

한국 대규모 기업집단 가족 지분율의 결정요인에 관한 제도론적 고찰

윤채린
서울대학교 경영대학 박사과정
(jenny113@snu.ac.kr)
송재용
서울대학교 경영대학
(jsong@snu.ac.kr)

본 연구는 한국 대규모 기업집단의 가족경영을 한국의 경제 체제 내에 존재하는 제도의 하나로 인식하고, 그것이 어떠한 이해관계와 지분 소유 방식에 근거해서 작동하고 유지되는지를 분석하였다. 2001년부터 2006년까지 출자총액제한집단에 계속 지정된 11개 기업집단 소속 1,061개의 기업-연도 관측치를 대상으로 가족 지분율의 결정요인을 규명한 본 논문의 실증분석 결과, 기업집단의 소유경영자 가족들은 투자자로서 개별 기업의 성과에 근거한 경제적 이해를 추구하는 대신, 그룹 전체에 대한 통제권과 사회적 정당성의 요소들을 고려한 지분투자 의사결정을 내리는 것으로 나타났다. 특히 가족은 그룹 전체에 대한 통제권을 유지하는 과정에서 계열사 간 출자관계에서 발생하는 관계적 자원을 적극적으로 동원하는 것으로 드러났다. 본 연구는 한국의 재벌과 같은 기업집단과 관련한 학문적·정책적인 논의에서 기업집단을 개별 기업들의 단순 합으로 인식하는 효율성 중심의 관점이 일정 수준 한계를 지니고 있음을 제시한다. 기업집단이 지배적인 조직 형태로 자리 잡은 한국에서 외환위기를 계기로 중대한 제도적 전환기를 경험한 기업집단의 소유경영자 가족들이 어떠한 동기와 이해관계의 요소에 근거해서 계열사에 대한 직접 투자의 수준을 높이는지를 살펴봄으로써 한국의 대규모 기업집단 지배구조문제를 이해하는 시야를 넓힐 수 있을 것이다.

주제어: 기업집단, 가족 경영, 가족 지분율, 기업 성과, 그룹 통제, 사회적 정당성

1. 서론

1997년 외환위기를 계기로 한국 경제는 커다란 제도적 전환기(institutional transitions)를 경험하였으며 이 과정에서 한국 기업, 그중에서도 재벌이라 불리는 대규모 기업집단의 지배구조 문제는 국내외적으로 중요한 학문적 관심사로 부상하였다(Campbell & Keys, 2002; Gibson, 2003; Johnson, Boone, Breach, & Friedman, 2000). 한국의 대규모 기업집단이 계열사 출자에 의존해서 적은 소유로 많은 기업을 절대적으로 지배하는 것은 이미 널리 알려진 사실이다(김진방, 2000; 박

경서·이은정·장하성, 2004; 박경서·장하성, 2001; Chang, 2003). 그러나 외환위기를 거치면서 IMF, 세계은행 등 국제 사회단체의 요구와 이를 수용한 정부 방침에 따라 한국 경제는 대대적인 개혁 압력에 직면하였으며, 흔히 그룹 총수 내지 오토라고 불리면서 그룹 회장의 지위를 확보하고 있는 소유경영자와 그 가족이 지배하고 있는 대규모 기업집단은 지배구조 개혁의 일차적인 대상으로 지목되었다. 이 과정에서 대마불사라고 여겨지던 대규모 기업집단도 자발적·비자발적 인수합병, 매각, 청산 등 다양한 수단을 활용하여 변화된 제도적 환경에 대응하기 위한 다각도의 적응 행동을 보이고 있다(Han & Chang, 2003). 특히 최근에는 바람직

한 기업집단 지배구조의 형태로 지주회사 체제를 권장하는 정부 방침에 부응하여 LG, SK, GS 등 일부 기업집단은 지주회사 체제로 기업집단의 운영 형태를 변화시켰다.

한국 대규모 기업집단의 지배구조와 그 동학을 이해하려는 기업 내·외부적인 관심은 외환위기가 발생한 지 10년이 지난 지금까지도 여전히 존재한다. 이러한 상황에서 기업집단 지배구조 문제의 본질을 이해하기 위해서는 권력의 중심에 있는 소유경영자 가족의 행태, 그중에서도 지분소유구조의 특성을 면밀히 고찰해 볼 필요가 있다. 지분소유관계의 구성은 소유경영자 가족이 현금흐름권을 초과한 지배권을 행사할 수 있도록 지원하는 직접적인 메커니즘으로서, 가족들은 계열사를 통한 간접투자 와 가족지분의 직접 확보라는 두 가지 대안적인 지분소유 방식을 통해서 그룹 전체에 대한 통제력을 확보한다. 즉, 가족들은 자신들이 지분을 직접 소유하지 않는 기업에 대해서는 계열사 출자를 활용하는 대체적인 투자 전략을 구사하는 것이다.

일부의 선행 연구들을 제외한다면(강형철·박경서·장하성, 2006; Bebchuk, Kraakman, & Triants, 2000; Kim, Lim, & Sung, 2007), 과거 지배주주에 의한 그룹 통제를 규명했던 대다수 연구들은 가족 지분과 계열사 지분의 합인 내부 지분율에 주목함으로써 두 방식의 차별적인 작동 원리를 설명하는 데에는 상대적으로 소홀했으며, 특히 외부 주주와 마찬가지로 한정된 자원을 가진 소유경영자 가족의 지분투자 의사결정이 어떠한 이해관계를 우선으로 하여 이루어지는가에 대한 충분한 설명을 하지 못하였다. 따라서 본 논문에서는 기업집단의 소유주 가족들이 어떠한 특성의 계열사에 대해서는 계열사를 통한 간접 투자 대신 직접 소유의 방식을 선택하여 지분투자의 대상과 수위를 결정하는지

를 밝히는 것을 연구의 주된 목적으로 삼는다.

지금까지 전 세계적으로 기업지배구조와 관련한 연구들 대부분은 효율성 관점에 입각한 대리인 문제의 맥락에서 이루어졌던 것이 지배적이었으나, 최근의 논의들은 대리인 이론에 대한 전적인 의존에서 벗어나 다양한 이론적 관점을 통합하여 기업 지배구조 문제를 인식할 필요가 있음을 강조한다(Daily, Dalton, & Cannella, 2003; Dalton, Daily, Certo, & Roengpitya, 2003; Davis & Stout, 1992; Davis & Thompson, 1994; Lynall, Golden, & Hillman, 2003; Peng, 2004). 개방체계 조직이론의 관점에 따르면 기업은 사회적 조직체로 인식되며, 지배구조는 암묵적, 형식적으로 조직을 둘러싼 다양한 상호의존관계를 관리하는 문제로 폭넓게 정의된다(Fligstein & Freeland, 1995). 본 연구는 소유경영자 가족들의 계열사에 대한 지분투자를 국·내외로부터의 제도적 압력(institutional pressure)에 대한 전략적 대응행동으로 인식하고, 대규모 기업집단을 지배하는 가족들의 지분투자 의사결정이 어떠한 이해관계의 요소에 근거하여 이루어지는가를 파악하였다. 이를 위해 2001년부터 2006년까지 지속적으로 정부에 의해 출자총액제한집단으로 지정된 11개 기업집단 소속 계열사들을 대상으로 가족 지분율의 결정요인을 규명하였다.

본 논문은 다음과 같이 구성되었다. II장에서는 본 연구의 대상인 대규모 기업집단의 지배구조를 둘러싼 대표적인 이론적 논의들을 소개한다. 구체적으로 기업지배구조 문제와 관련하여 주된 이론들로 제시되었던 대리인 이론이 한국 대규모 기업집단의 지배구조를 설명하는 데 갖는 한계점을 지적한 뒤, 다양한 이해관계에 주목한 제도론적 관점을 통해 대규모 기업집단의 가족 지분율을 예측한

다. 이를 위해 본 연구에서 주장하는 핵심 개념인 기업성과, 연결망 자원을 활용한 그룹통제, 사회적 정당성과 가족 지분율과의 관계에 대한 5가지 연구 가설을 도출하였다. III장에서는 본 연구의 가설 검정을 위한 자료 및 연구방법을 제시하고, IV장에서는 실증 분석의 결과를 설명하였다. 마지막으로 V장에서는 한국의 대규모 기업집단의 지배구조 문제와 관련하여 본 연구가 제시하는 이론적·정책적인 시사점을 기술하였다.

II. 이론적 배경과 연구가설

기업집단은 법적으로 별개인 기업들이 공식적·비공식적 수단에 의해 지속적으로 서로 묶여진 형태로 존재하는 일련의 기업들을 말하며, 일부의 영미 중심 경제시스템을 제외한다면 이는 전 세계적으로 보편적인 기업 형태이다(Granovetter, 1995, 2005a). 오늘날 한국 경제를 대표하고 있는 기업들의 공통적인 특징 역시 재벌이라고 불리는 대규모 기업집단에 의해 계열화되어 있다는 점이다. 최근경제사회학, 제도주의 경제학, 진화론적 경제학, 제도주의 조직이론 등 다양한 분야의 학자들은 기업집단이라고 하는 조직 형태를 하나의 독자적인 분석단위로 인정하고 있으며(Granovetter, 1995), 그 구성 원리와 동학을 파악하는 한편으로 각국의 기업집단에 대한 비교 연구가 활발하게 진행되고 있다(장덕진, 2001; Ahmadjian & Song, 2007; Classens, Djankov, Fan, & Lang, 2002; Classens, Djankov, & Lang, 2000; Guillén, 2001; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer,

& Vishny, 2000).

기업지배구조와 관련된 최근의 연구들이 지적하듯이, 기업지배구조 문제를 이해하는 데 있어 대리인 이론에 대한 지나친 의존은 대리인 문제로만 해석할 수 없는 다양한 조직 내·외부적인 역동성을 설명하는데 일정 수준 제한을 가한다(Davis & Stout, 1992; Davis & Thompson, 1994; Hillman & Dalziel, 2003; Lynall et al., 2003). 경영자가 주주들의 이해관계와 상충하는 의사결정을 통해 사적인 이익을 추구한다는 것은 전통적인 금융경제학에서 이야기하는 대리인 이론의 핵심적인 주장이다(Jensen & Meckling, 1976). 그러나 한국의 기업집단은 법적으로 분리되었으나 중심에 위치한 소유경영자 가족들이 지주회사나 주식피라미드, 상호지분보유 등의 방식을 통해 전체 기업집단에 대한 직·간접적인 통제권을 행사하고 있다. 더욱이 한국의 대규모 기업집단은 지배 대주주에 의해 실질적인 경영이 이루어짐으로써 전통적인 대리인 문제가 아닌 소유와 경영을 겸하는 대주주 경영자와 외부 투자자 및 소액주주 사이로 대리인 문제가 확대·변형되어 나타난다(김용열·조창현·조명현, 2000; 김진방, 2000; 장세진, 2003). 이러한 점에서 일찍이 Berle & Means(1932)가 제시한 소유와 경영의 분리에 따른 경영자주의(managerialism)를 일반화할 수 없는 한국 대규모 기업집단의 지배구조 문제는 다양한 이론적 시각에서 조망해 볼 필요가 있다.

2.1 제도론적 시각에서 바라본 이해관계와 한국 대규모 기업집단의 가족 지분율

외환위기라는 중대한 제도적 전환기 이후 일부 기업집단은 붕괴하였으며, 살아남은 기업집단들은

그룹 분할, 지주회사 전환 등 중대한 외형상의 변화를 경험하였다. 그러나 현재까지도 살아남은 기업집단의 경우 가족에 의한 전체 계열사 지배는 지속적으로 유지·확대되고 있으며, 삼성, LG, SK의 3대 기업집단 시가총액이 상장 기업 전체에서 차지하는 비중이 1998년 말 28%에서 2002년 6월 말 43%로 상승한 것에서 알 수 있듯이, 한국 경제의 대규모 기업집단에 대한 의존도 역시 전혀 줄어들지 않았다. 따라서 우리가 가족 경영을 둘러싼 수많은 실증연구를 통해 얻을 수 있는 결론은 향후 시장제도의 발전이 창업자 후손과 그 가족에 의한 가족 경영의 효과성을 약화시킬 것이라는 단순한 가정에서 벗어나, 영미식 서구 자본주의와는 달리 한국 기업집단의 가족 지배를 작동시키는 제도적인 기제들이 무엇인지를 다양한 이론 틀을 통해 검증하는 작업이 시급하다는 점이다.

한국의 대규모 기업집단 가운데는 소유경영자 가족이 전혀 지분을 보유하지 않으면서도 자신의 통제권 하에 기업을 두는 경우가 빈번하다. 2004년 한국 10대 기업집단에 소속된 312개 기업 가운데 가족이 주식을 보유한 것은 116개 기업에 불과했으며, 나머지 196개 기업에서는 이들이 보유한 주식이 전혀 없는 것으로 나타났다. 이 경우 가족들은 주식 피라미드나 순환출자 등 지분 연결망을 체계적으로 구축하는 전략을 활용해 계열사 주식으로 해당 기업에 대한 통제권을 유지하고 있었다(Baek, Kang, & Park, 2004; Chang, 2000).

기업집단의 소유경영자 가족들이 계열사 간 출자 관계를 이용해서 그룹 전체에 대한 통제권을 유지하는 동형적 소유구조의 방식은 대부분의 기업 집단에서 공통적으로 나타난다(장덕진, 1999; 2001). 신제도주의 조직이론에 따르면 유사한 제도적 환경에 처한 조직들은 강제적, 모방적, 규범적 동형화라

는 세 가지 기제를 통해서 동형구조(isomorphism)에 이르게 된다(DiMaggio & Powell, 1991; Scott, 1995). 창업자 가족과 그 후손에 의해 경영과 통제가 이루어지는 한국의 대규모 기업집단은 공통의 조직장(organizational field)에 소속된 것으로 인식될 수 있다. 정부는 법률적으로 기업집단이라는 존재를 여타의 독립 기업과는 구분되는 독자적인 기업 형태로 규정하고 있으며, 일반 시민과 서구 사회도 기업집단의 존재를 독자적인 기업 형태로 수용한다. 초기 창업자에 의한 기업집단의 설립 과정과 정부와의 일정한 관계 속에서 발달한 공통된 성장 배경 역시 조직장 내·외부에서 작동하는 다양한 제도적 요소가 기업 조직의 형태를 유사하게 만든다는 사실을 입증하며, 고도로 구조화된 기업집단이라는 조직장의 존재는 불확실성과 제약을 합리적으로 다루기 위한 창업자들의 개별적인 노력이 어떻게 집단적인 수준에서 구조적인 유사성을 이끌어내는지에 대한 이해의 단초를 제시한다(Chang, 2000; DiMaggio & Powell, 1991).

기업집단 소유경영자 가족들이 시행하는 계열사에 대한 지분투자행위에서 동형적 소유구조가 발견되는 데에는 경제적, 비경제적인 동기가 모두 작동한다. 조직을 둘러싼 환경의 제도적·기술적인 구성 요소들은 서로 독립적이지 않으며, 기술적으로 효율적이고 합리적인 목적을 달성하기 위해서도 더욱 광범위한 제도적 원리들에 대해 고려할 필요가 있다(Orrù, Biggart, & Hamilton, 1991). 한국의 기업집단에서 공통으로 발견되는 가족경영이라는 제도가 외환위기를 계기로 다양한 외부 세계의 압력에 직면하여 사회적 정당성이 약화된 것은 사실이지만, 기실 이 원리가 오랜 기간 한국 사회 속에 뿌리 박혀 당연한 것으로 여겨져 왔다는 점 역시 부인할 수 없다(장덕진, 2001). 따라서 외환

위기 이후 기업집단의 가족경영에 대한 사회적 정당성이 약화된 시기, 가족들이 그룹 전체에 대한 자신들의 통제력을 어떻게 지속적으로 유지하였는지를 규명하기 위해 권력과 이해관계를 포함시키는 것은 그간 사회적으로 바람직하고 당연시 여겨지는 사회적 정당성의 추구나 모방적 동형화의 측면으로만 지나치게 축소·강조되었던 제도론의 적용범위를 확장하는 데에도 기여할 것이다.

기업집단의 가족경영을 바라보는 국·내외의 시각이 지난 수십 년에 걸쳐 긍정과 부정을 반복하며 변화되어 온 것에서 알 수 있듯이, 기존에 존재하고 있던 특정의 제도적 형태들은 다른 대안적인 제도를 추종하는 새로운 주체들의 도전에 직면하게 되면 자신의 존재에 대한 정당성과 합리성을 지속적으로 외부 세계에 전달해야 한다. 특히 기존 제도에 대한 도전이 발생하는 제도적 전환기에 정치적 역동성이 개입할 여지는 더욱 커진다(Kim, Shin, Oh, & Jeong, 2007). 그간 신제도론과 관련된 상당수의 논의들이 관성, 동형화, 제도의 안정성에 집중됨으로써 권력이나 이해관계의 측면을 배제해왔으나, 제도론과 관련된 최근의 연구들은 서로 다른 합리성과 효율성의 논리 사이에 정치적 선택이 이루어지는 영역에서 권력과 이해관계가 수행하는 역할에 주목할 것을 강조한다(DiMaggio, 1988; Fligstein, 1990; Roy, 1997).

“이해관계만이 분명하다(Interest will not lie)”라는 격언처럼 인간과 조직의 행동을 예측하는 데 이해관계는 개인 수준과 집합 수준 모두에서 결정적인 역할을 수행한다. 이해관계라는 것은 단순히 경제적인 이익에만 국한되지 않으며, 권력과 명예, 영향력이나 정당성 획득 등 다양한 요소들을 포함하는 포괄적인 의미를 갖는다. Hirschman(1977)은 일찍이 이해관계가 지배하는 세계의 특성으로

예측성과 불변성을 꼽았는데, 제도론의 핵심적인 가정 역시 인간이 확실성과 예측가능성에 대한 선호를 가지고 있다는 점이다. 따라서 생존이라는 중요한 목표를 달성해야하는 조직은 자원과 정당성을 의존하고 있는 주체들의 요구에 직면하여 다양한 순응 행동을 보이며, 권력을 보유한 행위자들의 이해관계에 위협을 가할 수 있는 핵심 영역에서의 변화는 주변부에 비해 더딘 확산의 모습을 보인다(DiMaggio, 1988; DiMaggio & Powell, 1991; Hannan & Freeman, 1984; Zucker, 1977).

한국의 기업집단 소유경영자 가족 집단이 공통으로 추구하는 동형적 소유구조의 방식은 이들이 충족하고자 하는 다양한 이해관계가 계열사에 대한 지분투자행위를 통해서 달성되어왔음을 보여준다. 더불어 그 같은 행위가 오랜 기간 지속적으로 관찰된다는 것은 이 방식이 다른 여타의 장치들에 비해서 가족 집단의 이해관계 달성에 효과적인 수단임을 입증한다. 따라서 한국 대규모 기업집단의 가족경영은 한국의 경제 체제에서 제도의 한 형태로 존재하며, 그 제도를 지속적으로 유지하기 위해 시도하는 다양한 행위는 자신들의 이해관계 달성을 고려한 제도화의 수단으로 인식되어야 한다.

Gouldner(1954)의 지적처럼 제도라는 것이 서로 다른 수준의 권력을 지닌 이해관계자들의 적극적인 개입을 통해서 만들어지고 작동하며, 그 제도의 지속 여부는 그것을 원하는 집단과 그렇지 않은 집단 사이에 벌어지는 항쟁의 결과에 따라 결정된다면, 한국의 대규모 기업집단에서 가족 경영을 지원하는 “과정으로서의 제도화(institutionalization as a process)”의 수단과 동기가 무엇인지는 가족집단이 중요한 것으로 판단하는 이해관계의 요소를 고찰함으로써 가장 분명하게 드러날 것이다. 본 연구에서는 지분소유관계의 구성이 소유경영자 가족

의 전 계열사 통제를 가능하게 하는 직접적인 수단이라는 판단 하에, 한국의 대규모 기업집단 지배구조 문제와 관련하여 가족의 직접 지분투자 의사결정에 주목한다. 기업집단이 실제로 어떻게 작동되고 있는지를 이해하기 위해서는 소유경영자 가족의 경제적 의사결정을 이끄는 다양한 이해관계를 고려할 필요가 있다. 본 논문은 가족의 지분투자 의사결정에 영향을 미치는 요소로 투자자로서 본원적인 경제적 이해관계 충족을 위한 기업성과, 계열사 간 연결망 자원을 활용한 그룹 통제, 마지막으로 사회적 정당성의 추구라는 세 가지 측면의 이해관계와 관계된 가설을 제시한다.

2.2 기업성과와 가족 지분율

소유구조와 기업성과와의 관계를 규명한 초기 연구들, 특히 서구 기업을 대상으로 한 전통적인 연구들은 소유구조가 기업 가치를 결정하는 변수라는 결론을 내리고 있다(Lemmon & Lins, 2003; Morck, Shleifer, & Vishny, 1988). 그러나 Demsetz(1983)의 연구를 필두로 이후의 많은 연구자들은 소유구조가 다양한 비용상의 장단점을 고려하여 내생적으로 결정되는 변수임을 주장하였다(강형철 외, 2006; Chang, 2003; Cho, 1998; Demsetz & Lehn, 1985; Kole, 1996). 일반 투자자와 마찬가지로 기업집단의 소유경영자 가족들이 가용할 수 있는 자원에도 한계가 있다. 이러한 자원의 제약 조건하에서 가족들은 어떤 기업에 투자할 것인지에 관한 투자 대상의 선택과 더불어 어느 정도의 투자를 할 것인지와 관련한 투자의 수준도 결정해야 한다.

한정된 자원을 최대한 효과적으로 분배해야 하는 의사결정에 직면한 가족들이 다수의 계열사 가운데

특정 기업의 주식은 직접 보유하고 다른 기업의 주식은 계열사 출자를 이용해 간접으로 보유하고자 한다면, 투자를 통해서 얻을 것으로 예상하는 기대 수익을 직접 지분 투자의 일차적인 근거로 삼는 것은 투자자로서의 경제적 이해관계에 부합하는 것이다. 특히 소유구조가 기업성과에 근거하여 결정된다는 역방향의 인과적 추론은 창업자의 후손과 그 가족들이 소유와 경영을 겸한 한국의 대규모 기업집단의 경우, 권력을 동원한 내부 정보의 활용이 용이하기 때문에 더욱 설득력이 있다. 즉, 소유 경영자 가족들은 내부 정보를 활용함으로써 향후 높은 성과를 달성할 가능성이 있는 계열사에 대한 투자를 늘리고, 경영상의 손실을 입을 것으로 예상하는 기업에 대한 투자를 줄이는 경제적 의사결정을 더욱 손쉽게 내릴 수 있는 것이다(Chang, 2003). 따라서 계열사에 대한 지분투자를 통해 경제적 이해관계를 충족해야 하는 기업집단의 소유 경영자 가족들도 다른 외부 투자자와 마찬가지로 해당 기업의 과거 성과를 일차적인 지분 투자의 판단 기준으로 삼을 것이라는 아래의 가설을 도출한다.

가설 1: 성과가 높은 기업일수록, 가족 지분율은 높을 것이다.

2.3 연결망 자원을 활용한 그룹 통제와 가족 지분율

통제는 기업 내부의 일상적인 운영에 대한 영향력 행사를 넘어 기업이 이끄는 광범위한 정책을 결정할 수 있는 능력을 의미한다(Goldsmith & Parmelee, 1940). 따라서 특정한 집단이 다수의 저항에도 기업 안에서 자신의 이해관계를 지속적으로 관철할 수 있다면, 해당 집단은 기업에 대한 통제력을 갖춘 것으로 판단할 수 있다(Weber, 1968;

Zeitlin, 1974). 소유경영자 가족의 지분투자 의사결정에는 기업의 성과, 즉 투자를 통해 거둘 것으로 예상하는 기대 수익이 중요한 역할을 수행한다. 그러나 다른 한편으로 가족들은 그룹에 대한 통제력을 지속적으로 유지·강화하려는 목적을 갖고 있으며, 이는 투자 이익의 회수 이상의 강력한 영향력을 지닌다. 만일 기업집단의 소유경영자 가족들이 특정 기업의 성과로부터 얻을 것으로 기대하는 투자 수익과 그룹 전체에 대한 장악력의 유지 가운데 한 가지를 선택해야 한다면, 그룹 통제를 지속함으로써 얻을 수 있는 수많은 금전적·비금전적 혜택은 특정 기업에 투자함으로써 얻게 되는 일시적인 투자 수익을 상회할 것이다. 특히 이러한 현상은 소수 주주를 보호하는 지배구조의 제반 장치가 갖춰지지 못한 국가일수록 더욱 현저하게 나타난다.

Nenova(2003)와 Dyck & Zingales(2004)는 자본시장이 미성숙하고, 소수 주주들이 보호받을 수 있는 법적·제도적 장치가 미비한 국가일수록 그룹 통제를 통해서 얻을 수 있는 가족들의 사적 이익이 증가할 수 있음을 밝혔다. Chang(1999) 역시 기업집단 가족에 의해 이루어지는 계열사에 대한 투자 포트폴리오의 관리는 투자에 대한 이익회수뿐만 아니라 가족의 통제권을 유지하는 방향으로 이루어진다는 것을 실증적으로 규명하였다. 따라서 한정된 자원을 보유하고 있는 가족에게 그룹에 대한 통제권의 확보가 중요한 사안이라면, 그룹 전체에 통제력을 행사할 수 있는 계열사에 투자 수위를 높이는 관계적 자원의 활용 전략은 자신들의 근본적인 이해관계에 부합하는 의사결정이 될 것이다.

2.3.1 지분망 지위(equity-holding status)

기업집단의 내부는 일종의 사회구조라고 할 수

있을 만큼 조직화되어 있으며, 각각의 소속 기업들은 그 구조 안에서 서로 다른 역할을 수행한다(Granovetter, 2005a). 기업집단의 지분연결망은 대체로 위계의 정점에 있는 창업자 후손과 가족이 통제자로서의 지위를 극대화하는 형태로 구성되어 있는데(Chang, 1999; Chung, 2004), 장덕진(2002)은 기업집단의 회장 가족이 그룹 전체의 지분 연결망을 통제하는 것에 대해 "사적으로 소유된 사회 구조"라고 칭한 바 있다. 이 경우 기업집단은 법적으로 독립된 계열사 간 상호출자와 주식 피라미드 방식으로 얽힌 다층 구조를 지니고 있기 때문에 외부로부터의 압력에 대응해서 개별적으로 반응할 뿐만 아니라 전체 연결망의 구조를 조정함으로써 집합적인 대응을 취한다. 이것은 한국의 대규모 기업집단이 외부의 상황 변화에 직면해서 최후까지도 가족의 지배력을 유지하기 위한 연결망 생존전략(network survival strategy)을 구사하고 있음을 뜻한다(장덕진, 1999)

대만의 기업집단을 대상으로 한 Chung(2000)의 연구는 타계열사에 대해 통제력을 행사할 수 있는 기업일수록 복잡하게 얽힌 가족 연결망에 의해 지배되고 있음을 밝혔는데, 연결망 자원을 활용한 기업통제는 대리인 이론처럼 독립적인 기업의 존재를 가정하는 시장 중심적인 모델이 동아시아의 기업집단과 관련된 기업 현상을 설명하는데 적절하지 않을 수 있음을 보여준다. 기업집단의 연결망은 개별 기업과 마찬가지로 환경에 의해 영향을 받지만, 개별 기업과 달리 기업집단은 연결망을 구성하는 기업 간 관계로부터 발생하는 구조적 능력(structural capability)을 활용해서 환경으로부터 오는 영향을 변형·왜곡시킨다.

개인이 사회적으로 일정한 지위를 부여받고, 다른 주체들과의 관계 속에서 자신의 지위를 점유하

는 것처럼(Linton, 1961), 기업집단에 소속된 개별 기업들은 다른 계열사들과의 관계 속에서 특정한 '지분소유상의 지위(equity-holding status)'를 부여 받는다(장덕진, 2002). 따라서 지분소유 관계에서 그룹 전체에 영향력을 행사할 수 있는 지위를 가진 기업에 대해서는 통제력을 높이고, 타계열사에게 높은 의존성을 보이는 취약한 기업에 대해서 투자 수위를 낮추는 경제적인 전략을 구사하는 것은 가족들의 지분투자 의사결정의 핵심일 것이다. 최근 지주회사 형태로 그룹 지배구조를 변화시킨 일부 기업집단의 경우에도 가족들은 계열사 간 지분연결망에서 높은 지위를 확보하고 있는 지주회사에 대한 소유지분을 최대한 높이는 전략을 유지하고 있다. 즉, 지분 연결망의 상위 기업을 이용한 그룹 전체의 통제는 연결망의 구성이 단순해진 지주회사 체제에서도 동일한 기능을 수행하는 것이다. 이 같은 논의에 따라 기업집단의 소유경영자 가족들은 그룹에 대한 통제력 유지를 위해 계열사 간 연결망 지위를 고려한 투자 전략을 시행했을 것으로 예상할 수 있다.

가설 2: 계열사 간 지분연결망에서 높은 지위의 기업일수록, 가족 지분율은 높을 것이다.

2.3.2 계열사 내 거래 의존도

기업집단의 계열사 간 내부거래 역시 기업 집단의 소유 경영자 가족들의 지분투자 의사결정에 영향을 미친다. 그룹 내부에서 이루어지는 계열사 간 상품과 서비스의 내부 거래는 기업집단의 수직적 계열화를 의미하는데, 그룹 계열사로의 판매는 전방통합, 계열사 제품과 서비스의 구매는 후방통합에 해당한다. 과거 대규모 기업집단의 성장 과정을

살펴보면, 국내 부품 및 기타 지원 산업들이 발달하지 않아 수직적 계열화는 대부분의 기업집단에서 다양한 산업에 걸쳐 공통으로 나타나는 현상이었다. 기업집단은 금융계열사를 이용한 내부 자본거래를 통해 자본이 필요한 곳에 자본을 공급해왔던 것처럼, 수익이 발생하지 않는 계열사에 대해서는 다양한 형태의 계열사 간 내부거래를 통해 자금을 지원해왔다(장세진, 2003).

자원 의존론의 관점에서 조직은 다양한 이해관계와 선호를 가진 집단과 개인들이 함께 모여 교환 관계를 맺고 있는 장으로 인식되며, 기업 간 관계는 자원의 상호의존도와 제약의 패턴으로 드러난다(Pfeffer, 1987; Pfeffer & Salancik, 1978). 기업 간 관계를 자원 의존도의 패턴으로 이해하려면 먼저 의존도의 측정을 무엇으로 할 것인지를 결정해야 한다. Hawley(1950)의 선행 연구에 근거하여 Pfeffer & Salancik(1978)은 두 가지 형태의 의존성을 규명하였는데, 첫째는 한 조직의 산출물이 다른 조직의 투입물이 되는 공생적 의존성(symbiotic dependence)이고, 둘째는 여러 조직이 동일한 생태지위(niche)를 두고 경쟁하는 경쟁적 의존성(competitive dependence)이다.

기업집단에 소속된 계열사들은 그룹 전체의 생존을 중시하는 입장에서 여러 가지 수단을 활용하여 계열사 간 내부 경쟁을 피하는 독립적인 사업구조로 이루어졌는데, 이는 기업집단의 계열사 간 거래 관계가 공생적 의존관계에 해당할 수 있음을 뜻한다. 공생적 의존성의 경우 기업 간 거래의 수준이 높아질수록 이들 사이의 의존성은 커지게 된다. Burt(1982) 역시 거래관계에서 발생하는 제약을 측정하고자 구조적 자율성(structural autonomy)이라는 보다 발전한 개념을 제시한 바 있는데, 그에 따르면 기업 간 관계는 수익에 대한 제약

(constraint)을 감소시키는 방향으로 이루어지며 이 같은 제약의 구체적인 형태를 이해하는 것은 기업 간 관계의 패턴을 예측하는데 결정적인 역할을 수행한다(Burt, 1983).

이상의 논리에 따르면 계열사 간 내부거래는 특정 기업이 다른 계열사들과 맺고 있는 거래상의 지위를 반영한다. 만일 해당 기업의 매출에서 타계열사로의 판매가 높은 비중을 차지한다면, 이는 해당 기업이 그룹 내 수익구조 측면에서 더 많은 제약을 경험해야 하는 종속적인 위치에 놓였음을 반영한다. 반대로 매출 대비 계열사 제품에 대한 구매가 높은 비중을 차지한다면, 이는 해당 기업이 내부거래의 측면에서 타계열사에 대해 지배적 위치를 확보한 것으로 판단된다. 그룹에 대한 장악력을 유지하는 것을 목표로 삼는 기업집단의 소유경영자 가족들이 계열사 간 거래의 차원을 고려하여 투자의 사결정을 내려야 한다면, 이들은 그룹 통제라는 이해관계를 달성하고자 수익구조에서 종속적인 위치에 놓인 계열사에 투자하는 대신 타계열사를 지배하는 위상을 가진 계열사에 대한 투자를 늘릴 것이다. 따라서 기업집단 내 계열사 간 거래관계의 의존도와 가족 지분율과의 관계에 대한 다음의 가설을 도출한다.

가설 3: 계열사 간 내부거래의 의존성이 높은 기업일수록, 가족 지분율은 낮을 것이다.

2.4 사회적 정당성과 가족 지분율

제도론의 관점에 따르면 기업을 둘러싼 환경은 기술적 환경과 제도적 환경으로 구분된다(Meyer & Rowan, 1977; Meyer & Scott, 1983). 기술적 환경은 제품과 서비스를 생산하고 교환하는

시장을 의미하며 조직은 생산 체계의 효과적인 운영을 통해서 기술적 환경으로부터 보상을 얻는다. 반면 제도적 환경은 외부로부터 승인과 정당성을 얻고자 순응해야 하는 규범과 요구들로 특징지어진다. 이러한 외부 세계의 규범과 요구는 국가나 전문가 집단 혹은 보다 광범위한 사회의 신념 체계로부터 기인하며(Scott & Meyer, 1983), 조직의 사회적 정당성은 조직이 외부 사회로부터 획득한 문화적·인지적 지지의 정도로 정의된다(Meyer & Scott, 1983).

2.4.1 기업역사

기업의 역사는 창업자 가족과 후손들이 기업집단에 부여하는 정체성에 영향을 미치는 중요한 요소 가운데 하나이다. 일반적으로 다른 조건이 동일하다면 역사가 오래된 기업집단일수록, 역사가 긴 계열사일수록 창업자의 후손과 그 가족들이 공유하는 내부적인 정체성은 강화된다(Granovetter, 2005a). Lincoln & Gerlach(2004)의 연구에 따르면, 게이레츠(系列: keiretsu)라고 불리는 일본의 기업집단의 경우 재정적으로 어려운 상황에 처한 계열사에 경제적인 원조를 제공하는 행위가 역사가 오래된 기업집단에서 더욱 빈번하게 발생하는 것으로 나타났다. 기업집단의 창업자에 의해 초기에 설립된 기업일수록 그룹 안에서 기업집단을 대표하는 상징적 가치는 증가하며, 가족들이 해당 기업의 존재에 부과하는 역사적 정당성 역시 커지게 된다. 따라서 오랜 역사를 지닌 기업에 대한 가족의 직접 통제의 동기는 경제적 이해관계와는 무관한 상징적 가치에 대한 추구를 반영하며, 역사적 정당성을 지닌 기업에 대한 통제는 창업자의 후손들이 기업집단에 대해 부여하는 소속감과 내부적인 결속력을

유지하는데도 기여할 것이다.

더욱이 역사가 오랜 기업에 대해서 소유경영자 가족들이 통제력을 유지하는 것은 가족 경영을 지속적으로 제도화하는 데 필요한 사회적 정당성의 획득에도 기여한다. 제도론에 따르면 특정한 관행과 제도를 제도화하는 과정은 외부의 보조 주체들의 지원을 필요로 하며, 조직은 자원과 고객을 두고 경쟁할 뿐 아니라 정치적인 권력과 사회적 정당성을 얻고자 치열한 경쟁을 벌인다(Aldrich, 1979; DiMaggio & Powell, 1991). 이 과정에서 역사가 짧은 신생 기업들은 신생 조직이라는 특성 자체가 외부로부터의 승인이나 정당성을 얻는 데 불리한 요소를 지니고 있기 때문에(Stinchcombe, 1965), 창업자 후손으로 이어지는 가족 지배에 대한 사회적 정당성을 확보하거나 다른 계열사로부터 연대의식을 얻는 데에도 일정 수준 제약을 경험한다. 따라서 한정된 자원을 소유한 가족은 대규모 기업집단의 가족 지배에 대한 사회적 정당성을 확보하고 집단 내부의 연대와 결속력을 강화하기 위해 역사가 긴 계열사에 더욱 적극적인 투자를 감행할 것이다.

가설 4: 역사가 긴 기업일수록, 가족 지분율은 높을 것이다.

2.4.2 시민단체 소송제기

만일 기업집단의 존재와 가족경영이라는 제도에 대한 사회적 정당성이 기술적 환경의 요구에만 부합해도 충족될 수 있다면, 창업자의 후손과 그 가족들은 우수한 경영성공을 통해서 세대에 걸친 가족 지배의 정당성을 충분히 입증받을 수 있다. 그러나 한국의 경우에서 확인할 수 있듯이, 가족 내부로의 경영권 승계와 부의 세습 등 가족 경영과

관련된 다양한 행위들은 국가 내의 여러 법률적·제도적 장치에 대한 순응을 필요로 하며, 이 과정에서 사회 구성원들이 기업집단을 바라보는 인식 역시 큰 영향을 미친다. 즉 조직의 성과가 낮으면 가족 경영에 대한 사회적 정당성이 침해될 가능성이 크지만, 사회 구성원들에게 받아들여지는 인지적 정당성의 상실 역시 조직에 중대한 문제를 일으킬 수 있는 것이다(이경목·오종향, 2002).

외환위기 이후 한국의 대규모 기업집단은 정경유착, 그룹 총수의 전횡과 도덕적 해이, 사회적 책임 의식결여 등의 요인으로 말미암아 국내·외로부터 많은 비판에 직면하였으며, 지배구조 개혁의 요구는 가족 경영에 내재한 문제점에 집중되었다. 외환위기 이후 대규모 기업집단의 지배구조 개혁은 경제의 민주화 운동으로 인식되어 일반 대중들의 지지와 광범위한 사회적 정당성을 획득할 수 있었는데, 이 과정에서 참여연대, 경실련 등의 시민단체들은 과거 어느 때보다 신장한 정치적인 발언권과 영향력을 행사하였다. 시민단체의 급격한 신장은 외환위기 이후 IMF, 세계은행, IBRD 등의 국제 기구가 소수 주주의 권리 보호와 기업 투명성의 향상을 한국 기업들의 지배구조 개선을 위한 시급한 목표로 제시한 이래, 참여연대를 비롯한 각종의 시민단체들이 외국 자본과 함께 주주중심주의 운동의 전면에 나선 데 기인한다(Kim & Kim, 2001).

시민단체들은 소액 주주운동을 비롯한 다양한 수단을 활용하여 외부 주주들의 권리 신장을 적극적으로 요구하였고, 시장의 감시와 효율성을 통해 대규모 기업집단의 지배구조를 개혁할 필요성을 강조하였다. 결국, 외환위기 이후 대규모 기업집단의 지배구조 개혁 요구는 광범위한 사회적 정당성을 얻어 주주행동주의와 관련된 각종의 제도적 장치들을 한국의 대규모 기업집단에 도입시키는데 기여하

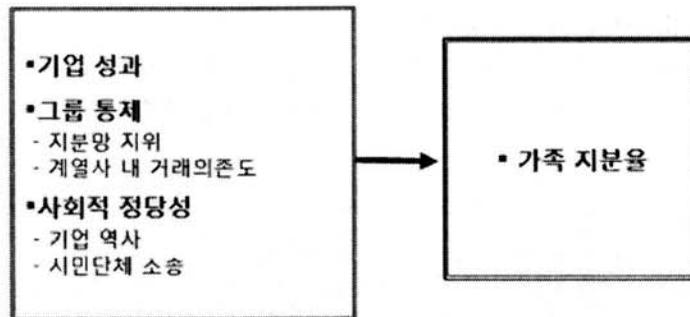
였다. 대규모 기업집단에 주주행동주의가 확산되는 과정에서 시민단체들은 소극적인 형태의 주주행동주의 운동뿐만 아니라 계열사를 이용한 부의 이전, 편법적 증여, 부당 내부거래, 불공정 공시 등과 같은 여러 사안에 대해서 법적 소송을 제기하는 등 국가의 제도적 장치들을 적극적으로 활용하여 대규모 기업집단의 가족 경영에 대해 일반인들이 인식하는 사회적 정당성을 약화시키는 데 중대한 영향력을 행사하였다(이경목·오종향, 2002; Kim & Kim, 2001).

정당성의 위기를 경험하게 되면 조직은 자신의 불리한 상태를 극복하고자 기존에 존재하는 제도적 환경의 요구에 순응하거나, 보다 적극적으로 자신에게 정당성을 부여하는 특정한 환경을 선택 혹은 기존 환경을 변경하는 등 다각도의 대응 움직임을 보인다(Suchman, 1995). 한국에서 외환위기 이후 팽배했던 경제개혁의 요구, 그중에서도 대규모 기업집단 지배구조에 대한 국·내외로부터의 개혁 압력은 변화의 흐름을 거슬러 전면적인 대응으로 나서기엔 매우 강력한 것이었다. 그럼에도, 한국의 대규모 기업집단들은 출자총액제한제나 집단소송제의 도입 등 정부의 개혁 정책에 대해서는 전경련 등을 통해 집단 차원에서 반대의 목소리를 내는 한

편으로, 각종 사법 조치에 대응하기 위해 자체 법률 부서의 인원을 늘리는 등 개별적인 대응 행동에 나서기도 하였다. 그러나 시민단체로부터의 소송과 같이 사회적 정당성에 심각한 훼손을 가하는 사건에 직면하면, 정당성에 손상을 입은 주체들은 적극적인 행동을 취하기보다는 사회적 지탄의 대상이 되는 문제를 축소하거나 자신들이 받게 될 피해를 감소시키기 위한 소극적 대응 행동에 나서게 된다. 특히 후손으로의 경영권 승계와 부의 상속과정에서 발생하는 탈법적 행위처럼 사회적으로 부각되는 사안에서 사회적 정당성을 상실하는 경우, 부정적인 효과는 해당 문제와 직접 관련된 특정 계열사에만 국한되지 않고 전 계열사로 확산된다. 따라서 기업집단의 소유경영자 가족들은 사회적 정당성이 손상된 경우, 기업 집단에서 자신들의 영향력을 축소하려고 시도할 것이고 이는 낮은 수준의 소유지분율로 드러날 것이다.

가설 5: 시민단체로부터 소송이 제기된 경우, 가족 지분율은 낮을 것이다.

이상의 가설을 종합하여 본 연구에서 제시하는 연구모형은 다음의 <그림 1>과 같다.



<그림 1> 연구모형

III. 연구조사방법

3.1 자료수집 및 표본

본 연구는 한국의 대규모 기업집단 지배구조에 대한 외부로부터의 개혁 압력이 거세진 외환위기 이후를 연구 시점으로 삼았다. 한국 정부는 공정거래법상 출자총액제한제도를 규정하여 간접적인 순환출자의 방식으로 기업집단의 무분별한 계열사 확장과 경제력 집중을 억제해왔다. 대규모 기업집단에 대한 대표적인 규제 장치인 출자총액제한제도는 1980년에 제정된 이래로 끊임없는 논란이 되어 왔으며, 10여 차례의 개정을 거치는 동안 일시적인 폐지를 경험하기도 했다. 그러나 출자총액제한제도의 폐지가 소수 지분을 가진 소유경영자 가족들의 계열사 지배 문제를 심화시킨다는 비판으로 말미암아 이 제도는 1999년 공정거래법 8차 개정 때 제도입되어 2001년 4월부터 지금까지 시행되어왔으나, 정부 방침의 변화로 2008년 또다시 폐지가 논의되고 있는 실정이다.

정부는 2002년 출자총액제한 기업집단을 상위 30대 기업집단에서 자산규모 5조 원 이상인 기업집단으로 변경하여 해당 기업집단의 소속 회사가 순 자산액의 25%를 초과하여 다른 국내 회사의 주식을 취득 또는 소유하는 것을 금지하고 있다. 본 연구에서는 출자총액제한제도가 부활한 2001년

부터 2006년까지 지속적으로 이 제도에 적용 대상이 되었던 11개 기업집단을 연구대상으로 삼았다.¹⁾

11개 기업집단이 보유하고 있는 계열사의 수는 2001년 332개에서 2006년 356개로 나타나, 정부의 대규모 기업집단에 대한 각종 규제에도 오히려 증가하였음을 확인할 수 있으며 2006년 4월 시점 11개 기업집단은 평균 32개의 계열사를 보유하고 있었다. 본 연구는 11개 기업집단이 보유한 계열사 가운데 금융업을 제외하고 제조업에 해당하는 기업만을 연구의 대상에 포함하였으며, 가족의 소유지분율을 확인할 수 있는 1,595개의 기업-연도 관측치 가운데 일부 변수에서 결측값을 포함하고 있는 관측치를 제외한 1,061개의 기업-연도를 최종 분석의 대상으로 삼았다.²⁾ 공정거래위원회에서는 매년 출자총액제한제도의 적용 대상이 되는 대규모 기업집단을 지정해 소속 계열사들의 명단을 보고하고 있다. 본 연구에 사용된 주요 변수들은 공정거래위원회와 전자공시시스템상의 사업보고서, 한국신용평가의 데이터베이스를 이용하여 수집되었다.

3.2 변수의 정의 및 측정

3.2.1 종속변수

본 연구의 종속변수는 그룹 회장 혹은 오너라고 불리는 **소유경영자 가족의 지분율**이다. 구체적으로

- 1) 2001년부터 2006년까지 지속적으로 출자총액제한제도의 적용 대상이 되었던 기업집단에는 금호, 동부, 두산, 롯데, 삼성, SK, LG, 한진, 한화, 현대, 현대자동차가 포함되며, 이 중 LG는 지주회사로의 전환 과정에서 GS와 LS의 계열 분리를 경험하였고, 현대 역시 가족 내부의 경영권 분쟁과정에서 현대자동차와 현대중공업 등으로 계열 분리가 발생하였다.
- 2) 본 연구의 대상은 기업집단에 소속된 상장계열사와 비상장 계열사를 모두 포함한다. 일부 비상장 계열사의 경우 주요 독립변수들의 관측값들을 확인하는 것이 불가능했기 때문에, 최종 분석에 사용된 표본의 규모가 축소되었다. 일부 변수에서 결측값을 보고한 집단과 그렇지 않은 집단에 대한 t-test 검증결과 주요한 독립변수에서 통계적으로 유의미한 차이가 존재하지 않았으며, 다양한 결측치 처리 기법을 사용한 결과에서도 주요한 변수들의 영향력에 유의미한 차이가 발견되지 않았다.

로 가족 지분율은 기업의 자본금 대비 공정거래위원회가 분류한 특수 관계인 가운데 그룹 회장 본인, 배우자, 8촌 이내의 혈족, 4촌 이내의 인척이 보유하고 있는 주식의 합계 비율로 측정하였다.

3.2.2 독립변수

본 연구는 기업성과, 그룹 통제, 사회적 정당성이라는 세 가지 차원에서 기업집단 소유경영자 가족 지분율을 예측한다. 구체적으로 연결망 자원을 활용한 그룹 통제의 동기는 계열사의 지분망 지위와 계열사 내 거래의존도의 두 가지 항목으로 측정되었으며, 사회적 정당성은 기업의 역사와 시민단체로부터의 소송 제기 여부로 판단하였다.

기업성과. 단일의 측정치를 통해 기업성과를 포착하기 어렵기 때문에, 본 연구에서는 기업성과를 반영하는 복수의 지표를 사용하였다. 우선 기업의 성장성은 매출성장률을 통해 측정하였으며, 기업의 수익성은 총자산 대비 당기순이익의 비율인 총자산 수익률(ROA)로 측정하였다.

지분망 지위. 기업집단 소속 계열사의 “지분망상의 지위(equity-holding status)”는 특정의 기업집단 소속 계열사들로 구성된 상호지분출자행렬에 대해서 사회 연결망 분석을 시행하여 도출한 개별 기업의 중앙성 지수(centrality)로 측정하였다. 네트워크 중앙성은 권력과 영향력을 반영하는데 가장 빈번히 쓰이는 지표이다(Freeman, 1979). 대체로 한 조직이 다른 조직과 직접 연결된 정도가 높을수록 중앙성은 증가하는데, 지분출자관계처럼 연결의 방향성을 고려하는 경우 해당 조직으로 들

어오는 방향의 연결은 내향 중앙성(in-centrality), 해당 조직에서 다른 조직으로 나가는 방향의 연결은 외향 중앙성(out-centrality)으로 그 유형이 구분된다. 지분출자관계에서 내향 중앙성은 해당 기업이 타계열사로부터 얼마나 많은 지분출자를 받았는지를 의미하는 것으로서, 출자에 대한 내향 중앙성이 커질수록 타계열사에 대한 의존도가 증가하여 지분연결망에서 낮은 지위를 점하게 된다. 반면, 외향 중앙성은 해당 기업이 다른 계열사에 얼마나 많은 지분출자를 시행했는지를 의미하는 것으로서, 외향 중앙성이 클 경우 타계열사와의 출자관계에서 다른 기업을 지배하는 높은 지위를 점한 것으로 판단한다. 실제 분석에서 중앙성은 다양한 측정치로 포착할 수 있는데(Wasserman & Faust, 1994), 본 연구에서는 다양한 중앙성 지수 가운데 연결된 상대방의 지위에 따라 가중치를 부여하는 보나시치 중앙성(Bonacich centrality)지수를 사용하였다(Bonacich, 1987).³⁾

계열사 내 거래의존도. 기업집단 내부에서 이루어지는 제품과 서비스의 거래 관계 흐름은 매출 의존도와 구매 의존도로 파악하였다(Chang, 2003). 기업집단 소속 계열사 간 내부 판매와 내부 구매에 대한 정보는 기업의 재무제표에 대한 감사보고서 주석에 포함된 정보와 한국 신용평가의 데이터베이스를 통해 추출하였으며, 한국 대규모 기업집단 계열사의 내부 거래를 연구의 주요한 변수로 사용한 선행 연구들(Chang, 2003; Chang & Hong, 2000)에서도 동일한 방식으로 해당 변수에 대한 자료를 수집하였다. 전방통합에 해당하는 계열사에 대한 매출 의존도는 해당 기업의 매출 총액 대비

3) 조직 간 연결된 출자 관계의 숫자만을 가지고 중앙성을 측정하는 연결정도 중앙성(degree centrality)의 척도를 사용했을 때에도 보나시치 중앙성 척도와 통계적으로 유사한 결과를 나타냈다.

계열사로의 내부 판매가 차지하는 비율로 측정하였으며, 후방통합을 의미하는 계열사에 대한 구매의존도는 해당 기업의 매출 총액 대비 타계열사 제품과 서비스의 구매 금액의 합계 비율로 측정하였다. 본 연구에서 매출 의존도의 증가는 수익구조의 측면에서 해당 기업이 타계열사에 대해 심화된 의존 관계를 가지고 있음을 의미하며, 구매 의존도의 증가는 수익구조의 측면에서 타계열사에 대한 지배력의 강화를 반영한다.

기업 역사. 기업역사는 창업 연도부터 연구의 관찰 연도까지 경과 연수로 측정하였으며, 정규성 검정결과 이 변수의 왜도 값이 높게 나타나($p < 0.00$), 자연로그를 취한 값을 실증분석에 사용하였다.

시민단체 소송 제기. 참여연대를 비롯한 각종의 시민단체들은 외환위기 이후 창업자 후손과 그 가족의 지배를 받는 대규모 기업집단 지배구조 개혁의 필요성을 강조하며 다양한 형태의 시민운동을 일으켰는데, 편법 상속이나 부당 내부거래, 불공정 공시, 배임·횡령 등의 중대 사안에 대해서는 소액주주운동과 주주대표소송을 벌이는 등 법적인 조치를 포함한 적극적인 행동에 나서기도 하였다. 이와 같은 시민단체의 소송제기는 특정 계열사에 대해서 이루어지기도 하지만, 기업집단의 회장 혹은 그 가족을 대상으로 이루어지기도 하는데, 이 경우 외부세계로부터의 사회적 정당성의 훼손은 특정 개인이나 특정 기업에 국한되지 않고 기업집단이 보유한 계열사 전체로 파급되어 나타난다. 따라서 시민단체의 소송 제기 여부는 대규모 기업집단 지배구조 개혁을 요구한 대표적인 시민운동 단체인 참여연대가 특정의 계열사나 기업집단의 소유경영자 가족에 대해 소송을 제기한 경우 해당 기업집단 소속 계열사에 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 할당하는 더미변수로 측정하였다.

3.2.3 통제변수

본 연구의 주된 설명변수는 아니지만, 대규모 기업집단의 가족 지배율에 영향을 미칠 수 있는 다른 중대한 요인들이 존재한다. 이러한 외생 요인들을 본 연구의 실증분석에 포함해 이들의 영향력을 통제하고자 하였다. 우선, 특정 연도에 발생하는 경기 변동과 정부 정책의 변화와 같은 사안은 대규모 기업집단의 소유경영자 가족의 지배투자 의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 본 연구의 관찰 기간이 시작되는 2001년을 기준으로 2002년부터 2006년까지 5개년도의 더미변수를 모형에 통제변수로 포함하였다. 또한, 개별 기업집단의 독특한 특성에 따라 가족지배율의 변화 움직임에 차이가 존재할 수 있다. 따라서 연구의 대상이 되는 11개 기업집단 중 한 개의 기업집단을 기준으로 나머지 10개 기업집단에 더미변수를 할당하여 기업집단의 고유한 특성이 미칠 수 있는 영향력을 통제하고자 하였다.

둘째, 기업의 규모가 크고 해당 기업의 주식이 공개된 경우 기업의 소유구조가 더 분산될 수 있다. 따라서 총자산의 자연로그를 취한 값을 기업규모를 반영하는 변수로 측정하여 모형에 포함하였으며, 상장 여부를 국내 주식시장과 외국 주식시장으로 구분하여 상장에 대한 더미변수를 포함하였다.

셋째, 기업의 재무적 상황은 소유경영자 가족의 주식투자 의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 자산총액 대비 부채총액의 비율을 반영하는 레버리지 비율을 통제변수로 고려하였다.

넷째, 채권자와 외부 세계가 인지하는 기업에 대한 평가는 투자자들의 주식투자 의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 기업집단의 소유경영자 가족들도 지배투자 의사결정과 관련하여 투자자로서의 동기를

보유하기 때문에 계열사의 신용평가 점수를 통제변수로 포함했으며, 신용평가점수는 한국신용평가사의 점수를 사용하였다.

마지막으로 기업의 내부지분은 소유경영자 가족들이 보유한 직접 지분과 계열사가 보유하고 있는 간접 지분의 합으로 구성되며, 계열사를 통한 간접적인 주식보유는 한정된 자원을 가진 가족들의 그룹 통제를 뒷받침하는 대체적인 역할을 수행한다(강형철 외, 2006; Chang, 2003). 즉, 소유경영자 가족들이 성과가 낮은 계열사에 대해서 지배권을 유지하고자 한다면, 이들은 직접 소유 대신 계열사를 통한 간접적인 지분투자의 방식을 이용할 것이다. 뿐만 아니라 기업의 성과가 부진하다고 할지라도 다른 계열사에 대한 지분을 상당 수준 확보한 경우, 가족은 해당 기업에 대한 소유 지분의 수준을 늘림으로써 기업집단 전체에 대한 통제력을 높일 가능성이 존재한다. 따라서 본 연구는 기업집단 소속 기업에 대한 계열사 지분율을 가족지분율 예측에 있어 핵심적인 통제변수로 고려하였다.

3.3 분석방법: 변동효과 토빗모형

(Random effects Tobit model)

본 논문에서는 2001년부터 2006년까지 지속적으로 출자총액제한제도의 적용대상이 되었던 11개 대규모 기업집단 소속 계열사들로 구성된 패널 자료를 구축하였다. 본 연구의 패널 자료는 표본에 포함된 기업이 시간 경과에 따라 지속적으로 관찰되기도 하고, 신규 기업의 계열사 편입, 기존 기업의 폐업과 인수합병 등의 요인으로 매년 관찰되는 기업집단 소속 계열사의 수가 달라지는 불균형 패널에 해당한다. 일반적으로 패널 자료는 시계열 자료와 횡단면 자료를 결합한 형태이기 때문에 사용

할 수 있는 관측치 수의 증가로 자유도가 늘어나면서 추정의 효율성을 높일 수 있으며, 다중공선성의 문제가 발생할 가능성이 감소한다. 또한, 패널 분석은 관찰되지 않은 이질성을 효과적으로 통제할 수 있기 때문에 누락변수(omitted variable)로 발생할 수 있는 추정상의 편의를 감소시키고, 교란항과 설명변수 간의 상관관계로 발생하는 내생성의 문제를 명시적으로 다룰 수 있다는 장점을 지닌다. 그러나 패널 분석은 자료 구조가 지닌 본질적인 특성으로 말미암아, 오차항이 횡단면적으로는 이분산현상, 시계열적으로는 자기상관의 문제가 발생할 수 있다는 단점을 지닌다(Baltagi, 2001; Hsiao, 2003).

본 연구에서 사용하고 있는 자료가 패널 분석에 적합한지를 판단하고자 Breusch & Pagan(1980)이 제시한 랑그랑지 승수 검정(Langrange multiplier test)을 실시하였다. 그 결과 변동효과의 분산이 0이라는 귀무가설이 지지되지 못하여 개별 고유효과가 존재하는 것으로 나타났다($p < .000$). 이는 본 연구의 가설검증을 위해 동일한 개별 기업에 대해서 서로 다른 연도의 관측치를 별도의 개체로 간주하는 통합 최소자승법(pooled OLS)보다 변동효과 패널 분석을 사용하는 것이 더 적절하다는 것을 의미한다(Greene, 2003).

많은 연구들에서 밝혀진 바와 마찬가지로 기업집단의 창업자 후손과 그 가족들은 적은 수의 주식을 가지고 해당 기업 집단에 소속된 계열사 전체를 통제한다. 따라서 기업집단 내에서 계열사에 대한 가족들의 직접적인 주식 보유는 일부 기업에 편중되어 나타나는 경향을 보인다. 본 연구에서도 가족 지분율을 확보할 수 있는 1,595개의 관측치 가운데 62%에 해당하는 979개의 관측치에서 가족이 보유하고 있는 지분이 없는 것으로 나타났다.

Greene (2003)이 지적한 바와 같이, 종속변수의 값이 0인 비중이 일정 수준 이상으로 크면 최소자승법(OLS, Ordinary Least Square)을 통한 회귀분석 추정치는 0으로 편의 되는 경향이 있으며, 종속변수가 가질 수 있는 값이 특정 범위에 한정되는 경우 최소자승법보다는 최대우도법(Maximum likelihood method)으로 회귀계수를 추정하는 토빗 회귀분석(Tobit regression analysis)을 시행하는 것이 타당한 것으로 알려졌다(Long, 1997; Roneck, 1992). 따라서 상당수 종속변수의 관측치에 0의 값을 포함하고 있으며 0과 1사이의 제한된 범위를 가진 비율 값을 종속변수로 사용하는 본 연구의 가설검증은 6개년의 패널 자료를 사용한 변동효과 토빗 회귀분석을 통해 이루어졌으며, 본 연구에 사용된 독립변수와 종속변수 사이에 내생성의 문제가 발생할 가능성이 크다는 판단 하에, 모든 통제변수와 독립변수는 종속변수보다 한 해 이전 시점에 측정된 자료를 수집하여 분석에 사용하였다.⁴⁾

IV. 분석 결과

4.1 대규모 기업집단 가족지분율의 현황과 기초통계량

가설 검증을 위한 토빗 회귀분석을 시행하기에 앞서 본 연구의 표본에서 사용된 주요 변수들에 대한 기술통계량과 변수들의 상관관계를 <표 1>에

제시하였다. 지면 관계상 연도별 기술통계량 대신 6개년의 자료를 통합한 기술통계량과 상관계수만을 제시하였다. 본 연구의 표본에 대해 몇 가지 주요 변수들의 기술통계량을 살펴보면, 대규모 기업집단에서 가족 지분율은 2001년 약 7%에서 2003년 6%로 하락하다가 2006년 다시 8% 정도로 증가하고 있는 것으로 나타났다. 기업집단 소속 계열사들은 설립 이후 평균 19년이 경과한 기업연수를 나타내었으며, 이중 30% 정도의 기업들이 국내 주식시장에 상장되었고, 외국 주식시장에 상장된 계열사는 전체의 5%에 불과하였다.

<표 1>에서 확인할 수 있듯이, 본 연구의 주요 변수들은 가족 지분율에 대해서 가설과 일치하는 방향의 상관관계를 나타냈다. 일부 변수들 사이의 의미 있는 상관관계를 살펴보면 다음과 같다. 우선 외국 주식시장의 상장 여부는 가족 지분율과 부(-)적인 상관관계를 보인 반면, 채권단의 신용평가점수는 정(+)적인 상관관계를 나타냈다. 계열사의 소유지분율은 최근에 설립되고, 총자산 수익률이 낮으며, 지분출자구조에서 하위에 위치한 기업일수록 높았다. 또한 가족 지분율은 계열사 지분율과 강한 부(-)적인 상관관계를 나타냈다. 이는 한국의 대규모 기업집단에서 가족들의 직접 지분 투자와 계열사를 통한 간접투자라는 두 가지 소유구조의 방식이 서로 대체적인 역할을 수행한다는 것을 예비적으로 나타내는 결과이다.

몇몇 변수 간의 비교적 높은 상관관계로 인해 다중공선성(multicollinearity)의 문제가 발생할 우려가 있기 때문에 변수들의 변량증폭요인(Variance

4) 토빗 회귀분석을 사용한 패널분석에서는 고정효과(fixed effect)모형에 대한 분석이 불가능하다. 일반 패널회귀분석의 고정효과(fixed effect)모형과 변동효과(random effect)모형에 대해 하우스만 검증(Hausman test)을 실시한 결과, 개별효과를 나타내는 기업특성 변수와 다른 독립변수 간에 상관관계가 없다는 귀무가설이 기각되지 못하였기 때문에, 변동효과(random effect)모형을 사용한 본 연구의 토빗 분석은 적절한 것으로 판단된다.

〈표 1〉 기술통계와 상관관계

변수	기술통계량				상관관계														
	평균	표준편차	최소값	최대값	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 가족 지분율	0.07	0.16	0.00	1.00	1														
2 종자산(로그)	19.05	2.08	10.80	24.65	-0.01	1													
3 국내상장	0.28	0.45	0.00	1.00	0.02	0.59**	1												
4 해외상장	0.05	0.21	0.00	1.00	-0.06*	0.36**	0.32**	1											
5 레버리지	2.41	5.04	0.01	74.84	0.04	-0.03	-0.07**	-0.05*	1										
6 신용평가점수	67.96	13.23	20.00	97.00	0.07*	0.12**	0.11**	0.13**	-0.19**	1									
7 계열사 소유지분율	0.55	0.34	0.00	1.00	-0.34**	-0.37**	-0.48**	-0.19**	0.07**	-0.05	1								
8 매출성장률	2.48	46.44	-1.00	1426.29	-0.02	-0.05	-0.03	-0.01	0.08**	0.01	0.05	1							
9 총자산수익률	0.03	0.15	-1.68	0.68	0.06*	0.16**	0.06*	0.08**	-0.10**	0.50**	-0.08**	-0.03	1						
10 내항중앙성	0.87	0.46	0.00	3.89	-0.35**	-0.43**	-0.52**	-0.23**	0.13**	-0.14**	0.89**	0.02	-0.10**	1					
11 외항중앙성	0.50	1.05	0.00	7.24	0.11**	0.58**	0.47**	0.40**	-0.05	0.04	-0.42**	-0.02	0.03	-0.38**	1				
12 구매의존도	0.17	3.20	0.00	116.57	-0.02	-0.05	-0.02	-0.01	0.00	0.01*	0.01	0.05	-0.03	-0.01	-0.01	1			
13 매출의존도	0.20	0.32	0.00	3.55	0.06*	-0.24**	-0.17**	-0.08**	0.07*	-0.07*	0.05	-0.01	0.02	0.04	-0.13**	0.07**	1		
14 기업연수(로그)	2.50	1.03	0.00	4.71	0.08**	0.53**	0.48**	0.13**	-0.04	0.13**	-0.19**	-0.09**	0.14**	-0.34**	0.35**	-0.07*	-0.17**	1	
15 시민단체 소송재기	0.28	0.45	0.00	0.01	-0.06*	0.03	0.02	0.12**	-0.03	0.07*	-0.04	0.01	0.05*	-0.02	-0.05	0.05	0.05	-0.07**	1

*p<0.05, **p<0.01

Inflation Factor: VIF)값을 조사하였다. 그 결과 모든 변수들의 VIF값이 다중공선성의 보편적인 판단 기준인 10보다 낮게 나타나, 다중공선성의 문제는 없는 것으로 판단하고 모든 변수들을 회귀식에 포함하였다(Chatterjee, Hadi, & Price, 2000; Neter, Kutner, Nachtsheim, & Wasserman, 1996).

4.2 가설의 검증과 해석

본 연구에서는 연구 가설의 검증을 위해 계층적 회귀분석을 실시하였다. 우선 모형 1에서는 통제변수만을 포함한 기본모형(Base model)에 대한 분석을 실시하였고, 모형 2에서는 본 연구의 주된 가설인 기업성과, 그룹 통제, 사회적 정당성을 반영한 8개의 독립 변수들을 모형 1에 추가한 전체모형(Full model)에 대한 회귀분석을 시행하였다. 이 과정에서 대규모 기업집단의 가족 지분율에 대한 각 독립 변수들의 영향력을 검증함과 동시에 이

와 같은 독립변수들의 추가가 전체모형의 설명력을 유의미하게 증가시키는지 확인하고자 적합도 비교 검증을 실시하였다. 결국, 본 연구에서 설정한 가설들의 최종적인 채택 여부는 모형 2의 실증분석 결과에 따라 결정된다. 본 연구의 가설검증을 위한 다중회귀모형의 분석결과는 다음의 〈표 2〉에 제시하였다.

통제변수들이 가족 지분율에 미치는 영향을 살펴 보면 다음과 같다. 우선 기업집단 소속 계열사가 국내 주식시장에 공개된 경우 가족들이 보유한 직접 소유지분의 수준은 낮은 것으로 나타났으며, 기업의 부채비율이 높을수록 가족의 지분율은 높은 것으로 나타났다. 또한, 계열사에 대한 채권자들의 긍정적인 평가는 가족들의 소유지분율을 높이는 것으로 밝혀졌다. 마지막으로 계열사의 주식보유수준은 기업집단의 가족지분율에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이는 선행연구들의 지적들과 마찬가지로 가족의 직접 지분투자와 계열사를 통한 간접투자가 서로 대체적인 역할을 수행한다는

〈표 2〉 토빗 회귀분석 결과^a

	종속변수: 가족 지분율	
	모형 1(기본모형)	모형 2(전체모형)
상수	0.19(0.06)**	0.33(0.07)**
연도더미	포함	포함
그룹더미	포함	포함
총자산(자연로그)	-0.00(0.00)	-0.01(0.00)**
국내 상장	-0.08(0.01)**	-0.08(0.01)**
외국 상장	-0.02(0.01)	-0.02(0.01)
부채비율	0.01(0.00)**	0.01(0.00)**
신용평가점수	0.00(0.00)**	0.00(0.00)**
계열사 지분율	-0.43(0.02)**	-0.34(0.03)**
기업성과		
매출성장률		-0.00(0.00)
총자산수익률		-0.16(0.04)**
그룹통제		
내향 중앙성		-0.03(0.02)†
외향 중앙성		0.01(0.00)*
구매 의존도		0.00(0.01)
매출 의존도		0.03(0.01)*
사회적 정당성		
기업연수(자연로그)		0.04(0.01)**
시민단체 소송제기		-0.02(0.01)*
관측치	1061	1061
로그우도값(log likelihood)	277.06	293.32
LR χ^2 (df)		32.52(8)**

a. 괄호안의 숫자는 표준오차임, †p< 0.1, *p<0.05, **p<0.01

것을 실증적으로 뒷받침하는 결과이다.

가설 1은 기업의 성과가 높을수록 경제적 이해관계 충족을 위해 가족지분율이 높을 것이라는 예측이다. 실증분석결과 기업의 성장성을 반영하는 매출성장률은 가족지분율에 통계적으로 유의미한 영

향을 미치지 못하는 것으로 나타났으며, 수익성을 반영하는 총자산수익률은 예상과 달리 오히려 가족 지분율에 부(-)적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 가설 1은 지지되지 않았다.

가설 2는 계열사의 지분출자관계에서의 지위가 가족지분율에 미치는 영향에 관한 것으로서, 분석

결과 지분출자구조의 하위에 위치한 내향 중앙성이 큰 기업일수록 가족지분율은 낮게 나타났으며, 지분출자구조의 상위에 위치하여 타계열사를 통제할 수 있는 외향 중앙성이 큰 기업일수록 가족지분율이 높은 것으로 나타났다. 따라서 가설 2는 지지되었다.

가설 3은 계열사 간 이루어지는 제품과 서비스의 거래 의존도에 따른 가족지분율을 예측한 것이다. 수익구조의 측면에서 타계열사에 대한 종속성을 반영하는 매출 의존도 변수는 통계적으로 유의미한 결과를 나타냈지만, 그 효과는 예측과 반대로 정(+)의 방향성을 지닌 것으로 확인되었다. 수익 구조의 측면에서 타계열사에 대한 지배력을 반영할 것으로 예상한 구매 의존도 변수의 경우 가족지분율에 정(+)적인 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 그 효과는 통계적으로 유의미하지 않았다. 따라서 가설 3은 지지되지 않았다.

가설 4는 가족 집단의 유대감과 정체성을 강화하고 가족 경영의 사회적 정당성 획득에 기여하는 오랜 역사를 지닌 계열사일수록 가족 지분율이 높을 것이라는 예측으로서, 실증분석결과 이 가설은 지지되었다. 이 같은 결과는 경제적 이해관계가 아닌 비경제적 동기, 즉 기업의 역사와 정체성에 대한 투자가 기업집단의 가족 경영을 유지하는 과정에서 작동하고 있음을 실증적으로 입증하는 결과이다.

마지막으로 가설 5는 사회적 정당성의 침해가 계열사에 대한 기업집단 소유경영자 가족의 책임 축소와 영향력 감소를 이끌 것이라는 예측으로써, 시민단체에 의해 계열사 혹은 기업집단의 회장 본인과 그 가족에 대한 소송이 제기된 경우 가족 지분율이 낮을 것으로 예측하였다. 실증분석결과 가설 5는 지지되었다.

추가적으로 본 연구에서는 독립변수들의 추가가

모형의 적합도를 유의미하게 증가시켰는가를 확인하고자 적합도 비교 검증을 시행하였다. 그 결과, 8개의 독립변수를 추가한 전체 모형의 적합도가 기본 모형에 비해 통계적으로 유의미한 수준에서 향상했음을 확인할 수 있다($p < 0.01$).

V. 토의 및 결론

한국의 경제발전과정에서 대규모 기업집단이 성장의 견인차로서 일정한 역할을 수행했다는 점은 부인할 수 없다. 그러나 외환위기는 제도적 전환기를 계기로 그간의 무리한 차입경영, 피라미드식 조직구조, 상호지분보유, 편법상속 등의 행위에 대한 강력한 문제제기와 정당성의 위기에 직면한 소유경영자 가족들은 정부나 외부의 다양한 이해관계자들로부터 끊임없이 지배구조 개혁에 대한 압력을 받게 되었다. 이러한 배경하에 본 연구는 한국의 대규모 기업집단 지배구조 문제를 이해하기 위한 시도의 일환으로서 가족경영을 뒷받침하는 가족 지분율의 결정요인을 기업성과, 연결망 자원을 활용한 그룹 통제, 사회적 정당성이라는 세 가지 이해관계의 맥락에서 규명하고자 시도하였다. 이를 위해 2001년부터 2006년까지 출자총액제한집단으로 계속 지정된 11개 대규모 기업집단 소속 1,061개의 기업-연도로 구성된 패널자료를 이용하여 본 연구에서 설정한 가설에 대한 실증분석을 시행하였다.

실증분석 결과 기업집단의 정점에 위치한 가족들은 개별 기업의 성과에 근거한 투자자로서의 경제적 이해관계보다 그룹 전체에 대한 통제권의 확보를 지분투자 의사결정에서 보다 중요한 이해관계의

요소로 고려한다는 것을 확인하였다. 추가로 가족들은 가족경영의 제도를 유지하는 과정에서 사회적 정당성과 관련된 비경제적인 요소들을 대표적인 경제적 의사결정의 하나인 지분투자행위에 고려하고 있는 것으로 나타났다. 본 연구를 통해 밝혀진 실증분석의 주요한 결과들을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 기업의 향후 성장가능성을 반영하는 매출성장률은 가족지분율에 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못하였으며, 기업의 수익성은 예상과 달리 가족들의 소유지분율에 부(-)적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이 같은 본 연구의 실증 분석 결과는 가족들이 투자 수익을 통한 경제적 이해관계를 추구할 것이라는 가설의 예측과 어긋나는 것이다. 외부 주주들과 달리 가족들은 계열사에 대한 지분 투자 의사결정에 있어 투자 수익의 극대화라는 투자자로서의 동기를 최우선의 목표로 공유하지 않으며, 가족들의 지분 투자행위는 전체로서의 기업집단에 대한 가족들의 통제력을 유지·강화하려는 목적으로 이루어진다.

실제로 가설 2의 실증분석결과에서 입증되었듯이, 소유경영자 가족들은 지분망 구조에서 타계열사를 지배할 수 있는 위상을 지닌 기업에 한정된 자금의 투자를 집중하는 행태를 보인다. 이 경우 상위 계열사들이 보유한 자산의 상당수는 기업집단에 대한 가족들의 통제력을 강화하기 위해 출자구조 위계의 하위에 놓인 기업들의 지분을 보유하는데 사용되며, 이는 개별 기업의 입장에서 상당한 수준의 기회비용이 발생함을 의미한다. 따라서 사실상의 지주회사 역할을 수행하는 상위 계열사와 달리, 가족의 통제력 유지에 기여하지 않는 출자구조에서 하위에 위치한 계열사들은 자산을 보다 효과적인 용도로 활용함으로써 높은 수준의 본원적인 수익을 달성할 가능성이 존재한다. 결국, 기업의

수익성과 가족지분율 사이의 부(-)적인 관계는 가설의 지지 여부와는 별개로 한국의 대규모 기업집단이 법적으로 독립된 계열사들의 단순 합이 아니라 그 자체로 독립적인 실체라는 본 연구의 핵심적인 주장을 방증하는 결과로 해석할 수 있다.

둘째, 계열사 간 상호출자와 상호거래의 측면에서 특정의 계열사가 갖는 지위가 가족의 지분투자의 의사결정에 미치는 영향력을 살펴본 결과, 가족들은 기업집단에 대한 통제력을 유지하는 과정에서 계열사 간 연결망에서 발생하는 관계적 자원을 적극적으로 동원한 투자 의사결정을 내리는 것으로 밝혀졌다. 가족들은 계열사 간 상호출자관계에서 다른 계열사를 지배할 수 있는 높은 지위를 가진 계열사, 즉 사실상의 지주회사 역할을 하는 기업에 대해서는 직접 통제의 수준을 높였다. 관계적 자원을 동원한 대규모 기업집단의 소유구조는 독립적인 개별 기업을 가정하고 외국인 투자자, IMF, 세계은행 등이 추진하는 일련의 정책들을 한국의 개별과 같은 동아시아의 기업집단에 그대로 적용하는 것이 일정 수준 한계가 있음을 드러내는 결과이다.

셋째, 가족들은 내부적인 정체성 강화를 위해 기업 역사에 투자함으로써 가족 경영을 지속적으로 제도화하고자 시도하는 것으로 밝혀졌다. 사회 구성원으로부터 광범위한 신뢰와 정당성을 획득하는 것은 한국의 대규모 기업집단이 가족 지배의 영속성을 확보하기 위한 중요한 수단이다. 가족들이 그룹 내에서 역사적 상징성을 갖춘 기업에 대해 직접 통제의 수준을 높이는 것은, 이들이 다른 외부 투자자와는 달리 단기적인 이해관계보다는 영속적인 기업집단의 존재와 가족 경영의 지속에 필요한 사회적 정당성을 확보하는 데 상당한 가치를 부여하고 있음을 보여주는 결과이다. 이 같은 기업 역사에 대한 투자는 주주가치의 극대화라는 영미식 지

배구조 체제에서 쉽게 실현되기 어려운 가치들이 가족 경영이라는 제도를 유지하는 과정에서 작동할 수 있음을 암시한다.

넷째, 가족경영의 정당성을 손상하는 시민단체의 활동은 대규모 기업집단의 소유 경영자 가족들의 지분투자행위에 실질적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 시민단체로부터 개별 계열사 혹은 그룹 회장 일가에 대한 소송이 제기된 경우, 가족들은 사회적 정당성의 훼손과 책임 범위를 축소하고자 계열사에 대한 지분투자의 수위를 낮추는 방어적인 대응 행동을 취하는 것으로 드러났다.

마지막으로, 계열사 간 거래관계의 의존성과 관련된 변수들에 대한 실증 분석결과 원래의 예측과는 반대되는 결과를 얻었다. 즉, 본 연구에서 설정한 가설의 예측과 달리, 소유경영자 가족들은 거래관계에서 타계열사에 대해 종속적인 위치에 놓인 매출 의존도가 높은 기업에 더 적극적으로 투자하는 것으로 나타났다. 이와 같은 거래 의존도와 관련된 가설 검증의 결과에 대해서는 신중히 검토해 볼 필요가 있다.

계열사 간 매출과 구매의 내부거래 수준은 기업집단 소속 기업들 사이에서 발생하는 수익구조를 반영한다. 본 연구의 실증분석결과, 계열사에 대한 매출 의존도가 높을수록 해당 기업에 대한 가족 지분율이 높은 것으로 나타났는데, 이는 시장 거래보다 위험성이 낮고 수익 창출이 안정적인 계열사로의 내부 판매가 활발한 기업에 대해서 가족이 높은 수준의 지분을 확보한다는 것을 의미한다. 계열사로의 내부 판매를 통한 안정적인 수익은 소유경영자 가족들의 부의 축적 수단으로 활용될 가능성이 존재한다. 즉, 계열사 간 내부거래는 그룹에 대한 통제력 유지와 관련된 관계적 자원이 아닌, 가족들의 경제적 이해관계 충족과 관련된 관계적 자원으로

로 기능할 수 있다. 특히 본 연구의 상관관계 분석 결과 매출 의존도 변수가 자산규모, 국내외 상장 여부, 신용상태, 기업연수와 유의한 부의 관계를 보이며, 부채비율과는 유의한 정의 상관관계를 갖는다는 점은 이와 같은 해석에 힘을 실어주는 것이라고 하겠다. 기업집단의 수직적 계열화와 성과에 대한 장세진(2003)의 연구는 한국의 기업집단 소속 계열사들이 수익성 측면에서 전방통합으로 이득을, 후방통합으로 손실을 보았음을 입증한 바 있다. 수익창출의 안정성 측면에 주목한다면, 한국의 대규모 기업집단을 통제하는 가족들은 개별 기업의 독립적인 성과를 포기하는 대신, 계열사 간 관계망을 활용한 안정적인 수익을 경제적 이해 충족을 위한 주요한 수단으로 활용하는 것으로 판단할 수 있다.

본 연구의 주요한 실증 분석 결과들은 기술적 환경의 요구 외에 제도적 환경이 조직과 개인의 행위를 제약할 수 있다는 제도론적 논의와 부합하는 것으로, 본 논문이 기업지배구조 연구와 관련하여 갖는 이론적인 시사점을 제시하면 다음과 같다. 본 논문은 기업지배구조 문제와 같이 다양한 이해관계자들이 여러 가지 정치적인 목적을 가지고 개입하는 영역에서, 대리인 이론과 같이 효율성에 기반을 둔 설명이 제한적일 수 있다는 입장을 취한다. 기업지배구조를 조직을 둘러싼 다양한 상호의존관계를 관리하는 문제로 폭넓게 정의한다면(Fligstein & Freeland, 1995), 다양한 국가의 기업지배구조 문제는 해당 조직이 성장한 역사적 배경을 고려할 때 충분히 이해할 수 있다. 본 논문은 한국 대규모 기업집단 가족의 지분투자행위와 같은 인간의 대표적인 경제적 의사결정 역시 사회적 맥락을 고려하여 보다 광범위한 맥락에서 이루어지고 있음을 실증적으로 입증하였다. Granovetter(1985)

는 인간 행위와 관련하여 의미 있는 분석이 이루어지기 위해서는 과소 사회화된 원자화된 인간이나 과대 사회화의 가정에서 벗어날 필요가 있으며, 경제적 행위처럼 목적을 지닌 인간의 행동은 지속적인 사회 관계 속에 배태되어 이루어지는 것임을 주장한 바 있다(Granovetter, 2005b). 특히 한국의 재벌처럼 법적으로 독립된 계열사들로 구성되어 가시적으로 드러나지 않는 기업집단과 관련된 이해관계자들의 경제적 행위는 기업집단을 구성하는 개별 기업 간의 관계뿐만 아니라, 개별 기업과 전체 집단과의 관계, 마지막으로 통제를 둘러싼 핵심 주체와 개별 기업, 전체 기업 집단과의 포괄적인 관계를 인식할 때 더 적확하게 설명될 수 있다.

오랜 기간 신제도론의 이론적 관점을 따르는 연구들은 왜 조직들이 유사해지는가에 관심을 두고 강압적, 모방적, 규범적 동형화 기제를 통한 설명을 시도해왔지만, 기업집단의 창업자 후손에 의해 이루어지는 가족 경영과 작동 방식의 지속적인 발전은 그 제도를 변경하려는 주체와 유지하려는 주체 사이에 존재하는 권력구조와 이해관계에 대한 고려 없이 충분히 이해될 수 없다(DiMaggio, 1988; Mizruchi & Fein, 1999). 이러한 관점에서 본 연구는 대규모 기업집단의 가족경영을 한국의 경제 체제 내에 존재하는 제도의 하나로 인식하고, 그것을 지속적으로 유지·작동시키는 구체적인 제도화의 프로세스가 무엇인지를 다양한 이해관계를 통해 포착하고자 시도하였다. 이론적인 측면에서 본 연구는 과거 기업지배구조와 관련하여 상당 부분 제한적인 영역에서 진행되어왔던 제도론의 적용 범위를 넓히는 데 기여하였다.

위와 같은 연구의 함의에도 불구하고 본 논문은 몇 가지 한계를 지닌다. 우선 본 연구에서는 2001년부터 2006년까지 출자총액제한집단에 지속적으

로 지정된 11개 대규모 기업집단에 국한하여 실증 분석을 시행하였다. 따라서 이 시기 지속적으로 출자총액제한집단으로 규정되지 않았거나, 계열 분리를 경험한 기업집단에 대해서는 본 연구의 실증 분석 결과를 그대로 적용하기 어렵다. 이는 본 연구의 주장을 한국의 기업집단 전체로 일반화하는데 한계가 있음을 의미한다.

더욱이 최근 LG, SK, GS 등 지주회사 체제로 지배구조를 변경한 대규모 기업집단의 수가 증가하고 있다. 지주회사 체제로 변경한 기업집단의 경우에도 창업자의 후손에 의해 이루어지는 가족경영은 지속되고 있으며, 복잡한 순환출자의 문제를 해소하여 단순해진 출자구조 안에서도 지주회사를 이용한 가족들의 자회사 통제의 방식은 그대로 유지되고 있다. 이는 지주회사 체제로의 외형적 변화를 겪은 이후에도 소유경영자 가족들의 그룹 통제의 동기가 여전히 지속되고 있음을 반영한다. 따라서 더 많은 수의 기업 집단이 지주회사 체제로 지배구조를 변경한 이후, 지주회사 체제와 기존 대규모 기업집단 체제 사이에서 가족 지분율의 구성과 투자 의사결정의 방식이 어떠한 유사점과 차이점을 나타내는지에 대한 비교 분석을 시행하는 것도 한국 기업의 지배구조 문제를 이해하기 위한 의미 있는 향후 연구가 될 수 있을 것이다. 또한 본 연구에서 사용된 변수들은 내생성으로 인하여 역인과관계의 문제가 발생할 수 있는 소지가 있다. 본 연구에서는 종속변수보다 1개년 이전에 측정된 독립변수를 사용해서 내생성으로 인한 오류를 가능한 한 피하려고 하였으나, 향후 연구에서는 도구변수를 사용하는 등 엄격한 방법론을 적용하여 내생성의 문제를 직접적으로 다룰 필요가 있을 것이다.

Guillén(1997)의 지적처럼 특정한 국가가 따르는 역사적인 발전 경로와 해당 국가가 보유한 대표

적인 기업 조직의 형태 사이에는 높은 관련성이 존재한다. 적절한 기업 조직의 형태와 시장 경제의 기능에 관한 영미 중심적 시각은 고전경제학의 전통에 기반을 둔다. 이 같은 관점에 따르면 독립적인 개인의 존재와 마찬가지로 기업은 시장에서 개별적인 행위자로 인식된다. 그러나 동아시아의 상당수 기업들은 오랜 기간 개별적인 행위자가 아닌 기업들의 연결망에 위치해 왔으며, 기업집단 전체의 생존을 중시하는 연결망적 시각에서 다양한 경제 정책과 경영 관행들을 제도화하고 실행해왔다. 따라서 여러 선행 연구자들의 지적처럼 일부 발전한 서구 자본주의 역사를 그대로 복제하지 않는 한, 현재의 상태에서 개별화된 기업의 존재를 가정하여 만들어진 서구의 경제 정책과 제도들을 보다 성숙한 자본주의로 단정하여 추종하는 것은 경제 발전과정에 내재한 역사성과 경로를 무시한 성급한 것이다(Biggart & Hamilton, 1992; Boyer & Hollingsworth, 1997). 더욱이 기업지배구조 제반 기제들을 변화시키는 작업은 막대한 시간과 인적·재정적 자원을 요구하며, 설사 그 같은 제도적 기반을 구축한다고 해도, 개별 국가가 지닌 차별적인 사회 문화적 토양에서 새로운 관행과 제도가 원래 의도했던 효과를 달성할 수 있을지도 확신할 수 없다.

금융시장 개방과 더불어 제도 역시 고정된 실체가 아니라 끊임없이 변화한다는 점에서 한국 대규모 기업집단 지배구조 개혁의 대략적인 흐름은 이미 거스를 수 없다. 그러나 본 연구는 일련의 지배구조 개혁 조치를 선별적으로 대규모 기업집단에 적용하는 동시에 특정 국가의 경제 시스템이 오랜 세월 그것을 지탱하는 다양한 제도적 장치들과 더불어 발전한 것임을 인지할 때, 한국을 비롯한 동아시아 기업집단의 지배구조 문제에 대한 보다 현

실적인 이해와 타당한 정책 수립이 가능할 수 있음을 제시한다.

참고문헌

- 강형철·박경서·장하성 (2006), "한국 상장기업에 있어 지배구조 지분율의 결정요인: 기업가치와 통제권 간의 선택," *증권학회지*, 35(6), 39-75.
- 김용열·조창현·조명현 (2000), *선진경제 도약을 위한 기업 지배구조 개혁*, 서울, 을유문화사.
- 김진방 (2000), "재벌의 소유구조: 통제, 개념, 분석," *경제학연구*, 48(2), 57-93.
- 박경서·이은정·장하성 (2004), "대주주의 존재가 한국 기업의 지배구조에 미치는 영향," *재무연구*, 17(2), 163-201.
- 박경서·장하성 (2001), "재벌기업의 대주주 경영자는 비재벌기업의 대주주 경영자와 얼마나 다른가?: 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구," *재무연구*, 14(2), 89-130.
- 이경묵·오종향 (2002), "사의 이사의 초과선임에 관한 제도론적 고찰," *경영학연구*, 31(5), 1229-1254.
- 장덕진 (1999), "한국재벌의 동형적 소유구조: 제도의 압력과 연결망 전략," *한국사회학회 전기대회 발표논문*.
- 장덕진 (2001), "가족경영의 제도적 논리: 한국재벌의 규범적 동형화," *경제와 사회*, 51, 161-188.
- 장덕진 (2002), "기업집단 지배구조," 배규한·한준·김우식 외. *변하는 사회, 기업의 대응전략*, 서울, 지식마당.
- 장세진 (2003), *외환위기와 한국 기업집단의 변화: 재벌의 흥망*, 서울, 박영사.
- Ahmadjian, C. and J. Song (2007), "Coopting globalization: Local politics and the transformation of corporate governance in South Korea and Japan," Mimeo.

- Aldrich, H. (1979), *Organizations and Environments*, Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall.
- Back, J., J. Kang, and K. Park (2004), "Corporate Governance and Firm value: Evidence from the Korean Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 71, 265-313.
- Baltagi, B. (2001), *Economic Analysis of Panel Data*, 2nd edition, England, John Wiley and Sons.
- Bebchuk, L., Kraakman, R., & Triantis, G (2000), "Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights," in R. Morck (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, Ill, University of Chicago Press, 295-315.
- Berle, A. and G. Means (1932), *The modern corporation and private property*, New York, Harcourt, Brace & World.
- Biggart, N. and G. Hamilton (1992), "On limits of a firm-based theory to explain business networks: The western bias of neoclassical economics," In N. Nohria and R. G. Eccles (Eds.), *Networks and Organizations: Structure, Form, and Action*, Boston, MA, Harvard Business School Press, 471-490.
- Bonnacich, P. (1987), "Power and Centrality: A family of Measures," *American Journal of Sociology* 92, 1170- 1182.
- Boyer, R. and R. Hollingsworth (1997), "From national embeddedness to spatial and institutional nestedness," In R. Hollingsworth and R. Boyer (Eds.), *Contemporary Capitalism: the Embeddedness of Institutions*, Cambridge, Cambridge University Press, 433-484.
- Breusch, T. and A. Pagan (1980), "The Lagrange Multiplier Test and its Application to Model Specification in Econometrics," *Review of Economic Studies*, 47, 239-253.
- Burt, R. (1982), *Toward a Structural Theory of Action: Network Models of Social Structure, Perception, and Action*, New York, Academic Press.
- Burt, R. (1983), *Corporate Profits and Cooptation: Networks of Market and Directorate Ties in the American Economy*, New York, Academic Press.
- Campbell, T. and P. Keys (2002), "Corporate Governance in South Korea: The Chaebol Experience," *Journal of Corporate Finance*, 8, 373-391.
- Chang, D. (1999), "Privately Owned Social Structures: Institutionalization-Network Contingency in the Korean Chaebol," Ph.D. Dissertation, Department of Sociology, University of Chicago.
- Chang, D. (2000), "Financial crisis and network response: Changes in the ownership structure of Korean chaebol since 1997," paper presented at the Georgetown conference on Korean Society. Georgetown University, Washington D.C. November 1999.
- Chang, S. (2003), "Ownership structure, expropriation, and performance of group-affiliated companies in Korea," *Academy of Management Journal*, 46(2), 238-253.
- Chang, S. and J. Hong (2000), "Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions." *Academy of Management Journal*, 43(3), 429-448.
- Chatterjee, S., A. Hadi, and B. Price (2000),

- Regression Analysis by Example*, 3th edition, New York, John Wiley and Sons.
- Cho, M. (1998), "Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 47, 103-121.
- Chung, C. (2000), "Markets, Culture, and Institutions: The formation and transformation of business groups in Taiwan, 1960s-1990s," Ph.D. Dissertation, Department of Sociology, Stanford University.
- Chung, C. (2004), "Institutional transition and cultural inheritance: Network ownership and corporate control of business groups in Taiwan, 1970s~1990s," *International Sociology*, 19, 25-50.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang (2000), "The separation of ownership and control in East Asian corporations," *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Claessens, S., S. Djankov, and J. Fan, and L. Lang (2002), "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings," *Journal of Finance*, 57, 2379-2408.
- Daily, C., D. Dalton, and A. Cannella (2003), "Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data," *Academy of Management Review*, 28, 371-382.
- Dalton, D., C. Daily., S. Certo, and R. Roengpitya (2003), "Meta-analyses of financial performance and equity: Fusion of confusion?," *Academy of Management Journal*, 46, 13-26.
- Davis, G. and S. Stout (1992), "Organization theory and the market for control: A dynamic analysis of the characteristics of large takeover targets, 1980-1990," *Administrative Science Quarterly*, 37, 605-633.
- Davis, G. and T. Thompson (1994), "A social movement perspective on corporate control," *Administrative Science Quarterly*, 39, 141-173.
- Demsetz, H. (1983), "The structure of corporate ownership and the theory of the firm," *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985), "The structure of corporate ownership: causes and consequences," *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- DiMaggio, P. 1988. "Interest and agency in institutional theory," In L.G. Zucker (Ed.) *Institutional Patterns and Organizations: Culture and Environment*, Cambridge, MA, Ballinger, 3-21.
- DiMaggio, P. and W. Powell (1991), "The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields," In W. W. Powell and P. J. DiMaggio (Eds.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, Chicago, Ill: University of Chicago Press, 63-82.
- Dyck, A. and L. Zingales (2004), "Private benefits of control: An international comparison," *Journal of Finance*, 59, 537-600.
- Fligstein, N. (1990), *The Transformation of Corporate Control*. Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Fligstein, N. and R. Freeland (1995), "Theoretical and comparative perspectives on corporate organization," *Annual Review of Sociology*, 21, 21-43.
- Freeman, L. (1979), "Centrality in social networks:

- I. Conceptual clarification," *Social Networks*, 1, 215-239.
- Gibson, M. (2003), "Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 231-250.
- Goldsmith, R. and R. Parmelee (1940), "The distribution of ownership in the 200 largest nonfinancial corporations," In TEMPORARY NATIONAL ECONOMIC COMMITTEE (TNEC), *Investigations of Concentration of Economic Power*, Monograph No. 29, Washington, D.C., Government Printing Office.
- Gouldner, A. (1954), *Patterns of Industrial Bureaucracy*. Glencoe, Ill, Free Press.
- Granovetter, M. (1985), "Economic action and social structure: The problem of embeddedness," *American Journal of Sociology*, 91(3), 481-510.
- Granovetter, M. (1995), "Coase Revisited: Business Groups in the Modern Economy," *Industrial and Corporate Change*, 4, 92-129.
- Granovetter, M. (2005a), "Business groups and social organization," In N. Smelser and R. Swedberg (Eds.), *Handbook of Economic Sociology*, 2nd edition, New York and Princeton, Russell Sage Foundation and Princeton University Press.
- Granovetter, M. (2005b), "The Impact of Social Structure on Economic Outcomes," *Journal of Economic Perspectives*, 19(1), 33-50.
- Greene, W. (2003), *Econometric Analysis*. fifth edition, New Jersey, Prentice-Hall.
- Guillén, M. (1997), "Business Groups in Economic Development," *Academy of Management Meetings*, Boston, *Academy of Management Proceedings*, 170-174.
- Guillén, M. (2001), *The Limits of Convergence: Globalization and Organizational Change in Argentina, South Korea and Spain*. Princeton, Princeton University Press.
- Han, J. and D. Chang (2003), "Changing corporate governance in Korea: Rise of a market for control or the strategic adaptation of Chaebol?," *Development and Society*, 32 (2), 253-270.
- Hannan, M. and J. Freeman (1984), "Structural inertia and organizational change," *American Sociological Review*, 49, 149-165.
- Hawley, A. (1950), *Human Ecology: A Theory of Community Structure*, New York, Ronald Press.
- Hillman, A. and T. Dakziel (2003), "Board of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives," *Academy of Management Review*, 28, 383-396.
- Hirschman, A. (1977), *The Passions and the Interests: Political arguments for capitalism before its triumph*, Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Hsiao, C. (2003), *Analysis of Panel Data*, 2nd edition, London, Cambridge University Press.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 38, 1-30.
- Johnson, S., P. Boone., A. Breach, and E. Friedman (2000), "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 58, 141-186.
- Kim, J. and J. Kim (2001), "Shareholder activism in Korea: A Review of how PSPD has used

- legal measures to strengthen Korean Corporate governance," *Journal of Korean Law*, 1, 51-76.
- Kim, W., Y. Lim, and T. Sung (2007), "Group Control Motive as a Determinant of Ownership Structure in Business Conglomerates: Evidence from Korea's Chaebols," *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, 213-252
- Kim, T., D. Shin., H. Oh, and Y. Jeong (2007), "Inside iron cage: Organizational political dynamics and institutional changes in presidential selection systems in Korean Universities, 1985-2002," *Administrative Science Quarterly*, 52, 286-323.
- Kole, S. (1996), "Managerial ownership and firm performance: incentives or rewards?," *Advances in Financial Economics*, 2, 119-149.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (1999), "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes., A. Shleifer, and R. Vishny (2000), "Investor protection and corporate governance," *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Lemmon, M. and K. Lins (2003), "Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance*, 58, 1445-1468.
- Lincoln, J. and M. Gerlach (2004), *Japan's Network Economy: Structure, Persistence, and Change*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Linton, R. (1961), "Status and role," In T. Parsons., E. Shils., K. D. Naegle and J. E. Pitts (Eds.), *Theory of Society: Foundations of Modern Sociological Theory*. New York, Free Press.
- Long, J. (1997), *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables*. Thousand Oaks, Sage Publications.
- Lynall, M., B. Golden, and A. Hillman (2003), "Board Composition from Adolescence to Maturity: A Multitheoretic View," *Academy of Management Review*, 28, 416-431.
- Meyer, J. and B. Rowan (1977), "Institutionalized Organizations: Formal structure as Myth and Ceremony," *American Journal of Sociology*, 83, 340-363.
- Meyer, J. and W. Scott (1983), *Organizational Environments: Ritual and Rationality*, Beverly Hills, California. Sage.
- Mizruchi, M. and L. Fein (1999), "The social construction of organizational knowledge: A study of the use of coercive, mimetic, and normative isomorphism," *Administrative Science Quarterly*, 44, 653-683.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Nenova, T. (2003), "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis," *Journal of Financial Economics*, 68, 325-352.
- Neter, J., M. Kutner., C. Nachtsheim, and W. Wasserman (1996), *Applied linear regression models*, Homewood, IL, Irwin Press.
- Orrù, M., N. Biggart, and G. Hamilton (1991). "Organizational Isomorphism in East Asia," In W. W. Powell and P. J. DiMaggio (Eds.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, Chicago, Ill: University of Chicago Press, 361-389.
- Pfeffer, J. (1987), "A resource dependence per-

- spective on intercorporate relations," In M. S. Mizuchi and M. Schwartz (Eds.), *Intercorporate Relations*, Cambridge, MA, Cambridge University Press, 25-55.
- Pfeffer, J. and G. Salancik (1978), *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York, Harper and Row.
- Peng, M. (2004), "Outside directors and firm performance during institutional transitions," *Strategic Management Journal*, 25, 453-471.
- Roneck, D. (1992), "Learning more from Tobit coefficients: Extending a comparative analysis of political protests," *American Sociological Review*, 57(4), 503-507.
- Roy, W. (1997), *Socializing Capital: The Rise of the Large Industrial Corporation in America*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Scott, W. (1995), *Institutions and Organizations*, Thousand Oaks, CA, Sage Publications.
- Scott, W. and J. Meyer (1983), "The organization of societal sectors: Propositions and early evidence," In W. W. Powell and P. J. DiMaggio (Eds.), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, Chicago, Ill, University of Chicago Press, 108-140.
- Stinchcombe, A. (1965), "Social Structure and Organizations," In J. G. March (Ed.), *Handbook of Organizations*, Chicago, Rand McNally, 142-193.
- Suchman, M. (1995), "Managing legitimacy: Strategic and institutional approach," *Academy of Management Review*, 20, 571-610.
- Wasserman, S. and K. Faust (1994), *Social Network Analysis*, New York, Cambridge University Press.
- Weber, M. (1968), *Economy and Society*, Edited by G. Roth. and C. Wittich, New York, Bedminster.
- Zeitlin, M. (1974), "Corporate ownership and control: The large corporation and the capitalist class," *Administrative Science Quarterly*. 79(5), 1073-1119.
- Zucker, L. (1977), "The role of institutionalization in cultural persistence," *American Sociological Review*. 42, 726-743.

The Determinants of Founding Family Ownership of Korean Big Business Groups: An Institutional Approach

Chaerin Yun* · Jaeyong Song**

Abstract

Until recently the dominant theoretical perspective applied in corporate governance research has been the agency theory. Agency theory offered the first satisfactory explanation to the governance of modern corporations since Berle and Means(1932) pointed out the essential problems inherent in the separation of ownership and control. However, it is undeniable that the exclusive reliance on agency theory has constrained the advances incorporate governance studies. Therefore, an alternative approach to corporate governance is necessary to recognize the various mechanisms and structures that may operate across the different forms of corporations. Recent studies brought up the issues of corporate governance to the forefront of organization theory. If we take the perspective of organization theory, corporate governance can be broadly conceptualized as a problem of managing various interdependences(Fligstein & Freeland, 1995).

Diversified business groups are sets of legally separate firms bound together in formal or informal ways. They are under tight control of founders as entrepreneurs and their family members (Granovetter, 2005; Guillen, 2001). The national economies of most countries, except for Anglo-American economies, have been dominated by various forms of business groups for decades or even centuries. Hence, understanding business groups is still a very important issue in modern capitalist economies. Most business groups are closely associated with family members of the founder who exert controlling power directly or indirectly through diverse means. Among these multiple means, the equity structure among the group-affiliated companies is the most powerful mechanism to maintain the dominant control of families in most business groups.

* Ph.D Candidate, College of Business Administration, Seoul National University.

** Associate Professor, College of Business Administration, Seoul National University.

Drawing on theoretical insights from institutional theory, we view the family control of big business groups as an institutional factor that exists in the Korea economic system. Also the family's equity investment can be recognized as a family's strategic response to the institutional pressures from both foreign and domestic markets. The family ownership and cross-share holding among group-affiliated companies are both direct and prevalent mechanisms that enable the owner family members to keep on controlling the entire business group. In Korea, these family members have institutionalized their dominant status in the entire business group. To understand the family's control as an institutional mechanism, we should consider the underlying logics that differentiate the interests of family from those of other stakeholders. In order to clarify the family's control mechanism, we focus more closely on both the economic and non-economic interests that influence the incentives of the family member's equity stake in each affiliate company.

In this paper, we investigate the factors that affect the family ownership using a sample of group-affiliated firms in Korea during the period of 2001-2006. The Korean Fair Trade Commission(KFTC) legally defines a business group and identifies a set of firms as a big business group which is often called as *chaebol*. Since group-affiliated companies are of our major interests, we restricted our sample to firms which have been designated as big business groups by the government for six consecutive years. Under this criterion, 11 business groups are selected, and the final sample consists of 1061 firm-year observations. Drawing on institution theory, we propose six hypotheses and test them empirically. Specifically, dimensions of (1) profit seeking, (2) group control, and (3) social legitimacy are considered as major factors that influence the level of the founding family's equity investment. We argue that the family's ownership stake can be determined by not only economic interests but also non-economic factors such as an investment in symbolic assets of the affiliated- firm's history and the pursuit of social legitimacy.

The random effect tobit regression results show that the families did not pursue their economic interests based on the expectation of superior individual firm performance. Instead, they made investment decisions in terms of group control and social legitimacy. In particular, families mobilize the relational resources originated both from equity structures of group-affiliated companies and intra-group transactions. Families have more equity stakes in group-affiliated companies higher up in the hierarchy of the equity structure. The high level of equity-holding status measured by the centrality index gives controlling power over the whole group to the family. Families also invest more in group-affiliated companies

that have longer history. Firm history can enhance group identity among family members and historical legitimacy of family control. In addition, we found that the impairment of social legitimacy by NGOs, especially, shareholder activists groups can influence the level of families' equity investments. Shareholder activist groups can hurt reputations of business groups by raising issues related to corporate governance problems. Families reduce the level of their direct equity ownership when their members or affiliated companies are involved in a legal suit from NGOs.

Implications of our study are as follows. First, although recent studies of neo-institutional theory take into account power and interests in their explanations, researchers need to consider more diverse interests as a crucial factor that sets on the institutionalization as a process. In this research, institutional and interest-based explanations for the family's ownership structure can enrich our understanding of various issues related to the Korean business groups and complement the efficiency-based perspectives of corporate governance research.

Second, our findings highlight the importance of further investigation of various institutional logics which operate differently following the divergent paths of each business system. The Anglo-Saxon view of an ideal organization is largely grounded in the neo-classical economic tradition. In the neoclassical economic paradigm, firms are conceived as isolated units and keeping them apart is a crucial condition for advanced capitalism. However, business groups display distinctive organizational patterns of ownership, management, and production. We need to understand that the emergence of particular organizational forms can be best understood in the context of a country-specific system of inter-relations among suppliers, consumers, regulators and many intermediaries operating in the country. Even though component firms are legally separate, business groups are more than just the sum of individual companies. Internally they are socially structured, and each of them plays a different role within a group. In business groups, families are very well aware of the role structure of equity ties among member firms and actively utilize these relational resources to maintain their control over the entire business group. In this study, we suggest that a more balanced theoretical approach is needed to fully understand different organizational forms and the ways these institutions operate. An Anglo-Saxon view can not be a general theory of capitalism, and it should be cautiously applied to non-western economies where institutional assumptions are different.

Key words: Business Group, Family Ownership, Firm Performance, Group Control, Social Legitimacy