일반논문 「행정논총」 제58권 제1호(2020. 3): 163~186 http://dx.doi.org/10.24145/KJPA.58.1.6

지주회사 전환 유도 정책이 대규모기업집단의 비주력업종 진출에 미친 영향 분석*

김주현**
박상인***

〈目 次〉

Ⅰ. 서 론
Ⅱ. 이론적 논의 및 선행연구
Ⅲ. 연구 설계 및 분석방법
Ⅳ. 분석 결과
Ⅴ. 결론 및 정책적 시사점

〈요 약〉

정부는 지주회사의 설립·전환을 촉진하기 위해 2007년 지주회사 행위 제한을 완화하였다. 그 결과 지주회사 체제로 전환하는 기업집단의 수가 크게 늘어났는데, 이로 인해 본래 지주회사 제도가 가진 부정적 측면인 기업집단의 과도한 계열 확장과 경제력집중에 대한 우려가 커지고 있다. 본 연구는 2001년부터 2018년까지 대규모기업집단으로 지정된 상위 30대 기업집단들을 분석대상으로 삼아 지주회사 체제로의 전환 여부가 기업집단의 비관련다각화 수준에 미치는 영향에 대해 2007년 지주회사 행위 규제 완화가 어떠한 작용을 하였는지 실증 분석하였다. 회귀분석 결과, 지주회사전환집단은 일반 기업집단에 비해 비관련다각화 수준이 더 높지는 않았으나, 지주회사로의 전환을 유도하기 위한 2007년의 규제 완화가 지주회사전환집단의 비관련다각화 수준을 일반 기업집단에 비해 상대적으로 더 많이 증가시킨 것으로 나타났다. 이 같은 연구결과는 기업집단 소유구조 투명화라는 지주회사의 정책목표를 달성하면서 동시에 비주력업종으로의 계열 확장을 통한 재벌의 총수일가의 사익 추구와 경제력집중을 억제하기 위해서는 지주회사 행위 규제의 강화가 필요함을 시사한다.

【주제어: 지주회사, 재벌, 비관련다각화, 지주회사 행위 제한 규제】

---

* 본 연구는 김주현의 박사학위논문 '한국 재벌의 비주력업종 진출 요인에 관한 연구(2019)'의 일부를 수정·발전시킨 것입니다.
** 제 1저자, 서울대학교 행정대학원 정보지식정책연구소 연수연구원(pipi007@snu.ac.kr)
*** 교신저자, 서울대학교 행정대학원 교수, 한국행정연구소 겸무연구원(sanpark@snu.ac.kr)
논문접수일(2020.1.25), 수정일(2020.3.22), 게재확정일(2020.3.29)

Ⅰ. 서 론

한국 경제의 고도성장 과정에서 재벌의 규모와 사업영역은 급속도로 확대되었는데, 이는 1970년대부터 정부가 추진했던 중화학공업육성정책 및 수출지원정책과 밀접한 연관이 있다고 보는 견해가 다수 있다(장지상, 1996; 조동성, 1990; 최정표, 2014). 1970년 전후로 10개 내외의 계열사를 가지고 있었던 재벌들(현대, 삼성 등)은 외환위기 직전인 1997년에 이르러 많게는 60여 개의 계열사를 거느리는 수준으로 성장하였다(최정표, 2014). 정부는 재벌의 성장에 따른 경제력집중 문제가 제기되자 1986년 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 '공정거래법')을 개정하여 대규모기업집단(상호출자제한기업집단)의 지정을 통한 상호출자 금지, 출자총액 제한 규제 등을 신설하는 한편 지주회사 설립을 원칙적으로 금지하는 경제력집중 억제 정책을 도입하였다. 총수 일가의 지분이 집중된 지주회사가 피라미드 구조를 이용하여 적은 비용으로도 여러 개의 자회사와 손자회사들을 거느릴 수 있기 때문에 과도한 계열 확장과 경제력집중이 우려된다는 이유로 지주회사의 설립을 원칙적으로 금지한 것이다.

그런데 정부의 대기업 규제정책은 1997년 IMF 외환위기를 계기로 크게 변하면서 기업경영의 투명성 제고와 기업지배구조 개선을 위한 제도들이 새로 도입되거나 강화되었다(김정해, 2005). 이와 더불어 기업구조조정을 추진하면서 지주회사가 구조조정과 기업지배구조 개선에 유리하다는 판단 아래 1999년 공정거래법을 개정하여 지주회사 설립·전환을 허용하였다. 단, 그에 따른 경제력집중의 부작용을 막기 위해 엄격한 행위 제한 규정을 두는 방식으로 지주회사 규제를 설계하였다(김윤정, 2018; 최정표, 2007).

그러나 재벌의 지주회사 설립·전환이 미미하자 정부는 지주회사 행위 규제를 완화하기 시작하였다. 특히 2007년에는 지주회사와 자회사가 각각 의무적으로 보유해야 하는 자회사·손자회사 지분율 요건을 비상장사일 경우 50%에서 40%로, 상장사일 경우 30%에서 20%로 낮추고 손자회사에 자회사와의 사업연관성이 있을 것을 요구하는 조항을 폐지하는 등 지주회사 행위 규제를 대폭 완화하였다. 이후 지주회사 체제로 전환하는 기업집단의 수가 증가하는 양상을 보여, 2001년 9개였던 지주회사의 수는 2018년 9월말 기준 일반지주회사 164개, 금융지주회사 9개 등 총 173개로 증가하였다.

이러한 의무지분율 요건과 사업관련성 요건의 완화로 지주회사전환집단에 속한 계열사들이 비주력업종으로 진출하는 것이 용이해지거나 다각화된 재벌들이 지주회사로 전환하는 것이 더 쉬워졌을 가능성이 있다. 그러나 지주회사의 설립·전환에 관한 선행연구들은 주로 기업이나 기업집단의 회계적 측면이나 소유지배구조의 투명성에 미치는 영향

에 초점이 맞추어져 있다(김상일·최원욱, 2013; 김창수·최효선, 2012; 박종국·김은호·홍영은, 2011; 신호영·박화윤, 2008; 정도진, 2008; 지현미·박홍조·이영한, 2008). 공정거래위원회는 매년 지주회사 현황 분석을 통해 지주회사 체제로 전환한 기업집단의 계열사 수나 수익구조를 조사하여 발표하고 있으나, 다른 요인들을 통제하지 않은 기술적(descriptive) 보고에 그치고 있다.

따라서 본 연구는 2001년부터 2018년까지 대규모기업집단으로 지정된 재벌들의 지주회사 설립·전환 여부와 소속 계열사들의 영위 업종 및 재무 정보로 구성된 데이터로 패널데이터를 구축하고, 2007년 지주회사 행위 요건 규제 완화가 지주회사 체제로 전환한 기업집단들과 일반 기업집단에 사이에 비관련다각화지수의 차이를 더 크게 만들었는지 여부를 고정효과모형으로 회귀분석하고자 한다. 이를 통해 현행 지주회사 제도의 개선을 위한 정책적 시사점을 도출하는 것이 본 연구의 목적이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 우선 지주회사 제도의 내용 및 현황을 검토하고 지주회사 설립·전환의 효과와 다각화에 관한 선행연구를 살펴본 후 연구문제를 논의한다. 제3장에서는 이를 토대로 연구 설계와 분석모형을 다루며, 제4장에서는 실증분석 결과를 제시하고 그 의미를 해석한다. 끝으로 제5장에서는 분석결과에 따른 결론과 정책적 시사점을 다룰 것이다.

Ⅱ. 이론적 논의 및 선행연구

1. 지주회사 제도 및 지주회사 설립·전환 효과에 관한 선행연구

지주회사는 주식 소유를 통하여 국내 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로, 지주회사의 설립은 공정거래법 1986년 제1차 개정 당시 원칙적으로 금지되었다. 지주회사 체제를 이용한 과도한 계열 확장과 경제력집중이 우려된다는 이유로 대규모기업집단 규제를 처음 도입할 때 지주회사의 설립을 원칙적으로 금지한 것이다(최정표, 2014). 그러나 외환위기 이후 1999년에 기업 구조조정 촉진 및 투명한 기업지배구조 정착을 위해 지주회사의 설립을 허용하되, 설립 신고주의와 지주회사 및 소속회사에 주식 의무보유 비율 및 부채비율 제한과 같은 행위 규제를 도입하는 방식으로 지주회사 제도가 바뀌었다(홍명수, 2006).

공정거래법에 따르면 자산총액이 대통령령이 정하는 금액 이상인 회사가 자회사를 소

유하면서 자회사의 주식 가액의 합계액이 해당 회사의 자산총액의 50% 이상이면 지주회사로 지정된다. 그런데 지주회사가 재벌들의 경제력집중 수단으로 악용되는 것을 방지하기 위해 마련해 둔 행위 제한 규정들로 인해 지주회사로 지정되면 일정한 유예기간 내에 부채비율을 낮추거나 자회사의 지분을 추가 매입해야 하고 금융계열사를 매각하는 등의 규제를 받게 된다. 이 때문에 재계에서는 이러한 지주회사 행위 제한의 완화를 지속적으로 요구하였다.

〈표 1〉 지주회사 제도의 연혁

개정 시기	지주회사 제도의 주요 내용
1986.12.31	지주회사 설립 및 전환 원칙적 금지
1999.02.05	지주회사 설립 및 전환 허용 과도한 지배력 확장을 억제하기 위한 지주회사 행위 제한 규정 마련 2단계(지주회사-자회사-손자회사) 이상 출자 금지 자회사 지분 의무보유율 요건(비상장사 50%, 상장사 30%) 자회사-손자회사 간 사업 관련성 필요 부채비율 제한(100%) 금융·비금융 동시 소유 금지
2004.12.31	지주회사 행위 제한 규정에 대한 각종 유예기간 부여 자회사의 사업 관련 손자회사에 대한 최소지분율 요건(비상장사 50%, 상장사 30%) 신설 지주회사의 비계열사 주식 5% 초과 보유 금지
2007.04.13	지주회사 행위 제한 규정 완화 부채비율 제한 상향 (100% → 200%) 자회사·손자회사 지분 의무보유율 요건 완화(비상장사 50%→40%, 상장사 30%→20%) 주식가격의 급격한 변동 등 불가피한 사유 발생 시 지주회사 행위 제한 의무 유예기간 2년 추가
2007.11.04	자회사-손자회사 간 사업 관련성 요건 폐지 100% 증손회사 제한적 허용(지주회사-자회사-손자회사-증손회사) 합병·분할에 따른 법 위반 시 1년 유예기간 부여

(자료: 국가법령정보센터 www.law.go.kr)

실제로 지주회사에 대한 규제는 1999년 처음 지주회사가 허용된 이후 점차 완화되었다. 1999년 공정거래법 개정 당시에는 지주회사의 자회사가 손자회사를 두는 것을 허용하지 않았으나 2004년 법 개정으로 자회사가 손자회사의 주식을 50% 이상(상장법인이면 30%) 보유할 경우 사업 관련 손자회사를 두는 것이 허용되었다. 2007년에는 지주회사의 설립 및 전환을 촉진한다는 목적에서 지주회사 행위 제한 규정을 1999년 도입 당시보다 상당 수준 완화하였다. 지주회사 규제 도입 당시 지주회사는 부채비율을 100% 이내로 유지하였어야 했는데 2007년 4월 법 개정으로 부채비율 한도가 200%(자본총액의 2배를 초과하는 부채액 보유 금지)까지 상향 조정되었다. 같은 해 11월에는 자회사와

손자회사 발행주식 총수의 50% 이상(상장법인이면 30%)을 의무적으로 보유하도록 한 규정도 40%(상장법인이면 20%)로 완화되었다. 또 법 개정 전 사업 관련성이 있는 손자회사만 허용하던 자회사와 손자회사 간 사업 관련성 요건이 폐지되었으며, 100% 지분 보유 시 증손회사도 거느릴 수 있게 허용하였다.

1999년 지주회사 설립 허용 이후 대기업집단 중에서는 2001년 4월 LG화학이 인적분할을 통해 지주회사인 LGCI와 LG화학으로 분할하면서 처음 지주회사로 전환하였다. 이후 지주회사 설립과 전환은 미미하다가 2007년 규제 완화 이후 지주회사 수가 급증하였다. 공정거래위원회에 따르면 공정거래법상 지주회사는 22개('04.5월)→ 25개('05.8월)→ 31개('06.8월)→ 40개('07.8월)로 매년 조금씩 증가하다가 2007년 지주회사 규제 완화 이후 2007년 8월부터 2008년 9월까지의 기간 중 씨제이㈜, ㈜엘에스 등 25개 사가 지주회사로 전환하는 등 지주회사의 수가 크게 증가하였다. 유진수(2014)도 2012년 말 기준 일반지주회사가 103개가 설립되었는데 이 중 대부분이 2007년 4월 공정거래법 개정 이후에 설립되었다는 점을 들어 지주회사의 증가가 지주회사 규제 완화와 밀접한 관련이 있다고 보았다.

그런데 지주회사 전환 후 기업집단에 나타나는 효과에 관한 실증연구들은 주로 기업집단의 지배구조와 경영성과, 기업가치, 회계 투명성에 미치는 영향을 분석하는데 집중되어 있다(김상일·최원욱, 2013; 김창수·최효선, 2012; 박종국·김은호·홍영은, 2011; 신호영·박화윤, 2008; 정도진, 2008; 지현미·박홍조·이영한, 2008). 지주회사로 전환하면 일반적으로 기업집단의 지배구조가 개선되고 그에 따라 경영성과나 회계 투명성이 개선될 것으로 기대되나 이러한 연구들의 실증분석 결과는 다소 엇갈리고 있다.

기업지배구조 개선과 구조조정 촉진 등 지주회사 설립 및 전환을 허용한 당초 취지와 달리 재벌들이 지주회사를 편법 승계의 수단으로 활용하고 있다는 지적도 있다.[1] 인적분할과 현물출자 방식을 통해 지주회사 체제로 전환하는 과정에서 소위 '자사주의 마법'으로 인해 지배주주의 경영권이 강화되는 효과가 나타나는데, 이 때문에 지주회사 제도가 총수 일가가 지주회사 전환을 자신들의 경영권을 방어하면서 2세나 3세에게 물려주는 수단으로 이용하고 있다는 것이다.

---

1) 지주회사로 전환한 기업들은 대부분 인적분할과 현물출자 방식을 통해 전환하였고 그 과정에서 총수 일가의 지배력이 두 배 정도 증가하였다(김우진·임지은, 2017). 더욱이 지주회사 전환 전에 자사주를 보유하고 있었던 경우 인적분할 이후에 지주회사가 사업회사에 대해 의결권을 행사할 수 있게 되면서 총수 일가의 경영권은 한층 강화된다. 인적분할 방식으로 일반지주회사로 전환한 상장기업들을 분석한 유진수(2014)에 따르면 지주회사의 사업회사 지분 증가는 자사주 지분율과 높은 상관관계를 가지는 것으로 분석되었다.

2. 다각화에 관한 이론적 논의 및 선행연구

다각화는 일반적으로 새로운 사업 기회를 포착하여 새로운 성장동력을 찾으려는 경영 전략으로 이해된다. 기업이나 기업집단은 다각화를 통해 내부 자원을 효율적으로 활용하는 범위의 경제(economies of scope)를 누리거나 미성숙한 자본시장이나 노동시장을 내부시장으로 보완할 수도 있다. 외부 환경 변화에 따른 위험을 분산시키기 위하여 포트폴리오를 확보하는 차원에서 다각화가 추진되기도 한다.

다각화를 추진하는 동기에 관한 전통적인 논의는 크게 자원의 활용 관점(resource view), 시장지배력 관점(market-power view), 대리인 관점(agency view)으로 나누어 볼 수 있다(장지상 외, 2011; 최정표·이재기, 2002; 황인학·최원락, 2014; Teece, 1982; Montgomery & Wernerfelt, 1988; Bernheim & Whinston, 1990; Montgomery, 1994; Khanna & Yafeh, 2007). 이 중 시장지배력 관점과 자원의 활용 관점은 다각화를 기업의 이윤 극대화나 자원 활용의 효율성 추구 차원에서 설명하는 반면 대리인 관점은 기업 내 특정 주체가 개인적인 이익을 추구하기 위해 다각화를 추진한다고 설명한다(장지상·하준·이근기, 2011; Montgomery, 1994).

대리인 관점은 1980년대 적정한 다각화 범위에 관한 논쟁이 전개되면서 과잉 다각화 현상을 설명하면서 주목받았다(Montgomery, 1994). 이 관점은 경영자가 다각화를 통해 자신의 사익은 충족시키지만 주주나 기업의 이익을 침해할 수 있다고 본다는 점에서 자원의 활용 관점이나 시장지배력 관점과 차이가 있다. 대규모기업집단의 지배주주 또는 그의 일가는 기업집단에 대해 강력한 지배력을 행사하나 소유권은 그에 비해 적게 보유하고 있는 것이 특징이다. 이 때문에 편익은 총수 일가가 독점하지만 비용은 주주들이 분담하기 때문에 총수 일가는 적은 비용으로 신규 사업에 진출하여 '제국을 건설'(empire building)하거나, 자신의 경영능력 과시 또는 승계자로서의 입지 강화, 사익 편취(터널링) 등을 하려는 유인을 가진다(장세진, 2003; 장지상 외, 2011; 조동성·이지환, 1993; Johnson et al., 2000).

1980년대 이후 다각화가 기업성과에 부정적인 영향을 미친다는 실증분석이 다수를 이루는 미국(최영문·권해숙, 2009)과 달리 다각화가 기업이나 기업집단의 가치 또는 성과에 미치는 영향에 관한 국내 연구들의 실증분석 결과는 분석 기간이나 분석방법, 분석 대상의 특성 등에 따라 엇갈리며 일관된 결과를 제시하지 못하고 있다(최영문·권해숙, 2009). 다각화가 기업가치나 성과에 긍정적인 영향을 미친다고 보고한 연구들(전상경, 2003; 황인학·최원락, 2014; 홍재범·황규승, 1997)이 있는 반면 부정적인 영향을 미친다고 보고한 연구들(반혜정·라기례, 2012; 윤영섭·김성표, 1999; 장지상·최현경·이근기,

2013; 최영문, 2007)도 있다. 다각화의 종류나 기업지배구조, 진출하는 사업 등에 따라 다각화의 효과에 차이가 나타난다는 분석결과도 존재한다(반혜정·라기례, 2012; 최영문, 2007; Bae, Kwon & Lee, 2011). 다각화가 일정 수준 이상으로 진행되면 기업가치에 악영향을 미치는 비선형 관계를 보이거나(김병곤·김동욱, 2005; 김병곤·박상현·구맹회, 2001) 외환위기와 같은 일정 시점을 기준으로 다른 효과가 나타난다고 보고하는 연구들도 있다(전상경, 2003).

이처럼 다각화가 기업 또는 기업집단의 성과에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과가 엇갈리는 가운데, 다각화의 유형 중에서도 기업집단의 비관련다각화는 지배주주의 사적 이익 추구를 위해 이루어질 가능성을 분석한 연구들이 있다. 장지상 외(2011)는 관련다각화지수와 달리 비관련다각화지수는 전 분석 기간에 걸쳐 소유지배괴리도와 통계적으로 유의한 상관관계를 갖는 것으로 나타난 분석결과를 보고하면서 “지배주주의 사적 이익 추구를 위한 다각화가 주로 비관련 부문으로의 다각화로 추진되는 것으로 보아도 무방”하다고 밝혔다. 김주현(2019)은 재벌이 새로 설립한 계열사가 비주력업종으로 진출했을 경우 그렇지 않은 경우에 비해 총수 일가의 실질지분율이 더 높은 것으로 나타나고 비주력업종을 영위하는 신설계열사의 내부거래 비중이 주력업종을 영위하는 신설계열사에 비해 더 높은 것으로 추정된 회귀분석 결과들을 토대로 재벌의 신설계열사를 이용한 비주력업종으로의 진출이 총수 일가의 사익 추구를 위해 일어나고 있을 가능성을 제시하였다.

지주회사의 다각화에 초점을 맞춰보면, 지주회사는 피라미드식 구조를 통해 계열 확장에 유리하여(최정표, 2014) 자회사나 손자회사 등을 통한 집중적인 전문화와 다각화를 모두 추구할 수 있는 이점을 가지고 있다(박태진·김선제, 2014). 그런데 2007년 법 개정을 통해 지주회사의 자회사와 손자회사 등에 대한 지배 기준이 완화되면서 지주회사 체제를 이용한 재벌의 수직·수평적 확대 가능성이 높아졌다(홍명수, 2013). 실제 공정거래위원회의 조사에 따르면 지주회사전환집단의 소속회사 수는 2006년 15.8개에서 2015년 29.5개로 86.7%p 증가하였다. 또 전환집단 지주회사들은 자회사보다는 손자회사를 늘리는 방식으로 지배력을 크게 확대해 왔다(공정거래위원회, 2018). 전환집단 지주회사에 속한 자회사의 수는 2006년 9.8개였던 것이 2015년 10.5개로 7.1%p 증가한 반면, 손자회사는 2006년 6.0개에서 2015년 16.5개로 크게 증가(175.0%p)한 것으로 나타났다.

지배주주 입장에서는 지주회사를 이용하여 자회사나 손자회사의 수를 늘릴수록 내부거래를 통한 사익 추구가 보다 용이해질 것으로 기대할 수 있다. 실제로 지주회사의 수익 실태에 관한 공정거래위원회의 조사 결과를 살펴보면 지주회사 체제로 전환한 기업

집단의 지주회사들은 자회사나 손자회사와의 내부거래로 상당한 배당외수익을 얻고 있는 것으로 나타났다(공정거래위원회, 2018). 공정거래위원회의 지주회사 실태조사에 따르면 전환집단 지주회사의 내부거래 비중이 55%로 나타나 전체 대기업집단 소속 사익편취 규제 대상 회사의 평균 내부거래 비중 14.1%를 크게 웃돌았는데, 지주회사가 소속 자회사 및 손자회사들과 하는 내부거래는 브랜드수수료, 부동산 임대료, 컨설팅 수수료 등의 배당외수익 관련 거래가 대부분인 것으로 조사되었다. 이러한 점들을 종합해보면 지주회사 체제로 전환한 기업집단들이 2007년 지주회사 행위 제한 완화 이후 총수 일가의 사익 추구를 위한 비주력업종으로의 진출이 더욱 활발하게 일어나고 있을 가능성이 있다.

기업집단들이 정부가 원래 의도했던 정책목표대로 지배구조 개선과 구조조정을 위해 지주회사 체제로 전환하였을 경우 기업집단의 지배구조가 단순·투명해지고 외부 감시가 쉬워짐에 따라 일반 대규모기업집단에 비해 비관련다각화 수준이 더 낮을 것으로 예상해 볼 수 있다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이 지주회사가 적은 비용으로도 여러 계열사를 거느릴 수 있는 구조적 이점을 가지고 있는 점과 대리인 이론에 근거하여 지주회사 구조를 이용한 총수 일가의 사익 추구 행위가 일어날 가능성이 있다는 점을 감안하면 2007년 지주회사 행위 제한 요건 완화 이후 지주회사 체제의 구조상 이점을 이용한 비주력업종으로의 진출이 보다 활발해져 비관련다각화 수준에 양(+)의 영향을 미쳤을 수 있다. 따라서 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정하고 실증분석을 통해 검증해 보고자 한다.

가설1: 지주회사 체제로 전환된 기업집단의 비관련다각화지수는 일반 기업집단에 비해 낮을 것이다.
가설2: 2007년 지주회사 규제 완화가 지주회사 체제로 전환된 기업집단의 비관련다각화 수준에 양(+)의 영향을 미쳤을 것이다.

Ⅲ. 연구 설계 및 분석방법

1. 분석 대상 및 자료

본 연구의 분석대상은 매년 4월 또는 5월(2017년부터 5월)에 공정거래위원회가 지정하여 발표하는 대규모기업집단 중 동일인이 자연인인 재벌이다. 공정거래위원회는 매년 일정한 기준에 따라 대규모기업집단을 지정하고 상호출자 금지, 계열사에 대한 채무보증

금지, 신규 순환출자금지 등과 같은 경제력집중 관련 규제와 공시 의무를 적용해 왔다.

1987년 공정거래법상 경제력집중 억제 정책이 시행된 이래 대규모기업집단지정 기준은 몇 차례 변경되었다. 제도 도입 당시에는 직전 사업연도의 자산총액이 4천억 원 이상인 기업집단이었다가 1993년부터는 직전 사업연도 자산총액 순위가 30위 이내인 기업집단으로 바뀌었다. 2002년에는 시행령 개정으로 자산총액 2조 원 이상인 기업집단으로 변경되었고 2008년에는 5조 원 이상, 2016년에는 10조 원 이상으로 기준이 바뀌었다. 2017년에는 5조 원 이상인 기업집단은 공시대상기업집단으로 지정하되 그중 10조 원 이상인 기업집단은 상호출자제한기업집단으로 지정하는 방식으로 바뀌었다.

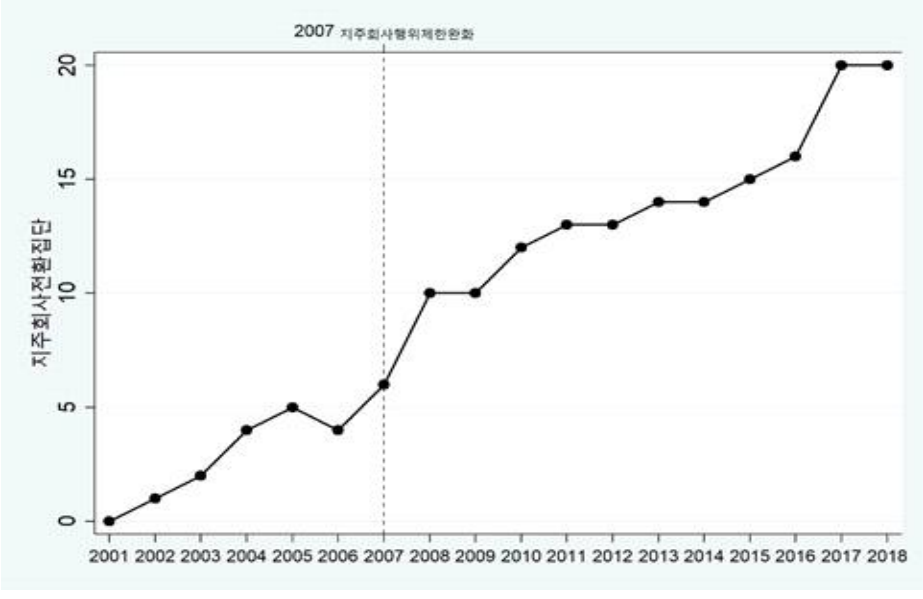
그런데 기업집단마다 경영실적 악화나 계열 분리 등으로 매년 자산규모에 변동이 발생하므로 대규모기업집단은 해마다 바뀔 수 있다. 실제로 대규모기업집단 지정 현황을 살펴본 결과 하위 기업집단으로 갈수록 자산규모 변동에 따른 대규모기업집단 지정 여부에 변동이 컸으며, 이로 인해 본 연구에 필요한 공시 자료 등 데이터 확보에 어려움이 있었다. 이러한 변동성을 감안하여 본 연구는 분석대상을 대규모기업집단으로 지정된 기업집단 중 동일인이 자연인인 재벌로 구성하되 그 중 자산규모가 상위 30위 안에 드는 재벌로 범위를 좁혀 분석을 수행하였다. 상위 대기업일수록 본 연구에서 다루는 경제력집중 논의와의 관련성이 높다는 점도 고려하였다.

한편 현행 공정거래법에 따르면 기업이 일정한 요건을 충족하면 지주회사로 지정된다. 따라서 한국 재벌의 특징인 복잡한 출자 구조로 인해 한 기업집단에 속한 모든 계열사가 지주회사-자회사-손자회사(증손회사) 관계에 포섭되지 않고 그중 일부가 지주회사 체제 밖에 존재하는 구조를 가진 재벌들이 있다. 따라서 분석 단위를 기업집단으로 하여 지주회사 제도가 재벌의 비관련다각화에 미치는 영향을 분석하기 위해서는 계열사들이 일정수준 이상 지주회사 체제 내에 포함된 기업집단만을 지주회사전환집단으로 구분해야 할 필요가 있다. 본 연구에서는 공정거래위원회가 적용했던 기준에 따라 지주회사 체제(지주회사-자회사-손자회사-증손회사) 내에 소속 계열사 중 자산규모가 가장 큰 핵심 기업이 포함되면 지주회사전환집단으로 보고, 그렇지 않으면 일반 기업집단으로 정의하기로 한다. 즉, 본 연구에서는 공정거래위원회에 지주회사 설립·전환 신고를 한 지주회사가 기업집단 내에 있다고 하더라도, 그 지주회사 체제 안에 해당 기업집단 소속 계열사 중 자산규모가 가장 큰 계열사가 포함되지 않으면 지주회사전환집단이 아닌 일반 기업집단으로 구분한다.

〈그림 1〉은 공정거래위원회가 매년 제공하는 지주회사 현황 자료를 토대로 금융지주회사를 제외한 지주회사전환집단의 추이를 나타낸 것이다. 2002년 엘지그룹이 처음으로

지주회사전환집단이 된 이후 동원, 농심, 세아 그룹 등이 뒤이어 지주회사전환집단이 되었다. 그리고 지주회사에 대한 규제가 완화된 2007년부터 2008년 사이에 기업집단이 지주회사전환집단으로 바뀌는 사례가 크게 증가한 것을 볼 수 있다.

〈그림 1〉 지주회사전환집단의 추이



(자료: 공정거래위원회)

한편 금융지주회사 및 금융계열사가 핵심 기업인 기업집단(예: 교보생명보험, 미래에셋, 한국금융투자, 메리츠금융 등)들은 재무변수의 성격이 비금융 기업집단과 다른 점을 고려하여 본 연구의 분석대상에서 제외하였다. 또 계열분리가 비관련다각화지수에 비일반적인 영향을 미쳤을 것으로 보고 엘지와 2005년 엘지로부터 계열분리된 지에스도 분석대상에서 제외하였다. 따라서 본 연구의 분석대상인 기업집단 수를 지주회사 전환집단과 일반 기업집단으로 나누어 연도별로 나타내면 다음 〈표 2〉와 같다.

〈표 2〉 분석 대상인 일반 기업집단과 지주회사전환집단의 연도별 현황

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	계
일반	24	29	28	27	26	26	25	22	19	18	19	18	18	19	16	16	14	14	378
지주	0	0	1	2	2	2	3	6	9	10	9	9	9	8	10	9	11	11	111
계	24	29	29	29	28	28	28	28	28	28	28	27	27	27	26	25	25	25	489

대규모기업집단으로 지정된 재벌과 자산순위, 소속 계열사의 현황 등 분석에 필요한 기본자료는 공정거래위원회가 '기업집단정보포털(OPNI)'을 통해 제공하는 기업집단 지정 현황과 소속회사 개요로부터 획득하였다. 그러나 소속회사 개요의 데이터가 일부 누락되었거나 잘못 기재된 것으로 추정되는 경우 추가적으로 NICE 신용평가정보가 제공하는 KIS VALUE 및 해당 기업의 공시 자료와 대조하고 영위 업종을 수정·보완하는 작업을 수행하였다. 대규모기업집단에 속한 지주회사와 그 소속 자회사·손자회사 등에 관한 정보는 공정거래위원회의 보도자료 및 '기업집단정보포털(OPNI)'로부터 확보하였다. 분석 기간은 대규모기업집단 및 지주회사 현황 정보를 얻을 수 있는 2001년부터 2018년까지로 설정하였다.

2. 변수의 정의 및 측정

종속변수는 엔트로피 지수 방식(Entropy Measure)으로 측정한 기업집단 j의 비관련다각화지수이다. 비관련다각화지수는 기업이나 기업집단이 얼마나 다양한 업종으로 사업영역을 확장하였는지를 수치로 나타낸 것이다. 계열사의 숫자나 영위 중인 업종 수를 기업집단의 다각화 정도를 측정하는 방법으로 간단히 사용하기도 하나, 이러한 방식은 다각화 정도를 분석하기에는 적합하지 않다는 견해가 있다. 기업집단 내에 소속된 계열사 간 업종이나 규모에 차이가 있는데도 이러한 차이가 반영되지 않기 때문이다(장지상 외, 2011; 황인학·최원락, 2014). 아울러 엔트로피 지수는 또 다른 대표적인 다각화 지수인 베리-허핀달 지수(Berry-Herfindahl Index)와 달리 비관련다각화지수를 도출할 수 있다는 장점이 있다.

Jacquemin & Berry(1979)가 개발한 엔트로피 지수는 기업 또는 기업집단의 매출총액에서 각 업종이 차지하는 비중과 영위 업종 간의 관련성을 반영하여 다각화 정도를 추정한다(황인학·최원락, 2014). 엔트로피 지수는 표준산업분류의 중분류 업종(2자리 산업분류)에 속하는 소분류 업종(3자리 산업분류)이 일치하면 '관련 산업'으로, 서로 다른 중분류 업종에 속하는 소분류 업종은 '비관련 산업'으로 보고 지수를 계산한다(장지상 외 2011). 기업집단 j에 소속된 계열회사들이 총 M개의 중분류 업종을 영위하고 있다고 가정할 때, 기업집단의 총매출액 중에서 중분류 업종인 i업종의 매출액이 차지하는 비중을 S_i라고 하면 비관련다각화지수는 다음과 같이 나타낼 수 있다(장지상 외, 2010).

$$\text{비관련다각화지수}_j = \sum_{i=1}^{M} S_i \ln\left(\frac{1}{S_i}\right) \quad \cdots \text{ [수식 1]}$$

설명변수인 H_dummy_j는 기업집단 j가 해당 연도 대규모기업집단 지정일 기준 지주회사 체제로 전환한 기업집단(지주회사전환집단)이면 1, 그렇지 않은 일반 기업집단이면 0의 값을 갖는 더미 변수(dummy variable)이다. 지주회사전환집단 여부는 해당 기업집단 소속 계열사 중 자산규모가 가장 큰 핵심 기업이 지주회사 체제(지주회사-자회사-손자회사-증손회사)에 속하는지 여부를 기준으로 구분하였다. 공정거래위원회는 매년 지주회사 현황을 조사·발표하는데, 2015년까지는 이와 같은 기준을 적용하여 지주회사전환집단을 판별하다가 이후에는 해당 기업집단의 자산총액의 합계 중 지주회사 체제에 속한 계열사의 자산총액 합이 50%를 넘는 기업집단을 지주회사전환집단으로 보고 있다. 본 연구에서는 공정거래위원회 분석 자료와의 비교 및 분석 편의를 위해 자산총액이 가장 큰 계열사가 지주회사 체제 내에 있는지 여부를 기준으로 지주회사전환집단을 정의하기로 한다.

가설 2의 검증을 위해 투입하는 T_{2007}는 지주회사 행위 제한 규제가 완화된 2007년 전후를 나누는 시간 더미 변수이며, $H_dummy_j \times T_{2007}$는 2007년 규제 완화가 지주회사전환집단의 비관련다각화지수에 어떠한 효과를 미쳤는지 알아보기 위해 투입하는 상호작용항이다.

통제변수로는 기업집단의 규모가 클수록 다각화에 투자할 수 있는 여력이 클 가능성이 크다고 보고(김동회 외, 2010; 유재욱, 2010; 장지상 외, 2010) 기업집단 j에 속한 계열사들의 자산총액의 합에 자연로그를 취한 값($\ln 자산총액_j$)으로 기업집단의 규모($Size_j$)를 측정하여 분석모형에 포함하였다. 또 기업집단 j의 수익성을 나타내는 총자산수익률(ROA_j)을 통제변수로 삼았다. 기업집단의 수익성이 높을수록 더 많은 유보 자금을 확보할 수 있어 수익성이 높은 재벌이 그렇지 않은 재벌에 비해 계열사 설립이나 비관련다각화에 더욱 유리할 수 있기 때문이다(김동회 외, 2010). 아울러 한국의 재벌들은 계열사 설립이나 인수에 필요한 자금조달을 주로 부채에 의존하는 경향이 있다는 선행연구들(김동회 외, 2010; 김병곤·김동욱, 2010; Chang & Hong, 2000; Lee at al., 2008)을 참고하여 기업집단 j의 부채비율($Leverage_j$)도 통제변수로 삼았다. 부채비율($Leverage_j$)은 자산총액 대비 부채총액으로 측정하였다. 분석모형에 투입되는 변수들의 정의 및 측정방법을 〈표 3〉으로 정리하였다.

〈표 3〉 변수의 정의 및 측정

변수명	정의 및 측정방법
$Y_{j,t}$ 비관련다각화지수	엔트로피 지수로 측정한 기업집단 j의 t기 비관련다각화 지수
H_dummy_j	기업집단 j가 t기 지주회사전환집단이면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수
T_{2007}	지주회사 행위 제한 규제가 완화된 2007년 이후(2008~2018)이면 1, 그 이전(2001~2007)이면 0의 값을 갖는 더미변수
$H_dummy_j \times T_{2007}$	상호작용항
$Size_j$ (기업집단 j의 규모)	기업집단 j에 t기에 소속된 계열사들의 자산총액 합을 로그 변환한 값
ROA_j (기업집단 j의 수익성)	기업집단 j의 t기 총자산순이익률= $\frac{\text{당기순이익}_j}{\text{자산총액}_j}$
$\leq verage_j$ (기업집단 j의 부채비율)	기업집단 j의 t기 부채비율= $\frac{\text{부채총액}_j}{\text{자산총액}_j}$

3. 분석모형

본 연구에서는 2001년부터 2018년까지 공정거래위원회가 대규모기업집단으로 지정한 기업집단 중 상위 30위 이내 재벌들을 분석대상으로 하여 지주회사 체제로 전환된 기업집단의 비관련다각화지수가 일반 기업집단에 비해 낮은지 여부(가설 1)와 2007년 지주회사 규제 완화가 지주회사 체제로 전환된 기업집단의 비관련다각화 수준을 상대적으로 더 증가시켰는지 여부(가설 2)를 실증 분석한다. 분석모형은 다음과 같다.

$$Y_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 H_dummy_j + \beta_2 T_{2007} + \beta_3 (H_dummy_j \times T_{2007}) + \gamma X_{j,t} + \delta_j + \epsilon_{j,t} \quad \cdots \text{ [수식 2]}$$

위 수식에서 종속변수는 기업집단 j의 t기 비관련다각화지수이다. H_dummy_j는 기업집단의 지주회사전환집단 여부를 나타내는 더미변수이며, T_{2007}는 지주회사 행위 제한 규제가 완화된 2007년 전후를 나누는 시간 더미변수이다. 만일 위 분석모형의 추정결과 H_dummy_j의 회귀계수가 통계적으로 유의하게 음(-)의 값을 갖는 것으로 추정되면 분석 기간에 지주회사전환집단의 비관련다각화지수가 일반적인 기업집단에 비해 더 낮다는 것을 의미한다. 또 T_{2007}가 통계적으로 유의한 수준에서 양(+)의 값을 갖는 것으로 추정된다면, 지주회사 설립·전환을 유도하기 위해 행위 제한 요건이 완화된 2007년 이후에 지주회사전환집단과 일반 기업집단 모두 비관련다각화지수가 더 높아졌다고 해

석할 수 있다.

2007년 지주회사 행위 제한 규제 완화가 지주회사전환집단의 비관련다각화 수준에 미치는 효과는 지주회사전환집단 여부와 규제 완화 정책 시행 이후를 나타내는 변수 간 상호교차항$H_dummy_j \times T_{2007}$의 계수로 추정하는데, 이 상호교차항의 계수인 β_3이 통계적으로 유의하게 양(+)의 값을 갖는 것으로 추정된다면 2007년 지주회사 규제 완화가 지주회사 체제로 전환한 기업집단의 비관련다각화 수준을 일반 기업집단보다 상대적으로 더 증가시키는 조절효과로 작용하였음을 의미한다.

$X_{j,t}$는 통제변수들($Size_j$, ROA_j, $Leverge_j$)을 나타내는데, 기업집단의 규모가 크고 수익성이 좋은 기업집단일수록 자금을 조달할 수 있는 능력이 클 것이므로 $Size_j$의 회귀계수와 ROA_j의 계수는 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 반면 부채비율이 높을 경우 새로운 업종 진출에 필요한 자금조달이 상대적으로 어려울 것이므로 회귀계수가 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. δ_j는 시간에 따라 변하지 않는 기업집단 고유의 특성을 나타내며, $\epsilon_{j,t}$는 시간과 개체(기업집단)에 따라 변하는 오차항을 의미한다.

Ⅳ. 분석 결과

1. 기술통계

〈표 4〉는 2001년부터 2018년 사이 공정거래위원회가 매년 지정한 대규모기업집단 중 자산규모 기준 상위 30대 재벌들로 구성된 표본의 기술통계량이다. 비관련다각화지수의 평균은 1.241이다. 자산총액의 평균은 29,116 십억 원인 것으로 나타났는데, 중앙값은 10,963 십억 원으로 평균값보다 크게 작아 기업집단의 규모는 왼쪽으로 치우친(right-skewed) 분포를 보인다. 표본 기업집단들의 수익성을 나타내는 총자산수익률(ROA)의 평균은 0.028이다. 총자산에서 부채총액이 차지하는 비중으로 계산한 부채비율($Leverage_j$)의 평균은 0.842로, 중앙값이 0.621로 나타나 특정 기업집단들의 부채비율이 다른 기업집단들에 비해 상당히 높은 것을 알 수 있다. 표본 중 지주회사전환집단(H_dummy=1)의 관측치는 111개(group-year)이며, 일반 기업집단의 관측치(H_dummy=0)는 378개(group-year)이다. 지주회사 행위 제한 규제가 완화된 2007년 이후인 2008년부터 2018년에 해당하는 관측치(T_{2007}=1)는 195개(group-year)이며, 2001년부터 2007년 사이에 해당하는 관측치(T_{2007}=0)는 294개(group-year)이다.

〈표 4〉 기술통계량

	평균	표준편차	Min	p25	median	p75	Max
비관련다각화지수	1.241	0.500	0.015	0.877	1.287	1.647	2.372
$Size$ (자산총액, 십 억)	29,116	52,726	2,102	5,905	10,963	24,620	399,479
ROA	0.028	0.050	-0.532	0.006	0.029	0.057	0.217
$Leverage_j$	0.842	0.708	0.164	0.516	0.621	0.798	5.733
H_dummy	D=1 (지주회사전환집단): 111 D=0 (일반 기업집단): 378						
T_{2007}	D=1 (2008년-2018년): 195 D=0 (2001년-2007년): 294						
관측치 (group-year)	489						

〈표 5〉는 회귀분석에 앞서 전체 표본을 지주회사전환집단과 일반 기업집단으로 구분한 후 분석에 사용할 변수들의 평균을 비교한 것이다. 비관련다각화지수는 지주회사전환집단의 평균값(1.464)이 일반 기업집단 평균(1.175)보다 1% 유의수준에서 더 높은 것으로 나타났다. 반면 기업집단의 규모나 수익성의 평균은 통계적으로 유의한 차이가 없는 것으로 나타났으며, 부채비율의 경우 일반 기업집단의 평균이(0.923) 지주회사전환집단보다(0.563) 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 더 높은 것으로 나타났다.

〈표 5〉 일반 기업집단과 지주회사전환집단의 주요 변수 평균 비교

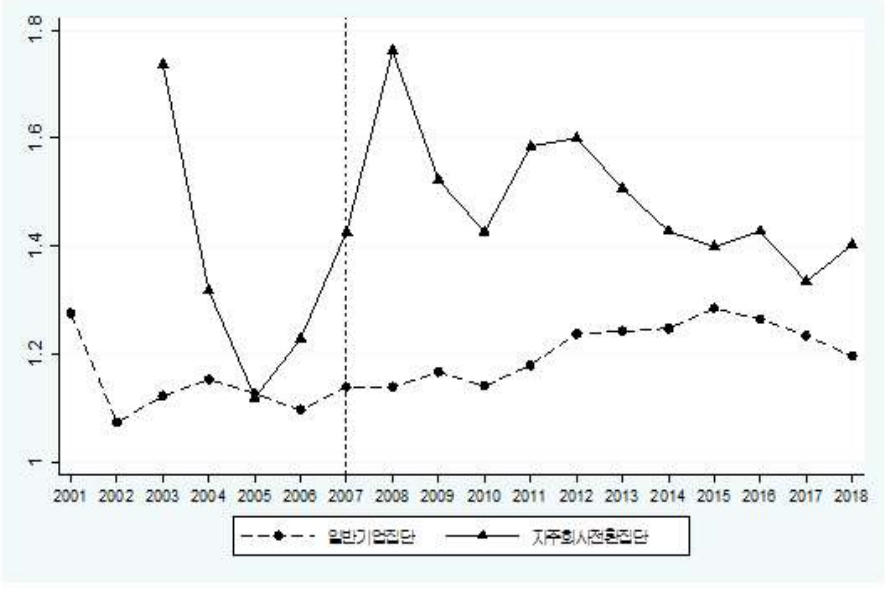
	일반 기업집단(a) (H_dummy=0)	지주회사전환집단(b) (H_dummy=1_	(a)-(b)
비관련다각화지수	1.175	1.464	-0.289***
$Size$ (자산총액, 십 억)	29,213	28,785	427.7
ROA	0.028	0.027	0.001
$Leverage_j$	0.923	0.563	0.360***
관측치 (group-year)	378	111	

*p〈.10 **p〈.05 ***p〈.01

지주회사전환집단과 일반 기업집단의 비관련다각화지수 평균값 추이를 연도별로도 살펴보았다. 〈그림 2〉를 보면 거의 모든 분석 기간에 걸쳐 지주회사 체제로 전환한 기업집단의 비관련다각화지수 평균이 일반 기업집단에 비해 더 높은 것을 확인할 수 있다.

그리고 지주회사 행위 제한 규제가 완화된 2007년부터 2008년 사이에 지주회사전환집단의 비관련다각화지수 증가폭이 일반 기업집단보다 더 컸던 것으로 나타난다.

〈그림 2〉 지주회사전환집단과 일반 기업집단의 연도별 비관련다각화지수 비교



〈표 6〉은 변수 간 피어슨 상관계수를 정리한 것이다. 지주회사전환집단 여부를 나타내는 H_dummy(0.2426***)와 지주회사 행위 제한 규제가 완화된 2007년 이후를 나타내는 시간 더미변수인 T_{2007}(0.1496***), 기업집단 규모인 $Size$(0.2903***), 부채비율 $Leverage_j$(0.1240***)는 각각 비관련다각화지수에 대하여 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 다만 비관련다각화지수는 기업집단의 총자산수익률(ROA)로 측정한 수익성과는 통계적으로 유의한 상관관계를 가지지 않는 것으로 보고되었다. 한편 지주회사전환집단 더미 변수는 시간 더미 변수인 (0.3416***)와는 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 가지고 있으나 부채비율과는 음(-)의 상관관계(-0.2133***)를 가지는 것으로 나타났다.

〈표 6〉 변수 간 상관관계

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) 비관련다각화지수	1.0000					
(2) H_dummy	0.2426***	1.0000				
(3) T_{2007}	0.1496***	0.3416***	1.0000			
(4) $Size$	0.2903***	-0.0034	0.2325***	1.0000		
(5) ROA	-0.0383	-0.0095	0.0238	0.2167***	1.0000	
(6) $Leverage_i$	0.1240***	-0.2133***	-0.0169	0.0013	-0.1250***	1.0000

*p<.10 **p<.05 ***p<.01

2. 회귀분석

본 연구에서는 2001년부터 2018년까지 공정거래위원회가 각 연도마다 대규모기업집단으로 지정한 기업집단 중 상위 30위 이내 재벌들을 분석대상으로 지주회사 체제로 전환된 기업집단의 비관련다각화지수가 일반 기업집단에 비해 낮은지(가설 1)와 2007년 지주회사 규제 완화가 지주회사 체제로 전환된 기업집단의 비관련다각화 수준을 상대적으로 더 증가시켰는지 여부(가설 2)를 고정효과모형으로 분석하였다. 고정효과모형으로 추정함으로써 비관련다각화에 영향을 미칠 수 있는 기업 고유의 관찰 불가능한 특성들을 통제하기 위해서이다.[2] 고정효과모형을 통한 회귀분석 결과는 〈표 7〉에 제시되어 있다.

회귀분석 결과 지주회사전환집단 더미변수 H_dummy의 계수 β_1는 음(-)의 값을 가지나 통계적으로 유의하지는 않은 것으로 추정되었다. 이는 분석 기간에 다른 조건이 동일할 때 지주회사전환집단이 일반 기업집단에 비해 비관련다각화지수가 적어도 더 높지는 않았음을 의미한다. 즉 지주회사 체제로 전환된 기업집단의 비관련다각화지수는 일반 기업집단에 비해 낮을 것이라는 가설 1은 통계적으로 유의하게 지지되지 않았다. 한편 2007년 이후 시기를 나타내는 시간 더미변수 T_{2007}의 계수는 5% 유의수준에서 음(-)의 값을 갖는 것으로 추정되었다($\beta_2 = -0.092,\ p < .05$). 이는 다른 조건이 동일할 때 2007년 이후 지주회사전환집단과 일반적인 기업집단 모두 이전보다 비관련다각화지수가 더 낮아졌음을 의미한다.

그런데 H_dummy와 T_{2007}의 상호교차항의 계수인 β_3은 통계적으로 유의하게 양(+)의 값을 갖는 것으로 추정되었다($\beta_3 = 0.136,\ p < .10$). 이는 2007년 지주회사 행위 규제

2) 패널데이터 분석 시 고정효과모형을 사용하면 시간에 따라 변하지 않는 개체 별 특성을 구분하여 계수를 추정할 수 있다.

완화가 지주회사 체제로 전환한 기업집단의 비관련다각화 수준을 일반 기업집단에 비해 상대적으로 더 크게 증가시켰음을 의미한다. 따라서 2007년 지주회사 행위 제한 요건 완화 정책이 지주회사 체제로 전환된 기업집단의 비관련다각화 수준에 양(+)의 영향을 미쳤을 것이라는 가설 2는 실증적으로 지지됨을 알 수 있다. 특히 〈표 4〉와 〈표 5〉에서 표본 전체의 비관련다각화지수 평균값이 1.241였고, 일반 기업집단의 평균값이 1.175, 지주회사전환집단의 평균값이 1.464였는데, β_3값의 크기(0.136)와 비교하면 2007년의 지주회사 행위 규제 완화가 지주회사 체제로 전환한 재벌들의 비관련다각화지수 증가에 상당한 효과를 미쳤음을 알 수 있다.

〈표 7〉 고정효과모형 추정 결과 (종속변수: 비관련다각화지수)

	계수 (표준오차)
H_dummy (D=1: 지주회사전환집단)	-0.073 (0.079)
T_{2007} (D=1: 2007년 이후)	-0.092** (0.034)
$H_dummy \times T_{2007}$	0.136* (0.080)
$Size$ (기업집단 규모: 자산총액의 로그값)	0.264*** (0.032)
ROA (기업집단의 수익성)	-0.050 (0.277)
$Leverage_j$ (기업집단의 부채비율)	-0.097*** (0.028)
$Cons.$	-1.145*** (0.294)
$Observation$	489
$R-squared$	0.1288

*p<.10 **p<.05 ***p<.01.

한편 이러한 다중회귀분석 결과와 〈표 5〉에서 t-test를 통해 지주회사전환집단의 비관련다각화지수 평균을 비교했던 결과를 비교하여 논의해 볼 필요가 있다. 지주회사전환집단의 비관련다각화지수 평균이 일반 기업집단보다 통계적으로 유의하게 더 높았던 t-test 결과와 달리 고정효과모형으로 추정한 회귀분석 결과에서는 지주회사 전환 여부(전환집단이면 1, 아니면 0)가 비관련다각화 지수에 대하여 통계적으로 유의하지 않은

음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 그리고 지주회사 전환 더미변수와 2007년 이후 시점을 나타내는 더미변수 간 상호작용항($H_dummy \times T_{2007}$)의 계수 β_3가 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 추정되었다. 지주회사전환집단이 일반 기업집단에 비해 평균적으로 비관련다각화를 더 많이 한 것처럼 나온 t-test 결과는 지주회사전환집단의 비주력업종 진출에 미치는 효과와 일반 기업집단의 지주회사 전환 효과가 함께 반영된 것이라 볼 수 있다. 원래 비관련다각화 수준이 높은 기업집단들이 지주회사 체제로 전환한 효과가 반영된 것일 수도 있다. 반면 변수 간의 영향을 분리하여 살펴본 다중회귀분석 결과는 지주회사 체제로의 전환 자체가 기업집단의 비주력업종 진출 수준에 미치는 효과보다는 2007년의 지주회사 행위 제한 규제 완화가 지주회사로 전환한 기업집단들의 비주력업종 진출을 보다 용이하게 만드는데 기여했을 가능성을 실증적으로 뒷받침하는 것으로 해석할 수 있다.

통제변수의 경우, 기업집단에 소속된 계열사들의 자산총액 합을 로그값으로 나타낸 기업집단 규모($Size$)가 클수록 비관련다각화지수가 더 높은 것으로 추정되었으나 ($\beta = 0.264, p < .01$) 기업집단의 수익성(ROA)은 통계적으로 유의한 상관성이 보고되지 않았다. 부채비율($Leverage_j$)의 회귀계수는 비관련다각화지수에 대하여 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다($\beta = -0.097, p < .01$) 이는 Jensen(1986)이 부채비율이 높으면 경영자가 임의대로 사용할 수 있는 잉여현금흐름이 감소하여 대리인 문제를 통제할 수 있다고 본 통제 가설과 일치하는 추정 결과이다.[3)]

V. 결론 및 정책적 시사점

본 연구는 2007년 지주회사 행위 제한 규제 완화 이후 본격적으로 증가한 지주회사전환집단과 일반 기업집단 간 비관련다각화 지수를 비교·분석하고 지주회사 전환유도 정책이 대규모기업집단의 수평적 팽창에 미친 영향을 살펴보았다. 이상의 분석결과를 종합해보면 다른 조건이 일정할 때 지주회사전환집단은 일반 기업집단에 비해 비관련다각화 수준이 더 높지는 않았으나, 지주회사로의 전환을 유도하기 위한 2007년 규제 완화 이후 지주회사전환집단의 비관련다각화의 수준이 일반 기업집단의 수준보다 크게 증가

3) 단순회귀분석에서 추정된 두 변수간의 상관관계는 통제되지 않은 다른 변수의 영향을 받아 나타난 것일 수 있기 때문에 피어슨 상관계수 분석과 다변량회귀분석의 상관계수의 유의성 및 부호는 일치하지 않을 수 있다.

했음을 알 수 있다.

다만 이 같은 결론이 2007년 규제 완화가 기존 지주회사 전환 기업집단의 팽창을 촉진한 결과인지 아니면 상당히 다각화된 기업집단이 지주회사 체제로 전환하는 것을 용이하게 한 결과인지는 불분명하다. 따라서 이에 대한 후속연구가 필요하다. 만약에 2007년의 규제 완화가 지주회사 체제로 전환한 기업집단의 팽창을 용이하게 하는 수단으로 이용된 것이라면 2007년의 규제 완화 정책은 경제력집중 억제 시책과 역행하는 정책이었다고 할 수 있을 것이다. 그러나 본 연구의 분석결과가 2007년의 규제 완화가 더욱 다각화된 기업집단의 지주회사 체제로 전환을 용이하게 한 결과로 나타난 현상이라면 이 규제 완화 정책에 대한 평가는 단순하지 않을 수 있다. 이 경우에 지주회사 행위 제한 규제 완화를 통해 지주회사 체제로의 전환을 촉진한다는 정책목표는 달성된 것으로 평가할 수 있으나, 현행 지주회사 제도가 기업집단의 지배구조 단순화나 경제력집중 억제라는 또 다른 정책목표 달성에는 기여하지 못하고 있음을 보여주는 것일 수 있다. 따라서 현행 지주회사 제도 하에서는 지주회사의 설립·전환 자체가 정책 목표가 되어버리는 목표와 수단의 주객전도 현상이 나타날 수 있음을 경계할 필요가 있다.

더욱이 '자사주의 마법'을 허용하는 상법상의 허점으로 인해 지주회사 전환 과정에서 지배 주주들이 적은 비용으로도 그룹 전체에 대한 지배력을 강화하고 있는 점,[4] 공정거래위원회의 지주회사 현황 조사에 따르면 2017년 12월 기준 총수가 있는 지주회사전환집단(금융지주회사집단 제외)의 내부거래 비중이 평균 17.16%로 총수가 있는 일반 대기업집단의 평균(9.93%)보다 높다는 점, 지주회사를 통한 총수 일가의 사익 편취가 일어나고 있을 가능성이 의심된다는 점 등을 종합해보면, 현행 지주회사 제도에 대한 검토가 필요하다고 판단된다.

이런 필요성을 의식하여 정부도 새로 설립되거나 전환되는 지주회사(기존 지주회사가 자회사·손자회사를 신규 편입하는 경우 포함)에 대해 자회사·손자회사 지분율 요건을 상향하는 내용을 포함한 공정거래법 전면개정안을 2018년 8월에 발표하고 국회에 제출한 상태이다. 그러나 이 같은 공정거래법 전면개정안은 강화된 지분율 요건을 신규 지주회사에만 적용하도록 규정하고 있고, 기존 지주회사에 대해서는 세법상의 규율(익금불산입률 조정 등)을 통해 자발적으로 지분율 상향을 유도해 나간다는 방침이어서 새로운 규정이 시행되더라도 기존 지주회사전환집단의 팽창에는 실질적인 영향을 미치기 어려울 것으로 전망된다. 본 연구의 결과는 경제력집중이라는 부작용을 억제하면서도 지주회사 체제의 장점을 살려 재벌의 소유지배구조를 단순·투명한 방향으로 변화시키도록

4) 각주 1을 참고하라.

유도하기 위해서는 지주회사 행위 규제의 전면적인 강화가 필요함을 시사한다.

참고문헌

공정거래위원회. 2008. 10. 31. '2008년 공정거래법상 지주회사 현황 분석결과 발표'

_____. 2012. 08. 31. '2012년 대기업집단 내부거래현황에 대한 정보공개'

_____. 2014. 10. 29. '2014 지주회사 현황 분석결과' 첨부자료.

_____. 2018. 07. 03. '지주회사 수익구조 실태조사 결과'

김동회·김동욱·김병곤. (2010). 한국기업의 소유-지배괴리도와 기업다각화: 대리인문제와 지배권의 경영안주효과 검증.「금융공학연구」, 9(3): 123-147.

김병곤·박상현·구맹회. (2001). 기업다각화는 기업가치를 감소시키는가?. 「한국증권학회지」, 29(1): 215-243.

김병곤. (2004). 고정효과모형을 이용한 사업다각화와 기업가치의 영향관계 분석.「금융공학연구」, 3(2): 111-133.

김병곤·김동욱. (2004). 기업다각화와 소유구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향.「대한경영학회지」, 42: 127-150.

김병곤·김동욱. (2005). 기업다각화가 기업가치에 미치는 영향.「경영학연구」, 34(5): 1535-1554

김상일·최원욱. (2013). 재벌의 지주회사 전환이 소유집중과 이익조정에 미치는 영향.「회계학연구」,38(4): 369-401.

김우진·임지은. (2017). 한국 기업의 자사주 처분 및 소각에 관한 실증 연구.「한국증권학회지」, 46(1): 35-60.

김윤정. (2018).「대기업집단 지배구조개선 법제 연구」. 연구보고 18-04. 한국법제연구원.

김정해. (2005). IMF 위기이후 대기업 규제개혁과 국가역할의 변화: Steven K. Vogel 의 재규제와 규제국가 논의를 중심으로.「행정논총」, 43(4): 327-355.

김주현. (2019). 한국 재벌의 비주력업종 진출 요인에 관한 연구, 서울대학교 행정대학원 박사학위 논문.

김창수·최효선. (2012). 대기업 집단의 지주회사 전환이 회계 투명성에 미친 영향.「회계정보연구」, 30(3): 301-327

박종국·김은호·홍영은. (2011). 지주회사 전환과 회계 투명성.「대한경영학회지」, 24(4): 2141-2162.

유재욱. (2010). 최고경영자의 임기가 비관련다각화에 미치는 영향과 이사회 구조의 조절효과에 관한 연구.「대한경영학회지」, 23(1): 511-525

유진수. (2014). 인적분할을 통한 지주회사 전환에 대한 연구.「산업조직연구」, 22(2): 73-95.

윤영섭·김성표. (1999). 사업다각화와 대리인문제가 기업가치에 미치는 영향.「재무연구」, 12(1): 1-37.

장세진. (2003).「외환위기와 한국 기업집단의 변화: 재벌의 흥망」. 서울: 박영사

장지상. (1996). 산업정책이 재벌의 과도한 다각화와 소유·경영 구조에 미친 영향. 사회과학과 정책연구, 18(2): 55-81.

장지상·하준·이근기. (2011).「대규모기업집단의 다각화 추이 및 결정요인」, 산업연구원 연구보고서 2011-621, 산업연구원.

장지상·최현경·이근기. (2013).「대규모기업집단의 다각화와 대리인문제」. 산업연구원 정책자료 2013-207, 산업연구원.

전상경. (2003). 규모의 확대와 사업다각화에 따른 기업가치의 변화.「한국증권학회지」, 32(1): 219-254.

정도진. (2008). 지주회사전환기업집단과 상호출자제한기업집단의 경영성과와 기업가치 및 지배구조투명성 비교.「대한경영학회지」, 21(2): 767-789.

조동성. (1990).「한국재벌연구」. 서울: 매일경제신문사.

조동성·이지환. (1993). 한국재벌의 기업승계유형이 다각화전략에 미친 영향.「경영학연구」, 22(2): 121-139.

지현미·박홍조,·이영한. (2008). 지주회사 전환이 이익조정과 가치 관련성에 미치는 영향.「회계정보연구」, 26(3): 89-111.

최영문. (2007). 개별기업의 사업다각화 전략과 성과에 관한 연구.「POSRI 경영경제연구」, 7(2): 30-59.

최영문·권해숙. (2009). 재무적 특성 및 지분소유구조에 따른 사업다각화 전략과 기업가치 관련성 연구.「대한경영학회지」, 22(2): 711-737.

최정표·이재기. (2002). 기업그룹의 다각화전략과 그 효과에 관한 실증분석.「국제경제연구」, 8(2): 125-147.

최정표. (2007).「실패한 재벌정책」. 서울: 도서출판 해남.

_____. (2014).「한국재벌사연구」. 서울: 도서출판 해남.

홍명수. (2006). 대규모기업집단 규제에 대한 평가 및 정책방향의 검토.「경제법연구」, 5(1): 99-122.

_____. (2013).「경제법론 III」. 서울: 경인문화사.

홍재범·황규승. (1997). 한국기업의 다각화와 경제적 성과에 관한 연구.「경영학연구」, 26(3): 493-511.

황인학·최원락. (2014).「대규모 기업집단의 사업 다각화와 경영성과」. 연구 14-10. 한국경제연구원.

Bae, S. C., Kwon, T. H., & Lee, J. W. (2011). Does corporate diversification by business groups create value? Evidence from Korean chaebols. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5): 535-553.

Bernheim, B. D., & Whinston, M. D. (1990). Multimarket contact and collusive behavior. *The RAND Journal of Economics,* 21(1): 1-26.

Chang, S. J., & Hong, J. (2000). Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions. *Academy of*

Management Journal, 43(3): 429-448.

Jacquemin, A. P., & Berry, C. H. (1979). Entropy measure of diversification and corporate growth. *The journal of industrial economics*, 27(4): 359-369.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2): 323-329.

Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American economic review,* 90(2): 22-27.

Khanna, T., & Yafeh, Y. (2007). Business groups in emerging markets: Paragons or parasites?. *Journal of Economic literature,* 45(2): 331-372.

Lee, K., Peng, M. W., & Lee, K. (2008). From diversification premium to diversification discount during institutional transitions. *Journal of World Business*, 43(1): 47-65.

Montgomery, C. A. (1994). Corporate Diversificaton. *Journal of Economic Perspectives*, 8(3): 163-178.

Montgomery, C. A., & Wernerfelt, B. (1988). Diversification, Ricardian rents, and Tobin's q. *The Rand journal of economics*, 623-632

Teece, D. J. (1982). Towards an economic theory of the multiproduct firm. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 3(1): 39-63.

ABSTRACT

Deregulation of Holding Companies in 2007 and the Unrelated Diversification of Korean Chaebols

Joohyeon Kim & Sangin Park

The regulation on holding companies in the Monopoly Regulation and Fair Trade Act was relaxed in 2007 in order to facilitate the transition of business groups into the holding company system. The number of groups which have converted to the holding company system has rapidly increased since then. However, concern has been growing over the excessive expansion of chaebols and their concentration of economic power due to this regulatory relaxation. This study investigates the impact of the deregulation of holding companies in 2007 on the level of unrelated diversification of the top 30 chaebols in Korea during 2001-2018. The study found no statistically significant difference in the level of unrelated diversification between the holding company system of chaebols and non-holding company system, but deregulation contributed to unrelated diversification of the chaebols adopting the holding company system. Hence this study suggests that the regulation of holding companies should be tightened not only for transparency in the corporate structure but also for resolving the economic concentration of chaebols.

【Keywords: holding company, deregulation, unrelated diversification, chaebol, economic concentration】