

ISSN 2982-7124

ESG 리뷰

ESG Review

2023-01호 | Vol. 106

2023.03.31



한국ESG기준원

Contents

Vol.106 | 2023. 1호

- 03 **연구논단 I** 재벌 계열사의 중심성 및 위치와 기업가치
이상철 | 이화여자대학교 경영대학 교수



재벌 계열사의 중심성 및 위치와 기업가치*

연구논단 I

이상철 | 이화여자대학교 경영대학 교수

I. 서론

선행연구에서는 한국 재벌의 특징인 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제를 지배주주가 보유하고 있는 소유권(ownership)보다 높은 지배권(control right)을 행사하는 정도를 나타내는 소유지배과리도(disparity between control and ownership)로 측정하였다(Baek et al. 2004; Choi and Cho 2011; Joh 2003; Kim et al. 2011). 그런데 소유지배과리도를 측정하는 방법으로는 국내 다수 연구에서 사용된 내부지분방식, 공정거래법상의 방식 그리고 최소연결고리 원리를 일반화한 Almeida et al.(2011)의 임계지배권 방식이 있다. 따라서 소유지배과리도의 측정방법에 따라 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제 효과가 다르게 나타날 수 있다는 문제점이 있다.

Almeida et al.(2011)은 임계지배권 개념을 이용하여 재벌 내에서 계열사가 중심적 역할을 수행하는 정도를 나타내는 중심성(centrality)을 측정하였다. Almeida et al.(2011)의 임계지배권중심성은 계열사가 보유한 지분이 임계지배권 증가에 기여하는 정도로 측정된다. 또한 Almeida et al.(2011)은 계열사가 지배주주의 통제권 강화에 활용될 가능성을 측정하기 위해, 지배주주와 각 계열사 사이의 거리를 나타내는 기업위치를 측정하였다. 기업위치는 소유권 개념을 사용하지 않고서 지배주주의 통제권 강화에 사용되는 계열사의 역할 정도를 측정한다는 점에서 임계지배권중심성과 차이가 있다. 재벌의 지배주주와 계열사 간의 거리가 가깝다는 것은 지배주주가 해당 계열사를 재벌에 대한 통제권을 강화하는 역할에 사용할 가능성이 높다는 것을 의미한다.

* 본고는 저자가 2022년 관리회계연구(제22권 제1호)에 출간한 “재벌 계열사의 중심성 및 위치와 기업가치”라는 논문을 수정한 것입니다. 보다 자세한 내용은 해당 논문을 참고하시기 바랍니다.

그런데 Almeida et al.(2011)의 방법으로 측정된 임계지배권중심성은 계열사가 재벌 내에서 중심적 역할을 수행하는 정도는 구분할 수 있지만, 해당 계열사의 중심적 역할이 자신의 부를 타 계열사로 이전하는 중심성인지 또는 타 계열사의 부가 해당 계열사로 이전되는 중심성인지 여부를 구분하지 못한다는 한계점이 존재한다. 따라서 중심성이 높은 계열사의 역할이 구분되지 않은 상황에서 임계지배권중심성의 효과를 측정한다면, 긍정적인 효과와 부정적인 효과가 상쇄되어 나타날 가능성이 높다. 이러한 측면에서 재벌 내에서 중심성이 높은 계열사의 구체적인 역할에 따라 중심성의 유형을 구분하고, 유형별로 효과의 차이를 살펴보는 것은 중심성의 효과에 대한 상반된 관점이 어떤 상황에서 적용될 수 있는지를 이해하는데 도움을 줄 뿐만 아니라, 재벌 기업의 특성을 보다 깊게 이해할 수 있다는 측면에서 선행연구와 차별화된 의의를 갖는다고 볼 수 있다.

본 연구는 이러한 연구기회에 착안하여, Almeida et al.(2011)의 임계지배권중심성이 기업가치에 미치는 효과를 분석한다. 그런 다음 네트워크 이론을 적용하여 중심성을 외향중심성과 내향중심성으로 구분한 다음, 외향중심성과 내향중심성이 기업가치에 미치는 효과를 검증한다. 그리고 기업위치가 기업가치에 미치는 효과도 검증한다.

II. 선행연구 검토 및 연구가설 설정

재벌의 중심성(centrality)은 재벌 내에서 각 계열사가 보유한 지분이 지배주주의 지배권 증가에 기여하는 정도를 나타낸 개념으로, 재벌 내에서 각 계열사가 차지하는 역할의 정도를 소유권 개념을 이용하여 나타낸 것이다. 중심성이 높은 계열사는 재벌 내에서 중심적인 역할을 수행하는 정도가 높다. 재벌 내에서 중심성이 높은 계열사는 경영효율성과 재무건전성을 높이려는 유인이 있는 반면 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제를 발생시킬 수도 있다. 그러므로 중심성이 높은 계열사가 재벌 내에서 수행하는 역할에 따라 기업가치에 미치는 효과가 달라질 수 있다.

재벌 내에서 중심성이 높은 계열사는 재벌 내에서의 영향력이 크기 때문에, 다른 계열사와 관계의 빈도가 높고 계열사 사이의 관계 형성에 적극적인 역할을 수행한다. 중심성이 높은 계열사는 재벌 내에서 구조적으로 중요한 위치로 이어질 수 있는 기회가 많고, 중요한 정보에 쉽게 접근할 수 있으며, 자원도 수월하게 확보할 수 있는 이점이 있다. 재벌 내에서 중심성이 높은 계열사의 재무구조가 부실해지는 경우, 지배주주의

경영권이 흔들리고 다른 계열사에 대한 통제권마저 위협받을 수 있다. 또한 중심성이 높은 계열사는 재벌 내의 다른 계열사에 대한 출자와 지원 역할을 수행하고 있기 때문에 자본을 원활하게 조달할 필요가 있다. 따라서 중심성이 높은 계열사의 재무구조를 건전하게 유지할 유인이 발생한다(황이석 등 2018). 이처럼 재벌 내에서 중심성이 높은 계열사의 경영효율성과 재무건전성은 중심성이 높은 계열사의 기업가치를 높이는 요인이 될 수 있다.

그러나 중심성이 높은 계열사는 지배주주의 경제적 이익을 높이기 위한 의사결정을 내릴 수 있으며, 재벌 전체에 대한 통제력을 강화하는데 활용될 수 있다. 경제적 이익을 높이는데 도움이 되는 계열사는 지배주주가 직접 출자하고 그렇지 않은 계열사는 중심성이 높은 계열사를 대리인으로 삼아 대신 출자하도록 만들어 지배주주의 통제권을 강화할 수 있다(Almeida and Wolfenzon 2006; Almeida et al. 2011). 뿐만 아니라 지배주주는 재벌 전체의 가치를 높이기 위해, 중심성이 높은 계열사로 하여금 지배주주의 소유권이 높은 계열사의 손실 또는 재무적 어려움을 보전하거나 지원하게 만드는 경우가 발생할 수 있다(Bae et al. 2008; Baek et al. 2006). 이처럼 중심성이 높은 계열사는 지배주주의 재벌에 대한 통제권을 관리하는 비용을 추가로 부담할 수 있으며, 이러한 비용은 중심성이 높은 계열사의 수익성과 직접적인 관련성이 낮다(Almeida et al. 2011; Kim et al. 2007). 따라서 재벌 네트워크 내에서 중심적 역할을 수행하는 정도가 큰 중심성이 높은 계열사의 경우 기업가치가 낮아질 수 있다.

가설1. 재벌 계열사의 중심성과 기업가치 사이에 유의적인 관련성이 있다.

재벌 내에서 중심성이 높은 계열사가 타 계열사와 관계를 맺고 역할을 수행하는 방향에 따라, 중심성을 외향중심성과 내향중심성으로 구분해 볼 수 있다. 먼저 외향중심성은 다른 계열사에 관계를 주는 정도를 나타내며, 외향중심성이 높은 계열사는 다른 계열사에 대한 지분투자가 높다는 것을 의미한다. 그러므로 재벌 내에서 외향중심성이 높은 계열사로부터 다른 계열사로 부가 이전되는 경향이 높아질 수 있다.

지배주주가 자신이 통제권을 보유하고 있는 중심성이 높은 계열사를 외향중심성이 높은 계열사로 활용하는 이유는 외향중심성이 높은 계열사로 하여금 기업가치가 낮은 계열사에 출자를 대신하게 함으로써, 지배주주가 재벌 전체에 대한 통제권을 강화할 수 있기 때문이다(Almeida and Wolfenzon 2006; Almeida et al. 2011). 그러나 외향중심성이 높은 계열사의 이러한 지분투자는 해당 기업의 수익 및 가치 창출과는 관련성이 낮을 수 있다(Almeida et al. 2011; Kim et al. 2007). 이처럼 지배주주가 중심성이 높은 기업을 외향중심성으로 활용하는 경우, 지배주주가 재벌 전체에 대한 통제권을

높일 수 있음에도 불구하고, 외향중심성이 높은 기업의 손실을 상쇄시키기 어렵다(박찬규·전진규 2019). 따라서 외향중심성이 높은 계열사의 부가 다른 계열사로 이전됨에 따라, 외향중심성이 높은 기업의 가치가 감소될 수 있다.

가설1-1. 재벌 계열사의 외향중심성이 높아지면, 기업가치가 감소한다.

외향중심성과 반대로 내향중심성은 다른 계열사로부터 관계를 받는 정도를 나타내며, 내향중심성이 높은 계열사는 다른 계열사로부터 지분투자를 많이 받고 있다는 것을 의미한다. 그러므로 재벌 내에서 내향중심성이 높은 계열사는 다른 계열사로부터의 부의 이전을 포함한 자원을 지원받을 가능성이 높아진다. 따라서, 내향중심성이 높은 계열사의 성과가 긍정적인 방향으로 변화될 가능성이 커진다(박병선 등 2012).

지배주주가 자신이 통제권을 보유하고 있는 중심성이 높은 계열사를 내향중심성이 높은 계열사로 활용하는 것은 내향중심성이 높은 계열사가 다른 계열사로부터 자원을 지원받음으로 인해, 지배주주가 중심성이 높은 기업에 대한 가치를 높이고 통제권을 강화하려는 유인이 있다는 것을 나타낸다(Bae et al. 2008; Baek et al. 2006). 지배주주가 중심성이 높은 기업을 내향중심성이 높은 계열사로 활용하는 경우, 내향중심성이 높은 계열사를 지원하기 위해 다른 계열사의 부가 내향중심성이 높은 계열사로 이전된다. 그러므로 내향중심성이 높은 계열사를 지원하는 다른 계열사의 가치와 안정성이 훼손될 여지가 있을 수 있다. 그러나 다른 계열사에서 내향중심성이 높은 계열사로 부가 이전됨에 따라, 내향중심성이 높은 계열사의 가치와 안정성은 오히려 더 공고해질 수 있다(박찬규·전진규 2019). 따라서 재벌 계열사의 내향중심성이 높아지면, 해당 기업의 가치가 증가될 수 있다.

가설1-2. 재벌 계열사의 내향중심성이 높아지면, 기업가치가 증가한다.

재벌 계열사의 위치는 재벌의 지배주주와 계열사 사이의 거리를 의미한다. 피라미드 출자구조의 상위에 위치한 계열사일수록 지배주주와의 거리가 가까운 반면, 피라미드 출자구조의 하위에 위치한 계열사일수록 지배주주와의 거리가 멀게 된다. 기업위치는 임계지배권중심성과 유사한 개념이지만 소유권 개념을 사용하지 않고, 해당 계열사가 재벌에 기여하는 통제력을 직접적으로 측정할 수 있다는 장점이 있다(박찬규·전진규 2019).

Bae et al.(2002)과 Bertrand et al.(2002)의 연구에서는 피라미드 구조의 상위와 하위 기업을 분류하고, 해당 기업 사이의 정책 차이와 부의 이전 효과인 터널링(tunneling)을 분석하였다. 강형철 등(2007)은 지배주주의 소유권과 지배권 사이의 괴

리도를 피라미드 위치에 대한 대용변수로 사용하여 효과를 검증하였다. Alemida et al.(2011)은 소유권 개념을 사용하지 않고 해당 계열사가 재벌 내에서 갖는 통제력을 측정할 수 있는 기업위치를 측정하여, 그 효과를 검증하였다.

재벌 지배주주와 계열사 사이의 거리가 가까워 피라미드 출자구조의 상위에 위치한 계열사일수록, 해당 계열사의 부가 지배주주의 지배권을 강화하는데 활용될 가능성이 높다. 지배주주의 통제권을 관리하기 위해 피라미드 출자구조의 상위에 위치한 계열사가 부담하는 비용은 해당 계열사의 수익 및 기업가치 창출과 직접적인 관련이 없는 경우가 많다(Almeida et al. 2011; Kim et al. 2007). 따라서 피라미드 출자구조의 상위에 위치하여 재벌 지배주주와 거리가 가까운 계열사일수록 기업가치가 낮으며, 거리가 먼 계열사일수록 기업가치가 높아질 수 있다.

가설2. 재벌 계열사의 위치가 지배주주로부터 멀어지면, 기업가치가 증가한다.

III. 연구 방법

1. 표본선정

본 연구에서는 공정거래위원회가 지정한 상호출자제한 기업집단을 재벌로 정의하고, 2001년부터 2014년까지 상호출자제한 기업집단에 소속된 2,252개 기업-년 자료를 표본으로 선정하였다. 기업 간 비교가능성을 높이기 위해 코스닥시장 기업 및 금융업에 속한 표본을 제외하였다. 즉, 2,252개 기업-년 자료 중에서 코스피 시장 기업이고 비금융업으로 분류된 기업만을 포함했다. 또한, 변수 측정에 필요한 자료를 얻을 수 없는 표본도 추가로 제외하였다. 그 결과 1,557개 기업-년 자료를 최종 분석에 활용하였다.

선정된 표본을 대상으로 공정거래위원회가 제공하는 '대규모 기업집단 정보공개시스템(<http://groupopni.ftc.go.kr>)'에서 재벌의 소유구조와 계열사 간 상호지분보유 자료를 획득하였다. 수집한 자료를 기초로 소유구조와 지분 관계를 나타내는 네트워크를 구성하였다. 이 네트워크에 사회네트워크분석(social network analysis) 기법과 Almeida et al.(2011)의 방법론을 적용하여, 재벌 내 중심적 역할을 수행하는 중심성과 지배주주와의 거리를 나타내는 기업위치를 계산하였다. 네트워크를 구성하고 중심성과 기업위치를 계산하는 모든 과정은 Matlab으로 구현된 컴퓨터 프로그램을 사용하여 처리하였다.

종속변수인 기업가치와 기업가치에 영향을 미치는 통제변수를 측정하기 위한 재무 및 주가자료는 KIS-Value와 에프엔가이드(FnGuide) 데이터베이스를 이용하여 수집하였다. 그리고 실증분석 결과의 왜곡을 방지하기 위해, 1% 수준에서 표본의 극단치(outlier)를 조정(winsorization)하였다.

2. 연구모형의 설정

재벌 계열사의 중심성, 외향중심성 및 내향중심성이 기업가치에 미치는 영향을 살펴 보기 위해, <모형 1>과 같은 회귀분석 모형을 설정하였다. <모형 1>에서 독립변수는 중심성(외향중심성, 내향중심성)이며, 종속변수는 기업가치를 나타내는 Tobin's Q와 Market-to-Book비율이다. 독립변수 이외에 종속변수인 기업가치에 미치는 효과를 통제하기 위해, 대주주지분율, 외국인지분율, 기업규모, 기업연령, 부채비율, 영업이익률, 매출액성장률 및 베타를 통제변수로 선정하였다. 산업의 특성 차이 및 경제적 환경변화 등 전반적 시장상황을 통제하기 위해, 산업더미와 연도더미를 통제변수로 모형에 고려하였다.

가설1에 근거하여 <모형 1>에서 독립변수인 중심성은 종속변수인 기업가치에 유의적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 가설1-1에 근거하여 독립변수인 외향중심성은 종속변수인 기업가치에 유의적인 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 가설1-2에 근거하여 독립변수인 내향중심성은 종속변수인 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

<모형 1>

Tobin's Q = $\alpha + \beta_1$ 중심성[외향중심성 또는 내향중심성] + β_2 대주주지분율 + β_3 외국인지분율 + β_4 기업규모 + β_5 기업연령 + β_6 부채비율 + β_7 영업이익률 + β_8 매출액성장률 + β_9 베타 + β_{10} 산업더미 + β_{11} 연도더미 + ϵ
여기에서,

Tobin's Q : 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액 그리고 부채의 장부가액의 합을 총 자산의 장부가액으로 나눈 값.

중심성 : 기업집단의 출자구조에서 기업이 중심적인 역할을 수행하는 정도,

외향중심성 : 기업이 보유한 다른 계열사 지분의 합,

내향중심성 : 기업의 지분 중 지배주주 또는 다른 계열사가 보유한 지분의 합,

대주주지분율 : 대주주1인과 국제기본법시행령 제20조에 해당하는 친족 및 특수관계인이 보유한 주식수의 합을 총 발행 주식수로 나눈 값,

외국인지분율 : 외국인투자자가 보유한 주식의 수를 유통주식수로 나눈 값,

기업규모 : 총자산에 자연로그를 취한 값,

기업연령 : 상장이후 경과일수에 자연로그를 취한 값,

부채비율 : 부채총액을 총자산으로 나눈 값.

영업이익률 : 영업이익을 자산총계로 나눈 값,
 매출액성장률 : 당기매출액에서 전기매출액을 차감한 값을 전기매출액으로 나눈 값,
 베타 : 해당 연도 결산월 이전 60개월의 월간수익률을 계산하여 추정된 베타,
 산업더미 : 해당 산업에 소속된 기업인 경우 1, 아니면 0,
 연도더미 : 해당 연도이면 1, 아니면 0.

재벌 계열사의 위치가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기 위해, <모형 2>와 같은 회귀분석 모형을 설정하였다. <모형 2>에서 독립변수는 기업위치이며, 종속변수는 기업가치를 나타내는 Tobin's Q와 Market-to-Book비율이다. 독립변수 이외에 종속변수인 기업가치에 미치는 효과를 통제하기 위해, 대주주지분율, 외국인지분율, 기업규모, 기업연령, 부채비율, 영업이익률, 매출액성장률 및 베타를 통제변수로 선정하였다. 산업의 특성 차이 및 경제적 환경변화 등 전반적 시장상황을 통제하기 위해, 산업더미와 연도더미를 통제변수로 모형에 고려하였다. 가설2에 근거하여 <모형 2>에서 독립변수인 기업위치는 종속변수인 기업가치에 유의적인 양(+의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

<모형 2>

$$\text{Tobin's Q} = \alpha + \beta_1\text{기업위치} + \beta_2\text{대주주지분율} + \beta_3\text{외국인지분율} + \beta_4\text{기업규모} + \beta_5\text{기업연령} + \beta_6\text{부채비율} + \beta_7\text{영업이익률} + \beta_8\text{매출액성장률} + \beta_9\text{베타} + \beta_{10}\text{산업더미} + \beta_{11}\text{연도더미} + \varepsilon$$

여기에서,

Tobin's Q : 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액 그리고 부채의 장부가액의 합을 총 자산의 장부가액으로 나눈 값.

기업위치 : 기업집단 지배주주와 계열사 사이의 거리

대주주지분율 : 대주주1인과 국세기본법시행령 제20조에 해당하는 친족 및 특수관계인이 보유한 주식수의 합을 총 발행 주식수로 나눈 값.

외국인지분율 : 외국인투자자가 보유한 주식의 수를 유통주식수로 나눈 값.

기업규모 : 총자산에 자연로그를 취한 값.

기업연령 : 상장이후 경과일수에 자연로그를 취한 값.

부채비율 : 부채총액을 총자산으로 나눈 값.

영업이익률 : 영업이익을 자산총계로 나눈 값.

매출액성장률 : 당기매출액에서 전기매출액을 차감한 값을 전기매출액으로 나눈 값.

베타 : 해당 연도 결산월 이전 60개월의 월간수익률을 계산하여 추정된 베타.

산업더미 : 해당 산업에 소속된 기업인 경우 1, 아니면 0.

연도더미 : 해당 연도이면 1, 아니면 0.

IV. 검증결과

1. 기술통계량 및 상관관계

1) 기술통계량

분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 <표 1>에 제시하였다. 종속변수인 Tobin's Q와 Market-to-Book비율의 평균값은 각각 1.203과 1.354로 파악되었다. 독립변수 가운데, 중심성의 평균값은 0.301이며, 중앙값은 0.085이다. 외향중심성과 내향중심성의 평균값은 각각 0.359와 0.332로 나타났다. 기업위치의 평균값은 1.922이며, 중앙값은 1.982로 파악되었다.

<표 1> 기술통계량

변수	평균값	중앙값	표준편차	최소값	최대값
Tobin's Q	1.203	1.019	0.812	0.213	18.229
Market-to-Book비율	1.354	1.036	1.141	0.115	6.705
중심성	0.301	0.085	0.389	0	1
외향중심성	0.359	0.202	0.379	0	1
내향중심성	0.332	0.292	0.261	0	1
기업위치	1.922	1.982	0.776	1	6.996
대주주지분율	0.434	0.427	0.163	0.138	0.835
외국인지분율	0.065	0.031	0.089	0	0.405
기업규모	27.849	27.54	1.639	20.991	32.731
기업연령	3.251	3.496	0.843	0	4.317
부채비율	1.446	1.044	1.883	0.027	17.534
영업이익률	0.057	0.048	0.059	-0.119	0.230
매출액성장률	0.105	0.068	0.304	-0.665	1.828
베타	0.865	0.867	0.387	0.085	1.752

Tobin's Q : 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액 그리고 부채의 장부가액의 합을 총자산의 장부가액으로 나눈 값 ; Market-to-Book비율 : 자기자본의 시장가치를 자기자본의 장부가치로 나눈 값 ; 중심성 : 기업집단의 출자구조에서 기업이 중심적인 역할을 수행하는 정도 ; 외향중심성 : 기업이 보유한 다른 계열사 지분의 합 ; 내향중심성 : 기업의 지분 중 지배주주 또는 다른 계열사가 보유한 지분의 합 ; 기업위치 : 지배주주로부터 기업까지 평균적인 거리 ; 대주주 지분율 : 대주주1인과 국제기법법시행령 제20조에 해당하는 친족 및 특수관계인이 보유한 주식수의 합을 총 발행 주식수로 나눈 값 ; 외국인지분율 : 외국인투자자가 보유한 주식의 수를 유통주식수로 나눈 값 ; 기업규모 : 총자산에 자연로그를 취한 값 ; 기업연령 : 상장이후 경과일수에 자연로그를 취한 값 ; 부채비율 : 부채총액을 총자산으로 나눈 값 ; 영업이익률 : 영업이익을 자산총계로 나눈 값 ; 매출액성장률 : 당기매출액에서 전기매출액을 차감한 값을 전기매출액으로 나눈 값 ; 베타 : 해당 연도 결산월 이전 60개월의 월간수익률을 계산하여 추정된 베타 ; 산업더미 : 해당 산업에 소속된 기업인 경우 1, 아니면 0 ; 연도더미 : 해당 연도이면 1, 아니면 0.

2) 상관관계

분석에 사용된 변수들 사이의 피어슨 상관계수를 <표 2>에 나타내었다. <표 2>에서 살펴보는 바와 같이, 중심성과 외향중심성은 기업가치를 나타내는 Tobin's Q 및 Market-to-Book비율과 유의적인 음(-)의 상관관계를 나타내었다. 반면, 내향중심성과 기업위치는 Tobin's Q 및 Market-to-Book비율과 유의적인 양(+의 상관관계를 나타내었다.

2. 재벌 계열사의 중심성이 기업가치에 미치는 영향

재벌 계열사의 중심성이 기업가치에 미치는 효과를 분석하기 위해, <모형 1>을 회귀 분석으로 검증한 결과를 <표 3>에 제시하였다. <표 3>의 컬럼 (1)에는 모형의 독립변수로 중심성을 고려한 검증결과를 제시하였고, 컬럼 (2)에는 외향중심성 그리고 컬럼 (3)에는 내향중심성을 모형의 독립변수로 고려한 검증결과를 제시하였다.

<표 3>의 컬럼 (1)에서 살펴보는 바와 같이, 중심성은 Tobin's Q에 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 재벌 내에서 계열사의 중심적 역할이 강할수록 기업가치가 낮아진다는 것을 나타낸다. 그러므로 재벌 내에서 중심성이 높은 계열사가 수행하는 역할이 기업가치 증가에 기여하는 긍정적인 효과보다 부정적인 효과가 더 크게 나타난다는 것으로 해석할 수 있다.

<표 3>의 컬럼 (2)에서 외향중심성은 Tobin's Q에 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 외향중심성이 높은 계열사의 기업가치가 낮다는 것을 의미한다. 그러므로 재벌 내에서 외향중심성이 높은 계열사인 경우 자신의 부가 다른 계열사로 이전되는 경향이 커짐에 따라, 기업가치가 감소될 가능성이 있다는 것을 보여주는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 재벌 계열사의 외향중심성이 높아지면, 기업가치가 감소한다는 가설1-1을 지지하는 결과로 볼 수 있다.

〈표 2〉 상관관계

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. Tobin's Q	1													
2. Market-to-Book	0.796 (***)	1												
3. 중심성	-0.096 (***)	-0.119 (***)	1											
4. 외향중심성	-0.074 (***)	-0.104 (***)	0.815 (***)	1										
5. 내향중심성	0.016 (**)	0.075 (***)	-0.231 (***)	-0.252 (***)	1									
6. 기업위치	0.161 (***)	0.211 (***)	-0.484 (***)	-0.387 (***)	0.175 (***)	1								
7. 대주주지분율	-0.168 (***)	-0.210 (***)	-0.107 (***)	-0.145 (***)	0.689 (***)	0.022	1							
8. 외국인지분율	0.227 (***)	0.297 (***)	0.137 (***)	0.136 (***)	-0.322 (***)	-0.067 (***)	-0.363 (***)	1						
9. 기업규모	-0.093 (***)	-0.003	0.447 (***)	0.543 (***)	-0.362 (***)	-0.114 (***)	-0.365 (***)	0.320 (***)	1					
10. 기업연령	-0.160 (***)	-0.165 (***)	0.237 (***)	0.182 (***)	-0.101 (***)	-0.136 (***)	-0.051 (*)	-0.026 (***)	0.215 (***)	1				
11. 부채비율	-0.060 (**)	0.097 (***)	0.010	0.034	-0.034	0.096 (***)	-0.079 (***)	-0.123 (***)	0.090 (***)	-0.005	1			
12. 영업이익률	0.335 (***)	0.364 (***)	-0.069 (***)	-0.067 (***)	0.017	-0.045 (*)	-0.073 (***)	0.196 (***)	-0.037 (***)	-0.225 (***)	-0.231 (***)	1		
13. 매출액성장률	0.049 (**)	0.086 (***)	0.001	-0.025	0.073 (***)	0.002	0.057 (**)	-0.015	-0.036 (***)	-0.207 (***)	0.126 (***)	0.256 (***)	1	
14. 베타	0.051 (**)	0.097 (***)	0.202 (***)	0.168 (***)	-0.192 (***)	0.044 (*)	-0.271 (***)	0.057 (**)	0.353 (***)	0.095 (***)	0.099 (***)	-0.039 (***)	0.005	1

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조

〈표 3〉 재벌 계열사의 중심성이 기업가치에 미치는 영향

$$\text{Tobin's Q} = \alpha + \beta_1 \text{중심성[외향중심성 또는 내향중심성]} + \beta_2 \text{대주주지분율} + \beta_3 \text{외국인지분율} + \beta_4 \text{기업규모} + \beta_5 \text{기업연령} + \beta_6 \text{부채비율} + \beta_7 \text{영업이익률} + \beta_8 \text{매출액성장률} + \beta_9 \text{베타} + \beta_{10} \text{산업더미} + \beta_{11} \text{연도더미} + \varepsilon$$

구분	종속변수: Tobin's Q					
	(1) 중심성		(2) 외향중심성		(3) 내향중심성	
	추정계수	t값	추정계수	t값	추정계수	t값
상 수	0.954***	3.43	0.965***	3.47	1.027***	3.70
중심성	-0.102***	-3.19				
외향중심성			-0.091***	-2.76		
내향중심성					0.318***	4.32
대주주지분율	-0.005***	-6.02	-0.005***	-6.13	-0.008***	-7.54
외국인지분율	0.010***	6.82	0.010***	6.72	0.010***	6.82
기업규모	-0.001	-0.53	-0.001	-0.40	-0.002*	-1.76
기업연령	-0.053***	-3.45	-0.056***	-3.71	-0.059***	-3.95
부채비율	0.0002***	3.89	0.0003***	3.93	0.0003***	3.85
영업이익률	0.035***	14.64	0.035***	14.70	0.036***	15.15
매출액성장률	0.0001	0.27	0.0001	0.16	0.0001	0.04
베타	0.125***	3.68	0.119***	3.52	0.110***	3.30
산업더미	포함		포함		포함	
연도더미	포함		포함		포함	
F값	35.06***		34.92***		35.51***	
수정 R2	0.422		0.421		0.425	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조

〈표 3〉의 컬럼 (3)에서 내향중심성은 Tobin's Q에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 검증결과는 내향중심성이 높은 계열사의 기업가치가 높다는 것을 의미한다. 그러므로 재벌 내에서 내향중심성이 높은 계열사인 경우 다른 계열사로부터의 부의 이전을 포함한 자원의 지원 가능성이 높아져서 기업가치가 긍정적인 방향으로 변화될 수 있다는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 재벌 계열사의 내향중심성이 높아지면, 기업가치가 증가한다는 가설1-2를 지지하는 결과로 볼 수 있다.

3. 재벌 계열사의 위치가 기업가치에 미치는 영향

재벌 계열사의 위치가 기업가치에 미치는 효과를 분석하기 위해, 〈모형 2〉를 회귀분석으로 검증한 결과를 〈표 4〉에 제시하였다. 〈표 4〉에 제시한 분석결과에서 살펴보는 바와 같이, 재벌 계열사의 위치는 Tobin's Q에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 피라미드 출자구조의 하위에 위치한 계열사일수록, 지배주주와의 거리가

멀게 측정된다. 따라서 재벌 계열사의 위치와 Tobin's Q 사이의 양(+)의 관계를 나타낸 <표 4>의 검증결과는 지배주주와의 거리가 먼 계열사일수록 기업가치가 높아진다는 것을 의미한다. 그러므로 이러한 결과는 재벌 계열사의 위치가 지배주주로부터 멀어지면, 기업가치가 증가한다는 가설2를 지지하는 결과로 볼 수 있다.

<표 4> 재벌 계열사의 위치가 기업가치에 미치는 영향

$$\text{Tobin's Q} = \alpha + \beta_1\text{기업위치} + \beta_2\text{대주주지분율} + \beta_3\text{외국인지분율} + \beta_4\text{기업규모} + \beta_5\text{기업연령} + \beta_6\text{부채비율} + \beta_7\text{영업이익률} + \beta_8\text{매출액성장률} + \beta_9\text{베타} + \beta_{10}\text{산업더미} + \beta_{11}\text{연도더미} + \varepsilon$$

구분	종속변수: Tobin's Q	
	추정계수	t값
상 수	0.713***	2.60
기업위치	0.132***	8.36
대주주지분율	-0.005***	-6.45
외국인지분율	0.009***	6.78
기업규모	-0.0001	-0.94
기업연령	-0.049***	-3.34
부채비율	0.0002***	3.42
영업이익률	0.036***	15.41
매출액성장률	0.0001	0.18
베타	0.085***	2.57
산업더미	포함	
연도더미	포함	
F값	38.24***	
수정 R2	0.444	

***, **, * : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 <표 1>을 참조

V. 결론

본 연구에서는 재벌 계열사의 중심성이 해당 계열사의 기업가치에 미치는 효과를 분석한 다음, 해당 계열사의 중심성을 외향중심성과 내향중심성으로 구분하여 기업가치에 미치는 효과의 차이를 검증하였다. 그리고 피라미드 지배구조에서 지배주주와 재벌 계열사 사이의 거리를 나타내는 기업위치가 해당 계열사의 기업가치에 미치는 효과도 분석하였다. 이러한 분석을 실시하기 위해 공정거래위원회의 대규모 기업집단 정보공개시스템에 공시된 2001년부터 2014년까지 대규모기업집단의 소유구조와 계열사 간 상호지분보유 자료를 토대로 네트워크를 구성하고, 계열사의 중심성과 위치를 계산하였다.

회귀분석으로 재벌 계열사의 중심성과 위치가 기업가치에 미치는 효과를 검증하여 다음과 같은 결과를 얻었다.

첫째, 재벌 계열사의 중심성은 기업가치와 유의적인 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 재벌 내에서 중심적 역할이 강한 기업일수록, 기업가치가 낮다는 것을 의미한다.

둘째, 재벌 계열사의 외향중심성은 기업가치와 유의적인 음(-)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 재벌 내에서 중심성이 높은 계열사의 부가 다른 계열사로 이전되는 경향이 높은 경우, 중심성이 높은 계열사의 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다.

셋째, 재벌 계열사의 내향중심성은 기업가치와 유의적인 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 이 결과는 재벌 내에서 타 계열사의 부가 중심성이 높은 계열사로 이전되는 경향이 높은 경우, 중심성이 높은 계열사의 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다.

넷째, 재벌 계열사의 위치는 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 피라미드 출자구조에서 하위에 위치하여 지배주주와의 거리가 먼 재벌 계열사가 기업가치가 높다는 것을 나타낸다.

본 연구의 공헌점을 학문적인 측면과 실무적인 측면으로 구분해볼 수 있다. 재벌 계열사의 역할에 따라 중심성의 유형을 외향중심성과 내향중심성으로 구분하고, 그 중심성 유형별로 기업가치에 미치는 효과의 차이를 검증했다는 점은 선행연구와 차별화된 학문적 의의로 볼 수 있다. 그리고 네트워크분석 방법론을 기업지배구조 연구에 적용하여, 기업지배구조의 실증연구 분야를 확대하는 토대를 마련함으로써, 후속 연구에 기여할 수 있다는 점도 학문적 공헌점으로 볼 수 있다. 또한 지배주주와의 거리를 나타내는 계열사의 기업위치를 측정하여 기업가치와의 관련성을 실증적으로 검증함으로써, 재벌의 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제를 다양한 측면에서 분석할 수 있는 기반을 제공한다는 학문적 의의가 있다.

선행연구에서 제시된 소유지배과리도 이외에 본 연구에서 새롭게 검증한 외향중심성 및 내향중심성과 기업위치의 효과에 대한 실증결과는 실무 관계자들로 하여금 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제에 대한 이해의 폭을 확대하는데 도움을 줄 수 있다는 측면에서 실무적 공헌점을 찾을 수 있다. 뿐만 아니라 재벌 내에서 계열사의 중심적 역할에 대한 효과가 중심성 유형에 따라 차이를 보인다는 실증분석 결과는 재벌과 관련한 정책수립 담당자에게 정책 수립에 필요한 다양한 측면의 정보를 제공한다는 측면에서 실무적 의의가 있다. 본 연구에서는 2001년부터 2014년까지 자료를 분석한 결과를 제시하고 있으나, 연구결과의 타당성을 높이기 위해서는 최근까지 자료를 포함하여 연구를 실시할 필요가 있다.

〈참고문헌〉

- 강형철·빈기범·조성훈·윤정선. 2007. 기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계 지배권 방법을 중심으로. 한국증권연구원.
- 박병선·곽기영·김선웅·최홍식. 2012. 사회연결망 분석기법을 활용한 기업지배구조와 기업성과 연구. *경영과학* 29(2) : 167-184.
- 박찬규·전진규. 2019. 재벌 내 계열사의 중심성과 신용등급에 관한 실증연구. *재무연구* 32(1) : 33-54.
- 황이석·이문영·최세라. 2018. 재벌의 소유구조와 원가 하방탄력성: 중핵기업을 중심으로. *회계학연구* 43(4): 161-199.
- Almeida, H. and D. Wolfenzon. 2006. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. *The Journal of Finance* 61(6): 2637-2680.
- Almeida, H., S. Park, M. Subrahmanyam and D. Wolfenzon, 2011. The Structure and Formation of Business Groups: Evidence from Korean Chaebols. *Journal of Financial Economics* 99: 447-475.
- Bae, K., J. Kang and J. Kim. 2002. Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups. *The Journal of Finance* 57(6): 2695-2740.
- Bae, G., Y. Cheon and J. Kang. 2008. Intragroup Propping: Evidence from the Stock-price Effects of Earnings Announcements by Korean Business Groups. *The Review of Financial Studies* 21(5): 2015-2060.
- Baek, J., J. Kang and K. Park.. 2004. Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics* 71(2): 265-313.
- Baek, J., J. Kang and I. Lee. 2006. Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols. *The Journal of Finance* 61(5): 2415-2449.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan,. 2002. Ferreting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups. *Quarterly Journal of Economics* 117: 121-148.

- Choi, H. and Y. Cho.. 2011. Control-ownership Disparity and R&D Investment. *Journal of the Korea Academia-Industrial Cooperation Society* 12(12): 5558-5563.
- Joh, S. 2003. Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea Before the Economic Crisis. *Journal of Financial Economics* 68(2): 287-322.
- Kim, W., Y. Lim and T. Sung. 2007. Group Control Motive as a Determinant of Ownership Structure in Business Conglomerates: Evidence from Korea's Chaebols. *Pacific-Basin Finance Journal* 15(3): 213-252.
- Kim, D., D. Kim and B. Kim. 2011. Ownership-Control Disparity and Dividend Policy in Korea: Perspectives of Agency Theory. *The Korean Journal of Financial Engineering* 10(2): 99-124.

ESG 리뷰

ESG Review

발행처 한국ESG기준원

발행인 심인숙

발행일 2023년 3월

주 소 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)

Tel 02)3775-3339

Fax 02)3775-2630

E-mail cgsweb@cgs.or.kr

Home <http://www.cgs.or.kr>

인쇄처 경성문화사 Tel (02)786-2999
