

# 二重經濟構造下에서의 危險-收益相置關係에 관한 研究\*

崔 承 斌\*\*

## 〈目 次〉

- I. 서론
- II. 위험-수익관계에 관한 재무이론적 접근방법
- III. 이중경제구조와 위험-수익관계
- IV. 이중경제구조하의 위험-수익관계에 관한  
실증분석
- V. 요약 및 결론

## I. 서 론

증권시장은 진입장벽이 거의 존재하지 않을 뿐 아니라 잘 분산투자된 포트폴리오간의 完全代替性 때문에 그동안 완전경쟁시장의 전형적인 예로 간주되어 왔다. 또한 투자가의 완전하고 동일한 정보, 合理的인 評價能力(REH)을 전제할 경우 투자자들 사이의 경쟁과 아비트라지활동이 주가를 그 본질가치에 접근하도록 한다는 것이 전통적인 財務理論 또는 財務經濟學(financial economics)이 취하는 기본입장이다.

물론 시장이 완전히 효율적이라면 異例的 現象들(stock market anomalies)에서 지적되고 있는 기업규모에 따른 실물시장에서의 독점력이나 상대적 효율성변화로 인한 준지대의 변화에 관해 예상되는 정보는 유통시장에서 주가에 즉시 반영될 것이기 때문에 실물시장의 산업구조는 규모와 관련한 초과수익의 존재를 설명해 주지는 못한다.

그러나 금융경제가 실물경제에서 일어나는 사건들을 즉각적으로 반영해

\* 본 논문에 대해 유익한 논평과 조언을 주신 익명의 심사자들에게 감사드립니다.

\*\* 아세아투자자문 자문위원, 고려대 강사

주지 못하는 비효율적 시장상황하에서는 산업구조의 차이에 의해 기업성과의 차이를 설명해 볼 수 있을 것이다.

본 연구에서는 그 동안 위험-수익상치관계의 맥락에서 관찰되고 있는 주식시장의 이례적 현상들이 CAPM에서 가정하고 있는 시장의 완전성 및 정보의 완전성과는 현실적으로 괴리가 있을 수 있다는 점에서 전통적 재무이론에서의 危險構造보다는 市場構造의 不完全성이 企業成果指標에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 이를 위해 기업성과지표로는 회계적 이익률이외에 재무이론에서 많이 이용하고 있는 주가수익률<sup>1)</sup>로 규정짓고, 기업의 시장구조 특히 企業規模와 結合市場占有率(joint market share)의 의해 정의되는 二重競爭의 經濟構造가 이들 수익성에 미치는 영향을 이론적, 실증적으로 분석해 보고자 한다.

## II. 위험-수익관계에 관한 재무이론적 접근방법

위험자산의 평균수익률을 설명하는 문제에 있어서는 지금까지 크게 두가지의 재무이론적 접근방법이 제시되어 왔다.

### 1. 내부적 이론과 외부적 이론

위험-수익 相置關係(trade-off)를 설명하는 이론에는 위험자산의 수익률에 관한 확률분포가 갖는 몇가지 통계적인 특성(파라미터)에 의해 기대수익을 설명하려는 內部的 理論(internal theory)과, 수익률이 갖는 분포이외의 정보를 이용하여 위험자산의 가격결정관계를 설명하려는 外部的 理論(external theory)으로 대별될 수 있다. 전자의 경우는 완전경쟁적이고 불확실한 시장에서 위험-수익상치관계로 위험자산의 가격결정을 설명하려는 理論

1) 효율적 시장(EMH) 또는 합리적 기대(REH)가 성립한다면<sup>2)</sup> 수익성과를 현금흐름 기준에 의해 표현하든(주가수익률), 회계적 기준에 의해 표현하든(ROE, ROA) 정보의 완전하고 충분한 공개만 이루어 진다면 투자자의 입장에서는 큰 차이가 없다. 그러나 주가수익률이 체계적 위험 하나의 요인에 의해 완전히 설명되지 않는 이른바 이례적 현상들이 존재하는 상황하에서는 통계적 요인이나 시장 미시구조적 요인에 의한 지금까지의 설명노력 이외에 체계적 위험의 실물적 결정요인에 의한 설명을 시도하는 것도 의미 있는 일로 생각된다.

的 接近方法으로서 수익률의 분포가 갖는 특성치, 즉 기대수익률을 위험의 선형관계로 설명하고 있다는 점을 특징으로 하고 있다.

이의 대표적인 이론으로 그동안 많은 관심을 끈 것은 Sharpe(1964), Lintner(1965)의 CAPM, Black(1972)의 CAPM, 그리고 Ross(1976)의 APM이다. 이들 이론은 각기 위험을 적절히 정의된 헤징포트폴리오 수익률과의 분산-공분산행렬로 정의하고 있다.

반면 후자의 대표적인 예로는 Chen, Roll과 Ross(1983)에 의한 實證的 研究方法으로서 이들은 거시적인 경제변수들을 이용하여 資産의 價格決定關係를 설명하고 있다.

물론 이들 두 이론은 상호보완적인 관계에 있지만 그동안의 실증적 연구들은 외부적인 영향요인들이 자산의 가격에 영향을 주는 방식을 이론적으로 규정짓고 있는 큰 장점 때문에 내부적 이론에 크게 의존해 왔다. 그러나 1980년대 이후에는 CAPM과 같은 내부적 이론의 테두리에서 발견되고 있는 企業規模效果등의 원인에 관하여는 명확히 규명되고 있지 못한 실정에 있다.

따라서 이러한 현상을 규모와 관련하여 차이를 보일 수 있는 정보구조의 차이나 시장구조적 특성에 의해 설명하려는 외부적 이론의 접근방법도 의미 있는 일이라 생각된다.

## 2. 시장구조와 체계적 위험의 이론적 관계

Markowitz-Tobin(1958)의 포트폴리오이론은 처음에는 거시경제학자들에 의해 전개되었다. 그러나 재무분야에서의 지금까지의 CAPM에 관한 실증적 연구는 시장구조가 완전경쟁적인 상황하에서, 그리고 정보에 대한 장벽이 없다는 전제하에서 개별경제주체인 투자자들이 어떻게 행동하게 될 것인가 하는 미시적 분석방법에 거의 의존하여 왔다.

그러나 정보소유의 불균형은 주식의 종류에 따라 진입장벽의 차이를 초래하고 따라서 제품 질에 대한 동질성을 가정하는 完全競爭市場과는 거리가 있다. 또 완전경쟁시장하에서는 수익률차이가 존재하지 않지만 실제의 연구 결과들은 비록 일관성 있는 결론은 없지만 기업규모에 따른 수익성 차이가 존재함을 확인하고 있다. 결국 실물시장에서의 진정한 수익가치에 관한 모

든 정보가 금융시장에서의 주가에 충분히, 즉각적으로 반영된다는 전제하에서 측정되고 있는 市場模型(market model)에 의한 체계적 위험척도는 불완전 시장구조하에서는 금융상품의 질을 적절히 평가해 주는 척도라고 보기는 어렵다.

이러한 관점에서 여기서는 우선 재무이론에서의 수익성 결정요인인 체계적 위험척도와 실물시장에서의 수익성결정요인으로 언급되고 있는 기업규모, 시장지배력등 시장구조와 관련한 경제적 특성과는 이론적으로 어떤 관련을 갖는가를 검토한다. 그 다음 시장지배력, 기업규모와 수익성간의 관계에 초점을 맞춘 產業組織 및 二重經濟의 競爭構造에 관한 그동안의 연구들을 살펴 봄으로써 실증연구의 기초로 삼고자 한다.

#### (1) 시장지배력과 체계적 위험

市場支配力은 보통 1개의 기업 또는 소수의 기업군이 시장성과, 특히 가격과 수익률, 제품특성, 기술혁신 등에 영향력을 행사할 수 있는 능력을 말한다.

수익률의 차이를 설명하는 체계적 위험은 이러한 시장지배력에 의해 영향을 받을 수 있으며 따라서 체계적 위험을 결정하는 요인들이 규명되지 않는 상태에서 얼마만큼의 수익률차이가 이러한 위험요인이외의 시장지배력에 의해 설명될 수 있는가는 규명하기 어렵다.

體系的 위험과 市場支配力사이의 관계에 대한 방향과 크기에 관하여는 여러 결과가 제시되고 있지만 Subrahmanyam과 Thomadakis(1980)에 의하면 현금흐름의 위험수준이 일정한 상태에서는 그 위험원인에 관계없이 일반적으로 시장지배력과 체계적 위험사이에는 부의 관계가 존재함을 보이고 있다.<sup>2)</sup>

따라서 體系的 危險要因이 수익률의 차이를 완전히 설명해 주지 못하는 상황하에서는 시장지배력의 차이에 의해 수익률차이의 설명을 시도해 볼 수 있을 것이다. 그러나 문제는 Lerner(1934)의 獨占力 指數에 의해 측정되고 있는 시장지배력이 공식적으로 이용할 수 있는 자료로부터는 구하기 어렵기

2) M. G. Subrahmanyam and S. B. Thomadakis, "Systematic Risk and the Theory of the Firm," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.94(1980), pp. 437-451.

때문에 이러한 관계가 현실적으로 추정가능한 형태로 전환되기 위해서는 시장지배력을 결정하는 요인들이 먼저 규명되어야 한다. 이를 위해 여기서는 기존 산업조직분야의 연구결과들을 참고하고자 한다.

## (2) 산업조직(10)에 관한 기존의 연구

쿠르노(1838)이론에 의하면 경쟁기업의 생산량이 고정되어 있을 경우, 企業의 數와 價格은 역의 관계에 있게 된다. 따라서 선도기업의 시장점유율과 수익성 또는 상대적인 기업규모와 수익성 사이에는 정(+)의 관계가 존재하게 된다. 특히 Stigler(1964)는 市場支配力假說에 의해, Demsetz(1973)등은 效率性假說에 의해 이러한 정의 관계가 기대될 수 있다는 주장이다.

전통적인 市場構造-企業行動-市場成果(S-C-P)의 패러다임속에서 수익성의 차이를 설명하고자 한 산업조직(10)분야의 연구에서 지금까지 논의되고 있는 가설들을 요약하면 다음과 같다.<sup>3)</sup>

- 1) 높은 판매자집중율에 의한 독점력(Bain, 1951)
- 2) 높은 판매자집중율과 진입장벽(Mann, 1966; Weiss, 1969)
- 3) 절대적 또는 상대적인 기업규모에 의한 효율성(Demsetz, 1973)
- 4) 위험차이에 의한 수익률차이 : 독점력이나 효율성보다는 위험회피형투자자들에 대한 정의 위험보상으로 간주(Fisher와 Hall, 1969; Stigler, 1963)
- 5) 광고집중율에 의한 제품차별화 내지 진입장벽(Schmalensee, 1972)
- 6) 성장율(Brozen, 1971)

한편 투자자본의 회계적 수익률로 측정되는 수익성과 기업규모에 초점을 맞춘 대표적인 産業組織論的 研究로는 Steckler(1963), Hall과 Weiss(1967), Samuels와 Smyth(1968), Shepherd(1975), 그리고 Gale(1975)을 들 수 있다.

이들 연구결과들중 일부는 소기업등이 대기업보다 높은 수익률을 실현한다는 점을 보여주며, 또 다른 연구인 Hall과 Weiss의 연구에 의하면 유리한 투자기회가 있더라도 자금조달상의 어려움으로 인한 금융장벽때문에 소기업

3) 1938년에서 1970년대까지의 수익률차이에 관한 연구들은 시장지배력, 수요공급조건, 기업규모변수로 요약될 수 있으며 주된 연구로는 시장지배력-수익률차이에 관한 가설로서의 대표적인 연구로는 Bain(1956), Demsetz(1973)등이 있다.

의 수익률이 대기업보다 낮다는 결과를 제시하고 있다. 그러나 이들 연구결과들은 위험의 차이를 적절히 고려해 주지 못했을 뿐더러 자료 또한 비교적 대기업에 편중되어 검토되었다는 한계를 지니고 있다. 그러나 연구결과들은 대체적으로 기업의 규모가 작을수록 회계적 이익의 변동성이 크고 이러한 변동성은 곧 체계적 위험을 나타내 주기 때문에 소기업의 위험이 높게 되고 결과적으로는 높은 수익률이 요구될 것이라는 점에는 의견의 일치를 보이고 있다.

더욱 중요한 것은 기업규모 및 시장지배력과 주식수익률의 관계에 관한 Sullivan(1978)의 연구로서 이에 의하면 市場支配力(기업규모나 집중율)이 큰 기업일수록 체계적 위험이 작게 된다는 것이다. 그 결과 위험조정후의 수익률과 기업규모 및 시장지배력과는 아무런 유의적인 관계를 발견하지 못하였다. 이러한 결과는 Banz(1981)의 결과와는 상반되는 것으로 이는 Sullivan의 연구에서는 소기업들을 포함시키지 않았을 뿐더러 위험조정의 통계적 방법이 완전하지 못한 결과로도 볼 수 있다.

기업규모별 주식수익률에 관한 Sullivan, Banz, Reinganum의 연구결과들은 주가와 기업특성사이의 관계에 대해 중요한 문제점을 제기해 준다. 즉 소기업의 주가는 대기업보다 나은 가격으로 판매되고, 따라서 보다 높은 수익률을 나타내 주는 증거처럼 보일 수 있지만 이는 투자자들의 소기업에 대한 불공정한 차별 또는 실물시장의 왜곡현상을 의미하는 것으로 볼 수 있을 것이다. 이처럼 소기업 주식을 거래할 경우 실질적으로 투자자들이 부담하게 되는 높은 비용은 수익률의 차이를 어느 정도 설명해 줄 수 있겠지만 추가적인 설명노력이 필요하게 된다.

### III. 이중경제구조와 위험-수익관계

전통적인 경제분석들은 대기업들의 영향력 증가가 경쟁방식에 어느 정도의 영향을 주고 그에 따라 기업, 산업, 또는 거시경제적인 수준에서의 경제적 성과에는 어떤 영향을 주게 되는가에 공통적인 관심을 갖는다.

이들 분석방법들은 크게 세가지 입장으로 대별될 수 있는 바, 첫째는 獨占, 寡占등의 新古典主義의 模型이고, 둘째는 신고전주의적 입장에서 제도적

현실을 도입하여 설명하려는 産業組織分野의 傳統的 研究方法이며, 세제는 경쟁과 그에 따른 기업성과를 분석하기 위하여 기업 또는 산업을 공통적인 특성을 갖는 두개의 기업진단으로 분류하여 분석하려는 二重經濟的 分析方法(dual economy approach)이다.

여기서는 기업을 분석단위로 한 이중경제적 이론에 따라 기업의 현저한 특성 즉, 기업규모의 결합시장점유율(joint market share)에 입각하여 기업들을 중심부기업과 주변부기업으로 나누고<sup>4)</sup>, 이들의 경쟁적 행동유형과 성과 및 시장지배력의 차이를 이론적으로 살펴봄으로써 실증분석을 위한 가설적 기초로 삼고자 한다.

## 1. 중심부-주변부기업이론

기업규모와 시장점유율 기준에 의하면 中心部企業은 경제내의 다른 모든 기업들에 비해 기업규모가 상대적으로 클 뿐 아니라 하나 또는 둘 이상의 산업내에서 상당한 시장점유율을 차지하는 기업들로 정의된다.

현실경제하의 기업들을 이와 같이 특성을 달리하는 두개의 집단으로 분류하여 분석하려는 이중경제구조적 접근방법하에서의 中心部-周邊部假說 또는 主張에 의하면 두개의 서로 다른 수익률 형성을 가져오는 (1)중심부기업들만이 참여하는 경쟁과정과(2)주변부기업들만이 참여하는 경쟁과정의 두가지 체계가 존재하게 된다.

그동안의 우리경제의 성장과정을 살펴보더라도 大規模經濟의 法則에 따라 양산체제를 지향해 왔다. 그 결과 재정금융상의 혜택을 大企業에 집중시키는 獨寡占의 大企業偏重政策을 지속시켜온 것은 부인할 수 없는 현실이다. 물론 양산체제를 지향하는 과정에서 중소기업도 규모이익을 추구해 오기는 하였지만 대기업과의 격차를 해소할 만큼 충분한 것은 아니었다. 오

4) 분석목적에 따라서는 대기업-중소기업, 재벌그룹의 계열기업-비계열기업, 소유자지배기업-경영자지배기업 등 여러 분류기준이 가능하다. 그러나 여기서는 기업의 규모와 시장 집중율이 결합되었을 때의 시장지배력행사가 기업의 수익성에 미치는 영향을 보고자 이러한 특성을 동시에 갖추고 있는 기업들을 중심부기업, 이들 두가지 요건중에 하나라도 결한 기업들은 주변부기업으로 나누어 수익성 결정요인을 살펴보았다. 따라서 앞서의 분류기준과 여기서의 중심부-주변부기준의 분류가 반드시 일치한다고 볼 수는 없다.

히려 대기업과의 유기적 관련성 부족으로 기업규모간의 질적 격차 즉, 二重經濟構造現象을 더욱 심화시켜 왔다.<sup>5)</sup>

특히 이러한 두가지 유형의 경쟁체제는 전통적인 견해와는 현저히 다른 특성을 지니게 되어 중심부기업들간의 경쟁과정의 결과와 주변부기업들간의 경쟁과정의 결과는 차이를 보이게 된다.

이러한 주장에 따르면 중심부기업들간의 경쟁은 주변부기업들간의 경쟁보다 비교적 균등한 수익률의 형성을 가능케 하지만, 주변부기업들의 경우에는 수익률이 보다 이질화하는 경향이 있다. 이는 중심부기업들간의 경쟁에 규모와 관련한 진입장벽 등으로 주변부기업들의 진입이 허용되지 않기 때문이다. 뿐만 아니라 이들 주변부기업은 낮은 수익성으로, 한 산업 또는 산업내의 周邊部 經濟圈에 머물러 있는 것이 보통이고 中心部經濟圈안의 기업들과 같이 여러 산업에 걸친 경쟁에 종사하지 않기 때문이다.

그 결과 중심부기업들의 투자활동은 새로운 진입장벽을 높이게 됨으로써 시장지배력을 증가시키게 되고 수익성에도 직접적인 영향을 주게 된다.

기업규모, 시장점유율과 그에 따른 중심부기업들의 시장지배력 그리고 산업내에서의 이들 기업간의 적극적인 價格競爭 不在등으로 인한 이중경쟁과정의 주된 결과로는 중심부기업들이 주변부 경제권에 속한 기업들의 경우보다 평균적으로 더 높은 수익률을 체계적이고 유의적으로 얻게 된다는 주장이다. 그리고 이러한 중심부기업들의 시장지배력은 주변부기업들의 경우보다, 수익률의 위험을 효과적으로 감소시키게 된다.

결국 중심부-주변부기업이론에 따르면 經濟內的 二重競爭過程이 위험-수익사이에 두개의 서로 다른 관계를 결과케 한다는 주장이다. 즉, 중심부 경제권안에 있는 기업들의 집단이나 주변부 경제권안에 있는 기업들의 집단 모두에 대하여 각각의 집단내에서 위험-수익상치관계가 존재하며 중심부기업들이 주변부기업들의 경우보다 위험-수익 두가지 측면에서 모두 더 나은 결과를 보인다는 주장이다.

## 2. 二重經濟의 競爭理論

5) 변형윤, 김운환 편저, 『한국경제론』, 유봉출판사, 1982, 제 12장 참고



전통적인 IO의 연구 및 분석은 산업간의 경쟁요건보다는 개별산업에 중점을 두어 S-C-P의 일정한 패러다임 또는 분석적 틀안에서 산업정책이나 경제적 성과, 경쟁수준 등의 중요한 문제를 다루고 있다.

반면 중심부-주변부의 이중경제구조의 관점에서는 中心部企業들에 의한 經濟支配가 지속화 되는 경향이 있으며 이들간의 경쟁이 산업간 경쟁의 지배적인 형태가 되어가고 있다. 이러한 관점에서 보면 경쟁은 新古典主義 競爭理論과는 거리가 있게 된다. 신고전주의이론에 의하면 기업들의 분산투자 행동이 경쟁산업을 더욱 경쟁적으로 만들어 사회적 이득을 가져다 준다는 주장이다. 그러나 이보다는 오히려 중심부기업 밖으로부터의 경쟁으로 인한 市場浸透效果로부터 벗어나게 하여 더욱 더 그 산업을 계속해서 중심부기업의 支配下에 놓이게 한다.

그 결과 중심부기업들의 수익률은 경제내 다른 어떤 분야에서 실현되는 것보다 더 높은 수익을 실현하게 된다. 따라서 이중경제이론에서 사용되는 경쟁이론은 전통적인 산업조직의 경우와는 현저히 다르게 되며 중심부-주변부기업집단이 공존하는 경제환경하에서 경쟁이 어떤 방식으로 이루어 지는가 하는 것은 경쟁모형의 세가지 구성요소에 의해 고려될 수 있다.

특히 중심부기업들간의 경쟁은 Galbraith가 지적한 바와 같이 相互尊重的 行動(corespective behavior)으로 나타나게 되며, 이는 대기업의 수가 많은 것보다는 적을수록, 적극적인 가격경쟁에 의한 것보다는 상호존중적 행동에 의한 이득이 증가하기 때문이다.

그 결과 한 산업내 대기업들의 수익성은 절대적인 기업규모 및 시장점유율수준과 함께 증가할 것으로 기대할 수 있을 것이다.

결론적으로 中心部-周邊部企業假說에 의하면 대규모기업과 시장점유율이 결합되어 실물시장의 지배력을 가져올 때, 다른 모든 기업들과는 다른 특성을 갖는 기업들이 존재하게 된다. 중심부기업들은 소기업들이 이용할 수 없는 투자결정을 할 수 있고 이로부터 높은 이득을 취할 수 있게 되는 데, 이는 궁극적으로 보다 높은 진입장벽을 쌓게 되어 보다 높은 수익성에 기여하게 된다. 그리고 중심부기업들이 다른 기업들보다 더 높은 수익을 얻기 위해서는 價格競爭보다는 相互尊重的 行動을 취하여야 한다. 따라서 시장지배력의 결과로 중심부기업들은 주변부기업들보다 더 높은 수익을 유의적으로 실현할 것으로 기대되어 질 수 있다.

한편 주변부기업은 시장지배력도 없고 중심부기업들과 경쟁할 만큼 자원을 갖고 있지 못하기 때문에 적극적인 産業間 競爭은 존재하지 않는다. 다만 자체 산업내에서 다른 주변부기업이나 중심부기업들과만 경쟁하게 된다. 그러나 이러한 産業內 競爭이라는 것도 미미할 정도여서 균등할 수익률형성을 가져올 만큼의 중요성을 갖지 못하며 그 결과 넓은 분포를 갖는 수익률의 차이를 보여 주게 된다.

### 3. 이중경쟁체제하에서의 수익률 형성

#### (1) 위험-수익 상치관계

하나의 경쟁체제하에서의 수익률형성과정은 하나의 위험-수익관계를 결정짓는다는 것이 재무이론 분야에서의 일반적이며 일관된 주장이다.

기업들은 단순히 수익률이라기 보다는 위험조정수익률을 극대화하고자 하며, 산업내 또는 산업간 경쟁행위는 위험조정수익률을 균등화시키는 경향이 존재하게 되고, 그 결과 위험과 수익률사이에는 정(+)의 상치관계가 존재하게 된다.

반면 이중경쟁구조하에서의 수익률형성과정은 두개의 서로 다른 경쟁시스템의 존재로 두개의 서로 다른 위험-수익률관계의 결과를 가져다 주게 된다.

만일 위험이 산업조건과 시장지배력의 함수라고 하면 중심부기업들의 시장지배력은 어느 정도의 산업고유위험을 상쇄시킬 수 있고, 중심부기업으로 하여금 그러한 위험 영향에 대하여 주변부기업들보다 더 성공적으로 지탱할 수 있도록 도와주게 된다. 또한 다른 중심부기업들이나 주변부기업들과의 경쟁에서 장기적인 이윤극대화를 목적으로 하는 中心部企業의 競爭戰略은 수직적 합병, 제품라인의 확대, 보다 집중적인 광고 및 마케팅활동, 여러 업종에 걸친 분산투자를 포함하게 된다. 이러한 경쟁유형은 중심부기업들의 상호존중적 행동이라는 일반적인 맥락에서 볼 때 장기이윤극대화에 필요한 비교적 안정적인 환경을 조성해 주게 되어 위험을 감소시킬 수도 있다. 이들은 또 높은 수익률의 확보에 도움을 줄 뿐 아니라 필요한 경우 풍부한 내부자원 및 외부자원의 이용에도 도움을 주게 된다.

결과적으로 중심부기업들의 市場支配力은 이들로 하여금 위험-수익률사

이에 기대되는 相置關係(trade-off)의 조건을 개선시킬 수 있도록 하여 주며, 다른 기업보다 더 낮은 위험과 높은 수익률을 얻을 수 있도록 도와준다는 주장이다. 이러한 위험-수익관계는 절대적인 기업규모와 특정시점에서의 지배적 위치의 상호작용효과에 의해서 형성된다. 이와 같이 상호존중적 행동에 의해 정의되고 있는 여러가지 경쟁전략들을 통한 중심부기업들의 장기이윤극대화의 성공적 추구는 수익성의 두가지 척도면에서 중심부기업이 주변부기업보다 더 나은 성과의 실현을 가능케 한다.

그러므로 위험과 수익률사이에는 하나의 함수관계로 표시되는 하나의 기본적인 상치관계가 존재하는 것이 아니라 이중경쟁의 경제체제에 따라 두개의 相置關係가 존재하게 된다는 주장이다.

## (2) 전통적 산업조직분석과의 비교

경쟁에 관한 이상의 분석결과 도출될 의미들은 일반적인 산업조직이나 신고전주의 분석의 의미들과는 크게 두가지 측면에서 차이가 있다.

첫째, 中心部-周邊部分分析方法에서는 두개의 서로 다른 수익률형성을 가져오는 이중경쟁과정을 지적하였지만 보통의 분석방법들은 하나의 정상적인 또는 평균적인 수익률을 가져오는 하나의 일반적인 경쟁과정을 언급하고 있다.

둘째, 中心部-周邊部分分析方法에서는 가장 적극적인 산업간 價格競爭活動에 종사하는 기업들은 규모가 큰 지배적 기업, 과점기업들이며 그 결과 이들 기업간에는 비교적 동질적이지만 시장지배력을 갖지 않는 소기업들사이의 경쟁에 의한 수익률과는 다른 수익률형성을 가져오게 된다는 점을 제시하고 있다.

이에 대해 보통의 분석방법에서는 정상적 수익률은 시장지배력을 갖고 있지 않는 기업들 사이의 경쟁과정에 의해 결정된다는 주장이다. 따라서 보통의 분석방법에서는 中心部-周邊部分分析方法과는 정반대의 주장을 하고 있다. 즉, 시장지배력을 갖지 않는 기업들사이의 경쟁과정에 의해 형성되는 수익률은 동질적이고, 一般的인 競爭要因보다는 오히려 특정산업의 조건들에 의해 결정되는 寡占收益率은 매우 이질적이라고 주장하고 있다.

#### IV. 이중경제구조하의 위험-수익관계에 관한 실증분석

이중경제구조는 한 나라의 내부에 특성의 차이를 보이는 두개의 다른 경제가 병존하는 현상을 말한다. 여기서는 산업구조 내부에서의 이중적, 파행적 불균형성장문제를 기업규모별 즉 대기업, 중소기업간의 이중구조적 관점에서 기존 産業組織에서 연구되던 기업수익성 결정요인을 새로운 시각에서 살펴보고자 하는 데 그 의의가 있다.

따라서 기존 산업구조론은 분야에서의 수익성결정요인을 S-C-P의 단순한 인과관계로 파악하기 보다는 지금까지 살펴본 二重構造的인 經濟現實을 고려하여 시장구조-수익성 관계를 실증적으로 분석하고자 한다. 이를 위해 集中率-收益性關係에만 초점을 맞춘 Bain(1951)이후의 초기연구를 지양하고, 집중을 이외의 시장구조변수들을 회귀방정식에 추가로 포함시킨 포괄적 연구를 실시한다.

본 연구에서 살펴볼 내용은 아래의 모형에 대한 회귀분석방법을 적용하여 집중율은 물론 시장구조변수들이 수익성에 미치는 영향을 보고자 한다. 특히 이중경제구조의 관점에서 중심부, 주변부기업집단으로 구분된 두개의 상이한 집단에서 서로 다른 危險-收益相置關係가 존재하는가, 그리고 양 집단에 적용될 模型의 構造的 差異는 존재하는가를 분석하고자 한다.

모형 :

$$R(\text{수익률}) = f(\text{시장집중율, 기업규모, 위험척도, 산업의 매출성장율, 기업-산업간의 성장율차이, 자본집약도})$$

##### 1. 가설의 설정

二重經濟의 競爭理論에 의하면 중심부기업은 주변부기업보다 위험은 낮고 수익률은 높게 되며 집단내의 수익률차이도 중심부기업집단이 작다는 기본 가설의 설정이 가능하다. 이는 다시 다음과 같은 몇가지 가설로 세분해 볼 수 있다.

##### (1) 가설 1

집중된 산업내의 대기업으로 정의되는 中心部企業(core firms)들은 周邊部企業들(periphery firms)의 경우보다 수익률이 크다.

## (2) 가설 2

중심부기업집단에 속하는 기업들의 수익률 分散은 주변부기업집단에 속하는 기업들의 수익률 分散보다 작다.

## (3) 가설 3

중심부기업들은 주변부기업들의 경우보다 위험이 작다.

이는 절대적인 기업규모와 시장지배라는 구조적 요인의 결합효과로 나타나며 위험에 관한 두가지 정의에 따라 위험-수익관계에 관한 다음의 두가지 從假說(subhypothesis)이 얻어진다.

### 종가설 I :

위험을 수익률의 일시적 변동성으로 정의할 때 중심부집단의 기업들은 주변부집단의 기업들보다 위험(TSD)은 낮고 수익률은 높은 보다 유리한 상치관계가 존재한다.

### 종가설 II :

위험을 기업의 레버리지(자기자본/총자산 비율)로 정의할 때 중심부집단의 기업들은 주변부집단의 기업들보다 위험(LVG)은 낮고 즉 부채를 많이 이용하고 수익률은 높다.

## 2. 표본의 선정 및 변수의 정의

회귀모형을 이용하여 위의 가설을 검증하기 위하여는 독립변수와 종속변수를 어떻게 정의하고 측정할 것인가가 먼저 해결되어야 한다.

분석을 위한 표본기간으로는 韓國標準產業分類(KSIC)의 개정에 따라 자료의 일관성을 유지하면서 또 자료의 입수가 가능했던 1985-1987기간을 선정하였으며 각 변수에 대한 측정은 다음의 방식으로 계산해 주었다. 표본기업으로는 1980년 1월 4일 현재 上場 製造業중 100개 기업을 먼저 임의적으로 선정하였으며 다음의 자료입수가 불가능하거나 결산기말의 변경, 업종변경이 있었던 경우를 제외한 79개 기업을 최종 분석대상으로 삼았다.

### (1) 종속변수

企業成果指標의 수익성척도는 ROE, ROA 이외에 추가수익률(HPR)을 이용하였으며<sup>6)</sup> ROE와 ROA는 上場協의 상장기업재무총람에서, 추가수익률자료는 동서증권 상장기업재무분석에서 각각 구하였다.

### (2) 독립변수

수익성에 영향을 주는 기업 및 산업의 특성들중 본 연구에서 고려되는 설명변수들은 다음과 같다.

#### 1) 산업집중율(CR3)

시장지배력을 측정해 주는 시장구조지표로는 경제기획원 鑛工業統計調查報告書의 사업체중심 출하액 자료를 KDI가 多生産物企業(multi-product firm)기준으로 가공한 85년 出荷額 기준의 上位 3社 集中率을 이용하였다.

#### 2) 기업규모

시장구조변수의 하나인 기업규모척도로는 연도말 총자산금액을 사용하였다.

#### 3) 위험척도(TSD, LVG)

위험-수익관계를 보기 위하여 우선은 위험척도로 수익률의 변동성을 나타내 주는 지표로서 1984-1987기간중의 표준편차(TSD)를 이용하였다. 또 영업위험 또는 재무위험가설의 타당성을 보기 위하여 레버리지 척도인 자기 자본 대 총자산의 비율(LVG)을 上場協의 상장회사재무총람으로부터 구하였다.

#### 4) 기타

산업의 매출성장율은 한국은행 企業經營分析에서 표본기업이 속해 있는 산업을 중심으로 細細分類 또는 細分類 기준의 매출성장율을 연도별로 구하

6) 전통적인 산업조직분석에서는 ROE, ROA등의 회계적 이익률이 많이 이용되고 있으나 이는 단기적인 기업성과척도일 뿐 아니라 회계적인 기간손익개념이기 때문에 대체적인 회계처리방법에 따라 여러 수치의 산출이 가능하다는 단점이 있다. 따라서 재무이론에서는 보다 정확한 기업성과 척도로서 장기적인 기업성과를 반영해 주는 현금흐름기준에 근거한 추가수익률 개념이 많이 이용되기 때문에 본 연구에서는 이를 함께 포함시켜 검토하였다.

여 평균치를 사용하였다. 그 다음 기업의 매출성장율과의 차이를 구하기 위하여 매출성장율은 上場會社財務總覽과 企業財務總覽을 이용하였다.

한편 시장구조를 결정짓는 또 하나의 요인으로 진입장벽을 나타내 주는 資本集約度(총자산/매출액)는 기업경영분석(세분류, 세세분류기준)의 총자산회전율에 역수를 취한 값을 사용하였다.

### 3. 분석방법

二重經濟理論에 의하면 자본주의의 불균형적인 성장과정에 따라 한 나라의 경제는 강력하고 집중율이 높으며 자본집약적이고 기술진보적인 산업으로 구성된 中心部集團과 이러한 특성이 결여된 周邊部集團이라는 두개의 서로 다른 산업집단으로 구성되어 있다고 보는 것이 보다 현실적이다.

문제는 이러한 이중경제구조의 관점에서 관련가설을 검증하기 위해 중심부-주변부 집단에 대한 操作的 定意가 내려져야 한다<sup>7)</sup>. 본 연구에서는 Bowring(1986)<sup>8)</sup>의 정의에 따르기로 한다. 이에 의하면 중심부-주변부집단의 경계를 정의해 주는 기업규모와 시장집중율의 임계치가 존재한다는 함축된 의미를 갖게 된다.

따라서 기업규모와 시장집중율기준에 의해 두개의 집단으로 구분해 주기 위해서는 각각의 임계수준이 결정되어야 하며 이를 위해 回歸分析의 方法을 적용하였으며 다음의 절차에 따라 살펴보기로 한다.

첫째, 중심부-주변부집단을 정의하는 기업규모와 시장집중율은 물론 기타

7) 엄밀한 의미에서 이중경제에 관한 하나의 이론은 존재하지 않는다. 우리의 경우에는 중심부집단을 대규모성, 장기계획성, 국제기업, 제품다각화, 시장집중, 수직통합, 경영분권화의 특성들을 갖는 집단으로 정의하고 있다(제 4차 경제개발 5개년계획, 중소기업부분안). 또 Porter의 경우에는 국제경쟁력 분석을 위해 국제무역분류체계에 따른 일정 기준을 정하여 산업을 상부부문, 지원부문, 하부부문으로 분류하고 있다. 따라서 산업의 특성차이를 기존 연구들과서와 같이 재벌그룹의 계열기업과 기타기업으로 나누거나, 대기업과 중소기업으로 나누어 분석하는 것도 의미있는 일이나 여기서는 이중경제를 정의하는 여러 특성들을 묶기 위한 Oster(1978)의 요인분석결과와 분포에 대한 통계적 특성의 검토결과 이중경제의 특성만이 유의적인 요인으로 확인되어 이러한 선행연구의 분류기준을 따라 검토하였다.

8) Joseph Bowring, *Competition in a Dual Economy*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1986.

수익성에 영향을 주는 기업 및 산업의 특성변수들을 포함시킨 다음의 多重回歸方程式을 이용한다.

$$R = a + b_1CR3 + b_2(1/Size) + b_3TSD + b_4LVG + b_5GRI + b_6GRDA + b_7KAPOA$$

단, CR3 = 상위3사집중율

Size = 총자산규모

TSD = 수익률의 일시적 변동성(표준편차)

LVG = 레버리지(자기자본/총자산)

GRI = 산업의 매출성장율

GRDA = 기업과 산업매출성장율의 차이

KAPOA = 자본집약도(총자산/매출액)

R = 수익성과지표(ROA ; 총자산수익률, ROE ; 자기자본수익률,  
HPR ; 주식보유기간수익률)

이러한 회귀모형을 적용, 기업규모의 여러 임계수준에서 CR3의 계수가 극대가 되는 集團分類의 臨界值 즉 기업규모의 임계치(size threshold)를 우선 결정한다.

둘째, 전체 표본기업을 대상으로 CR3를 고집중, 저집중의 더미변수화하여 회귀분석을 실시한다. 이때 시장집중에 관한 여러 수준의 임계치를 정하여 회귀분석한 결과 시장집중중을 더미의 계수가 극대가 되는 集中率의 臨界值(CR3 threshold)를 결정한다.

셋째, 이상의 방법에 따라 얻어진 기업규모와 집중율의 임계치를 기준으로 표본기업들을 中心部-周邊部企業集團으로 구분한다. 그 다음 각각의 집단에 대하여 회귀분석을 실시하여 앞서의 연구가설을 검증하는 동시에 수익성을 설명하는 회귀모형의 구조가 양 집단 사이에서 유의적인 차이를 보이는가를 Chow-F통계량에 의해 검증한다.

#### 4. 분석결과

위에서 언급된 기업규모와 집중율의 臨界值를 기준으로 중심부집단과 주변부집단의 기업으로 표본기업을 구분한 다음, 이들 두집단에서 위험과 수익률의 크기를 비교하였다. 그 다음 각 집단별 회귀분석모형을 이용하여 기업 및 산업특성변수의 수익성에의 영향정도를 살펴보았다.



## (1) 집단간 평균수익률과 위험-수익관계의 분석

ROA, ROE(회계적 이익률) 기준에서 수익률의 크기를 비교하면 미국의 경우와는 달리 주변부기업들이 중심부기업들의 경우보다 더 높은 것으로 나타났다. 다만 85년 HPR(주가수익률)기준에 의한 경우만 중심부기업이 주변부기업보다 수익률이 더 큰 것으로 나타났다. 더욱이 위험척도를 레버리지로 정의할 경우에만 중심부기업들의 저위험-고수익이라는 보다 나은 성과가 발견되었다. 또한 ROA, ROE기준에서 위험을 표준편차와 레버리지로 각각 정의할 경우 중심부기업들의 위험이 주변부기업들보다 작은 것으로 나타났지만 수익률도 전체적으로 낮은 것으로 나타났다.

즉 전반적으로 볼 때 이 기간에 있어서 중심부기업들은 多角化등의 分散投資에 의해 위험수준은 낮았지만 수익성도 낮은 것으로 확인되었다.

따라서 85년 HPR기준의 경우를 제외하고는 전반적으로 가설1은 받아들여지지 않았으며 가설 3은 대체적으로 받아들여졌다. 또한 위험과 수익을 동시에 고려한 종가설 II는 HPR기준 85년의 경우에만 성립하였다.

(표1) 中心部-周邊部集團間 危險-收益의 比較(1985-1987)

(단위: %)

成果 尺度	기간	中心部(core)			周邊部(periphery)		
		Profit	TSD	LVG	Profit	TSD	LVG
ROA	1985	1.6530	0.6703	25.2670	2.4399	1.4406	32.5722
	1986	2.4000	0.7883	25.5100	3.2379	1.4524	32.4050
	1987	2.9214	1.0130	26.6582	3.6588	1.5243	33.4355
ROE	1985	5.9650	3.1942	26.5850	7.0742	4.5547	32.2179
	1986	9.0083	2.8698	25.9367	9.7385	4.6940	32.2257
	1987	10.4975	4.0443	26.6582	11.2380	4.6215	33.4355
HPR	1985	68.1211	37.5215	25.2194	12.9631	35.7464	32.4771
	1986	38.7664	36.4883	25.6200	38.9208	35.6500	34.3725
	1987	23.8173	41.2384	25.3127	62.6100	35.0929	31.9588

## (2) 집단간 수익률분산 차이의 분석

二重經濟理論에 따르면 두 집단내에서의 서로 다른 競爭類型으로 중심부 집단내 기업들의 수익률분산이 주변부집단내 수익률분산보다 작다는 주장이다. 이에 대한 분석결과를 보여 주는 것이 <표 2>의 결과이다.

결과에 의하면 ROE기준 1985년, HPR기준 1985년을 제외하고는 중심부

집단의 수익률 분산이 주변부집단의 수익률분산보다 작은 것으로 나타났고, ROA기준 1986년, ROE기준 1986년, HPR기준 1985년, 1986년, 1987년의 경우에는 적어도 10%수준에서 양 집단간 유의적인 차이가 존재함을 보여 주고 있다. 이러한 결과는 중심부집단내에서의 競爭은 相互尊重的 行動으로 이들 집단내 기업들 사이에 수익률이 큰 차이를 보이지 않고 수렴해가는 경향이 있지만, 주변부기업들의 경우에는 치열한 경쟁으로 인하여 수익률차이가 더욱 벌어지게 되고 이질화된다는 주장은 어느 정도 타당성이 있는 것으로 밝혀졌다. 따라서 가설 2는 부인할 수 없었다.

〈표 2〉 中心部-周邊部集團間 收益率 分散의 比較(1985-1987)

(단위: %)

收益性	기간	core의 분산 (1)	periphery의 분산 (2)	F-ratio (2) / (1)
ROA	1985	4.4597	5.9658	1.3377
	1986	0.9483	6.6967	7.0618 *
	1987	7.5823	9.0517	1.1938
ROE	1985	104.5195	28.7317	3.6376
	1986	13.2103	54.2786	4.1088 *
	1987	57.0825	66.1441	1.1587
HPR	1985	6011.3195	603.9158	9.9539 *
	1986	913.8287	1562.9213	1.7103 *
	1987	549.4805	1892.9286	3.4449 *

\*는 적어도 10%수준에서 유의적임

### (3) 중심부-주변부회귀모형의 분석결과

中心部-周邊部集團에 대한 각각의 회귀분석 결과는 〈표 3〉과 〈표 4〉에 요약되어 있으며, 각 회귀계수들의 부호로부터 다음의 중요한 경제적 의미를 도출할 수 있다.

첫째, 企業成果指標인 위험-수익관계는 위험척도에 대한 회귀계수의 부호에서도 확인할 수 있다. 즉, 위의 회귀분석결과중 특히 중심부집단내의 회귀분석결과를 보면 ROA, ROE기준 1987년을 제외하고는 위험(표준편차)-수익사이에 부의 관계를 보이고 있고, ROE의 85, 86년, ROA의 85년은 통계적으로 의미가 있는 것으로 나타났다. 그러나 87년의 경우에는 모든 수익성 척도에 대하여 中心部-周邊部集團 모두 정의 유의적인 위험(표준편차)-수

〈표 3〉 中心部集團(CORE)에의 回歸分析結果

(단위: %)

獨立變數	模型 1(HPR)			模型 2(ROA)			模型 3(ROE)		
	'85	'86	'87	'85	'86	'87	'85	'86	'87
CONST	415.61	227.82	-283.48	-15.82	6.49	-7.48	-129.7	14.14	-4.12
	1.70	1.32	-1.3	-1.0	0.66	-0.92	-1.62	0.39	-0.12
1/SIZE	-6616.3	-1746.5	2667.0	147.03	1.22	42.81	974.2	129.3	-2.55
	-2.59	-0.95	1.48	0.88	0.01	0.48	1.31	0.39	-0.00
TSD	1.71	0.26	15.97	-2.22	-0.51	1.53	-8.53	-3.78	3.61
	0.11	0.36	2.85	-2.53	-1.12	4.75	-2.19	-2.30	2.75
LVG	3.43	0.48	2.54	0.22	-0.02	0.14	1.44	-0.22	0.22
	1.76	0.73	1.66	1.89	-0.30	3.61	2.09	-0.76	1.41
GRI	3.47	-0.38	-0.92	0.08	-0.01	0.01	0.57	0.09	0.12
	5.10	-0.50	-1.85	1.71	-0.22	0.28	2.52	0.75	0.80
GRDA	3.70	0.31	1.35	0.01	-0.00	0.03	0.43	-0.00	0.10
	3.29	0.73	4.84	0.26	-0.19	1.44	1.35	-0.11	1.17
KAPOA	17.32	-55.86	40.97	-0.24	-3.12	1.35	13.34	-9.11	3.24
	0.46	-2.15	1.29	-0.11	-2.08	1.13	1.11	-1.74	0.67
R <sup>2</sup>	0.98	0.21	0.96	0.85	0.60	0.74	0.96	0.72	0.44

\* 각 회귀계수 아래의 수치는 t-통계량임

\*\* 수익성 척도(종속변수)에 따라 모형 1, 2, 3으로 구분하였음

〈표 4〉 周邊部集團(PERIPHERY)에의 회귀분석결과

(단위: %)

獨立變數	模型 1(HPR)			模型 2(ROA)			模型 3(ROE)		
	'85	'86	'87	'85	'86	'87	'85	'86	'87
CONST	23.3	289.8	63.6	-4.37	-0.21	-3.95	-6.49	7.38	5.10
	0.51	4.15	0.83	-1.19	-0.06	-0.84	-0.66	0.63	0.42
1/SIZE	-102.7	-2770.1	233.9	45.3	-11.4	21.8	153.6	-20.9	-3.85
	-0.21	-3.65	0.27	1.17	-0.30	0.43	1.46	-0.16	-0.02
TSD	4.49	4.00	9.13	-0.11	0.61	1.13	-0.36	2.01	4.16
	1.70	0.91	1.96	-0.51	3.03	3.86	-0.62	2.81	5.45
LVG	-0.06	0.32	-0.14	0.08	0.11	0.09	0.01	0.06	-0.02
	-0.27	0.81	-0.32	4.81	5.77	3.20	0.34	0.92	-0.34
GRI	0.52	1.85	-1.17	-0.00	0.05	0.07	0.06	0.21	0.20
	1.4	3.23	-1.87	-0.03	1.93	1.84	0.79	2.07	2.01
GRDA	0.24	1.17	0.79	-1.27	0.07	0.09	-0.00	0.30	0.32
	0.98	2.34	1.76	-0.26	3.04	2.66	-0.10	3.44	3.45
KAPOA	-14.1	-39.4	-12.9	-0.23	-0.76	-0.05	-2.00	-3.65	-1.58
	-1.05	-1.73	-0.56	-0.40	-0.72	-0.03	-0.67	-0.99	-0.41
R <sup>2</sup>	0.10	0.38	0.18	0.40	0.55	0.52	0.08	0.30	0.55

주: \* 각 回歸係數 아래의 수치는 t-統計量임

\*\* 收益性 尺度(종속변수)에 따라 모형 1, 2, 3으로 구분하였음

익상치관계를 보여 주고 있다. 더욱이 HPR기준에 의하면 모든 기간, 모든 집단에 대하여 정의 위험-수익상치관계를 보여주고 있어 회계적인 이익수치보다는 경제적 이익개념인 주가수익률이 위험척도와 밀접한 관련을 갖는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

둘째, 기업규모변수는 자본집약도와 함께 수익률수준과 그 변동성에 영향을 미칠 수 있다. 그러나 기업규모에 대한 부호는 일정하지 않고 유의성도 낮기 때문에 이러한 결과만으로는 수익성에의 영향을 단정할 수가 없었다.

셋째, 산업의 매출성장율은 ROE를 수익성 척도로 사용할때 중심부-주변부집단 모두 정의 영향으로 나타났으며 기타의 수익성 척도인〈표 3〉과 〈표 4〉의 결과에서도 유의적인 경우만을 보면 수요성장율이 수익성에 정의 영향을 주는것으로 나타났다. 이 규역(1981)의 연구에 의하면 우리나라의 경우에는 談合의 性格이 짙으므로 수익성과 수요성장율간에는 정의 관계가 예상된다고 보고 있어 이의 연구결과와도 일치하는 것으로 확인되었다.

넷째, 기업의 매출성장률과 산업의 매출성장율간의 차이에 대한 계수를 보면 HPR기준의 경우 수익성에 정의 영향을 주는 것으로 나타났으며 기타의 수익성 척도의 경우에도 유의적인 경우만을 보면 정의 영향을 주는 것으로 나타났다.

다섯째, 이 경의(1986)에 의하면 자본집약도의 차이에서 오는 金融의 二重構造가 産業내의 二重構造의 원인이 됨을 지적하고 있다. 그러나 회귀분석의 결과를 보면 중심부집단의 1986년을 제외하고는 유의성이 없는 것으로 나타났으며, 1986년 중심부집단의 경우에도 부(-)의 유의적인 관계를 보여주고 있다.

끝으로 각 집단에의 회귀방정식 구조가 中心部 經濟圈과 周邊部 經濟圈간

〈표 5〉 中心部-周邊部回歸模型의 構造의 差異 檢證(Chow-F통계량)

	ROA	ROE	HPR
1985	1.149	3.368**	10.75***
1986	1.332	1.297	2.146*
1987	1.229	1.963*	0.691

\* 10%수준에서 유의적

\*\* 5%수준에서 유의적

\*\*\*1%수준에서 유의적

에 차이를 보이는가를 검증한 결과 ROE기준 85, 87년, HPR기준 85, 86년의 경우 두 집단간 차이가 존재함을 확인할 수 있었다.

## V. 요약 및 결론

기존의 재무이론에서는 전통적으로 危險-收益의 相置關係가 성립한다는 危險構造의 측면에서 기업성과를 살펴보는 것이 일반적이다.

그러나 본 연구에서는 전통적 재무이론에서의 위험구조보다는 실물시장구조의 불완전성이 기업성과지표에 미치는 영향을 분석하였다. 특히 S-C-P의 단순한 因果模型보다는 二重競爭의 經濟構造라는 분석적 틀 안에서 위험-수익관계를 살펴보았다. 이는 주식시장의 여러 이례적 현상들이 아직 명확히 규명되지 않는 상태에 있고 또 위험의 정확한 측정이 어려운 상황하에서는 실물경제변수에 의해 수익성의 차이를 설명해 보는 것도 의미있는 일이라고 생각되기 때문이다.

이제 二重經濟構造의 관점에서 살펴본 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 시장구조변수등이 기업수익성에 미치는 영향관계가 中心部-周邊部企業에 따라 차이를 보이는가를 Chow-F통계량에 의해 검토하였다. 그 결과 HPR기준 85, 86년 ROE기준 85, 87년에 있어서 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 따라서 현재 市場支配의 事業者의 선정기준을 기업규모와 시장집중도에 따라 실시하는 것은 어느 정도 타당성이 있어 보인다.

둘째, 중심부기업집단에 있어서 예상되었던 저위험-고수익이라는 보다 나은 성과는 전반적으로 발견되지 않았다. 다만 위험을 레버리지로 측정할 경우 85년 HPR기준의 경우에 있어서는 中心部-周邊部이론의 주장대로 저위험-고수익의 보다 나은 성과가 발견되었다.

셋째, 일반적인 부채비율의 역의 척도로 사용된 레버리지 비율은 중심부 집단의 경우 더 낮음이 확인되었다. 즉 규모가 크고 市場支配力행사도 가능한 기업들의 부채비율이 높음을 알 수 있었다. 이는 그동안 대기업에 편중되었던 금융지원이 실물부문에서의 산업구조편중을 가져오게 한 하나의 요인이 되었음을 시사하는 것으로 볼 수 있다.

넷째, 각각의 집단에 있어서 레버리지의 선택은 그 기업이 처한 영업위험의 정도에 의해 영향을 받는다는 영업위험가설을 기각할 수 없었다.

다섯째, 중심부집단내 기업들의 수익성은 상호존중적 경쟁행동으로 주변 부집단내 기업들의 수익성 차이보다 작게 되다는 가설이 입증되었다.

본 연구는 二重經濟構造라는 경제현실을 고려하여 전통적인 위험-수익관계를 재조명해 보았다는 데 그 의의가 있다. 그러나 본 연구에서는 市場構造를 측정하는 지표로 사용되는 상위3사 집중율(CR3)도 기업수준에서의 연구를 진행시킬 경우 각 기업이 속하는 산업을 정확히 분류하기는 어렵다는 기존 산업조직분야의 연구들에서 지적되고 있는 난점을 극복할 수 없었다. 또한 이중경제가 갖는 여러 특성의 존재로 이를 분류하는 기준에 따라서는 결과에 차이가 있을 수 있다는 점이 본 연구의 또 하나의 한계점으로 지적될 수 있다. 따라서 앞으로의 연구에서는 이러한 난점의 극복과 함께 표본을 늘려 시장구조의 불완전성은 물론 所有構造가 기업행태, 기업성장에 미치는 영향도 함께 고려하는 것이 바람직할 것이다.

### 參 考 文 獻

- 1) 변형윤, 김윤환 편저, 『한국경제론』, 유풍출판사, 1982.
- 2) 신의순, “한국제조업의 시장구조와 이윤성간 상호관계의 실증적 연구,” 『산업과 경영』 제 20권, 제 2호, 연세대학교 산업경영연구소, 1983.
- 3) 윤창호, 이규억 공저, 『산업조직론』, 법문사, 1985.
- 4) 이경의 저, 『경제발전과 중소기업』, 창작사, 1986.
- 5) 이규억, 『시장구조와 독과점규제』, 연구총서, 1987, 한국개발연구원.
- 6) 이규억 외, 『한국제조업의 산업집중분석』, 연구보고서, 1984년, 한국개발연구원.
- 7) 이규억, 이재형, 김재훈, 『시장과 시장구조』, 연구보고서, 1984, 한국개발연구원.
- 8) 이대근, “한국공업구조변동에 관한 일고찰,” 『한국경제』, 성대논문집 제 12권 제1호, 성대, 한국산업연구소, 1984.
- 9) 이형순, 『한국경제의 수량분석』, 박영사, 1974.
- 10) 임양택, “산업집중도의 결정요인 및 변화요인과 최적기업규모에 관한 연구,” 한국경제연구원, 1988.
- 11) ———, “우리나라 산업구조의 변동추이와 문제점 및 개선방향,” 한국

경제학회, 1985.

- 12) 최승빈, “산업구조의 이중성이 기업수익성에 미치는 영향에 관한 연구” 박사학위논문, 고려대학교 대학원, 1989.
- 13) Averitt, Robert A., *the Dual Economy*. New York: W. W. Norlton, 1968.
- 14) Banz, R., “The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks,” *Journal of Financial Economics* 9, 1981, pp. 3-18
- 15) Bowring, J., *Competition in a Dual Economy*. Princeton, New Jersey, Princeton University Press, 1986.
- 16) Brown, P., A. Kieidon and T. Marsh, “New Evidence on the Nature of Size-Related Anomalies in Stock Prices,” *Journal of Financial Economics*, 1983.
- 17) Brozen, Yale, “Bain’s Concentration and Rates of Return Revisited,” *Journal of Law and Economics* 14,(October 1971), pp. 351-69.
- 18) Caves, Richard, B. T. Gale, and Michael Porter, “Interfirm Profitability Differences : Comment,” *Quarterly Journal of Economics* 91,(November, 1977), pp. 667-80.
- 19) Chen, N., Roll, R. and Ross, S., “Economic Forces and the Stock Market,” *Journal of Business* 59, 1986, pp. 383-403.
- 20) Chow, G., “Test of Equality between Two Sets of Coefficient in Two Linear Regressions,” *Econometrica* 28, 1960, pp. 561-605.
- 21) Cootner, Paul, aand Daniel Holland, “Rate of Return and Business Risk,” *Bell Journal of Economics*(Autumn 1970), pp. 211-26.
- 22) Fisher, I. N., and G. R. Hall, “Risk and Corporate Rate of Return,” *Quarterly Journal of Economics* 85, (February 1969), pp. 518-22.
- 23) Gale, Bradley, “Market Share and Rate of Return,” *Review of Economics and Statistics* 54,(November 1972), pp. 412-55.
- 24) Horowits, Ira, “The Misuse of Accounting Rate of Return : Comment,” *American Economic Review* 74,(June 1984) pp. 492-93.
- 25) Hurdle, Gloria J., “Leverage, Risk, Market Structure, and

- Profitability," *Review of Economics and Statistics* 56, (November 1974), pp. 481-82.
- 26) Mark Hirschey, "Market Structure and Market Value," *Journal of Business*, Vol. 58, No. 1, 1985, p. 95.
- 27) Ornstein, Stanley, "Concentration and Profits," *The Journal of Business* 45, (October 1972), pp. 519-41.
- 28) Osborn, Richard, "Concentration and Profitability of Small Manufacturing Corporations," *Quarterly Review of Economics and Business* (Summer 1970), pp. 15-26.
- 29) Oster, Gerry, "A Factor Analytic Test of the Dual Economy," *Review of Economics and Statistics* 61, (December 1978), pp. 31-39.
- 30) Samuels, J. M., and D.J. Smyth, "Profits, Variability of Profits, and Firm Size," *Economica* (May 1986), pp. 127-39.
- 31) Sullivan, Timothy, "Market Power, Profitability, and Financial Leverage," *Journal of Finance* 29, (December 1974), pp. 1407-14.
- 32) ———, "The Cost of Capital and the Market Power of Firms," *Review of Economics and Statistics* 60, (May 1978), pp. 209-17.
- 33) Winn, Daryl, "On the Relations between Rates of Return, Risk, and Market Structure," *Quarterly Journal of Economics* 91, (February 1977), pp. 157-63.