(의결권)도 대규모 기업집단 공개 시스템에 공개되어 있는 자료를 사용한다. 시스템에서 기업집단 별로 '소속회사별 소유지배피리도/의결권 승수'를 검색하면
 소유지분=[(동일인 보유지분+친족보유지분)/(보통주발행주식총수-자기주식-상호주)]과
 지배지분=[(동일인 보유지분+친족보유지분+계열사보유지분+임원보유지분+비영리법인 보유지분-상호주)/(보통주발행주식총수-자기주식-상호주)]을 검색할 수 있다. 소유지분은 일가가 소유하고 있는 해당기업의 지분을 의미한다. 지배지분은 직접 소유하고 있는 지분과 계열회사 등의 출자관계를 이용해 확보한 기업에 대한 통제 권한의 정도를 의미한다. 지배지분과 소유지분의 차이 즉, 소유지배피리도는 기업에 대한 의결권 중에 가족이 직접 소유하고 있는 지분을 초과하는 부분을 의미한다.

재벌일가가 각 계열사에 대해 보유하고 있는 소유지분에는 대규모 기업집단 공개 시스템에서 공개하고 있는 직접소유지분 외에도 다른 계열사가 가지고 있는 지분을 통해 보유하고 있는 지분 즉 간접적인 지분도 있다. 이러한 간접적인 지분 역시 일가의 해당 기업에 대한 소유권 정도를 의미하기 때문에 소유지분 분석시 고려할 필요가 있다. 즉, 재벌의 가족이 특정 소속회사에 대해 보유하고 있는 전체 소유지분을 계산하기 위해서는 직접지분과 함께 다른 계열사를 통해 보유하고 있는 간접지분도 고려하여야 한다. 예를 들어, 2002년 제일제당그룹에 속한 씨제이삼구쇼핑에 대한 일가의 소유지분은 0.36%이고 지배지분은 31.21%이다. 그런데 제일제당은 씨제이삼구쇼핑의 지분을 30%가지고 있고, 제일제당그룹 일가가 직접보유하고 있는 제일제당에 대한 소유권은 23.49%이다. 즉, 제일제당그룹 일가는 제일제당이라는 회사를 통해 씨제이삼구쇼핑 지분 7.047%(=30%×23.49%)를 간접적으로 보유한 결과가 된다. 따라서 제일제당의 일가가 보유하고 있는 씨제이삼구쇼핑의 지분은 소유지분으로 공개되어 있는 직접소유지분 0.36%와, 제일제당을 통해 간접적으로 보유하고 있는 간접소유지분인 7.047%의 합인 7.407%이다. 이 연구에서는 이처럼 간접적으로 보유하고 있는 소유지분까지를 고려한 소유지분을 전체소유지분이라고 하고, 직접소유지분 분석결과와 함께 전체소유지분을 사용한 분석도 수행한다.

분석에서 전체소유지분을 별도로 계산해 분석에 사용하는 이유는 대규모 기업집단의 의사결정에 간접적으로 소유한 지분의 규모가 영향을 미치는지를 분석하기 위해서이다. 만일 간접소유지분을 포함한 전체소유지분이 경영의 성과와 관련이 있다면 직접지분만이 아닌 간접지분까지를 포함한 전체지분비율이 투자자의사결정에 중요한 기준이 될 수 있기 때문이다.

이 연구에서 계산한 전체소유지분은 실제 가족이 투자한 금액을 의미하는 것이 아니라

해당기업의 이익에 대해 주장할 수 있는 권한을 의미한다. 따라서 재벌소속기업들의 전체 소유지분을 모두 합하면 가족의 실제 투자금액보다 크게 계산될 수 있다. 앞의 예에서 씨제이삼구쇼핑에 대한 투자는 지분의 0.36%이지만 이익에 대한 청구권은 제일제당의 투자로 확보한 7.047%를 합한 7.407%가 되어 실제투자금액보다 많은 청구권 행사가 가능해 지기 때문이다.

분석에 필요한 기업자료인 ROE, 규모, 시장부채비율을 계산하는데 필요한 자기자본, 당기순이익, 부채 자료는 상장회사협의회 데이터베이스(TS2000)의 자료를 사용하며 주식(보통주와 우선주)의 시장가치는 KIS-Value에서 검색하여 사용한다. 자기자본이익률은 순이익을 자기자본 장부가치로 나누어 계산하며, 기업규모는 기업의 시장가치에 로그를 취하여 사용한다. 부채비율은 시장가치부채비율[부채장부가치/(부채장부가치+자기자본의 시장가치)]⁴⁾로 계산한다. 다각화지수는 기업의 매출액을 기준으로 계산한 관련다각화 지수이다. 기업의 다각화정도를 나타내는 다각화지수는 매출액 구성을 기준으로 계산하며 관련다각화지수 계산은 Bae, Kwon, and Lee(2011)가 사용한 방법을 사용한다.⁵⁾

재벌소속기업 중에 지배지분이 0로 표기된 기업은 제외하며, 해당연도에 자본잠식 상태에 있던 기업도 분석에서 제외한다.

2. 실증분석

<표 1>은 재벌소속기업들의 소유지분과 지배지분을 시장별로 정리한 결과이다. 표에는 규모에 따른 차이를 살펴보기 위해 30대 대규모 기업집단에 소속된 재벌기업의 특성이 함께 정리되어 있으며, 소속기업의 시장별 특성을 보기 위해 유가증권시장 소속기업과 코스닥시장 소속기업 그리고 거래소에 상장되어 있지 않은 외부감사대상법인이 구분되어 정리되어 있다. 또한, 표에는 재벌일가가 소유한 직접소유지분과 함께 타 법인을 통해 보유한 간접소유지분도 정리되어 있다. 각각의 변수는 연도별로 정리하며 마지막 행에는 단순평균을 정리한다.⁶⁾

유가증권시장의 재벌소속기업 직접소유지분 평균은 12.9%이고 간접소유지분 4.9%를 합한 전체소유지분은 17.9%이다. 통제권 정도를 나타내는 지배지분은 41.1%로 지배지분과

4) Gomes and Schmid(2010)는 시장가치부채비율이 장부가치부채비율보다 더 큰 정보 가치가 있다고 주장하였다.

5) 분석에서는 비관련다각화지수도 모형에 포함하여 분석하였으나 유의하지 않아 관련다각화지수를 포함한 결과만을 보고한다.

6) 공정거래위원회가 2001년도에는 대규모 기업집단을 30개만 발표하였기 때문에 2001년은 대규모 기업집단 소속 재벌기업 자료와 30대 대규모 기업집단소속 재벌기업 자료가 동일하다.

<표 1> 재벌소속기업들의 소유지분, 지배지분 특성

A : 유가증권시장기업 (단위 : %)

연도	대규모 기업집단으로 지정된 재벌기업					30대 기업집단에 포함된 재벌기업				
	직접소유지분	지배지분	간접소유지분	전체소유지분	기업수	직접소유지분	지배지분	간접소유지분	전체소유지분	기업수
2001	10.3	35.6	2.5	12.8	78	10.3	35.6	2.5	12.8	78
2002	12.2	38.1	3.5	15.8	88	7.6	34.3	2.4	10.0	67
2003	12.8	40.7	5.0	17.8	97	9.7	36.8	3.2	12.9	74
2004	13.2	43.1	6.3	19.5	107	9.5	39.0	3.5	12.9	76
2005	14.2	42.0	4.8	19.0	117	10.5	38.4	3.3	13.8	80
2006	14.6	41.9	5.4	19.9	127	11.3	39.6	4.0	15.3	85
2007	14.1	42.9	5.6	19.7	141	10.6	39.9	4.2	14.8	93
2008	10.8	41.9	5.1	15.9	123	9.6	41.8	4.6	14.1	105
평균	12.9	41.1	4.9	17.9	98	9.9	38.4	3.6	13.5	73

B : 코스닥시장기업

연도	대규모 기업집단으로 지정된 재벌기업					30대 기업집단에 포함된 재벌기업				
	직접소유지분	지배지분	간접소유지분	전체소유지분	기업수	직접소유지분	지배지분	간접소유지분	전체소유지분	기업수
2001	5.3	55.2	7.9	13.3	6	5.3	55.2	7.9	13.3	6
2002	6.2	62.2	10.0	16.2	7	0.1	49.1	6.2	6.3	3
2003	10.2	63.7	10.3	20.5	8	0.2	48.2	7.5	7.8	4
2004	13.6	67.0	10.3	23.9	7	0.4	50.4	10.8	11.1	3
2005	9.6	58.2	12.5	22.1	11	0.3	53.3	12.1	12.4	5
2006	7.8	48.6	10.4	18.2	20	0.1	43.5	8.8	8.9	5
2007	6.8	54.8	10.9	17.6	21	0.0	52.6	6.5	6.6	6
2008	5.1	52.7	9.5	14.6	17	3.2	50.5	8.8	12.0	10
평균	7.7	55.7	10.4	18.0	11	1.6	50.6	8.6	10.2	5

C : 외감법인기업

연도	대규모 기업집단으로 지정된 재벌기업					30대 기업집단에 포함된 재벌기업				
	직접소유지분	지배지분	간접소유지분	전체소유지분	기업수	직접소유지분	지배지분	간접소유지분	전체소유지분	기업수
2001	11.0	80.5	8.1	19.1	175	11.0	80.5	8.1	19.1	175
2002	12.2	79.4	9.0	21.2	225	8.2	80.7	6.3	14.5	159
2003	12.8	80.3	11.7	24.5	255	8.1	80.6	11.1	19.2	175
2004	12.9	80.3	12.0	24.9	270	8.1	80.4	8.5	16.5	184
2005	14.7	80.6	11.6	26.2	320	10.8	79.3	7.2	18.0	218
2006	16.2	81.2	12.6	28.8	393	13.1	79.6	8.0	21.1	245
2007	14.1	82.3	13.3	27.4	464	12.1	80.1	8.0	20.1	261
2008	11.7	83.2	9.9	21.2	370	11.6	81.8	8.0	19.1	286
평균	13.5	81.2	11.4	24.8	275	10.7	80.4	8.1	18.7	189

직접소유지분의 차이로 계산한 소유지배피리도는 28.2%이다. 코스닥시장의 직접소유지분은 7.7%, 지배지분은 55.7%로 소유지배피리도는 48%로 유가증권시장에서의 28.2%보다 크다. 코스닥시장에서의 일가의 간접소유지분비율은 10.4%로 유가증권시장에서의 4.9%보다 2배 이상 높으며, 이러한 영향으로 코스닥시장에서 재벌일가의 전체소유지분은 18%로 유가증권시장의 17.9%보다 높다. 즉, 코스닥시장기업은 직접소유지분은 유가증권시장에서보다 작지만 간접소유지분까지를 합산한 전체보유지분은 유가증권시장기업보다 높다. 외감법인의 경우 직접소유지분은 13.5%이며 지배지분은 81.2%로 소유지배피리도는 67.7%이다. 간접보유지분을 합산한 전체보유지분은 24.8%이다.

대규모 기업집단소속 재벌기업의 소유지분과 지배지분의 특성을 정리하면 소유지분(간접소유지분 포함)과 지배지분은 유가증권시장, 코스닥시장, 외감법인 순으로 증가하며 소유지배피리도 역시 유가증권시장, 코스닥시장, 외감법인 순으로 증가한다.

30대 대규모 기업집단소속 재벌기업에 대한 분석결과는 유가증권시장에서는 재벌소속기업의 소유지분이나 지배지분이 전체 기업들을 분석한 결과보다 작은 값으로 나타난다. 그러나 소유지배피리도는 28.5%로 전체대규모집단소속 재벌기업의 평균보다 크다. 코스닥시장기업의 경우는 직접소유지분이 매우 낮게 나타난다. 소유지배피리도는 49%로 코스닥시장의 전체대규모 기업집단에서보다 크다. 간접소유지분은 코스닥시장 전체 기업을 대상으로 한 경우보다 작다. 코스닥기업 중에 재벌에 속한 기업의 숫자는 전체가 11개 정도이고 30대 대규모 기업집단은 5개 정도이다. 외감법인의 경우도 대규모 기업집단 전체를 대상으로 분석한 경우보다 소유지분이나 지배지분 모두 작게 나타나고 있으나 소유지배피리도는 69.7%로 전체 코스닥기업의 경우보다 크다.

30대 대규모 기업집단소속 재벌기업의 소유지분과 지배지분의 특성을 전체 대규모 집단소속 재벌기업의 특성과 비교하면 전체적인 소유지분과 지배지분의 수준은 낮지만 소유지배피리도는 크게 나타나고 있다. 그러나 <표 1>에 나타난 30대 대규모 기업집단소속 재벌 기업들의 특성은 전체 대규모 기업집단 소속 재벌기업의 일반적 특성과 내용상 차이가 없다고 할 수 있다. 이후의 분석은 전체 표본기업을 대상으로 수행한다.

재벌소속기업과 대응기업 간의 성과의 차이를 회귀모형 식 (1)을 사용해 분석한 결과를 <표 2>에 정리한다. <표 3>은 극단적인 ROE 값이 분석결과에 영향을 미칠 수 있는 점을 고려하여 ROE를 1%에서 윈저라이징(winsorizing)해서 분석한 결과이다.⁷⁾ 모형에

7) 재벌소속기업과 대응기업 간의 ROE 차이를 모수검정인 쌍체t-검정과, 비모수검정인 윌콕슨 대응쌍부호 순위검정(Wilcoxon matched-pairs signed-rank test)으로 분석하였다. 분석결과 재벌소속기업이 대응기업에 비해 ROE가 높은 경향이 있음을 확인할 수 있었다. 그러나 두 검정 결과가 일치하지 않아 일관성 있는 결론을 제시할 수는 없었다. 지면관계상 결과를 별도로 보고하지는 않으나 요청시 제공할 것임.

<표 2> 재벌소속기업과 대응기업의 성과(ROE) 차이 분석

$$ROE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 JDUMMY_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 MDETR_{i,t} + \alpha_4 DISIFCA_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

ROE는 자기자본이익률이며 JDUMMY는 재벌소속기업은 1, 대응기업은 0의 값을 갖는 디미변수이다. SIZE는 기업규모로 자산에 로그를 취한 값이며, MDETR는 시장가치부채비율로 기업의 시장가치 대비 부채의 장부가치 비율이다[부채 장부가치/(부채장부가치+주식의 시장가치)](외감법인의 경우는 장부가치부채비율을 사용함). DISIFCA는 개별기업들의 다각화정도를 나타내는 다각화지수이다. 외감법인의 경우 매출 구조에 대한 자료가 없어 다각화지수를 계산하지 못해 전체표본과 외감법인 분석에서는 관련다각화지수를 포함시키지 못하였다.

A : 전체기간 재벌소속기업 분석

변수	전체표본	유가증권시장	코스닥시장	외감법인
상수	-1.200(-3.58) ^a	0.052(0.11)	-4.098(-2.89) ^a	-1.592(-3.28) ^a
재벌소속더미	-0.037(-0.72)	-0.037(-2.10) ^b	0.038(0.064)	-0.020(-0.27)
규모	0.075(4.01) ^a	-0.003(-0.13)	0.248(2.90) ^a	0.104(3.77) ^a
부채비율	-0.767(-4.0) ^a	-0.087(-0.97)	-23.317(-1.59)	-1.158(-4.06) ^a
관련다각화지수	na	0.046(0.98)	0.978(1.30)	na
시장더미	포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
Adj. R ²	0.008	0.005	0.164	0.011
관측치 수	6,906	1,760	196	4,950

B : 세계금융위기 이전 재벌소속기업 분석

변수	전체표본	유가증권시장	코스닥시장	외감법인
상수	-1.320(-3.01) ^a	0.527(0.80)	-5.648(-2.43) ^b	-1.817(-2.93) ^a
재벌소속더미	0.011(0.16)	-0.034(-1.54)	0.072(0.94)	0.061(0.60)
규모	0.095(3.49) ^a	-0.018(-0.51)	0.304(2.46) ^b	0.136(3.42) ^a
부채비율	-0.949(-3.35) ^a	-0.107(-0.80)	-20.525(-1.68) ^c	-1.416(-3.38) ^a
관련다각화지수	na	0.046(0.62)	1.408(1.28)	na
시장더미	포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
Adj. R ²	0.008	-0.001	0.173	0.012
관측치 수	4,634	1,232	120	3,282

C : 세계금융위기 기간 재벌소속기업 분석

변수	전체표본	유가증권시장	코스닥시장	외감법인
상수	-0.461(-1.39)	-0.613(-2.28) ^b	-3.412(-1.51)	-0.399(-0.87)
재벌소속더미	-0.143(-2.62) ^a	-0.069(-2.26) ^b	0.008(0.09)	-0.184(-2.72) ^a
규모	0.042(2.01) ^b	0.039(2.93) ^a	0.184(1.52)	0.047(1.60)
부채비율	-0.472(-3.03) ^a	-0.155(-4.04) ^a	-35.146(-0.54)	-0.696(-3.10) ^a
관련다각화지수	na	-0.025(-0.70)	-0.163(-0.37)	na
시장더미	포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
Adj. R ²	0.018	0.085	0.048	0.023
관측치 수	2,272	528	76	1,668

<표 3> 재벌소속기업과 대응기업의 성과(ROE) 차이 분석(Winsorizing, 1%)

$$ROE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 JDUMMY_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 MDETR_{i,t} + \alpha_4 DISIFCA_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

ROE는 자기자본이익률이며 JDUMMY는 재벌소속기업은 1, 대응기업은 0의 값을 갖는 더미변수이다. SIZE는 기업규모로 자산에 로그를 취한 값이며, MDETR는 시장가치부채비율로 기업의 시장가치 대비 부채의 장부가치 비율이다 부채 장부가치/(부채장부가치+주식의 시장가치)(외감법인의 경우는 장부가치부채비율을 사용함). DISIFCA는 개별기업들의 다각화정도를 나타내는 다각화지수이다. 외감법인의 경우 매출 구조에 대한 자료가 없어 다각화지수를 계산하지 못해 전체표본과 외감법인 분석에서는 관련다각화지수를 포함시키지 못하였다.

A : 전체기간 재벌소속기업 분석

변수	전체표본	유가증권시장	코스닥시장	외감법인
상수	-0.332(-6.24) ^a	-0.418(-3.41) ^a	-2.544(-3.09) ^a	-0.357(-4.81) ^a
재벌소속더미	-0.028(-3.11) ^a	-0.033(-2.32) ^b	0.026(0.56)	-0.034(-2.96) ^a
규모	0.023(7.82) ^a	0.022(3.67) ^a	0.143(3.16) ^a	0.028(6.84) ^a
부채비율	-0.213(-9.08) ^a	-0.165(-6.70) ^a	-27.968(-2.84) ^a	-0.294(-9.29) ^a
관련다각화지수	na	0.080(3.40) ^a	0.303(1.95) ^c	na
시장더미	포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
Adj. R ²	0.038	0.102	0.140	0.042
관측치 수	6,906	1,760	196	4,950

B : 세계금융위기 이전 재벌소속기업 분석

변수	전체표본	유가증권시장	코스닥시장	외감법인
상수	-0.272(-3.97) ^a	-0.141(-1.05)	-2.878(-2.61) ^b	-0.371(-3.83) ^a
재벌소속더미	-0.021(-1.91) ^c	-0.024(-1.47)	0.031(0.58)	-0.024(-1.67) ^c
규모	0.024(6.42) ^a	0.017(2.59) ^a	0.157(2.69) ^a	0.032(5.83) ^a
부채비율	-0.225(-7.76) ^a	-0.227(-6.48) ^a	-18.308(-2.23) ^b	-0.285(-7.15) ^a
관련다각화지수	na	0.107(3.62) ^a	0.378(2.37) ^b	na
시장더미	포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
Adj. R ²	0.030	0.053	0.133	0.034
관측치 수	4,634	1,232	120	3,282

C : 세계금융위기 기간 재벌소속기업 분석

변수	전체표본	유가증권시장	코스닥시장	외감법인
상수	-0.199(-2.54) ^b	-0.603(-2.32) ^b	-2.609(-1.71) ^c	-0.138(-1.37)
재벌소속더미	-0.043(-2.75) ^a	-0.068(-2.30) ^b	0.017(0.20)	-0.054(-2.80) ^a
규모	0.020(4.58) ^a	0.038(2.99) ^a	0.141(1.73) ^c	0.021(3.52) ^a
부채비율	-0.218(-5.32) ^a	-0.156(-4.12) ^a	-41.098(-0.65)	-0.323(-6.10) ^a
관련다각화지수	na	-0.024(-0.69)	-0.040(-0.12)	na
시장더미	포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
Adj. R ²	0.033	0.086	0.036	0.045
관측치 수	2,272	528	76	1,668

포함하지는 않았지만 추정에서는 필요한 경우 연도더미와 시장더미를 사용하고 사용여부를 표에 표기한다.

<표 2>에서 전체기간 분석결과인 패널 A는 유가증권시장에서 재벌소속기업의 성과가 일반기업의 성과보다 낮음을 보여준다. 세계금융위기를 중심으로 금융위기 이전인 패널 B에서는 재벌의 낮은 경영성과가 확인되지 않는다. 그러나 금융위기 기간 분석결과인 패널 C에서는 유가증권시장과 외감법인기업 분석에서 낮은 성과가 확인되고 있다. <표 2>의 결과는 금융위기 기간에 재벌소속기업의 성과가 일반기업의 성과보다 좋지 않았음을 보여준다. 이러한 결과는 재벌의 내부자본시장이 금융위기와 같은 외부 충격의 영향을 완화시킬 수 있을 것이라는 예상과는 일치하지 않는 것이다.

원저라이징을(1%) 하여 식 (1)을 추정한 결과인 <표 3>에서는 재벌소속기업들의 성과가 일반기업들의 성과보다 낮다는 <표 2>의 결과가 극단적인 값에 의한 결과가 아님을 확인시켜주고 있다. <표 3> 패널 A의 유가증권시장기업 분석에서 관련다각화정도 계수가 유의적인 양의 값으로 추정되고 있다. 이는 재벌의 관련다각화가 경영성과에 긍정적인 영향을 준다는 것을 의미하는 것으로 Bae, Kwon, and Lee(2011)의 연구결과와 일관성이 있는 결과이다. 기간별 분석 결과인 패널 B와 패널 C를 비교하면 관련다각화의 긍정적인 효과는 금융위기 이전 기간에 나타난 특성을 알 수 있다. 규모도 양수의 유의적인 값으로 추정되고 있는데 이러한 결과는 기업집단의 규모가 기업집단의 경제적 성과 특성과 밀접한 관계를 가질 수 있다는 George and Kabir(2008)의 분석결과와 일관성이 있는 결과이다.

<표 2>와 <표 3>의 내용을 기준으로 판단해 볼 때 재벌소속기업의 경영성과가 일반기업의 경영성과보다 높다고 할 수 없어 대립가설 I에 대응하는 귀무가설은 기각할 수 없다. 즉, 소속기업들의 경영성과를 일반기업(대응기업)의 경영성과와 비교할 때 재벌이 높은 경영성과를 창출하고 있었다는 증거는 없다. 그러나 재벌에 속한 기업들이 대규모 기업이고 다각화를 많이 한 기업이라는 점을 고려하면 재벌소속기업이 일반기업보다 경영성과가 높을 수 있는 측면이 있다. 즉, 규모와 다각화정도 등이 한국 재벌의 독특한 특성이라면 규모나 다각화정도가 갖는 기업성과와의 양(+)의 관계는 재벌기업이 일반기업보다 높은 경영성과를 내고 있다는 주장의 근거가 될 수 있을 것이다. 정리하지는 않았지만 통제변수를 사용하지 않은 단변량 분석의 결과는 이러한 가능성을 확인시켜 주었다.

<표 4>는 재벌소속기업을 대상으로 일가의 소유지분정도가 해당기업의 경영성과에 영향을 미치고 있는지의 여부를 분석한 결과를 정리한 것이다. 모형 1은 일가가 해당 기업에 대해 직접 보유하고 있는 소유지분(직접소유지분)을 설명변수로 사용한 경우이고, 모형 2는 직접소유지분과 함께 계열사에 의한 지분보유를 통해 간접적으로 소유한 간접소유지분을

합한 전체소유지분을 설명변수로 사용한 경우이다. 전체기간의 결과인 패널 A에서 직접소유지분은 재벌소속기업의 성과와 유의적인 양의 관계가 있다. 특히, 외감법인에서 이러한 관계가 유의적으로 나타나고 있다. 외감법인의 소유지분과 경영성과가 양의 유의적인 관계가 있다는 것은 외감법인이 대응기업에 비해 상대적으로 낮은 경영성과를 내고 있었다는 <표 2>, <표 3>의 결과와 대조적인 결과이다. 이 결과는 재벌소속기업 중에 외감법인은 전체적으로는 대응기업에 비해 경영성과가 낮지만 경영성과는 소유지분에 비례해 증가함을 의미한다. 기간별 분석인 패널 B와 패널 C를 비교해 보면 전체기간의 결과는 세계금융위기 이전 즉, 기업들이 외부의 충격을 크게 받지 않고 경영활동을 수행하던 기간에 나타난 결과라고 할 수 있다.

<표 4> 재벌일가의 소유지분과 재벌소속기업 성과 간의 관계분석

$$ROE_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 SHARHO_{j,t} + \beta_2 SIZE_{j,t} + \beta_3 MDETR_{j,t} + \beta_4 DISIFCA_{j,t} + \omega_{j,t} \quad (2)$$

ROE는 자기자본이익률, SHARHO는 재벌일가(동일인과 친족)가 소유한 소유지분, SIZE는 기업규모로 자산에 로그를 취한 값이며, MDETR는 시장가치부채비율로 기업의 시장가치 대비 부채의 장부가치 비율이다[부채 장부가치/(부채장부가치+주식의 시장가치)](외감법인의 경우는 장부가치부채비율을 사용함). DISIFCA는 개별기업들의 다각화정도를 나타내는 다각화지수이다. 외감법인의 경우 매출 구조에 대한 자료가 없어 다각화지수를 계산하지 못해 전체표본과 외감법인 분석에서는 관련다각화지수를 포함시키지 못하였다.

A : 전체기간분석

변수	전체표본		유가증권시장		코스닥시장		외감법인	
	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2
상수	-1.525 (-2.74) ^a	-1.571 (-2.79) ^a	-0.540 (-2.50) ^b	-0.549 (-2.40) ^b	-0.861 (-0.94)	-0.634 (-0.76)	-1.812 (-2.80) ^a	-1.874 (-2.85) ^a
직접소유지분	0.199 (2.89) ^a		0.056 (1.25)		-0.397 (-0.95)		0.213 (2.75) ^a	
전체소유지분		0.175 (2.04) ^b		0.048 (0.87)		-0.541 (-1.02)		0.195 (1.99) ^b
규모	0.084 (2.88) ^a	0.087 (2.93) ^a	0.027 (2.76) ^a	0.027 (2.66) ^a	0.096 (1.44)	0.085 (1.49)	0.106 (2.81) ^a	0.109 (2.86) ^a
부채비율	-0.837 (-4.76) ^a	-0.843 (-4.80) ^a	-0.187 (-3.92) ^a	-0.188 (-3.91) ^a	-16.101 (-0.63)	-4.096 (-0.13)	-1.096 (-4.45) ^a	-1.105 (-4.48) ^a
관련다각화 지수	na	na	0.055 (1.58)	0.057 (1.60)	1.552 (1.45)	1.706 (1.43)	na	na
시장더미	포함	포함	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
Adj. R ²	0.027	0.027	0.077	0.077	0.191	0.203	0.031	0.031
관측치 수	3,453	3,453	880	880	98	98	2,475	2,475

B : 세계금융위기 이전 기간 분석

변수	전체표본		유가증권시장		코스닥시장		외감법인	
	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2
상수	-1.570 (-2.13) ^b	-1.664 (-2.17) ^b	-0.326 (-1.75) ^c	-0.333 (-1.66) ^c	-1.946 (-1.17)	-1.513 (-1.08)	-1.905 (-2.23) ^b	-2.024 (-2.28) ^b
직접소유지분	0.244 (3.11) ^a		0.071 (1.14)		-0.319 (-0.70)		0.256 (3.01) ^a	
전체소유지분		0.287 (3.01) ^a		0.054 (0.73)		-0.680 (-0.97)		0.316 (2.94) ^a
규모	0.083 (2.18) ^b	0.088 (2.22) ^b	0.018 (1.92) ^c	0.018 (1.82) ^c	0.152 (1.36)	0.131 (1.38)	0.106 (2.15) ^b	0.111 (2.19) ^b
부채비율	-0.728 (-3.69) ^a	-0.742 (-3.71) ^a	-0.233 (-4.01) ^a	-0.232 (-3.90) ^a	-8.581 (-0.33)	-0.557 (-0.02)	-0.954 (-3.34) ^a	-0.972 (-3.36) ^a
관련다각화 지수	na	na	0.080 (1.83) ^c	0.083 (1.86)	1.787 (1.37)	2.062 (1.38)	na	na
시장더미	포함	포함	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함
Adj. R ²	0.022	0.023	0.078	0.077	0.197	0.217	0.026	0.027
관측치 수	2,317	2,317	616	616	60	60	1,641	1,641

C : 세계금융위기 기간 분석

변수	전체표본		유가증권시장		코스닥시장		외감법인	
	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2
상수	-1.300 (-1.63)	-1.251 (-1.70) ^c	-0.863 (-1.739) ^c	-0.878 (-1.68) ^c	-0.167 (-0.34)	-0.299 (-0.54)	-1.257 (-1.50)	-1.209 (-1.57)
직접소유지분	0.105 (0.76)		0.036 (0.50)		-0.242 (-0.51)		0.137 (0.89)	
전체소유지분		-0.039 (-0.22)		0.045 (0.49)		0.014 (0.04)		-0.026 (-0.13)
규모	0.086 (1.94) ^c	0.084 (2.02) ^b	0.044 (2.16) ^b	0.045 (2.09) ^b	0.014 (0.55)	0.021 (0.73)	0.100 (1.82) ^c	0.099 (1.89) ^c
부채비율	-1.073 (-3.06) ^a	-1.074 (-3.08) ^a	-0.103 (-1.19)	-0.102 (-1.18)	-56.363 (-0.76)	-52.604 (-0.70)	-1.364 (-3.01) ^a	-1.361 (-3.03) ^a
관련다각화 지수	na	na	-0.052 (-1.10)	-0.050 (-1.05)	0.411 (0.92)	0.261 (0.69)	na	na
시장더미	포함	포함	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함	불포함
Adj. R ²	0.035	0.035	0.102	0.103	-0.056	-0.065	0.042	0.042
관측치 수	264	264	38	38	834	834	1,136	1,136

소유지분과 경영성과와의 관계는 전체기간 분석에서는 직접소유지분과 경영성과와의 관계가 전체소유지분과 경영성과와의 관계보다 더 유의적으로 나타나고 있다. 그러나 소유지분과 경영성과와의 관계가 유의적으로 나타난 위기이전 기간 분석결과를 보면 유의성에 차이가 없으며 계수값은 전체소유지분에서 크게 추정되고 있다. 이러한 결과는 재벌소속기업의 경영성과가 일가가 직접적으로 소유한 소유지분은 물론, 간접소유지분까지를 포함한 전체 소유지분의 크기와 관련되어 있음을 의미하는 것이다. 이것은 재벌의 의사결정에서 간접적으로 소유한 소유지분도 고려대상이 되고 있음을 지지하는 결과이다. 그러나 금융위기 기간에는 이러한 관계가 유의적이지 않아 소유지분과 경영성과와의 관계가 항상 유지되는 것은 아님을 보여주고 있다.

소유지분과 경영성과와의 관계를 분석한 <표 4>의 내용은 재벌소속기업들의 성과가 재벌일가가 보유한 소유지분과 밀접한 관계가 있음을 확인시켜주고 있다. 그러나 이러한 결과는 주로 외감법인 기업들에서 나타나고 있는 현상이며 유가증권시장이나 코스닥 시장에서는 유의적으로 나타나지 않고 있음도 확인시켜주고 있다. 특히, 소유지분과 경영성과와의 관계는 외부의 충격이 크지 않은 일반적인 상황에서 나타나는 현상이라고 할 수 있다. 지면관계상 정리하지는 않았지만 원저라이징을 하여 추정한 계수도 내용상 동일한 결과를 보여준다.

<표 4>의 분석결과는 전체적으로는 재벌 일가의 소유지분이 재벌소속기업의 경영성과와 관련이 있어 가설 II의 귀무가설을 기각할 수 있음을 지지하고 있다. 그러나 거래소 상장기업들에서는 이러한 관계가 나타나지 않아 소유지분과 경영성과와의 양의 관계가 일반적인 현상이라고 할 수는 없다.

<표 5>는 지배지분과 직접소유지분의 차이로 계산한 소유지배피리도와 재벌소속기업의 경영성과 관계를 식 (3)을 이용해 추정한 결과이다. 전체기간 분석결과인 패널 A를 보면 소유지배피리도는 기업의 성과와 10% 유의수준에서 음의 유의적인 관계가 있다. 즉, 소유지배피리도가 클수록 경영성과는 낮다. 이러한 결과는 외감법인에서 나타난 결과이다. 그러나 표본을 기간별로 나누어 분석을 해 보면 두 기간 모두에서 소유지배피리도 계수는 유의성이 없다.

한편, 원저라이징(1%)을 하여 식 (3)을 추정한 결과인 <표 6>을 보면 <표 5>에 비해 소유지배피리도 계수의 유의성이 크게 높아졌다. 특히, 금융위기 기간에 외감법인 분석에서 소유지배피리도의 계수가 음수의 유의적인 값으로 추정된다. 이러한 결과는 금융위기 동안 재벌이 소유지배피리도가 높은 외감법인의 경영성과를 이전했을 가능성을 시사하는 것이다. 지면관계상 정리하지는 않았지만 전체보유지분을 기준으로 소유지배피리도를

<표 5> 재벌소속기업의 소유지배피리도와 성과 관계분석

$$ROE_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 CONTEDIF_{j,t} + \gamma_2 SIZE_{j,t} + \gamma_3 MDETR_{j,t} + \gamma_4 DISIFCA_{j,t} + \psi_{j,t} \quad (3)$$

ROE는 자기자본이익률이며, CONTEDIF는 소유지배피리도, SIZE는 기업규모로 자산에 로그를 취한 값이며, MDETR는 시장가치부채비율로 기업의 시장가치 대비 부채의 장부가치 비율이다[부채 장부가치/(부채장부가치+주식의 시장가치)](외감법인의 경우는 장부가치부채비율을 사용함). DISIFCA는 개별기업들의 다각화정도를 나타내는 다각화 지수이다. 외감법인의 경우 매출 구조에 대한 자료가 없어 다각화지수를 계산하지 못해 전체표본과 외감법인 분석에서는 관련다각화지수를 포함시키지 못하였다.

A : 전체기간 분석

변수	전체표본	유가증권시장	코스닥시장	외감법인
상수	-1.398(-2.65) ^a	-0.558(-2.72) ^a	-0.872(-0.91)	-1.647(-2.73) ^a
소유지배피리도	-0.116(-1.86) ^c	0.039(0.60)	-0.107(-0.61)	-0.127(-1.75) ^c
규모	0.080(2.81) ^a	0.027(2.96) ^a	0.099(1.45)	0.102(2.77) ^a
부채비율	-0.823(-4.75) ^a	-0.187(-3.82) ^a	-9.982(-0.35)	-1.080(-4.44) ^a
관련다각화지수	na	0.059(1.62)	1.388(1.47)	na
시장더미	포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
Adj. R ²	0.026	0.077	0.185	0.030
관측치 수	3,453	880	98	2,475

B : 금융위기 이전기간 분석

변수	전체표본	유가증권시장	코스닥시장	외감법인
상수	-1.139(-1.59)	-0.240(-1.11)	-3.488(-1.23)	-1.287(-1.63)
소유지배피리도	-0.115(-1.40)	0.125(1.54)	-0.078(-0.35)	-0.142(-1.48)
규모	0.079(2.17) ^b	0.021(2.02) ^b	0.192(1.27)	0.101(2.14) ^b
부채비율	-0.736(-3.73) ^a	-0.289(-4.69) ^a	-1.256(-0.06)	-0.930(-3.36) ^a
관련다각화지수	na	0.087(1.84) ^c	1.666(1.23)	na
시장더미	포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	불포함	불포함	불포함	불포함
Adj. R ²	0.018	0.053	0.132	0.020
관측치 수	2,317	616	60	1,641

C : 금융위기 기간 분석

변수	전체표본	유가증권시장	코스닥시장	외감법인
상수	-1.110(-1.38)	-0.603(-1.81) ^c	-0.563(-0.83)	-0.996(-1.19)
소유지배피리도	-0.142(-1.62)	-0.143(-1.21)	0.146(0.92)	-0.159(-1.53)
규모	0.081(1.83) ^c	0.036(2.35) ^b	0.029(0.87)	0.095(1.72)
부채비율	-1.067(-3.06) ^a	-0.113(-1.38)	-49.713(-0.72)	-1.352(-2.99) ^a
관련다각화지수	na	-0.056(-1.12)	0.294(1.03)	na
시장더미	포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	불포함	불포함	불포함	불포함
Adj. R ²	0.036	0.098	-0.025	0.043
관측치 수	1,136	264	38	834

<표 6> 재벌소속기업의 소유지배과리도와 성과 관계분석(Winsorizing, 1%)

$$ROE_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 CONTEDIF_{j,t} + \gamma_2 SIZE_{j,t} + \gamma_3 MDETR_{j,t} + \gamma_4 DISIFCA_{j,t} + \psi_{j,t} \quad (3)$$

ROE는 자기자본이익률이며, CONTEDIF는 소유지배과리도, SIZE는 기업규모로 자산에 로그를 취한 값이며, MDETR는 시장가치부채비율로 기업의 시장가치 대비 부채의 장부가치 비율이다[부채 장부가치/(부채장부가치+주식의 시장가치)] (외감법인의 경우는 장부가치부채비율을 사용함). DISIFCA는 개별기업들의 다각화정도를 나타내는 다각화지수이다. 외감법인의 경우 매출 구조에 대한 자료가 없어 다각화지수를 계산하지 못해 전체표본과 외감법인 분석에서는 관련다각화지수를 포함시키지 못하였다.

A : 전체기간 분석

변수	전체표본	유가증권시장	코스닥시장	외감법인
상수	-0.444(-4.39) ^a	-0.498(-2.80) ^a	-0.511(-1.02)	-0.383(-3.57) ^a
소유지배과리도	-0.067(-3.13) ^a	0.020(0.37)	0.008(0.10)	-0.080(-3.42) ^a
규모	0.029(6.11) ^a	0.024(3.19) ^a	0.038(1.41)	0.032(5.60)
부채비율	-0.306(-8.36) ^a	-0.174(-4.29) ^a	-28.528(-1.57)	-0.351(-7.35) ^a
관련다각화지수	na	0.051(1.56)	0.416(2.53)	na
시장더미	포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
Adj. R ²	0.063	0.108	0.123	0.061
관측치 수	3,453	880	98	2,475

B : 금융위기 이전기간 분석

변수	전체표본	유가증권시장	코스닥시장	외감법인
상수	-0.353(-2.86) ^a	-0.152(-0.99)	-0.722(-1.20)	-0.343(-2.58) ^a
소유지배과리도	-0.035(-1.32)	0.097(1.55)	-0.040(-0.54)	-0.057(-1.091) ^c
규모	0.028(4.71) ^a	0.016(2.32) ^b	0.044(1.35)	0.032(4.30) ^a
부채비율	-0.280(-6.35) ^a	-0.269(-5.61) ^a	-17.214(-1.43)	-0.289(-4.95) ^a
관련다각화지수	na	0.075(1.81) ^c	0.434(2.24) ^b	na
시장더미	포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	불포함	불포함	불포함	불포함
Adj. R ²	0.040	0.074	0.106	0.037
관측치 수	2,317	616	60	1,641

C : 금융위기 기간 분석

변수	전체표본	유가증권시장	코스닥시장	외감법인
상수	-0.367(-2.38) ^b	-0.589(-1.84) ^c	-0.563(-0.83)	-0.197(-1.37)
소유지배과리도	-0.136(-3.87) ^a	-0.138(-1.21)	0.146(0.92)	-0.143(-3.84) ^a
규모	0.031(4.05) ^a	0.035(2.39) ^b	0.029(0.87)	0.031(3.55) ^a
부채비율	-0.397(-6.02) ^a	-0.116(-1.46)	-49.713(-0.72)	-0.479(-5.81) ^a
관련다각화지수	na	-0.056(-1.12)	0.294(1.03)	na
시장더미	포함	불포함	불포함	불포함
연도더미	불포함	불포함	불포함	불포함
Adj. R ²	0.090	0.100	-0.025	0.100
관측치 수	1,136	264	38	834

계산하여 종속변수로 하여 추정한 결과도 내용상 동일하였다.

<표 5>와 <표 6>의 결과는 소유지배과리도가 기업의 경영성과에 미치는 부정적인 영향은 주로 외감법인에서 나타나는 현상이며, 금융위기에 집중적으로 나타난 현상임을 보여주고 있다. 소유지배과리도와 경영성과와의 관계를 설정하고 있는 가설 III의 귀무가설은 전체적으로는 기각할 수 있지만 관심의 대상이 되고 있는 상장기업의 경우는 유의적인 관계가 나타나지 않아 소유지배과리도와 경영성과와의 관계를 일반화하는 데는 주의가 필요하다.

재벌소속기업과 대응기업간의 경영성과를 기간별로 분석한 결과는 재벌기업의 상대적 성과가 외부환경과 밀접한 관련이 있음을 보여준다. 재벌기업의 대응기업에 대한 상대적 경영성과는 세계금융위기 동안이 위기 이전에 비해 낮게 나타났다. 소유지분과 경영성과의 양의 관계는 주로 금융위기 이전의 결과였고, 소유지배과리도와 경영성과의 음의 관계는 주로 금융위기 동안의 결과였다. 이러한 분석결과로 판단할 때, 가설 IV의 귀무가설은 기각할 수 없다. 즉, 재벌이 이전 기간에 비해 금융위기 기간에 상대적으로 양호한 성과를 내고 있었다는 증거가 있다고 할 수 없다. 한편, 이처럼 재벌의 성과 특성이 기간별로 차이가 있는 것을 경영성과의 이전이라는 측면에서 이해한다면 외부 환경의 상황에 따라 자본의 이동 방향이 다르다는 일본 재벌에 대한 분석결과(Dow and McGuire, 2009)와 일관성이 있는 결과로 이해할 수 있다.

V. 결 론

재벌소속기업과 재벌에 속하지 않은 일반기업들의 경영성과 차이와 성과 특성을 비교 분석하였다. 대응표본을 구성하여 재벌소속기업의 경영성과와 일반기업의 경영성과를 비교 분석한 결과 유가증권시장기업과 외감법인의 경우 재벌소속기업이 일반기업에 비해 경영성과가 유의적으로 낮은 것으로 분석되었다. 이러한 차이는 특히, 금융위기 기간에 유의적으로 나타나 대규모 기업집단이 금융위기 대처에 취약할 수 있음을 보여주었다.

또한, 재벌소속기업 내에서 소유지분이 높으면 경영성과도 높은 관계를 확인할 수 있었는데 이러한 관계는 금융위기 이전 외감법인을 대상으로 한 분석의 결과였다. 이러한 결과는 보통의 경제 상황에서 재벌이 소속된 외감법인 중에 재벌일가의 소유지분이 높은 기업의 경영성과가 높아질 수 있도록 영향력을 행사했을 수 있음을 시사하는 결과이다. 경영성과와 소유지배과리도 간의 음(-)의 관계는 금융위기 동안에 외감법인 분석결과에서 나타나고 있다. 이러한 결과는 금융위기 동안에 재벌이 외감법인 중에 소유지배과리도가

큰 기업의 경영성과를 소유지분이 커서 소유지배피리도가 낮은 기업으로 이전하는 방향으로 영향력을 행사했을 수 있음을 지지하는 결과이다.

분석결과는 재벌기업집단에 의한 소유지분을 기준으로 한 경영성과의 이전이나 소유지배피리도를 전제로 한 경영성과 이전이 외감법인을 중심으로 이루어지고 있음을 보여주고 있다. 외감법인의 경우 직접적으로 소유하고 있는 소유지분과 계열사가 소유한 간접소유지분을 합한 전체 소유지분이 거래소상장기업보다 높은 점은 재벌이 외감법인의 경영에 상장기업과는 다른 기준의 관심을 가질 수 있음을 추론하게 한다. 또한, 재벌소속 상장기업의 경우 소유지분과 소유지배피리도가 경영성과와 유의적인 관계가 있는 것으로 확인되지 않아 상장기업을 대상으로 한 재벌에 대한 규제제도가 어느 정도 효율적으로 작동하고 있음을 확인시켜주고 있다.

분석결과를 정리하면, 분석기간에 재벌기업이 일반기업에 비해 한국경제에 일반기업과 다른 긍정적인 영향을 주었다고 할 수는 없었다. 그러나 외감법인을 중심으로 소유지분을 고려하여 경영성과를 이전 시키는 특성이 나타나고 있어 향후 재벌의 부정적인 영향을 최소화하기 위해서는 외감법인을 염두에 둔 제도의 마련이 필요하다고 할 수 있다.

참 고 문 헌

- 강준구, 백재승, “기업집단(재벌)의 효율성과 주주 부의 극대화 : 신주발행을 중심으로”, 재무연구, 제15권 제1호, 2002, 1-47.
- 강준구, 백재승, “국내 기업의 자본조달정책의 효율성에 관한 실증연구”, 재무연구, 제16권 제1호, 2003, 69-113.
- 강형철, 박경서, “가족기업의 상장의사결정에 관한 연구”, 재무연구, 제24권 제1호, 2011, 41-89.
- 국찬표, 강윤식, “지배구조가 투자에 미치는 영향 : 과대 및 과소 투자기업을 중심으로”, 재무관리연구, 제28권 제1호, 2011, 133-164.
- 김동회, 김동욱, 김병근, “소유경영기업과 전문경영기업의 소유 지배피리도와 기업가치”, 금융공학연구, 제10권 제1호, 2011, 67-97.
- 김수경, 이경희, “선진국과 ASEAN 주식시장 간의 전연효과에 대한 연구”, 기업경영연구, 제19권 제4호, 2012, 65-85.
- 김창수, “재벌기업집단의 내부자본시장과 투자”, 한국증권학회지, 제39권 제4호, 2010, 611-641.
- 박대균, 윤정선, 조봉환, “재벌기업의 투자결정요인에 관한 연구”, 재무관리연구, 제26권 제4호, 2009, 35-61.
- 박범진, “기업지배구조가 재무분석가의 이익 예측오차와 정확성에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제27권 제1호, 2010, 31-62.
- 박형철, 박경서, 장하성, “기업집단의 계열사간 거래의 결정요인”, 재무연구, 제19권 제1호, 2006a, 77-118.
- 박형철, 박경서, 장하성, “한국 재벌기업집단의 그룹구조 결정요인에 관한 연구”, 재무연구, 제19권 제1호, 2006b, 187-230.
- 송재성, 박광주, 박종원, “과생산품 사용이 한국기업의 정보비대칭에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제28권 제1호, 2011, 165-196.
- 유대상, “금리차익거래 유인분석 : 실증분석 및 정책적 시사점”, 한국증권학회지, 제40권 제1호, 2011, 195-218.
- 장지호, 김정렬, “한국사회에서의 재벌 담론에 관한 소고”, 대한정치학회보, 제18집 제3호, 2011, 111-134.
- Bae, C. S., T. H. Kwon, and J. W. Lee, “Does Corporate Diversification by Business

- Group Create Value? Evidence from Korean Chaebols?," *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, (2011), 535-553.
- Chang, S. J. and U. H. Choi, "Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups : A Transactions Cost Approach," *The Journal of Industrial Economics*, XXXVII(2), (1988), 141-158.
- Dow, Sandra and Jean McGuire, "Propping and Tunneling : Empirical Evidence from Japanese Keiretsu," *Journal of Banking and Finance*, 33(10), (2009), 1817-1828.
- George, Rejie and Rezaul Kabir, "Business Groups and Profit Redistribution : A boon or Bane for Firms?," *Journal of Business Research*, 61, (2008), 1004-1014.
- Gomes, Joao F. and Lukas Schmid, "Levered Returns," *Journal of Finance*, LXV(2), (2010), 467-494.
- Gopalan, R. and V. Nanda and A. Seru, "Affiliated firms and financial support : evidence from Indian Business Groups," *Journal of Finance Economics*, 86(3), (2007), 759-795.
- Jho, S. W., "Corporate Governance and Firm Profitability : Evidence from Korea Before the Economic Crisis," *Journal of Financial Economics*, 68, (2003), 287-322.
- Khanna, T. and J. Rivkin, "Estimating the Performance Effect of Business Groups in Emerging Markets," *Strategic Management Journal*, 22(1), (2001), 45-74.
- Khanna, Tarun and Krishna Palepu, "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups," *Journal of Finance*, 55, (2000), 867-891.
- Lemmon, M. and K. Lins, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value : Evidence from the East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance*, 58(4), (2003), 1445-1468.
- Lee, S. W., K. W. Park, and H. H. Shin, "Disappearing Internal Capital Markets : Evidence from Diversified Business Group in Korea," *Journal of Banking and Finance*, 33, (2009), 326-334.
- Lins, K. and H. Servaes, "Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?," *Financial Management*, 31, (2002), 5-31.
- Mitton, T., "A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 64, (2002), 215-241.

Analysis on the Business Groups and Performance

Taek Ho Kwon*

〈abstract〉

This study examines whether the performance of Chaebol affiliated firms is greater than that of other non-Chaebol affiliated firms. Using data from Korea Fair Trade Commission during 2001~2008, the paper finds that the performance of Chaebol affiliated firms is not greater than that of non-Chaebol affiliated firms. In publicly trade firms, the ownership rights and the control-ownership disparity is not significantly related with the performance of Chaebol affiliated firms. However, for the outside auditing firms of Chaebol affiliated firms, the ownership right is related with firm performance positively and the control-ownership disparity is negatively related with firm performance. Test results also show that relative performance of Chaebol firms to Non-Chaebol firms is variable depend on overall economic condition. Evidence suggests that the authorities concerned should pay attention to outside auditing firms when they monitor Chaebol's business policy.

Keywords : Chaebol, Ownership Right, Control-Ownership Disparity, Firm Performance, Matching Firm, Global Financial Crisis, Outside Auditing Firms

* Chungnam National University