韓國企業의 收益性에 관한 硏究

- 大株主와 少數株主간의 利害葛藤을 中心으로 -

趙 成 旭

(本院 硏究委員)

◇ 要　約 ◇

1997년의 경제위기는 근본적으로 많은 차입금에도 불구하고 장기간에 걸쳐 낮은 수익성을 보인 기업들이 불황에 직면하여 도산위험이 급증함으로써 발생한 것으로 판단된다. 그러면, 기업들의 수익성은 왜 이렇게 낮은 것일까? 본 연구는 지배대주주와 소액주주간의 갈등이 기업의 수익성을 저하시킨 한 원인으로 작용했다는 가설을 실증적으로 규명하고자 한다. 우리나라 기업들, 특히 기업집단의 경우 지배대주주의 개인소유지분은 높지 않지만 기업경영에 대한 통제력은 매우 강하다. 기업경영에 대한 감시와 책임경영이 확립되지 않은 경제에서 지배대주주가 기업자산을 개인적 이익에 따라 운영하는 경우 편익은 독점하지만 이에 따른 수익성 하락 등의 비용은 다른 주주와 소유 지분율에 따라 공유하게 되므로 사적이익을 추구할 유인이 크다. 본 연구는 1992부터 1997년까지의 공기업 및 금융기관을 제외한 외부감사대상기업의 재무자료를 기초로 영업이익률, 경상이익률, 그리고 순이익률이 주주간의 이해상충에 의해 어떻게 영향을 받았는가를 분석하였다. 수익성 분석에 있어 상장여부, 자산운영(관계회사 및 비관계회사에 대한 투자), 재벌소속 여부, 기업규모, 재무구조 그리고 산업적 특성 및 기업의 경영 및 사업 전략적 특성을 제어하였다. 다른 조건이 동일하다고 가정하면 상장된 기업의 수익성은 비상장기업보다 낮다. 상장기업의 경우는 대주주의 소유지분이 낮은 반면에 외부주주의 비중이 높기 때문에 대주주가 개인의 이익을 추구하고자 하는 유인이 강하게 작용한 결과로 판단된다. 또한 재벌에 소속된 기업의 수익성은 독립기업들의 수익성보다 낮을 뿐만 아니라 계열회사의 유가증권 및 대여금 등에 대한 투자가 증가할수록 기업의 경상이익률 및 순이익률이 낮아진다. 반면에 비관계회사에 대한 투자자산은 경상이익률 및 순이익률을 높이는 것으로 나타났다. 재벌에 소속된 상장회사가 관계회사에 투자하는 경우는 투자기업의 수익성이 더욱 낮아지는 것으로 나타났다. 관계회사에 대한 투자는 수익성에 기초한 투자가 아니며 대주주의 지분이 낮은 상장기업에서 소액주주의 이익에 반하여 계열사에 대한 투자형태로 자원이 이전되고 있음을 시사한다. 본 논문의 분석 결과는 외부주주와 내부주주간의 이해상충이 기업의 수익성을 저하시킨다는 가설과 일관된다. 따라서 대주주가 개인적 이익을 추구하고자 하는 유인을 견제하고 소액주주의 권리를 강화하도록 지배구조를 확립해야 할 것이다.

Ⅰ. 서 론

1997년 경제위기의 원인으로 우리나라 기업들의 높은 부채비율이 지적되었다. 제조업부문에 있어 한국기업의 평균부채비율은 1997년말 기준으로 396.3%이며 이는 미국의 153.6%, 일본의 193.3% 그리고 대만의 85.7%들과 비교할 때 아주 높은 비율이다.[1] 이처럼 負債比率이 높은 재무구조는 불황시에 기업들의 유동성부족을 악화시키고 도산위험을 증가시켰으며, 이것이 금융부문의 위기로 연결되었다는 주장이다. 기업의 높은 부채가 경제위기의 주요원인이라는 인식에 따라, 정부는 기업으로 하여금 부채비율을 낮추도록 재무개선 약정들을 요구하였다.[2] 그러나 한국기업의 부채비율을 시계열적으로 비교하거나, 일본의 70년대 부채비율과 비교할 때 1990년대의 부채비율이 월등히 높았다고 말할 수 없다.

한국의 경제위기와 관련하여 보다 근본적인 문제는 부채의존도가 높았음에도 불구하고 기업의 수익성이 매우 낮아 경기침체기에 유동성위기에 직면할 가능성이 높다는 것이다. 부채비율이 높은 재무구조를 감안할 때 위험을 수반하는 생산활동에 투입된 자본의 수익성은 자본의 기회비용보다 높아야 될 것이다. 그러나 1989년 이후부터 1997년까지 제조업부문에 속한 우리 기업의 평균자기자본수익률은 기업의 평균차입금금리보다 낮았다.[3] 이와

1) 한국은행, 『기업경영분석』, 1998. 대만의 경우는 1996년도 부채비율임.
2) 대한민국정부(1998), p.166 및 p.362 참조
3) 1995년은 예외로 기업의 자기자본 경상이익률이 평균차입금금리보다 약간 높았다.

반대로, 일본기업의 경우 부채비율이 높은 시기의 자기자본이익률은 아주 높다.[4] 기업의 생산 및 영업활동에 사용된 자본이 자본의 기회비용으로 간주할 수 있는 차입금금리보다도 낮은 수익을 얻고 있음에도 기업들은 왜 생산활동을 계속하고 있었을까? 보다 근본적으로, 기업들의 수익성이 낮은 이유는 무엇일까?

본 연구는 우리 기업에 있어 주주간 이해상충이 기업 수익성을 저하시킨 한 원인임을 실증적으로 보이고자 한다. 대주주가 私的利益을 추구하는 경우 그 혜택은 지배대주주만이 향유하는 반면에 그 비용은 주주전체가 공동으로 부담하게 되므로, 지배대주주의 경영에 대한 견제장치가 작동하지 않는 한 항상 私的利益을 추구하고자 하는 인센티브가 존재한다. 대주주가 私的利益을 추구하는 경우, 기업의 목표 및 전략이 기업가치극대화에서 이탈하므로 기업의 수익성은 낮아질 것이다. 이러한 지배대주주와 소액주주간의 이해갈등의 문제는 기업의 조직형태 및 기업공개와도 관련되어 있을 수 있다.

한국기업에 있어서 지배대주주와 소수주주간의 이해상충의 문제는 경영자와 주주간의 이해상충보다 훨씬 더 중요한 것으로 보인다. 대부분의 기업에서 창업자 및 그 가족이 경영을 담당하고 있으며, 그렇지 않은 경우에도 대주주는 경영자에 대해 막대한 영향력을 행사하고 있으므로 경영자와 주주간의 이해상충 문제는 약하다고 할 수 있다. 그러나 최근까지 기업내부 및 외부로부터 경영에 대한 견제기능이 매우 약했기 때문에 소수주주의 이익 및 권리를 침해하는 기업경영이 가능할 수 있었다.[5] 기업내부에서 주주전체의 이익을 대표하며 기업경영을 감독·감시하고

4) 1970년대 일본의 경우, 기업의 부채비율은 전산업에서는 600%를 상회하였고, 제조업부문에서도 500%에 이르렀다. 이 기간의 기업의 평균자기자본이익률은 20% 이상으로 기업의 평균차입금금리를 상회하고 있다.

5) Joh(1999).

지배대주주와 경영자를 견제하는 기능을 담당해야 하는 이사회의 역할은 미미하였다. 또한 외부견제장치인 시장에서의 경쟁이 부족하며, 부실기업에 대한 채권자의 권리행사가 미약하였고, M&A시장 등이 발달하지 못했다. 이러한 여건에서 기업경영을 직접 담당하거나 경영에 대한 영향력을 발휘하는 지배주주는 기업의 이익 극대화보다도 개인적 이익을 추구할 인센티브가 컸다고 할 수 있다.

조직형태에 따라 기업을 독립기업과 기업집단에 소속된 기업으로 나눌 수 있다. 기업집단이 국내경제에서 차지하는 비중이 아주 높은 만큼[6] 기업조직형태가 기업의 수익성에 미치는 영향분석은 매우 중요하다. 독립기업과는 달리 기업집단에 소속된 기업은 시장을 통하지 않고 기업집단 내의 거래를 통하여 기업집단의 금융 및 인적자원을 공유·이용함으로써 거래비용을 낮추어 집단의 수익성을 높일 수 있다는 장점이 있다. 그러나 대주주의 개인적 이해가 개입되면 내부거래와 내부금융시장이 갖는 효율성이 감소할 수 있다. Scharfstein(1998)에 따르면 대리인문제로 인해 미국의 다각화된 기업에서 사업부서간 자원배분이 비효율적으로 이루어졌다. 비슷한 논리로 기업집단에서의 자원운용은 집단전체의 수익성과 무관하게 지배대주주의 개인이익에 부합되게 이루어질 수 있다. 기업은 평균적으로 총자산의 12% 이상을 생산 및 영업활동과는 직접 관련을 갖지 않는 투자자산의 형태로 보유하고 있는데, 이러한 투자자산이 어떻게 사용되는가에 따라 개별 계열기업의 수익성에 악영향을 미치는 자원배분이 이루어질 수 있다.

---

6) 1989년에 30대 재벌이 GNP에서 차지하는 비중은 16.3%이고 제조업부문 출하액에서 차지하는 비중은 35.4% 이상이다. 재벌부문에 의한 제조업부문의 일반집중, 출하액 및 부가가치 누적점유율 등은 정병휴·양영식(1992)을 참조할 것.

한국기업에 있어 지배대주주와 소수주주간의 이해상충의 문제는 이론적으로 자주 논의되었지만, 체계적이고 실증적으로 검증되지 못한 것이 약점으로 지적될 수 있다. 기업의 재벌소속 여부가 기업의 수익성에 미치는 영향 및 재벌의 주주간 이해갈등에 대한 분석 역시 미미하였다. 또한 주주간 이해상충이 기업의 수익성에 미치는 경로 및 메커니즘에 대한 실증적 분석이 부족하였다. 여기에는 한국기업의 복잡한 소유구조와, 소유구조에 대해 정리된 자료가 미미하다는 점 등이 원인으로 작용하였다.[7)]

지배대주주와 소수주주간의 이해갈등을 기업공개 여부를 통하여 분석함으로써 기업소유구조에 대한 정보부족이라는 현실적 제약을 우회할 수 있다. 한국 주식시장에 상장하기 위한 요건에는 소유지분의 분산 정도가 포함된다. 코스닥 등록법인의 경우 최소한 총주식의 20%, 주식시장에 상장된 기업의 경우 30%의 주식이 외부 소수주주에게 분산되어야 한다. 따라서 상장기업의 경우 비상장기업보다 대주주의 지분이 낮다고 볼 수 있다. 이러한 구별은 지배대주주와 특수관계인이 소유한 지분에 대한 정확한 정보의 부족과 계열기업간의 상호출자 등을 통한 복잡한 소유구조에서 파생되는 어려움을 우회하는 방법이 된다. 소유지분이 분산된 상장 또는 등록기업의 경우, 대주주 개인의 지분이 비상장기업보다 낮으므로 내부주주와 외부주주간의 갈등문제가 특히 강하게 나타날 수 있다.

본 논문에서는 1992년부터 1997년까지의 기업재무자료를 이용하여 기업의 조직형태, 공개여부, 그리고 관계회사 및 기타 비관

7) 독립기업인 경우 대주주의 지분율이 단순하게 계산되지만, 많은 계열사를 가진 기업집단의 경우 기업들간의 상호주(interlocking ownership)를 고려한 후 개별 계열사에 대한 대주주의 지분율을 계산하는 것은 정보 부족 및 상호주형태의 복잡성(단순직접상호주가 아닌 고리형 또는 복합형 상호주와 같은 간접상호주) 등의 문제로 어렵다. 상호주에 대해서는 이재형(1998) 및 이철송(1983)을 참조.

계회사에 대한 투자가 기업의 수익성에 미치는 영향을 살펴보았다. 기업의 규모, 재무구조 그리고 산업적 특성 및 사업 전략적 특성이 제어되는 경우, 기업집단에 소속된 기업은 독립기업들보다 낮은 수익성을 보이고, 상대적으로 지배대주주의 持分比重이 낮은 상장기업의 수익성은 비상장기업보다 낮으며, 관계회사에 대한 투자자산은 수익률을 낮추는 반면에 비관계회사에 대한 투자자산은 수익성을 높이는 것으로 보인다. 이러한 결과는 외부주주와 내부주주간의 이해상충이 기업의 수익성에 음(-)의 영향을 준다는 가설을 일관되게 지지한다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 다음장에서는 한국기업의 성과에 대한 기존의 연구들을 간략히 살펴보고, Ⅲ장에서는 수익성에 영향을 미치는 요소에 관한 이론적 논의를 정리하고, Ⅳ장에서는 분석에 이용된 자료를 서술하고, Ⅴ장에서는 분석방법을 간략히 소개하고, Ⅵ장에서 결과에 대한 보고와 논의가 이루어진다. 그리고 Ⅶ장에서는 본 연구의 한계점에 대해 논의하며, Ⅷ장의 정책적 시사점으로 결론을 맺는다.

Ⅱ. 기존의 연구

한국재벌의 수익성에 관한 기존의 연구는 크게 두 그룹으로 나누어진다. 초기의 연구는 기업집단에 속한 기업들의 수익성이 독립기업들의 수익성보다 높았음을 보여주고 있으며, 이에 대한 설명으로 거래비용접근법을 사용하였다. 보다 최근의 연구는 기업집단의 수익성이 독립기업들보다 낮음을 실증적으로 보여준다.

Chang and Choi(1988)는 1974년과 1984년의 자료를 분석한 결

과 30대 재벌에 속한 기업들의 수익성이 독립기업들의 수익성보다 높음을 보였다. 이들은 재벌의 높은 수익성을 재벌들이 시장의 불완전성을 극복하고 거래비용을 절감하기 위해 다각화전략을 추구한 결과로 분석하였다.

조동성(1990)은 각 재벌을 다수의 계열사로 구성된 단일 조직으로 취급하여 재벌기업군과 비재벌기업군의 1983년부터 1987년 사이의 기업성과를 비교한 결과 재벌의 총자산순이익률이 비재벌보다 낮으나, 당기순이익에 지급이자와 할인율을 더한 수익률에는 차이가 없음을 보였다. 또한 50대 재벌에 대하여 재벌단위로 분석한 결과, 재벌의 다각화정도가 강할수록 수익성이 낮아지고 시장점유율의 정도가 높을수록 재벌의 수익성이 높았음을 보여준다.

Chang and Hong(1998)은 기업집단내 자원의 공동이용이 기업의 수익성에 미치는 효과를 분석하였으며, 그룹차원의 광고, R&D 및 관련다각화가 기업수익성에 양(+)의 효과를 주고 있음을 보였다. 또한 채무지급보증을 제공한 기업과 다른 계열기업들로부터 출자를 받은 기업들의 성과가 좋지 않음을 보인 반면에 관계회사에 대한 출자의 영향은 통계적으로 유의하지 않았다. 그리고 대재벌의 기업성과가 소재벌보다 낮음을 보였다.[8] 채무지급보증은 제공자(보증인)에게는 우발적 채무이므로 기업의 수익성에 직접 영향을 끼치는 경로가 불분명한데 이에 대한 설명이 부족하다. 또한 자기자본의 출처가 왜 기업의 수익성에 영향을 미치는지에 대한 설명이 부족하다. 이들의 연구는 기업집단에서 자원의 공유 및 계열기업간의 거래가 기업의 성과에 미치는 영향을 살펴보았으나, 주주간에 발생하는 이해상충이 기업성과에 미치는 영향은 분석하지 않았다.

8) Choi and Cowing(1997)은 기업집단에 속한 기업들의 수익성이 독립기업들보다 낮음을 보였다.

Ⅲ. 기업수익성에 관한 이론

기업의 수익성은 여러 가지 요건에 따라 달라진다. 기업의 규모와 재무구조, 조직형태, 산업구조, 사업전략, 대리인 문제 등에 따라 기업의 수익성이 영향을 받는다. 이 장에서는 수익성에 영향을 미치는 요인들을 이론적으로 살펴보고자 한다.

1. 지배대주주와 소수주주간의 갈등 문제

한국기업에 있어 지배주주와 소수주주간의 이해상충 문제는 경영자와 주주간의 대리인관계에서 발생하는 이해갈등의 문제보다 훨씬 더 중요할 것이다. 대부분의 기업에서 기업의 창업자 및 그 가족이 경영을 담당하고 있다. 그렇지 않은 경우에도 대주주는 경영자에 대해 막대한 영향력을 행사하고 있으므로 경영자와 주주간의 이해갈등문제는 약하다고 할 수 있다. 오히려, 경영자에 대한 영향력을 통하여 지배대주주가 개인적 이익을 추구할 인센티브가 크기 때문에 지배주주와 소수주주간의 이해갈등이 문제가 된다고 할 수 있다. 또한 최근까지 지배대주주에 대한 기업내부 및 외부로부터의 견제기능이 매우 약했기 때문에 이러한 주주간의 이해상충 및 갈등의 문제는 여전히 존재한다.[9] 소수주주에 의한 경영 감시는 이루어지기 어렵다. 경영에 대한 감시 및

9) Joh(1999)는 경제위기 이전의 기업들이 수익성이 낮으면서도 높은 부채비율로 대표되는 구조를 갖게 된 배경으로, 정부의 간섭과 대기업에 대한 암묵적 보호자로서의 정부의 역할, 그리고 기업내부와 외부여건에 의한 취약한 기업지배구조에서 찾고 있다.

감독에 따른 기업경영 개선효과는 다른 주주와 공유하지만 그 비용은 감시활동을 수행한 주주가 전적으로 부담해야 하므로 경영감시는 公共財 성격을 갖기 때문이다. 따라서 기업의 경영감시를 직접 수행하기보다는 무임승차를 하고자 하는 유인이 존재하므로 지배대주주의 경영에 대한 소수주주의 감시는 이루어지기 어렵다.

내부주주가 기업의 자원을 개인적 이해관계를 위하여 사용하는 경우, 그 비용은 외부주주와 공동으로 부담하지만 편익은 독점하게 되므로 사적편익을 추구할 유인을 갖게 된다. 이러한 사적이익을 추구하는 정도는, Jensen and Meckling(1976)의 주장처럼, 대주주의 개인 지분이 증가하면 지배대주주가 부담해야 하는 비용 정도가 증가하므로 사적이익을 추구할 인센티브가 감소하는 반면에 개인지분이 감소하면 사적이익을 추구하는 정도가 높아질 것이다.

또한 Myers and Majluf(1984)에 따르면, 기업경영 및 투자기회에 대하여 더 많은 정보를 보유하고 있는 기존투자자와 일반 투자자간에 기업의 자금조달과 관련하여 이해갈등이 존재한다. 주식을 발행하여 자본조달을 하는 경우 기존주주의 상대적 몫이 감소하게 되므로 좋은 투자기회가 존재하더라도 증자를 통한 자금조달을 선택하지 않을 수도 있다. 그러나 기업의 주식가치가 高평가되어 있고 투자기회가 좋지 않을 경우 기존주주는 유상증자를 통한 자금조달방법을 선택할 수 있다. 따라서 기업이 선택하는 투자자금 조달방법을 통하여 일반 투자자들은 투자기회에 대한 정보를 추출하고자 한다. 투자자들은 주식을 통한 자금조달에 대하여 부정적인 평가를 하게 되므로 기업가치는 떨어질 수 있다.

대주주와 소수주주간 이해갈등의 정도는 대주주가 소유한 지

분의 정도를 사용하여 나타낼 수 있다. 그러나 대주주의 소유지분에 대한 정보가 미미한 상태이므로, 대리변수로서 주주간 이해갈등의 정도를 간접적으로 측정할 수 있는 기업공개 여부를 사용할 수 있다. 비상장기업의 대주주 지분비율과 비교할 때 상장기업 지배대주주의 보유지분 비율은 상대적으로 낮은 반면에 외부주주의 지분비율은 더 높으므로 상장회사의 지배대주주가 개인적 이익을 추구하고자 하는 인센티브가 더 강할 수 있다. 또한 Myers and Majluf(1984)의 논리를 연장하면, 기존주주가 상장 및 등록을 통하여 외부주주에게 주식을 매각하고 기업공개를 하는 이유는 예상되는 기업성과가 시장의 기대보다 낮기 때문일 수도 있다. 이 경우 다른 조건이 동일하다면 비상장기업보다 상장기업의 기업성과가 낮을 수 있다.

비상장기업보다 상장기업에서 주주간의 이해갈등 문제가 더 심각하므로 기업의 성과에 부정적인 영향을 미치는 반면에 상장회사의 기업경영성과에 관한 정보가 외부주주에게 더 활발하고 신속하게 전달됨으로써 얻는 장점도 있을 수 있다. 예를 들면, 손실이 발생하거나 자본이 잠식되는 경우 또는 금융상의 어려움을 경험하는 경우 이러한 정보는 시장에 빠르게 전달될 수 있다. 증권거래법에 따르면, 상장기업이 일정한 요건을 만족하지 못하는 경우에는 관리종목으로 분류되거나 상장이 폐지된다. 경영이 극심히 악화되는 경우, 상장회사의 주주는 가격하락을 감수하고도 소유한 주식을 매도하고자 할 수 있으므로 주식시장에서의 기업가치가 하락되어 외부주주 및 제3자에 의한 기업인수의 압박이 존재하므로 최소한 일정수준의 기업경영성과를 유지하고자 하는 인센티브가 존재한다.

요약하면, 상장기업의 경우 시장에서의 압력에 의해 최소요구수준의 기업성과를 만족시키고자 할 것이다. 그러나 내부 및 외

부견제장치가 활발하게 작동하지 않는 경우 기업성과의 극대화보다는 지배대주주의 개인적 이익을 추구하고자 하는 유인이 보다 강하므로 다른 조건이 동일한 비상장기업보다 기업경영성과가 낮을 수 있다.

2. 기업조직형태

기업조직형태를 크게 독립기업과 기업집단으로 구분할 수 있다. 기업집단은 거래비용을 낮추어 기업 수익성을 향상시키는 효과를 갖는다. 시장을 통하여 모든 거래를 행하는 독립기업과 달리, 기업집단에 소속된 기업은 시장을 통하지 않고도 수직적 또는 수평적 관계를 갖는 집단 계열사간의 거래를 통하여 자원을 배분하거나 공유할 수 있다. 기업집단 내의 거래를 이용하는 경우 Williamson(1975)이 지적한 거래비용을 절감할 수 있다.[10] Leff (1978)에 따르면 기업가적 자질을 갖춘 경영자가 부족하고 요소시장의 발달이 미미하거나 또는 특정요소의 공급부족이 발생하는 개발도상국에서는 시장을 통한 거래보다 기업집단 내의 거래가 자원의 효율성을 높일 수 있다. Leff는 기업집단 내의 거래는 거래비용을 낮추고, 관련다각화는 중간재 공급자에 의한 독점가격이나 수요독점 또는 가격규제에 따른 비효율적 요소결합 등에서 오는 왜곡을 해소할 수 있다고 주장한다. 또한 계열기업을 통한 다각화를 통하여 기업집단 전체의 성과에 대한 위험이 감소함을 지적한다. 그리고 기업집단은 정보전달에 있어 독립기업보다 유리하다. 채권자의 정보수집 및 평가에 있어 고정비용이 존재하는 경우, 규모가 큰 기업집단에 대한 정보비용이 상대적으로

10) Chang and Choi(1988)는 시장의 불완전성을 극복하고 거래비용을 절감하기 위한 다각화전략 추구의 결과로 재벌을 분석하였다.

낮으므로 채권자와 기업간의 정보의 비대칭이 상대적으로 적을 것이다. 낮은 도산 위험성 및 정보의 비대칭성의 감소는 기업집단의 자본조달비용을 감소시킬 수 있다. 요약하면, 기업집단은 상대적으로 낮은 비용에 자본을 조달하고 비용과 시장이 불완전한 경우 내부거래를 통해 거래비용을 절감시키고 효율성을 높일 수 있는 긍정적 효과를 창출함으로써 기업성과를 높일 수 있다.[11]

그러나 이러한 기업집단이 갖는 긍정적 효과는 경제의 규모가 확장되고 요소 및 재화시장이 발달함에 따라 감소할 수 있다. 시장이 경쟁적으로 변화함에 따라, 중간재 및 요소 공급자에 의한 독점가격설정이 어려워지면 기업내부 거래가 갖는 효율성이 상대적으로 감소한다. 또한 기업내부거래는 계열사간의 지속적이고 안정적인 거래라는 특성상 공급자 기업에 잘못된 인센티브를 제공할 수도 있다. 안정적 수요자를 확보하였으므로, 공급자는 비용절감 및 품질개발의 유인을 갖지 않을 수도 있다. 따라서 동일업종의 다른 기업들보다 비효율적인 기업도 내부거래가 지속되는 한 사업을 계속할 수 있다. 이러한 비효율적 사업부분 또는 계열기업들이 계속적으로 사업을 영위하는 경우에도 이들에 대한 퇴출압력이 독립기업과 비교할 때 상대적으로 낮아서 기업집단 전체의 효율성을 저해할 수 있다. 그리고 기업집단의 규모가 증가함에 따라 기업집단 내부거래와 관련한 효율성이 감소할 수도 있다. 규모의 확장에 따른 정보의 효율적인 수집, 처리 및 평가가 어렵고, 평가내용의 실행이 어려울 수도 있다. 이 경우 기업집단에의 소속여부는 기업의 수익성에 음(-)의 영향을 미칠 수 있다.

또한 대주주의 개인적 이해관계에 의해 내부거래의 효율성이 왜곡되어 기업수익성에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 1998년에

11) 신광식(1998)은 이러한 요인들을 고려할 때, 한국 재벌들의 기업경영성과가 독립기업보다 높을 수 있을 것으로 보았다.

법률상 지주회사의 설립이 허용되기 이전에도 사실상 지주회사 역할을 한 기업들이 존재하지만[12] 이들이 계열사의 지분을 100% 소유하는 경우는 드물다. 이들이 법률적으로 독립적인 다른 계열사와 함께 직·간접 형태로 보유한 계열기업의 상호주 지분의 편차는 크다. 대주주의 소유지분 역시 일률적이지 않다. 계열기업간의 內部持分率을 감안해도, 규모가 크거나 상장된 기업에서 대주주의 지분은 상대적으로 작은 것으로 판단된다. 따라서 내부거래에 따른 비용과 편익에 대해 대주주 持分을 고려하여 평가하면 각 개별기업에서 내린 평가와 상충될 수 있다. 대주주는 자신의 지분이 낮은 기업에서 지분이 높은 다른 계열기업으로 자원을 재배분할 수 있다. 예를 들면, 성과가 좋지 않은 계열기업으로부터 중간재를 높은 가격에 구입하거나, 중간재의 가격을 낮추어 판매하는 등의 행위를 할 수 있다. 지배대주주의 개인적 이익을 위하여 기업집단 내의 내부거래가 이루어지는 경우 시장에서의 거래보다 자원이 비효율적으로 배분될 수 있다. 이 경우 기업집단에 속한 기업들의 수익성이 독립기업들에 비해 낮아질 수 있다.

기업조직형태는 자산의 투자 및 운영에도 영향을 미칠 수 있다. 기업의 자산은 유동자산 및 고정자산으로 나누어지고, 고정자산은 다시 투자자산, 유형자산 그리고 무형자산으로 나누어진다. 이중 투자자산은 기업의 생산활동과는 직접적으로 관련되지 않은 자산으로 장기성예금, 투자유가증권 및 장기대여금 등을 포함한다. 기업의 투자자산은 출자금, 관계회사의 유가증권 및 장기대여금의 형태 및 비관계회사에 대한 투자로 구분될 수 있다. 외부감사 대상 기업 중에서 관계회사에 대한 투자를 했다고 보고한 기업은 총기업수의 60%를 차지하고 있다. 투자자산이 우리

12) 지주회사에 대한 논의는 이재형(1998)을 참조할 것.

나라 기업의 총자산에서 차지하는 비중은 아주 높다. 평균적으로 약 13%의 총자산이 투자자산의 형태로 운영되고 있다. 자산을 비관계회사에 투자하는 독립기업과는 달리, 기업집단에 속한 기업은 투자자산 중의 일부를 지분보유를 통한 종속 또는 지배관계의 기업에 대한 출자금, 관계회사의 유가증권 그리고 대여금의 형태로 보유하고 있다.

효율적으로 기업경영이 이루어지면 기업자산은 기업의 가치를 극대화하는 방향으로 사용될 것이다. 자본이 증가함에 따라 기업의 투자기회 및 자본의 한계생산성은 감소하므로, 기업은 일정한 수준 이상의 자본은 기업외부에 투자를 할 유인을 갖게 될 것이다.[13] 또한 프로젝트에 있어 자본의 분할 가능성(divisibility)이 성립하지 않는 경우, 기업외부에 투자하는 자본의 한계생산성은 내부에서 사용된 자본의 한계생산성을 상회해야 할 것이다. 기업의 투자자산에 대한 결정이 경제성 및 수익성에 근거한 경우, 기업의 투자자산은 그 대상이 계열사인지 여부에 상관없이 기업성과에 미치는 영향은 양(+)이어야 할 것이다.

그러나 대주주의 이익이 개입되면 비관계회사에 대한 투자자산과는 달리 관계회사에 대한 투자자산은 그 효율성이 낮아질 수 있다. Scharfstein and Stein(1996) 그리고 Scharfstein(1998)은 일반적으로 다각화된 기업의 수익성이 낮은 이유를 투자자원이 비효율적으로 사업부서에 배분되는 투자행태에서 찾았다. Scharfstein (1998)의 연구에 의하면 독립기업들과 비교할 때 다각화된 기업내의 저부가가치 산업에 속한 사업부서는 산업의 평균보다 높은 투자를 하는 반면에 고부가가치 산업에 속한 사업부서에서 이루어진 투자는 산업의 평균보다 낮았음을 보여준다. 이러한 차이는

13) 기업이 여유자금을 내부유보이익으로 남겨두는 것과 비교할 때 주주에게 배당하는 것이 더 좋은 것인지에 대한 논의는 생략한다.

기업경영자들의 소유지분비중이 커지면 줄어든다. 따라서 Scharfstein은 기업 본부와 주주간에 존재하는 대리인문제가 투자행태로 연결된 것으로 해석하고 있다. 비슷한 논리로, 내부주주의 사적 이익을 추구하기 위한 수단으로 자본이 투자되는 경우 기업집단에 있어서도 자본투자가 비효율적으로 사용될 수 있다. 기업의 수익성을 극대화하기 위하여 투자한 것이 아니고 소수주주의 이익에 반하여 기업의 자산을 보유하거나 운용한다면 기업외부, 특히 계열사에 투자된 자본의 한계생산성이 기업내부에서 사용되는 경우보다 더 낮을 수 있고, 자원이 효율적으로 배분되지 않아 기업의 수익성을 저하시킬 수 있다.

3. 재무구조

재무구조 역시 기업의 성과에 영향을 미칠 수 있다. 주어진 기업환경에서(예를 들면, 법인세율 및 이자비용을 기업의 損費로 처리하는 문제, 그리고 소득세율 문제 등) 채권자의 권익이 보장되고, 기업퇴출제도가 원활하게 운영되면, 기업의 높은 부채비율은 경영자로 하여금 기업가치 및 성과를 일정수준 이상으로 높이고자 하는 유인으로 작용한다. Jensen(1986)과 Stulz(1990)의 논의처럼 여유현금(free cash flow)이 존재하는 경우 부채는 경영자를 감시하는 기능을 할 수 있다. 부실경영으로 이자 및 원금 지불을 못하는 경우 기업이 도산하게 되므로, 부채는 경영자로 하여금 경제성이 없는 프로젝트에 대한 투자를 방지하고 기업성과를 높이는 압력으로 작용한다. 따라서 이자비용을 차감하기 전의 영업수익측면에서도 부채비율이 높은 기업의 수익성이 더 높을 것이다. 또한 자본이 기업의 생산활동에 사용되는 경우에 자본의 생산성은 조달비용을 초과해야 하므로, 기업의 수익성은 부채비

율이 증가함에 따라 증가할 것이다.[14]

그러나 부채비율과 수익성간에 음(-)의 관계도 발생할 수 있다. 기업이 도산하는 경우 주식회사의 주주는 손실에 대한 유한책임을 갖고 있으므로, 부채와 관련하여 주주와 채권자간에 이해상충의 문제가 발생할 수 있다. 좋은 투자기회가 감소함에 따라 부채는 경영자에 대한 규율(discipline)이라는 긍정적 효과보다 기업의 도산 가능성 및 자본조달비용을 높이는 부정적 효과를 발생시킬 수 있다. 고비용에 자본을 조달하고자 하는 기업은 Stiglitz and Weiss(1981)의 주장처럼 하방위험이 상당히 크거나 평균수익률은 낮을지라도 분산(위험)이 큰 프로젝트에 투자하고자 하는 기업일 수 있다. 이 경우 채권자의 감시 기능이 미약하면 기업의 높은 부채비율은 기업경영에 대한 효율성을 제고시키는 것이 아니라 기업의 수익성을 감소시키는 효과가 발생할 수 있다.

또한 기업의 위험을 동일산업에 속한 모든 기업에게 공통적으로 적용되는 산업특성상의 영업위험(business risk)과 개별 기업의 주주들이 부담해야 하는 금융위험(financial risk)으로 구분하면, Gale(1972)은 영업위험이 증가할 때 기업의 자기자본비율이 증가함에 따라(즉, 부채비율이 감소함에 따라) 기업의 수익성이 증가하지만, 금융위험이 증가할 때 기업의 수익성은 감소한다고 주장한다.[15] 기업의 재무구조가 산업상의 특징에 의해 좌우되는 정도가 산업 내의 변화에 의한 정도보다 큰 경우, Gale의 실증연구에

14) LBO(leveraged buyouts) 기업의 특징은 다른 기업들에 비해 기업의 부채비율이 높다는 점과 소유가 집중되어 있다는 점에서 찾을 수 있다. 미국의 자료를 사용한 기존의 실증적 연구(Kaplan[1989], Smith[1990], Muscarella and Vetsuypens[1990])는 LBO 기업들의 회계상의 성과가 다른 기업들보다 높다는 점을 보여준다. LBO 기업의 성과는 대주주들의 높은 지분의 결과 대주주의 개인적 이익추구문제가 해결되고 고부채로 경영에 대한 규율을 제공한 결과로도 해석할 수 있다.

15) Baker(1973)와 Hurdle(1974)은 simulataneous equations를 사용하여 기업의 자기자본비율과 수익성간의 음(-)의 관계를 보였다.

서와 마찬가지로 기업의 자기자본비율과 수익성은 양(+)의 관계를 보일 수 있다.

4. 기타요인

산업구조와 기업의 성과는 밀접한 관련을 갖는다.[16] 기업이 속한 산업자체의 특성뿐 아니라, 기업이 산업에서 차지하는 위치는 기업성과에 영향을 미친다. 예를 들면, 독점기업은 주어진 비용구조하에서 독점이윤을 추구할 수 있다. 그러나 산업이 완전경쟁적인 경우 기업은 정상이윤 이외에는 얻지 못한다. 높은 시장점유율은 주어진 시장구조하에서 기업의 교섭력을 높이고, 규모의 경제성이 존재하는 경우 이의 실현을 가능하게 해준다. 기존의 많은 연구들이 기업의 성과와 시장점유율간에 양(+)의 관계가 존재함을 보여주고 있다.[17] 또한 기업의 사업전략이 수익성에 영향을 줄 수도 있다.[18] 기업규모와 함께 광고비는 약하기는 하지만 시장에 대한 진입장벽 역할을 할 수 있다.[19] 기업의 R&D 활동 역시 기업성과와 관련을 갖는다. 또한 기업이 생산하는 제품이 최종소비재인지 또는 중간재인지는 기업의 광고활동으로도 알 수 있다. 그리고 수출시장에의 참여가 기업의 생산성과 관계를 갖는다면 기업이 수출지향적인지 또는 내수지향적인지가 수

16) 산업의 특성을 나타내는 변수로 산업의 성장률 및 위험을 포함하는 연구가 있으나, 본 연구에서는 각 산업의 고유한 특성을 제어하기 위하여 산업더미를 사용하여 이런 효과를 제어하였다.

17) Gale(1972)과 Shephard(1972)는 미국의 자료를 가지고 기업의 시장점유율, 즉 독점력의 정도가 기업의 수익성에 미치는 양(+)의 효과를 보였다. 한국의 경우 조동성(1991)도 기업의 수익성과 시장점유율간에 양(+)의 관계가 존재함을 보였다.

18) 기업집단의 다각화가 수익성에 미치는 정도에 대한 분석은 Chang and Hong (1998), 다각화에 대한 전반적인 논의는 전인우(1997)를 참조할 것.

19) Shepherd(1972)는 광고비를 기업의 진입장벽으로 이해하였고, 광고비지출이 기업의 장기적인 수익률과 양(+)의 관계를 갖는다고 보았다.

익성에 영향을 미칠 것이다.

Ⅳ. 자 료

본 연구에 사용된 자료는 한국신용정보회사에서 수집한 1992년부터 1997년까지(6년간)의 비금융업종에 속한 상장, 등록 그리고 외감대상 기업들의 재무자료들이다. 또한 공기업은 분석에서 제외되었다.

전체 표본기업의 약 21%가 기업공개과정을 거친 기업들이다.[20] 기업공개를 위해서는 코스닥 등록기업은 발행주식총수의 20% 이상이 소액주주에게 분산되어 있어야 하며, 증권거래소의 상장기업은 30%(1부 종목은 40%) 이상 주식의 분산조건을 만족해야 한다(부록 1 참조).

기업집단이 한국경제에서 차지하는 비중은 아주 높다. 관계회사를 소유하거나 지배하는 기업을 기업집단으로 정의하는 경우, 자료에 포함된 외감대상 기업 및 상장기업 가운데 60% 이상이 기업집단에 소속되어 있다. 그러나 외감 이상의 관계회사를 복수로 가지고 있고 소위 '중견그룹'을 이루는 기업집단으로 한정하는 경우 15.8% 이상의 기업들이 기업집단에 속한 것으로 볼 수 있다. 기업집단 가운데 자산규모를 바탕으로 공정거래위원회가 매년 지정하여 규제하는 상위 30대 기업집단과 차입금 규모에 따라 40대 기업집단을 추가로 선택하여 70대 기업집단을 선정하

20) 증권업협회에 따르면 1998년말 현재 기업공개를 거친 기업은 1,079개이고 이 중 상장법인은 748개 업체이고 나머지가 협회등록법인이다. 본 연구에서는 1997년말 현재 상장 또는 코스닥 등록법인을 기업공개된 기업으로 보았다.

였다.

기업의 출자금, 관계회사에 대한 유가증권 및 대여금을 본 논문에서는 관계회사에 대한 투자자산으로 파악하여 분석하였다. 기업집단에 소속된 기업들의 경우, 투자자산의 비중이 일반 독립기업들보다 높다. 전체 표본에 있어 출자금, 유가증권, 대여금 등 관계회사에 대한 투자자산이 총자산에서 차지하는 비중은 3.1%, 기타 투자자산은 9.8%를 차지하고 있다.[21] 70대 재벌에 있어서 관계회사에 대한 투자자산 비중은 3.2%이고 기타투자자산의 비중은 10.9%이며 30대 재벌에 있어서는 각각의 비중이 2.7% 및 11.4%이다. 그러나 기업공개여부를 고려하여 기업집단에 속한 기업 중 기업공개를 거친 기업만 살펴보면 관계회사에 대한 투자비율이 높아진다. 70대 재벌의 경우 공개된 기업에서 출자금, 관계회사에 대한 유가증권 및 대여금은 총자산의 4.5%를 점하는 반면 비공개기업의 경우는 총자산의 2.7%에 불과하다.

V. 방법론

시계열과 횡단면 자료의 통합 자료(panel data)를 이용하여 시간에 따른 고유효과 및 각 산업 특유의 고유효과를 연도별 더미 및 업종별 더미변수를 사용하여 제어하였다. 예를 들면, 1995년의 반도체 특수는 산업 더미와 연도별 더미에 의하여 어느 정도 제어된다. 시간적 업종별 고유효과가 일정하다고 가정하여 단위

21) 본 연구에 사용된 자료에 따르면 관계회사에 대한 투자자산이 없는 것으로 보고된 약 40%의 기업을 제외할 경우 총자산 대비 관계회사에 대한 평균투자비중은 5% 이상이다.

구간내(within unit estimation) 추정방법을 사용하였다. 이 방법은 각 단위(unit, 이 경우는 각 산업)에 있어서 각 변수와 변수의 평균치로부터의 차이를 이용한 회귀분석으로 상수항 및 산업고유의 특성을 나타내는 항들은 제거되어 분석 결과에는 보고되지 않았다.

기업집단의 크기가 증가함에 따라 수익성이 어떻게 변화하는지를 살피기 위하여 공정거래위원회의 분류처럼 자산크기에 따라 5대 재벌 및 30대 재벌을 선정하였고, 차입금 및 자산의 크기에 따라 70대 재벌에 속하는 기업들로 나누어 더미변수를 부여하였다. 즉, 1~5대 재벌더미는 자산규모로 평가하여 가장 큰 5대 재벌에 소속된 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0을 갖는 변수이다. 6~30대 재벌더미는 공정거래위원회가 선정한 30대 기업집단 가운데 최상위 5대 재벌을 제외하고 자산규모로 6대에서 30대 기업집단에 소속된 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0을 갖는 변수이다. 비슷한 방법으로 31~70대 재벌더미는 31대에서 70대 기업집단에 속한 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0을 갖는다.

기업의 소유구조가 내생변수인가 아닌가라는 문제[22]를 회피하면서 소유구조가 수익성에 미치는 영향을 기업의 공개여부를 이용하여 분석하였다. 앞에서 살펴본 것처럼 기업공개를 거친 기업에서 지배대주주의 지분은 비상장기업보다 상대적으로 낮을 것이다. 기업공개 자체가 기업 자본을 주식을 통하여 조달하는 방법인 만큼 자기자본비율은 평균적으로 비공개기업들보다 높다. 기업공개를 거친 기업의 평균자기자본비율이 25.96%인 반면에 비공개기업의 평균자기자본비율은 16.26%이다. 따라서 재무구조를 제

22) Demsetz and Lehn(1985), Kole(1994), 그리고 Cho(1998)는 기업의 소유구조를 내생변수로 보는 반면에 Morck, Shleifer, and Vishny(1988) 등은 외생변수로 간주하였다.

〈표 1〉 총통계량

변 수	N	Mean	Std Dev
총자산(천원)	30136	80799615.01	440233707.00
순이익률(%)	30136	0.0889	11.3294
자기자본비율(%)	30136	18.2476	42.5564
5대 재벌더미	30136	0.0267	0.1611
30대 재벌더미	30136	0.0481	0.2140
70대 재벌더미	30136	0.0438	0.2047
log(자산)	30136	3.0460	1.2162
시장점유율	30136	0.0440	0.1209
수출더미	30136	0.3211	0.4669
R&D더미	30136	0.3822	0.4859
비관계회사투자(%)	30136	9.8134	8.9856
관계회사투자(%)	30136	3.1345	6.7632
영업이익률(%)	30136	5.5849	13.1174
경상이익률(%)	30136	1.0922	12.8429
광고비지출비율(%)	30136	5.8465	218.1117
기업공개여부	30136	0.2046	0.4034

어하지 않고 기업공개 여부가 기업의 수익성에 미치는 영향을 살펴보면, 기업공개에 따른 대주주의 인센티브효과와 재무구조의 효과가 혼합되어 나타난다. 이들을 분리하기 위하여 기업공개 여부 및 기업의 자기자본비율 모두를 설명변수로 포함하였다.

주주관점에서 볼 때 기업의 성과는 궁극적으로 주식가격에 따른 시가차익 및 배당수익이지만 상장된 기업의 성과를 비상장기업의 성과와 비교해야 했으므로 주식가격을 기업성과측정을 위한 지표로서 사용할 수 없었다. 기업의 수익률 변수로서, 투자자산을 제외한 총자산 대비 영업이익률, 총자산 대비 경상이익률, 순이익률 및 이자보상배율을 사용하였다. 영업이익률은 기업의 생산 및 판매활동에 따른 이익으로 기업의 자산이 이들 활동에 얼마나 효율적으로 사용되었는가를 나타낸다. 정의상 투자자산은

기업의 생산활동에 포함되지 않았으므로 생산활동에 사용된 자산의 효율성을 평가하기 위하여 투자자산을 제외한 총자산 대비 영업이익률을 사용하였다. 경상이익률은 기업 생산 및 판매활동 이외에도 금전적인 영업외 활동의 결과 얻어지는 수익 및 지출을 차감한 수익률이다. 투자에 따른 이자수익 및 배당수익 등이 경상이익에 포함되므로 영업이익률과 비교할 때 투자자산의 효율성을 측정하는 데 더 적합한 수익률이다. 순이익률은 감가상각 및 법인세를 지출한 이후의 이익률이다.

수익률 계산시의 한 문제점은 유가증권에 따른 배당금이나 이자수익 등은 경상수익률에 포함되지만 이들 투자자산의 가치변화가 수익률에는 반영되지 않는다는 점이다. 투자자산의 가치변화는 기업의 자산크기를 변화시키므로 기업의 총자산 대비 수익률을 변화시킨다. 그러나 기업자산은 시가 평가방법 대신에 原價法 및 低價法이 사용되었으므로 이례적으로 이루어지는 자산 재평가 또는 기업자산의 변동이 발생하는 경우가 아니면 기업의 보유자산의 크기를 변화시키지 않았다. 관계회사에 대한 출자는 기업의 안정적 소유(stable shareholding)를 목적으로 이루어지는 것이 일반적으로, 출자한 주식이 시장에서 거래되는 경우가 빈번하지 않으므로 이러한 문제가 더욱 크다.

규모의 경제가 존재하는 경우 기업규모는 기업의 수익성에 영향을 주게 된다. 그러나 기업규모가 일정수준 이상으로 커지면 기업 내의 다각화 및 정보전달이 복잡해지기 때문에 추가적인 규모의 경제를 기대하기가 어렵다. 따라서 기업규모를 측정하는 변수로 자산크기의 대수값(log)을 사용하였다.

기업이 속한 산업 또는 업종의 성격 및 특성, 그리고 기업이 시장에서 지배적 위치를 차지하는가 등이 기업의 성과에 영향을 미칠 수 있다. 한국표준산업분류에 따른 세분류를 기준으로 산업

더미를 추정식에 부여함으로써 산업적 특성을 제어하였다. 시장에 있어 기업의 독점정도를 나타내는 시장점유율은 기업성과에 영향을 미치는 변수이다. 시장에서의 점유율이 클수록 기업의 성과가 높을 것으로 예상된다. 개별기업의 시장점유율은 각 산업별 전체 매출액에서 각 기업의 매출액이 차지하는 비중이다. 여기에는 수입품 및 영세기업의 매출액이 포함되지 않았다는 단점이 존재한다. 산업별로 이들의 비중간에 큰 차이가 존재하는 경우, 시장점유율 변수를 개선할 필요가 있다. 또한 기업 내의 사업다각화를 고려하지 못했다. 자료의 제약상 기업에게 가장 주요한 사업이 속한 산업의 총매출액에서 기업전체의 매출액이 차지하는 비중을 시장점유율로 보았다.

그리고 기업의 경영전략변수 가운데 수출 지향적 여부 및 R&D 지향적 기업여부에 대해서는 더미변수를 사용하였다. 회계자료의 제약으로, 매출액 대비 R&D 지출액 또는 총매출액에서 수출이 차지하는 비중 등에 대한 자료가 미비하였다. 또한 매출액 대비 R&D 지출액을 사용하는 경우, R&D 활동이 시차를 두고 효과를 나타내는 경우, 기업의 수익성에는 현재의 매출액 대비 R&D 지출액뿐만 아니라 과거의 매출액 대비 R&D 지출액도 포함해야 할 것이다. 이처럼 시차를 두고 발생하는 R&D효과에 대한 문제 및 매출액 대비 R&D 집중도의 측정에 대한 문제를 해소하기 위해 기업 R&D 활동에 대한 지출이 있는 경우 R&D 더미에 1을 부여한다. 비슷한 이유로, 기업의 재무자료에 수출과 관련한 지출이 존재하는 경우에는 수출더미 변수에 1을 부여한다. 기업의 생산품이 최종 소비재인가 또는 중간재인가, 즉 생산자간의 非가격 경쟁의 정도를 나타내는 광고비에 대해서는 기업의 매출액 대비 광고비를 이용하여 기업이 생산하는 제품의 특성을 제어하였다.

Ⅵ. 실증분석의 결과 및 논의

〈표 2〉는 92년부터 97년까지 6년에 걸쳐 외부감사대상 기업들에 대한 수익성을 분석한 것이다. 분석결과를 다음과 같이 요약할 수 있다. 기업의 성과변수 선택은 분석 결과에 영향을 미치지는 않는다.[23] 다른 조건이 동일한 경우 기업공개를 거친 기업, 부채비율이 높은 기업, 재벌에 소속된 기업 및 관계회사에 대한 투자가 많은 기업의 수익성이 그렇지 않은 기업보다 나쁘다.

기업공개 여부는 기업의 성과에 대해 부정적인 영향을 미친다. 다른 변수들이 통제되는 경우 상장기업의 영업이익률, 경상이익률 및 순이익률이 비상장기업보다 낮다. 다른 조건이 동일하다고 가정할 때, 평균치에서 계산하면 비상장기업의 영업이익률은 5.6%인 데 반하여 상장회사의 영업이익률은 4.8%로 약 14% 낮다. 비슷한 방법으로, 다른 조건이 일정한 경우 평균치에서 계산한 비상장기업의 자산 대비 경상이익률은 1.09%인데 상장회사의 경상이익률은 0.09%이다. 마찬가지로 비상장기업의 순이익률은 0.08%인 데 반하여 상장회사의 순이익률은 -0.38%이다. 최근 3개 사업연도에 각각 영업이익, 경상이익, 당기순이익이 발생해야 하고, 최근 사업연도의 납입자본이익률이 25% 이상으로서 최근 3개 사업연도의 납입자본이익률의 합계가 50% 이상일 것과 같은 엄격한 신규상장요건에도 불구하고 상장기업들의 기업성과는 비상장기업보다도 낮다. 이는 이미 논의한 것처럼, 상장기업들에 있어 주식 소유의 분산의 결과 대주주와 소수주주간의 갈등으로

23) 기업의 자기자본 대비 수익률 변수는 유의하지 못한 결과를 초래하였다.

〈표 2〉 기업수익성 요인 분석 I

	영업이익률		경상이익률		순이익률	
log(자산)	0.3432	(3.84)	0.2622	(3.28)	0.2487	(3.61)
자기자본비율	0.0672	(38.71)	0.1420	(91.57)	0.1310	(97.87)
1~5대 재벌더미	-2.0172	(-3.99)	-2.4950	(-5.52)	-1.8700	(-4.80)
6~30대 재벌더미	-2.0006	(-5.45)	-3.4071	(-10.40)	-2.7056	(-9.57)
31~70대 재벌더미	-1.5607	(-4.31)	-2.1367	(-6.62)	-1.7576	(-6.31)
기업공개 여부	-0.7886	(-3.58)	-1.0026	(-5.10)	-0.4636	(-2.73)
비관계회사투자	7.0094	(8.28)	2.6413	(3.50)	1.8745	(2.87)
관계회사투자	0.4751	(0.42)	-4.1318	(-4.07)	-4.4727	(-5.10)
R&D 더미	0.5554	(3.22)	0.0826	(0.54)	-0.0116	(-0.09)
광고비지출비율	-0.0101	(-0.30)	0.0131	(0.44)	0.0057	(0.22)
수출더미	-0.2518	(-1.34)	-0.5282	(-3.16)	-0.3044	(-2.11)
시장점유율	11.8345	(10.33)	10.8524	(10.61)	8.4645	(9.59)
연도더미	yes		yes		yes	
산업더미	yes		yes		yes	
R^2	0.133901		0.279701		0.310452	
관측치 수	30136		30136		30136	

[괄호 안의 숫자는 t값임]

기업이 가치극대화가 이루어지지 않은 것으로 보인다.[24]

생산 및 영업활동이 아니라 비관계회사에 투자된 금융자산은 기업의 순이익률에 양(+)의 효과를 미친다. 그러나 관계회사에 투자된 금융자산은 영업이익률에는 영향을 미치지 못하지만 경상이익률, 순이익률, 그리고 이자보상배율에 음(-)의 효과를 미치는 것으로 나타났다.[25] Scharfstein(1998)의 연구처럼 기업조직 내의 내부자원이 배분될 때는 효율성이 떨어진다. 관계회사가 아

24) 기업회계에 있어 기업의 수익성을 의도적으로 감소시켜 보고하는 노력이 상장기업의 경우 비상장보다 높은 결과일 수도 있다. 그러나 분식이 이루어졌다고 가정하는 경우에도 그 분식의 혜택에서 소수주주가 제외된다면, 대주주와 소수주주의 이해상충이 기업의 성과에 영향을 미친다고 보는 해석에는 변화가 없을 수 있다.

25) 앞에서 논의한 것처럼 기업의 관계회사에 대한 투자자산이 시가로 평가되는 경우 관계회사에 대한 투자자산이 갖는 음(-)의 효과가 더욱 클 수 있다.

닌 기업에 대한 금융투자는 기업의 수익성을 높이는 반면에 관계회사에 대한 기업의 출자는 투자기업의 수익성을 낮추고 있음을 보여주는 본 논문과 기업집단에서 관계회사로부터 출자를 받는 기업의 수익성이 낮음을 보여주는 Chang and Hong(1998)의 연구는, 기업집단 내부에서 상대적으로 투자기회가 많고 자원의 효율성이 높은 계열사에서 그렇지 않은 계열사로 자본이 이동되었음을 시사한다. 관계회사에 대한 유가증권 및 기타 대여금 형태로 투자된 자본이 출자기업의 수익성을 낮춘다는 결과는 재벌의 상호출자 또는 관계회사에 대한 출자로부터 발생하는 이자소득 및 배당소득이 출자자본의 기회비용보다 낮다는 것을 의미한다. 투자수익률이 저조한 경우 투자자의 입장에서 투자자산을 처분 또는 줄이는 것이 합리적일 것이다. 기업집단이 관계회사에 대한 투자자산의 낮은 수익성에도 불구하고 이를 줄이지 않는 이유는[26] 투자의 주요목적이 소유를 통한 관계회사에 대한 지배권 확보에 있음을 시사한다.

기업의 부채비율은 기업의 순이익률에 음(−)의 영향을 미친다. 이는 Hall and Weiss(1967) 그리고 Gale(1972)과 같은 결과이다. [그림 1]과 [그림 2]에서 보여주듯이, 분석기간을 포함한 1989년부터 1997년까지 기업의 평균차입금금리는 기업의 평균자기자본경상이익률보다 높다. 이런 상황에서, 경영진 및 내부주주가 사적이익을 추구하기 위하여 사용할 수 있는 기업유보이윤은 적거나 존재하지 않을 수 있다. 따라서 여유현금(free cash flow)이 존재하는 경우 경영진 및 내부주주의 낭비요인을 막는 부채가 갖는 규율적 기능은 한국기업에서는 존재하지 않은 것으

26) 공정거래위원회의 발표에 따르면 30대 기업집단에 있어서 기업내부지분은 거의 감소하지 않거나 오히려 증가하는 것으로 나타났다. 1995년 대주주와 특수관계인을 제외한 계열사간의 상호출자를 통한 내부지분율은 22.4%, 1999년의 경우에는 45.1%이다.

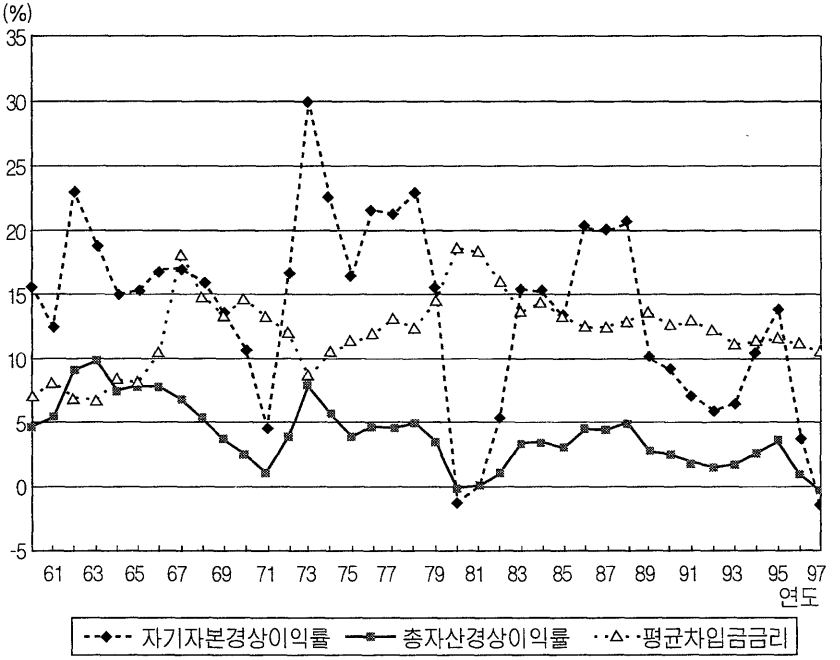
[그림 1] 한국기업의 수익률 추이(전체산업)

자료: 한국은행, 『기업경영분석』, 각년도.

로 판단된다. 오히려, 부채를 많이 가진 기업의 효율성이 그렇지 않은 기업들보다 낮다.

대기업집단에 속한 기업들의 순이익률은 독립기업들보다 낮다. 기업집단이 거래비용측면에서 얻을 수 있는 이론상의 효율성이 다른 요인들에 의하여 상쇄되었음을 의미한다. 순이익률 및 경상이익률들을 살피면, 30대 재벌의 성과가 70대 재벌의 순이익률보다 낮다. 그러나 30대 재벌보다 최상위의 5대 재벌의 수익성은

[그림 2] 한국기업의 수익률 추이(제조업)



자료: 한국은행, 『기업경영분석』, 각년도.

상대적으로 덜 감소하였다. 규모가 큰 재벌은 기업집단이 갖는 효율성보다 규모와 관련하여 발생하는 비효율성이 훨씬 더 높았음을 의미한다. 그러나 투자운영에 따른 수익성의 차이를 제어하고도 발생하는 비효율성이 무엇인지 그리고 어떤 메커니즘에 의해서 기업집단의 수익성이 낮아지는가를 분석하지 못하였다. 이에 대한 추가적 분석이 필요하다.

기업의 규모는 기업의 수익률에 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타난다. 개별기업측면에서는 규모의 경제가 존재함을 의미한다. 또한 이미 기존의 많은 논문들이 보인 것처럼 기업이 산업에서 차지하는 시장점유율은 기업의 수익성에 양(+)의 효과를 갖는 것으로 나타난다. R&D활동에 투자하는 기업의 영업이익률은

〈표 3〉 기업수익성요인 분석 II (투자자산이 수익성에 미치는 영향이 상장기업과 비상장기업에서 다르다는 가정하에 분석한 결과)

	영업이익률		경상이익률		순이익률	
log(자산)	0.3690	(4.12)	0.2779	(3.47)	0.2646	(3.83)
자기자본비율	0.0672	(38.71)	0.1420	(91.55)	0.1310	(97.86)
1~5대 재벌더미	-2.0395	(-4.03)	-2.5225	(-5.58)	-1.8939	(-4.86)
6~30대 재벌더미	-1.9946	(-5.44)	-3.4051	(-10.39)	-2.7030	(-9.56)
31~70대 재벌더미	-1.5573	(-4.31)	-2.1234	(-6.57)	-1.7473	(-6.27)
기업공개 여부	-0.4145	(-1.14)	-1.1194	(-3.45)	-0.4838	(-1.73)
비관계회사투자	6.8741	(7.63)	2.1726	(2.70)	1.5099	(2.17)
관계회사투자	2.3771	(1.92)	-3.0075	(-2.72)	-3.3251	(-3.49)
비관계회사투자 * 기업공개	0.0272	(0.01)	3.1425	(1.41)	2.2925	(1.20)
관계회사투자 * 기업공개	-11.5617	(-3.87)	-6.4314	(-2.41)	-6.6828	(-2.90)
R&D더미	0.5484	(3.18)	0.0835	(0.54)	-0.0122	(-0.09)
광고비지출비율	-0.0096	(-0.29)	0.0131	(0.45)	0.0058	(0.23)
수출더미	-0.2483	(-1.32)	-0.5284	(-3.16)	-0.3039	(-2.10)
시장점유율	11.9109	(10.40)	10.8723	(10.63)	8.4922	(9.62)
연도더미	yes		yes		yes	
산업더미	yes		yes		yes	
R^2	0.134345		0.279918		0.310709	
관측치 수	30136		30136		30136	

[괄호 안의 숫자는 t값임]

그렇지 않은 기업보다 높지만, 경상이익과 순이익에 영향을 주는 것으로 나타나지 않는다. 이는 R&D 활동에 대한 지출이 효율적이지 않음을 보여준다. 수출활동을 하는 기업의 경상이익률과 순이익률이 낮은 것으로 나타난다.

위의 분석은 자산운용의 효과가 모든 기업들에 동일하다는 제한된 가정하에서 이루어진 것이다. 상장기업의 성과가 비상장기업의 성과보다 낮은 것으로 나타난 것과 상장회사의 경우 지배

대주주와 소액주주간의 이해상충이 더욱 클 수 있다는 주장과 관련하여, 관계회사에 대한 투자 및 비관계회사에 대한 투자의 효과가 다른가를 상장기업만을 대상으로 하여 분석하였다. 〈표 3〉은 그 결과를 보여준다. 관계회사에 대한 출자 및 장기대여금 등이 수익성에 미치는 음(−)의 영향은 상장기업일수록 더 크다. 이는 주식의 소유분산 정도가 심한 기업에서 관계기업에 대한 투자결정이 기업의 이익과는 무관하게 이루어졌음을 시사한다.

〈표 4〉와 〈표 5〉는 기업들을 자기자본비율에 따라 두 집단으로 나눈 후 각 집단에서의 분석결과이다. 자기자본비율이 15%를 초과하는 기업과 그 이하인 기업으로 나누었다. 각 집단에 있어 주요 변수의 영향은 질적으로 크게 다르지 않았다. 두 집단 모두에 있어 상장기업의 수익성이 비상장기업보다 낮고, 기업집단에 속한 기업들의 수익성은 독립기업들보다 낮다. 그리고 기업의 관계회사에 대한 투자 및 출자금은 기업의 경상이익률 및 순이익률을 감소시키는 것으로 나타났다. 또한 자기자본비율이 높은 기업의 수익성이 높다는 공통점을 갖는다. 두 집단의 차이점은 자기자본비율이 높은 기업의 경우 비관계회사에 대한 투자자산은 양(+)의 효과를 갖는 반면에 자기자본비율이 낮은 기업의 경우는 음(−)의 효과를 갖는다는 것이다. 반면에 자기자본비율이 높은 기업군의 경우 기업의 규모가 기업의 경상이익률 및 순이익률에 유의한 영향을 미치지 못하는 반면에 자기자본비율이 낮은 기업에서는 양(+)의 영향을 미친다.

일반적으로 기업에 대한 투자는 무위험자산보다 높은 수익률을 얻기 위하여 위험을 수반한 자산에 대한 투자라고 이해된다. 일부 산업분야에서 차입금에 대한 이자율보다 낮은 수익률이 단기적으로 발생할 수 있다. 그러나 약 10년에 걸쳐 경제전반에서 위험 감수에 대한 보상이 이루어지지 않는 수익률은 기업의 자

〈표 4〉 기업수익성요인 분석 Ⅲ(자기자본비율이 15%를 초과하는 기업이 분석대상임)

	영업이익률		경상이익률		순이익률	
log(자산)	−0.3518	(−3.41)	0.0275	(0.36)	0.0558	(0.81)
자기자본비율	0.0318	(6.11)	0.1154	(30.06)	0.1050	(30.32)
1～5대 재벌더미	−0.6220	(−1.15)	−1.9926	(−4.98)	−1.5371	(−4.26)
6～30대 재벌더미	−1.2085	(−2.79)	−2.7961	(−8.73)	−2.3013	(−7.96)
31～70대 재벌더미	−1.0633	(−2.53)	−1.3140	(−4.23)	−0.9220	(−3.29)
기업공개 여부	−0.4671	(−2.00)	−1.0942	(−6.35)	−0.7779	(−5.00)
비관계회사투자	16.1478	(16.59)	3.9692	(5.52)	2.6417	(4.07)
관계회사투자	1.5398	(1.22)	−4.4940	(−4.81)	−5.1221	(−6.08)
R&D더미	0.2999	(1.61)	−0.0810	(−0.59)	−0.0918	(−0.74)
광고비지출비율	−0.2939	(−2.21)	−0.2532	(−2.57)	−0.2015	(−2.27)
수출더미	−0.4807	(−2.36)	−0.6505	(−4.33)	−0.4412	(−3.25)
시장점유율	15.2481	(11.44)	8.9774	(9.11)	6.2918	(7.08)
연도더미	yes		yes		yes	
산업더미	yes		yes		yes	
R^2	0.139521		0.14928		0.137186	
관측치 수	17852		17852		17852	

[괄호 안의 숫자는 t값임]

본이 효율적으로 사용되지 못했음을 의미한다. 이는, 평균적으로, 주어진 자원이 기업의 가치를 극대화하는 생산·투자활동에 사용되지 못했음을 의미한다. 앞서 논의한 바와 같이 높은 부채를 가진 기업이 평균수익은 낮지만 유한책임을 지는 주주의 수익을 높이고자 위험이 높은 프로젝트를 택한 결과일 수도 있다. 과도한 부채비율에도 불구하고 기업이 차입을 할 수 있게 허용함으로써 사회전반적으로 효율적인 자원배분은 이루지 못한 것으로 해석할 수 있다.

〈표 5〉 기업수익성요인 분석 Ⅳ(자기자본비율이 15% 미만인 기업이 분석대상임)

	영업이익률		경상이익률		순이익률	
log(자산)	1.3770	(8.57)	0.8119	(4.99)	0.6876	(5.07)
자기자본비율	0.0459	(19.77)	0.1195	(50.88)	0.1078	(54.97)
1~5대 재벌더미	-2.7986	(-2.80)	-1.6937	(-1.67)	-0.7494	(-0.89)
6~30대 재벌더미	-2.2329	(-3.58)	-3.1589	(-5.01)	-2.0568	(-3.90)
31~70대 재벌더미	-1.5759	(-2.58)	-2.4958	(-4.03)	-2.2092	(-4.27)
기업공개 여부	-2.2390	(-4.76)	-2.4945	(-5.24)	-1.6163	(-4.07)
비관계회사투자	-10.0361	(-6.78)	-3.8073	(-2.54)	-3.3737	(-2.70)
관계회사투자	-2.0968	(-1.03)	-5.6638	(-2.74)	-5.4273	(-3.14)
R&D더미	0.4603	(1.43)	-0.0566	(-0.17)	-0.1843	(-0.68)
광고비지출비율	0.0380	(1.00)	0.0491	(1.27)	0.0363	(1.12)
수출더미	0.0697	(0.20)	-0.4299	(-1.21)	-0.0029	(-0.01)
시장점유율	7.6143	(3.40)	11.5495	(5.10)	9.2915	(4.91)
연도더미	yes		yes		yes	
산업더미	yes		yes		yes	
R^2	0.155897		0.280321		0.323882	
관측치 수	12282		12282		12282	

[괄호 안의 숫자는 t값임]

Ⅶ. 본 연구의 한계점

본 연구는 기업의 수익성에 영향을 미치는 요인들에 대한 실증적인 분석에도 불구하고 왜 대기업집단의 수익성이 특별히 낮은가를 충분히 설명하지 못하고 있다. 독립기업과 기업집단의 효율성을 비교하기 위해서는 기업집단전체의 수익성에 관한 정보를 이용해야 할 것이나 연구대상시기에 극히 일부 기업집단만이 연결재무제표를 작성한 것으로 알려지고 있으므로 각 기업집단

에 속한 계열사들의 개별자료를 이용하였다. 1999년 결산연도부터는 결합재무제표를 작성하도록 요구하고 있다. 앞으로의 연구에 있어서는 결합재무제표 자료를 이용하여 기업집단과 독립기업의 효율성을 비교해야 할 것이다.

본 연구는 1992년부터 1997년까지의 기업의 성과에 미치는 재무구조의 영향을 분석하고 있다. 재무구조의 영향분석에 있어 기업의 자금출처는 다양할 것이고 이에 따라 채권자의 역할 또한 달라질 것이다. 따라서 기업의 성과에 미치는 영향도 달라질 수 있다. 그러나 주어진 자료에서는 채권자의 종류(은행, 제2금융권, 회사채 또는 외화채권)를 분별할 수 없었다. 분석기간 동안 기업의 부채비율은 변화하였다. 고부채의 재무구조가 기업의 낮은 수익성에 의거한 경우, 기업의 성과와 부채간의 인과관계를 살펴보아야 한다. 이에 대한 해결책의 하나는 기업의 재무구조에 대한 도구변수(instrument variable)를 사용하는 것이다. 본 연구에 보고는 되지 않았지만 재무구조의 내생성의 문제를 해결하기 위하여 자기자본비율의 lag변수를 사용한 경우에도 다른 설명변수의 효과는 변하지 않았다. 또한 자기자본비율이 기업의 경상이익률 및 순이익률에 미치는 영향에는 변화가 없었다.

주주의 관점에서 기업의 성과는 주식의 시가차액 및 배당수익과 같은 주식으로부터 발생하는 소득일 것이다. 따라서 기업의 성과를 평가함에 있어 주식시장에서 가장 근본적인 성과변수는 무위험자산의 수익률 및 시장의 평균수익률과 기업의 위험을 고려하여 도출된 예상수익률과 기업의 실제수익률의 차이인 초과수익률이 될 것이다.[27] 그러나 상장 및 등록기업과 기타 외감기업의 성과를 비교함에 있어서, 비공개기업의 특성상 기업의 주식

27) 예를 들면, CAPM 및 Tobin의 Q방식들을 이용한 기업의 성과계산방법들을 의미한다.

시장 수익률 변수를 사용할 수 없었다. 자산 대비 재무상의 기업성과를 사용하였는데, 이는 단기적 성과만을 반영하고 장기적인 수익성 및 안정성과 같은 성과를 반영하지 못한다는 문제점을 갖는다. 이러한 점을 보완할 필요가 존재한다.

본 연구에서는 기업의 내부주주와 외부주주간에 존재하는 갈등이 기업성과에 미치는 영향을 상장기업과 비상장기업 여부가 기업성과에 미치는 영향을 통하여 간접적으로 분석하였다. 주식소유의 분산 여부가 기업의 상장요건이므로 상장기업에서는 내부주주의 지분이 낮기 때문에 이들이 사적이익을 추구할 가능성이 높다. 그러나 소유지분에 대한 자료수집이 어렵다는 현실적 제약조건이 존재하지만, 좀더 엄밀한 연구를 위해서는 기업의 내부주주의 지분율을 사용할 필요가 있다. 또한 기업 소유구조의 내생성 여부에 대한 논의가 있는 만큼, 한국의 소유구조가 과연 내생변수인가, 아니면 외생변수인가를 규명해야 할 것이다. 그리고 기업공개여부 대신에 소유구조를 사용하는 경우 기업성과와 소유구조간의 비선형관계도 검토할 수 있을 것이다. Morck, Shleifer, and Vishny(1988)의 연구에 의하면 기업경영자에 의한 소유집중과 Tobin의 Q로 평가한 기업의 가치는 비선형적 관계가 존재한다. 최근의 Cho(1998)의 연구도 기업주주의 소유집중과 기업가치간의 비선형적 관계를 보이고 있다.

본 연구에서는 6년간의 기업재무자료만을 사용하고 있다. 기업의 전략적 선택, 대리인 문제, 그리고 내부주주와 외부주주간의 갈등문제들은 기업 및 거시경제가 처한 상황에 따라 달라질 것이다. 시간의 변화에 따라 이러한 요소들의 영향이 어떻게 달라질 것인가에 대한 분석이 추가되어야 할 것이다.

Ⅷ. 결론 및 정책적 시사점

1992년부터 1997년까지의 외부감사 대상 민간기업의 수익성에 관한 본 연구는, 동일 산업에 있어 규모, 기업행태, 그리고 산업에서의 지위 등을 제어한 경우 상장기업 등 기업공개를 거친 회사와 기업집단에 소속된 기업들은 비상장회사와 독립기업보다 성과가 낮았음을 보여준다. 또한 대재벌의 수익성은 소규모재벌의 수익성보다 낮고 관계회사에 대한 투자는 기업의 수익성을 저하시킨다. 또한 다른 조건이 일정한 경우 부채비율이 높을수록 기업의 성과가 낮다. 대기업집단에 속한 기업들의 도산이 1997년의 경제위기의 한 원인으로 지목되고 있음을 감안할 때, 대기업의 도산을 초래한 낮은 수익성을 설명하는 본 논문은 경제위기의 원인에 대해 설명하는 것으로 볼 수도 있다.

관계기업에 대한 투자는 평균적으로 기업성과에 음(-)의 효과를 가져오고, 이러한 부정적인 영향은 외부주주의 지분이 큰 상장기업에 있어 더욱 강한 것을 보여준다. 기존의 출자제도에 대한 이론적 연구는 기업집단 내의 금융 및 인적자원 공유를 가능하게 함에 따른 순기능(benefits)과 경제력집중이라는 역기능이 있음을 지적하였다. 그러나 본 연구는 자원공유의 순기능정도에 대하여 의문을 제기한다. 본 연구 이외에도 Chang and Hong(1998)은 관계회사로부터 출자를 받은 기업의 수익성이 낮음을 보이고 있다.[28] 즉, 관계회사에 대한 투자는 상대적으로 수익성이 좋은 기업으로부터 상대적으로 수익성이 낮은 기업으로 자본이 이전

28) 기업집단의 출자규제에 대한 논의는 전인우(1997) 참조.

되고 기업집단 전반적으로 자본의 효율성을 낮추는 것으로 판단된다. 대기업집단의 경우 유가증권과 관련한 부당내부거래가 보고되었다.[29] 이는 기업의 가치극대화가 아닌 내부주주가 사적이익을 추구한 결과로 발생한 자원의 비효율적 사용이 기업 수익성에 음(−)의 효과를 미치는 것으로 해석할 수 있다.

다른 조건이 동일할 때 상장기업의 기업성과가 비상장기업보다 나쁜 것은 소유주식이 분산된 기업에 있어 지배대주주와 외부소수주주간의 이해갈등의 문제가 심각함을 보여준다. 다른 조건이 동일할 때 영업이익, 경상이익 및 순이익률에서 보이는 기업공개가 갖는 음(−)의 효과는 주식분산시 주주간의 이해갈등에 의해 구조적 비효율성이 발생하고 있음을 의미한다. 이러한 비효율성을 막고 소수주주의 권한을 보호하기 위하여, 합리적 지배구조를 확립하고 기업주주들이 경영에 대한 감시·감독을 낮은 비용으로 할 수 있도록 법적·제도적 장비를 강화해야 할 것이다. 이런 측면에서 집단소송제의 도입 등에 대하여 좀더 적극적인 검토가 필요하다. 그리고 소수주주들이 기업의 성과에 대한 객관적인 정보를 갖도록 기업회계상의 공시내용을 구체화하고 주주들에게 빠르고 정확하게 전달되도록 전자공시제도를 강제화하고 불성실공시에 대해서는 처벌을 강화해야 한다.

그리고 기업의 수익성과 부채비율이 갖는 음(−)의 관계는 기업의 차입금이 효율적으로 사용되지 못했음을 시사한다. 또한 자기자본비율이 낮고 부채비율이 높은 기업의 경우 투자자산이 기업의 수익성에 음(−)의 효과를 발생시키는 것으로 나타났다. 비

29) 1998년 두 차례에 걸친 공정거래위원회의 5대 재벌에 대한 부당 내부거래조사 결과에 의하면, 부당내부거래행위의 유형에는 부도직전의 기업어음(CP) 고가매입, 특정금전신탁을 이용한 CP 고가매입, 후순위채 고가매입, 증권예탁금 명목의 저리대여 및 부동산 매각대금 지연회수 등이 포함된다. 자세한 내용은 〈부록 2〉 참조.

효율적인 기업들에 자금이 공급되는 것을 금융기관 스스로 막을 수 있도록 금융기관의 지배구조 역시 개선해야 할 것이다.

대기업집단의 수익성이 독립기업들보다 낮다고 본 연구가 이들의 존립근거가 없다는 것을 실증적으로 보여준 것은 아니다. 또한 모든 기업집단조직이 독립기업들보다 우리 경제에 대한 공헌이 항상 낮다는 것을 의미하지는 않는다. 일부 자원이 부족하거나, 시장이 발달하지 않았거나 규제에 의하여 왜곡된 경우 기업집단은 효율성을 가질 수 있기 때문이다. Chang and Choi (1988)의 연구가 보여주듯이, 일정한 시기에 있어서는 재벌의 효율성이 높았던 것으로 보인다. 그리고 본 연구는 산업더미를 이용하여 산업의 특수한 고정효과를 제어하였지 우리 경제의 산업구조 및 사업내용에 있어 기업집단들의 역할을 고려하지 않았다. 우리 경제에는 대기업집단에 소속된 기업들이 진출하여 산업전반의 기술력 및 경쟁력을 높인 분야가 있다. 예를 들어, 자동차, 조선 및 반도체산업 등은 대규모 기업집단들의 진출결과로 국제적인 경쟁력이 이루어진 것일 수 있다. 이들 산업에서의 대기업집단의 R&D 투자의 파급효과가 발생한 것이다. 이러한 공헌을 의도적으로 무시해서는 안될 것이다.

본 연구는 앞으로 재벌정책의 대상, 범위 그리고 규제 또는 감독기관을 어떻게 설정할 것인가에 대한 질문을 하고 있다. 대체로 규모가 작은 재벌이 규모가 큰 재벌보다 수익성이 높은 것으로 나타나지만 30대 재벌보다는 5대 재벌의 수익성이 높다. 또한 70대 재벌보다 작은 기업집단에서도 집단 내의 상호출자는 기업의 수익성에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타난다. 1998년 2월에 30대 재벌의 상호출자에 대한 규제가 해소되었으나 1999년에 다시 도입되었다. 왜 대기업집단에만 이런 규제가 필요한지에 대한 논리적 근거가 필요하다. 또한 경쟁에 대한 부정적 영향에

대한 증거가 없이, 소수주주의 이익보호라는 목적으로 상호출자에 대한 규제가 이루어진다고 할 때 이에 대한 규제를 공정거래위원회가 담당할 것인지 아니면 금융감독기관이 담당할 것인가를 검토해야 할 것이다.

중장기적으로, 재벌정책은 재벌의 행위에 대한 규제 대신에 기업들이 왜 기업집단의 조직형태를 추구하는가를 분석한 결과에 기초해야 할 것이다. 기업지배구조의 개선으로 기업경영에 있어 지배대주주의 전횡이 어려워지고 소수주주의 권리가 보장되며 경쟁정책으로 시장지배자적 지위 남용을 막을 수 있다면 앞으로 재벌정책이 무엇을 추구할 것인지에 대한 고려가 필요하다. 외부감사 대상인 기업 가운데 규모에 관계없이 기업집단에 소속된 기업이 60% 이상을 차지하는 것이 우리의 경제현실이다. 이 많은 기업들이 기업집단 형태를 추구하는 이유에 대한 실증적 분석에서 앞으로의 재벌정책의 방향을 설정해야 할 것이다. 기업집단이라는 조직형태가 만연한 이유가 기업집단이 갖는 효율성 때문인지, 금융산업이 발달하지 않은 상황에서 내부자금시장(internal capital market)의 장점에 기인한 것인지, 조세상의 편익 또는 탈세를 하기에 유리한 기업형태이기 때문인지, 아니면 대주주의 이익 추구에 적합한 형태이기 때문인지를 판단해야 앞으로의 재벌정책에 대한 보다 근본적인 접근이 될 것이다.

▷ 참 고 문 헌 ◁

대한민국정부, 『국민과 함께 내일을 연다』, 1998.

신광식, 「경제위기와 경쟁법 · 정책」, 『KDI정책연구』, 제20권 제

1 · 2호, 1998.

이재형, 「기업의 주식소유와 지주회사」, 한국산업조직학회 정책 세미나, 1998.

이철송, 「상호주에 관한 연구」, 서울대학교 박사학위논문, 1983.

정병휴 · 양영식, 『한국재벌부문의 경제분석』, 한국개발연구원, 1992.

전인우, 「기업집단의 소유구조와 다각화에 관한 실증적 연구: 30대 기업집단을 대상으로」, 『경제학연구』, 45, 1997.

전인우, 『출자제도의 비판적 검토』, 한국경제연구원, 1998.

조동성, 『한국재벌연구』, 매일경제신문사, 1990.

Baker, Samuel, "Risk, Leverage and Profitability: An Industry Analysis," *Review of Economics and Statistics* 55, 1973.

Chang, Sejin and Unghwan Choi, "Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transactions Cost Approach," *Journal of Industrial Economics*, 1988.

Chang, Sejin and Jaebum Hong, "Economic Performance of the Korean Business Groups: Intra-Group Resource Sharing and Internal Business Transaction," mimeo, 1998.

Cho, Myeong-Hyeon, *Ownership Structure, Investment, and Corporate Value: An Empirical Analysis Journal of Financial Economics,* Vol. 47, 1998, pp.103～121.

Choi, Jeong-Pyo and Thomas Cowing, "Firm Behavior and Group Affiliation: The Strategic Role of Corporate Grouping for Korean Firms," mineo, 1997.

Demsetz, H. and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy* 93,

1985.

Gale, Bradley, "Market Share and Rate of Return," *Review of Economics and Statistics* 54, 1972.

Hall, M. and L.W. Weiss, "Firm Size and Profitability," *Review of Economics and Statistics* 49, 1967.

Hurdle, Gloria, "Leverage, Risk, Market Structure and Profitability," *Review of Economics and Statistics* 56, 1974.

Jensen, Michael, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 1986.

Jensen, Michael and William Meckling, "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 1976.

Joh, Sung Wook, "The Korean Corporate Sector: Crisis and Reform," Working Paper 9912, Korea Development Institute, 1999.

Kole, Stacey, "Managerial Ownership and firm performance," mimeo 1994.

Kaplan, Steven, "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value," *Journal of Financial Economics* 24, 1989

Leff, Nathaniel, "Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries," *Economic Development and Cultural Change*, July 1978

Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics,* Vol. 20, 1988, pp. 293~315.

Muscarella, Chris and Michael Vetsuypens, "Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs," *Journal of Finance* 45,

1990.

Myers, Stewart, "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, 1984.

Myers, Stewart and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 1984.

Scharfstein, David, "The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates," NBER Working Paper #6352, 1998.

Scharfstein, David and Jeremy Stein, "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent Seeking and Inefficient Investment," NBER Working Paper #5969, 1996.

Shephard, William, "The Elements of Market Structure," *Review of Economics and Statistics* 54, 1972.

Smith, Abbie, "Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts," *Journal of Financial Economics* 27, 1990.

Stiglitz, Joseph and Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review* 71, 1981.

Stulz, Rene, "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics* 26, 1990.

Williamson, Oliver, *Markets and Hierachies: Analysis and Antitrust Implications,* New York, Free Press, 1975.

〈부록 1〉 기업 공개(상장)요건

〈부록 1-a〉 기업 공개(상장)요건

	내 용
• 설립후 경과연수	5년 이상
• 납입 자본금	30억원 이상
• 자기자본	50억원 이상
• 매출액	최근 3년 평균 매출액이 150억원 이상이고, 공개 직전 연도 매출액이 200억원 이상일 것
• 자산가치	액면가액의 3배 초과
• 수익가치	액면가액의 2배 초과
• 납입자본이익률	최근 3년에 각각 영업이익, 경상이익 및 당기순이익이 있고, 최근 사업연도의 납입자본이익률이 25% 이상으로서 최근 3년의 납입자본이익률의 합계가 50% 이상일 것
• 부채비율	동일업종 상장법인 평균의 1.5배 미만. 다만 동일업종 상장사가 5개 이하인 경우 전상장회사 평균의 1.5배 미만
• 자본상태	최근 사업연도말 현재 자본잠식이 없을 것
• 감사의견	최근 3년간 모두 적정 또는 한정 의견일 것
• 기타 요건	회사경영에 중대한 영향을 미치는 소송 등 분쟁사건이 없을 것 경영의 안정성, 성장성 및 업종의 특성 등을 고려하여 공익과 투자자 보호상 상장이 부적합하다고 인정하는 사유가 없을 것
• 주식분산	일반주주가 소유한 주식이 전체 주식수의 30% 이상일 것

〈부록 1-b〉 신규등록법인 요건

		벤처기업	일반기업	
			선택1	선택2
주식 분산		발행주식의 20% 이상을 소액주주 100인 이상에게 분산시켜야 함(등록 1년전 벤처금융이 10% 이상 출자한 벤처기업은 10% 이상)		
감사의견		외부감사인의 감사의견이 적정 또는 한정일 것		
합병, 영업의 양수도		합병 등의 기일이 속한 사업연도의 결산 재무제표 확정(단, 사업연도말 3개월 이전에 합병이 발생한 경우에는 다음 사업연도의 결산재무제표 확정)		
소송 및 부도발생		소송 등의 중대한 분쟁사건이 없고 부도의 경우 6월 전에 그 사유가 해소되었을 것		
주권양식		증권예탁원의 유가증권 취급 규정에 따른 통일가격유가증권일 것		
명의개서 대행위탁		명의개서대행회사(증권예탁원, 서울은행 및 국민은행)와 명의개서 대행계약을 체결(단, 은행법에 의한 은행 제외)		
설립경과연수		-	-	3년 이상
자본금		-	자기자본 100억원 이상	자본금 5억원 이상
자산총계		-	500억원 이상	-
재무내용	부채비율	-	동 업종 평균 미만	동 업종 평균 1.5배 미만
	이익	-	-	경상이익 시현
	자본상태	-	자본잠식 없을 것	자본잠식 없을 것

〈부록 1-c〉 기업 공개(상장)요건

[제1부 종목으로 지정받기 위해서는 상장후 1년이 경과하고 다음의 요소들을 구비하여야 함]

상장증권의 소속부 지정 및 관리	
주주수	소액주주의 총소유 주식수가 유동주식수의 100분의 40 이상이고 소액주주의 수가 1,000명 이상
발행총주식수	최대주주 등의 총소유 주식수가 발행 총주식수의 100분의 51 이하일 것
자본금	최근 사업연도 말의 자본금이 50억원 이상
당기순이익	최근 3년의 자본금 대비 당기순이익률이 100분의 10 이상
부채비율	최근 3년의 부채비율이 동 업종 상장법인의 평균 이하일 것(단, 금융보험, 리스업은 제외)
유동비율	최근 3년의 유동비율이 동 업종 상장법인의 평균 이상일 것(단, 금융보험, 리스업은 제외)
배당액	최근 3년중 2년에 의결권 있는 주식을 소유한 소액주주에게 각각 주당 300원 이상의 이익배당을 하였을 것
감사의견	최근 3사업연도의 재무제표에 대한 감사의견이 적정의견일 것
상장 유동주식수	당해 사업연도에 거래소를 통하여 거래된 주식의 월평균 거래량이 사업연도말 현 상장 유동주식수의 1,000분의 10 이상일 것

〈부록 2〉

1998년에 이루어진 공정거래위원회의 5대 재벌에 대한 부당내부거래조사 결과에 의하면 부당내부거래행위의 유형에는 부도직전의 기업어음(CP) 고가매입, 특정금전신탁을 이용한 CP 고가매입, 후순위채 고가매입, 증권예탁금 명목의 저리대여 및 부동산 매각대금 지연회수 등이 포함된다. 또한 5대 재벌 계열사간 내부거래시 재벌의 주력기업이 재무구조가 취약한 계열사를 집중적으로 지원하는 특성을 보이고 있다. 1차조사결과에 의하면, 수혜기업 35개사 중 25개사(71.4%)가 최근 3년중 1년 이상 적자이며, 자본잠식상태에 이른 기업이 9개사에 달한다. 2차조사도 비슷한 결과를 보여준다. 지원기업 총 33개사 중 27개사(81.8%)가 최근 3년간 연속 흑자를 경험한 반면에 수혜기업 21개사 중 17개사(81.0%)가 최근 3년중 1년 이상 적자이며 자본잠식상태에 이른 기업이 4개사라고 밝히고 있다.

論 評

全 聖 寅
(홍익대 경제학과 교수)

이 논문은 1992년부터 1997년까지 6년동안 비금융업에 속한 외감대상 기업들의 재무제표를 바탕으로 이들 기업의 수익성을 분석한 논문이다. 이 논문의 주된 연구결과는 대규모 기업집단의 수익성이 그렇지 않은 기업의 수익성보다 오히려 낮다는 점과 공개를 거친 회사의 수익성이 미상장 기업의 수익성보다 낮다는 점이다.

기업집단의 수익성을 분석한 이 연구는 현재 5대 재벌에 대한 구조조정이 정책당국의 주된 관심사라는 점에서 시의적절하다. 또한 공개된 기업의 수익성이 오히려 미공개 기업의 수익성보다 낮았다는 논문의 발견이 사실이라면 공개기업에 대한 규제 혹은 유인장치에 대한 전면적 재검토까지 심각하게 고려해 보아야 할 정도이다.

그러나 몇 가지 측면에서 이 연구는 조금 더 개선의 소지가 있다.

첫째, 분석자료의 신뢰성 문제이다. 우리나라 기업들의 대차대조표 자료에 대한 신뢰성에 의문이 제기된 지는 오래되었고, 최근 대우그룹의 자산부채 실사 결과에서도 밝혀졌듯이 이런 관행은 아직까지도 그대로 유지되고 있는 것처럼 보인다. 대우그룹의 경우를 보면 왜곡의 규모도 놀랄 정도이다. 물론 왜곡된 회계자료가 연구자의 책임일 수는 없으나, 연구방법의 선택이나 결과의 해석, 그리고 정책제안 등의 문제에 있어서 신중을 기하는 것은

연구자의 책임이다.

왜곡된 회계자료와 관련해서는 우선 왜곡의 유인은 무엇이고, 왜곡의 방향은 어떠하며, 결론의 해석은 어떠해야 하는가 등의 문제를 생각해 볼 수 있다. 먼저 왜곡의 유인은 조세회피, 회사의 열등한 경영성과를 숨기려는 경영자나 지배주주의 일반적 동기 등 여러 가지를 생각할 수 있다. 일반적으로 조세회피 유인은 성과를 축소하는 방향으로 작용하고, 열등한 경영성과를 숨기려는 유인은 성과를 확대하는 방향으로 작용할 가능성이 크다.

문제는 이런 상황에서 주어진 연구결과를 어떻게 해석할 것인가 하는 점이다. 우선 상장요건에 기업의 과거 성과가 큰 관건인 경우 상장을 앞둔 미상장 기업은 경영성과를 부풀리고, 비용을 가능한 한 미래로 이연시킬 유인을 갖는다. 이 경우 미상장 기업의 수익성은 실제보다 과장될 가능성이 크다.

다음은 조세회피 유인의 경우이다. 물론 조세회피 유인은 기업의 규모나 상장 여부와 관계없이 모든 기업이 느끼는 유혹일 수 있다. 따라서 혹자는 설사 왜곡이 발생한다고 해도 그 효과가 상장기업과 미상장기업(혹은 대기업과 중소기업)간에 체계적인 차별성을 초래하지는 않을 것이라고 생각할 수 있다. 즉, 대상기업의 수익성이 공통적으로 낮게 나타날 수는 있어도 그 효과가 기업의 특성과 연관된 차별성을 보이지는 않을 것이라는 생각이다.

그러나 이 논의는 조세회피 유인과 실행가능성을 구별하지 않은 것이다. 조세회피의 유인은 동일하더라도 실제 그것을 유효하게 실행할 수 있는가는 별개의 문제이고, 이때 상장 여부나 기업집단에의 소속 여부 등은 중요한 차이를 가져올 수 있다. 예를 들어, 다양한 업종과 규모의 기업을 거느린 대기업집단은 조금 더 용이하게 조세회피 유인을 실행에 옮길 수도 있을 것이다. 물론 저자가 각주 24에서 지적했듯이 이 과정에서 대주주와 소수

주주의 이해관계가 상충될 가능성도 있다.

두번째 문제는 연구의 결론과 정책제안 사이에 아직도 많은 공백이 남아 있다는 점이다. 물론 저자도 이런 비약의 가능성을 분명히 인식하고 있는 것처럼 보이고, 또 일부는 연구의 한계로 지적하기도 하였다. 그러나 아직도 정책제안에서 거론하는 문제의 비중과 연구의 결론 사이에서 균형감을 느끼기는 어렵다. 저자의 실증분석 결과는 저자의 가설과 모순없이 공존할 수 있지만, 그렇다고 저자의 가설만을 지지하는 것은 아니다. 즉, 통계학에서 말하는 제2종 오류가 이런 종류의 연구에서는 특히 조심해야 할 부분으로 보인다.

예를 들어, 저자의 연구결과는 대기업집단이 수익률의 변동을 평탄화(smoothing)시키기 위해 평균의 감소를 의도적으로 감수했을 가능성과도 부합할 수 있다. 또 설사 수익성의 하락이 있었다 해도 그 문제의 원천이 대주주와 소수주주간의 갈등 때문이 아니라 주주 일반과 채권자간의 갈등 때문일 수도 있다. 만일 대규모 상장기업이 미상장 소기업보다 채권자의 견제를 더 잘 회피 혹은 무시할 수 있다면 수익성의 하락이 의도적으로 선택될 수도 있다. 따라서 적어도 이 연구만으로 지지할 수 있는 정책적 함의는 그리 많지 않을 수 있다.

정책제안의 방향을 정립하는 데에도 신중을 기할 필요가 있다. 예를 들어, 관계회사에 대한 투자가 기업의 수익성을 낮추었다는 연구결과를 받아들일 때 바람직한 정책방향이 무엇인가에 대해 각자 다른 생각을 할 수 있다. 혹자는 관계회사에 대한 투자에 상한선을 부여하는 추가적 규제의 필요성을 제기할 수도 있고, 혹자는 이런 문제가 기본적으로 기업지배구조가 잘못되어 있기 때문에 발생한 것이니 차제에 이를 뜯어 고치자는 생각을 할 수도 있다. 즉, 이 연구를 통해 기업관련 정책의 필요성이 입증되

기는 했지만, 여러 가능한 정책 중에서 어떤 정책이 더 우수한 것인가에 대해서는 추가적인 연구가 필요한 것으로 보인다.

林 暎 宰

(본원 연구위원)

최근 우리나라 경제위기의 한 원인으로 흔히들 우리 기업들의 높은 부채비율이 지적되고 있다. 그러나 이 논문은 우리나라 기업들의 보다 근본적인 문제는 높은 부채비율에 있다기보다는 차입금리보다 낮은 자기자본수익률에 있다는 문제의식으로부터 출발하고 있다. 그리고 나아가서 우리 기업들의 자기자본수익률이 낮은 주요한 하나의 이유는 지배대주주와 소수주주의 이해갈등이라는 가설을 세우고 있다. 이러한 가설을 1992년부터 1997년까지의 외부감사대상 비금융업 기업들의 재무제표를 이용하여 실증적으로 검증하고 있다.

경제위기 이후 우리나라에서는 기업지배구조에 관한 논의가 활기를 띠고 있다. 그러나 대부분의 논의가 이론적이고 추상적인 차원에만 머물고 있어서 실질적인 논의의 진전은 쉽사리 이루어지지 못하고 있다. 특히 기업지배구조와 기업성과간의 관계에 대해서는 실증적 연구결과가 매우 절실히 요구되고 있다고 하겠다. 이는 우리가 기업지배구조에 대해 개혁을 시도하는 근본적인 이유와 개혁의 큰 방향에 관해서 합의를 이끌어내고자 할 때 이론적이고 추상적인 논의만으로는 불충분하기 때문이다. 이 논문은 이러한 점에서 매우 가치있는 연구라고 생각된다.

이 논문의 결과들 중 중요한 것을 정리하면 다음과 같다. (1) 기업집단에 속한 기업들의 수익성이 독립기업들의 수익성보다 낮고, (2) 상장기업의 수익성이 비상장기업의 수익성보다 낮다고

하는 것이다. 그리고 이 논문은 이러한 실증분석 결과를 지배대주주와 소수주주간의 이해갈등, 즉 지배대주주가 회사 전체의 이익이 아닌 사익을 추구하면서 소수주주의 이익을 침해한 결과로 해석하고 있다.

다음으로 이 논문의 내용과 구성에 관해서 몇 가지 논평을 하고자 한다.

첫째, 제Ⅲ장(기업 수익성에 관한 이론)에서 언급하고 있는 실증분석 결과들은 제Ⅱ장(기존의 연구)에서 통합해서 정리하는 것이 더 낫지 않았을까 한다. 기존의 연구가 반드시 한국기업들의 수익성에 관한 연구로 국한되어야 할 필요는 없을 것이다. 대주주와 소수주주간의 갈등이 기업의 수익성에 영향을 어떻게 미치는가 또는 보다 넓게 기업의 지배구조와 기업의 수익성간의 관계에 관한 실증연구라면 이 논문의 결과와 대비해서 체계적으로 논의할 수 있을 것이다.

둘째, 이 논문은 기업의 상장 여부가 기업의 성과에 미치는 영향을 실증적으로 검증하고 이를 기업의 내부주주와 외부주주간에 존재하는 갈등이 표출된 결과라고 해석하고 있는데, 이러한 해석이 강한 설득력을 갖기 위해서는 추가의 작업이 필요하다고 판단된다(이 논문은 (1) 같은 기업집단에 속한 계열기업들에 대해 행해지는 대규모 투자는 평균적으로 그 투자를 행한 기업의 성과를 낮추고, (2) 이러한 경향은 외부주주의 지분이 큰 상장기업에서 더욱 강하게 나타난다는 실증분석 결과를 근거로 하여, 우리 기업들의 지배대주주가 소수주주들의 이익을 희생시킨 결과 상장기업들의 수익성이 낮아졌다고 하는 결론을 도출하고 있다). 이러한 추론의 개연성은 일견 매우 높아 보이지만, 지배대주주와 소수주주간의 갈등이 일어나는 구체적 경로에 대한 검토가 추가로 필요하다고 생각된다. 즉, 주식 소유의 분산 여부가

기업의 상장요건이고 소유가 분산되고 내부주주의 지분이 낮은 경우에 내부주주가 사적이익을 추구할 유인이 높다고 하는 가능성에 대해 보다 구체적인 내용을 부여하는 작업이 향후의 연구 작업으로 필요하다고 판단된다. 이 논문의 실증분석 결과는 아주 엄밀하게는 기업의 상장여부가 기업의 성과에 미치는 영향에 관한 것이라고 할 수 있을 것이다.