

韓國財閥의 所有集中

— 그 原因과 結果 —

洪 賢 杓*

< 目 次 >

- I. 머리말
- II. 財閥所有集中의 意義
- III. 模型
- IV. 實證分析
- V. 맺음말

I. 머리말

경제력집중의 한 측면으로서 財閥의 소유와 경영 및 지배에 관한 문제는 재벌의 행태와 관련하여 다각적으로 논의되어 왔으며, 재벌분석의 중요한 부분을 구성하고 있다. 이같은 소유구조상의 특징들은 다른 나라의 유사한 기업형태들과는 다른 성격을 갖는 한국재벌의 고유한 특징이 되고 있으며, 국민경제적 차원에서도 경제력집중의 주체로서 인식되기에 이르렀다.

소유와 지배가 일치하고 족벌경영으로 평가되는 한국재벌의 소유구조에 관해서는 그동안의 많은 연구에도 불구하고 지금까지도 분석적인 평가가 미흡한 실정이다. 따라서 이와같은 한국재벌의 소유구조적 특징들이 명확히 밝혀지려면, 재벌의 소유자가 여전히 지배를 유지할 수 있는 조건이나 동기가 분석되어야 하고, 그것을 가능하게 하는 수단들과 그로 인한 결과 등이 이론적이고 경험적으로 뒷받침되어야 할 것이다.

이와 같은 財閥의 소유와 경영 및 지배에 관한 소유구조상의 문제들은 財閥

* 成均館大學校 經濟學科講師

所有集中의 원인과 결과로서 파악할 때 앞서 제기된 분석적 설명이 가능해질 수 있다. 본 논문은 이런 패러다임으로써 한국재벌의 소유구조상의 특징들을 설명하고자 하였으며 경험적 분석에서도 유용한 수단이 될 수 있음을 확인하였다.

財閥所有集中의 원인으로서의 현재와 같은 과도한 所有集中을 유지해온 요인들이 포함되어야 하므로, 단순히 의사결정기구에 대한 의결권의 지배만을 설명하는 것으로는 부족하며 계열기업들의 ‘경영권’에 대한 지배요인도 고려되어야 할 것이다. 이와같은 분석의 필요성은 所有集中현상이 단지 지배를 가능하게 하는 수단일 뿐 아니라 지배의 결과이기도 하다는 인식에서 비로소 가능해질 것이다. 그리고 본 논문에서는 한국재벌의 대변화한 기업조직적 특성도 고려됨으로써 독립기업과는 다른 所有集中의 성격이 반영되도록 하였다. 소유와 지배의 이같은 상호관련성하에서 지배의 이익을 분석함으로써 所有集中의 결과가 분석될 수 있으며, 여기에는 所有集中으로 인한 비용·편익분석을 이용하여 접근할 수 있을 것이다.

이러한 방법으로 한국재벌의 所有集中을 분석하기 위해서, 본 논문의 Ⅱ장에서는 지배구조에 있어서의 所有集中의 의의를 살펴보고, Ⅲ장에서는 이를 이용한 所有集中의 원인과 결과의 모형을 검토할 것이다. 그리고 이 모형을 이용한 분석결과 Ⅳ장에서 제시되고, 이러한 경험적 분석결과를 토대로 한국재벌의 所有集中의 의의를 Ⅴ장에서 재음미해 볼 것이다.

Ⅱ. 財閥所有集中의 의의

일반적으로 財閥의 문제는 國民經濟的 觀點(national perspective)에서의 經濟力集中의 문제, 市場의 觀點(market perspective)에서의 競爭과 獨占의 문제, 그리고 企業의 觀點(firm perspective)에서의 當該 經濟組織의 效率性 문제 등으로 요약될 수 있을 것이다. 왜냐하면, 재벌은 단순한 다수 기업들의 집합인 기업집단의 성격을 가질 뿐만 아니라, 이들 다수 기업들을 시장과 국민경제에서 하나의 경제주체로 활동하도록 통제가 가능한 지배구조를 가지고 있기 때문이다. 따라서 그러한 지배구조의 근간을 이루는 재벌의 所有集中에 관한 문제는 비단 기업의 支配形態論으로서 의미가 있을 뿐만 아니라, 기존의 기업집단분석시각을 시장과 국민경제로 확대시키는데 불가결한 요소로 간주할

수 있을 것이다.

이와같은 所有集中에 관한 논의는 주로 독립기업형태인 주식회사를 대상으로 하는 이론적 연구들에 많이 의존하고 있다. 財閥의 所有集中에 관한 문제도 근본적으로는 독립기업과 동일한 이론적 함의를 가질 것이지만, 그것이 다수의 계열기업들로 구성되고 있다는 점에서 차이가 있을 수 있다. 따라서 이와같은 유사점과 차이점을 고려하여 株式支配, 經營支配의 측면에서 재벌소요 집종의 의의를 살펴보도록 한다.

이때 사용하는 지배개념들은 각각 다음과 같다.¹⁾ 소위 '전략적 의사결정 (strategic decision-making)'이 최고경영자의 기능이라면 (Williamson(1971)) 이러한 기능에 대한 지배가 '經營支配'이고, 주주총회의 의사결정능력은 최고경영자의 이런 기능을 억제하는 '株式支配'라 할 수 있다. 전자에 해당하는 주요 의사결정으로서는 제품, 주요시장, 투자의 양과 방향, 중요한 사업상 혹은 정치적 전략의 선택, 최고간부직의 선임 등을 들 수 있으며, 후자의 경우는 배당상한금액, 인선거부권, 새로운 사업에 소요되는 금액의 결정 등이 있다.

1. 所有集中과 株式支配

소위 '주식회사혁명(corporate revolution)'론에 따르면, 주식회사제도가 도입됨에 따라 경제력집중이 심화되고, 주식소유의 분산이 광범하게 이루어진다고 한다.²⁾ 그런데 한국재벌의 소유구조는 일반적으로 소유분산이 이루어지지 않아서 소유지배형태를 취하고 있다. 이와같은 상반된 결과는 재벌이라는 기업형태와 한국경제 고유의 역사적 특성들에 기인하는 것으로서, 所有集中과 株式支配의 관계를 통해서 분석될 수 있을 것이다.

1) Herman(1981, pp.17~18)의 '억제력'과 '지배력'의 개념과 服部民夫[1986]의 '주식지배'와 '경영지배'의 범주로서 한국기업의 소유와 경영의 관계를 분석한 것은 같은 맥락인 것으로 보인다. 본고에서는 이런 개념에 의존하는 한편, 재벌의 특성으로서의 기업집단적 성격을 포함하여 분석하였다.

2) Berle and Means(1932, 제1편)에 의하면, 1929년 미국 비금융회사중 0.07%에 불과한 상위 200대기업이 전주식회사의 부(wealth)의 49.2%, 전사업용 부의 38.0%, 국부의 22.0%를 각각 점하고 있어서, 주식회사라는 수단에 의해서 무수히 많은 개인의 부를 집중시키고 그 부를 지배하는 통일된 주체를 가지게 됨을 보이고 있다. 그런데 이러한 주식소유의 분산을 통한 대규모 자금조달능력이 이들 소수 주식회사들로의 경제력집중을 가능케한다는 것이다(ibid, pp. 44~47).

소유와 (주식)지배의 관계는 두 가지의 방향에서 접근할 수 있다. 첫째는 주식회사혁명론에 근거하여 주식소유가 분산됨으로써 소유와 지배가 분리된다는 Berle and Means(1932)류의 접근이 그것이다. 따라서 소수주주에 의한 所有集中度가 일정지분이하로 낮아지면 지배를 상실하게 된다는 것이다. 그러므로 所有集中(혹은 소유분산)이 株式支配에 영향을 주는 것으로 인식되고, 이들 소유지분을 기준으로 (완전지배, 과반수지배, 소수지배, 경영자지배 등의) 지배형태가 분석되고 있다.

둘째는 기업의 확장과정에서 최초의 기업소유주는 그 기업에 대한 지배를 유지하고자 하며, 그 결과로서 필요한 소유지분이 결정된다는 것이다(Pitelis and Sugden(1986)). 자신의 자본을 가능한한 소량 투자하고 외부자본을 가능한한 대량 투입하는 금융기법(financial technique)이 출현함으로써 기업주는 기업지배를 통해서 자기이익을 관철시킬 수 있으며, 주식회사제도가 바로 그러한 지배수단이 될 수 있다는 것이다.³⁾ 그러므로 관측되는 所有集中(observed shareholding)은 株式支配의 결과로서 파악되고 있다. 이 접근의 결론은 결국 여전히 소유와 지배가 일치한다는 것이며 이를 뒷받침하는 실증 사례들도 많이 제시되고 있다.⁴⁾

이와같은 상반된 접근의 접점에는 지배가능지분에 대한 서로 다른 인식이 내재되어 있다. 즉, 지배가능의 '일정지분'은 주식지배의 전제조건일 뿐만 아니라 주식지배의 결과이기도 하다. 그러므로 所有集中과 支配간에 일방적 관계가 아닌 상호관련성이 존재할 것으로 생각된다. 주식회사의 所有集中에 관한 이와 같은 절충적 입장은, 특히 한국의 재벌형태에서 주식지배뿐만 아니라 그 이외의 지배수단(즉 경영지배)에 대한 이론적 설명도 요구하고 있다.

2. 所有集中과 經營支配

한국재벌이 당면하고 있는 과제 중의 하나로서 소유와 경영을 분리시킴으로

3) Pitelis et al(1986)은 Hilferding(1910), Aaronovitch(1961), Miliband(1973), De Vroey (1974) 등의 논의를 근거로 이같이 주장하고 있다.(각 논문은 Pitelis et al(1986) 참조)

4) 논자마다 지배가능지분이 다르다는 것은 각기업마다 지배수단의 형태가 다르기 때문에 주식지배에 활용되는 소유지분도 달라지는 것으로 생각된다. 그밖에도 소유와 지배의 일치를 보여주는 연구들로는 Nyman and Silberston(1978), Burch(1972) 등이 있다.(각 논문은 Pitelis et al(1986) 참조)

써 족벌경영을 지양하고 전문경영인에 의한 효율적인 경영이 이루어져야 한다는 논지가 자주 제기되고 있다. 이러한 주장들은 앞서 논의된 바 처럼, 소유와 주식지배가 일치하는 상태에서 經營支配까지 가중됨으로써 재벌의 경제력 집중문제가 심각하다는 인식에 근거하고 있다.

한국재벌은 대주주에 의한 株式支配를 특징으로 하고 있다. 그런데 고도성장 과정에서 급속히 다변화된 재벌들은 다수의 계열기업들을 경영해야 하므로, 대주주개인은 '제한된 합리성(restricted rationality)'을 극복하고 지배를 유지하기 위하여 각계열기업에 代理人(agent)을 두어서 경영해야 한다. 여기서 선정되는 대리인은 대주주 개인의 이익을 달성시킬 의무를 가지며 이러한 代理人關係에 의하여 經營支配의 근거가 마련된다.

이와같은 經營支配의 실현과정에는 대리비용의 문제와 그것을 극소화하기 위한 經營者規律의 문제가 발생한다. 즉, 계열기업에 대한 지분을 거의 가지고 있지 않는 대리인(경영자)은 대주주의 이해보다 자신의 이익을 우선하여 의사를 결정함으로써 부당한 부수입(perquisite)이나 비금전적 이익(nonpecuniary benefit)을 추구한다고 할 때, 이와같은 경영태만(managerial shirk)으로 인한 기업가치의 손실을 代理費用(agency cost)⁵⁾이라고 할 수 있다(Jensen and Meckling(1976), pp.312~319). 대주주와 경영자와의 대리인관계속에서 이와같은 대리비용이 존재하는 한, 대주주는 대리비용을 극소화하기 위한 경영자규율 방안을 모색할 것이며 이때 經營支配가 달성될 것이다.

대주주가 경영지배를 달성하는 經營者規律로는 특히 한국재벌의 경우 다양한 내부규율수단들을 주목할 수 있다. 예컨대 財閥의 '企業集團組織'하에서 대주주와 경영자간의 대리인문제를 해결하기 위한 한 방안으로 그룹총괄조직(general office)을 두어 경영자의 의사결정기능을 분리시킨다(Fama and Jensen(1983), p.310) 이와같은 본부조직은 자금조달, 투자계획, 인사정책 등을 통해서 각계열기업의 경영자들을 감시할 수 있다(williamson(1981), pp. 145~148). 그리고 친인척등 특수이해관계인을 대리인으로 두면(즉, '전문화된 가족경영체제', Moskowitz(1986, p.147)) 감시비용을 절감시킬 수 있으므로

5) 이와같은 비용들로는, 대리인에 대한 관찰·평가·보상 및 계약수행에 수반되는 감시비용(monitoring cost), 자발적으로 보증토록 하는 보증비용(bonding cost), 사후적으로 계약을 불완전이행시 발생하는 그밖의 비용들로서의 잔여손실(residual cost) 등으로 구성된다(Jensen and Meckling(1979), pp.308~310).

죽벌경영이 경영지배의 수단이 되기도 한다.

뿐만아니라 所有集中을 통해서도 계열기업경영자에 대한 경영지배를 강화시킬 수 있다.⁶⁾ 이런 관계는 財閥의 관측된 所有集中度가 株式支配에 필요한 지분을 초과하여 나타날 수 있으며, 이때의 초과지분이 經營支配를 위한 수단으로 사용될 수 있다는 점으로부터 유추할 수 있다. 즉, 계열기업간의 다양한 출자형태에 의해 서로 주식을 보유함으로써 계열기업의 주요의사결정을 서로 規律할 수 있는 관계회사에 의한 所有集中이 이와같은 대표적인 수단이 될 것이다.⁷⁾ 그리고 이러한 所有集中의 동기도 비용·편익접근으로 설명할 수 있을 것이다(Leech(1984, 1987(a))).

3. 所有集中과 ‘企業集團組織’

한국재벌의 기업조직형태는 ‘企業集團組織’의 성격을 가지고 있다. 여기서 ‘企業集團組織’이란 M형(multi-division)의 準統合組織(quasi-integration)구조로서 정의하여 사용한다.⁸⁾ 그런데 이와같은 조직형태가 所有集中의 문제와도 일정한 관계를 가질 수 있다.

Berle and Means(1932)의 주장은 전형적인 U형 조직(unitary organization)하에서 소유와 경영의 분리현상을 지적하는 것으로서 주주와 경영자간의 이해불일치가 문제시되었다. 그런데 이러한 긴장관계는 M형조직으로 내부조직이 변화해감에 따라서 완화될 수 있다는 것이다(Williamson(1981), pp. 1559~1560). 더구나 재벌이 준통합조직을 이루고 있으므로 계열기업들간의 상호주식보유가 가능해지고, 이를 이용하여 계열기업경영자들에 대한 상호규율이 가능해지는 것이다. 피합병기업의 소유자에게 인센티브를 제공할 수 있는 소유구조로 변화시킴으로써 합병기업은 효율적인 수직적통합을 수행할 수 있다는 Grossman and Hart(1986, pp.1119~1158)의 주장도, 준통합조직에 있어서는 상호주식보유로써 경영왜곡이 완화될 수 있다는 내용으로 해석될 수

6) 服部民夫(1984, pp.149~150)의 “규모의 확대에 따라서 지배를 관철시키고자할 때 그 한계는 자금조달이 아니라 신뢰할 만한 친족의 조달에 달려 있다”고 하고, 대리비용을 줄일 수 있는 친족선임이 한계에 도달할 때 소유지분의 증가를 통해서 경영지배가 강화될 수 있음을 주장하였다.

7) 이규억외(1990, p.49)과 조동성(1990, p.400)의 연구결과도, 계열기업간의 상호주식보유가 경영지배권행사에 크게 공헌하고 있다고 지적한다.

8) 이에 관해서는 홍현표(1991), pp.12~21, 홍현표(1992(b))을 참조할 것.

있을 것이다.

한국재벌에 있어서는 이와같은 기업집단조직의 성격으로 인하여 관계회사에 의한 所有集中이 가능해지고 이를 통해서 經營支配를 확보함으로써 ‘경영왜곡의 자기수정유인’이 해결되고 있는 것이다.

Ⅲ. 模 型

앞의 논의에서는 財閥의 所有集中의 의의를 살펴보았다. 이처럼 企業集團組織, 所有 및 支配는 所有集中을 매개로 밀접한 관계를 가지고 있으며, 이런 관계를 이용하여 所有集中의 原因과 結果의 모형을 다음과 같이 설정할 수 있을 것이다.⁹⁾

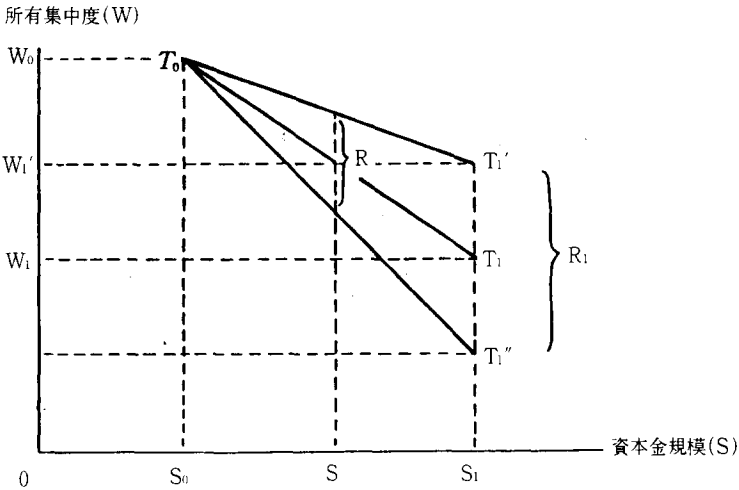
1. 所有集中의 원인

所有集中의 문제는 이미 株式支配, 經營支配 및 企業集團組織형태 등과의 상호관련성으로서 설명하였다. 다시 말해서 재벌규모의 확대과정속에서 소유와 지배의 관계를 확인할 수 있으며, 특히 재벌의 외생적 요인에서도 經營支配의 동기를 발견할 수 있다.

먼저 〈그림 1〉에서, S_0 규모의 단일기업에서 대주주의 최초의 지분을 W_0 라고 하고, S_1 규모로 확장하면서 다변화하는 기업집단조직으로 성장한다고 하자. 이때 대규모자본이 제한되어 있는 대주주개인으로서의 주식회사제도를 이용한 외부주식조달이 자금조달에 유용한 기법이 될 수 있으며, 더구나 대규모 자본불입시의 위험중립적 및 위험회피적 비용효과¹⁰⁾가 자본금불입포기시의 경영자태만(managerial shirk)비용보다 더 크므로 추가적조달을 외부주주에 의

9) Demsetz and Lehn(1985)은 신고전파적 입장에서 소유구조의 문제를 소유집중의 원인과 결과로 설명하고 실증하고 있는데, 본고의 실증모형도 이러한 패러다임을 재벌에 적용하였다. 그의 모형에서는 주식지배와 경영지배의 분리가 고려되지 않고 있어서, 본모형에서는 이런 성격을 반영하는 주요 설명변수를 통해서 분리설명을 시도하였다.

10) 기업가치극대화를 추구하는 주주는, 위험중립적일 때 기업규모의 증가시 소유지분이 낮아지더라도 일정지분의 시장가치는 더욱 커질 수 있다. 더구나 규모가 클수록 지배가능지분이 낮아지는 상황에서는 소유집중이 낮아지더라도 가치극대화행동과 배치되지 않는다. 위험회피적인 대주주라면, 위험을 보상하는 가격(저가의 주식불입)이 아니라면 추가적인 투자를 회피할 것이므로 역시 소유지분이 낮아질 것이다(Demsetz and Lehn(1985, p.1159)).



〈그림 1〉 規模-所有集中曲線

존할 수 밖에 없다(Demsetz and Lehn(1985), p.1158). 그러므로 대주주 개인의 지분은 더욱 낮아져, T_0T_1'' 의 곡선을 따라서 소유분산이 이루어 진다. 그러나 앞의 논의처럼, 규모가 증가하면서 여타 지배수단들의 활용가능성이 높아짐에 따라 여전히 株式支配를 유지할 수 있는 최소소유지분은 낮아질 수 있으며, 그 궤적을 T_0T_1 라고 하면 이것은 소유분산경향하에서의 ‘所有者支配’를 의미할 것이다. 따라서 다수의 산업으로 다변화하는 기업집단조직의 형태로 성장해간다면, 임의의 규모 S에서는 적어도 T_0T_1 곡선상에 있거나 혹은 그 보다 위에 있는 T_0T_1' 의 규모-소유집중곡선을 따라가야 株式支配와 經營支配의 동기를 실현할 수 있고 R만큼의 관계회사 지분이 그것을 가능케 한다. S_1 의 규모에서 관측되는 대주주총지분이 W_1' 라면, 그중 대주주개인 지분을 차감한 $T_1''T_1'$ 가 관계회사 지분이고, 그 중 $T_1''T_1$ 은 株式支配를 위해서 T_1T_1' 는 경영지배를 위해서 각각 사용된 것이다. 그러므로 財閥의 자본금규모의 증가에 따라서 관측되는 대주주개인의 소유집중은 완화되지만, 관계회사에 의한 소유지분이 증가하여 여전히 지배가 달성되는 것이다.

다음으로 企業고유의(가격, 기술, 시장점유율 등의) 不安定性요인도 經營支配의 대리변수로서 사용될 수 있다. 즉, 재벌의 고유한 환경적 불안정성이 증가할 수록 그만큼 계열기업의 經營者를 감시(monitor)하기가 어려워지기 때문에 所有集中의 동기는 더욱 커질 것이다(Demsetz and Lehn(1985), pp.

1158~1160). 그런데 財閥의 경우는 기업집단조직형태가 더욱 고도화되면 불안정성도 감소하고 관계회사지분이 증가할 것이므로 불안정성과 所有集中간의 이런 관계를 상쇄시키는 힘도 작용할 것이다.

그밖에도 所有集中과 일정한 관계가 있을 것으로 여겨지는 요인들을 추가하여 다음과 같은 所有集中의 결정식을 제시할 수 있다.

$$\text{소유 집중} = f(\text{자본금규모, 불안정성, 기타요인들}) \quad (1)$$

2. 所有集中의 결과

所有持分이 증가할수록 그에 따르는 비용과 편익이 발생하므로 그들의 差인 순이익과의 관계를 통해서도 지배구조상의 의의를 분석할 수 있다.¹¹⁾

먼저 所有集中의 증가는 비용증가¹²⁾를 수반하며, 이와같은 비용들로는 가변비용과 고정비용이 있다(Leech(1987(a)), pp.231~232). 즉, 대주주의 주식을 관리하는데 소요되는 기본적인 비용과 주주로서의 책임을 수행하기위해 필요한 전략적 정책의 검토, 경영감독 등에 소요되는 비용 등이 고정비를 구성한다. 이와같은 고정비는 개인보다는 기업 혹은 금융기관일 때 절감될 수 있다. 그리고 가변비용은 所有集中의 증가에 따라서 여기에 소요되는 자본조달비용, 주식시장의 소주주들로부터의 주식매입시 대주주입장에서 지불해야하는 비용¹³⁾ 및 보유주식 증가에 따른 주식관리비용 등으로 구성된다. 그런데 이와

11) 이와같은 연구들로는 소유집중의 비용·편익분석을 이용해서 주주담합으로 순이익을 증가시킬 수 있다고 보임으로써 소유자지배기업의 가능성을 주장하는 Cubbin and Leech(1983), Leech(1984), Leech(1987(a)), Leech(1987(b)) 등의 연구와, 소유분산시의 주주와 경영자간의 이해상충에 따른 이윤율감소가 소유분산으로 인한 자본취득비용저하등의 이윤증가효과에 의해 상쇄됨으로써 소유집중과 회계적 이윤율간에 독립적이라는 Demsetz et al(1985)의 연구들이 있다.

12) Leech(1987(a), pp.225~239)의 모형은 주주들의 일정한 주식분포하에서 주주들간의 담합규모(n)에 따라서 증가하는 비용과 편익을 제시하고 있다. 따라서 담합규모의 증가란 견고한 주주연합으로의 소유집중의 증가를 의미하므로 재벌의 경우 대주주로의 소유집중요인을 설명변수로 취하더라도 비용과 편익에 대한 효과는 같다. 비용과 편익의 발생원인은 주주담합조직의 형성과는 약간 달리 설명될 필요가 있다. 그러나 주주간의 담합은 곧 단일대주주의 형성(즉, 소유집중)과 동일시 할 수 있으므로 기본적인 원리는 같다.

13) 일반투자자들간의 주식매매비용과는 달리 대주주의 주식거래는 대량매매를 수반하므로 고가로 매입해야하는 비용을 지불해야 하며, 주주들간의 심리적·조직적 요인등에 의존한다. Leech(1987(a), p.231)의 주주연합의 조직비용은, 재벌의 경우 이처럼 대주주의 대량주식매입비용으로서도 설명될 수 있을 것이다. 이와같은 비용은 소유지분이 높을수록 더욱 커질 것이다.

같은 가변비용도 대주주의 동일가계 혹은 특수관계인들에 의한 所有集中의 증가나, 개인보다 기업에 의한 소유지분의 증가시 절감될 수 있을 것이다. 이와 같은 비용함수는 所有集中이 증가할수록 총비용이 급격히 증가하는 〈그림 2〉의 OC곡선으로 나타낼 수 있다. 또한 비용함수에서 所有集中의 효과는 대주주 개인지분과 관계회사지분에 대하여 각각 달리 나타낼 수 있음을 알 수 있다. 즉, 대주주총지분중에 관계회사지분의 비중이 클수록 개인이 아닌 기업보유이므로 그 비용함수는 아래로 이동할 것이며, 관계회사지분의 비중에 따라서 OC'로의 이동폭이 비례할 것이다.¹⁴⁾

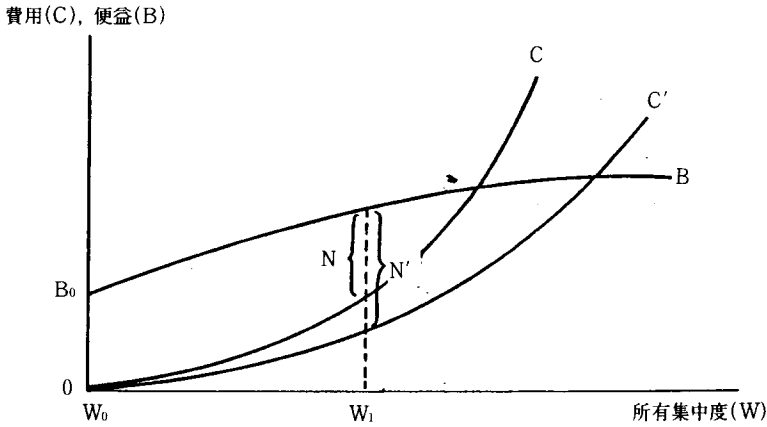
所有集中(W)은 다른 한편에서는 편익의 증가를 가져온다. 즉, 소유지분이 지배가능지분(W_0)에 있을때(the proportion of voting outcomes in which the leading shareholders is in the majority) 株式支配로 인한 지배이익(OB_0)을 가져오며, 이것인 '소유자지배'로 인한 전형적인 企業價値의 增加分이다.¹⁵⁾ 뿐만 아니라 W_0 이상의 소유지분에서도 소유지분이 증가함에 따라서 대리비용이 절감되고 최대기업가치를 증가시킬 수 있는 바, 이것이 소유집중을 수단으로 하는 經營支配의 이익이다. 그러므로 편익함수는 〈그림 2〉의 B_0B 의 곡선을 가질 것이다.

이와같은 所有集中의 비용과 편익함수의 차이에 의하여 순이익에 대한 所有集中의 효과가 분석될 수 있다.

〈그림 2〉에서 보듯이, W_1 의 소유집중도에서는 그 편익과 비용의 차감분인 N만큼의 순이익이 발생할 것이다. 그런데 당해소유지분중 관계회사지분이 포함되어 있다면, 비용함수가 밑으로 이동할 것이므로 N'만큼의 순이익이 발생한다. 이와같은 모형에 따를 때, 대주주개인지분의 증가는 편익의 증가보다 비용의 증가가 같거나 커서 순이익을 감소시키지만, 관계회사지분의 증가는 반대로 순이익을 증가시킬 것이다. 따라서 대주주총지분의 효과는 이와같은 두 효과의 차이에 의하여 나타날 것이다. 그러므로 관계회사지분이 所有集中에 상당부분을 차지하고 있는 한국재벌의 경우에는 대주주총지분이 순이익에 정의 효과를 보일 것이다.

14) 가변비용의 감소효과시는 비용곡선의 기울기 하락이, 고정비용하락시는 절편의 하락이 각각 발생한다. 이 그림에서는 편의상 가변비용의 하락효과만을 고려하였다.

15) 이것은 기업의 최대가능가치와 비제약하의 경영자 재량적 지배시의 기업가치간의 差로서 (Leech(1987(a)), p.232), Demsetz et al(1985, p.1158)의 '지배잠재력'을 말한다.



〈그림 2〉 所有集中의 費用과 便益

이상의 모형에 따라서 所有集中의 결과를 분석할 수 있는 모형은, 순이익에 영향을 줄 수 있는 다른 요인들을 추가하여 식(2)와 같이 설정할 수 있다.

$$\text{순이익} = f(\text{소유집중, 기타 요인}) \quad (2)$$

IV. 實證分析

1. 변수추정과 방법

앞의 모형을 분석하기 위해서는 1990년 4월에 지정된 53개의 '大規模企業集團' 중 변수추정에 누락된 18개 집단을 제외한 35개의 대규모기업집단¹⁶⁾의 관측치를 이용하였다. 이 때 1986~89년의 4개년간에 걸친 입수가능한 자료를 이용하면 동 4개년도의 평균들도 도출된 변수값과 일부 단일년도 변수값을 각각 분석에 이용할 수 있으나¹⁷⁾, 변수의 대상년도 차이로 인한 偏倚(bias)가 발생할 수 있으므로 1989년도 단일년도에 국한시켰다. 다만 당기순이익-자산비율의 1986~89년간의 표준편차를 不安定性變數로 사용하여, 동기간에 걸친

16) 여기에는 대규모기업집단 CODE번호로 1~27, 29, 31, 32, 35, 36, 37, 39, 42의 35개 대규모기업집단자료가 사용되었다.(CODE내역에 대해서는 홍현표(1991) 참조).

17) 이와같은 방식에 의한 모형분석도 실시해 보았으나 본논문의 추정결과와 거의 유사한 결과를 도출하였다.

當該財閥의 환경적 불안정성을 반영하도록 하였다.

所有集中度는 대주주개인과 특수관계인들을 포함하는 大株主個人持分(AP)과 계열기업들이 보유하여 사실상 지배의 지배를 보장하는 關係會社持分(AR)으로 나누어 사용하였으며, 이들의 합계를 大株主持分(AT)으로 추정하였다. 그리고 소유집중의 비용과 편익의 차이 純利益을 추정하기 위해서는 주주로서의 投下資本價值(자기자본중 당기순이익을 차감한 부분)에 대한 會計的 當期純利益의 比率를 사용하였다.

그리고 상장기업에 대해서도 이같은 변수들과 35대 企業集團 所屬有無의 더미변수를 가지고 모형에 대한 검증을 보완코자 하였다. 여기에는 1986~89년 간 존속하면서 제조업에 속한 상장기업 332개사중 변수의 누락분을 제외한 303개의 1989년도 관측치가 변수추정에 사용되었다. 특히 상장기업자료중에는 經營者더미(MANAGER)를 이용하여 대리인이 경영할 때 발생하는 대리비용

〈表 1〉變數의 推定

	변 수 명	出 處	算 出 方 式
從 屬 變 數	大株主總持分(AT)	『公正』	89년도 대주주총지분 (=AP+AR)
	關係會社持分(AR)	『公正』	98년도 관계회사보유지분
	大株主個人持分(AP)	『公正』	89년도 대주주개인(특수관계인 포함) 지분
	제1대주주지분(OWNP)	『信評2』	89년도 상장기업의 제1대주주지분
	로그轉換集中度: (LAT, LAR, LAP)		각 소유집중도의 로그전환치 (예, LAT=LOG(AT/(100-AT)))
	資本生産性(VDAS)	『信評1』	89년부가가치/89년의 총자산
說 明 變 數	大株主의 資本收益率: (NTSH)	"	89년의 당기순이익/(89년의 자기자본-89년의 당기순이익)
	自己資本規模(LnSH)	『信評1』	LOG(89자기자본-89당기순이익)
	企業集團組織더미(G)	『信評1』	상장단독기업일때 0, 기업집단소속 1의더미
	經營者더미(MANAGER)	『信評2』	제1대주주와 대표이사명이가 동일치시 1
	負債比率(DA)	『信評1』	89년총부채/89년총자산
	系列借入比率(AFB)	『信評1』	(89년합산부채-89년연결부채합계)/89합산부채
	總多變化(DT)	『能率1』	89년의 총다변화지수 (Jacquemain-Berry[1979]指數)
	資本集約度(KL)		89년유형고정자산/89년종업원수
	市長集中度(CR)	『鑛工』	89년도의 주력상품소속산업의 상위4사집 중도 (4-digit의 제조업 국한)
	環境의 不安定性(STD)	『信評1』	당기순이익자산비율의 4개년간의 표준편차

註: 1) 『信評1』: 『재벌분석보고서』, 韓國信用評價株式會社, 1988, '89, '90.

2) 『信評2』: 『韓國企業재무총람』, 韓國信用評價株式會社, 1989, '90.

3) 『能率2』: 『韓國의 3000대企業』, 能率協會, 1990.

4) 『公正』: 經濟企劃院 公正去來室 資料, 1989.

5) 『鑛工』: 『광공업동계조사보고서』, 經濟企劃院, 1985, '87, '89.

과 이에 대한 經營支配의 동기를 검증하도록 하였다. 앞의 <表 1>은 이와같은 변수들의 추정방법을 요약한 것이다.

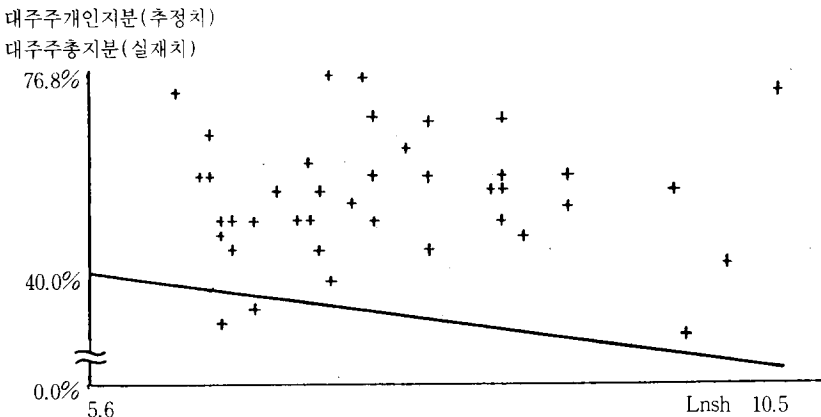
이렇게 추정된 변수들은 각 대규모기업집단의 다양한 규모편차에 의하여 발생하는 문제를 감소시키기 위하여 加重最小自乘法(WLS)을 적용하였다. 이때 가중치로는 1989년도의 자산규모의 평방근에 대한 역수를 사용하였으며, 분석 결과 상당히 이분산 현상이 감소되었다.

2. 實證結果

1) 財閥所有集中의 원인

재벌의 所有集中의 원인을 분석하기 위해, 먼저 規模-所有集中曲線을 추정하여 그 의미를 살펴본 다음, 식 (1)에 따라서 다른 요인들이 추가되는 실증모형을 대규모기업집단과 상장기업자료를 대상으로 검토해 보았다.

우선 所有集中의 주요설명변수로서 자기자본규모와 소유집중간의 관계를 1989년의 35대재벌의 자료를 가지고 추정한 것이 <그림 3>이다. <그림 3>에 따르면, 재벌의 대주주개인지분은 규모증가에 따라 분산되는 경향을 보이고



註 : +표는 대주주총지분, 실선은 대주주개인지분에 대한 다음 모형의 추정치.

$$AP = 77.24 - 6.65 \text{ Lnsh}, R^{*2} = 0.225, D-W = 2.076$$

$$(4.37)^{***} (3.09)^{***} F = 9.580^{***}$$

()안은 t값, ***은 99%의 신뢰수준

<그림 3> 35대 재벌의 規模-所有集中曲線(1989년)

있다. 그러나 이러한 개인소유의 분산이 株式支配를 불가능하게 하는 수준인지는 알 수 없다. 이것은 각재벌마다 특성이 달라서 株式支配 혹은 經營支配를 위한 여타 사용가능한 수단들이 큰 편차를 보이기 때문이다. 이와는 달리 대주주총지분의 경우는 그런 負의 관계가 아주 약하게 나타나고 있어서 즉, 규모증가에 대해서는 관계회사의 지분을 증가시킴으로써 현실적으로 여전히 支配를 달성하고 있음을 알 수 있다.

다음의 <表 2>와 <表 3>은 규모 이외에 설명변수들이 추가된 모형의 분석 결과이다. 이들 결과에 따르면, 대주주개인지분(LAP)의 경우는 여전히 規模와 負의 관계를 보이고 있어서(그러나 <表 3>에서는 그 유의성이 낮아지고 있다) 자기자본조달의 증가에 따라서 소유분산이 어느정도 이루어짐을 보여주고 있으나 규모증가에 따른 관계회사지분의 분산은 이루어지지 않고 있다. 오히려 관계회사지분은 규모증가와 비례하고 있어서, 적어도 재벌의 규모확대에 따른 株式支配의 유지와 經營支配의 수단이 되고 있음을 알 수 있다.

환경적 불안정성요인(STD)에 있어서는, 그것이 큰 재벌일수록 경영감시가 어려워지므로 所有集中을 증가시킨다는 앞의 모형설명과 일치하고 있으나 이것은 大株主個人持分에 대해서 적용되는 것이다.¹⁸⁾ 그러나 關係會社持分에 대해서는 반대의 성격을 보이고 있다. 즉, 불안정성이 낮은 재벌일수록 관계회사지분이 높아지는 負의 유의적관계를 강하게 보이고 있다. 이것은 ‘企業集團組織’의 형태를 더욱 고도로 갖추고 있는 재벌일수록 관계회사지분은 커질 수 있으며 이로 인해 환경적 불안정성을 낮출 수 있기 때문에 경영감시가 보다 용이해짐을 의미한다.¹⁹⁾ 따라서 이와같은 조직형태도 하나의 경영지배수단이 되고 있음을 추정할 수 있다.

이와같은 ‘企業集團組織’의 특성은 <表 3>의 ‘계열차입비율(AFB)’의 소유집중에 대한 의미에서도 발견된다. 즉, ‘총다변화지수(DT)’와 계열차입비율(AFB)은 대주주개인지분에 대해 각각 負(90%와 99%의 신뢰수준)와 正(95%와 95%)의 유의적 관계를 가지고 있으나, 관계회사지분에 대해서는 그

18) 이와같은 결과는 Demsetz and Lehn(1985)의 결과와 일치하고 있다. 그들의 실증은 단독상장기업에 대한 것이다.

19) 불안정성과 자기자본규모간의 단순상관계수는 $r = -0.272$ 이다. 그밖에 불안정성과 계열기업수간의 편상관계수는 $r = -0.319$, 자산규모와 불안정성간의 편상관계수는 $r = -0.269$ 등을 보이고 있어서, ‘기업집단조직’이 갖추어질수록 불안정성은 낮아짐을 알 수 있다(Prais(1981), p. 98, Markowitz(1959), p.109 등에서 그 근거를 찾을 수 있다).

〈表 2〉 所有集中의 原因(財閥)

(WLS)

설 명 변 수	종 속 변 수			
	LAP	LAP	LAR	LAT
CONSTANT	2.16 (1.37)+	2.53 (0.76)	-13.80 (2.91)***	-2.51 (1.31)+
LnSH	-0.44 (2.12)**	-0.47 (1.79)*	1.16 (3.09)***	0.13 (0.89)
STD		51.30 (3.27)***	-99.77 (4.44)***	21.22 (2.35)**
LA		-1.05 (0.50)	5.66 (1.889)*	1.43 (1.19)
R ²	0.056	0.299	0.650	0.224
D-W	2.061	2.137	1.615	2.220
F	1.957+	4.407***	19.190***	2.983**

註: 1) ***는 99%의 신뢰수준, **는 95%, *는 90%, 그리고 +는 80%를 각각 의미하고, 이하의 각 〈表〉에서 동일하게 사용한다.

2) WLS를 적용함. weight=1/ROOT(89년의 자산규모), 이하 동일.

〈表 3〉 所屬集中의 原因(財閥)

(WLS)

說 明 變 數	從 屬 變 數					
	LAP	LAR	LAT	LAP	LAR	LAT
CONSTANT	-1.13 (2.58)**	1.78 (2.62)**	-0.10 (0.38)	0.95 (0.30)	-11.67 (2.58)**	-2.95 (1.53)+
LnSH				-0.21 (0.79)	0.82 (2.09)*	0.25 (1.51)+
STD	53.74 (3.85)***	-97.24 (4.50)***	22.49 (2.54)**	54.32 (3.70)***	-104.12 (4.91)***	20.83 (2.31)**
DA				-0.81 (0.42)	5.30 (1.89)*	1.41 (1.19)
DT	-0.74 (2.77)***	1.12 (2.69)**	-0.21 (1.26)	-0.61 (1.81)*	0.79 (1.62)+	-0.33 (1.59)+
AFB	3.32 (2.41)**	-5.00 (2.34)**	-0.07 (0.08)	3.16 (2.22)**	-4.45 (2.16)**	0.09 (0.11)
R ²	0.425	0.664	0.229	0.437	0.713	0.287
D-W	2.362	2.169	1.846	2.091	1.411	2.213
F	7.637***	0.420***	3.069**	4.502***	14.409***	2.334*

註: 〈表 2〉와 동일

반대로 正(80%와 95%)과 負(95%와 95%)의 관계를 보이고 있다. 이와같은 관계에서 명확한 이론적 설명은 본 논문의 범위를 벗어나므로²⁰⁾ 여기서는 다음과 같이 간단히 추정하는데 그친다. 즉, 대주주개인으로의 소유집중시 계열

20) 이에 관해서는 홍현표(1992(a)) 참조.

차입증대의 동기가 존대할 수 있으며, 또한 자금조달 수단으로서 관계회사 출자와 계열차입은 대체적인 수단이 될 수 있다는 것이다. 다만 여기서의 의의는 企業集團組織의 資金調達手段이 다양화됨으로써 經營支配의 수단도 다양해질 것이라는 점에 있다.

그밖에도 負債比率(DA)은 관계회사지분에 대해 정의 유의적 관계를 보이는 한편, 대주주개인지분에 대해서는 유의성이 없으나 負의 관계를 가지고 있다. 이런 관계속에서 유추할 수 있는 것은, 대주주개인지분의 감소와 그에 선행하는 자금조달을 부채에 의존하기 보다는 관계회사출자에 보다 더 의존한다는 점, 그리고 이러한 관계회사지분의 증가는 계열기업들간의 유기적관계를 긴밀히하므로(相互支給保證 등을 통해) 부채조달을 保證 등을 통해) 부채조달을 용이하게 하고 있다는 점 등을 알 수 있다.

이번에는 이와같은 관계들이 상장기업을 대상으로 했을 때도 적용되는지 혹은 재벌과 여하한 차이가 있는지를 살펴본다. <表 4>는 式 (1)의 모형을 상장기업자료를 가지고 추정한 결과이다. 여기서는 상장기업의 자료를 가지고 재벌소속여부의 효과를 분석하기 위해서 더미(G)를 추가했으며, 經營支配동기를 확인키 위해 경영더비(MANAGER)변수 및 시장집중도(CR) 등을 추가시켰다.

<表 4>의 단순회귀결과를 보면, 상장기업의 제1 대주주지분(OWNP)이 규모(LnSH)와 그다지 유의적인 관계를 가지지 않고 있다. 이와같은 결과는 재벌보다 상대적으로 작은 규모의 기업들을 대상으로 하기 때문에 규모에 대한 소유분산효과가 아직 미약하거나, 혹은 상장기업의 대주주개인지분에 대한 대리변수로서 제1 대주주의 자료(친인척 및 특수관계인의 지분이 배제됨)만을 사용하는데 따른 것으로 볼 수 있다.

이와같은 사정을 고려하고 <表 4>의 다중회귀결과에 따르면, 상장기업의 불안정성증가(STD)도 역시 소유집중(OWNP)의 동기가 되고 있다(신뢰수준은 95%). 재벌소속시를 1로하는 더미변수 G는 소유집중도와 비유의적인 관계를 보이고 있어서 단독기업수준에서 제1 대주주의 지분은 재벌소속여부와 거의 독립적임을 알 수 있다. 다만 공통적으로 負의 부호를 보이는 것은 재벌 소속의 상장기업의 경우 다른 계열사의 지분에 의존할 수 있으므로 제1 대주주지분이 다소 낮아질 수 있음을 추정할 수 있다.

그리고 상장기업의 부채비율(DA)은 제1 대주주지분에 대해서 正의 유의적

〈表 4〉 所有集中의 原因(上場企業)

(WLS)

說 明 變 數	從 屬 變 數 (OWNP) ¹⁾			
CONSTANT	19.18 (2.43)**	19.11 (2.41)**	22.77 (2.89)***	22.25 (2.78)***
LnSH	1.10 (1.14)	1.11 (1.14)	0.51 (0.52)	0.51 (0.52)
STD		2.82 (2.50)**	2.69 (2.42)**	2.53 (2.29)**
DA			0.87 (3.31)***	0.73 (2.72)**
G		-1.37 (0.56)	-0.46 (0.19)	-1.74 (0.70)
MANAGER ²⁾				4.01 (2.39)**
CR				-6.75 (1.51)+
R ²	0.533	0.543	0.559	0.570
D-W	1.949	1.953	1.971	1.960
F	343.539***	118.422***	94.434***	65.395***

資料 : 303개 상장제조기업대상(1989년), WLS(weight=자산규모평방근의 역수)

註 : 1) OWNP=상장기업 제1 대주주지분(%)

2) MANAGER=제1대주주와 대표이사의 명목이 불일치하는 경우(더미)

관계를 보이고 있다. 이같은 관계는 단독기업수준에서 소유자지배기업일수록 부채조달에 크게 의존함으로써 지배를 유지해 왔던 그동안의 한국의 경험을 반영하는 것으로 보인다.

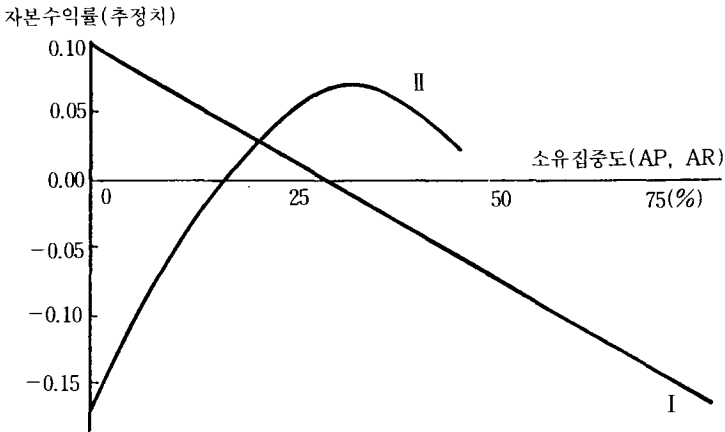
특히 상장기업분석에서 두드러진 것은 경영더미(MANAGER)와 시장집중도(CR)변수에서 발견되었다. 제1 대주주와 대표이사의 명목이 불일치할 때를 1로하는 경영더미변수(MANAGER)가 소유지분(OWNP)과 정의 유의적 관계를 보이고 있는 바, 이것은 제1 대주주가 대리비용을 가져오는 전문경영인에 대한 經營支配의 동기로서 所有集中이 사용되고 있음을 확인시켜 주는 것으로 보인다. 상장기업의 주력상품이 소속된 산업의 상위 4사집중도(CR)는 당해기업이 직면하는 시장구조를 나타내는 대리변수이다. 시장집중도는 소유지분과 약한 負의 관계를 보이고 있는데(80%신뢰수준), 이것은 과점적산업에 속해 있을수록 경영태만으로 인한 대리비용이 저하되어서 소유지분을 증가시

키려는 동기가 완화될 것이라는 추론이 가능하다.²¹⁾

2) 財閥所有集中의 결과

이번에는 재벌소유 집중의 결과를 분석하기 위해서, 먼저 <그림 2>의 모형을 전제로 하여 소유집중과 순이익(자본수익률)간의 단순회귀를 도식화해본 다음, 다중회귀분석결과를 살펴보기로 한다.

<그림 4>는 관계회사지분(AR)과 대주주개인지분(AP)에 대한 자본수익률(NTSH)의 추정값의 궤적을 표시한 것이다. 직선 I은 대주주개인지분의 증가에 따른 자본수익률의 감소관계를 표시한 것이고, 포물선 II는 관계회사지분의 증가에 따른 자본수익률의 변화를 그린 것이다.²²⁾ 이러한 단순결과에 의



註: I은 大株主個人持分, II는 關係會社持分에 대한 다음모형의 추정치.

$$NTSH = 0.09 - 0.003 AP, R^2 = 0.359, D = 2.223$$

$$(3.99)^{**} (4.29)^{**} F = 18.484$$

$$NTSH = -0.17 + 0.0154(AR) - 0.00025(AR)^2 R^2 = 0.492^*$$

$$(4.92)^{**} (4.60)^{***} (3.58)^{**} D-W = 1.979$$

$$F = 15.501^{**}$$

()안은 t값, ***은 99%의 신뢰수준 **은 95% 신뢰수준.

<그림 4> 35대 財閥의 所有集中-純利益曲線(1989년)

21) 이에 관해서는 Jensen and Meckling(1976)의 과점시장 규율론과, 독점의 실질적 비용이 가격왜곡보다는 조직상의 결함에 기인함으로써(Leibenstein(1966)) 경쟁적시장이 경영자를 보다 효율적으로 규율할 수 있다는 경쟁시장규율론에 대한 논쟁으로 설명되고 있다(Holmstrom and Tirole(1989), p.95).

22) 각모형에 대해 선형과 비선형의 관계를 추정해본 결과, 대주주개인지분에 대해서는 負의 선형 관계가, 그리고 관계회사지분에 대해서는 그림과 같은 2차함수형태가 각각 유의성이 높았다.

하면, 대주주개인지분의 증가는 순이익을 감소시키고, 관계회사지분의 증가는 순이익을 증가시키다가 약 31%이상에서부터는 순이익을 감소시키고 있음을 알 수 있다. 그러므로 만일 실질적인 지배(주식지배와 경영지배)를 달성하고자 할 때 관계회사지분은 일정수준까지 매우 유리한 수단이 될 것이다.

재별자료를 이용한 <表 5>는 소유지분 (LAT, LAR, LAP) 이외에 규모 (LnSH), 불안정성(STD), 부채비율(DA) 등이 포함된 모형의 실증결과이다. 부가가치자산비율(VDAS)도 종속변수로 사용한 것은 所有集中이 총자본생산성에 미치는 효과를 보기위함이다.

먼저 불안정성요인(STD)은 자본수익율(NTSH)을 감소시키는 요인으로 작용하고 있다. 즉, 재별의 환경적 불안정성이 클수록 주주의 투자성과도 낮아질 수 밖에 없다.²³⁾ 그러나 자본규모(LnSH), 부채비율(DA), 자본집약도(KL) 등은 자본수익률과 유의적 관계를 보이고 있지 않다.

<表 5> 所屬集中의 結果(財閥)

(WLS)

	NTSH	NTSH	NTSH	VDAS	VDAS	VDAS
CONSTANT	-0.18 (0.54)	0.26 (0.82)	-0.35 (1.01)	0.372 (1.76)*	0.43 (1.87)*	0.37 (1.74)*
LnSH	0.01 (0.46)	-0.01 (0.62)	0.03 (1.26)	0.00 (0.22)	-0.01 (0.56)	-0.00 (0.31)
STD	-4.72 (2.60)**	-2.68 (1.57)+	-5.96 (3.29)***	-0.98 (0.85)	-0.38 (0.30)	-0.54 (0.50)
DA	0.10 (0.65)	-0.05 (0.29)	0.19 (0.85)	-0.12 (0.86)	-0.14 (1.02)	-0.11 (0.85)
KL	-0.03 (2.13)**	0.00 (0.43)		-0.03 (2.28)**	-0.03 (2.27)**	-0.03 (2.17)**
LAP				0.00 (0.41)		
LAR		0.04 (3.88)***			0.00 (0.48)	
LAT			-0.03 (0.98)*			-0.00 (0.43)
R ²	0.499	0.618	0.439	0.754	0.755	0.754
D-W	2.347	1.877	2.357	1.993	1.874	2.015
F	5.776***	9.383***	4.538***	17.777***	17.873***	17.777***

註 : <表 2>와 동일

23) 역시 Demsetz and Lehn(1985)의 결과와 동일하다.

所有集中의 효과를 살펴보면, 대주주개인지분(LAP)은 자본수익률(NTSH)에 대해서 95%의 신뢰수준수준하에서 負의 관계가 발견되고, 관계회사지분(LAR)은 자본수익률에 대해서 99%의 신뢰수준으로 正의 관계를 가지고 있다. 즉, 주주의 투하자본가치에 대한 당기순이익비율의 결정요인으로는 역시 소유지분이 가장 중요한 요인이 되고 있으며, 따라서 所有集中의 동기를 추정할 수 있다. 즉, 관계회사지분에 의존하는 所有集中의 비용이 대주주개인 지분에 의한 소유집중의 비용보다 낮기 때문에 소유집중을 위한 수단으로 어느 것을 선택하느냐에 따라서 그 효과가 달라질 수 있다는 것이다. 이 때 관계회사지분의 증가로 인한 순이익의 증가중에는 일부 株式支配의 결과와 그리고 나머지의 經營支配의 결과가 섞여 있는 것으로 추정할 수 있다. 이러한 결과는 앞의 〈그림 4〉를 통한 단순분석과 일치하고 있다.

다음에는 〈表 5〉에서 부가가치자산비율(VDAS)을 종속변수로 설정한 모형을 보자. 대부분의 설명변수들은 자본집약도(KL)를 제외하고 거의 비유의적인 결과를 보이고 있다. 무엇보다도, 이 모형에서 보고자하는 소유집중과 부가가치생산성과의 관계가 모두 비유의적관계를 보이고 있는 것이 흥미롭다. 이것은 소유지분의 증가(특히 관계회사지분의 증가)가 대주주의 자본생산성(NTSH)에는 영향을 줄 수 있지만, 재벌전체의 총자본생산성(VDAS)에는 아무런 작용을 하지 못함을 의미한다. 따라서 所有集中현상은 자원의 효율적 사용과는 무관한 '分配의 문제'에 불과하다²⁴⁾는 추정도 가능할 수 있다.

다음의 〈表 6〉은 동일한 모형을 상장기업자료를 이용해 회귀분석한 결과이다. 여기서는 자기자본규모의 불경제성이 보다 현저하게 드러나고 있으며, 대부분 재벌자료의 분석결과와 같다.

불안정성(STD)이 높은 상장기업일수록 자본수익률(NTSH)이 유의적으로 낮아지고(90%신뢰도) 부가가치생산성(VASA)은 독립적인 것으로 나타났다. 이는 앞의 재벌의 경우와 일치하여 상장기업수준에서도 환경적 불안정성요인이 경영자감시비용을 증가시키고 따라서 경영지배를 약화시켜서 주주의 자본수익률을 저하시키는 요인이 되고 있음을 말한다. 반면에 부가가치생산성은 환경적 요인보다는 여타요인(규모, 자본집약도 등의 기업내부적 성격)에 의존함을 추정할 수 있다. 경영자더미(MANAGER), 재벌소속유무(G) 등은 자본

24) Pitelis and Sugden(1986)은 소유구조의 문제를 분배문제로 귀착시키고 있다

수익률과 부가가치생산성에 대해 각각 비유의적인 관계를 가지고 있다.

끝으로 제1 대주주지분(LA)이 수익성지표에 대해 독립적인 관계를 보이고 있는 것도, 대주주에 의한 소유집중이 순이익을 증가시키지 않는다는 앞의 분석결과와 유사한 함의를 가지고 있다.²⁵⁾

〈表 6〉 所有集中의 結果(上場企業)

說 明 變 數	NTSH(WLS)	VDAS(OLS)
CONSTANT	0.37 (6.17)***	0.52 (4.54)***
LnSH	-0.04 (5.42)***	-0.02 (1.51)+
STD	-0.01 (1.76)*	0.00 (0.34)
KL	0.00 (1.43)+	-0.00 (1.96)*
MANAGER	0.01 (1.27)	0.02 (0.60)
G	0.00 (0.08)	-0.00 (0.01)
LA	-0.00 (0.73)	-0.02 (1.35)+
R ²	0.197	0.042
D-W	1.946	2.061
F	12.103***	2.212**

註 : LA=OWNP의 로그전환지수, 기타 〈表 4〉와 동일-.

V. 맺음말

지금까지 재벌소유집중의 원인과 결과를 이론적·실증적측면에서 분석하였다. 본 결론에서는 이와같은 실증분석결과들을 토대로 韓國財閥에 있어서의 所有集中의 의의를 살펴보도록 한다.

일반적으로 所有集中의 동기는 株式支配와 經營支配에 있다. 한국의 재벌에 있어서 所有集中은 이와같은 목적을 달성하는 수단이 되고 있다. 그동안 고도 성장과정에서도 한국의 재벌들은 상당부분의 자금조달을 부채형태에 의존함으로써 소유분산이 이루어지지 못하였다. 뿐만 아니라 주식형태로 조달하더라도

25) 다만, 여기에는 제 1대주주 이외의 친인척 및 특수관계인이 제외되어서 실질적인 소유집중의 효과가 미약하게 드러난다는 한계를 가지고 있다.

재벌의 다변화된 기업조직형태로 인해서 계열기업들간의 출자가 용이하므로 여전히 株式支配와 經營支配가 가능한 과도한 所有集中을 유지할 수 있었던 것이다.

이와같은 재벌의 소유집중을 그 내용에 따라서 대주주개인지분과 관계회사지분으로 나누어 보면, 재벌소유집중의 의의가 보다 명확해 진다. 즉, 자기자본조달규모가 클수록 대주주개인지분은 분산되고 관계회사지분은 오히려 비중이 커지는 경향이 발견되었다. 여기서 관계회사지분은 재벌의 성장과 함께 지배를 여전히 유지하기 위한 중요한 수단으로 활용되고 있는 것이다. 특히 株式支配를 위해서는 대주주개인으로의 소유집중이, 그리고 經營支配를 위해서는 관계회사로의 소유집중이 중요한 수단이 되고 있다. 이것을 과거경험에 비추어 보면, 특혜금융이 온존할 때는 저리의 부채조달로서 소유분산이 저지되어 주로 주식지배에 의존하였으나, 이후 정책금융이 축소될 때는 계열기업들의 출자로서 주식지배와 경영지배를 통한 지배구조가 유지되었던 것으로 추정할 수 있다.

그밖에도, 재벌의 환경적불안정성이 높을수록 대리인(계열기업경영자)에 대한 감시비용이 증가하므로 주인(대주주)의 경영자규율이 저하되고 따라서 경영지배가 약화되고 있다. 또한 재벌에 있어서 資金調達의 수단도 다양화되고 있다.

한국재벌의 所有集中은 결과적으로 대주주에게 지배이익을 가져오지만, 재벌의 생산적 효율성과는 거의 무관한 것으로 보인다. 비용·편익분석에 따르면, 특히 관계회사에 의한 소유집중이 이와같은 經營支配의 이익을 달성하는 주요 수단이 되고 있지만, 부가가치생산성의 증가를 가져온다는 증거를 발견하지 못하였다. 대주주개인에 의한 소유집중은 기본적으로 주식지배를 위한 근거로 사용되지만, 과도한 대주주지분증가는 오히려 주주의 투자수익을 감소시키는 요인으로 작용하고 있다. 그러므로 韓國財閥에 있어서 所有集中의 문제는 생산적 효율성과는 거의 무관한 分配상의 문제로 귀결되고 있으며, 이러한 의미에서 財閥所有集中은 韓國의 經濟力集中에 있어서 중요한 의의를 가질 것이다.

參 考 文 獻

1. 金基台, “韓國의 産業組織研究 : 그 展開와 方向,” 『産業組織研究』, 第1集 (創刊號), 韓國産業組織學會, 1992.
2. 金基台·洪賢杓, “經濟力集中의 寄與要因 分析,” 『韓國經濟』, 19卷 1號, 成均館大 産業研究所, 1992.
3. 劉承旻, “우리나라 企業集團의 所有·經營構造와 政策對應,” 『韓國開發研究』, KDI, 1992.
4. 尹桂燮, “韓國企業의 所有와 經營의 분리 및 그 효과에 관한 연구,” 『經營研究』, 서울대, 1990.
5. 李奎億·李在亨, 『企業集團과 經濟力集中』, KDI, 1990.
6. 鄭求鉉, 『韓國企業의 成長戰略과 經營構造』, 大韓商議, 1987.
7. 趙東成, 『한국재벌연구』, 每經, 1990.
8. 洪賢杓, “企業集團의 構造 戰略 및 成果에 관한 研究”, 成均館大 博士論文, 1991.
9. _____, “韓國企業集團의 資本構造와 系列融資에 관한 연구,” 『産業論叢』, 仁川大, 1992(a).
10. _____, “韓國企業集團의 效率性分析,” 『1992年度 韓國産業組織學會 定期學術 大會論文集』, 1992(b).
11. 服部民夫, “韓國과 日本의 大企業그룹 比較—所有와 經營을 중심으로,” 『韓國企業의 所有와 經營』(이학중, 정구현 編), 法文社, 1986, pp. 149~203.
12. Moskowitz, k., “韓國私企業의 所有와 經營,” 『韓國 企業의 構造와 戰略』(이학중, 정구현 編), 法文社, 1986, pp.135~147.
13. 正木久司, 『株式會社支配論의 展開』, 文眞堂, 1983.
14. 三輔芳郎, “韓國財閥의 株式所有와 ‘はえぬき’型傳門經營者の 役割”, 『財閥의 比較的 研究』(同志社大學人文研 編), ミネルウア書房, 1985.
15. Baran, P., and P.Sweezy, 『독점자본』, 최희선 譯, 한울, 1984.
16. Berle, A.A., and G.C., Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York : Macmillian, 1932.
17. Cubbin, J. and D.Leech, 1983, “The Effect of Shareholding Dis-

- person on the Degree of Control in British Companies : Theory and Evidence," *Economic Journal* 1983. pp.351~369.
18. Demsetz, H., "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Econ.* 26, June, 1983, pp.375~90.
19. _____, H. and K.Lehn, "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequence," *Journal of Political Economy*, Vol. 93. Dec, 1985, pp.1155~1177.
20. Fama, E.F., and M.C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics* Vol.26, June, 1983, pp. 327~349.
21. Grossman, S., and O.Hart, "The Costs and benefits of ownership : A theory of vertical and lateral integration," *Journal of Political Economy*, Vol.94, 1986, pp.691~719.
22. Holmstrom, B.R., and J.Tirole, "The Theory of the Firm," *Handbook of Industrial Organization*, Vol. I., Schmalensee, R., and Willig, R.D(eds.), Elsevier Science Publishers B.V., 1989, pp. 61~133.
23. Jacquemin, A.P., and C.H.Berry, "Entropy Measure of diversification and Corporate growth," *JIE*, June, Vol.27 No.4., 1979, pp. 359~369.
24. Jensen, M.C., and W.H.Meckling, "Theory and the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Struture," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, Oct., 1976, pp.305~60.
25. Leech, D., "The Separation of Corporate Ownership and Control : A New Look at the Evidencle of Berle and Means," *Warwick Economic research papers* No.247,(vised), 1984.
26. _____, "Ownership Concentration and the Theory of the firm : A Simple-Game-Theoretic Approach," *JIE*, Vol.35 No.3, March 1987(a), pp.225~240.
27. _____, "Ownership Concentration and Control in Large US Corporations in the 1930S : An Analysis of the TNEC Sample,"

- JIE*, Vol.35, No.3, March, 1987(b), pp.333~342.
28. Leibenstein, H., "Allocative Efficiency vs. 'X-Efficiency'," *American Economic Review*, Vol.56. June, 1966, pp.392~415.
 29. Markowitz, H.M., *Portfolio Selection; Efficient Diversification of Investment*, N.Y. : John Wiley and Sons, 1959.
 30. Pitelis, C.N., and R.Sugden, "The Separation of Ownership and Control in the Theory of the Firm," *International Journal of Industrial Organization*, 1986, pp.69~86.
 31. Prais, S.J., *The Evolution of Giant Firms in Britain—A Study of Concentration in Manufacturng Industry in Britation 1909~1970*, Cambridge Univ. Press, 1981.
 32. Sawyer, M.C., *Theories of the Firm*, Weidenfeld and Nicolson : London, 1979.
 33. Williamson, O.E., "The Vertical Integration of Production ; Market Failme Consideration," *American Economic Review*, Vol.61 No.2, 1971, pp.112~123.
 34. _____, *Markets and Hierarchies ; Analysis and Antitrust implication*, 1975.
 35. _____, "The Modern Corporation : Origins, Evolution and Attributes," *Journal of Economic Liberature*, Dec., V,XIX, 1981, 1537~1568.