

회계정보를 이용한 기업성장의 요인과 유형에 관한 실증적 분석* : 미국기업을 중심으로

이종천

승실대학교 경영학부 교수
(jcleo@saint.ssu.ac.kr)

1997년 외환위기의 주요 원인으로 대기업의 부채경영, 소유경영, 성장위주경영, 정경유착 등이 지적되며, IMF관리체제 하에서 대기업들은 근본적인 기업구조조정을 요구받고 있다. 이러한 경영환경에 건전한 성장을 가능하게 하는 기업성장의 방향을 제시하는 것은 매우 중요한 과제이나 기업성장에 대한 이해 없이는 불가능하다. 따라서 본 연구의 목적은 장기에 걸쳐 다양한 기업의 성장과정을 보여 주는 미국기업 재무자료의 분석에 의하여 개별기업의 기업성장의 요인과 유형을 규명하여 기업성장에 대한 이해를 제고하고자 하는 것이다.

산업별로 기업성장을 분석하였으며 산업의 성장과 경쟁구조의 변화에 따라 기업성장의 두 축인 성장성과 수익성을 결정하는 성장요인과 성장유형을 분석하였다. 본 연구의 주요 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 자본집약도가 낮고 성장성이 높은 산업의 경우 시장진입이 용이하여 시장경쟁구조의 변화가 빠른 것으로 나타나고 있다. 둘째, 시장구조 변화와 산업성장성에 따라 성장성과 수익성의 관계구조 변화 즉, 경쟁의 심화와 성장의 둔화에 따라 성장성과 수익성의 양의 관계가 약화되며, 더욱이 경쟁이 심한 산업의 경우 성장성과 수익성의 관계가 약화되어 음의 관계로 나타나고 있다. 셋째, 기업성장과 성장요인과의 관계에 대한 분석에서 성장성을 결정하는 성장요인은 산업의 특성인 자본집약적 산업 또는 기술집약적 산업과 그 외의 산업 간에 일관성 있게 차이를 보였다. 자본집약적 산업과 기술집약적 산업의 경우 각각 시설투자와 기술투자가 성장요인임을 보여주었다. 그러나 수익성을 결정하는 성장요인은 산업의 특성과 무관한 것으로 나타나고 있다. 넷째, 기업의 성장유형에 적합하지 않은 성장전략을 채택하므로 기업이 중단된다는 가능성을 검증한 결과 수익성보다 성장성에 대한 성장유형과 성장전략이 일치하지 않아 기업중단이 될 가능성이 높은 것으로 나타나고 있다. 다섯째, 중요한 성장전략으로 고려되고 있는 경영다각화가 산업의 특성에 따라 일부의 산업의 경우 성장전략의 역할을 하고 있는 것으로 나타나고 있다.

기업의 성장인 수익성과 성장성을 결정하는 성장요인과 성장유형을 분석한 본 연구결과는 개별기업에게 기업 성장에 적합한 성장유형을 제시할 수 있어 기업경영실무에 기여할 수 있을 것이며, 기업의 수익성과 성장성과 관련된 기업가치 관련 연구, 이익예측연구, 이익반응계수연구 등에도 기여할 수 있을 것이다.

1. 서론

오늘날 산업국가경제의 근간을 이루고 있는 대기업은 국민생산의 많은 부문을 생산하고, 투자와 혁신의 많은 부분을 담당하며 경제의 발전을 주도하고 있다. 우리나라의 경우 대기업에 의해 주도된

성공적인 경제발전과 일부 대기업의 도산으로 야기된 IMF경제위기는 대기업의 성장과 쇠퇴가 국민 경제에 심각한 영향을 미침을 뚜렷하게 보여주고 있다. 이와 같이 기업의 성장과 쇠퇴는 중요한 관심의 대상이 되고 있으나 기업의 성장과 쇠퇴를 설명하고자 하는 체계적인 연구가 미흡하다. 부채의존의 경영, 소유경영자의 전횡, 선단식 경

영, 정경유착 등의 대기업의 경영문제가 IMF관리 체제를 초래하는 한 주요 요인으로 지적되며, 대기업은 부채비율의 축소, 상호지급보증의 해소, 업종의 전문화, 소유와 경영의 분리 등의 구조조정을 하고 있다. 이러한 구조조정을 통해 경영정상화가 이루어져 대기업이 건전하게 성장할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 그러나 이러한 기대와 달리 이러한 구조조정이 효율적 방법이 아닌 경우 기업의 성장기회 상실, 비효율적 경영 등으로 많은 비용이 발생할 것이다.

급변하는 경영환경에 대응하여 기업은 항상 구조조정을 하여야 한다. 기업구조조정과정에서 발생하는 시행착오의 비용을 최소화하고 기업의 건전한 성장을 가능하게 하는 최선의 구조조정방안을 선택하는 것은 개별기업과 국민경제의 발전에 매우 중요한 과제이다. 변화하는 경영환경 속에서 개별기업의 특성에 맞는 최선의 구조조정 대안인 성장전략을 구체적으로 제시할 수 있기 위해서는 기업이 선택할 수 있는 구조조정의 대안들과 각 대안의 결과들을 예측할 수 있어야 할 것이다. 이러한 예측은 장기간에 걸쳐 이루어진 다양한 산업에 속한 많은 기업의 다양한 성장과정에 대한 체계적인 분석을 통하여 성장과정의 유형을 확인할 수 있을 때 가능할 것이다.

본 연구의 목적은 회계정보를 사용하여 산업별로 기업의 성장과정에 따라 기업의 특성인 성장요인과 경영활동인 성장전략이 결합되어 기업성장의 두 축인 성장성과 수익성에 미치는 영향을 실증적으로 분석하여 성장과정의 유형을 확인하는 것이다. 이와 같이 기업성장과 관련된 성장요인 및 성장전략

의 연관성 즉, 성장과정의 유형을 확인하는 본 연구는 개별기업에게 건전한 성장을 가능하게 하는 합리적인 성장전략을 제시할 수 있을 것으로 기대되는 바, 기업경영과 경영컨설팅 등 기업경영실무에 크게 기여할 수 있을 것이다.

산업별로 기업의 성장요인과 성장전략에 의해 성장과정의 차이 즉, 성장유형을 회계정보에 의해 체계적으로 분석하고자 한 본 연구는 기업가치인 주가에 영향을 주는 기업의 수익성과 성장성을 결정하는 요인을 확인할 수 있게 하므로 기업가치관련 연구, 이익예측연구, 이익반응계수연구 등에도 기여할 수 있을 것이다.¹⁾

Ohlson(1995)과 Feltham과 Ohlson(1995)이 현금흐름할인모형으로부터 회계정보인 장부가치와 초과이익에 의해 기업가치를 평가할 수 있는 모형을 제시한 후 회계정보를 이용한 기업가치평가가 회계학의 주요 주제로 부각되고 있다. Bernard(1995)는 이들 기업가치평가모형들의 타당성을 검증하고 실용가능성을 제고하기 위해 이 모형들의 변수인 장부가치, 초과이익 등과 기업의 경영활동인 성장전략과의 직접적인 연관성, 즉 기업가치의 결정과정에 대한 이해가 필요하다고 지적하고 있다. 기업의 성장유형을 확인하려는 본 연구는 성장유형이 초과이익과 장부가치에 미치는 영향 즉, 기업가치의 결정과정에 대한 이해를 제고하여 기업가치관련연구에 기여할 수 있을 것이다.

다양한 산업과 기업의 특성들과 이익과의 관계를 분석하는 본 연구는 이익결정과정에 대한 이해를 제고하여 재무분석가들의 보다 정확한 이익예측을 가능하게 할 것이다. 그리고 Easton과 Zmijewski

1) 기업성장에 대한 기존 연구들은 효과적 경쟁을 확인하기 위해 시장구조의 변화 즉 산업집중도와 독점이익 등의 관계를 분석하는 산업조직론의 연구들이 있다. 개별기업의 성장에 관한 연구는 일화적인 성공사례연구가 있으나 회계정보에 의해 기업성장을 체계적으로 분석한 연구는 없다.

(1989) 등의 이익반용계수연구들에서 기업특성을 나타내는 부채비율, 기업규모 등이 주가와 이익의 관계에 영향을 주는 변수로 그리고 회계학의 많은 연구들에서 통제변수로 고려되고 있다. 이 기업특성 변수들이 기업의 성장유형에 미치는 영향 즉, 경제적 실질적 의미를 확인하고자 하는 본 연구는 이 변수들이 고려되어야 하는 보다 합리적이고 풍부한 논리를 제시할 것으로 기대되는 바, 이들 연구에도 기여할 수 있을 것이다.

개별기업에 대한 많은 정보를 생산, 제공, 해석하는 학문분야인 경영학은 경제학에 비해 개별기업의 성장에 관한 풍부한 자료를 이용할 수 있는 상대적인 우위를 갖고 있다. 풍부한 자료에 의해 기업의 성장요인과 기업성장의 유형에 대한 체계적인 분석을 하고자 하는 본 연구는 기업성장에 대한 이해를 제고하여 기업성장을 설명하고자 하는 산업조직론의 발전에도 기여를 할 수 있을 것이다.²⁾

본 연구의 목적을 달성하기 위해 장기에 걸쳐 다양한 기업의 성장과정을 보여 주는 미국기업의 재무자료를 분석하였다.³⁾ 연구의 범위를 전체 산업 중 우리나라 주력산업이었고 향후 주력산업으로 우리의 많은 관심의 대상이 되고 있는 컴퓨터, 자동차, 화학, 섬유산업에 속한 미국 기업의 성장에 대한 연구로 국한하였다. 기업성장과정은 산업에 따라 상이하므로 산업별로 기업성장을 분석하였으며 기업성장에 영향을 주는 산업 내 기업경영환경의 변화는 산업의 성장과 경쟁구조의 변화에 따라 구분하였다.

본 연구의 II장에서는 선행연구를 검토하여 기업 성장과 성장단계를 정의하고 성장요인과 성장유형

을 정의하였다. III장에서는 표본선정과 기업성장단계와 변수의 측정을 설명하고 통계분석방법을 제시하였다. IV장은 기업경영환경의 변화에 따라 기업 성장의 두 축인 성장성과 수익성의 관계 변화에 대한 분석결과와 성장성과 수익성을 결정하는 성장요인의 변화를 분석한 결과를 제시하였다. 그리고 기업의 성장요인과 성장유형의 불일치와 기업 중단에 대한 상관관계를 분석하여 기업 중단의 원인을 설명하였다. 마지막으로 경영다각화가 기업성장에 미친 영향을 분석하여 기업성장전략으로 유효한가를 분석한 결과를 제시하였다.

II. 理論的 背景 및 先行研究

1930년대까지 기업의 역할을 설명한 미시경제학의 완전경쟁이론은 자원배분과 소득분배의 일반균형이 도출되는 과정에서 개별기업을 미지의 대상(black box)으로 처리하였다. 즉 개별기업은 완전경쟁의 규칙을 준수한다는 수동적 역할만을 고려하고 있어 개별기업의 구체적인 경제적 활동을 설명하지 못하고 있다.

전통적 경제학의 완전경쟁이론에서는 기업을 보이지 않는 손의 신경단세포로 비유하며 기업의 역할은 중요하나 수동적인 것으로 가정하고 있다. 그러나 대기업은 완전경쟁이론의 가정인 규모의 수익체감의 일반법칙과 달리 성장의 한계가 없이 지속적으로 성장하고 외부환경에 능동적으로 영향을 미치고 있다. Marris(1970)는 대기업의 존재를 설

2) 개별기업이 연구대상인 경영학에서 기업성장에 대한 연구는 국가경제가 연구대상인 경제학의 경제발전론과 비교될 수 있다.

3) 미국기업을 연구의 대상으로 선택한 이유는 개별기업성장에 대한 연구에 필요한 다양한 기업과 산업의 풍부한 시계열 재무자료를 이용할 수 있기 때문이다.

명하기에 완전경쟁이론은 부적절하므로 새로운 이론이 필요함을 주장하고 있다.

독과점이론은 불완전경쟁 하에서 개별기업의 자원배분에 대한 균형을 설명하고 있으나 완전경쟁이론의 틀에 기초를 두고 있어 개별기업의 경제적 활동을 설명하지 못하고 있다. 독과점에 대한 신고전적 경제이론은 수요곡선과 생산함수의 변화 즉 시장구조의 변화를 일으키는 능동적인 대기업간의 경쟁제도를 분석하기에 적합하지 않다. 대기업의 시장구조인 독점적 경쟁에 대한 이론은 1930년대에 상당히 발전하였으나 이론과 실증에 의해 뒷받침되지 못하고 있어 기업에 대한 폭넓은 이해를 제공하지 못하고 있다.

성장하는 대기업에 대한 이해는 기업의 성장과정에 대한 연구에 의해 가능할 것이다. 기업성장애 대한 많은 이론과 실증적 연구가 경제학의 산업조직론에서 이루어지고 있다. 산업조직론의 실증적 연구는 경쟁과 독점 즉 시장구조가 효율, 혁신, 정의 등에 미치는 영향에 대한 연구들로 산업의 거시적 자료를 이용하여 기업결합, 기업간 담합, 시장 진입억제 등 기업의 행동에 대한 일반적인 설명을 하고 있다. 그러나 동일한 시장구조 내에 존재하는 개별기업 행동의 상대적인 차이에 대한 설명을 하지 못하고 있다.

산업조직론의 선행연구들과 달리 본 연구에서 개별기업의 재무정보를 이용하여 개별기업의 특성을 고려한 기업성장유형에 대한 체계적이고 일반적인 설명을 하고자 한다. 기업성장애 대한 체계적으로 정립된 이론이 없기 때문에 본 장에서 기업성장애

대한 산업조직론의 선행연구의 결과들을 인용하여 기업성장과 기업성장단계를 정의하고 성장요인 및 성장전략에 따른 성장유형을 확인하여 본 연구에 필요한 이론적 기초를 정립하고자 한다.

2.1 기업성장의 정의

Berle와 Means(1932)의 관리이론(managerial theories)에서는 대기업의 출현으로 소유와 경영이 분리되어 직접적 경영에서 주주가 분리되므로 경영자가 자기의 목적달성을 위한 행동선택을 한다고 설명하고 있다. 이는 다양한 경영자의 동기에 의해 다양한 기업의 목표가 제시될 수 있음을 의미하는 것으로, Baumol(1959)은 매출극대화, Marris(1966)는 성장극대화와 Williamson(1964)은 효용극대화를 기업의 목표로 제시하고 있다.⁴⁾

관리이론에서 일반적으로 매출 혹은 자산의 증가인 기업규모의 확대를 의미하는 기업성장이 모든 기업이 추구하는 목표임을 설명하고 있다. 즉, 기업규모확대인 기업성장은 기업의 추구하고자 하는 긍정적 의미를 갖는 목표임을 알 수 있다. 일반적으로 기업성장은 기업규모확대를 의미하나 매출 혹은 자산규모의 확대만이 기업이 추구하고자 하는 긍정적 목표인가에 대한 재고가 필요하다.

기업의 존립은 기업규모의 확대보다 더 우선적으로 추구하는 근본적인 목표이다. 규모의 확대가 없더라도 기업이 존립할 가능성이 증대되는 경우 기업성장의 전제조건이 충족되는 것으로 기업존립가능성의 증대를 기업성장으로 해석할 수 있을 것이

4) Simon(1957)의 이론에 기초한 Cyert와 March(1963)의 행동이론(behavioral theory)에서는 관리이론의 목표 극대화는 불가능하다고 주장하고 있다. 즉 불확실성하에서 의사결정자의 인식한계로 의사결정은 한계적 합리성(bounded rationality)안에서 결정되므로 한계가 없고 객관적인 합리성을 전제로 하는 신고전이론적 극대화는 불가능하며 환경변화에 대한 경험과 학습에 의해 주관적으로 만족할만한 수준의 합리적인 목표를 설정한다고 설명하고 있다.

다. 기업의 존립은 기업의 존재이유를 충족시킬 때 가능하므로 기업의 존재이유와 연계하여 기업존립의 의미를 찾아야 할 것이다.

기업의 존재이유를 설명하는 Coase(1937), Alchian과 Demsetz(1972), Williamson(1975)의 연구들은 거래비용과 기회주의를 발생시키는 시장의 비효율을 개선하는 것이 기업의 존재이유임을 설명하고 있는 바 기업의 효율성 제고가 기업의 존립을 가능하게 하는 전제요소임을 의미한다.⁵⁾ 기업의 효율성 제고는 보다 적은 투입(비용)으로 보다 많은 산출(수익)을 얻어 순효과(이익)를 극대화하는 것으로 이에 의해 기업의 존립가능성은 증대될 것이다. 이는 주요한 기업의 목표인 이익극대화 혹은 시장가치의 극대화와 일치하고 있음을 알 수 있다.

적정규모의 한계 등으로 기업규모의 확대를 의미하는 기업성장이 없는 기업일지라도 경영환경변화에 적절하게 대응하여 효율성을 제고하므로 기업의 존재이유를 충족시켜 기업이 존립가능성을 증대하는 것도 기업성장으로 정의하고자 한다. 즉 수익성의 향상을 기업성장으로 정의하고자 한다. 이는 기업의 성과를 평가하는 주된 지표로 시장점유율과 함께 이익과 주가를 사용하는 일반적인 개념과도 부합한다.

따라서 본 연구에서는 일반적으로 기업이 추구하는 두 가지 목표인 기업규모의 확대(이하 성장성이라

함)인 외향적 기업성장과 수익성의 제고인 내향적 기업성장으로 기업성장을 정의하여 구분하고자 한다.⁶⁾

2.2 기업성장단계의 정의

기업성장단계에 따라 기업의 성장특성인 성장요인과 성장전략에 의해 결정되는 성장유형이 상이할 것이므로 기업성장을 의미 있게 분석하기 위하여 기업성장단계의 구분이 필요하다. 기업의 성장과정에 나타나는 기업성장의 특성에 따라 기업의 성장단계를 직접 정의하지 않고 기업성장에 직접적인 영향을 미치는 두 가지 요소인 시장구조의 변화와 개별기업의 평균매출액의 구조변화에 의하여 기업성장단계를 간접적으로 구분하고자 한다.⁷⁾

첫 번째 기업성장단계의 구분기준이 될 시장구조는 기업간 경쟁구조를 의미한다. 시장구조의 변화 과정은 시장지배력이 집중 혹은 분산되는 과정으로 나타날 것이다. 많은 기업들이 시장지배력을 획득하여 보다 높은 수익을 얻기 위해 시장점유율을 확대하는 경쟁을 한다. 이 경쟁과정에서 많은 기업들이 도태 혹은 위축되며 일부 기업은 지속적인 성장을 통해 시장지배력을 확대할 것이다. 시장지배력이 집중되는 과정에 따라 시장구조는 완전경쟁시장구조에서 독점적 경쟁시장구조, 준과점시장구조, 과점시장구조, 지배시장구조, 독점시장구조로 변화

5) Coase는 시장의 가격구조하에서 생산요소간 계약들로부터 발생하는 거래비용을 절감하기 위해 생산요소간의 협력적인 고용계약인 기업이 존재한다고 설명하고 있다. Alchian과 Demsetz는 시장기능 하에서 생산요소들이 결합되어 생산하는 경우 각 생산요소의 한계 생산성의 측정과 이에 따른 적절한 보상이 어려워 발생하는 무임승차의 문제를 기업조직 하에서는 장기간 각 생산요소의 행동을 감독, 관찰할 수 있어 해결할 수 있기 때문에 기업이 존재한다고 설명하고 있다. Williamson은 시장보다 계약에 의한 동료조직이 동료의 사전적 선발과 사후적 감독에 의해 시장의 기회주의가 적어져 더 효율적이며, 더 나아가 동료조직보다 계급조직 하에서는 상위자가 정보를 통합하여 의사결정을 하고 효율적인 감독, 평가를 하므로 의사전달비용이 절감되고 기회주의가 감소되므로 더 효율적임을 지적하고 있다.

6) 기업성장을 성장성과 수익성으로 정의한 본 연구와 다른 관점에서 기업성장을 달리 정의할 수 있을 것이며, 다른 정의에 따라 기업성장을 설명하는 연구는 기업성장에 대한 다양하고 폭넓은 이해를 가능하게 하는 바람직한 기업성장에 대한 연구가 될 것이다.

7) 기업성장단계를 기업특성의 변화에 의해 직접적으로 정의하는 방법을 사용하지 않은 이유는 기업성장단계를 설명할 수 있는 변수를 선정할 수 있는 이론이 없어 많은 변수를 고려하여 변수의 변화시점을 확인하여야 하므로 너무 많은 노력이 필요하기 때문이다.

된다.

이와 반대로 집중된 시장지배력이 분산되는 과정에서도 시장구조의 변화가 나타나기도 한다. 이러한 시장구조의 변화는 제품과 기술의 혁신 즉, Schumpeter의 창조적 파괴에 성공한 후발기업들이 선두기업이 개척한 시장에 진입하는 경우 또는 지배기업의 X-비효율로 인하여 지배적 지위의 기업이 쇠퇴하고 많은 기업이 시장에 진입하는 경우에 나타난다.⁸⁾

이와 같이 시장지배력이 집중 또는 완화되는 과정에서 경영환경변화에 효율적으로 대응하여 경쟁에서 우위를 차지한 성장기업이 획득한 시장지배력에 의해 정의되는 시장구조의 변화는 성장기업의 성장과정과 일치할 것이다. 이것이 시장구조의 변화에 의해 기업성장단계를 구분하는 이유이다.

시장구조의 변화에 의해 기업성장단계를 구분하는 또 다른 이유는 시장구조가 기업의 성장과 직접적인 관계가 있기 때문이다. 상대적인 경쟁력의 차이가 있는 많은 기업이 존재하는 경쟁시장구조는 우위의 경쟁력을 가진 기업에게는 많은 성장기회를 제공하는 시장구조이다. 이와 대조적으로 비효율적인 기업이 도태되고 경쟁에서 생존한 일부의 효율적 기업만이 존재하는 독과점시장구조는 경쟁을 통한 성장기회가 적은 시장구조이다. 즉 기업이 처한 시장의 경쟁정도인 시장구조는 산업의 특성과 함께 기업성장기회를 결정하는 중요한 경영환경요인이다. 이는 시장구조의 변화는 기업성장기회의 변화를 의미하므로 기업성장단계와 일치할 것이다.

시장구조의 변화와 함께 추가적으로 고려되는 두

번째 기업성장단계의 구분기준은 시장구조의 변화에 직접적으로 영향을 주는 산업 성장성이다. Bain (1956)은 고성장 산업의 경우 확대된 시장에 의해 시장진입장벽이 낮아짐을 지적하고 있다. 고성장 산업에서는 낮아진 시장진입장벽으로 인하여 많은 신규기업이 활발하게 진입하여 경쟁이 심화되며 경쟁의 심화로 많은 기업이 퇴출되므로 저성장산업의 경우 보다 시장구조의 변화가 빠르다. 시장구조의 변화 속도에 영향을 주는 산업 성장성은 개별기업의 평균매출액의 증감으로 나타나므로 개별기업의 평균매출액 구조변화에 의해 기업성장단계를 구분하고자 한다.

자본집약도가 높은 산업의 경우 자본집약도가 시장진입장애요인으로 작용하여 신규기업의 진입이 활발하지 않아 시장구조의 변화가 적을 것이다. 고성장(저성장) 산업의 경우 개별기업의 매출액은 증가(감소)할 것이며 개별기업의 매출액의 증가(감소)는 기업의 시설투자를 증가(감소)하여 자본집약도가 증가(감소)할 것이다. 이와 같이 개별기업의 매출액은 시장구조의 변화와 직접적인 관계가 있는 자본집약도에 직접적인 영향을 주기 때문에 시장구조에 영향을 준다. 따라서 기업성장에 영향을 주는 산업의 성장성과 산업의 자본집약도와 밀접한 관련이 있는 개별기업의 평균매출액 구조변화에 의해 기업성장단계를 구분한다.

따라서 기업성장단계를 기업간 경쟁구조인 시장구조의 변화에 의해 독점적 경쟁시장구조, 준과점시장구조, 과점시장구조, 지배시장구조, 독점시장구조로 구분하고, 시장구조 변화에 의해 구분한 기

8) Schumpeter의 창조적 파괴는 혁신에 의해 지배적 위치와 독점적 이익을 획득한 기존의 지배적 기업이 새로운 혁신을 이룬 기업에 의해 지배적 위치를 상실하는 것을 의미한다. Leibenstein과 Maital(1994)은 X-비능률은 조직구성원의 방어적 태도에 기인하여 모든 조직에 지속적으로 존재하는 현상이나 지배기업의 X-비능률은 기업규모와 생산규모가 확대되어 효과적 통제와 조절을 할 수 있는 계층조직이 형성될 수 없어 발생하는 비능률이라고 설명하고 있다.

업성장단계를 산업 성장성을 반영하는 개별기업의 평균매출액의 구조 변화에 따라 추가적으로 고성장기와 저성장기로 구분하였다.

2.3 기업성장요인과 성장유형

많은 연구들이 시장구조의 변화와 매출액의 변화가 기업의 성장기회의 변화를 가져오며 기업의 성장기회변화는 기업구조변화를 가져온다는 것을 보여주고 있다. 성장단계별로 상이한 기업성장기회의 변화에 효율적으로 대응하기 위해 기업은 기업구조와 경영전략의 변화 즉 기업경영의 변화를 시도하여 기업의 특성변화로 나타날 것이다.

개별기업의 성장을 체계적으로 분석할 수 있는 이론적 배경을 다음과 같이 설명하고자 한다. 첫째, 기업성장의 양면인 성장성과 수익성의 상호관계를 설명하고 둘째, 성장요인인 자본구조, 자본집약도, 시설투자, 기술투자, 광고투자, 소유구조⁹⁾ 등이 성장성과 수익성에 미치는 영향을 설명하고 셋째, 기업성장전략인 경영다각화에 대해 설명하고자 한다.

2.3.1 성장성과 수익성의 상호관계

산업조직론의 주요 연구 분야로 기업의 성장성에 의해 결정되는 시장집중과 기업의 수익성에 의해 결정되는 산업이익과의 양의 상관관계를 설명하는

연구들이 있다. 이들 연구는 독과점기업간의 담합에 의해 이익을 증가시키므로 시장집중과 산업이익은 양의 상관관계가 있다는 Bain(1951)의 전통적인 시장구조-성과모형(structure-performance model)과 효율적인 기업이 높은 이익과 시장점유율을 획득하므로 선두기업의 시장점유율과 산업이익이 정양의 상관관계를 나타낸다는 Demsetz(1973)의 대기업효율모형(large firm-efficiency model)에 기초하고 있다.

시장구조-성과모형은 기업의 목적이 이익(수익성)의 증가이고 성장(성장성)은 수단임을 의미하며, 대기업효율모형은 이익(수익성)과 성장(성장성)이 효율성의 결과로 동시에 달성됨을 의미하므로 기업성장의 양면인 성장성과 수익성은 직접적인 양의 상관관계가 있음을 설명하고 있다.¹⁰⁾

산업조직론의 기존 연구들은 산업의 특성과 성장단계에 따라 성장성과 수익성의 상관관계가 변화할 가능성을 고려하고 있지 않다. 그러나 산업의 특성과 성장단계에 따라 기존의 이론과 달리 수익성과 성장성의 관계가 달라질 수 있다는 논리적 추론이 가능하다. 즉, 규모경제가 크고 자본집약적인 산업의 시장구조가 경쟁적인 경우 기업의 생존을 위한 효율적인 규모경제를 실현하기 위해 수익성을 희생하고 성장성을 추구할 것이다. 이는 수익성과 성장성의 관계를 산업특성과 기업성장단계를 고려하여 설명하여야 함을 의미한다.

9) Demsetz와 Lehn(1985)는 소유구조를 결정하는 세 가지 요인 즉, 첫째, 기업규모가 커지면 집중 투자에 따른 위험을 줄여 소유자분을 분산하는 것이 소유주의 가치를 극대화한다는 가치극대화규모(value-maximizing-size)요인, 둘째, 불확실성이 높은 경우 소유자가 직접적인 통제에 의해 얻을 수 있는 부가 크므로 소유지분이 증가한다는 통제 가능성(control potential)요인과 셋째, 경영에 의해 화폐적 가치보다 개인적 선호를 만족시킬 수 있는 기업(예, 구단, 방송)의 경우 소유지분이 높다는 만족가능성(amenity potential)요인을 제시하고, 실증적으로 기업성장에 의해 소유구조가 분산됨을 보여주고 있다. 통제가능성은 독과점시장구조보다 불확실성이 높은 경쟁시장구조시점에서 높을 것이므로 소유가 보다 집중될 것으로 예측할 수 있다. 그러나 본 연구에서는 기업성장과 소유구조와의 관계에 대한 분석은 소유구조에 대한 자료가 제한된 기간에 존재하여 제외하였다.

10) 시장구조-성과모형에 관한 실증연구결과들은 시장집중과 산업이익은 약한 정양의 상관관계 혹은 음의 상관관계가 있음을 보여주고 있어 이 모형에 대한 의문이 제기되고 있으며 Kwoka(1985)도 시장구조-성과모형보다는 대기업효율모형이 적합함을 보여주고 있다. 이는 성장성과 수익성이 직접적인 관계가 있음을 실증적으로 보여주고 있다.

본 연구에서는 기업의 성장전략과 성장유형에 대한 이해를 제고하기 위해 기업성장의 양면인 성장성과 수익성의 상호관계가 산업별 성장단계에 따라 변화하는가를 실증적으로 분석하고자 한다. 이러한 분석을 통하여 산업의 시장집중과 산업이익에 관한 산업조직론의 기존 연구와 다른 새로운 관점에서 수익성과 성장성의 관계를 검토하는 본 연구는 이론과 달리 양자의 관계가 음으로 나타나는 기존의 실증연구결과들을 설명할 수 있을 것이다.

2.3.2 성장요인변수

기업성장에 영향을 주는 성장요인변수들을 성장성과 수익성에 대한 기존의 연구들에서 확인하고자 한다. 첫째, 외향적 기업성장인 성장성을 설명하는 기존의 연구들에서 성장성에 영향을 주는 성장요인을 확인하고자 한다.

기업성장에 대한 기존의 연구들 중 많은 연구들이 외향적 기업성장인 성장성에 관한 연구들로 기업의 성장과 규모는 무관하다는 Gibart(1931)의 비례효과의 법칙(Law of Proportionate Effect)에 대한 실증적 그리고 이론적 검증을 하는 연구들이다. 이와 관련된 연구로 Bain(1956)은 산업성장이 높은 경우 시장집중과 시장진입장벽을 낮추며 시장이 불안정하여 신규기업과 중소기업이 성장할 가능성이 높다고 설명하고 있다. McCloughan(1995)은 규모경계가 크고 자본집약적인 산업인 경우 대기업에 유리하므로 기업성장이 높아 집중화가 되며 반대의 경우 소기업에 유리하므로 분산화가 됨을 보여주고 있다.

이들 연구는 개별기업의 성장성이 산업의 특성에 따라 상이하므로 기업성장을 산업별로 구분하여 연구할 필요성을 제시하고 있다. 즉, 수요탄력성이

작고 규모경계가 큰 산업인 경우 독과점적 시장구조를 갖기 때문에 시장지배력을 제고하기 위하여 생산능력을 확대하고자 할 것이다. 따라서 자본집약도와 자본구조의 변화, 시설투자로 인한 기업규모의 확대와 소유의 분산, 경쟁력확보를 위한 기술투자, 경영다각화전략 등에 의하여 기업구조가 변화될 것이고, 시장점유율의 확대를 위한 가격경쟁으로 수익성의 하락이 수반될 것이다. 그리고 자본집약도가 낮고 높은 성장을 하는 산업에서는 시장진입과 퇴출이 용이하므로 경쟁의 심화로 빠르게 시장구조가 변하고 수익성의 급격한 하락 등이 예상되며 시설투자, 보다는 다른 성장요인에 의해 기업성장이 결정될 것이다.

Myers(1977)는 주주와 채권자가 투자와 관련된 현금흐름에 합의를 이루지 못하여 발생하는 투자기회의 상실을 회피하기 위해 성장기회가 많은 기업은 자기자본에 의해 자금을 조달하므로 자기자본비율이 높다고 예측하고 있다. 현금흐름에 여유가 있는 기업은 현금지급능력에 대한 신빙성을 보여주기 위해 부채비율을 높일 것이라는 Jensen(1986)의 주장은 성장기회가 많은 기업은 현금이 부족하므로 부채비율을 낮출 것을 의미하므로 Myers의 논리와 일치한다. Smith와 Watts(1992)는 성장기회가 많은 기업일수록 자기자본비율이 높다는 것을 실증적으로 보여주고 있다. 이들 연구는 성장기회, 자본구조와 현금흐름이 밀접한 관련이 있음을 의미하며 이는 자본구조와 현금흐름이 성장요인임을 보여주고 있다.

투자자산의 매물원가성에 의해 기업성장을 설명하는 연구로 Cabral(1995)은 매물원가성이 높은 산업에서는 퇴출이 용이한 중소기업은 투자를 점진적으로 하므로 초기에 투자를 집중하는 대기업보다 중소기업이 높은 성장을 한다는 것을 이론적으로

보여주고 있다. Worthington(1995)은 투자된 자산의 특수성(asset specificity)으로 매물원가가 될 가능성이 높은 내구재를 생산하는 산업 또는 주기적인 산업일수록 불완전한 자본시장에서 정보의 차이가 커져 외부자금조달이 어렵고 비용이 높아 투자가 내부자금인 현금흐름에 의해 보다 제약을 받고 있음을 실증적으로 보여주고 있다. 이는 투자가 매물원가가 될 가능성이 높은 산업일수록 성장의 원천인 투자가 내부자금인 현금흐름에 제약을 보다 많이 받으므로 현금흐름과 성장성의 상관관계가 높아질 것임을 의미한다.

기존 연구의 검토에 의해 확인된 성장성을 결정하는 성장요인변수는 자본집약도, 자본구조, 시설투자, 기술투자, 현금흐름, 자산특수성이다. 본 연구에서는 이들 변수 외에 현금흐름에 직접적인 영향을 주며 자본구조와도 관계가 있는 이익유보도 성장요인변수로 고려하였다.

둘째, 내향적 기업성장인 수익성을 설명하는 기존의 연구들에서 수익성에 영향을 주는 성장요인을 확인하고자 한다. 수익성을 설명하는 Dixit(1980)의 시장진입장벽모형은 시장진입을 억제하기 위해 초과생산능력을 유지하므로 생산시설의 활용도와 이익은 음의 관계가 있다고 설명하고 있다. 즉 시장진입장벽에 의해 시장지배력을 제고하여 수익성을 제고함을 의미한다. 시장진입장벽은 기업규모의 확대 외에 광고의 강화로 이루어지므로 수익성과 기업규모 그리고 광고규모와 양의 관계를 나타낼 것이다. 이들 연구는 초과생산능력, 기업규모, 광

고투자가 성장요인이 됨을 보여주고 있다.

시장진입장벽모형과 관련된 연구로 생산능력의 제약과 이익과의 관계를 실증적으로 규명한 Haskel과 Martin(1994)은 생산능력의 제약이 있는 기업들의 Cournot 경쟁에서 생산능력의 제약이 없는 기업들의 Bertrand 경쟁에서 보다 높은 이익을 나타내고 있음을 보여주고 있다. 이는 산업집중과 관련되어 생산능력의 제약과 이익이 양의 관계를 갖는 것을 의미하므로 시장진입장벽모형과 상반되는 결과를 보여주고 있다.

Leibenstein(1966)의 X-비능률은 기업규모가 확대되어 시장지배력을 획득하면 경쟁압력이 감소되어 원가를 낮추려는 노력이 적어져 최선으로 자원이 이용되지 않아 나타나는 비능률이다.¹¹⁾ 즉, 필요이상의 자원을 투입하거나 종업원의 노력이 감소되어 발생하는 내부적 비능률이다. X-비능률은 기업규모와 수익성이 음의 관계가 있음을 의미한다. 이 연구는 기업규모가 수익성의 성장요인이 됨을 보여주고 있다.¹²⁾

기존 연구들에서 확인된 성장성과 수익성에 영향을 주는 성장요인들을 요약하면 기업구조변수인 자본집약도와 자본구조, 기업투자전략변수인 시설투자, 기술투자와 광고투자, 현금흐름 관련변수인 현금흐름과 이익유보, 그 외의 기업전략변수로 초과생산시설, 자산특수성과 기업규모이다. 본 연구에서 산업의 특성과 성장단계에 따라 성장성과 수익성에 직접적 영향을 미치는 이 성장요인들과 기업성장의 관계를 실증적으로 분석하여 기업의 성장유

11) Leibenstein과 Maital(1994)은 X-비능률은 조직구성원의 방위적 태도에 기인하여 모든 조직에 지속적으로 존재하는 현상이나 기업규모와 생산규모가 확대되면 이에 대한 효과적 통제와 조정을 할 수 있는 계층조직이 형성될 수 없어 X-비능률이 발생한다고 설명하고 있다.

12) 시장진입장벽모형하에서는 기업규모와 수익성이 양의 관계를 갖게되나 X-비능률모형하에서는 양자의 관계가 음이 되어 상호모순이 되고 있다. 기업의 수익성과 시장구조를 설명하는 Shepherd(1986)의 실증연구에서 시장진입장벽의 변수로 채택한 기업규모와 수익성이 예상과 반대로 음의 관계를 나타낸 결과를 대기기업의 병폐인 X-비능률로 해석하고 있다.

형을 확인하고자 한다.

2.3.3 경영다각화전략

경영다각화는 기업의 성장성과 수익성에 기여하는 중요한 기업성장전략으로 고려되어 왔으나 기업 구조정과 함께 업종의 전문화와 다각화에 대한 많은 논란이 제기되고 있다. 일반적으로 인식되고 있는 기업성장전략으로서의 경영다각화를 Kay(1982)는 거래비용과 결합상승효과¹³⁾의 개념에 의해 새로운 이론적 틀에서 설명하였다. 제품 혹은 시장의 공통요소가 존재하는 경우 기업은 공통요소의 결합에 의해 개별요소의 효과의 합보다 더 큰 효과를 얻을 수 있는 결합상승효과를 얻기 위해 기술 혹은 시장의 공통요소를 연계할 것이다.¹⁴⁾ 그러나 시장 혹은 기술의 연계로 얻어진 결합상승효과에 따르는 비용은 연계로 인하여 환경변화에 적용할 수 있는 능력의 저하이다.¹⁵⁾ 이는 제품 간 연계가 강하면 강할수록 결합상승효과는 커지나 환경변화에 대처할 수 있는 능력의 상실로 도산의 가능성이 높아진다. 따라서 경영다각화에 의해 연계로 증가된 위험에 대응하여야 기업이 생존과 성장을 할 수 있다는 것이다. 즉, 경영다각화가 성장전략 외에도 경영환경변화에 따른 위험에 대한 방어전략으로 고려되고 있다.

III. 研究方法

시장구조와 평균매출액의 구조변화에 의하여 성장 단계를 구분하는 방법을 제시하고, 종속변수인 성장성과 수익성과 설명변수인 성장요인들을 정의하였다. 성장단계별로 성장성과 수익성의 상호관계, 개별기업의 성장과 성장요인과의 관계를 분석하고, 기업의 성장유형과 성장전략의 부적합에 의해 기업의 중단을 설명하고, 성장전략인 경영다각화와 기업성장의 관계를 분석하기 위한 통계적 분석방법을 설명하고자 한다.

3.1 표본선정 및 자료수집

상위 2자리의 Compustat SIC code에 의해 우리나라의 주요산업이었거나 향후 주요산업이 될 관심의 대상이 되는 산업과 동일한 4개의 대분류산업을 선정하였다. 상위 4자리의 SIC code에 의해 이 대분류산업을 비교적 대표할 수 있는 대분류산업내의 소분류산업을 분석대상산업으로 최종 선정하였다. 즉, <표 1>에 제시한 바와 같이 분석대상 산업을 섬유산업의 방직·직조업, 화학산업의 기초화학물제조업과 의약품제조업, 컴퓨터산업의 컴퓨터제조업, 자동차산업의 일반자동차제조업인 5개의 산업으로 국한하였다.¹⁶⁾ 대분류산업이 아닌 소분류

13) Ansoff(1965)는 결합상승효과(synergy)를 자원이 결합되어 얻어지는 효과가 개별자원의 효과의 단순한 합보다 커지는 효과로 설명하고 있다. 공동상승효과에는 판매, 운영, 투자, 경영의 결합상승효과가 있음을 제시하고 있다.

14) 결합상승효과는 연계된 제품과 시장의 결합에 의해 수익과 비용곡선의 이동에 의한 이득의 실현을 의미하며, 규모경제효과는 동일한 제품과 시장의 결합에 의해 비용곡선상의 이동에 의한 이득의 실현을 의미하므로 양자는 구별된다.

15) 결합상승효과를 얻기 위해 연계한 제품중 하나가 환경의 변화로 쇠퇴하는 경우 강한 연계가 있으므로 이 제품의 제거와 대체가 용이하지 않으므로 환경변화에 대응하는 능력이 저하된다.

16) 최초의 분석대상산업으로 고려한 산업은 6개의 대분류산업에 속한 23개의 산업이었으나 너무 방대하여 2개의 섬유산업, 3개의 화학산업, 2개의 기계산업, 1개의 컴퓨터산업, 4개의 전자산업, 2개의 자동차산업으로 13개의 산업으로 축소하여 분석하였으나 13개 산업의 예비분석결과가 너무 많아 <표 1>의 5개 산업만을 본 연구에 포함하였다. 기업성장에 대한 일반화된 이론을 정립하기 위하여 향후 이외의 산업들에 속한 개별기업의 성장에 대한 연구가 계속되어야 할 것이다.

〈표 1〉 분석대상의 산업

산 업	SIC code	산 업 명
섬유산업	2200	방직·직조업(textile mill products)
화학산업	2800	기초화학물제조업(chemicals & allied prodos)
	2834	의약품제조업(pharmaceutical preparations)
컴퓨터산업	3571	컴퓨터제조업(electronic computers)
일반자동차제조업	3711	일반자동차제조업(motor vehicles & car bodies)

산업을 연구대상산업으로 선정하여 산업의 동질성을 확보한 이유는 대분류산업을 분석대상으로 하는 경우 대분류산업내의 산업의 이질성이 산업의 특성과 성장단계에 따른 성장요인과 성장유형과의 관계를 불명확하게 할 가능성이 있기 때문이다.

화학산업의 경우 두개의 소분류산업을 비교하여 분석한 이유는 이 대분류산업 내에 있는 이질적인 두개의 소분류산업 간 성장요인과 성장유형과의 관계가 상이함을 보여주어 산업특성을 고려한 개별기업 성장에 대한 연구는 소분류산업별로 분석하는 것이 타당함을 보여주기 위한 것이다.

표본기업은 이들 산업에 속한 미국 상장기업으로 제한하였다. 상장기업으로 표본을 제한한 것은 이 기간의 기업재무정보의 수집이 가능하며 해당 산업에 대표적이고 선도적인 기업들로 산업의 특성을 충분히 반영할 수 있다고 보기 때문이다.

분석대상의 산업과 이에 속한 기업의 성장과정을 충분히 시계열분석을 할 수 있도록 Compustat Tape의 Annual Data에서 수집가능한 기간인

1950년부터 1995년까지의 기업재무자료를 수집하였다.¹⁷⁾ 최초의 자료건수는 23개 산업의 16,802개이었으나 총자산과 매출자료가 없는 불완전한 자료와 5개년 미만의 자료만 있는 기업의 자료를 제외하여 8,952건으로 축소하였다. 다시 분석대상의 산업을 5개로 축소하여 최종적으로 사용될 자료건수는 5,186건이다.¹⁸⁾ 기업성장의 주요전략으로 고려되는 경영다각화에 대한 분석에서는 부문공시정보의 수집이 가능한 1989년에서 1995년까지의 과거 7년간의 자료만을 사용하였다.

3.2 기업성장단계의 정의

산업별 기업성장단계를 성장특성을 확인하여 직접적으로 정의하지 않고 시장구조와 평균매출액의 변화에 의해 간접적으로 정의하였다. 기존의 연구들에서 시장구조변화를 확인하기 위해 시장구조를 선두 4개 기업의 시장점유율과 Hirschman-Herfindahl 지수(이하 HHI지수라 함)¹⁹⁾ 등을 사용하고 있다.

17) 계속기업의 자료만 포함된 우리나라의 KIS-FAS자료와 상장협자료와 달리 Compustat자료는 계속기업과 함께 기업이 중단되기 전 중단기업의 자료를 포함하고 있으며, 실증분석에서 Compustat자료의 계속기업과 중단기업을 모두 사용한 본 연구의 결과는 중단기업 또는 계속기업을 표본에서 배제하여 나타낼 수 있는 selection bias의 문제가 없다.

18) 45년간의 panel data임으로 회계공시항목의 변경 등으로 자료중 일부 변수의 값이 누락되어 실증분석에서 생략되어 실제로 사용된 자료건수는 분석마다 상이하게 나타남. 특히 회계공시항목이 계속적으로 증가하고 있어 50, 60, 70년대의 경우 실증분석시 생략되는 자료건수가 많다.

19) 시장구조를 구분하는 기준으로 선두 4개 혹은 5개의 시장점유율의 합 또는 시장점유율의 자승의 합인 HHI가 사용되고 있다. 본 연구에서는 HHI를 사용하였으며, 상장기업인 대기업이 실질적인 경쟁을 주도하므로 HHI의 계산 시 상장기업간의 시장점유율을 사용하였다.

본 연구에서는 선두4개기업의 시장점유율에 의해 시장구조의 변화가 민감하게 나타나지 않아 HHI 지수의 변화에 따라 시장구조의 변화를 구분하였다.

Shepherd(1997)가 제시한 기준에 따라 HHI지수에 의해 6개의 시장구조로 구분하였다. 경쟁이 제한을 받는 시장구조는 독점적 시장구조, 지배시장구조와 과점시장구조이다. 독점적 시장구조는 수요가 비탄력적이고 시장진입장벽이 높은 산업에서 하나의 기업이 존재하는 시장구조로 HHI는 10,000 이상이다. 지배시장구조는 40%이상의 시장점유율을 가진 지배기업이 존재하여 사실상의 경쟁이 없는 시장구조를 의미한다. 과점시장구조는 4개의 선두기업이 60%의 시장점유율을 소유하므로 선두기업의 가격담합이 용이한 시장구조²⁰⁾를 의미하며 HHI는 10,000미만이며 1,800이상이다.

준과점시장구조는 시장진입이 비교적 쉬워 많은 기업이 존재하며 4개의 선두기업이 40%의 시장점유율을 소유하므로 가격담합이 어려운 시장구조를 의미하며 HHI는 1,800미만이며 1,000이상이다. 독점적 경쟁시장구조는 약간의 시장지배력을 갖고 있는 많은 기업들이 존재하는 시장구조를 의미하며 HHI는 1,000미만이며 100이상이다. 완전경쟁시장구조는 시장지배력이 전혀 없는 많은 기업이 존재하는 시장구조를 의미하며 HHI는 100미만이다.

본 연구에서는 대상산업의 HHI지수를 고려하여 성장단계를 3개의 시장구조 즉 HHI지수가 1,800 이상인 경쟁제한 시장구조, HHI지수가 1,800미만이고 1,000이상인 준과점 시장구조와 HHI지수가 1,000미만인 독점적 경쟁 시장구조로 구분하였다.

시장구조 변화에 의해 구분한 성장단계를 산업의 성장성과 개별기업의 경영전략에 많은 영향을 줄 것으로 판단되는 기업의 평균매출액의 변화를 추가적으로 고려하여 다시 세분하였다. 평균매출액의 구조적 변화가 일어나는 시점을 cusum test에 의해 확인하였으며, 개별기업의 평균매출액의 구조변화에 따라 추가적으로 시장구조를 저성장기와 고성장기로 구분하였다.

3.3 기업성장과 성장요인 변수의 선정과 정의

기업의 주요환경인 경쟁구조 즉 시장구조의 변화에 대응하여 개별기업이 택한 성장유형을 설명하기 위해 기업성장인 성장성과 수익성 그리고 기업 성장에 영향을 미치는 성장요인들을 측정할 수 있는 25개의 변수를 선정하였다.²¹⁾ 성장성, 수익성과 각 성장요인의 일부는 이를 측정하기 위해 여러 변수를 고려하였으며, 이들 변수 중 산업별로 타 변수들과의 상관관계를 분석하여 비교적 안정적이고 높은 상관관계를 나타내는 하나의 변수를 선정하였다. 예로 매출과 자산의 증가를 성장성 변수로 고려하였으며 자산보다 매출의 증가가 다른 변수들과의 상관관계가 비교적 안정성이 있고 높아 매출의 증가를 성장성 변수로 선정하였다. 이와 같은 과정에 의해 다음의 13개의 변수를 최종적으로 선정하였다.

선정된 변수는 기업성장을 측정하는 변수로 성장성과 수익성, 기업성장을 설명할 성장요인 관련변수들로 기업구조변수인 자본집약도와 자본구조, 기

20) 시장지배력이 발생하기 시작하는 15%정도의 시장점유율을 갖는 4개의 기업이 존재하는 시장구조를 의미한다.

21) 성장성을 매출의 증가 혹은 자산의 증가로 측정할 수 있으므로 성장성에 대한 2개의 변수를 고려하였으며 동일한 이유로 수익성은 4개의 변수, 자본구조는 3개의 변수, 자본집약도는 1개의 변수, 기술투자는 3개의 변수, 시설투자는 1개의 변수, 광고투자는 1개의 변수, 현금흐름은 3개의 변수, 이익유보는 2개의 변수, 자산투수성은 1개의 변수, 초과생산시설은 1개의 변수, 기업규모는 2개의 변수, 경영다각화는 1개의 변수, 산업성장성은 1개의 변수로 총 25개의 변수를 고려하였다.

업투자전략변수인 시설투자, 기술투자와 광고투자, 현금흐름 관련변수인 현금흐름과 이익유보, 그 외의 기업전략변수로 초과생산시설, 경영다각화, 자산특수성과 기업규모이다

성장성과 수익성에 대한 변수를 다음과 같이 정의하였다. 성장성은 성장요인이 고려된 연도인 t년도 후 3년간인 t+1년도, t+2년도와 t+3년도의 매출(#12)증가율의 평균으로 정의하였다.²²⁾ 성장성과 같이 수익성도 경상적인 수익력을 측정하기 위해 성장요인이 고려된 연도 후 3년간의 투자수익률인 경상이익(#18) / 총자산(#6)의 평균으로 정의하였다. 향후 3년간의 평균을 사용한 이유는 비교적 안정적인 성장요인과 불안정한 연도별 수익성과 성장성의 변화를 3년간 평균화하여 안정화함으로써 성장요인과 기업성장과의 대응관계를 높이기 위한 것이다.²³⁾

성장요인들에 대한 변수를 다음과 같이 정의하였다.

- 자본구조 = 부채(#6-#216) / 자기자본(#216)
- 자본집약도 = 유형자산(#7) / 총자산(#6)
- 시설투자 = 자본적 지출(#128) / 총자산 (#6)
- 기술투자 = 연구개발비(#46) / 매출(#12)
- 광고투자 = 광고비(#45) / 매출액 (#12)
- 이익유보 = 당기유보이익(#172-#127) / 총자산(#6)
- 기업규모 = log(총자산(#6))

1983년도 이전에는 영업활동으로부터 조달된 현금이 직접 공시되고 있지 않으므로 영업활동으로부터 조달된 운전자본(#110)에 매출채권(#4)과 재고자산(#1), 매입채무(#5)의 증감을 조정하여 이 기간의 영업활동으로부터 조달된 현금을 추정하였다.

$$\text{현금흐름} = \text{영업활동으로부터 조달된 현금}(\#308) / \text{총자산}(\#6)$$

직접 측정할 수 없는 초과생산시설 변수는 재고자산과 주문재고량에 대한 매출의 상대적 크기로 정의하였다. 초과생산시설이 많은 경우 미래의 매출에 대비한 재고자산을 작게 유지할 것이고 주문재고량도 많지 않을 것이라는 가정 하에 이 대응변수를 정의하였다. 따라서 초과생산시설이 많을수록 이 대응변수는 커질 것이다.

$$\text{초과생산시설} = \text{매출}(\#12) / (\text{재고자산}(\#3) + \text{주문재고량}(\#98))$$

부문간 매출이 분산되면 될수록 그리고 부분들의 산업이 기업이 속한 산업과 상이하면 할수록 경영다각화의 정도가 큰 것이므로 부문별가중치와 부문차이에 의해 경영다각화를 다음과 같이 정의하였다.

$$\text{경영다각화} = \text{부문별}(\text{부문별가중치} * \text{부문차이}) \text{의 합}$$

22) (#번호)는 Compustat의 Annual Data의 항목번호이다.

23) 시설, 기술과 광고투자가 성장성과 수익성에 반영되는 기간 즉 시차를 고려하기 위하여 투자 후 1년부터 5년까지 각각의 투자와 성장성과 수익성의 상관관계를 분석하였으나 투자종류에 따라 그리고 산업에 따라 혹은 동일한 산업의 경우에도 성장단계에 따라 시차가 상이하게 나타났다. 여러 형태로 나타난 상이한 시차의 차이 중 하나를 선택하는 것은 시차의 임의적 선택을 의미하므로 이를 피하기 위해 수익성과 성장성의 3년간 평균을 사용하였다. 시차에 대한 체계 있는 분석을 통한 성장성과 수익성에 대한 투자효과에 대한 연구는 방대한 작업을 요구하는 과제이므로 독립된 연구과제로 수행하는 것이 바람직하다.

단, 부문별가중치 = 부문매출(psale) / 총매출 (#12)

부문차이 = 기업SIC와 부문별SIC code의 상위 세자리 일치하면 1, 상위 두자리 일치하면 2, 상위한자리 일치하면 3, 그 외는 4

자산특수성은 자산의 대응가능성에 제약을 나타내는 것으로 직접 측정할 수 없어 자산특수성이 강할수록 매물가능성이 높으므로 보다 많이 리스에 의해 자산을 조달할 것으로 가정하여 대응변수인 총자산 중 리스자산의 비중으로 정의하였다.²⁴⁾ 따라서 매물가능성이 강할수록 이 대응변수는 커질 것이다.

자산특수성 = 리스자산(#265) / 총자산(#6)

3.4 기업성장에 대한 통계적 분석방법

산업의 수요탄력성, 규모경제의 크기, 자본집약도 등 산업의 특성에 따라 산업의 시장구조 및 기업의 성장단계의 변화와 기업성장을 결정하는 성장요인이 상이할 것이다. 따라서 본 연구에서 산업별 그리고 성장단계별로 기업성장유형을 분석하고자 한다. 산업별로 시장구조의 변화에 따라 나타나는

성장요인과 기업성장을 요약하고 기업성장요인과의 관계를 확인하여 기업의 성장요인과 성장유형을 분석하는 과정은 다음과 같다.

첫째, 산업별 기업성장단계를 정의하기 위해 평균 매출액의 구조변화의 시점을 확인하기 위해 cusum test를 사용하였다.

둘째, 성장성과 수익성의 상관관계를 확인하고 기업성장의 양면인 성장성과 수익성의 관계를 규명하기 위하여 산업별 시장구조의 변화단계별로 Chow test에 의해 성장성과 수익성의 관계구조가 시장구조의 변화에 따라 변화하는가를 확인하였다.²⁵⁾

셋째, 산업별 시장구조의 변화단계에 따라 성장성과 수익성 그리고 성장요인의 변수들 간 상관관계를 분석하여 상관관계가 높은 성장요인들을 설명변수로 선정하였다. 산업별 그리고 성장단계별로 성장성과 수익성에 대해 선정된 성장요인들을 설명변수로 회귀분석을 하여 기업성장에 결정적 영향을 미친 성장요인을 확인하였다.

넷째, 성장단계별로 계속기업들의 성장성과 수익성의 평균과 표준편차를 사용하여 개별기업의 성장전략유형과 수익전략유형을 각각 고성장형, 평균성장형, 저성장형과 수익유형을 고수익형, 평균수익형, 저수익형 기업으로 구분하고, 개별기업의 성장전략유형과 수익전략유형 즉, 성장전략유형을 종속변수로 그리고 기업성장요인을 설명변수로 하여

24) Worthington(1995)의 연구에서 자산특수성을 측정하기 위하여 사용한 대응변수를 변형한 것이다.

25) 시장구조의 변화에 의해 성장성과 수익성의 관계가 변화하는가를 확인하기 위해 사용한 Chow test는 시장구조가 변화하면 성장성과 수익성의 관계가 변화하므로 비교 기간의 성장성에 대한 수익성의 회귀식의 계수가 상이할 것으로 가정한 회귀식(비제약모형: unrestricted model)과 변화를 가정하지 않아 비교 기간을 구분하지 않는 회귀식(제약모형: restricted model)의 잔차자승합계, 관찰치의 수와 추정모수의 수에 의해 구한 아래의 F값이 임계치 F값을 초과하면 임계치 F값의 유의수준에서 성장성과 수익성의 관계에 변화가 없다는 가설을 기각한다.

$$F = \frac{(e' \cdot e - e' e) / k}{e' e / (n - 2k)} \sim F(k, n - 2k)$$

단, $e' \cdot e$ = 비교 기간을 구분하지 않은 제약모형의 잔차자승합계,

$e' e$ = 비교 기간을 구분한 비제약모형의 잔차자승합계,

n = 관찰치의 수, k = 추정모수의 수

probit분석을 하였다.

이 probit모형을 이용하여 계속기업과 중단기업의 성장전략유형을 분류하고, 기업의 성장전략유형과 기업이 택한 성장전략의 부적합도 즉 비효율적 혹은 무리한 성장전략이 기업중단의 원인이 될 수 있음을 확인하기 위해 계속기업과 중단기업간 기업의 성장전략유형과 성장전략의 적합도 차이를 비교하였다.

다섯째, 중요한 기업성장전략으로 고려되고 있는 경영다각화는 산업의 특성에 따라 다각화 정도의 차이가 존재하는가를 확인하고 산업별 다각화기업과 비다각화기업 간 성장성과 수익성의 차이를 t-test로 검증하고 성장전략으로서 경영다각화의 역할을 확인하였다.

IV. 實證分析의 結果 및 解釋

4.1 산업별 시장구조의 변화와 산업 특성

HHI지수에 의해 구분한 경쟁구조의 변화와 평균 매출액의 변화를 고려하여 <표 2>와 같이 산업별 시장구조의 변화를 구분하였다.

산업별 시장구조의 변화 차이를 설명하고 산업에 대한 이해를 제고하기 위하여 산업별 재무적 특성을 <표 3>에 요약하였다.

<표 2>에서 컴퓨터제조업을 제외한 모든 산업은 경쟁의 심화과정이 단계적으로 변화되고 있으나 컴퓨터제조업의 경우 경쟁제한에서 독점적 경쟁시장

<표 2> 산업별 시장구조 및 기업구성의 변화

산업	제1기	제2기	제3기	제4기
방직·직조업	경쟁제한·고성장 (50년 ~ 74년)	경쟁제한·저성장 (75년 ~ 95년)		
	[11.04, 1.36, 0.00]		[24.05, 0.67, 1.52]	
기초화학물제조업	경쟁제한 (50년 ~ 56년)	준과점·고성장 (57년 ~ 86년)	준과점·저성장 (87년 ~ 95년)	
	[4.43, 0.71, 0.00]		[12.17, 0.47, 0.07]	[16.00, 0.33, 0.44]
의약품제조업	준과점 (50년 ~ 56년)	독점적경쟁 (57년 ~ 95년)		
	[9.86, 1.57, 0.00]		[70.28, 5.59, 1.54]	
컴퓨터제조업	경쟁제한 (50년 ~ 81년)	독점적경쟁 (82년 ~ 87년)	준과점 (88년 ~ 91년)	경쟁제한 (92년 ~ 95년)
	[11.44, 1.60, 0.12]	[51.60, 6.80, 3.40]	[54.50, 2.50, 3.50]	[47.80, 1.00, 2.80]
일반자동차제조업	경쟁제한 (50년 ~ 68년)	준과점 (69년 ~ 84년)	독점적경쟁 (85년 ~ 95년)	
	[5.58, 0.47, 0.00]	[19.25, 1.19, 0.31]	[30.73, 1.36, 0.73]	

(주) 1. [] 안의 수치는 각각 산업내 기별의 (전체기업수, 진입기업수, 중단기업수)의 연평균 수치임.

(표 3) 산업별 재무적 특성에 대한 기술통계

산 업	변수	성장성	수익성	자본구조	차분점도	시설투자	기술투자	참고투자	현금흐름	이익유보	최대한 시설	자산투수성	기업규모
반도체·직조업 경제제한·고성장 (50년~74년)	평균	1.0997	0.0398	0.7104	0.358	0.0815	0.0068	0.0068	0.3031	0.0404	5.6897	n.a.	1.8506
	표준편차	0.1104	0.0573	0.2533	0.1679	0.084	0.0056	0.0059	0.3033	0.04	4.6688	n.a.	0.7507
	평균	1.0692	0.0394	0.5339	0.3625	0.0655	0.0188	0.0039	0.0827	0.0304	8.9721	0.0617	1.8943
	표준편차	0.1335	0.0587	0.1715	0.1775	0.0543	0.0196	0.0069	0.0944	0.0779	10.6365	0.0612	0.6356
기초화학물제조업 경제제한 (50년~56년)	평균	1.0944	0.0607	n.a.	0.3796	0.0817	0.0221	n.a.	0.7402	0.0661	5.0026	n.a.	2.5385
	표준편차	0.0004	0.0678	n.a.	0.1105	0.0402	0.0115	n.a.	0.0849	0.021	0.9828	n.a.	0.1901
	평균	1.0874	0.0544	0.5994	0.4376	0.0873	0.0251	0.0086	0.2107	0.0271	4.9493	0.0097	2.9085
	표준편차	0.0976	0.0274	0.1991	0.0836	0.039	0.0128	0.0061	0.2282	0.1655	1.7621	0.0029	0.9079
준과점·고성장 (57년~86년)	평균	1.0335	0.0364	0.6156	0.4431	0.0856	0.0353	0.0105	0.0897	0.0188	5.6924	0.0117	3.1452
	표준편차	0.0820	0.0874	0.1593	0.095	0.0389	0.0171	0.0124	0.0503	0.0481	2.8762	0.0021	1.0246
	평균	1.1378	0.1268	n.a.	0.3076	0.0596	0.0623	n.a.	0.9208	0.1081	4.8104	n.a.	1.9572
	표준편차	0.1299	0.0793	n.a.	0.0757	0.0344	0.0203	n.a.	0.1551	0.041	1.7359	n.a.	0.2855
독점적경쟁 (57년~95년)	평균	1.4917	-0.0381	0.5761	0.2768	0.0649	2.1408	0.0647	0.0868	-0.085	6.6742	0.072	2.0217
	표준편차	2.1057	0.3994	1.2217	0.1347	0.0577	32.7457	0.098	0.3827	0.5908	7.4654	0.1027	1.1814
	평균	1.5427	0.0901	0.5154	0.2455	0.1327	0.1129	0.0143	0.0869	0.0716	3.371	n.a.	1.6536
	표준편차	0.9698	0.0058	0.2301	0.1672	0.1065	0.2815	0.0134	0.1898	0.15	2.4396	n.a.	0.5896
점점적경쟁 (82년~87년)	평균	1.4189	0.0171	0.4036	0.1838	0.0998	0.5098	0.0427	0.0295	-0.0047	5.3347	0.03	2.0336
	표준편차	0.6251	0.1481	0.1958	0.0875	0.0501	3.4865	0.074	0.2493	0.2211	4.3014	0.027	0.8316
	평균	1.1691	-0.0289	0.537	0.2081	0.0834	1.9063	0.0224	0.0668	-0.0309	5.7976	0.0275	2.3532
	표준편차	0.3981	0.1806	0.3606	0.1001	0.049	16.8838	0.0252	0.1407	0.3171	3.997	0.0244	0.9517
경제제한 (88년~91년)	평균	1.1041	-0.0819	0.5362	0.2002	0.0613	3.5948	0.0159	0.0366	-0.0772	10.5142	0.0366	2.4782
	표준편차	0.4279	0.2369	0.3036	0.1413	0.0473	21.3135	0.0125	0.2126	0.3517	22.18	0.0296	0.9953
	평균	1.0807	0.0778	0.7477	0.295	0.0602	0.0293	0.0108	0.5254	0.0823	6.364	n.a.	3.2201
	표준편차	0.0946	0.0755	0.2972	0.0888	0.0318	0.0033	n.a.	0.3916	0.0421	2.3562	n.a.	0.6522
일관지동차제조업 경제제한 (50년~68년)	평균	1.0774	0.0518	0.5214	0.2777	0.0703	0.0209	0.0073	0.1028	0.0303	5.0795	0.0082	3.2737
	표준편차	0.1148	0.0879	0.1579	0.1003	0.0472	0.0144	0.0081	0.0915	0.0752	4.9901	0.008	0.9945
	평균	1.0733	0.0416	0.6281	0.2438	0.0582	0.0283	0.0108	0.0898	0.0239	8.4637	0.0096	3.705
	표준편차	0.0631	0.0776	0.2001	0.0913	0.0348	0.0172	0.0102	0.0773	0.0612	6.5164	0.0124	1.1624

으로 급변하였으며 그 후 경쟁이 완화되는 과정이 단계적으로 빠르게 진행되고 있다. <표 2>와 <표 3>에서 컴퓨터제조업의 경우 시장구조에 따라 성장률이 10%에서 54%로 타 산업보다 성장성이 높고, 자본집약도는 20% 전후로 타 산업보다 낮다. 이는 고성장·저자본집약적 산업의 경우 성장성이 높아 성장기회가 많고 낮은 자본집약도로 진입장벽이 낮아 연평균 6.8개의 많은 기업이 진입하여 경쟁이 심화되고 독점적 경쟁구조가 되고 연평균 3.5개의 많은 기업이 퇴출되어 준과점의 경쟁구조로 빠르게 변화되고 있음을 보여주고 있다. <표 2>와 <표 3>에서 의약품제조업의 경우에도 성장성이 높으며 자본집약도가 낮은 산업으로 산업특성이 컴퓨터제조업과 유사하여 연평균 5.59개의 기업이 진입하고 연평균 1.54개의 기업이 중단하여 경쟁구조가 빠르게 변화됨을 보여주고 있다.

이는 성장성이 높고 자본집약도가 낮은 산업에 속한 기업은 기업중단의 가능성 즉 도산위험이 높음을 보여주고 있다. 즉, 기업의 경영 환경인 산업 특성은 기업위험의 평가 시 고려되어야 할 중요한 요소임을 의미한다. 따라서 이 분석결과는 기업위험에 영향을 주는 산업의 특성 즉, 성장성과 자본집약도에 의해 결정됨을 보여줌으로써 기업의 신용평가에서 산업평가가 고려되어야 하는 이유와 산업평가 시 고려하여야 할 산업특성을 제시하였다는 면에서 의의가 있다.

<표 3>에서 개별기업의 성장성은 대부분 산업이 경쟁의 심화와 산업성장의 둔화로 낮아지고 있으며 경쟁이 심한 컴퓨터제조업의 경우 경쟁의 심화로 급격하게 낮아지고 있다. 개별기업의 수익성도 성장성과 마찬가지로 경쟁의 심화와 산업성장의 둔화로 악화되고 있으며 경쟁이 심한 의약품제조업과 컴퓨터제조업의 경우 경쟁의 심화로 급격하게 악화

되고 있다. 여기에서 의약품제조업과 컴퓨터제조업과 같이 고성장·저자본집약적 산업의 경우 타 산업에 비해 경쟁의 심화와 산업성장의 둔화가 기업성장에 미치는 부정적 영향이 크다는 것을 보여주고 있다.

이와 관련하여 <표 2>는 산업성장의 둔화로 방적·직조업과 기초화학물제조업의 경우 각각 연평균 중단기업수가 0에서 1.52로 그리고 0.07에서 0.44로 증가하고, 시장경쟁의 심화로 연평균 중단기업수가 의약품제조업의 경우 0에서 1.54로, 컴퓨터제조업의 경우 0.12에서 3.40으로 그리고 일반자동차제조업의 경우 0에서 0.31과 0.73으로 증가하고 있다. 이 분석 결과는 모든 산업에서 시장경쟁의 심화와 산업성장의 둔화가 수익성과 성장성을 악화시켜 기업중단의 원인이 됨을 보여주고 있으며, 산업성장과 시장경쟁이 기업경영에서 고려하여야 할 주요 변수임을 시사하고 있다.

자본구조인 부채비율은 산업의 성장성, 자본집약도 등 산업특성과 무관하게 전 산업이 50%대로 유사하다. 시설투자는 자본집약산업이 타 산업에 비하여 높으며, 기술투자는 의약품제조업과 컴퓨터제조업의 경우 타 산업에 비하여 높으며 이 산업들이 기술집약적 산업임을 보여주고 있다. 광고투자는 경쟁이 심한 의약품제조업과 컴퓨터제조업이 타 산업에 비하여 높다. 기업규모는 자본집약도와 관계없이 기초화학물제조업과 자동차제조업이 타 산업에 비하여 크다.

4.2 기업성장과 성장요인의 분석

산업의 시장구조변화단계별로 기업성장의 양측인 성장성과 수익성의 관계가 변화하는가를 확인하기 위한 Chow test의 결과와 기업성장과 성장요인을 확인하기 위한 회귀분석의 결과를 요약하고자 한다.

4.2.1 성장성과 수익성의 관계

시장집중과 산업이익과의 양의 관계를 설명하는 시장구조-성과모형과 대기업효율모형은 개별기업의 성장성과 수익성이 양의 관계가 있음을 시사하고 있다. 이는 기업성장(수익향상)이 수익향상(기업성장)에 기여하므로 성장하는 기업이 도산할 가능성이 낮음을 의미한다. 그러나 이는 높은 성장을 보인 개별기업들이 도산하는 현상을 설명하기에 적합하지 않다. 이론과 모순 되게 나타나는 이러한 현상을 설명하기 위하여 성장성과 수익성의 관계를 규명할 필요가 있다. 개별기업이 속한 산업과 성장단계에 따라 개별기업의 성장성과 수익성의 관계가 변화하는가를 확인하기 위하여 Chow test를 하였으며 그 결과를 <표 4>에 요약하였다.

방직·직조업의 경우 제1기 경쟁제한·고성장시장에서 제2기 경쟁제한·저성장시장으로 성장이 둔화됨에 따라 성장성과 수익성과의 계수가 2.2536에서 1.4409로 변하였으며, 이 변화는 Chow test의 F값 4.8746은 5% 유의수준의 임계치 3.89보다 크므로 5%의 유의수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 산업 성장성이 낮아짐에 따라 성장성과 수익성의 관계구조가 약화되고 있음을 보여주고 있다.

기초화학물제조업의 경우 시장구조가 제1기 경쟁제한시장에서 제2기 준과점·고성장시장으로 다시 준과점·고성장에서 제3기 준과점·저성장시장으로 변화됨에 대한 이에 상응하는 Chow test의 F값 6.3026과 3.3634는 5% 유의수준의 임계치 3.04와 3.02보다 크므로 경쟁의 심화와 성장둔화에 의해 성장성과 수익성과의 관계구조가 계속하여 약화되고 있음을 보여주고 있다. 이는 산업의 성장둔화 외에도 경쟁의 심화로 성장성과 수익성의 관

계가 약화됨을 보여주고 있다.

의약품제조업의 경우 기존이론과 달리 성장성과 수익성이 음의 관계를 나타나고 있으며 제1기 과점시장에서 제2기 독점적 경쟁시장으로 경쟁이 심화됨에 따라 유의하지 않은 음의 관계가 유의적으로 변하고 있으며 Chow test도 성장성과 수익성의 관계구조의 변화가 5% 유의수준에서 유의함을 보여주고 있다.

컴퓨터산업의 경우에도 제1기 경쟁제한시장에서 제2기 독점적 경쟁시장으로 경쟁이 급격하게 심화되어 수익성과 성장성의 관계가 양에서 음으로 변화되었으나 변화는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 다시 독점적 경쟁에서 제3기 준과점시장으로 경쟁이 완화됨에 따라 수익성과 성장성의 관계가 음에서 양으로 변화되었으며 변화는 5% 유의수준에서 유의한 것으로 나타났다. 경쟁이 더욱 완화된 준과점시장에서 제4기 경쟁제한시장으로 변화되었으나 성장성과 수익성의 관계의 변화는 유의하지 않은 것으로 나타났다.

의약품제조업과 컴퓨터제조업의 경우 자본집약도가 낮고 성장성이 높아 시장진입과 퇴출이 활발하여 타산업보다 경쟁이 심한 산업이며 이들 산업의 성장단계 중 경쟁이 가장 심한 독점적 경쟁시장에서 나타난 성장성과 수익성의 음의 관계는 기존의 이론과 일치하지 않으나 일부의 실증연구 결과와 일치한다. 성장성과 수익성의 음의 관계는 경쟁이 극심한 경우 출혈경쟁으로 인하여 성장성이 높은 기업이 수익성이 악화되어 도산할 수 있음을 의미하며, 이는 양자의 양의 관계를 설명하는 이론과 상반된 실증적 결과에 대한 합리적인 해석을 제공하고 있다.

경쟁의 심화와 성장의 둔화로 성장성과 수익성의 관계가 약화되는 타 산업과 달리 일반자동차제조업

(표 4) 산업별 성장성과 수익성 관계의 추이분석

비계약모형 : 성장성 = $\alpha + \beta * \text{수익성}$
 계약모형 : 성장성 = $\alpha + \beta_1 * \text{수익성} * d_1 + \beta_2 * \text{수익성} * d_2 + \beta_3 * \text{수익성} * d_3 + \beta_4 * \text{수익성} * d_4 + 1$

설명변수	수익성	수익성*d1	수익성*d2	수익성*d3	수익성*d4	절편	수정결정계수	F값	Chow Test
방적·직조업									
1-2기	1.6059 (10.486)**	2.2536 (8.805)**	1.4409 (9.035)**			1.0261 (103.696)**	0.3065	109.9564**	4.8746 a
						1.0205 (103.257)**	0.3273	61.8131**	
기초화학제품업									
1-2기	0.8122 (7.525)**	1.6463 (6.401)**	0.7819 (7.378)**			1.0539 (123.150)**	0.7294	56.6213**	6.3026 b
						1.0489 (123.561)**	0.2078	35.8824**	
2-3기	0.9222 (10.295)**			0.9654 (10.686)**	0.5396 (3.138)**	1.0261 (153.476)**	0.2425	105.9929**	3.3634 c
						1.0289 (153.207)**	0.2556	57.3016**	
의약품제조업									
1-2기	-0.4959 (-3.929)**	-2.7194 (-1.352)	-0.4878 (-3.834)**			1.4363 (29.861)	0.0124	15.4381**	6.2798 d
						1.4483 (29.536)**	0.0126	8.3445**	
컴퓨터제조업									
1-2기	-0.3217 (-0.395)	2.8739 (1.789)*	-1.3566 (-1.471)			1.8370 (11.786)**	-0.0050	0.1559	2.6271 e
						1.7746 (11.354)**	0.0199	2.7227*	
2-3기	-0.6352 (-2.969)**		-1.2492 (-4.291)**	0.0289 (0.096)		1.4709 (32.116)**	0.0387	8.8168**	4.5888 f
						1.4824 (32.932)**	0.0780	9.2092**	
3-4기	0.0413 (0.227)			-0.0674 (-0.284)	0.1770 (0.655)	1.2471 (32.184)**	-0.0055	0.0515	0.2298 g
							-0.0086	0.2567	
일반자동차제조업									
1-2기	0.5344 (6.931)**	0.2320 (1.820)*	0.6194 (7.590)**			1.0428 (157.021)**	0.0988	48.0343**	4.3882 h
						1.0449 (157.808)**	0.1149	28.8528**	
2-3기	0.7266 (9.449)**			0.6389 (7.434)**	0.9184 (8.026)**	1.0441 (175.000)**	0.1250	89.2906**	2.5428 i
						1.0422 (173.592)**	0.1308	47.4884**	

(주) 1. 다음 F값은 5%의 수준에서 유의함을 의미하는 임계치임.
 a. F0.95(2, 247) = 3.04 b. F0.95(2, 263) = 3.04 c. F0.95(2, 325) = 3.02 d. F0.95(2, 1145) = 3.00
 e. F0.95(2, 167) = 3.06 f. F0.95(2, 191) = 3.04 g. F0.95(2, 172) = 3.06 h. F0.95(2, 426) = 3.02
 i. F0.95(2, 615) = 3.00
 2. *, **는 각각 10%, 5%의 수준에서 유의함을 의미함(양측검증).
 3. d1, d2, d3, d4는 1기, 2기, 3기, 4기를 나타내는 가(dummy)변수임.

의 경우 제1기 경쟁제한에서 제2기 준과점시장으로 다시 준과점시장에서 제3기 독점적 경쟁시장으로 계속하여 경쟁의 심화되고 있으나 수익성과 성장성의 관계가 강화되고 있다. 성장성과 수익성의 관계 강화는 성장단계의 첫 번째 변화에서는 유의한 것으로 나타났으나 두 번째 성장단계의 변화에서는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 타산업과 달리 경쟁이 심화됨에 따라 수익성과 성장성의 관계가 강화되는 것은 자동차가 내구성 있는 제품이므로 가격보다는 제품의 차별화에 의해 경쟁의 우열이 결정되는 산업의 특성을 반영하는 것으로 보인다. 향후 이 산업과 유사한 산업의 성장성과 수익성의 관계를 분석하여 양자의 관계 강화를 추가적으로 확인할 필요가 있다.

성장성과 수익성의 관계에 대한 본 연구의 주요 연구결과는 첫째, 컴퓨터산업과 의약품제조업을 제외한 3개 산업에서 기업의 성장성과 수익성은 양의 관계를 보여주고 있으며 이는 산업조직론의 많은 기존 연구결과와 일치하고 있다. 그러나 컴퓨터산업과 의약품제조업의 경우 경쟁이 심화되고 성장이 둔화된 성장단계에서는 양자의 관계가 음으로 나타나고 있다. 이 연구결과는 산업의 특성과 시장구조에 따라 성장성과 수익성의 관계가 긍정적 또는 부정적일 수도 있음을 보여주는 것으로 산업의 특성과 시장구조를 고려하지 않고 성장위주의 기업 경영은 수익성을 경시한 잘못된 경영이라는 주장은 옳지 않을 수 있음을 보여주었다는 면에서 의의가 있다.²⁶⁾ 아울러 본 연구결과는 자본집약도가 낮고 성장성이 높은 산업에서는 경쟁의 심화로 성장성과 수익성이 음으로 나타날 수 있음을 보여줘 산업의

특성과 시장구조를 고려함으로써 양자의 관계가 음으로 나타난 산업조직론의 일부 실증결과를 합리적으로 설명할 수 있는 근거를 제시하고 있다는 면에서도 의의가 있다.

둘째, 자동차산업을 제외한 4개의 산업에서 경쟁의 심화와 성장의 둔화로 성장성과 수익성의 관계가 약화되는 것을 보여주고 있다. 이는 잘못된 성장전략에 의해 기업중단이 될 수 있음을 보여주고 있다. 즉, 고성장에서 기대할 수 있는 성장에 의한 수익성 향상을 전제로 저성장에 성장전략을 시도한 기업은 기대한 수익성 향상이 되지 않아 기업중단이 될 가능성이 높아질 수 있음을 시사하고 있다.

성장성과 수익성은 기업가치 관련연구의 주요변수인 순장부가액과 주당이익과 직접적인 관계가 있다. 즉, 기업의 성장성은 기업규모를 나타내는 순장부가액에 영향을 미치며, 기업의 수익성은 기업의 수익력을 나타내는 주당이익에 영향을 미친다. 산업특성과 시장구조의 변화에 따라 변화하는 성장성과 수익성의 관계는 순장부가액과 주당이익이 기업가치에 미치는 영향이 산업별 그리고 시장구조별로 상이할 가능성을 의미한다. 이 연구결과는 기업가치 관련연구에서 산업의 특성이 고려된 연구의 필요성을 제기하였다는 면에서 의의가 있다.

4.3 기업성장의 회귀분석

산업별 그리고 성장단계별로 기업성장인 성장성과 수익성을 설명할 수 있는 성장요인들을 선정하기 위하여 성장성 및 수익성과 성장요인과의 상관

26) 성장위주의 경영이 잘못이라는 인식위에서 우리나라의 기업구조조정이 이루어지는 경우 기업의 성장성이 경시되어 기업의 경쟁력이 약화될 가능성이 있다. 이러한 인식이 항상 옳지 않음을 실증적으로 보여준 본 연구의 결과는 우리나라 기업구조조정의 방향설정에서 성장성에 대한 긍정적 측면이 고려되어야 함을 보여주고 있다.

관계를 분석하였다. 많은 성장요인들이 상호 높은 상관관계를 보이고 있어 모든 성장요인변수를 설명변수로 사용하는 경우 발생할 다중공선성의 문제를 완화하기 위하여 일부의 성장요인변수만을 선정하였다.

성장요인변수의 선정과정은 첫째, 성장성 및 수익성과 상관관계가 가장 큰 성장요인변수를 우선 선정하고 이 변수와 유의수준 10%이상의 높은 상관관계를 갖는 성장요인변수들을 하나의 변수군으로 분류하고 선정된 변수군 외의 변수들에 동일한 방법을 적용하여 여러 변수군으로 분류하였다. 둘째, 회귀식의 수정결정계수가 최대화되도록 각 변수군에서 하나의 설명변수를 선정하였다.

다중공선성의 문제를 완화하기 위하여 설명변수로 선정되지 않았으나 기업성장에 영향을 미치는 성장요인을 설명하기 위하여 성장성과 유의수준 10%보다 높은 양(음)의 상관관계를 갖는 변수에 ++(--) 부호로 표시하였다.

4.3.1 기업 성장성의 회귀분석

산업별 그리고 성장단계별로 외향적인 기업성장인 성장성을 독립변수와 선정된 성장요인들을 설명변수로 사용하여 성장성에 대한 회귀분석을 한 결과를 <표 5>에 요약하였다.

<표 5>에서 성장기회가 많은 기업은 자기자본에 의해 자금을 조달하므로 부채비율 즉 자본구조와 성장과의 관계가 음이 될 것이라는 Myers(1977)의 예상과 일치하는 경우는 컴퓨터제조업의 준과점 시장구조로 자본구조가 유의하게 성장을 저해하는 것으로 나타나고 있으며 그 외의 산업과 시장구조에서는 성장성에 영향을 주지 않는 것으로 나타나고 있다. 부채에 의해 성장에 필요한 재원을 제공

됨으로 부채가 성장에 기여할 것이라는 일반적인 예상과도 달리 성장에 기여하지 못하고 일부의 산업의 경우 성장성에도 부정적 영향을 주는 성장의 제약요인이 되고 있음을 보여주고 있다.

산업의 시장구조에 큰 영향을 주는 자본집약도는 자본집약산업인 방직·직조업의 경쟁제한·저성장 시장, 기초화학물제조업의 경쟁제한시장과 준과점·저성장시장과 일반자동차제조업의 준과점시장에서 성장에 기여하는 것으로 나타나고 있으나 자본집약산업이 아닌 의약품제조업의 독점적 경쟁시장과 컴퓨터제조업의 경쟁제한 시장에서는 성장성에 부정적 영향을 주는 것으로 나타나고 있다. 이는 자본집약도는 자본집약적 산업의 경우 성장의 유효한 수단이 되어 성장에 기여할 수 있으나 자본집약적이 아닌 산업의 경우 성장에 부정적 영향을 줄 수 있음을 보여주고 있다.

시설투자는 자본집약산업인 기초화학물제조업의 경쟁제한 시장, 방직·직조업의 경쟁제한·저성장 시장, 기초화학물제조업의 준과점·저성장시장에서 성장성과 유의한 상관관계를 나타내고 있어 성장성에 기여하는 것으로 나타나고 있다. 그러나 일반자동차제조업의 독점적 경쟁시장에서는 시설투자는 성장을 저해하는 것으로 나타나고 있으며 자본집약적 산업이 아닌 대부분 산업과 시장구조에서 개별기업의 성장에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타나고 있다. 따라서 자본집약산업의 경우 시설투자가 개별기업의 주된 성장요인일 것이라는 예상과 일치하나 타 산업의 경우 성장요인이 아닌 것으로 나타나고 있다.

기술투자는 기술집약산업인 컴퓨터제조업의 모든 시장에서 성장에 기여하는 것으로 나타나고 있으며 이는 기술집약적인 산업의 경우 기술투자가 주요 성장요인임을 보여주고 있다. 기초화학물의 준과

〈표 5〉 산업별 성장성에 대한 관련변수의 회귀분석

산 업	자본구조	자본집약	시설투자	기술투자	경고투자	현금흐름	이익유보	초과생산시설	기업규모	절편	수령경차수	F값	표본수
광채·석조업													
경제제한·고성장 (50년~56년)				++		0.0372 (0.873)	0.0007 (2.432)**		-0.0165 (-0.956)	1.0800 (25.091)**	0.0680	2.758**	73
경제제한·저성장 (75년~95년)	++	0.1790 (2.839)**	++	1.0210 (1.645)		++	0.5740 (4.104)**		-0.0095 (-0.493)	0.9860 (19.271)	0.1690	7.108**	121
기초화학제조업													
경제제한 (50년~56년)		0.1840 (1.706)*	0.5490 (1.915)*						-0.2770 (-4.743)**	1.6820 (11.581)**	0.5160	10.970**	29
준과점·고성장 (57년~86년)						0.0503 (2.087)**	-0.0433 (-1.300)		-0.0250 (-3.898)**	1.1850 (53.554)**	0.1260	9.486**	236
준과점·저성장 (87년~95년)		0.3360 (3.228)**	++	0.9330 (1.820)*		0.0401 (0.243)			-0.0252 (-2.462)**	0.9270 (13.793)**	0.2740	9.289**	90
의약품제조업													
준과점 (50년~56년)				++		-0.0711 (-0.735)	-0.0101 (-1.214)		-0.2890 (-5.478)**	1.8170 (11.209)**	0.3330	10.337**	57
독점적경제 (57년~95년)		-1.3520 (-2.261)**	1.0390 (0.801)			-0.5470 (-2.944)**	-0.0169 (-1.924)**		-0.2420 (-3.817)**	2.4480 (12.997)**	0.0520	12.093**	1029
컴퓨터제조업													
경제제한 (57년~81년)	0.2000 (1.244)	-0.3730 (-1.720)*		3.3960 (25.892)**		-0.3790 (-1.946)*			0.0454 (0.696)	1.1060 (7.558)**	0.9340	154.569**	55
독점적경제 (82년~87년)	-0.2650 (-1.262)	-		0.0908 (7.197)**	++	-1.136 (-6.132)**	0.0248 (2.455)**		-0.1260 (-2.199)**	1.3810 (12.951)**	0.5770	34.709**	101
준과점 (88년~91년)	-0.2800 (-2.884)**			0.0118 (5.674)**		-	0.0230 (2.642)**		-0.0848 (-2.344)**	1.3630 (11.158)**	0.3690	13.556**	88
경제제한 (92년~95년)	-	++	-1.0160 (-1.551)	0.0151 (10.279)**		-			0.0720 (2.316)**	0.9340 (9.998)**	0.5790	38.648**	83
일반자동차제조업													
경제제한 (50년~68년)	0.0357 (1.270)		-0.8860 (-3.076)**	+					0.0031 (0.222)	1.0970 (25.270)**	0.0910	3.854**	87
준과점 (69년~84년)		0.4300 (3.577)**			4.0270 (3.413)**				-0.0712 (-6.323)**	1.1610 (42.926)**	0.1910	16.234**	194
독점적경제 (85년~95년)		-0.0574 (-0.722)		1.4320 (2.578)**		-0.0841 (-0.994)			-0.0291 (-3.530)**	1.1620 (48.807)**	0.0610	4.701**	237

(주) 1. 표의 ()안의 수치는 t 값임.

2. *, **는 각각 10%, 5%의 수준에서 유의함을 의미함(양측검정).

3. +, ++, (-, -)는 해당변수와 성장성과의 양(음)의 상관관계가 각각 10%, 5%의 수준에서 유의함을 의미함(양측검정).

점·저성장과 일반자동차제조업의 독점적 경쟁시장에서 성장에 기여하는 것으로 나타나고 있으며 방적·직조업의 경쟁제한·고성장 시장, 의약품제조업의 준과점시장과 일반자동차제조업의 경쟁제한 시장에서는 성장성에 기여하는 것으로 나타나고 있다. 기술투자는 기술집약적 산업과 비 기술집약적 산업에서도 대체로 성장성에 기여하는 것으로 나타나고 있다.

광고투자는 일반자동차제조업의 독점적 경쟁시장을 제외한 모든 시장에서 성장에 기여하지 못하는 것으로 나타나고 있다. 광고투자가 성장성에 기여하지 못하는 것으로 나타난 것은 일반적인 예상과 일치하지 않는 것으로 이는 광고의 투자와 효과간의 시차가 적절하게 고려되지 않은 것에 기인할 수 있다. 광고투자가 투자 후 3년간의 성장 보다 단기적 성장에 반영되는 것에 기인할 가능성이 있으며 향후 이에 대한 추가적인 분석이 요구된다.

양호한 현금흐름은 개별기업이 성장기회를 활용할 수 있게 하므로 성장에 기여할 것이라는 기존의 연구들과 비교적 일치하는 경우는 자본집약적 산업으로 기초화학물제조업의 준과점·고성장 시장에서는 성장에 기여하고 있으며 방적·직조업의 경쟁제한·저성장에서는 성장에 기여하는 것으로 판단된다. 그러나 자본집약적 산업이 아닌 산업의 경우 현금흐름이 성장성에 기여하지 못하는 것으로 나타나고 있다. 더욱이 의약품제조업의 독점적 경쟁 시장과 컴퓨터제조업의 경쟁제한 시장과 독점적 경쟁 시장에서는 성장에 부정적 영향을 주고 있으며 그 외의 시장에서는 부정적 영향을 줄 수 있는 것으로 나타나고 있다.

이익유보는 방적·직조업의 경쟁제한·저성장시장에서만 성장에 기여하는 것으로 나타나고 있으나 그 외의 산업과 시장에서는 성장에 부정적 영향을

줄 수 있거나 영향을 주지 않는 것으로 나타나고 있다. 이는 유보이익이 자본구조, 시설투자 등 다른 성장요인과 높은 상관관계를 보이는 것을 고려할 때 성장성에 간접적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 시장진입장벽의 수단인 초과생산시설은 방적·직조업의 경쟁제한·고성장 시장과 컴퓨터제조업의 준과점시장에서는 개별기업의 성장에 기여할 것이라는 예상과 일치하나 기초화학물제조업의 준과점·고성장시장과 의약품제조업의 독점적 경쟁시장에서는 성장의 저해요인으로 나타나고 있어 상반된 결과를 보이고 있다. 상반된 결과는 산업의 특성과 무관하게 나타나고 있어 정형화하기 어려우므로 다른 대응변수의 사용 등 추가적인 검토가 필요하다. 기업성장과 기업규모는 무관하다는 Gibart의 비례효과의 법칙을 확인하기 위하여 기업규모를 설명변수로 선정하였으며 회귀식의 결과는 방적·직조업을 제외한 모든 산업에서 기업의 규모가 클수록 성장성이 낮은 것으로 나타나고 있어 Gibart의 법칙과 일치하지 않는 것으로 나타났다. 이는 산업의 특성인 자본집약도와 성장성에 따라 기업성장과 기업규모의 관계가 상이할 것이라는 기존의 연구들과도 일치하지 않는 것으로 나타나고 있다.

기업 성장성에 대한 본 연구의 결과를 요약하면 산업의 특성에 따라 성장요인이 상이함을 보여주고 있다. 자본집약산업의 경우 자본집약도와 시설투자가 성장요인이고 기술투자는 모든 산업에서 성장성에 기여하나 기술집약적 산업의 경우 더욱 중요한 성장요인임을 보여주고 있다. 이는 산업의 특성을 고려하여 기업이 성장전략을 선택하여야 한다는 것을 의미한다. 일반적인 예상과 달리 광고투자는 기업성장에 기여하지 못하고, 성장재원의 역할을 하는 부채도 성장요인이 아니 것으로 나타났다. 본

연구의 결과인 기업규모와 성장성의 음의 관계는 Gibart의 법칙과 기존 연구결과와 일치하지 않는 것으로 나타났다.

4.3.2 기업 수익성의 회귀분석

산업별 그리고 성장단계별로 내향적인 기업성장인 수익성을 독립변수와 선정된 성장요인들을 설명변수로 사용하여 수익성에 대한 회귀분석을 한 결과를 <표 6>에 요약하였다.

<표 6>에서 자본구조는 방적·직조업의 경쟁제한·고성장시장, 기초화학물제조업과 의약품제조업의 준과점시장, 컴퓨터제조업의 경쟁제한시장을 제외한 경우 대부분 산업과 시장에서 수익성을 저해하는 것으로 나타나고 있다. 이는 부채비율이 높은 취약한 자본구조를 갖는 기업은 수익성이 낮을 것이라는 일상적인 사고와 일치하고 있다.

자본집약도는 의약품제조업의 독점적 경쟁시장을 제외한 산업과 시장에서는 수익성에 기여하지 못하는 것으로 나타나고 있다. 기초화학물제조업의 준과점·고성장, 의약품제조업의 준과점, 컴퓨터제조업의 경쟁제한시장에서는 수익성을 저해하는 것으로 나타났으며 그 외의 산업과 시장에서는 수익성에 부정적 영향을 줄 수 있거나 영향을 주지 않는 것으로 나타나고 있다.

시설투자는 방적·직조업의 경쟁제한·저성장시장, 기초화학물제조업의 준과점·저성장시장과 의약품제조업의 독점적 경쟁시장의 경우 수익성에 기여하는 것으로 나타나고 있으나 이외의 산업과 시장에서는 수익성에 기여하지 못하는 것으로 나타나고 있다.

시설투자는 산업과 시장에 따라 수익성에 기여하기도 하나 시설투자의 누적된 자본집약도가 대부분

수익성을 저해하는 것으로 나타나고 있다. 상호 밀접한 관련이 있는 시설투자와 자본집약도가 수익성에 미치는 상반된 영향을 시설투자는 단기적으로 수익성에 기여할 수 있으나 장기적으로는 시설투자가 수익성에 부담을 주는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

기술투자는 기초화학물제조업의 경쟁제한 시장에서 수익성에 기여하는 것으로 나타나고 있으나 일반자동차제조업의 독점적 경쟁시장에서는 수익성을 저해하고 그 외의 산업과 시장에서는 수익성에 부정적 영향을 줄 수 있거나 영향을 주지 않는 것으로 나타나고 있다. 이는 기술개발이 수익성의 제고에 기여할 것이라는 일반적인 기대와 일치하지 않는 것으로 나타나고 있다. 광고투자는 모든 산업과 시장에서 수익성에 영향을 주지 않는 것으로 나타나고 있다.

현금흐름은 방적·직조업, 의약품제조업의 준과점시장과 일반자동차제조업의 경쟁제한과 준과점시장을 제외한 모든 산업과 시장에서 수익성에 기여하는 것으로 나타나고 있다. 현금흐름이 성장성의 성장요인으로 설명한 기존의 연구와 달리 수익성에 더 많은 기여를 하는 것으로 나타나고 있다.

시장진입장벽의 수단인 초과생산시설은 수익성에 기여하리라는 예상과 일치하는 경우는 방적·직조업의 경쟁제한·저성장시장과 일반자동차제조업의 준과점시장이다. 초과생산시설은 컴퓨터제조업의 경쟁제한과 준과점시장에서 수익성을 저해하는 것으로 나타나고 있으며 그 외의 산업과 시장에서는 수익성에 저해할 수 있거나 영향을 주지 않는 것으로 나타나고 있다. 초과생산시설이 수익성에 미치는 영향은 상반된 결과를 보이고 있다.

기업규모는 자본집약산업의 경우 규모경제의 실현으로 규모가 수익성에 기여하리라는 예상과 달리

〈표 6〉 산업별 수익성에 대한 관련변수의 회귀분석

산 업	자본구조	자본집약도	시설투자	기술투자	광고투자	현금흐름	초과생산성	기업규모	절편	수정결정계수	F값	표본수
발전·직조업												
경쟁제한·고성장 (50년~56년)	0.0200 (1.235)	-0.0363 (-1.486)						0.0105 (1.942)**	0.0191 (1.055)	0.0660	2.714*	74
경쟁제한·저성장 (75년~95년)	-0.1110 (-4.837)**	0.1420 (1.943)**	++	++	0.0008 (2.278)**				0.0819 (5.581)**	0.1700	12.816**	174
기초화학제품업												
경쟁제한 (50년~56년)		-0.0975 (-0.865)		0.9040 (2.131)*		0.0133 (0.230)			0.0389 (0.939)	0.2710	2.2420	11
준과점·고성장 (57년~86년)		-0.0822 (-3.499)**				0.0165 (1.915)**		-0.0112 (-5.161)**	0.1190 (9.938)**	0.1640	16.381**	236
준과점·저성장 (87년~95년)		0.2300 (2.295)**	+			0.2650 (3.425)**			-0.0118 (-0.850)	0.1590	6.279**	85
의약품제조업												
준과점 (50년~56년)		-0.3840 (-4.551)**	++	++				-0.0523 (-2.335)**	0.3470 (7.634)**	0.3600	16.727**	57
독점적경쟁 (57년~95년)	-0.125 (-17.398)**	++	0.4770 (3.207)**			0.5570 (24.336)**			-0.0454 (-3.362)**	0.5170	376.669**	1061
컴퓨터제조업												
경쟁제한 (57년~81년)		-0.1320 (-2.574)**						-0.0129 (-3.695)**	0.1510 (7.946)**	0.2970	10.018**	65
독점적경쟁 (82년~87년)	-0.0684 (-1.156)					0.3480 (1.504)			-0.0008 (-0.023)	0.3910	22.360**	101
준과점 (88년~91년)	-0.1020 (-2.411)**					0.7560 (6.944)**		-0.0078 (-2.031)**	0.0207 (0.609)	0.4010	19.984**	87
경쟁제한 (92년~95년)						-0.2060 (-0.649)		0.0536 (3.554)**	-0.2330 (-5.252)**	0.6580	56.111**	87
일반자동차제조업												
경쟁제한 (50년~68년)	-0.0134 (-0.999)							0.0169 (2.766)**	0.0333 (1.608)	0.0640	3.947**	87
준과점 (69년~84년)	-0.1900 (-9.028)**					++	0.0021 (2.818)**	-0.0145 (-3.839)**	0.1880 (13.666)**	0.2610	41.199**	342
독점적경쟁 (85년~95년)	-0.0735 (-4.849)**					0.1890 (5.189)**	+		0.0805 (8.193)**	0.2200	22.273**	237

(주) 1. 표의 ()안의 수치는 t 값임.
 2. *, **는 각각 10%, 5%의 수준에서 유의함을 의미함(양측검정).
 3. +, ++(-, --)는 해당변수와 수익성과의 양(음)의 상관관계가 각각 10%, 5%의 수준에서 유의함을 의미함(양측검정).

자본집약산업인 기초화학합물제조업의 준과점·고성장시장의 경우 수익성을 저해하고 자본집약산업이 아닌 컴퓨터제조업의 경쟁제한시장에서는 수익성에 기여하는 것으로 나타나고 있다. 기업규모와 수익성의 관계가 상반되게 나타나는 것은 양자의 음의 관계를 예상하는 X-비율을 이론과도 일치하지 않는다.

기업 수익성에 대한 본 연구의 결과를 요약하면 전 산업에서 현금흐름은 수익성에 기여하는 중요한 성장요인이나 자본구조 즉 부채비율은 예상대로 수익성을 저해하고 있다. 시설투자는 단기적으로 수익성에 기여하나 장기적으로는 수익성에 부담을 주어 시설투자의 누적된 자본집약도는 수익성을 저해하고 있다. 기술투자는 대체로 수익성을 저해하는 요인이다. 기업규모는 수익성에 기여하는 성장요인이 아님을 보여주고 있다.

기업성장성에 대한 회귀분석의 결과에서 기업의 성장성에 대한 연구결과는 자본집약산업 또는 기술집약산업 즉, 산업의 특성에 따라 일관성 있게 기업의 성장성을 결정하는 성장요인이 상이하게 나타나고 있다. 이는 기업이 속한 산업특성에 따라 성장성을 제고할 수 있는 성장요인과 전략을 확인, 제시하였다는 면에서 경영실무에 기여할 수 있을 것으로 사료된다. 그러나 기업의 수익성에 대한 연구결과는 수익성을 결정하는 성장요인들이 산업의 특성과 무관하게 나타나, 산업의 특성에 따라 수익성을 제고할 수 있는 성장요인과 전략을 확인할 수 없었다. 이는 기업의 수익성이 산업의 특성보다는 개별기업의 특성에 의해 결정됨을 의미할 수 있다.

기업의 성장성과 수익성이 결정되는 과정인 성장유형을 규명하는 연구결과는 기업가치의 결정변수인 순자산가액과 주당이익이 결정되는 과정 즉, 기업가치의 결정과정에 대한 이해를 제고할 것이다.

기업가치의 결정과정에 대한 이해는 기업가치관련의 이론연구와 실증연구에 새로운 시각과 그 타당성을 제공할 수 있어 이들 연구에 기여할 수 있을 것이다. 아울러 기업성장유형에 대한 연구결과는 기업가치모형과 연계되어 기업가치의 결정과정을 설명할 수 있기 때문에 기업가치를 제고할 수 있는 구체적인 경영전략을 제시할 수 있다는 면에서 기업가치의 극대화를 추구하는 기업경영실무에도 기여할 수 있을 것으로 사료된다.

Easton과 Zimjewski(1989)는 이익반용계수와 위험과 음의 관계를 실증적으로 보여주었으나 이를 설명할 수 있는 경제적 의미를 제시하지 못하고 있다. Collins와 Kothari(1989)는 이익반용계수가 성장과 이익지속성과는 양의 관계 그리고 위험과 음의 관계를 실증적으로 보여주었으나, 미래 이익은 성장기회에 의해 영향을 받을 것이며 성장은 이익지속성과 관련이 있을 것이라는 단순한 추론에 의해 이를 설명하고 있다.

수익성에 대한 회귀분석에서 부채비율이 수익성에 부정적 영향을 준다는 본 연구의 결과는 위험이 이익에 부정적 영향을 주는 것을 의미하므로 이익반용계수와 위험과 음의 관계를 설명할 수 있을 것이다. 그리고 성장성과 수익성의 관계에 대한 분석에서 대부분 성장성과 수익성이 양의 관계를 보여준 본 연구의 결과는 성장성은 수익성에 기여하는 것을 의미한다. 즉, 성장은 이익에 긍정적 영향을 미치므로 성장과 이익반용계수와의 양의 관계를 설명할 수 있을 것이다. 이와 같이 본 연구는 기업특성인 위험과 성장 등이 이익반용계수에 영향을 미치는 것에 대한 타당한 설명을 제공할 수 있다는 면에서 이들 연구에도 기여할 수 있을 것이다.

4.4 기업의 성장요인과 성장유형의 부적합으로 인한 기업중단

기업의 특성인 성장전략유형과 기업이 채택한 성장전략이 서로 적합하지 않는 경우 비효율이 발생하여 기업경영이 악화되어 기업이 중단될 수 있을 것이다. 이러한 가능성 즉, 성장전략유형과 성장전략의 적합도가 기업중단의 원인인가를 분석하기 위해 중단기업의 수가 31개로 비교적 많은 의약품제조업의 독점적 경쟁시장을 선정하였다. 기업의 성장전략은 기업이 택한 성장전략의 결과로 구현된 성장률과 수익률에 의해 확인하였다.²⁷⁾

56개의 계속기업을 각각의 성장전략유형과 수익전략유형으로 구분하고 전략유형별 기업수가 균등

하게 되도록 성장률과 수익률의 평균과 표준편차를 이용하여 구간을 설정하였다.²⁸⁾ 성장전략에 따라 계속기업을 분류하여 성장률에 의해 고성장전략기업은 3, 평균성장전략기업은 2, 저성장전략기업은 1 그리고 수익률에 의해 고수익전략기업은 3, 평균수익전략기업은 2, 저수익전략기업은 1인 값을 갖는 종속변수로 그리고 성장요인들을 설명변수로 사용하여 성장전략과 수익전략에 대한 probit분석을 하였으며 분석 결과인 통계모형은 <표 7>과 같다.

성장전략유형을 결정하는 성장요인은 자본집약도, 현금흐름, 기업규모이며, 자본집약도가 높고 현금흐름이 양호하며 기업규모가 클수록 기업은 고성장전략유형의 기업에 속하는 것으로 나타나고 있다. 수익전략유형을 결정하는 성장요인은 자본구

<표 7> 계속기업의 성장유형에 대한 probit분석 결과

변 수	성 장 성				수 익 성			
	자유도	계수추정치	x^2	p값	자유도	계수추정치	x^2	p값
자본구조					1	0.3874	17.0663	0.0001
광고투자					1	-1.2103	8.4073	0.0037
자본집약도	1	1.1763	19.3891	0.0001				
현금흐름	1	0.3973	15.1492	0.0001				
기업규모	1	0.1252	14.1143	0.0002	1	-0.1456	23.8548	0.0001
절편1	1	-0.8126	80.7005	0.0001	1	-0.5803	43.1743	0.0001
절편2	1	0.8440			1	1.1198		
Pearson x^2	2191			0.3094	2191			0.3361
L.R. x^2	2191			0.0843	2191			0.0687

27) 기업성장을 결정하는 요인에 대한 이론과 실증결과가 없기 때문에 규명되지 않은 성장요인을 사전적으로 직접 확인하여 기업의 성장전략을 구분하는 것은 불가능하기 때문에 사후의 성장전략결과에 의해 기업의 성장전략을 구분하였다.

28) 성장전략유형은 개별기업의 성장률과 산업성장률 평균과의 차이가 산업성장률 표준편차의 0.010보다 큰 경우 고성장전략기업, 산업성장률 표준편차의 0.0075 보다 작은 경우 저성장전략기업, 그 외의 경우 평균성장전략기업으로 분류하였다. 수익전략유형은 개별기업의 수익률과 산업평균수익률의 차이가 산업수익률 표준편차의 0.155보다 큰 경우 고수익전략기업, 산업성장률 표준편차의 0.400 보다 작은 경우 저수익전략기업, 그 외의 경우 평균수익전략기업으로 분류하였다.

조, 광고투자, 기업규모이며 자본구조가 취약하고 광고투자가 작고 기업규모가 작을수록 기업은 고수익전략유형의 기업에 속하는 것으로 나타나고 있다.

〈표 8〉의 Panel A는 성장성과 수익성에 대한 probit분석모형에 계속기업의 성장요인변수를 대입하여 기업의 성장요인에 가장 적합한 성장전략유형 즉 기업의 성장유형을 확인하고 이 성장유형에 기업이 택한 성장전략이 적합한가를 분석한 결과를 보여주고 있다. 성장유형과 성장전략이 일치하는 정도인 적합도는 양자가 일치하는 기업수를 해당 성장유형의 전체기업수로 나누어 계산하였다. 성장

유형과 성장전략이 일치하는 비율인 적합도가 모두 50%이하로 비교적 낮아 probit분석모형의 적합성이 만족스럽지 않은 것으로 나타났다. 성장성의 경우 수익성의 경우보다 적합도가 높다.

〈표 8〉의 Panel B는 위의 probit분석모형에 중단기업의 중단 전 3년간 성장요인변수를 대입하여 기업의 성장요인에 가장 적합한 중단기업의 성장유형을 확인하고 성장유형과 기업이 택한 성장전략이 적합한가를 분석한 결과를 보여주고 있다. 성장성의 경우 수익성의 경우보다 적합도가 낮은 것으로 나타나고 있다.

〈표 8〉 성장유형과 성장전략의 적합도

Panel A 계속기업

	성 장 (전 략) 유 형									
	성 장 성					수 익 성				
		저성장	평균성장	고성장	계		저수익	평균수익	고수익	계
성장전략	저성장	16	0	3	19	저수익	3	12	2	18
	평균성장	13	0	7	20	평균수익	0	16	5	21
	고성장	7	0	10	17	고수익	0	13	4	17
	계	36	0	20	56	계	3	42	11	56
	적합도	0.444	n.a.	0.500		적합도	1	0.381	0.364	

Panel B 중단기업

	성 장 (전 략) 유 형									
	성 장 성					수 익 성				
		저성장	평균성장	고성장	계		저수익	평균수익	고수익	계
성장전략	저성장	8	0	5	13	저수익	1	5	1	7
	평균성장	6	0	2	8	평균수익	1	9	2	12
	고성장	6	0	4	10	고수익	0	6	6	12
	계	20	0	11	31	계	2	20	9	31
	적합도	0.400	n.a.	0.364		적합도	0.500	0.450	0.667	

〈표 8〉의 Panel A와 Panel B의 결과를 비교하여 계속기업보다 중단기업의 경우 적합도가 낮아짐을 확인하여 성장유형과 성장전략의 부적합이 기업의 중단에 원인이 될 수 있음을 설명할 수 있을 것이다. 수익성의 경우 성장유형과 성장전략의 일치도가 계속기업보다 중단기업이 높으나 성장성의 경우 성장유형과 성장전략의 일치도가 계속기업보다 중단기업이 낮음을 알 수 있다. 이는 수익성보다 성장성에 대한 전략의 선택이 적합하지 않는 경우 기업이 중단될 가능성이 높음을 시사하고 있다. 의약품제조업의 독점적 경쟁시장의 경우 무리한 투자, 방만한 경영 등 기업의 특성인 성장유형에 맞지 않는 기업전략의 채택이 기업도산의 이유가 될 수 있음을 실증적으로 보여주고 있다.

probit분석모형의 적합도가 낮아 연구결과가 만족스럽지 못하나 성장유형과 성장전략의 부적합이 기업중단의 원인임을 논리적으로 설명하고자 하는 본 연구의 방법은 기업도산예측연구에 적용할 수

있을 것이다. 이 분석방법은 기업도산을 논리적으로 설명할 수 있는 이론을 제공하여 기업도산에 대한 이론부재라는 도산예측연구의 문제점을 보완할 수 있어 이들 연구에 기여할 수 있을 것이다.

4.5 경영다각화 성장전략

〈표 9〉에서 기업성장전략으로 일반적으로 인식되고 있는 경영다각화에 의해 기업성장이 이루어지는가를 확인하기 위해 동일 산업 내 다각화기업과 전문화기업의 성장성과 수익성을 비교하였다. 다각화기업과 전문화기업은 기업의 성장요인변수로 정의된 경영다각화의 상대적 크기에 따라 구분하였다. 즉, 개별기업의 경영다각화의 값이 산업별 경영다각화의 평균값보다 큰(작은) 경우 해당 기업을 다각화기업(전문화기업)으로 구분하였다.

성장성은 방직·직조업, 의약품제조업과 컴퓨터제조업에서 다각화기업이 전문화기업보다 유의하게

〈표 9〉 경영다각화의 산업간 비교

산 업	경영다각화		성장성차이		수익성차이	
	평균	표준편차	다각화기업	전문화기업	다각화기업	전문화기업
방직·직조업	2.6492	0.5218	1.0172 (2.0391)**	1.0993	-0.0028 (4.8378)**	0.0639
기초화학물제조업	2.5021	0.4868	1.0184 (0.8829)	1.0354	0.0472 (-2.8024)	0.0168
의약품제조업	1.5359	0.5829	1.1271 (4.7784)**	1.9229	0.0056 (-4.6512)**	-0.2075
컴퓨터제조업	2.1625	1.2840	1.0065 (4.7855)**	1.1955	-0.0268 (-0.9835)	-0.0545
일반자동차제조업	1.4963	0.3581	1.0632 (-0.1044)	1.0616	0.0258 (1.3707)	0.0357

(주) 1. ()안은 t값이며 *, **는 각각 10%, 5%의 수준에서 유의함을 의미함(양측검증).

낮은 것으로 나타났다. 수익성은 방직·직조업의 경우 다각화기업이 전문화기업보다 유의하게 낮으나 의약품제조업의 경우 다각화기업이 전문화기업보다 유의하게 높았다.

경영다각화의 정도가 높은 산업은 방직·직조업, 기초화학물제조업과 컴퓨터제조업이다. 경영다각화가 높은 방직·직조업의 경우 다각화기업이 전문화기업보다 성장성과 수익성이 낮은 것으로 나타나고 있고 자동차산업의 경우 성장성과 수익성에 기여하지 않는 것으로 나타나고 있다. 이 산업들의 경영다각화를 기존의 성장전략개념으로 설명하기 어렵다. 자본집약적이고 기술개발이 활발한 이 산업의 경우 기술의 연계에 의한 결합상승효과가 크며 연계로 환경변화에 대한 적응력의 저하 즉 위험이 높은 산업임을 의미하며 높은 위험에 대처하는 방안, 즉 생존전략으로 경영다각화전략을 택한다는 Kay의 이론에 의해 설명될 수 있을 것이다. 향후 이를 확인할 수 있는 추가적인 연구가 필요하다.

기술집약적이고 자본집약도가 낮으며 경쟁이 심한 의약품제조업과 컴퓨터제조업의 경우 다각화기업이 전문화기업보다 성장성이 낮으나 수익성은 높은 것으로 나타나고 있다. 이들 산업에 속한 기업은 상대적으로 경쟁이 낮은 산업으로 다각화하여 성장성보다는 수익성을 제고하고 있음을 의미한다. 이 연구결과는 경영다각화가 기업성장전략이 될 수 있음을 보여주고 있으며, 외환위기 후 산업의 특성을 고려하지 않고 경영다각화를 문어발식 경영으로 비하하고 업종전문화가 바람직하다는 견해는 타당하지 않을 수 있음을 의미한다.

향후 성장전략으로서의 경영다각화에 대한 이해를 제고하기 위해 기초화학물제조업과 자동차산업의 경우 경영다각화가 기업성장전략이 되지 않음에도 불구하고 경영다각화를 하는 이유와 컴퓨터제조

업과 의약품제조업의 경우 유사한 산업이나 경영다각화의 정도가 상이한 이유를 설명할 수 있는 연구가 필요하다.

V. 要約 및 結論

본 연구의 첫 번째 주요 결과는 자본집약도가 낮고 성장성이 높은 산업의 경우 시장진입장벽이 낮고 성장기회가 많아 시장진입과 퇴출이 활발하여 빠른 시장경쟁구조의 변화를 보여주고 있다. 이는 시장구조의 변화가 자본집약도와 성장성에 의해 결정됨을 실증적으로 보여주고 있다. 또한 고성장·저자본집약적 산업의 경우 타 산업에 비해 경쟁의 심화와 성장의 둔화로 기업중단의 가능성 즉, 기업위험이 높음을 의미하는 것으로 기업신용평가 시 산업특성이 고려되는 관행의 타당성을 실증적으로 보여주었다. 아울러 자동차산업을 제외한 4개의 산업에서 경쟁의 심화와 성장의 둔화로 성장성과 수익성의 관계가 약화되는 것을 보여주고 있다. 이는 고성장기에서 기대할 수 있는 성장에 의한 수익성향상을 전제로 저성장기에 성장전략을 시도한 기업은 기대한 수익성 향상이 되지 않아 기업중단이 될 수 있음을 시사하는 것이다. 즉, 산업성장성과 시장경쟁정도가 성장유형을 결정하여야 하는 기업경영에서 중요하게 고려되어야 할 요소임을 실증적으로 보여주어 기업경영에 대한 이해를 제고하였다는 면에서 의의가 있다.

두 번째 주요 연구 결과는 대부분 산업과 성장단계에서 성장성과 수익성은 양의 관계가 있는 것으로 나타났다. 그러나 자본집약도가 낮고 성장성이 높은 산업에서는 경쟁의 심화에 의해 성장성과 수

익성의 양의 관계가 약화되어 음의 관계로도 변하는 것을 보여주고 있다. 성장성과 수익성의 양의 관계는 산업의 특성과 성장단계를 고려하지 않고 성장위주의 경영이 수익을 무시한 경영으로 보는 견해는 옳지 않을 수 있음을 보여주고 있다. 이는 산업의 특성과 성장단계에 따라 성장성이 기업의 경영전략으로 적극 고려되어야 함을 의미하는 바, 기업경영에 중요한 시사점을 제시하고 있다. 아울러 자본집약도가 낮고 성장성이 높은 산업에서는 경쟁의 심화로 성장성과 수익성이 음으로 나타날 수 있음을 보여주고 있다. 이는 산업의 특성과 시장구조를 고려함으로써 양자의 관계가 음으로 나타난 산업조직론의 일부 실증결과를 합리적으로 설명할 수 있는 근거를 제시하고 있다는 면에서도 의의가 있다.

세 번째 주요 연구 결과는 성장성을 결정하는 성장요인은 산업의 특성에 따라 산업 간에 일관성 있게 차이를 보이고 있으나, 수익성을 결정하는 성장요인은 산업의 특성과 무관한 것으로 나타나고 있는 것이 특이하다. 성장요인인 자본집약도와 시설투자는 자본집약적인 산업의 경우만 성장성에 기여하는 것으로 나타난 바, 이는 자본집약적 산업의 경우 시설투자가 성장에 중요할 것이라는 일반적인 인식과 일치함을 보여주고 있다. 기술투자는 성장성에 기여하며 특히 기술집약적 산업의 경우 뚜렷하게 성장성에 기여하나, 대부분 산업에서 수익성에 기여하지 않는 것으로 나타나고 있다. 광고투자는 성장성과 수익성에 영향을 주지 않는 것으로 나타나고 있다.

현금흐름은 대부분 산업과 시장구조에서 수익성에 기여하는 것으로 나타나고 있으나, 현금흐름이 성장성에 기여하리라는 예상은 자본집약산업에서 일치하며 그 외의 산업에서는 부정적 영향을 주는 것으로 나타나고 있다. 부채비율은 대부분 산업과

시장구조에서 예상과 일치하게 수익성에 부정적 영향을 주는 것으로 나타났으며, 성장에 기여할 것이라는 예상과 달리 성장에 기여하지 못하고 일부의 산업의 경우 성장성에도 부정적 영향을 주는 것으로 나타나고 있다. 부채비율은 성장의 저해요인이 되고 있음을 보여주고 있으며, 이는 외환위기 후 기업에게 요구된 부채비율의 개선이 기업구조조정 주요과제 중 하나가 되어야 하는 이유를 설명해주고 있다.

대부분 산업과 시장구조에서 기업규모가 클수록 성장이 낮은 것으로 나타나 기업성장은 기업규모와 무관하다는 Gibart의 비례효과의 법칙과 일치하지 않는 것으로 나타나고 있다. 이 결과는 대부분 기존 연구의 결과와 상이한 것으로 다중공선성 문제의 가능성 등 추가적인 검토가 필요하다.

기업성장성에 대한 회귀분석의 연구결과는 산업특성에 따라 성장성을 제고할 수 있는 성장요인과 전략을 확인, 제시하였다는 면에서 경영실무에 기여할 수 있을 것으로 사료된다. 그러나 산업의 특성에 따라 수익성을 제고할 수 있는 성장요인과 전략을 확인할 수 없었으며, 수익성의 성장요인을 찾는 향후 연구가 필요하다.

기업의 성장성과 수익성을 결정하는 성장요인과 성장유형에 대한 이 연구결과는 기업가치의 결정변수인 순자산가액과 주당이익이 결정되는 과정 즉, 기업가치의 결정과정에 대한 이해를 제고함으로써 기업가치관련의 이론연구와 실증연구에 새로운 시각과 그 타당성을 제공할 수 있어 이들 연구에 기여할 수 있을 것이다. 그리고 이러한 기업가치의 결정과정에 대한 이해는 기업가치를 제고할 수 있는 구체적인 경영전략을 제시할 수 있다는 면에서 기업가치의 극대화를 추구하는 기업경영실무에도 기여할 수 있을 것으로 사료된다. 아울러 기업특성

인 성장요인과 기업의 성장성과 수익성과의 관계를 규명한 연구결과는 이익반응계수연구들에서 단순한 추론위에서 보여준 기업특성인 위험, 성장 등과 이익반응계수와의 관계에 대한 실증결과에 타당한 설명을 제공할 수 있다는 면에서 이들 연구에도 기여할 수 있을 것이다.

네 번째 주요 연구 결과는 수익성보다 성장성에 대한 성장전략과 성장유형이 일치하지 않는 경우 기업중단이 될 가능성이 높은 것으로 나타나고 있다. 기업중단의 이유를 뚜렷하게 보여주지 못하여 만족스런 연구 결과는 얻지 못하였다. 그러나 본 연구는 기업중단을 설명할 수 있는 새로운 분석방법을 제시하였으며, 기업도산에 대한 이론적 설명을 가능하게 하는 이 분석방법은 기업도산예측연구에 기여할 수 있을 것이다.

다섯 번째 주요 결과는 중요한 성장전략으로 고려되고 있는 경영다각화와 기업성장의 관계는 산업의 특성에 따라 다르게 나타나고 있다. 일부의 산업의 경우 경영다각화가 일부 성장전략으로 역할을 하고 있는 것으로 나타나고 있는 바, 외환위기 후 대기업의 경영다각화를 문어발식 경영으로 비하하고, 업종전문화가 바람직하다는 견해가 항상 타당하지 않을 수 있음을 보여주고 있다. 향후 경영다각화에 보편타당한 연구결과를 도출하기 위해 다양한 산업으로 경영다각화에 대한 연구를 연장하고 경영다각화와 전문화를 택하는 기업의 특성을 비교하는 연구를 할 필요가 있다.

본 연구는 5개의 산업에 속한 미국기업의 성장을 분석한 기업성장에 대한 연구의 시작에 불과하다. 보편타당한 기업성장에 관한 일반적 이론의 정립을 위하여 향후 연구의 대상 산업 및 국가를 확대하고 기업성장에 영향을 미치는 기업의 소유구조, 소유와 경영의 분리, 경영다각화 등도 고려하는 미래의

연구가 필요하다. 아울러 기업환경변수인 각종의 경제지표인 국민총생산, 1인당국민소득, 물가상승률, 임금상승률, 실업률, 소분류 산업성장성 및 생산액, 자금흐름, 자본시장의 변화 등을 고려하여 기업성장을 설명함으로써 보다 연구의 타당성을 제고하는 연구가 필요하다.

참고문헌

- Alchian, A. and H. Demsetz(1972), "Production, Information Costs and Economic Organization. *American Economic Review*," 62, 777-795.
- Ansoff, H. I(1965), *Corporate Strategy*," Penguin Books, London.
- Bain, J. S(1966), "Barriers to New Competition," Harvard University Press, Cambridge.
- _____(1951), "Relation of Profit Rate to Industry Concentration. *American Manufacturing 1936-40*," *Quarterly Journal of Economics*.
- Baumol, W. J. and R. D. Willig. 1986. "Contestability: Developments Since the Book," *Oxford Economic Papers*, Special Supplement(November), 9-36.
- _____(1959), "Business Behavior, Value and Growth : Harcourt, Brace and World," New York.
- Besen, S. M. and J. Farrell(1994), "Choosing How to Compete: Strategies and Tactics in Standardization," *Journal of Economic Perspective* (Spring), 117-131.
- Berle, A. A., and G. C. Means(1933), "The Modern Corporation and Private Property : Macmillan," New York.
- Bernard, V. L. 1995. "The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists" *Contemporary Accounting Research* (Spring), 733-747.
- Bianchi, M(1995), "Markets and Firms Transaction Costs Versus Strategic Innovation," *Journal of Economic*

- Behavior and Organization*, 183-202.
- Bhushan, R(1989), "Firm Characteristics and Analyst Following," *Journal of Accounting and Economics* 11, 255-274.
- Cabral, L(1995), "Sunk Costs, Firm Size and Firm Growth," *The Journal of Industrial Economics*(June), 161-172.
- Coase, R. H(1937), "The Nature of the Firm," *Economica*, 4, 386-405.
- Collins, D. W. and S. P. Kothari(1989), "An Analysis on Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients," *Journal of Accounting and Economics*, 11, 143-181.
- Cyert, R. M. and J. G. March. "A Behavioral Theory of the Firm: Prentice Hall, Englewood Cliffs," N.J.
- Demsetz, H. and K. Lehn(1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*(93) : 1155-1177.
- _____(1973), "Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy," *Journal of Law and Economics* (April), 1-9.
- Dixit, A(1980), "The Role of Investment in Entry Deterrence," *Economic Journal* (90), 95-106.
- Easton, P. D. and M. E. Zmijewski(1989), "Cross-sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements," *Journal of Accounting and Economics*, 11, 119-141.
- Feltham, G. A., and J. A. Ohlson. 1999. "Residual Earnings Valuation With Risk and Stochastic Interest Rate," *The Accounting Review*(April) : 165-183.
- _____(1995) "Valuation, clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*(Spring), 689-731.
- Grossman, S. J. and O. D. Hart(1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy* (94), 691-719.
- Haskel, J. and C. Martin(1994), "Capacity and Competition: Empirical Evidence on UK Panel Data," *The Journal of Industrial Economics* (March), 23-44.
- Jensen, M. C(1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review*(76), 323-329.
- Kay N. M(1982), "The Evolving Firm - Strategy and Structure in Industrial Organization," St. Martin's Press, New York.
- Kwoka, J. E., Jr(1985), "The Herfindahl Index in Theory and Practice." *Antitrust Bulletin* (Winter), 915-947.
- Leibenstein, H. and S. Maital(1994), "The Organizational Foundations of X-Inefficiency," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 251-268.
- _____(1966), "Allocative efficiency vs. X-Inefficiency," *American Economic Review* (June), 392-415.
- Lieberman, M. B(1987), "Excess Capacity as a Barrier to Entry: An Empirical Approach," *Journal of Industrial Economics* (June), 607-627.
- Majumdar, S. K(1995), "X-Efficiency in Emerging Competitive Markets: The Case of U.S. Telecommunications," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 129-144.
- Marlow, M. L. and G. E. Wright(1987), "Measuring Market Power as Competition Over Time," *Journal of Economics and Business* (39), 171-183.
- Marris R(1970), "An Introduction to Theories of Corporate Growth in The Corporate Economy ed. by Marris R. and A. Wood," *Harvard University Press*, Cambridge.
- _____(1966), "The Economy Theory of 'Managerial' Capitalism," Macmillan, London.
- McCloughan, P(1995), "Simulation of Concentration Development from Modified Gibart Growth-Entry-Exit Processes," *The Journal of Industrial Economics* (December), 227-245.
- Mehran, H(1995), "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance," *Journal of*

- Financial Economics*(38), 163-184.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny(1988), "Management Ownership and Market Valuation," *Journal of Financial Economics*(20), 293-315.
- Morris, D. J., P. J. N. Sinclair, M. D. E. Slater and J. S. Vickers(1986), "Strategic Behavior and Industrial Competition," An Introduction, *Oxford Economic Papers*, Special Supplement(November), 1-8.
- Myers, S(1977), "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*(5), 147-175.
- Ohlson, J. A(1995), "Earnings, book values, and dividends in security valuation," *Contemporary Accounting Research*(Spring), 661-687.
- Penrose, E(1995), "The Theory of the Growth of the Firm," *Oxford University Press*.
- Perrakis, S. and G. Warskett(1986), "Uncertainty, Economies of Scale, and Barrier to Entry," *Oxford Economic Papers*, Special Supplement(November), 58-73.
- Reitman, D(1994), "Partial Ownership Arrangements and The Potential for Collusion," *The Journal of Industrial Economics*(September), 313-321.
- Schwartz, M(1986), "The Nature and Scope of Contestability Theory," *Oxford Economic Papers*, Special Supplement(November), 37-57.
- Shepherd, W. G(1997), "The Economics of Industrial Organization, Analysis, Markets, Policies," 4th ed, Prentice Hall, Upper Saddle River, N.J.
- _____,(1986), "Tobin's q and the Structure-Performance Relationship: Comment," *The American Economic Review*(December): 1203-1210.
- _____,(1984), "Contestability vs. Competition," *The American Economic Review*(September), 571-587.
- Simon, H. A(1957), "Administrative Behavior," Macmillan, New York.
- Smidt, M. and E. Wever(1990), "The Corporate Firm in a Changing World Economy: Routledge," London and New York.
- Smith, C. W. and R. L. Watts(1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Financial Economics*(32), 263-292.
- Von Thadden, E(1995), "Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring," *Review of Economic Studies*, 557-575.
- Weiss, A(1994), "Vertical Mergers and Firm-Specific Physical Capital: Three Case Studies and Some Evidence on Timing," *The Journal of Industrial Economics*(December), 395-417.
- Weiss, A. M(1994), "The Effects of Expectations on Technology Adoption: Some Empirical Evidence," *The Journal of Industrial Economics*(December), 341-360.
- Williamson, O. E(1975), "Markets and hierarchies: Analysis and Antitrust Implications," The Free Press, New York.
- _____,(1964), "The Economics of Discretionary Behavior," Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J.
- Worthington, P. R(1995), "Investment, Cash Flow, and Sunk Costs," *The Journal of Industrial Economics* (March), 49-61.
- Ziss, S(1995), "Vertical Separation and Horizontal Mergers," *The Journal of Industrial Economics*(March), 63-75.

Empirical Analysis on Factors and Patterns of Firm Growth Using Accounting Information of U.S.A. Firms

Jong-Cheon Lee*

Abstract

The Korean financial crisis of 1997 created enormous pressure for the restructuring of Korean firms, (especially the chaebols), and addressed the causes of the crisis, namely, the highly leveraged financial structure, growth-driven management, management by ownership. In such an environment, the adoption of successful restructuring strategies to enable strong firm growth depends on a clear analysis of firm growth. The purpose of this study is to provide an analysis of factors and patterns of firm growth using accounting information of firms in the U. S. A.

The following is a summary of the main findings of this analysis. First, the more capital intensive and rapidly growing industries, the more rapid the change in market competition. Second, as competition becomes fiercer and growth slows, the relationship between profitability and growth weakens. Third, investment in production facilities and technology leads to a growth in capital intensive and technology intensive industries. Interestingly however, the factors and patterns of profitability did not reflect the particular characteristics of the industries. Fourth, a mismatch of pattern and strategy for firm growth increases the likelihood of a firm discontinuation. Fifth, a strategy of diversification can make a positive contribution to firm growth in some industries.

Key words: firm growth, pattern, factor and strategy of firm growth, capital, technology, intensity, investment, diversification, competition.

* Department of Business Administration, Soongsil University.