

## 그룹식 企業經營의 戰略的 역할에 관한 實證研究: 한국의 財閥企業을 중심으로\*

崔 廷 杓\*\*

**논문초록**    본 연구는 제조업부문 상장기업을 재벌 소속기업과 非財閥 독립기업으로 구분하여 재벌식 그룹경영이 어떠한 전략적 역할을 하는지 분석하고 있다. 이 기업들의 1985~93년에 걸친 패널자료를 사용하여 그룹식 경영이 개별기업의 成果에 어떤 영향을 미치는지를 실증 분석하였다. 분석 결과에 의하면 그룹식 경영은 이윤율을 증대시키기보다는 이윤율을 安定化시키는 역할이 크다는 점을 보여준다. 재벌 소속기업들은 비재벌기업에 비해 이윤율이 상대적으로 낮은 반면 분석기간에 걸쳐 이윤율이 변동하는 폭은 상대적으로 좁게 나타나고 있다. 이는 그룹식 경영을 통한 다각화가 계열기업간의 內部去來로 위험을 분산시키면서 이윤율을 안정화시키는 하나 이윤율을 증대시키는 효과를 가졌다고 보기는 어렵다는 점을 말해 준다.

**핵심주제어:** 재벌, 그룹식 경영, 다변화

**경제학문헌목록 주제분류:** L2

\* 이 논문은 1998년도 건국대학교 학술연구지원에 의한 논문임. 본 논문의 여러 문제점을 세심하게 지적하여 더 좋은 논문이 되도록 해주신 익명의 두 심사자에게 감사드린다.

\*\* 건국대학교 경제학과 교수

## I. 序 論

한국과 일본을 포함한 대부분의 아시아국가에는 財閥이라고 불리는 기업그룹이 존재했거나 존재하고 있다. 그리고 이 그룹이 그 나라의 경제를 주도하고 있다. 일본에서는 2차대전 이전까지 소수의 대규모 재벌이 일본경제를 주도해 왔으나 패전 후 점령군에 의해 완전해체되고, 그 이후에는 기업집단이라고 불리는 일본 특유의 새로운 기업조직으로 그룹식 경영을 해오고 있다.<sup>1)</sup> 본 연구의 목적은 한국의 자료를 중심으로 재벌이라고 불리는 기업그룹이 어떤 전략적 역할과 효과를 가지는지 실증적으로 살펴보는 것이다. 이를 위해 본 연구는 제조업부문의 상장회사들을 재벌 소속기업과 비재벌의 독립기업으로 나누어 기업성과 면에서 이들 사이에 어떤 차이가 있는지를 살펴보고 있다.

Nakatani(1984)는 그룹식 경영이 개별기업의 행동에 어떻게 영향을 미치는지를 종합적으로 연구하였다. 그의 분석에 의하면 일본의 경우, 비록 재벌식 그룹은 아닐지라도, 기업집단에 소속된 기업과 그렇지 않은 기업 사이에는 이윤율, 성장률, 임금률, 배당률, 부채비율 등에 유의적인 차이가 나타나고 있다. 이는 그룹식 경영이 개별기업의 행동에 영향을 미치고 있다는 것을 보여주는 것이다. 한국의 자료를 이용한 Chang and Choi(1988)의 연구도 재벌소속 기업과 비재벌의 독립기업 사이에는 기업성과 면에서 차이가 난다는 것을 보여주고 있다.

이와 같이 그룹식 기업경영이 개별기업의 행동에 영향을 미친다는 것은 대부분의 기존 연구에서 입증되고 있으나 어떻게 영향을 미치는지에 대해서는 논문마다 다소 차이를 보이고 있다. 일본의 자료를 이용한 연구들에서는 그룹에 속한 기업들이 비그룹의 독립기업에 비해 이윤성고가 낮은 것으로 나타나고 있다. Nakatani(1984)의 연구에서도 그렇고 Caves and Uekusa(1976)의 연구에서도 그렇다.

그런데 이들 연구에 의하면 그룹기업들이 이윤율은 낮은 반면 이윤의 安定性은 높다. 즉 그룹소속 기업들이 독립기업들에 비해 이윤율의 변동폭이 낮다. 이는 그룹식의 다변화 경영을 통해 위험(risk)을 분산시키기 때문이라고 보고 있다. 그룹내의 내부거래가 위험분산을 위한 수단이 된다는 주장이다. Nakatani는 위험분산의 대가가 低利潤이라고 하였다. 반면에 Cable and Yasuki(1985)의 연구에서는 이 이

1) 일본 재벌의 해체과정과 기업집단의 형성과정에 대해서는 Bisson(1954), Hadley(1970), 최정표(1997) 참조.

전의 연구와 달리 그룹기업과 비그룹기업 사이에 별 차이가 없는 것으로 나타나고 있다.

일본 자료를 사용한 분석과는 달리 한국 자료를 사용한 Chang and Choi(1988)의 연구는 재벌소속 기업들이 비재벌기업에 비해 이윤율이 더 높은 것으로 나타나고 있다. 그들은 그룹소속 기업들은 내부거래를 통해 시장의 불완전성(market imperfections)을 극복하기 때문에 더 효율적이 된다는 거래비용 모형(transaction cost model)으로 그 이유를 설명하고 있다.

일본의 자료를 사용한 연구와 한국의 자료를 사용한 연구는 그 결과가 정반대이다. 이런 차이는 두 나라의 경제발전단계가 다른 데 기인할 수 있다. Caves and Uekusa는 1961~70년 사이의 243개 제조업 기업을 분석했고, Nakatani는 1971~82년 사이의 317개 제조업 기업을 분석했다. Chang and Choi는 1975~84년 사이의 182개 제조업 기업을 분석하였다. 분석기간 동안에 한국에서는 노동시장이나 자본시장에 여전히 시장 불완전성이 존재하여 그룹식 경영이 거래비용을 줄이는 효과를 낼 수 있었어도, 발전단계가 앞선 일본에서는 이미 이 기간에 시장 불완전성이 해소되어 거래비용 모형이 적용되지 않을 수도 있었다. 그런데 한국에서도 경제발전이 진전됨에 따라 시장 불완전성의 정도가 달라진다면 그룹식 경영의 전략적 역할은 달라질 수 있다. 본 연구는 보다 최근의 자료를 사용하여 재벌식 그룹경영에 종속된 기업과 그렇지 않은 기업 사이의 차이를 비교하여 그룹식 경영의 전략적 역할을 분석하고 있다.

이 논문은 제 II 절에서 재벌식 그룹경영의 제반 특성에 대해 먼저 살펴본다. 한국의 재벌식 그룹경영은 일본의 기업집단식 그룹경영과는 그 특성이 판이하다. 일본의 기업집단은 소유와 경영이 분리된 각 기업들이 독립경영을 영위하면서 은행을 중심으로 느슨한 기업그룹을 만들고 있는 그룹경영이다. 반면에 한국의 재벌은 대주주인 총수가 실질적인 최고 경영자로서 모든 계열기업을 마치 한 기업처럼 장악하고 있는 그룹경영이다. 제 III 절에서는 실증분석의 모형을 설정하고 이 모형에 사용하는 자료에 대해 논의한다. 제 IV 절에서는 회귀방정식을 추정한 결과에 대해 논의하고 경제학적인 의미를 찾아본다. 제 V 절에서는 본 연구의 분석 결과를 요약하고 몇 가지 결론을 도출한다.

## II. 財閥式 그룹경영의 特性

한국의 재벌은 크게 두 가지 특징을 가지고 있다. 하나는 대기업들의 그룹이라는 점이고, 다른 하나는 가족지배라는 점이다. 이 두 특징이 동시에 존재하는 기업조직이 한국재벌이다. 수십 개의 대기업을 하나의 그룹으로 만들어 한 가족이 지배하기 때문에 그룹 자체가 마치 하나의 기업처럼 운영되고 있다. 본 연구에서는 이런 형태의 경영을 일단 재벌식 그룹경영이라고 정의하고 있다. 재벌식 그룹경영하에서는 그룹 속의 개별기업은 경영독립성을 갖지 못하고 그룹경영에 종속될 수밖에 없다. 재벌식 그룹경영하에서는 개별기업의 경영전략보다는 그룹차원의 경영전략이 우선된다고 볼 수 있다.

재벌식 그룹경영을 추구하는 이유는 여러 가지 각도에서 논의할 수 있다. 첫째, 거래비용가설(transaction cost hypothesis)을 들 수 있다(Williamson, 1975). 시장이 불완전할 때는 거래를 내부화시켜 거래비용을 절감할 수 있는데, 그룹식 경영하에서는 그룹내 계열기업끼리의 거래가 내부거래로 이루어질 수 있기 때문에 거래비용을 절감할 수 있다. 이렇게 되면 기업의 이윤은 높아진다.<sup>2)</sup> 그런데 경제가 발전하면 시장기능이 활성화되면서 시장의 불완전성 정도는 많이 해소되는 경향이 있다. 이렇게 되면 거래의 내부화가 거래의 외부화와 비교되면서 기업조직이 새롭게 갖추어질 것이다.

둘째, 교차보조를 통한 위험분산가설이다. 한 재벌은 거의 모든 산업에 진출해 있을 정도로 폭넓게 다변화되어 있다. 이런 다변화하에서는 어떤 계열기업의 산업이 불황에 직면할지라도 다른 계열기업의 산업은 호황일 수 있기 때문에 계열기업끼리 서로 교차보조(cross subsidization)를 할 수 있고 그룹차원에서는 큰 어려움을 겪지 않을 수 있다. 호황산업의 계열기업이 불황산업의 계열기업을 지원할 수 있기 때문이다. 이와 같이 위험을 분산시키면 계열기업들은 이윤율을 安定化시킬 수 있는데 이는 효율성을 증대시키면서 나타날 수도 있고 효율성과는 무관하게 나타날

2) 거래비용 모형은 내부거래가 이루어지고 있는 그룹내의 내부적 효율성은 설명할 수 있으나 경제 전체의 효율성은 설명하지 못하는 한계를 지니고 있다. 예컨대 내부거래를 활용하고 있는 기업그룹은 효율성이 높아질지라도 이 때문에 그룹 밖의 기업들이 피해를 본다면 특정 그룹의 내부거래가 경제 전체의 효율성은 오히려 저해할 수 있다. 그룹 밖의 기업들 입장에서는 그룹 내의 내부거래가 경제 전체의 공정경쟁을 저해하는 결과를 가져올 수 있기 때문이다.

수도 있다.

셋째, 대리인문제(agency problem)의 해결이다. 주주들이 기업상태에 대해 충분한 정보를 갖지 못하고 경영자들이 주주들의 이익과 합치되지 않는 경영을 한다면 주주와 경영자 사이에 대리인 문제가 발생한다. 소유와 경영이 분리된 기업에서는 일반적으로 이런 문제가 발생한다고 보고 있다. 그런데 재벌식 그룹경영에서는 소유와 경영이 분리되지 못하고 총수라는 대주주가 그룹내의 모든 기업에 대해 실질적인 최고경영자이기 때문에 이러한 대리인 문제는 발생하지 않는다. 반면에 대주주가 소주주를 배제한 채 일방적으로 經營 全權을 행사하기 때문에 경영권을 행사하는 대주주와 경영권 행사를 못하는 소주주 사이에 대리인 문제가 발생한다고 볼 수 있다.

넷째, 기업성장극대화가설(growth maximization hypothesis)이다. 재벌은 여러 면에서 정부의 지원하에 출현하였고 성장하였다. 이 과정에서 기업확장이 빠를수록 정부 지원을 받기가 쉬웠고, 또 정부 지원하에 빠른 성장을 이룩할 수 있었다. 그 뿐만 아니라 새 시장으로의 신규진입과 독점력의 확보를 위해서는 빠른 성장이 유리한 전략일 수 있었다. 그러므로 재벌의 경영목표는 이윤극대화보다는 성장 또는 시장점유율 극대화가 될 수 있었는데 재벌식 그룹경영은 이런 경영전략에 유리한 조직이다. 계열기업을 늘려가면서 그룹을 성장시켜 나가면 계열기업의 성장에도 유리할 뿐 아니라 그룹 전체의 성장이 매우 빠른 속도로 이루어질 수 있기 때문이다.

이와 같이 재벌식 그룹경영이 한국경제에서 왜 보편화되고 있는지에 대해서는 여러 가지 시각이 가능하다. 그러나 다양한 시각을 실증적으로 검증하기란 결코 용이한 일이 아니다. 그리고 어느 시기에는 이 시각이 옳았으나 다른 시기에는 다른 시각이 옳을 수도 있다. 이렇게 되면 어떤 시기의 자료를 사용하느냐에 따라 실증분석의 결과는 달라질 수 있다. 더 나아가서는 각 시각들이 경제 전체의 효율성과는 어떤 관련이 있는지도 논의되어야 한다. 그러나 이런 분석은 본 연구의 영역을 넘어서는 과제이다. 본 연구에서는 주로 재벌소속 기업과 비재벌 독립기업 사이에 어떤 차이가 있는지를 분석하는 데 초점을 맞추고 있다.

### Ⅲ. 분석 模型과 資料

본 연구는 간단한 회귀방정식을 이용하고 있다. 기본적인 회귀방정식은  $Y = f(TA, EA, ADI, GRS, DBG)$ 이다. Y는 기업성과를 나타내는 종속변수로서 본 연구에서는 세 가지 변수가 사용되고 있다. 첫째는 개별기업의 이윤율을 나타내는 PA이고, 둘째는 개별기업의 성장률을 나타내는 GRA이고, 셋째는 개별기업의 이윤율이 얼마나 안정적인가를 나타내는 PAV이다. PA는 이자 지급 前(법인세 납부 後) 기업수입을 총자산(total assets)으로 나눈 값으로서 총자산에 대한 수익률이다. GRA는 총자산의 年 成長率이다. PAV는 각 기업의 PA가 쏠 분석기간에 걸쳐 어느 정도 폭넓게 변동하고 있는지를 나타내는 분산(variance)이다. 설명 변수의 TA는 기업의 총자산으로서 기업규모를 나타낸다. EA는 자기자본비율로서 자기자본(equity)을 총 자산으로 나눈 값이다. ADI는 각 기업의 광고집약도로 광고선전 지출액을 총매출액으로 나눈 값이다. GRS는 총매출액의 年 成長率이다. 그리고 DBG는 재벌기업을 나타내는 더미(dummy) 변수이다. 이는 다시 DBG1과 DBG2로 나뉘지기도 하는데, DBG1은 6대 재벌의 계열기업을 나타내고 DBG2는 그 이외 재벌의 계열기업을 나타낸다.

본 연구에서는 자료 제약상 극히 제한된 수의 설명변수만을 사용하고 있다. 이론적으로 기업의 시장성과에 영향을 미치는 주요 변수로는 기업의 독점력(monopoly power)이 중요시되고 있다. 기업의 독점력을 나타내는 변수로는 주로 그 기업의 시장점유율(market share) 또는 그 기업이 속한 시장의 집중률(concentration ratio) 등을 사용하나 우리나라에서는 개별기업 단위로 이런 변수들이 아직 발표되지 않고 있어서 본 연구의 모형에는 사용하지 못했다.<sup>3)</sup> 따라서 본 연구에서는 이윤율의 변화 중 독점력에 의해 설명되는 부분을 분리시키지 못하는 한계를 가지고 있다. 대신 본 연구에서는 광고집약도가 설명변수로 사용되었는데 일반적으로 광고는 기업의 이윤에 영향을 미치는 주요 변수로 간주되고 있다.<sup>4)</sup>

3) 시장점유율이나 시장집중률을 설명변수로 사용하지 못하는 이유는 순전히 자료제약 때문이다. 대기업은 여러 업종에 동시에 참여하고 있는 것이 일반적이기 때문에 그 기업이 속한 시장을 하나로 정의해 시장점유율이나 시장집중률을 측정하는 것은 매우 어려운 일이다.

4) 광고집약도는 독점력과 양(+)의 상관관계를 갖는 경우도 있고 음(-)의 상관관계를 갖는 경우도 있기 때문에 광고집약도가 독점력의 대리변수가 될 수는 없다.

본 연구에서 사용한 자료는 1985년부터 1993년까지의 제조업부문 상장기업자료이다. 이 기간에 관찰된 291개 제조업 상장기업 중 자기자본 값이 음(-)인 기업과 일부 변수의 자료가 발표되지 않는 기업을 제외하고 252개 기업의 자료가 본 연구의 분석에 사용되었다. 252개 기업 중 91개는 재벌소속 계열기업이고 나머지 161개는 비재벌의 독립기업이다. 그리고 91개 중 31개는 6대 재벌의 계열기업이고 나머지는 그 이외 재벌의 계열기업이다.

#### IV. 實證分析의 결과와 해석

회귀방정식의 추정 결과가 <표 1>에서부터 <표 4>까지 정리되어 있다. <표 1>에서 <표 3>까지의 각 추정값은 White(1980)의 heteroscedasticity-consistent standard errors에 기초했다. <표 1>은 모든 변수에 대해 1986~93년 기간의 평균값을 사용하여 회귀방정식을 추정한 결과이다. 먼저 <표 1>의 이윤모형을 살펴보면 DBG의 회귀계수 값이 보여주는 것처럼 재벌기업들이 비재벌 독립기업들에 비해 이윤율이 0.5% 내지 0.6% 낮고 그 차이가 통계적으로 유의하다. 그리고 큰 기업일수록 이윤율이 낮은 것으로 나타난다(TA 효과). 반면에 자기자본 비율이 높은 기업일수록 이윤율이 높다(EA 효과). 광고집약도와 매출액 성장률은 이윤율에 양(+)으로 영향을 미치나 유의적이지 못하다.

이런 분석 결과는 각 年度別로 구분하여 추정한 <표 2>의 결과에서도 비슷하게 나타난다. 한 가지 중요한 차이는 80년대 후반에는 재벌기업과 비재벌기업의 이윤율 차이가 통계적으로 유의적이었으나 90년대 초반에는 그렇지 못하다는 것이다. 90년대에 들어와서는 재벌기업과 비재벌기업의 이윤율 차이가 현저히 줄어들면서 통계적으로 유의적이지도 못하다. 이는 90년대로 접어들어 기업들의 행동에 구조적인 변화가 있었기 때문일 수 있다. 이를 검증하기 위해 <표 4>에서는 패널 분석(panel analysis)을 시도하였다.

90년대 초반에 와서 회귀방정식에 구조적인 변화가 있었는지를 집중적으로 살펴본 패널 분석의 결과가 <표 4>에 보고되어 있다. OLS로 표시된 첫 회귀방정식의 추정값들은 1986년부터 1993년까지의 모든 자료를 연도별 차이 없이 pooling하여 OLS로 추정한 회귀계수 값들이다. 전체적인 성격으로 볼 때 <표 1>의 A모델과 별

〈표 1〉 1986~93 평균값을 이용한 모형추정 결과

독립변수 \ 모형	PA 모형		GRA 모형			PAV 모형
	A	B	C	D	E	F
상수	0.068 (12.2)	0.070 (14.5)	0.155 (5.91)	0.156 (5.94)	0.188 (23.4)	0.007 (1.97)
TA	-0.0042 (-3.66)	-0.0040 (-3.26)	0.0068 (0.89)	0.0056 (0.79)	0.0073 (1.02)	-0.0006 (-2.24)
EA	0.033 (2.71)	0.033 (2.71)	-0.028 (-0.55)	-0.028 (-0.54)		-0.002 (-1.08)
ADI	0.028 (0.79)	0.059 (2.71)	-0.708 (-2.82)	-0.696 (-2.78)	-0.155 (-1.30)	0.001 (0.24)
GRS	0.021 (1.51)		0.360 (4.20)	0.354 (4.04)		-0.004 (-1.48)
PA						-0.053 (-1.61)
DBG	-0.006 (-2.18)	-0.005 (-2.00)	-0.0009 (-0.08)			
DBG1				0.008 (0.51)	0.037 (2.26)	-0.0008 (-2.25)
DBG2				-0.004 (-0.36)	-0.003 (-0.24)	-0.0003 (-0.53)
$R^2$	0.120	0.109	0.218	0.219	0.033	0.128
adj. $R^2$	0.102	0.095	0.202	0.200	0.018	0.103
F	6.70	7.57	13.7	11.5	2.12	5.11
n	252	252	252	252	252	252

주: 1) 괄호 속의 값은 t-값.

2) 모든 추정 값은 White(1980)의 heteroscedasticity-consistent standard errors에 기초한 값임.

3) TA 회귀계수 값은  $10^6$ 을 곱하여 조정한 값임.

차이가 없다. 연도별로 더미를 사용한 두번째 회귀방정식의 추정 값들도 〈표 1〉의 A모델과 큰 차이는 없다. 그런데 1990년대에 와서는 연도별 더미계수의 통계적인 유의성이 매우 높아지고 있다. 1990년대에 와서는 이윤율이 1986년에 비해 2.25%에서 2.79%까지 낮아지면서 그 차이의 통계적 유의성이 매우 높아지고 있다. 이는 90년대에 와서는 회귀방정식의 구조가 달라지고 있다는 것을 암시한다.

따라서 〈표 4〉의 세번째 회귀모형에서는 90년대 4개년을 하나로 묶어 더미변수를 사용하여 80년대 후반과 90년대 초에 어떤 차이가 있는지를 추정하였다. 즉 80년대 말과 90년대 초의 절편(intercept)의 차이를 살펴보았다. 그 결과 90년대 초에



〈표 2〉 PA 모형의 추정 결과 (1985~93년)

연도 독립 변수	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
상수	0.075 (11.0)	0.082 (9.98)	0.084 (13.9)	0.089 (14.4)	0.090 (11.8)	0.067 (16.3)	0.050 (4.65)	0.024 (0.95)	0.040 (3.79)
TA	-0.0121 (-3.40)	-0.143 (-5.85)	-0.0119 (-6.90)	-0.095 (-5.78)	-0.0041 (-3.46)	-0.0039 (-4.45)	-0.0033 (-2.90)	-0.0016 (-0.96)	-0.0004 (-0.46)
EA	0.029 (1.65)	0.038 (1.75)	0.062 (3.25)	0.014 (0.96)	-0.031 (-1.68)	0.0006 (0.15)	0.049 (2.21)	0.109 (1.86)	0.046 (2.26)
ADI	0.025 (0.45)	0.008 (0.90)	-0.229 (-3.71)	-0.082 (-1.45)	0.092 (1.83)	0.197 (3.79)	0.123 (2.29)	0.175 (2.11)	0.356 (2.38)
GRS		0.019 (1.89)	0.005 (3.66)	0.040 (3.93)	0.013 (0.96)	0.005 (0.40)	0.036 (1.88)	0.092 (1.91)	0.039 (1.16)
DBG	0.002 (0.45)	-0.009 (-1.96)	-0.010 (-2.39)	-0.015 (-3.63)	-0.012 (-2.96)	-0.003 (-0.64)	-0.004 (-0.75)	0.000 (0.01)	-0.0009 (-0.15)
$R^2$	0.033	0.123	0.152	0.131	0.076	0.044	0.082	0.236	0.127
F	2.11	6.90	8.82	7.43	4.02	2.29	4.38	15.2	7.15
n	252	252	252	252	252	252	252	252	252

주: 1) 괄호 속의 값은 t-값.

2) 모든 추정 값은 White(1980)의 heteroscedasticity-consistent standard errors에 기초한 값임.

3) TA 회귀계수 값은  $10^6$ 을 곱하여 조정한 값임.

는 80년대 말에 비해 이윤율이 2.4% 낮고 그 차이가 통계적으로 매우 유의한 것으로 나타났다. 그런데 이 모형에서도 재벌의 계열기업은 비재벌의 독립기업에 비해 이윤율이 0.8% 낮고 통계적으로도 매우 유의하다.

〈표 4〉의 네번째 모형에서는 회귀방정식의 절편뿐만 아니라 각 독립변수의 기울기에서도 80년대 말과 90년대 초에 어떤 차이가 나는지를 살펴보았다. 추정결과에 의하면 TA, ADI, DBG에서는 80년대 말과 90년대 초에 유의적으로 차이가 나고 있다. 이는 80년대와 90년대에 있어서 기업들의 이윤방정식은 구조적으로 다르다는 것을 나타낸다. 그런데 이 네번째 회귀방정식의 추정 결과에서 DBG의 회귀계수 값은 -0.012이면서 D90sDBG의 회귀계수 값은 0.0097이다. 그리고 둘 다 통계적으로 유의하다. 이는 80년대 말은 재벌기업이 비재벌기업보다 이윤율이 1.2% 낮았으나 90년대에 와서는 그 차이가 0.23% (-0.012+0.0097)로 줄어들었다는 것을 나타낸다. 즉 90년대에 와서는 재벌기업과 비재벌기업 사이의 차이가 현격히 줄어

〈표 3〉 GRA 모형의 추정 결과 (1986~93년)

연도 독립 변수	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
상수	0.080 (1.26)	0.206 (4.58)	0.047 (0.77)	0.162 (3.55)	0.144 (6.65)	0.228 (4.48)	0.086 (3.36)	0.132 (1.81)
TA	0.0411 (2.11)	-0.0077 (-0.43)	0.0456 (0.80)	0.0332 (3.47)	0.0149 (0.94)	-0.0046 (-0.52)	0.0050 (0.90)	-0.0064 (-1.26)
EA	0.198 (0.97)	0.085 (0.69)	0.354 (2.03)	0.095 (0.87)	-0.018 (-0.51)	-0.169 (-1.49)	0.063 (1.19)	-0.036 (-0.21)
ADI	0.061 (0.93)	-1.10 (-2.50)	-0.582 (-1.95)	-0.094 (-0.29)	0.366 (1.78)	0.302 (1.06)	0.402 (1.22)	-0.372 (-0.65)
GRS	0.209 (1.88)	0.032 (2.07)	0.105 (2.15)	0.184 (2.07)	0.306 (5.20)	0.216 (2.54)	0.250 (3.55)	0.058 (1.36)
DBG1	-0.042 (-0.87)	0.091 (2.10)	0.030 (0.65)	0.045 (1.03)	0.019 (0.55)	0.097 (2.29)	-0.11 (-0.43)	-0.018 (-0.59)
DBG2	-0.045 (-1.02)	-0.033 (-1.13)	-0.026 (-0.83)	-0.006 (-0.22)	0.021 (0.82)	0.066 (1.68)	-0.007 (-0.36)	0.031 (0.55)
$R^2$	0.104	0.057	0.085	0.067	0.122	0.088	0.113	0.006
F	4.72	2.46	3.77	2.95	5.65	3.95	5.20	0.25
n	252	252	252	252	252	252	252	252

주: 1) 괄호 속의 값은 t-값.

2) 모든 추정 값은 White(1980)의 heteroscedasticity-consistent standard errors에 기초한 값임.

3) TA 회귀계수 값은  $10^6$ 을 곱하여 조정한 값임.

들었는데 〈표 2〉의 추정결과에 의하면 그 차이는 통계적으로 유의적이지도 못하다.

재벌기업과 비재벌 기업 사이의 성장률에도 차이가 났는지 살펴보기 위해 GRA를 종속변수로 한 회귀방정식을 추정하였다. 그 결과는 〈표 1〉의 C, D, E모형과 〈표 3〉에 나타나 있다. 전체적으로 성장률에서는 재벌기업과 비재벌기업에 별 차이가 없는 것으로 나타났다. 대재벌기업의 계열기업이 소재벌이나 비재벌의 기업보다 높은 성장률을 나타내긴 하나 유의수준이 낮다. 단지 E모형과 1987년 및 1991년의 자료에서만 대재벌 기업이 소재벌이나 비재벌 기업보다 통계적으로 유의한 수준에서 더 높은 성장률을 보이고 있다. 그런데 매출액 성장률은 대체적으로 높은 유의 수준에서 기업 성장률과 정(+)의 상관관계를 유지하고 있다.

〈표 1〉의 F모형은 재벌기업과 비재벌기업에서 PAV에 어떤 차이가 나는지를 살펴본 모형이다. PAV는 각 기업의 연도별 PA에 대한 샘플기간(1985~93년)의 분산

〈표 4〉 PA 모형의 패널분석 결과 (1986~93년)

독립변수 \ 모형	OLS	年더미	1990s 더미	상호 더미
상수	0.076 (39.2)	0.089 (32.5)	0.088 (43.9)	0.088 (27.4)
TA	-0.0053 (-4.74)	-0.0033 (-3.01)	-0.0033 (-3.09)	-0.0082 (-3.53)
EA	0.019 (4.43)	0.021 (5.07)	0.020 (4.93)	0.030 (3.95)
ADI	0.017 (1.19)	0.014 (1.03)	0.014 (1.04)	-0.014 (-0.96)
GRS	0.0093 (4.16)	0.0055 (2.55)	0.0061 (2.85)	0.0054 (2.40)
DBG	-0.0075 (-4.13)	-0.0082 (-4.74)	-0.0082 (-4.76)	-0.012 (-5.04)
D87		0.0023 (0.72)		
D88		-0.0022 (-0.70)		
D89		-0.0022 (-0.70)		
D90		-0.0245 (-7.72)		
D91		-0.0233 (-7.34)		
D92		-0.0225 (-7.06)		
D93		-0.0279 (-8.75)		
D90s			-0.024 (-15.0)	-0.029 (-7.17)
D90sTA				0.0060 (2.27)
D90sEA				-0.013 (-1.46)
D90sADI				0.246 (5.59)
D90sGRS				0.0043 (0.70)
D90sDBG				0.0097 (2.85)
$R^2$	0.048	0.147	0.144	0.165
adj. $R^2$	0.046	0.141	0.141	0.160
F	20.3	28.7	56.3	36.0
n	2016	2016	2016	2016

주: 1) 괄호 속의 값은 t-값.

2) TA 회귀계수 값은  $10^6$ 을 곱하여 조정한 값임.

(variance)으로서 각 기업의 이윤의 불안정성을 나타낸다. 이 불안정성은 재벌기업이 비재벌기업보다 낮고, 특히 대재벌의 계열기업은 비재벌의 독립기업보다 높은 유의수준에서 낮게 나타나고 있다. 이것은 대재벌의 계열기업은 샘플기간에 상대적으로 이윤율을 안정하게 유지시키고 있다는 것을 나타낸다. 그리고 통계적으로 유의한 수준에서 큰 기업일수록 이윤율의 不安定性이 낮다. 그러므로 대재벌은 그룹식 경영에서뿐만 아니라 기업규모 면에서도 이윤율을 안정적으로 유지시키는 효과를 가졌다고 볼 수 있다.

〈표 2〉와 〈표 4〉 모두에서 1990년대에는 기업의 수익성이 전반적으로 떨어지고 있는데 이윤율이 낮은 재벌기업과 이윤율이 높은 비재벌기업 사이의 차이가 현격히 줄어든다는 것은 개별기업의 이윤율은 적게 떨어진 반면에 비재벌기업의 수익성이 매우 많이 떨어졌다는 것을 나타낸다. 이것은 재벌기업이 다변화를 통해 수익성을 안정화시킨다는 것과 같은 맥락을 유지하고 있다. 수익성이 낮아진 1990년대에도 재벌기업은 그룹내의 내부보조를 이용해 이윤하락 폭을 낮출 수 있었다. 이는 재벌기업의 이윤율이 상대적으로 안정화되고 있다는 PAV 모형의 분석결과와 일관성을 유지하고 있다.

## V. 要約 및 結論

본 논문의 가장 중요한 분석 결과는 네 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 재벌기업은 비재벌의 독립기업보다 이윤율이 낮다. 둘째, 1990년대 초에 와서는 이 차이가 현격히 줄어들었을 뿐만 아니라 1980년대 말에 비해 1990년대 초에는 이윤방정식의 구조가 달라지고 있다. 셋째, 대재벌기업은 소재벌이나 비재벌의 독립기업에 비해 이윤율의 不安定性이 낮다. 넷째, 대재벌기업은 소재벌이나 독립기업에 비해 성장률이 높다.

이러한 분석결과는 재벌식 그룹경영에 대해 여러 가지를 시사한다고 볼 수 있다. 우선 거래비용가설을 받아들이기 어렵다는 점이다. 그룹내의 계열기업들이 내부거래를 통해 거래비용을 절감시킨다면 Chang and Choi(1988)의 분석에서처럼 재벌기업의 이윤율이 오히려 더 높게 나타나야 할 것이다. 그러나 본 연구에서는 Nakatani(1984)나 Caves and Uekusa(1976)의 분석에서처럼 그룹내 기업의 이윤율

이 오히려 더 낮게 나타난다. 따라서 한국재벌에서는 거래비용가설이 이미 유효하지 않을 가능성이 높으며, 재벌기업들에는 오히려 X-비효율성이 더 높을 가능성이 있다. 거래비용가설은 시장의 불완전성(market imperfections)이 전제되는데 본 연구의 분석기간은 Chang and Choi의 분석기간보다는 최근으로서 급속도로 발전하는 한국경제에서 이미 그룹식 경영이 필요할 정도의 시장불완전성은 많이 해소된 것이라고 볼 수 있다. 한국보다 훨씬 앞서가고 있는 일본에서는 이미 1970년대 자료에서 그룹하의 기업들이 낮은 이윤율을 나타내고 있다.

반면에 다각화 가설은 본 연구의 분석결과와 거의 합치한다고 볼 수 있다. 재벌식 다각화는 위험분산에 큰 비중을 둔다. 재벌들은 사업을 광범위하게 다각화시키면서 내부거래를 통해 수익성 높은 계열기업으로부터 수익성이 낮은 계열기업을 지원하고 있다. 그러므로 분석결과에서도 재벌기업의 이윤 불안정성은 비재벌기업의 이윤 불안정성보다 낮았다. 그런데 이런 利潤安定化 전략은 이윤율 극대화 전략과 逆關係(trade-off)에 있는 것으로 나타났다. 즉, 이윤극대화를 어느 정도 포기한 대가가 이윤 안정화일 수 있다.

본 연구는 재벌화가 이윤 이외의 다른 기업목표를 추구한다는 가설을 어느 정도 뒷받침하고 있다. 재벌은 이윤안정화뿐만 아니라 매출극대화와 시장극대화에도 큰 비중을 두어왔다고 볼 수 있다. 본 연구의 분석결과에서도 비록 실증적 증거가 강하지는 않으나 재벌기업의 성장률이 더 높게 나타나기도 하였다.

특히 80년대와 90년대에 있어서 기업행동의 구조가 바뀌고 있다는 것은 재벌 정책 면에서 매우 중요한 시사점을 보여주고 있다. 이는 어느 한 시점의 재벌정책이 아주 장기간에 걸쳐 그대로 적용되어서는 안 된다는 것을 시사한다. 재벌의 기업행동양식이 바뀌면 정책도 거기에 맞추어 새롭게 설계되어야 하는 것이 당연하다.

재벌기업의 효율성 분석은 미래연구의 중요한 과제가 될 수 있다. 그리고 재벌과 비재벌로 나누는 것뿐만 아니라 재벌을 다시 각 재벌별로 나누어 특성을 분석하는 것도 미래연구의 중요한 영역이 될 수 있다.

## ■ 參考文獻

1. 박경서, 『은행의 소유·지배구조에 관한 연구』, 정책조사보고서 97-105, 한국금융연구원, 1997.
2. 위정범, 『한국의 기업환경과 재무구조』, 한국경제연구원, 1998.
3. 이종화·이명수, “한국기업의 부채구조: 재벌기업과 비재벌기업의 비교,” 한국국제경제학회, 『국제경제연구』, 제 5 권 제 1 호, 1999.
4. 정병휴·양영식, 『한국 재벌부문의 경제분석』, 한국개발연구원, 1992.
5. 최정표, 『선진화를 위한 재벌의 선택 — 소유 경영 분리』, 도서출판 고원, 1996.
6. ———, “재벌의 해체와 소유경영분리 체제의 확립: 일본의 대기업에 관한 분석,” 『한일경상논집』, 제 13 권, 1997, pp. 299~313.
7. *Annual Report of Korean Companies*, Korean Investor Service, Inc., 1986~1994.
8. Aoki, M., *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press, 1988.
9. Baumol, W. J., *Business Behavior, Growth and Value*, Macmillan, 1959.
10. Bisson, T. A., *Zaibatsu Dissolution in Japan*, University of California Press, 1954.
11. Cable, J. and H. Yasuki, “International Organization, Business Groups and Corporate Performance: An Empirical Test of the Multi-Divisional Hypothesis Japan,” *International Journal of Industrial Organization*, 3, 1985, pp. 401~420.
12. Caves, R. E. and M. Uekusa, *Industrial Organization in Japan*, Brookings, 1976.
13. Chang, S. J. and U. Choi, “Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transactions Cost Approach,” *Journal of Industrial Economics*, 37, December 1988, pp. 141~158.
14. Chang, S. J. and J. Hong, “Economic Performance of the Korean Business Groups: Intra-Group Resource Sharing and International Business Transaction,” Working Paper, Korea University, 1998.
15. Chung, K. H. and H. C. Lee (eds.), *Korean Managerial Dynamics*, Praeger, 1989.
16. Hadley, E. M., *Antitrust in Japan*, Princeton University Press, 1970.
17. Liu, J. C. and J. P. Choi, “Business Groups and Reallocation of Capital: The Case of Korea,” Unpublished Paper, Department of Economics, Binghamton University, 1995.
18. Liu, J. C., J. P. Choi, and H. H. Wang, “Business Groups in Japan, South Korea and Taiwan: A Comparison,” *Research in Asian Economic Studies*, Vol. 8, JAI Press, 1998, pp. 351~360.
19. Nakatani, I., “The Economic Role of Financial Corporate Grouping,” in M. Aoki (ed.), *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, North-Holland, 1984.
20. Odagiri, H., “Antineoclassical Management Motivation in a Neoclassical Economy: A Model of Economic Growth and Japan's Experience,” *Kyklos*, 35, 1982, pp. 223~243.
21. White, H., “A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix and a Direct Test for Heteroscedasticity,” *Econometrica*, 48, 1980, pp. 817~838.
22. Williamson, O. E., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press, 1975.