

한국의 기업집단이 계열기업의 수익성에 미치는 효과분석

장세진

고려대학교 경영대학
(schang@kuccnx.korea.ac.kr)

홍재범

한국신용평가(주)
(jhhong@kislinc.co.kr)

본 연구는 Schmalensee와 Rumelt가 미국의 다각화된 기업 내의 개별사업 단위의 수익성에 기업본부, 개별사업, 산업 등이 각각 얼마만큼의 영향을 주는 가를 분석한 방법을 한국의 기업집단 소속 계열기업에 적용하여, 계열기업 수익성의 분산을 기업집단효과, 계열기업효과, 참여산업효과로 분해하였다. 그 결과, 기업집단효과는 미국과는 달리 한국에서는 크게 나타났다. 즉, 자본시장이 불완전하고 요소시장도 발달되지 못한 한국의 경영환경에서 기업집단이 내부화로 시장의 불완전성을 극복하는 기능이 있음을 보여준다. 단, 기업집단효과는 30대 대규모 기업집단보다는 30대 이상의 소규모 기업집단에서 크게 나타났다.

I. 서 론

「기업의 수익성의 원천이 어디에 있는가」는 경제학 또는 경영학에서 수많은 연구가 이루어진 문제이다. 경제학에서는 전통적으로 기업의 수익성의 원천으로 산업을 중시해 왔으며 특히 산업조직론에서는 산업구조를 중시하여 기업간에 수익성 차이가 시장구조의 불완전성에 기인한다고 하였다. 이에 반해 경영학에서는 기업의 수익성의 원천으로 기업을 중시해 왔으며 특히 전략경영론에서는 초과이윤 획득의 원천이 기업간의 경영자원과 전략의 차이에 기인한다고 보고 있다. 이와 같이 기업의 수익성의 원천에 대하여 상이한 시각이 존재하고 있으므로 이를 좁히기 위하여 많은 연구가 수행되었다. 본 연구는 「기업의 수익성의 원천이 산업, 기업, 또는 기업 내 사업부에 있는 가」를 한국의 기업집단

에 소속한 계열기업을 대상으로 규명하고자 한다.

경제학자인 Schmalensee(1985)는 1975년 미국 Federal Trade Commission (FTC) Line of Business Database 자료에 근거하여 개별사업 단위의 수익성 분산을 분해한 결과, 다각화된 기업의 기업본부(corporate headquarters)가 개별사업 단위의 수익성에 미치는 효과는 미미한 반면, 산업이 수익성의 많은 부분을 결정한다고 주장하였다. 이어 전략경영분야의 Rumelt(1991)는 Schmalensee가 사용한 FTC 자료를 4개년간(1974년-1977년)으로 확장하여, 기업 및 산업뿐만 아니라 사업부를 도입하여 개별사업부의 수익성의 원천이 기업본부, 산업, 사업부가 각각 얼마나 설명하고 있는 가에 대한 연구를 실시하였다. 그 결과, Rumelt는 사업부가 개별사업 단위의 수익성을 크게 좌우하고, 이어 산업이 수익성에 약간 영향을 미치며, 다각화된 기업의 기업본부는 개별

사업 단위의 수익성에 극히 미미한 영향을 미친다는 결과를 제시하였다.

Schmalensee와 Rumelt의 연구결과에서 기업 본부의 효과가 미미하게 나타난 것은 기업 전체의 수익성이 개별사업 단위의 수익성을 단순 합산한 것과 같다는 것이다. 이는 다각화된 기업의 본부가 개별사업 단위의 수익성에 전혀 영향을 미치지 못한다는 것을 의미하며, 개별사업 단위의 수익성이 개별사업단위가 참여하고 있는 산업구조와 보유한 경영자원에 의해 전적으로 결정된다는 것이다. 예를 들어, 미국 식품분야의 한 사업부를 다른 기업에게 매각하더라도, 그 사업부의 성과는 그 사업부가 소속하는 산업의 구조적 특성과 그 사업부가 보유한 특유의 경영자원에 의하여 결정될 뿐, 그 사업부가 어떤 기업에 소속하는 지에 대한 여부는 전혀 영향을 주지 못한다는 것이다.

이러한 결과를 한국이라는 상황 하에서 재해석하면 “재벌”이라 호칭되는 기업집단이 계열기업의 수익성에 대해서 미치는 영향이 미미하다는 것으로, 기업집단의 존재의미가 전략적으로 없다는 것이다. 예를 들어, 현대그룹에 소속하고 있는 현대전자의 수익성은 현대전자 특유의 경영자원과 반도체산업의 전반적인 수익성에 따라 결정될 뿐, 현대전자가 삼성전자 또는 다른 기업(기업집단)에 매각되더라도 현대전자의 수익률에는 별다른 변동이 없다는 것이다. 따라서 Schmalensee와 Rumelt의 연구 결과는 한국에서 기업집단이 존재하는 이유를 정면으로 부인한다고 할 수 있다. 또한, 다각화된 기업(기업집단)의 기업본부가 계열기업의 수익성에 전혀 영향을 주지 못한다는 결론은 최근 한국에서 논의되고 있는 바와 같이 빅딜(Big Deal)에 의하여 다른 기업집단에게 매각되더라도 그들 개별기업의 수익성은 변동이 없다는 것을 의미한다.

한국에서는 “재벌”이라 호칭되는 대규모 기업집단의 성과에 대하여 많은 연구가 이루어져 왔으나 그 경제적 성과에 대한 실증연구는 많지 않다. 최근 “재벌”의 무분별한 투자행위가 외환위기에 대한 원인이라는 비판적인 시각이 확산되고 있는 상황에서 본 연구는 객관적인 시각으로 “재벌”이 계열기업의 성과에 미치는 영향을 규명해 보고자 한다. 이를 위해 본 연구에서는 Schmalensee와 Rumelt의 연구를 한국을 대상으로 재검증하였다. 이러한 연구는 기존 연구의 일반화와 함께 현재와 같이 대규모 구조조정이 이루어지는 시기에 대규모 기업집단의 전략적 존재의미를 파악하는 데 도움이 될 것으로 생각한다.

II. 선행연구의 흐름 및 한계

2.1 기업의 수익성의 원천에 대한 기존 연구

2.1.1 수익성의 원천을 산업과 사업부에 귀속시키는 연구흐름

Schmalensee(1985)는 1975년 FTC의 자료에 기초하여 사업부의 수익률 분산을 기업효과, 시장점유율효과, 산업효과 3가지 주요요소로 분해하였다. 분석결과, 산업효과가 사업부의 수익성을 설명하는 데 가장 중요한 요소이며, 시장점유율로 측정된 사업부효과는 기업의 수익성에 약간 영향을 미치고 기업효과는 전혀 존재하지 않는다는 결과를 제시하였다

Rumelt(1991)는 Schmalensee의 연구가 1975년 한 해에 근거하였다는 점을 지적하고 이를

1975년에서 1977년까지 4개년 자료로 확장하고, 기업 외에 사업부효과와 연도효과를 추가하여 Schmalensee의 연구를 재검증하였다. 그 결과, 사업부의 수익성에 미치는 기업효과는 미미한 것으로 나타났으며 산업효과는 Schmalensee의 연구결과 보다는 작지만 안정되게 나타났고 사업부효과는 가장 크게 나타났다.

이들 연구에서 공통적으로 나타나는 것은 기업효과가 미미하다는 것으로서, 다각화와 같은 기업수준의 전략은 중요하지 않으며, 산업구조분석이나 Porter류의 사업부 수준의 경쟁전략이 수익성에 큰 영향을 미친다는 것이다. 즉, Schmalensee와 Rumelt의 차이는 사업부의 수익성의 원천으로서 Schmalensee는 산업을, Rumelt는 사업부를 각각 중시한다는 점이다.

Schmalensee의 주장은 전통적인 신고전파경제학에 기초한 것으로, 규모의 경제에 기초하지 않는 한, 수익성 차이는 일시적인 현상이라는 것이다. 산업의 수익성이 높게 나타나는 것은 그 산업에 참여한 기업들의 담합이나 진입장벽에 의한 것으로 해석되며 어느 기업이 가진 경쟁우위는 경쟁자의 모방에 의하여 쉽게 사라진다는 입장이다.¹⁾

이에 반해 Rumelt는 기업간에 효율성 차이가 존재한다고 주장한다. 이러한 입장은 Revisionist라고 불리는 경제학 일각의 연구에 근거를 두고 있다. Lippman과 Rumelt(1982)는 기업간에 효율성 차이는 존재하며 이는 불확실한 모방(uncertain imitability)에 기인한다고 하였다. 경쟁자의 기술과 같은 경쟁우위의 원천은 쉽게 모방할 수 없다는

것으로, 기업간에 효율성 차이가 장기적으로 존재하여 이러한 차이는 수익성의 차이로 이어진다는 것이다. Rumelt(1991)는 모방하기 어려운 기업 특유의 경영자원이 개별사업 단위 안에 존재하며 개별사업 단위의 수익성에 중요한 영향을 미친다고 주장하였다.

2.1.2 기업이 사업단위의 수익성에 영향을 미친다는 연구

전략경영 분야에서는 초기부터 다각화된 기업의 기업본부가 기업전체의 성과에 미치는 영향을 중시해 왔다. 전략경영 분야의 선구자적인 위치에 있는 Andrews(1980)는 경영전략을 “기업이 어느 시장에 진출하여 경쟁우위를 가질 수 있는 가를 연구하는 학문”으로 정의하였다. 최근 급격하게 발전하고 있는 경영자원론에서도 기업의 경영자원이 수익성의 원천이라고 주장하고 있다.

Wernerfelt와 Montgomery(1988)는 Tobin's q를 성과지표로 실시한 분석에서 집중되게 다각화한 기업이 넓은 범위로 다각화한 기업에 비하여 수익성이 높다는 결과를 제시하면서 기업전략이 성과에 중요한 영향을 미친다고 주장하였다. Hansen과 Wernerfelt(1989)는 기업 간의 수익성 차이에 조직적 요소가 상당한 영향을 미친다고 주장하면서 산업이 수익성의 분산을 19%정도 설명하는 반면, 조직이 수익성 분산을 산업에 비해 2배 이상 설명한다는 결과를 제시하였다. 단, 이들 연구는 성과 측정치의 사용이나 분석수준이 사업부가 아니라 기

1) 혹자는 과연 기업효과와 산업효과 간에 구분이 가능한가 라는 질문을 할 수 있다. 예를 들어, 비메모리 반도체산업의 진입장벽과 같은 산업의 구조적인 특성이 그 산업의 특성인가 또는 비메모리산업에 있는 기업들이 가진 특허나 디자인기술과 같은 기업의 경영자원에서 나온 것인가 하는 질문이다. 이에 대하여, 산업효과는 그 산업에 속한 기업들의 평균적인 경영자원 즉, 평균적인 기술력, 브랜드, 유통망 등 산업평균을 반영하고, 기업효과는 그 산업의 평균치를 초과하는 기업의 능력을 반영한다고 해석할 수 있다. 이는 산업의 구조적 특성이 그 산업소속기업들의 평균적인 속성으로 이해하는 산업조직론의 견해와 일치한다.

업수준에서 이루어졌다는 점에서 Schmalensee나 Rumelt와 차이가 있으며 기업본부의 역할도 기업의 사업포트폴리오 구성이나 조직적 특성으로 파악하였다는 점에서 차이가 있다.

최근에는 Rumelt와 Schmalensee가 사용한 분산분해기법(variance decomposition analysis)을 사용하여 이들 연구를 재검증하는 연구가 활발히 진행되고 있다. Roquebert, Phillips, Westfall (1996)은 Compustat자료를 사용하여 상당히 큰 기업효과를 발견하였으며, McGahan과 Porter (1997)는 제조업에 국한된 기존 연구를 비제조업도 포함시켜 분석한 결과, Rumelt보다는 큰 기업효과를 발견하였다. Chang과 Singh(1997)도 수익성 대신 시장점유율을 종속변수로 하여 산업의 정의와 표본의 구성을 달리하여 추정한 결과, 산업을 보다 작게 정의하거나 소규모 사업단위를 포함할 경우, 기업효과가 커지는 경향이 있음을 발견하였다. 이와 같이 미국 자료를 중심으로 기업의 수익성을 결정하는 요인을 규명하는 여러 연구의 결과를 종합하면 다음 <표 1>과 같다.

2.2 한국의 기업집단에 대한 연구

한국에서 기업집단에 대한 연구는 주로 재벌을 대상으로 이루어졌다. 조동성(1990)은 재벌을 “정부의 지원 하에 성공한 가족·혈연 중심의 대규모 기업집단”으로 정의하고 있으며 정구현(1991)은 재벌을 “여러 산업에 걸쳐 사업을 영위하는 가족 지배 하에 있는 대규모 기업집단”으로 정의하고 있다. 송병락(1990)은 “재벌”이라는 용어는 정부의 공식적인 통계나 정의가 없는 용어로, 가장 관련된 공식적인 용어는 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」(이하 공정거래법)에서 정의하고 있는 대규모 기업집단이라고 하였다.

“재벌”이라는 대규모 기업집단에 대해서 수많은 논의가 진행되어 왔으며 대다수 학자들은 기업집단은 과거 성장의 주체로서 공로는 인정받아야 하나 현행과 같은 “문어발식 다각화”나 “선단식 경영”은 경제적 비효율성을 초래할 뿐만 아니라 공정한 시장기능의 작동을 저해한다고 주장하고 있다. 이러한 대다수 의견에 대해서 일부 학자들은 대규

<표 1> 기존 연구결과 요약

(단위 : %)

구 분	Rumelt (1991)	Roquebert et al(1996)	McGahan & Porter (1997)	Chang & Singh(1997)
기업	1.64	17.9	4.33	8.5
산업	4.03	10.2	18.68	25.4
사업부	44.17	37.1	31.71	46.8
연도	×	×	2.4	0.3
산업*연도	5.38	2.3	×	1.8
기업*산업	×	×	-5.51	×
오차항	44.79	32.0	48.4	17.2
합 계	100.0	99.5	100.0	100.0

주: ×는 추정하지 않음

모 기업집단의 계열기업에 대한 여신관리나 신규 업종진출제한과 같은 제도장치는 이들 기업이 성장하고 발전하는 데 족쇄를 채우고 있으며 시장경제원리에 입각한 자본주의체제의 확립을 부정하는 분위기를 조성하게 될 지 모른다는 우려도 하고 있다.

이러한 시각 차이가 상당부분 기업집단의 경제적 효율성에 대한 연구가 활발히 이루어지지 못했다는 점에 기인한다는 사실에 대다수 학자들이 공감하고 있다. 정병휴·양영식(1992)은 기업집단의 경제적 문제는 경제력 집중, 즉 소수자연인에 의한 산업의 과도한 지배와 부의 분배 집중을 야기하는 소유구조, 소유경영체제로 요약되며 이중 소유구조와 경영체제가 문제가 되는 것은 궁극적으로 기업집단 규모의 거대성에 있으므로 모든 문제는 경제력 집중에 기인한다고 하였다. 이규역·이재형(1990)도 기업집단이 단독기업에 비하여 우월한 시장지위를 이용하여 공정한 시장질서를 교란할 수 있다고 하였으며, 소유집중과 부의 축적과정에 대한 의문은 경제윤리를 왜곡하는 결과를 초래한다고 주장하였다.

장세진(1986), Chang과 Choi(1988)는 한국의 기업집단이 개발도상국에서 흔히 일어나는 현상으로서, 기업집단은 자본시장과 중간재시장의 불완전성을 극복하기 위한 기업조직으로 이해하고 있다. 즉, 재벌이 불완전한 자본시장을 우회하기 위하여 비관련 다각화를 통한 내부자본시장의 확충을 추진하고, 중간재시장의 불완전성을 수직적 통합으로 우회하여 개발도상국 시장의 불완전성에서 발생하는 거래비용을 최소화하고 있다는 것이다. 이와 같이 기업집단이 거래비용을 절감시킨다는 연구는 기업집단 소속의 계열기업과 독립기업을 비교하여 볼 때, 기업집단에 참여가 수익성에 긍정적인 효과를 준다는 점을 시사한다.

한국 기업집단의 다각화에 대해서도 많은 연구가 계속되었다. 정구현(1991)은 대규모 기업집단은 비관련 다각화로 특징지어지며 1984-1989년 자료에 기초하였을 때 전문화되어 있는 기업집단보다 다각화되어 있는 기업집단이 수익성과 성장성이 더 좋다고 주장하였다. 홍현표(1991)는 기업집단의 규모가 클수록 다각화지수가 커지는 경향이 나타났으며 관련다각화는 규모의 경제성 이외에 기술적 경제성을 중요한 동기로 제시하고 비관련 다각화는 자금조달의 내부금융시장에 의존하려는 동기가 크다는 것을 발견하였다.

강신일(1991)은 18개 산업, 53개 기업집단의 6년간 자료를 사용하여 다각화된 기업일수록 수익성이 높다는 것을 발견하였다. 홍재범(1996)은 1985년에서 1991년 사이에 대규모 기업집단의 다각화는 제조업보다는 서비스업으로 활발히 이루어졌으며, 대규모 기업집단의 계열기업과 비계열기업 간의 비교분석에서 계열기업은 성장성과 위험에서, 비계열기업은 수익성에서 높은 성과를 나타내고 있다고 주장하였다.

이와 같은 한국의 기업집단에 대한 여러 연구는 한국의 기업집단이 개별기업의 수익성에 미치는 효과가 크리라는 기대를 갖게 한다. 본 연구는 다음 절에 소개하는 것과 같은 방법으로 기업집단이 계열기업의 수익성에 미치는 효과를 분석하고자 한다.

III. 연구방법론

3.1 연구모형의 설정

본 연구에서는 Rumelt(1991)가 사용한 분산분

해모형(variance decomposition model)으로 계열기업의 수익성 원천을 밝히고자 한다. 분산분해모형은 종속변수의 분산을 분해하여 그 원천을 밝히는 방법론이다. 분산분해모형은 독립변수들을 지정하는 방법에 따라 고정효과모형(fixed effect model)과 무작위효과모형(random effect model)으로 구분된다.

고정효과모형은 분산분석(analysis of variance)으로 알려진 것으로 집단을 나타내는 더미변수를 넣어 집단 간의 평균적인 차이를 보는 방법이다. 즉, 고정효과모형은 100개의 산업과 200개의 기업집단에 소속한 계열사의 수익성을 분산분석하기 위하여, 각각 100개의 산업더미변수와 200개의 기업더미변수를 넣어 수익률의 분산을 산업과 기업에서 나오는 분산으로 나누는 방법이다. Schmalensee는 고정효과모형을 이용하여 분산을 기업과 산업효과로 나누었다.

Rumelt는 사업부효과를 분석하기 위하여 무작위효과모형을 활용하였다. Rumelt는 사업부효과를 기업효과와 산업효과 안에 Nested된 형태로 인식(specification)하였다. 고정효과모형은 개별효과가 계산되는 순서에 민감하게 분산의 추정치가 달라지는 속성을 갖고 있다. 따라서, 고정효과모형은 사업부효과가 기업 및 산업에 Nested되어 있는 상황에서는 사업부효과를 기업효과나 산업효과와 분리하여 추정할 수 없다는 단점이 있다. 그 반면, 무작위효과모형에서는 개별효과 간에 상관관계가 없는 것으로 가정하고 있어 사업부효과를 기업효과와 산업효과를 동시에 분석하는 것이 가능하다.

이와 같이 무작위효과모형은 표본이 모집단으로부터 무작위로 추출된 것으로 가정하고 있어 의미

해석을 일반화할 수 있다는 이점이 있다. 그러나, 무작위모형의 한계는 개별효과 간의 상관관계가 없는 것으로 가정한다는 것이다. 즉, 기업이 선택하여 참여하고 있는 산업과 기업 간에 공분산이 0이라는 것이며 개별기업의 사업구성은 무한한 사업들에서 무작위로 추출된 것이다. 이러한 가정은 기업들이 사업포트폴리오를 구성하는 체계적인 논리가 존재한다는 경영전략의 개념과는 다소 상반되는 제한적인 가정이다.²⁾

Rumelt의 분산분해모형은 다음 <식 1>에 정의되어 있다. <식 1>에서 P_{ikt} 는 기업 k 에 소속되어 있고 산업 i 에서 활동하고 있는 사업부 ik 가 t 시점에서 실현한 수익률이다. 특정사업부는 ik 로 정의하였으며, 이는 그 사업부가 기업 k 과 산업 i 에 동시에 소속된다는 점을 반영하기 위한 것이다.

$$P_{ikt} = \mu + \alpha_i + \beta_k + \gamma_t + \phi_{ik} + \delta_{it} + \varepsilon_{ikt}$$

-----<식 1>

<식 1>을 구체적으로 설명하면 사업부의 수익성은 평균 μ 에 산업효과 α_i , 기업효과 β_k , 연도효과 γ_t , 사업부효과 ϕ_{ik} , 산업과 연도의 교차항 δ_{it} , 마지막으로 오차항을 ε_{ikt} 를 더하는 선형결합으로 표현된다. α_i 는 수익성에 미치는 산업효과를 의미하며 α_i 간의 차이는 산업 내 경쟁행위, 진입장벽, 산업집중도, 산업성장률, 수요-공급조건 등을 반영한다. 기업효과 β_k 는 기업본부의 조정과 통제기능, 다각화전략과 같은 경영전략의 차이, 경영자원 공유, 기업문화 등의 기업간 차이를 나타낸다. 사업부효과 ϕ_{ik} 는 기술과 인력과 같이 사업부 특유의 경영자원에 기인한다. γ_t 는 모든 기업과 산업에

2) 분산분석의 다소 제한적인 가정에 대해서는 최근 많은 논의가 이루어지고 있다. Brush와 Bromiley (1997)의 논문을 참조하라.

공통적으로 영향을 미치는 거시경제변수의 연도별 차이를 반영한 것이다. δ_{it} 는 개별산업 특유의 연도별 차이, 특정산업에 해당되는 경기변동을 반영한 것이다.

본 연구에서는 SAS 통계팩키지에서 VARCOMP Procedure를 사용하여 모형을 추정하였다. VARCOMP procedure는 각 효과에 대해서 TYPE 1 잔차제곱을 계산하고 무작위효과와 관련된 잔차제곱을 평균화하여 기대값을 취함으로써 방정식으로 푼다. σ_p^2 는 <식 2>와 같이 분해된다.

$$\sigma_p^2 = \sigma_a^2 + \sigma_b^2 + \sigma_\gamma^2 + \sigma_\delta^2 + \sigma_\epsilon^2 + \sigma_e^2 \text{---<식 2>}$$

분산분해모형을 사용할 때 주의하여야 할 점은 산업이나, 연도, 기업, 사업부에 따라 수익성 차이가 얼마나 크게 존재하는 가를 확인하는 탐색적인 방법론이지 이러한 수익성의 차이를 인과적이나 구조적으로 설명해주는 방법론이 아니라는 것이다. 본 연구에서도 기존 연구와 같이 모형에 포함된 범주형 변수에 따라서 수익률의 분산을 분해한 것으로 신뢰구간과 같은 통계값이 제시되지 않아 전통적인 가설검증을 활용할 수 없다.³⁾

3.2 연구자료

본 연구는 미국의 다각화기업에 대한 연구를 한국의 기업집단을 대상으로 재검증한 것이다. 본 연구에서는 기업집단을 <공정거래법 제 2조 및 동시행령 3항>에 의거하여 "계열기업을 동일인과 특수관계인의 합이 당해 기업 발행주식의 30% 이

상이면서 최대주주이거나 기타임원 임면 등 당해 기업의 경영에 대해 영향력을 미치는 경우"로 정의하였다.

한국의 기업집단은 여러 개의 독립적인 계열기업이 기업집단이라는 비공식조직에 소속하여 있는 형태이나, 그 실질적인 운영방법은 마치 미국의 복합기업(conglomerate)과 같이 하나의 기업형태로 운영된다. 장세진(1986)과 Chang과 Choi(1988)는 한국의 기업집단이 회장비서실 또는 기획조정실과 같은 그룹단위의 스태프조직에 의하여 운영되는 사업부제 조직(multidivisional structure)으로 사업부제 조직의 운영원리에 충실한 기업집단에 소속한 계열기업일수록 경제적 성과가 높다는 것을 실증적 분석을 통해 보여주었다.

미국의 복합기업과 한국의 기업집단 간에 일반적인 차이는 본사의 법적 지위, 각 부문의 통제방법 등에 있다. 본사의 법적인 지위는 미국에서는 인정되나 한국에서는 인정되지 않고 있다. 본사의 각 부문에 대한 통제방법도 미국에서는 자금관리 이외에는 통제가 약하고 한국에서는 기획, 자금, 홍보, 인사 등에서 강한 통제가 나타나고 있다 (조동성, 1990). 본 연구에서는 기업집단에 소속한 계열기업을 다각화된 기업의 사업부로 파악하였다. 이는 한국의 기업집단을 사업부제 조직을 갖춘 기업으로 파악한 기존 연구를 바탕으로 한 것이다 (장세진 1986, Chang과 Choi 1988).

본 연구에서는 한국신용평가(주)의 데이터베이스를 활용하였다. 한국신용평가(주)의 데이터베이스에는 461개 기업집단과 이들 기업집단의 계열기업에 대한 자료가 축적되어 있다. 461개 기업집단과

3) 오차항의 분포에 대한 추가적인 가정을 하면 각각의 분산분해 추정치가 0과 다르다는 검증을 할 수 있으나 그 가정의 타당성에 대해 많은 논란이 있을 수 있으므로 탐색적인 성격의 본 연구에서는 이를 수행하지 않았다. Schmalensee와 Rumelt 역시 가설검증을 하지 않았다.

이들 기업집단 소속 계열기업의 명단은 은행감독원의 자료를 활용하였다. 이들 자료는 은행감독원이 기업집단에 대한 여신관리를 위하여 파악하고 있는 것이다. 특히, 본 연구에서는 회계자료의 신빙성 보장하기 위하여 연구표본을 외부감사대상⁴⁾ 법인으로 한정하고 자기자본이 모두 잠식된 업체는 제외하였다.

한국신용평가(주)의 데이터베이스는 Schmalensee(1985)와 Rumelt(1991)가 분석한 Federal Trade Commission자료와 McGahan과 Porter(1997)와 Roquebert et al. (1996)이 사용한 Compustat자료와 성격상 유사하다. Federal Trade Commission자료는 총 588개 대기업에 대한 자료로 261개 표준산업분류 세분류에 따라 사업부의 수익성 자료가 정리되어 있다. Compustat자료는 미국 증권시장에 등록된 업체들에 대한 정보를 수록하고 있다.

은행감독원이 파악한 한국의 461개 기업집단 중 95개 기업집단은 본 연구에 사용된 한국신용평가정보(주)의 데이터베이스에 상장기업 또는 외부감사대상법인을 1개사 이하로 갖고 있는 것으로 나타났다. 본 연구는 기업집단효과에 관심이 있으므로, 기업집단소속 기업이 1개사 이하인 경우에는 연구표본에서 제거하였다. 이러한 과정을 거쳐 본 연구는 12년(1985-1996년)동안 366개 기업집단에 소속된 1,657개 계열기업을 대상으로 이루어졌다. 본 연구자료가 지니는 장점은 미국에서 행해진 기존 연구에 비해 12개 년도에 걸쳐 분석이 이루어짐에 따라 좀 더 안정적인 시계열효과를 분석할 수 있다는 것이다.

본 연구에서는 기업집단을 규모에 따라 30대 기

업집단과 30대이상 기업집단으로 구분하였다. 흔히 “재벌”이라 지칭되는 30대 기업집단은 그 규모가 클 뿐만 아니라 비관련 부분으로의 다각화로 사회적으로 많은 부정적인 평가를 받고 있으며, 이에 따라 정부도 공정거래법으로 이들을 별도로 지정하여 관리하고 있다. 30대 기업집단에 대한 정의는 매년 공정거래위원회에서 공포하는 기준에 근거하였다.

본 연구는 12개 년도의 자료를 크게 6개년씩 2기간으로 구분하여 분석하였다. 첫번째 기간은 1985년에서 1990년까지로 1980년대 후반기이며, 두번째 기간은 1991년부터 1996년까지 1990년대 전반기이다. 전체 자료를 2개 기간으로 구분한 것은 시간변화에 따른 기업집단효과의 구조적인 변화를 분석하기 위함이다. 한국기업들에게 있어 1980년대 후반기는 이른바 3저 호황기로 수익성이 높아진 시기이며, 1990년대 전반기는 엔저 현상과 중국과 인도네시아와 같은 개발도상국의 추격으로 수익성이 악화된 시기이다. 한국이 미국과 같이 제반 산업이 성숙기에 들어선 안정된 국가가 아니고 상당수 산업이 발전단계에 있어 상대적으로 짧은 기간 속에 많은 변화를 겪고 있다는 점을 고려한다면 시기별 분석에서 의미 있는 결과를 발견할 수 있으리라 판단된다.

본 연구에서는 한국 표준산업분류상 세분류로 산업을 정의하고, 계열기업은 기업집단 코드와 그 계열사에 부과된 하나의 산업코드를 결합한 것으로 정의하였다. 산업을 지나치게 좁게 정의하면, 한 계열사 내에서 내부적으로 사업다각화가 되어 있는 경우에 정확하게 산업을 지정하지 못하게 되는 단점이 있다. 산업을 지나치게 넓게 정의하게 되면,

4) 「주식회사의 외부감사에 대한 법령」에 의거 총자산 60억원 이상의 기업은 공인회계사로부터 회계감사를 받도록 의무화되어 있다.

산업간의 차이를 정밀하게 반영하지 못한다는 단점이 있다.⁵⁾

계열기업의 수익률은 투자자본순이익률(Return on Invested Capital)로 측정하였다. 투자자본순이익률은 <식 3>와 같이 금융비용, 당기순이익, 법인세를 합한 금액에 대하여 총자본으로 나눈 값이다. 기업자산으로 얻어진 성과가 채권자에 귀속되는 금융비용과 기업소유주에 귀속되는 순이익, 그리고 정부에 귀속되는 법인세로 배분되기 때문에 투자자산투자이익률은 한국기업과 같이 부채비중이 높은 경영환경에 있는 기업의 수익률을 측정하는 좋은 성과측정치이다. 본 논문의 부록에는 경영전략연구에서 흔히 사용되는 총자산수익률(Return on Asset: ROA)를 사용한 결과를 수록하였다. ROA는 ROIC에 비하여, 자본구조에 민감한 성향을 갖고 있다.

$$\text{투자자본순이익률} = \frac{\text{금융비용} + \text{당기순이익} + \text{법인세}}{\text{총자본}} \quad \text{-----} \langle \text{식 3} \rangle$$

3.3 연구표본의 특징

<표 2>는 본 연구에 사용된 전체 표본을 설명하고 있다. 본 연구의 표본은 366개 기업집단에 소속되어 있는 1,657개 계열기업의 12년간(1985-1996년) 수익률자료로 구성되어 있다. 30대 대규모 기업집단은 424개 계열기업으로 구성되고 30대 이상 기업집단에 소속된 1,311개 계열기업으로

구성되어 있다. 기업집단 당 평균 계열기업 수는 전체기업집단 평균으로 4.5개이며, 30대 기업집단에서는 평균 11.7개, 30대 이상 기업집단에서는 평균 3.8개로 나타났다.

계열기업의 평균 투자자본순이익률은 기업집단 전체로는 7.49%, 30대 기업집단 계열기업에서는 6.41%, 30대이상 기업집단에서는 7.87%로 각각 나타나 30대 기업집단의 수익성이 30대 이상 기업집단에 비하여 다소 낮게 나타났다. 기간별로는 투자자본수익률은 <기간 1>에서 8.50%로 나타나고 <기간 2>에서 6.73%로 나타나 전체적으로 저하된 것으로 나타났다. 계열기업의 평균 매출액은 기업집단 전체는 168,080백만원, 30대 기업집단에서는 467,044백만원, 30대이상 기업집단에서는 67,761백만원으로 나타나 30대 기업집단이 30대 이상 기업집단에 비하여 계열기업의 규모가 큰 것으로 나타났다.

기간별로 나누어 볼 때, 1980년 하반기에는 307개 기업집단에 소속된 1,237개 계열기업이 존재하며, 1990년 상반기에는 359개 기업집단에 소속된 1,600개 계열기업으로 구성되어 있다. 기간별로는 계열기업 수나 규모가 모두 1980년대 후반기에 비하여 1990년대 전반기에 확대되는 것으로 나타났다.

5) 본 연구에서는 계열기업을 기업집단에 소속된 하나의 사업부로 파악하였으므로 계열기업마다 하나의 세분류 산업을 지정하였다. 계열기업 내부적으로 여러 세분류 산업에 진출하고 있는 경우에 산업효과를 정확하게 지정하지 못하는 단점이 있다. 계열기업 내 사업단 위별 수익률이 존재하지 않는 상황에서 대부분 기업집단이 계열기업 내부적으로 다각화를 추진하기보다 신설 계열기업을 통해 다각화하여온 과정을 고려한다면 본 연구의 방법은 큰 무리가 없으리라 생각된다. 별도로 표준산업 소분류를 기준으로 분석을 한 결과도 세분류를 기준으로 한 결과와 유사하게 나타났다.

〈표 2〉 연구표본특성⁶⁾

구분	(단위)	전체	기간1 (‘85-‘90년)	기간2 (‘91-‘96년)	30대 기업집단	30대이상 기업집단
수익성 평균	%	7.49	8.50	6.73	6.41	7.86
수익성 표준편차	%	6.46	6.67	6.19	5.81	6.62
매출액 평균	(천원)	168,080	108,518	213,655	467,044	67,761
유효표본	(개)	14,225	5,735	8,780	3,574	10,651
각분류변수의 레벨						
기업집단		366	307	359	36	346
산업		166	150	165	122	158
계열기업		1657	1237	1600	424	1311
연도		12	6	6	12	12

구분	(단위)	30대 기업집단		30대이상 기업집단	
		기간1	기간2	기간1	기간2
수익성 평균	%	7.09	5.88	9.02	7.01
수익성 표준편차	%	6.01	5.61	6.82	6.34
매출액 평균	(천원)	272,726	618,470	47,915	82,573
유효표본	(개)	1,546	2,000	4,189	6,180
각분류변수의 레벨					
기업집단		30	35	281	338
산업		102	120	145	165
계열기업		317	411	931	1257
연도		6	6	6	6

IV. 분산분해결과

4.1 12개년 전체

〈표 3〉는 기업집단 전체를 대상으로 하였을 때 분석한 결과가 요약되어 있다. 〈표 3〉을 보면 수익성 분산은 계열기업효과 (21.4%), 기업집단효과

(7.9%), 산업효과(4.7%), 산업·연도효과(4.5%), 연도효과(2.7%) 순으로 설명되고 있다. 즉, 계열기업의 수익성은 계열기업 내에 있는 경영자원에 많은 부분(21.4%)이 귀속되며, 계열기업이 속한 산업구조에서 발생하는 안정적인 산업효과(4.7%)와 연도별로 달라지는 불안정적인 산업효과(4.5%)를 더하면 산업에도 역시 상당부분(9.2%) 영향을 많이 받고, 기업집단효과도 상당부분(7.9%) 존재

6) 〈표 2〉에서 30대 기업집단표본의 기업집단의 레벨이 30개가 아닌 36개인 이유는 각 연도별로 30대 기업집단에 포함되는 기업집단이 연도별로 다소간 차이가 있기 때문이다. 본 연구에서는 각 연도별 30대 기업집단의 정의를 사용하여 표본을 30대와 30대 이상으로 분리하였다.

〈표 3〉 계열기업의 수익성 (ROIC) 분산분해 (1985-96년)

구분	전체		30대		30대이상	
기업집단	3.29	7.9%	0.09	0.3%	3.92	8.9%
산업	1.97	4.7%	3.54	10.4%	1.42	3.2%
계열기업	8.97	21.4%	7.54	22.2%	9.54	21.7%
연도	1.15	2.7%	0.27	0.8%	1.61	3.7%
산업*연도	1.89	4.5%	3.60	10.6%	1.78	4.0%
오차항	24.59	58.8%	18.88	55.7%	25.76	58.5%
합계	41.86	100.0%	33.92	100.0%	44.03	100.0%

한다는 사실을 보여 준다.

기업효과가 상당부분 존재한다는 것은 같은 연도에서 같은 산업에 종사하고 있는 두 기업들이 소속 기업집단에 따라 수익성에 차이를 보일 수 있다는 것이다. 이러한 결과는 미국을 대상으로 한 기존 연구결과와 차이가 있다. 미국을 대상으로 한 기존 연구는 기업효과가 존재하지 않거나 미미하게 존재한다는 것이다. 미국에서는 시너지 또는 범위의 경제성을 통해 기업효과가 발생하나, 이러한 기업효과는 기술 및 무형경영자원의 공유와 같이 제한된 영역에서만 발생하고 한국에서는 내부자본시장, 내부노동시장, 수직적 거래관계 등을 통하여 다양한 방법으로 기업효과(기업집단효과)를 창출할 수 있다. 예를 들어 한국의 기업집단은 각 계열기업으로부터의 자금을 모아 다시 각 계열기업 단위로 배분하는 내부자본시장을 충분히 활용하고 최소한 경영자원 인력도 내부인력시장을 활용하여 전 계열기업이 공동으로 활용하여 왔다. 이러한 현상은 한국의 기업집단이 개발도상국에서 흔히 일어나는 경제조직으로서, 자본시장과 중간재시장의 불완전성을 극복하기 위하여 다각화를 통한 내부자본시장의 확충과 수직적 통합으로 안정된 중간재조달을 받는 조직이라는 기존 연구와 상당부분 일치하는 것이다. (장세진(1986), Chang과 Choi(1988))

30대 기업집단과 30대 이상 기업집단으로 구분하여 분석하면 30대 기업집단에서는 계열기업효과(22.2%), 산업·연도효과(10.6%), 산업효과(10.4%), 연도(0.8%), 기업집단효과(0.3%) 순으로 나타나고 30대이상 기업집단에서는 계열기업효과(21.7%), 기업집단(8.9%), 산업·연도효과(4.0%), 연도(3.7%), 산업효과(3.2%) 순으로 나타났다. 30대 기업집단과 30대 이상 기업집단을 비교하면 30대 기업집단이 30대 이상 기업집단에 비하여 상대적으로 기업집단효과가 적고 산업관련효과가 크게 나타났다.

30대 기업집단에서 기업효과가 대단히 미약하게 (0.3%) 나타난 것은 기업집단이 계열기업의 성과에 미치는 효과가 적다는 것이다. 30대 기업집단의 기업효과가 수익성에 미치는 효과가 적다는 것은 30대 기업집단 내에서는 그들이 동질적이라는 것이며, 그들간에는 사업구조나 내부 경영자원공유에서 어떤 차이를 발견하기 어렵다는 것이다. 경제학에서는 일상재(commodity)와 같은 동질적인 상품은 공급자에게 초과이윤을 제공하지 않는다고 주장한다. 즉 분산분해 시 특정효과가 영이어서, 그 효과를 발생시키는 주체가 동질적이라는 사실은 그 주체가 정상이익밖에 얻지 못하고 표본 내에서는 가치창출을 하지 못한다는 것이다. 결국, 30대 기

업집단 간에는 기업집단 수준에서는 가치창출이 없다는 것이다. 한편, 기업집단의 역할이 삼성이나 현대 간에 서로 차이가 없다는 것은 삼성전자가 현대그룹에게 매각되거나, LG그룹에 매각되어도 삼성전자의 수익성에는 영향이 없다는 것을 의미한다. 이는 어느 방송광고의 어귀에서처럼 "삼성이 하면 다릅니다"와 같은 기업집단 특유의 효과가 실제 없다는 점을 의미한다.

기업집단효과는 30대 이상 기업집단에서는 크게 나타났다. 30대 이상 기업집단에서는 계열기업 간에 사업구조나 경영자원공유를 통해 개별 계열기업의 수익성에 영향을 줄 수 있는 능력이 실질적이라는 것이다. 30대 이상 기업집단에서는 기업집단의 사업구조 조정능력이나 경영자원 공유에 대한 통제 및 관리능력이 계열기업의 수익성에 영향을 미친

다. 결국, 30대 이상 기업집단에서는 기업집단의 전략이 가치창출에 원천이 될 수 있다는 것이다.

산업효과와 산업·연도효과는 소규모 기업집단에서 보다 30대 기업집단에서 크게 나타났다. 이러한 결과는 30대 기업집단이 참여하고 있는 산업이 산업간의 구조적 차이가 큰 자동차, 반도체 등 자본집약적인 중화학공업을 포함하고 있고, 이들 산업이 대부분 경기변동에 민감하기 때문으로 생각된다.

4.2 기간별 분석

〈표 4〉는 전체 기간을 1985년에서 1990년까지와 1991년에서 1996년까지로 각각 구분하여 2개 기간으로 분석한 결과가 요약되어 있다. 1980년대

〈표 4〉 기간별 수익성 분산분해

1. 1980년대 후반기 (1985-90년)

구분	전체	(%)	30대 기업집단 (%)		30대이상 기업집단 (%)	
기업집단	3.70	8.3	0.53	1.5	3.65	7.8
산업	2.46	5.5	3.99	11.0	2.69	5.8
계열기업	15.79	35.4	13.44	37.0	16.24	34.7
연도	0.47	1.1	0.09	0.2	0.69	1.5
산업*연도	1.16	2.6	2.09	5.8	0.70	1.5
오차항	21.05	47.2	16.17	44.5	22.79	48.7
합계	44.63	100.0	36.31	100.0	46.76	100.0

2. 1990년대 전반기 (1991-96년)

구분	전체	(%)	30대 기업집단 (%)		30대이상 기업집단 (%)	
기업집단	3.15	8.2	0.00	0.0	4.06	10.1
산업	1.66	4.3	4.47	14.0	0.82	2.0
계열기업	12.98	33.8	10.64	33.3	13.61	33.7
연도	0.25	0.7	0.10	0.3	0.42	1.0
산업*연도	1.33	3.5	3.07	9.6	1.18	2.9
오차항	19.04	49.5	13.65	42.8	20.24	50.3
합계	38.41	100.0	31.93	100.0	40.33	100.0

후반기에는 이른바 3저 호황이라 지칭되듯이 경기가 호조를 보였으나 1990년대에 들어서는 경제성장률이 둔화되는 등 한국경제의 구조적인 문제점이 부각되기 시작한 시기이다. <표 2>에서 평균수익률이 1980년대 후반에 비해 1990년대 초반에 현저히 낮아진 사실은 이러한 현상을 반영한다. <표 4>에서 전체 기업집단을 대상으로 분석하였을 때는 1980년대 후반에 비하여 1990년대 초반에는 산업효과가 다소 줄고 산업·연도효과는 약간 증가한 것으로 나타났으며 전체적으로는 기타 효과는 큰 변동이 없는 것으로 나타났다.

30대 기업집단과 30대이상 기업집단으로 구분하여 분석한 결과, 중요한 추세를 발견할 수 있었다. 30대 기업집단에서는 기업집단효과가 1980년대 후반기(1.5%)에 비해 1990년대 전반기(0.0%)에 감소하였으나 30대 이상 기업집단에서는 기업집단효과가 1980년대 하반기(7.8%)에 비하여 1990년대 상반기(10.1%)에 증가한 사실을 알 수 있다. 이러한 추세는 30대 기업집단이 계열기업의 성과에 미치는 영향이 1990년대에 이르러 감소하는 것을 보여준다.

이러한 추세는 30대 기업집단 간에 기업본부 역할이 점차 줄어들고 전략 및 기업문화, 관리시스템 간의 차이가 점차 없어지고, 수익률의 원천이 개별 계열사로 귀착됨을 의미한다. 이러한 결과는 1990년대에 이후 공정거래법에 의해 30대 기업집단에 대하여 지급보증 및 신규사업 진출에 차별적인 제한이 가해져서 30대 기업집단으로 하여금 신규사업진출이나 상호출자 등으로 내부시장을 활용을 어렵게 한 것도 일부 원인으로 생각된다. 한편, 30대 기업집단의 산업·연도효과가 1980년대 하반기(5.8%)에 비하여 1990년대 전반기(9.6%)에 크게 증가하는 현상은 30대 기업집단이 참여하는 중

화학공업이 이 시기에 큰 경기변동을 겪은 사실을 반증한다.

<표 5>는 연도별로 기업집단효과와 산업효과를 분석한 결과가 요약되어 있다. 연도별로 분산분해 기법을 적용할 때에는 사업부효과, 연도효과, 산업·연도효과를 고려할 수 없다. 이들 효과는 여러 해에 걸친 자료를 합친 패널표본에서만 관측 가능하기 때문이다. 따라서 <표 5>에는 단순히 기업집단효과와 산업효과만 볼 수 있다. <표 5>의 연도별 분석도 앞서 살펴본 결과와 유사하게 기업집단효과와 산업효과가 나타나고 있다. 기업집단의 크기별로도 30대 기업집단에서는 기업집단효과가 적게 나타난 반면 30대 이상 기업집단에서는 기업집단효과가 크게 나타났다. 한편, 연도별 분석의 오차항은 사업부효과와 연도효과를 포함하지 못하는 관계로 크게 증가하게 나타났다. 이는 그 만큼 사업부효과가 개별기업의 수익성에 큰 영향을 주고 있음을 보여주는 결과라고 해석할 수 있다.

V. 결 론

미국의 다각화된 기업을 대상으로 수익성의 원천을 분석한 연구에서는 사업부와 산업이 사업부의 수익성을 결정하는 주요 원천이며 기업본부의 역할은 대단히 미미하게 나타났다. 이에 비해 본 연구에서는 한국의 재벌이라는 기업집단 실체를 전체하고 개별 계열기업의 수익성을 분석한 결과, 기업집단의 효과가 상당히 존재함을 발견하였다. 이러한 결과는 30대 기업집단보다는 30대 이상 기업집단에서, 1980년대 하반기보다는 1990년대 전반기에

〈표 5〉 연도별 수익성 분산분해

1. 전체

구분	1985	(%)	1986	(%)	1987	(%)	1988	(%)	1989	(%)	1990	(%)
기업집단	0.00	0	4.67	11	6.17	13	8.03	17	6.00	14	8.97	21
산업	3.04	7	5.09	12	3.77	8	2.61	5	3.41	8	3.64	8
오차항	37.67	93	31.59	77	38.84	81	37.18	78	33.79	78	31.02	71
합계	40.71	100	41.35	100	48.78	100	47.82	100	43.2	100	43.63	100

구분	1991	(%)	1992	(%)	1993	(%)	1994	(%)	1995	(%)	1996	(%)
기업집단	8.08	19	4.94	12	5.51	14	3.51	9	4.42	12	3.18	10
산업	4.55	10	3.92	10	1.90	5	2.30	6	2.93	8	2.31	7
오차항	30.72	71	31.52	78	30.65	81	32.07	85	29.54	80	27.80	83
합계	43.35	100	40.38	100	38.06	100	37.88	100	36.89	100	33.29	100

2. 30대 기업집단

구분	1985	(%)	1986	(%)	1987	(%)	1988	(%)	1989	(%)	1990	(%)
기업집단	0.00	0	0.66	2	0.33	1	0.79	2	1.05	3	1.33	4
산업	7.28	25	4.30	12	3.86	11	4.79	11	10.72	27	5.75	17
오차항	22.11	75	31.59	86	31.69	88	37.07	87	28.15	71	26.78	79
합계	29.39	100	36.55	100	35.88	100	42.65	100	39.92	100	33.86	100

구분	1991	(%)	1992	(%)	1993	(%)	1994	(%)	1995	(%)	1996	(%)
기업집단	1.14	3	0.00	0	0.00	0	0.16	0	1.07	3	0.10	4
산업	8.26	24	7.16	22	6.37	21	7.31	22	7.07	23	2.31	23
오차항	24.64	72	25.69	78	24.44	79	26.03	78	23.2	74	27.80	93
합계	34.04	100	32.85	100	30.81	100	33.50	100	31.34	100	30.21	100

3. 30대 이상 기업집단

구분	1985	(%)	1986	(%)	1987	(%)	1988	(%)	1989	(%)	1990	(%)
기업집단	0.00	0	3.75	9	5.42	10	9.92	20	7.13	16	10.67	23
산업	0.56	1	7.39	17	3.50	7	1.59	4	2.00	5	1.82	4
오차항	47.15	99	32.17	74	43.00	83	37.00	76	34.27	79	33.58	73
합계	47.71	100	43.31	100	51.92	100	48.51	100	43.40	100	46.07	100

구분	1991	(%)	1992	(%)	1993	(%)	1994	(%)	1995	(%)	1996	(%)
기업집단	9.21	20	6.05	14	6.79	17	4.35	11	5.38	14	3.91	4
산업	2.43	6	2.68	7	2.73	7	1.19	3	2.24	6	1.83	22
오차항	33.58	74	33.68	79	30.81	76	33.5	86	31.09	80	29.26	84
합계	45.22	100	42.41	100	40.33	100	39.04	100	38.71	100	35.00	100

크게 나타나고 있음을 발견하였다. 또한, 30대 기업집단에서는 1990년대 전반기에 기업집단의 효과가 미미한 수준으로 감소한 사실도 살펴볼 수 있었다.

한국은 미국과 달리 자본시장이 불완전하고 중간재시장도 발달되지 못하고 있으므로 큰 시장거래비용을 발생시키고 있다. 기업집단은 이를 내부화하여 시장의 불완전성을 극복하려는 경제조직의 역할을 수행하므로, 기업집단효과가 미국에 비하여 한국에서 더욱 크게 나타난 것으로 해석할 수 있다. 이와 같이 기업집단효과가 미국보다 한국에서 크게 나타나는 것은 경영자원의 공유에 따른 시너지효과를 얻을 수 있는 가능성이 한국에서 더욱 크게 존재한다는 것이다. 시너지효과가 나타나기 위해서 계열회사 간의 내부거래를 합리적으로 조정하여야 하는 내부조직이 존재하여야 한다. 본 연구에서는 한국의 기업집단에서는 미국의 다각화된 기업에 비하여 기획조정실 혹은 비서실의 형태로 내부관리조직이 존재하여 강력한 통제기능을 수행하고 있다는 사실을 보여준다.

본 연구는 분산분해기법을 사용하여 기업집단소속 계열기업들의 수익성의 원천을 여러 출처로 나누어 본 것이다. 본 연구에서 사용한 무작위효과모형은 결과의 일반화나 사업부효과를 기업효과와 산업효과 안에 Nested된 형태로 인식(specification)할 수 있다는 장점은 있으나, 기업집단과 계열기업이 서로 독립적이라는 다소 제한적인 가정은 기업이 체계적으로 사업포트폴리오를 구성한다는 기업전략의 기본적인 시각과 위배되는 것이다. 또한 최근 Brush와 Bromiley (1997)의 논문에서 밝혔듯이 본 모형은 기업효과가 그 기업집단에 소속되어 있는 계열기업 간에 공통적으로 똑같은 수준으로 작용한다는 추가적인 제한요소가 있다. 이러

한 제한요소들은 기업효과가 실제로 존재하는 것보다 적게 추정(underestimate)하였을 가능성을 내포하고 있다. 따라서, 본 연구에서 한국의 기업집단효과가 7.9%만큼 크게 나왔음에도 불구하고, 실제로는 그 보다 더욱 크게 존재하는 것이 가능하다.

본 연구의 학문적 시사점은 지금까지의 기업효과에 대한 연구가 미국만을 대상으로 전개되어 그 크기를 논한 것에 비해, 한국과 같은 개발도상국에서는 더욱 클 수 있다는 점을 실증적으로 보였다는 점이다. 미국은 기업본부가 미치는 영향이 사업부간 기술이나 브랜드 공유와 같이 제한된 영역으로 한정되는 것에 비하여, 한국과 같은 개발도상국에는 자본과 인력의 공유와 같이 그 범위가 클 수 있다는 것이다.

실무적으로도 본 연구는 최근 논의되는 재벌이라 지칭되는 30대 기업집단의 구조조정에 다음과 같은 시사점을 갖고 있다. 30대 기업집단에서 기업효과가 없게 나타나고 그들이 동질적이라는 의미는 30대 기업집단이 서로 다른 전략을 추구하지 않고 상호모방적인 전략을 추구하였음을 의미한다. 반도체가 좋다면, 너나 할 것 없이 반도체를 하려고 하고, 유통, 통신, 자동차 등 다른 기업집단의 전략을 추종하여 다각화한 것이나 기업문화나 관리시스템도 역시 삼성, 현대, LG, 대우 등이 모두 대동소이 함을 보여준다. 이에 반해 30대 이상 소규모 기업집단에서는 기업효과가 높게 나타나 기업전략이 차이를 보이고 기업본부가 경쟁우위의 원천이 되고 있다는 점을 보여 준다. 개별기업의 수익성에 있어서도 30대 이상 기업집단이 30대 기업집단에 비하여 높게 나타나고 있다.

이러한 결과는 향후 기업집단의 구조조정에 중요한 의미를 지닌다. 30대 이상 소규모 기업집단에서 기업집단효과가 크게 나타난 것은 언론에서 보

도하듯 기업집단 그 자체가 비효율적인 존재가 아니라, 재벌로 지칭되는 30대 대규모 기업집단에 문제가 있다는 점을 지적할 수 있다. 즉, 기업집단 효과가 없는 30대 기업집단은 자신의 핵심역량을 중심으로 하여, 사업구조조정을 하여야 한다는 것이다. 앞으로, 경쟁력 없는 사업단위를 매각하고 관련사업으로 집중하면, 기업집단 수준에서 더 많은 차이가 나타날 것으로 생각된다. 결국, 한국의 기업집단이 존재의미를 갖기 위해서는 독립기업으로 존재하는 것에 비해 특정 기업집단에 소속함으로써 어떠한 새로운 가치를 창출할 수 있을 때에만 가능한 것이다.

부 록

본 부록에는 ROA를 사용하여 수익률을 분산분해한 결과를 보여준다. ROA를 사용한 결과는 대체적으로 ROIC를 사용한 결과와 유사하나, ROIC를 사용한 결과에 비해 다소 기업집단효과와 계열

기업효과가 크게 나타나고, 그 반면 산업효과들이 적게 나타나고 있다. 이는 ROA가 ROIC와 달리 기업의 부채비율에 민감하게 영향을 받기 때문에 발생한다. 부채비율은 산업보다 기업집단별로 또한 계열기업별로 차이가 나므로, ROIC를 사용한 결과에 비해, 기업집단효과와 계열기업효과가 과대평가되고, 산업효과가 과소평가되는 결과를 낳는다.

〈부록 표 1〉 계열기업의 수익성 (ROA)의 분산분해 (1985-96년)

구분	전체	(%)	30대	(%)	30대 이상	(%)
기업집단	2.09	9.0	0.00	0.0	2.63	10.8
산업	0.13	0.6	0.73	3.9	0.01	0.0
계열기업	5.66	24.5	4.94	26.2	5.87	24.1
연도	0.30	1.3	0.10	0.5	0.38	1.6
산업*연도	1.01	4.4	2.11	11.2	0.94	3.9
오차항	13.92	60.2	10.98	58.2	14.55	59.7
합계	23.11	100.0	18.86	100.0	24.38	100.0

〈부록 표 2〉 기간별 수익성 (ROA)의 분산분해

1. 1980년대 후반기 (1985-90년)

구분	전체	(%)	30대 기업집단	(%)	30대 이상 기업집단	(%)
기업집단	1.76	8.0	0.01	0.1	2.12	9.2
산업	0.37	1.7	1.87	10.2	0.08	0.3
계열기업	8.15	37.2	6.35	34.7	8.61	37.4
연도	0.21	1.0	0.19	1.0	0.23	1.0
산업*연도	0.60	2.7	0.71	3.9	0.59	2.6
오차항	10.84	49.4	9.17	50.1	11.38	49.5
합계	21.93	100.0	18.3	100.0	23.01	100.0

2. 1990년대 전반기 (1991-96년)

구분	전체	(%)	30대 기업집단	(%)	30대 이상 기업집단	(%)
기업집단	2.68	11.1	0.00	0.0	3.32	13.0
산업	0.27	1.1	1.52	7.9	0.17	0.7
계열기업	8.19	33.9	6.25	32.3	8.62	33.7
연도	0.12	0.5	0.00	0.0	0.20	0.8
산업*연도	0.88	3.6	1.99	10.3	0.72	2.8
오차항	12.00	49.7	9.56	49.5	12.54	49.0
합계	24.14	100.0	19.32	100.0	25.57	100.0

〈부록 표 3〉 연도별 수익성 (ROA)의 분산분해

1. 전체 기업집단

구분	85 (%)		86 (%)		87 (%)		88 (%)		89 (%)		90 (%)	
기업	0.00	0	2.08	10	2.95	14	1.87	8	2.03	10	3.15	14
산업	0.02	0	1.14	6	0.82	4	0.25	1	1.72	8	2.05	9
오차항	20.29	100	16.95	84	18.01	82	20.22	91	16.94	82	17.68	77
합계	20.31	100	20.17	100	21.78	100	22.34	100	20.69	100	22.88	100

구분	91 (%)		92 (%)		93 (%)		94 (%)		95 (%)		96 (%)	
기업	4.25	18	3.04	12	4.32	18	3.32	15	3.71	15	2.76	12
산업	1.21	5	1.32	5	0.49	2	0.39	2	1.43	6	1.51	6
오차항	18.07	77	21.55	83	19.17	80	19.13	83	18.93	79	19.67	82
합계	23.53	100	25.91	100	23.98	100	22.84	100	24.07	100	23.94	100

2. 30대 기업집단

구분	85 (%)		86 (%)		87 (%)		88 (%)		89 (%)		90 (%)	
기업	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.11	1	0.68	3	0.46	2
산업	3.15	19	0.69	4	1.70	11	3.13	18	5.54	26	2.26	12
오차항	13.45	81	16.97	96	14.49	89	14.21	81	15.01	7%	16.46	86
합계	16.60	100	17.66	100	16.19	100	17.45	100	21.23	100	19.18	100

구분	91 (%)		92 (%)		93 (%)		94 (%)		95 (%)		96 (%)	
기업	0.18	1	0.00	0	0.15	1	0.89	5	1.11	5	0.02	4
산업	1.58	10	3.86	17	3.41	18	1.03	6	4.91	24	3.29	23
오차항	13.92	89	18.63	83	15.43	81	16.22	89	14.84	71	16.69	83
합계	15.68	100	22.49	100	18.99	100	18.14	100	20.86	100	20.00	100

3. 30대이상 기업집단

구분	85 (%)		86 (%)		87 (%)		88 (%)		89 (%)		90 (%)	
기업	0.00	0	2.22	11	3.22	7	2.06	10	2.59	13	3.76	16
산업	0.00	0	2.26	11	1.75	4	0.00	0	0.98	5	1.29	5
오차항	24.36	100	16.26	78	43.00	90	18.69	90	16.68	82	18.79	79
합계	24.36	100	20.74	100	47.97	100	20.75	100	20.25	100	23.84	100

구분	91 (%)		92 (%)		93 (%)		94 (%)		95 (%)		96 (%)	
기업	4.67	18	3.95	15	5.34	21	3.72	15	4.56	18	3.56	4
산업	1.27	5	0.94	3	0.57	2	0.03	0	0.95	4	0.91	23
오차항	19.72	77	22.07	82	19.51	77	20.42	84	19.63	78	20.71	82
합계	25.66	100	26.96	100	25.42	100	24.17	100	25.14	100	25.18	100

참 고 문 헌

- 강신일 (1991), **대규모 기업집단에 관한 연구**, 한국경제연구원.
- 송병락 (1990) **한국재벌연구**, 매일경제신문사.
- 이규역 · 이재형 (1990), **기업집단과 경제력집중**, 한국개발연구원.
- 장세진 (1986), **한국재벌의 전략, 구조, 성과-거래비용 적 접근**, 서울대학교 경제학 석사학위논문.
- 정구현 (1991), **한국기업의 다각화전략과 국제경쟁력**, 한국경제연구원.
- 정병휴, 양영식 (1992), **한국 재벌 부문의 경제분석**, 한국개발연구원.
- 조동성 (1990), **한국재벌연구**, 매일경제신문사.
- 홍재범 (1996), **한국기업의 다각화 결정요인과 경제적 성과에 관한 연구**, 고려대학교 경영학 박사학위 논문.
- 홍현표 (1991), **기업집단의 구조, 전략 및 성과에 대한 연구**, 성균관대학교 박사학위 논문.
- Andrews K. (1980), *The Concept of Corporate Strategy*, Irwin.
- Brush, T., and P. Bromiley (1997), "What does a Small Corporate Effect Mean?: A Variance Component Simulation of Corporate and Business Effects," *Strategic Management Journal*.
- Chang, S. and U. Choi (1988), "Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups," *Journal of Industrial Economics*.
- Chang, S., and H. Singh (1997), "Corporate and Industry Effects on Business Unit Competitive Position," Working Paper.
- Hansen, Gary S. and Birger Wenerfelt (1989), "Determinants of Firm Performance: the Relative Importance of Economic and Organizational Factors," *Strategic Management Journal*, 9: 415-430.
- Lippman S., and R. Rumelt, Autumn (1982), "Uncertain Imitability: An Analysis of Interfirm Differences in Efficiency under Competition," *Bell Journal of Economics*, 13: 418-438.
- McGahan, A. and M. Porter (1997), "How much Does Industry Matter, Really?," *Strategic Management Journal*, 18: 15-30.
- Roquebert, J., R. Phillips and P. Westfall (1996), Market versus Management: What Drives Profitability?, *Strategic Management Journal*, 17: 653-664.
- Rumelt, Richard P. (1991), "How Much Does Industry Matter?," *Strategic Management Journal*, 12: 167-185.
- Schmalensee, R., (1985), "Do Markets Differ Much?," *American Economics Review*, 421-351.
- Wernerfelt, B., and C. Montgomery (1988), "Tobin's Q and the Importance of Focus in Firm Performance," *American Economics Review*, 78 (1): 246-250.

The Business Group Effects on the Profitability of Affiliated Companies

Sea-Jin Chang* · Jaebum Hong**

Abstract

We apply the variance decomposition technique used to business groups in Korea in order to identify the sources of profitability of affiliated companies. We find that the business group effects in Korea are in general greater than those found in previous studies based upon diversified corporations in the USA. This may reflect the fact that the Korean business groups are economic institutions which minimize transactions costs prevalent in developing countries. We, however, find that such business group effects are much smaller in the case of the 30 largest business groups as compared to smaller scale business groups.

* Professor, Department of Business Administration, Korea University.

** Korea Investorso service, Inc.