

세무회계저널

제13권 제4호 2012년 12월 pp.9~31

한국세무학회

대기업집단, 비대기업집단 가족기업 및 기타기업간의 영업위험의 차이에 대한 연구*

박재환** · 성낙필***

<요 약>

본 연구는 기업을 소유구조에 따라 대기업집단, 비대기업집단 가족기업 및 기타기업으로 분류하고, 이러한 기업의 소유구조가 다수의 자본시장 참여자들에 의해 결정되는 영업위험에 유의하게 영향을 미치는지의 여부와 그 영향의 원인에 대하여 실증분석하였다. 본 연구는 2006년부터 2010년까지의 한국증권거래소에 연속으로 상장된 회사들을 대기업집단, 비대기업집단 가족기업 및 기타기업으로 구분하였으며, 각 기업의 영업위험은 개별기업 주식의 전일 대비 절대수익률 변동률과 동일가중지수수익률(EWI : Equally Weighted Index) 기준 일별 시장 포트폴리오 수익률의 전일 대비 변동률을 이용하여 산출된 체계적 위험(Levered beta)으로부터 재무위험을 제거한 Unlevered beta로 정의하여 산출하였다.

실증분석 결과, 대기업집단은 비대기업집단 가족기업보다 영업위험과 유의한 양의 관계를 보이고 있다. 대기업집단은 높은 총자산규모와 이를 이용한 자본집약적 산업에의 투자로 인한 높은 고정비 비중, 적극적인 해외진출과 사업다각화로 인한 다양한 국가와 시장위험에 노출되어 있다. 높은 고정비 비율(영업레버리지)은 그 자체로 영업위험을 높이고, 여러 국가와 시장위험에 대한 노출(즉, 다양한 거시경제 변수에 대한 노출) 또한 영업위험을 높이므로 대기업집단의 높은 영업위험은 이러한 이유에 기인한다고 볼 수 있다. 결국 대기업집단은 고유한 소유구조뿐만 아니라 대규모, 적극적 해외 진출 등 비대기업 가족기업과는 확연히 구분되는 특성이 있으며 향후의 연구에서도 대기업집단은 전체 가족기업에서 별도로 분리하여 연구가 진행되어야 한다는 점을 시사하고 있다.

* 이 논문은 2010년 정부(교육과학기술부)의 재원으로 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임.
(한국연구재단-2010-330-B00116).

** 중앙대학교 경영경제대학 부교수, jaypark@cau.ac.kr, 031-670-3186, 주저자

*** 삼일회계법인 이사, npsung@hanmail.net, 02-845-3471, 공동저자

본 연구는 가족기업의 범위에 포함하여 분석하였던 대기업집단을 그 특성을 고려하여 다른 형태의 가족기업으로 보아 별도로 분석하였다. 또한 기업의 매출이나 이익 등의 경영성파가 아닌 다수의 자본시장 참여자들에 의해 결정되는 영업위험을 소유구조별로 분석하였다는데 그 의의가 있다.

〈주제어〉 대기업집단, 가족기업, 소유구조, 영업위험

I. 서 론

가족기업(family firm, family business)은 전 세계적으로 부의 생성, 고용창출, 경쟁력 제고 등 사회, 경제적으로 매우 중요한 역할을 수행하고 있다(Aldrich and Cliff 2003). 우리나라도 전체 거래소 상장기업을 기준으로 볼 때, 가족기업은 전체 기업의 약 72%에 이를 정도로 경제와 사회에 많은 영향을 미치고 있다(남영호, 문성주, 2007).

가족기업이 경제와 사회에서 차지하는 비중을 고려하여 최근 가족기업의 소유구조적 우수성 또는 열위성에 대해 다양한 연구들이 진행되어 왔다. 이러한 연구들은 회계적 측면, 세무적 측면, 기업금융적 측면, 지배구조적 측면 등을 기준으로 다양하게 이루어져 왔으나, 최근까지도 가족기업의 소유구조적 우월성에 대해 상반된 연구결과들이 보고되고 있다.

먼저, 가족기업이 소유구조적으로 우월하다는 연구결과를 살펴보면, 가족소유구조가 기업의 성과나 보고이익에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다(James 1999 ; Wang 2006 ; Ali et al 2007, 최우석, 이우백 2005 ; 대한상공회의소 기업정책팀 2006 ; 조성빈 2006 ; 김경민, 김대하 2007 ; 천정애, 김정연 2010 ; 최지용, 서대석, 박재환 2010). 이는 가족기업은 가족구성원의 경영활동 참여로 인해 경영자에 대한 효율적 감시가 가능하여 경영진과 소유주간의 상반된 이해관계로 인해 발생하는 대리인 비용을 감소시켜 비가족기업에 비해 높은 경영성파를 창출한다는 논리로 뒷받침된다(Anderson and Reeb 2003 ; Dyer 2006 ; McConaughy et al 2001).

반면, 가족기업은 소유권의 집중도가 높아 상대적으로 폐쇄적으로 운용되어 소유주와 그 가족 구성원의 부의 극대화만이 추구되어 소액주주 이익이 희생되는 경우가 일반적이라는 연구 결과들도 있다. 가족기업의 집중화된 소유권은 지배주주들이 사적이익을 위해 다른 주주들의 부를 침해할 인센티브를 제공하기 때문에 효율적인 소유구조가 아니라는 것이다(Fama and Jensen 1983 ; La Porta et al. 1999 ; Fan and Wong 2002 ; Narjess et al 2009). 또한 소유권의 집중은 소유와 경영의 분리에서 발생하는 대리인 문제와는 다른 유형인 지배주주와 비지배주주 간에 대리인 문제를 발생시키며(Ali et al. 2007), 가족 구성원들이 경영진과 이사회에서 중요한 위치를 차지하고 있기 때문에 다른 이사들이 기업을 모니터링하는 것을 더 어렵게 만들어 정보의 비대칭을 심화하고 회계정보의 투명성을 악화시킬 수 있다. 실제 우리나라 가족기업의 경영성파는 비가족기업의 경영성파보다 낮으며, 이는 지배주주와 비지배주주간의 대리인 비용이 상당 부분

존재하기 때문이라는 연구결과도 있다(이정화, 고윤성 2009).

이러한 주장들과는 상이하게 가족기업과 비가족기업간의 경영성과에 유의한 차이가 존재하지 않는다는 실증 연구결과 또한 존재한다(김호인, 박용삼 2008 ; 황동섭 2005).

가족기업에 대한 선행연구들은 주로 기업의 내부적 역량에 따라 결정되는 경영성과와 기업의 경영진이 작성한 재무제표에 초점을 맞춰 이루어져 왔으며, 다수의 자본시장 참여자들이 가족기업을 바라보는 시각에 대한 연구는 다양하게 이루어지지 못했다. 자본시장 참여자들의 가족기업에 대한 시각이라는 관점에서 이루어진 선행연구들도 해당 기업들과 연관된 다양한 요인에 의해 복합적으로 결정되어지는 자기자본비용이나 가중평균자본비용 연구에 한정되며, 자기자본비용과 가중평균자본비용을 구성하는 가장 중요한 요인 중 하나인 영업위험에 대한 연구는 찾아보기 힘들다.

대부분의 선행연구는 “가족기업과 비가족기업” 또는 “대기업집단과 비대기업집단”의 비교에 한정하여 수행되어 왔다. 특히, 가족기업을 다룬 선행연구들에서 대기업집단을 가족기업에 포함하여 분석이 이루어짐에 따라 대기업집단 특유의 성질들이 다른 가족기업들(이하 “비대기업집단 가족기업”)의 특질들과 혼용된 연구 결과가 산출되었다. 그러나 한국의 대기업집단은 대규모성, 경제력 집중, 독점적 자본축적, 가족중심 소유 등의 문제(강진권 2007)와 높은 소유지배 괴리도 등 독특한 특질들을 보유하고 있다. 따라서 본 연구에서는 대기업집단을 가족기업에서 분리하여 세 집단, 즉 대기업집단과 비대기업집단 가족기업 그리고 그 외의 기업(이하 “기타기업”)으로 구분하여 연구를 수행하여 각 집단별 특성을 분석에 반영하였다.

본 연구는 이러한 소유구조적 차이 자체가 시장 참여자들이 평가하는 각 회사의 영업위험에 유의한 영향을 미치는지에 대한 의문으로부터 출발하였다. 이를 위해 한국증권거래소에 2006년부터 2010년까지 연속으로 상장된 기업들을 대상으로 하여 각 기업의 소유구조를 기준으로 상기의 세 집단으로 분류하고, 이 세 집단간 영업위험의 차이가 존재하는지, 존재한다면 그 원인이 무엇인지를 실증적으로 분석하였다. 영업위험은 주식과 시장 포트폴리오의 수익률을 이용하여 산출한 Unlevered beta로 정의하고, 2006년부터 2010년까지의 일별 주가수익률과 동일가중지수수익률 기준 일별 시장포트폴리오 수익률 등을 이용하여 계산하였다. 집단간 영업위험의 차이 존재 여부를 분석하기 위해 집단간 영업위험을 이용한 Anova 분석을 수행하였으며, 그 차이가 원인을 파악하기 위해 다중회귀분석을 수행하였다.

II. 선행연구와 가설설정

1. 선행연구

가. 가족기업 및 대기업집단

가족기업의 정의에 대해서는 학자마다 다양한 기준을 제시하고 있다. 심상규, 김창수, 허영빈(2009)은 가족기업을 (i) 가족구성원의 지분을 50% 이상인 기업, (ii) 2명 이상의 가족구성원이 기업경영에 참여하는 기업, (iii) 2세대 이상에 걸쳐 경영승계가 이루어진 기업 중 하나 이상의 요건을 충족한 기업으로 정의하였으며, 남영호, 문성주(2007)는 (i) 단일 지배가족의 소유권이 50% 이상인 기업, (ii) 가족구성원의 경영(혹은 소유권) 참여, (iii) 2세대 이상 경영(또는 소유) 중 하나 이상의 요건을 충족한 기업으로 정의하였다.

반면, 천정애와 김정연(2010)은 기업규모, 산업의 특성, 기업윤리와 제품특성으로 인해 동일한 지분율을 소유하더라도 기업의 통제에 미치는 영향력의 정도가 상이한 점을 고려하여 지분율과 관계없이 창업자와 창업자의 가족이 경영진에 참여하고 있는 경우 그 기업을 가족기업으로 정의하였으며, Anderson과 Reeb(2003)은 가족기업을 (i) 가족이 지분보유를 유지하고, (ii) 가족구성원이 이사회에 참여하며, (iii) 창업주 또는 창업자의 후계자가 CEO로 참여하는 경우로 정의하였다. Beehr, Drexler와 Faulkner(1997)는 소유주와 최소 1명 이상의 소유주 가족이 근무하는 기업을 가족기업으로 정의하였다.

개념적 측면에서 한국에서의 대기업집단이란 족벌에 의해 소유되는 대규모 기업집단으로서 비관련 산업에의 다각화가 이루어진 상태로 정의되고 있다(강진권 2007). 그러나 기술적 측면에서는 일반적으로 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률”에 근거해 공정거래위원회로부터 “상호출자제한기업집단”으로 지정된 회사들을 의미하며, 많은 선행연구들에서는 공정거래위원회가 지정한 기업집단을 대기업집단으로 정의하고 이들에 대한 연구가 수행되었다.

대기업집단은 대규모성, 독점적 자본축적, 가족중심의 소유와 승계라는 점으로 특징지어지며(조동성 1991), 2007년부터 2010년까지의 30대 대기업집단의 자산총액이 전체 상장기업 자산총액의 55%를 차지할 정도로 우리나라 국민경제에 지대한 비중을 차지하고 있다(경제정의실천시민연합 2012). 강진권(2007)의 연구에 따르면, 외환위기 이후 생존한 대기업집단들은 심화된 글로벌 경쟁으로 인하여 핵심역량에 집중하고 기술, 브랜드, 생산성 향상을 통한 경쟁력 확보에 노력한 결과 글로벌 대기업으로 성장했다. 또한 대기업의 해외진출은 1990년대 중반 이후 국제시장을 향한 대기업집단의 “지구화 전략”에 의해 급속하게 증가하였다(장운중 1994). 공정거래위원회가 2005년 발표한 조사 결과, 자산 2조원 이상 상호출자제한 대기업집단의 소유지배 평균 괴리도는 31.21%이고 의결권 승수는 6.78배로 대주주는 소유지분에 비해 훨씬 높은 수준의 의결권을 행사하고 있으며, 이는 일반적인 형태의 기업에서는 찾아보기 어렵다(2005.7.12 한겨레

신문). 이러한 대기업집단은 가족중심의 소유와 승계로 인해 가족기업으로 분류되는 경우가 일반적이거나, 대기업집단의 고유한 소유구조, 대규모성, 적극적 해외 진출 등은 비대기업집단과는 확연히 구분되는 특징들이므로 대기업집단은 전체 가족기업에서 별도로 분리하여 연구가 진행되어야 할 것으로 판단된다.

나. 영업위험의 성격과 산출

영업위험은 기업의 투자결정과 연관되어 발생하는 위험으로서 미래 매출액의 불확실성과 영업레버리지로 인한 영업이익의 불확실성을 의미한다. 이러한 영업위험은 경기변동, 이자율, 환율, 물가상승율, 유가 변동, 인구 통계 등의 시장위험에 대한 특정 기업의 노출 정도에 따라 결정되는 것으로 투자자가 포트폴리오 전략을 통해 감소시킬 수 없는 체계적 위험에서 재무위험을 제거한 후의 잔여분이다(Tim et al. 2004).

이러한 영업위험은 Hamada(1972)와 Rubinstein(1973), Lev(1974), Foster(1978), Bilderser(1975), Brenner and Smidt(1978), Chance(1982), Conine(1982), Callahan(1985), Mohr(1985, 1989), Beranel(1990) 등에 의해 연구되어 왔다. Lev(1974)와 Tim 등(2004)에 따르면 영업레버리지가 높을수록, 즉 변동비용 대비 고정비용의 비율이 높을수록 영업위험은 증가한다. 또한 Rubinstein (1973)은 기업의 영업위험은 사업별 위험을 가중평균하여 계산된다고 보았다.

영업위험과 재무위험으로 구성된 체계적 위험(Levered beta로 정의되며, 부채를 사용하는 기업의 자기자본 베타를 의미)은 특정기업 주식의 기대수익률과 시장포트폴리오 기대수익률의 관계로 주식시장수익률의 측정, 수익률의 측정간격, 추정기간의 선정 등에 따라 다양한 방법 계산 방법이 존재하나, 본 연구에서는 다음과 같이 계산하였다.

$$\beta_L = \frac{Cov(R_i, R_M)}{Var(R_M)} = \frac{n \sum k_m k_i - \sum k_m \sum k_i}{n \sum k_m^2 - (\sum k_m)^2} \quad (\text{식 2-1})$$

β_L : 부채를 사용하는 기업의 자기자본 베타(Levered beta)

R_i : i 주식의 기대수익률

R_M : 시장 포트폴리오(종합주가지수)의 기대수익률

n : 2년 동안의 주식시장 개장 일수

k_m : 일별 시장 포트폴리오의 수익률로서 동일가중지수수익률의 전일 대비 변동률

k_i : 개별기업의 전일 대비 절대수익률 변동률

영업위험(Unlevered beta)은 상기에서 산출된 Levered beta에서 다음의 Hamada 모형을 통해 재무위험이 제거된 후 산출된다(Hamada, 1972).

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + \frac{D}{E}(1-t)} \quad (\text{식 2-2})$$

β_U : 부채를 사용하지 않는 기업의 자기자본 베타(Unlevered β)

D : 부채의 시장가치

E : 자기자본의 시장가치

t : 법인세율 (국내의 경우 주민세율 포함)

영업위험은 주식과 같은 자본자산의 가격결정에 가장 중요한 영향을 미치는 요인 중 하나로, 영업위험이 상승하는 경우 해당 기업 또는 주주의 미래 기대현금흐름의 할인율이 상승하게 되어 해당기업 또는 주식의 가치를 하락시키게 된다(Lintner 1965 ; Sharpe 1964, Fama and French 1992, 1993). 이러한 영업위험과 자기자본비용의 관계를 Sharpe-Lintner의 단일지수 CAPM (Capital Asset Pricing Model)으로 살펴보면 하기의 식과 같다.

$$E(R_i) = R_f + [E(R_M) - R_f]\beta_{Li} \quad (\text{식 2-3})$$

$E(R_i)$: i 주식의 기대수익률

$E(R_M)$: 시장 포트폴리오의 기대수익률

R_f : 무위험이자율

β_{Li} : i 주식의 자기자본 베타(Levered β)

다. 대기업집단, 비대기업집단 가족기업 및 기타기업간의 영업위험의 차이

박상준(2006)은 1997년의 외환위기를 전후한 대기업집단과 비대기업집단의 영업위험을 분석하였다. 동 연구에서 1990년부터 1997년을 1기로, 1998년부터 2005년을 2기로 구분하고 공정거래위원회가 공시한 상호출자제한기업집단을 대기업집단으로, 기타 기업을 비대기업집단으로 구분 후, 대기업집단과 비대기업집단의 1기와 2기 영업위험의 변동과 차이를 분석하였다. 그 결과, 대기업집단은 외환위기 이후 영업위험이 유의하게 증가한 반면 비대기업집단은 외환위기 전후로 영업위험의 유의한 변동이 없었다. 또한 외환위기 이전에는 대기업집단의 영업위험이 비대기업집단에 비해 유의하게 낮았으나, 외환위기 이후에는 두 집단간에 유의한 차이가 존재하지 않았다. 이 연구는 대기업집단과 비대기업집단간의 영업위험의 차이에 대한 연구로, 비대기업집단을 가족기업과 비가족기업으로 분류하지 않았다.

반면, Narjess Boubakri, Omrane Guedhami and Dev Mishra(2010)는 한국을 포함한 아시아의 7개국의 상장회사들을 대상으로 외환위기 전후인 1996년부터 1999년까지 가족기업과 비가족기업의 자기자본비용의 변화를 실증분석하였다. 그 연구결과에 따르면, 이들 아시아 국가들에서 외환위기를 거치면서 비지배 주주들이 소유경영자가 자신의 이익을 침해할 수 있다는 점을 인

지하게 되어 높은 수익률을 요구하게 되었으며, 이로 인해 외환위기 이후 가족기업의 요구수익률이 비가족기업에 비해 높게 나타났다. 이 연구는 가족기업과 비가족기업간의 자기자본비용에 대한 연구로, 가족기업과 상이한 특징을 가지는 대기업집단을 별도로 구분하여 연구를 수행하지는 않았다.

상기의 연구결과들은 각각 영업위험과 자기자본비용이라는 상이한 주제들을 다루고 있으나, 자본시장 참여자들의 특정기업 또는 집단에 대한 시각이라는 점과 CAPM 이론에서 영업위험이 자기자본비용의 크기에 영향을 미치는 주요한 요인이라는 점을 고려한다면 사실상 영업위험과 관련된 선행연구라고 할 수 있다.

2. 가설의 설정

박상준(2006)의 연구에서는, 외환위기 이전에는 대기업집단의 영업위험이 비대기업집단에 비해 유의하게 낮았으나 외환위기 이후에는 두 집단간의 영업위험은 유의한 차이가 없는 것으로 결론지었으며, 그 이유는 외환위기 이전에 독점적 지위를 향유하던 대기업집단들이 외환위기 이후 글로벌 경쟁에 노출되어 영업위험이 크게 증가한 것 때문이라고 보았다.

반면, 조동성(1991)과 강진권(2007)은 대기업집단의 대규모화를 대기업집단의 주요한 특성으로 지적하고 있으며, 경제정의실천시민연합의 2012년 발표에서도 2007년부터 2010년까지 30대 대기업집단의 총자산이 전체 상장기업 총자산의 55%를 차지한다고 지적하고 있다. 송준기(2001)는 중소기업은 가변요소 비중이 큰 생산구조를 갖고 있어 수요변동에 신속히 대처할 수 있는 유연성을 갖고 반면에 대기업은 축적된 대규모 자본으로 자본집약적인 생산구조를 통하여 규모의 경제를 영위한다는 것을 실증분석하였다. 대기업집단의 이러한 대규모 자산과 자본집약적인 생산구조는 총비용 중 고정비용의 비중이 높음을 의미한다. 이러한 높은 고정비용 비중은 결국 영업위험을 증가시키게 된다(Lev 1974 ; Tim et al. 2004). 따라서 대기업집단의 영업위험은 비대기업집단의 영업위험에 비해 높을 것으로 판단할 수 있다.

또한 강진권(2007)의 연구에 따르면, 외환위기 이후 생존한 대기업집단들은 글로벌 경쟁의 심화에 발맞추어 다양한 전략들로 글로벌 대기업으로 성장했으며, 이 과정에서 적극적인 해외진출을 추진했다. Rubinstein(1973)은 기업의 영업위험은 사업별 위험을 가중평균하여 계산된다고 보았으므로, 적극적인 해외진출을 통해 여러 국가와 시장에 노출되고 다양한 사업을 영위하는 대기업집단(강진권 2007)은 그렇지 않은 기업들에 비해 영업위험이 높다고 볼 수 있다.

Narjess 등(2010)은 외환위기 이후 국내 가족기업¹⁾의 자기자본비용이 비가족기업의 자기자본비용보다 유의하게 높아진 것으로 보고하고 있다. Sharpe-Lintner CAPM을 이용할 경우, 특정기업의 자기자본비용이 다른 기업의 자기자본비용보다 유의하게 크다는 것은 특정기업의 자기

1) 대기업집단을 포함.

자본 베타(Levered beta)가 다른 기업의 자기자본 베타보다 유의하게 크다는 것을 의미한다²⁾. 자기자본 베타(Levered beta)는 영업위험(Unlevered beta)과 재무위험으로 구성되어 있으므로³⁾, 만약 가족기업과 비가족기업간의 재무위험에 유의한 차이가 없다면⁴⁾ 외환위기 이후 가족기업의 영업위험이 비가족기업의 영업위험보다 높아졌다고 볼 수 있다.

이처럼 박상준의 연구를 제외한 다른 연구들은 대기업집단의 영업위험이 비대기업집단의 영업위험보다 높을 가능성이 있음을 암시하고 있다. 또한 박상준의 연구에서는 외환위기 이후인 1998년부터 2005년까지의 기간 동안 대기업집단과 비대기업집단간의 영업위험에 유의한 차이가 없다고 한 것으로, 본 연구의 분석기간말인 2010년말을 기준으로 생존한 많은 국내 대기업집단이 해외에 진출한 2000년대 후반부터는 그 결과가 상이해질 수 있을 것이다. 따라서 본 연구에서는 소유구조적 차이에 따라 대기업집단, 비대기업집단 가족기업 및 기타기업으로 분류하여 영업위험에 차이가 있는 지를 살펴보기 위해 다음과 같은 가설을 설정하여 분석하기로 한다.

가설 : 소유구조적 차이(대기업집단, 비대기업집단 가족기업 및 기타기업 여부)는 영업위험에 유의한 영향을 미친다.

III. 연구 모형

1. 표본 선정 및 집단 구분

본 연구의 실증분석을 위한 자료는 KISVALUE와 금융감독원 전자공시시스템에서 추출하였다. 표본 선정의 구체적인 기준은 다음과 같다.

- (1) 한국증권거래소에 2006년부터 2010년까지 연속으로 상장된 기업
- (2) 금융업 외의 12월말 결산기업⁵⁾

2) 일반적으로 무위험이자율과 시장 포트폴리오 기대수익률은 해당 경제권 내의 모든 기업들에게 동일하게 적용된다고 가정한다. 즉, (식 2-3) $E(R_i) = R_f + [E(R)M - R_f]\beta_{Li}$ 에서 R_f 와 $E(R_M)$ 은 해당 경제권 내의 모든 기업들에게 동일하게 적용되므로 각 기업의 $E(R_i)$ 의 차이는 β_{Li} 의 차이에 기인하게 된다. Fama-French의 Three Factor CAPM 등에서는 자기자본비용에 영향을 미치는 추가 요인들이 존재하는 것으로 가정하나, 이 연구에서는 논의의 단순화를 위해 Sharpe-Lintner CAPM을 이용하여 설명한다.

3) (식 2-2)를 β_L 로 정리하면, β_L 은 β_U (영업위험)과 부채와 자기자본의 비율(재무위험)에 따라 결정된다.

4) 박상준의 연구에서의 분석기간이 Narjess 등의 연구에서의 분석기간보다 더 길고 두 연구에서의 분석방법이 상이하나, 박상준의 연구에서 외환위기 이후 대기업집단과 비대기업집단 기업간의 재무위험에 유의한 차이가 없는 것으로 보고하고 있다는 점을 고려하여 가정을 확장하였다.

5) 금융업에 속한 기업들은 그 영업상의 특징 및 재무제표 구성이 일반기업의 경우와 매우 상이하여 배제하였고, 분석대상 기업의 동질성을 높이고 경제적 여건의 통일성을 부여하기 위해 결산일을 12월로 한정

(3) 대주주와 그 가족의 경영 참여 여부를 확인할 수 있는 기업

상기에서 추출된 자료를 다음과 같은 세 집단으로 분류하였다.

(1) 대기업집단

분석대상 기간의 말(2010년 12월 31일)을 기준으로 공정거래위원회가 공시한 상호출자제한기업집단을 대기업집단으로 정의하였다(박상준 2006). 그러나 이들 기업들 중 공기업이나 공기업 성격의 회사(자회사 포함)는 대기업집단의 특질에 부합하지 않는다고 판단하여 하기 (3)의 기타기업으로 재분류하였다.

(2) 비대기업집단 가족기업

상장회사의 경우 비교적 지분이 잘 분산되어 비교적 낮은 지분율로 회사를 지배할 수 있다. “독점규제 및 공정거래에 관한 법률”에서는 지주회사가 보유하는 상장된 자회사 및 손자회사의 지분율은 20%(비상장회사는 40%) 이상일 것을 요구하고 있다. “독점규제 및 공정거래에 관한 법률”에서는 상장된 회사의 지분율을 20% 이상 보유하고 있는 경우 높은 수준의 통제력을 행사할 수 있는 것으로 보고 있다. 또한 김우택 등(1993)과 김영숙 등(2000)의 연구에서 경영자 대주주의 지분이 25% 또는 29%를 넘는 구간에서는 경영자 대주주의 지분이 증가함에 따라 기업가치가 증가하는 것으로 보고하고 있다. 본 연구에서는 주가를 이용하여 산출된 영업위험을 활용하여 연구를 수행할 것이므로 지분율과 주가가 일관된 방향성을 보이는 구간을 선택하여 가족기업을 정의할 필요가 있다. 따라서 비대기업집단 가족기업은 비대기업집단의 기업들로서 대주주 가족의 지분율이 30% 이상인 기업으로 정의하였다⁶⁾.

(3) 기타기업

상기 (1)과 (2)에 포함되지 않는 나머지 기업들을 기타기업으로 분류하였다.

상기 분류에 따른 집단별 표본의 수와 표본의 산업별 분류는 다음과 같다.

하였다.

- 6) 대주주 지분율이 30%~50% 구간에 있는 회사는 총 173개 회사로 전체 비대기업집단 가족기업의 11.6%에 해당하며, 이 회사들을 기타기업으로 분류하여 분석하더라도 본 연구의 결론에는 영향을 미치지 않았다.

〈표 1〉 집단별 표본의 수

	대기업집단	비대기업집단 가족	기타	계
전체	960	1,820	895	3,675
금융회사	(65)	(100)	(65)	(230)
결산월	—	(80)	(35)	(115)
공기업 ⁷⁾	(70)	—	70	—
신규상장 등	(160)	(220)	(220)	(600)
최종 표본	665	1,420	645	2,730
비율	24%	52%	24%	100%

2. 실증분석 모형

가. 영업위험의 측정

영업위험은 전술한 바와 같이, (식 2-1)을 통해 산출된 자기자본 베타(Levered beta)와 (식 2-2)의 Hamada 모형을 통해 산출하였다. 이를 위해 개별기업들의 일별 종가를 이용한 주식수익률과 시장 포트폴리오 수익률을 이용하였으며, (식 2-2)의 부채비율(D/E)은 개별기업의 사업보고서상의 부채총액과 주식 시가총액을 이용하여 산출하였다.

나. 연구모형

대기업집단, 비대기업집단 가족기업 및 기타기업의 영업위험 평균 간에 유의한 차이가 존재하는지를 분석하기 위해 Anova분석을 수행하였다.

또한, 대기업집단, 비대기업집단 가족기업과 기타기업간에 영업위험에 미치는 영향을 분석하기 위해 아래와 같은 다중회귀모형을 설정하여 검증하였다.

$$\beta_{U_{i,t}} = \alpha_0 + \alpha_1 Own_{i,t} + \alpha_2 TA_{i,t} + \alpha_3 TQ_{i,t} + \alpha_4 L_{i,t} + \alpha_5 D_{i,t} + \alpha_6 R_{i,t} + \alpha_7 O_{i,t} + \alpha_8 E_{i,t} + \alpha_9 I_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (\text{식 2-4})$$

$\beta_{U_{i,t}}$: i 기업의 t 년도 영업위험(Unlevered β)

$Own_{i,t}$: i 기업의 t 년도 소유구조 더미변수(Ownership structure)

$TA_{i,t}$: i 기업의 t 년도 총자산의 자연로그

$TQ_{i,t}$: i 기업의 t 년도 토빈의 Q

7) 한국가스공사, KT&G, 강원랜드, 케이티스카이라이프, 케이티스, 케이티씨에스, 남해화학, 영진약품공업, 한국전력, 그랜드코리아레저, 한전KPS, 한국지역난방공사, 케이티, 한국전력기술

- $L_{i,t}$: i 기업의 t 년도 부채비율 (부채 / 자본)
 $D_{i,t}$: i 기업의 t 년도 자기자본배당율
 $R_{i,t}$: i 기업의 t 년도 총자본영업이익률
 $O_{i,t}$: i 기업의 t 년도 경영자본영업이익률
 $E_{i,t}$: i 기업의 t 년도 노동장비율
 $I_{i,t}$: i 기업의 t 년도 산업더미변수 $\sum$

대기업집단 및 비대기업집단 가족기업 여부의 차이가 영업위험에 미치는 영향을 정확하게 측정하기 위해서는 영업위험에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 통제하여야 한다. 선행연구에서 영업위험에 유의적인 영향을 미치는 것으로 확인된 변수들은 안정성을 나타내는 총자산, 자기자본구성비율(또는 반대 개념인 부채비율), 신용등급, 노동장비율, 수익성을 나타내는 자기자본배당율, 총자본영업이익률, 경영자본영업이익률을, 경영성과를 나타내는 토빈의 큐(Tobin's Q), 노동장비율이다(박상준 2006). 본 연구에서도 상기에서 언급된 변수들을 통제변수로 선정하였으나, 전체 대상기업의 약 44%가 신용등급이 없으므로 신용등급은 통제변수에서 제외하였다.

총자산의 크기는 그 기업이 운영하고 있는 자산의 규모를 나타낸다. 박상준(2006)은 자산의 규모가 기업의 안정성을 나타내므로 자산의 규모가 커질수록 기업의 영업위험은 감소하는 것으로 보았다. 그러나 일반적으로 총자산의 규모가 클수록 자본집약적 산업에의 투자로 인해 영업레버리지(변동비용 대비 고정비용 비율)가 높을 가능성이 크고 다양한 국가와 시장 위험에 노출될 가능성이 높다는 점을 고려할 때, 총자산의 크기는 영업위험과 정(+)의 관계에 있을 것으로 예상된다.

부채비율은 Hamada 모형에서 부채비율이 높을수록 Unlevered beta는 낮아지게 되므로, 부채비율과 영업위험은 부(-)의 관계에 있다.

토빈의 큐는 기업이 투자자들로부터 조달된 자본을 잘 운영할수록 성과가 높으며, 투자성고가 높을수록(즉, 토빈의 큐가 높을수록) 영업위험이 커진다고 예상할 수 있다. 따라서 영업위험과 토빈의 큐는 정(+)의 관계에 있을 것으로 예상된다.

자기자본배당율, 총자본영업이익률, 경영자본영업이익률은 높은 배당과 수익성을 나타내는 지표로서 이익이 증가할수록 위험이 커지는 정(+)의 관계이다(박상준 2006).

노동장비율은 노동자 1명당 유형자산을 의미하므로, 자본집약적인 산업일수록 비율이 높아진다. 자본집약적 산업은 고정비 비중이 높을 것이므로 영업위험과는 정(+)의 관계이다.

또한, 대기업집단 및 비대기업집단 가족기업 여부와 산업 구분은 전술한 방법과 구분을 적용하였으며, 연구모형에서는 더미변수를 이용하여 분석하였다.

IV. 실증분석 결과

1. 변수의 기술적 통계량

영업위험과 통제변수의 기술적 통계량은 <표 2>와 같다.

<표 2> 변수의 기술적 통계량

	최소값	제1사분위수	중위수	제3사분위수	최대값	평균값	표준편차
β_U	-5.815	0.249	0.425	0.667	4.414	0.486	0.341
TA	8.943	11.619	12.441	13.585	18.490	12.718	1.530
TQ	0.034	0.281	0.453	0.743	13.339	0.621	0.647
L	0.000	0.085	0.370	0.973	18.960	0.843	1.454
D	0.000	0.000	0.100	0.200	16.800	0.195	0.739
R	-1.201	0.016	0.045	0.084	0.573	0.049	0.080
O	-5.399	0.021	0.063	0.115	11.080	0.097	0.437
E	-0.603	4.489	5.148	5.850	12.163	5.173	1.195

2. 집단간 Anova분석 결과

<표 3>은 대기업집단, 비대기업집단 가족기업 및 기타기업로 분류된 세 집단의 영업위험의 기술적 통계량이다.

<표 3> 집단별 영업위험의 기술적 통계량

	최소값	제1사분위수	중위수	제3사분위수	최대값	평균값	표준편차
대기업집단	-0.025	0.370	0.616	0.905	1.774	0.645	0.342
비대기업집단 가족	-0.115	0.229	0.376	0.579	2.138	0.424	0.266
기타	-5.815	0.232	0.407	0.646	4.414	0.459	0.426

상기의 집단별 기술적 통계량을 이용하여 각 집단의 영업위험의 평균간에 유의한 차이가 존재하는지의 여부를 분석한 Anova 분석 결과는 하기 <표 4>와 같다.

〈표 4〉 집단간 영업위험의 평균에 대한 Anova 분석 결과

	제곱합	평균의 제곱	F-value	P-value
집단간	22.850	11.425	105.765	0.000***
집단내	294.581	0.108		
계	317.432			

주) *** : 1% 유의수준, ** : 5% 유의수준, * : 10% 유의수준하에서 유의함.

Anova 분석 결과에서 나타나듯이, 세 집단간 영업위험의 평균은 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 이러한 영업위험 크기의 차이에 대한 원인은 다중회귀분석을 통해 실증분석하였다.

3. 다중회귀분석 결과

가. 상관관계분석

통제변수인 총자산로그, 토빈의 Q, 부채비율, 자기자본배당율, 총자본영업이익률, 경영자본영업이익률 및 노동장비율에 대해 피어슨 상관계수를 산출하였으며, 그 결과는 하기 표와 같다.

〈표 5〉 변수들간의 상관계수

	TA	TQ	L	D	R	O	E
TA	1.000	0.072** (0.000)	0.068** (0.000)	0.196** (0.000)	0.198** (0.000)	0.108** (0.000)	0.375** (0.000)
TQ		1.000	-0.329** (0.000)	0.126** (0.000)	0.325** (0.000)	0.083** (0.000)	-0.166** (0.000)
L			1.000	-0.097** (0.000)	-0.197** (0.000)	-0.078** (0.000)	0.133** (0.000)
D				1.000	0.172** (0.000)	0.058** (0.003)	0.061** (0.001)
R					1.000	-0.309** (0.000)	-0.023 (0.240)
O						1.000	-0.043* (0.026)
E							1.000

주) 상관계수는 피어슨 상관계수이며 괄호안의 수치는 P-value임(양측 검증).

** : 1% 유의수준, * : 5% 유의수준하에서 유의함.

총자산로그는 다른 통제변수와 유의한 정(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 즉, 자산의 규모가 증가할수록 부채비율과 토빈의 큐, 자기자본배당율, 총자본영업이익률, 경영자본영업이익률, 노동장비율이 증가한다는 것을 알 수 있다. 토빈의 큐는 부채비율 및 노동장비율과는 부(-)의 상관관계를 나타내고 있으나 자산의 규모, 자기자본배당율, 총자본영업이익률 및 경영자본영업이익률과는 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 부채비율이 증가할 경우, 토빈의 큐, 자기자본배당율, 총자본영업이익률과 경영자본영업이익률은 감소하는 반면 노동장비율은 증가하는 모습을 보이고 있다.

나. 다중회귀분석

하기의 <표 6>은 (식 2-4)에 대한 회귀분석 결과를 나타내고 있다. 회귀분석 결과를 보면, 모형 1에서와 같이 대기업집단은 비대기업 집단 가족기업 및 기타기업보다 영업위험과 유의한 양의 관계를 나타내고 있다. 또한 모형 2에서와 같이 비대기업집단 가족기업은 대기업집단을 포함한 다른 집단보다 영업위험과 유의한 음의 관계를 나타내고 있다. 모형 3에서 기타기업은 영업위험과의 관계에서 다른 집단과 유의한 차이를 보이고 있지 않다. 대기업집단은 영업위험과 유의한 양의 관계를 나타내고 있으며 비대기업집단은 유의한 음의 관계를 나타내고 있어 가족기업내에서도 대기업집단과 비대기업집단은 영업위험과의 관계에 있어 다른 차이점을 보이고 있음을 알 수 있다. 모형 1~모형 3의 연구결과는 세 집단간의 차이를 분석한 연구이므로 각 집단간의 차이를 분석하려면 추가분석이 요구된다. 통제변수인 총자산과 토빈의 큐는 영업위험에 유의한 수준으로 정(+)의 영향을 미치는 반면, 부채비율과 총자본영업이익률 및 경영자본영업이익률은 영업위험에 유의한 수준으로 부(-)의 영향을 미친 것으로 나타났다. 총자본영업이익률과 경영자본영업이익률은 영업위험과 정(+)의 관계에 있을 것으로 예상했으나 실증분석 결과는 부(-)의 관계를 나타내고 있다. 따라서 회사의 자산이나 자본규모에 비해 이익률이 높을수록 자본시장 참여자들은 이 회사의 영업위험이 낮은 것으로 평가한다는 것을 알 수 있다.

선행연구에서 대기업집단은 가족중심의 소유와 승계구조라는 특성을 기준으로 가족기업으로 분류되어 분석되었으나, 본 연구에서는 대기업집단을 비대기업집단 가족과 분리하여 분석을 수행하였다. <표 6>에서도 보여지듯이 세 집단을 대상으로 분석한 연구에서 대기업집단은 영업위험과 유의한 양의 관계를 보이고 있다. 하기 <표 7>의 모형 1은 대기업집단을 가족기업으로 분류하여 전체 가족기업(즉, 대기업집단과 비대기업집단 가족기업 전체를 말함)과 기타기업의 영업위험을 회귀분석한 결과를 나타내고 있다. 모형 2는 전체 가족기업 내에서 대기업집단과 비대기업집단 가족기업간의 영업위험을 회귀분석한 결과이다. 모형 1과 같이 대기업집단을 포함하는 가족기업은 기타기업과 영업위험과 유의한 차이는 보이고 있지 않다. 하지만 모형 2에서와 같이 대기업집단 가족기업은 비대기업집단 가족기업보다 영업위험과 유의한 양의 관계를 보이고 있다.

〈표 6〉 영업위험 회귀분석 결과

	모형1	모형2	모형3
상수	-0.474*** (0.000)	-0.475*** (0.000)	-0.557*** (0.000)
Own 더미 ⁸⁾	0.035* (0.034)		
Own 더미 ⁹⁾		-0.032*** (0.008)	
Own 더미 ¹⁰⁾			0.016 (0.233)
TA	0.073*** (0.000)	0.075*** (0.000)	0.080*** (0.000)
TQ	0.142*** (0.000)	0.139*** (0.000)	0.142*** (0.000)
L	-0.066*** (0.000)	-0.066*** (0.000)	-0.067*** (0.000)
D	-0.012 (0.133)	-0.011 (0.147)	-0.012 (0.131)
R	-0.183** (0.018)	-0.170** (0.030)	-0.188** (0.016)
O	-0.034** (0.012)	-0.034** (0.012)	-0.035** (0.010)
E	0.002 (0.621)	0.003 (0.531)	0.003 (0.616)
Adj. R ²	0.328	0.329	0.327
F-Value	71.139*** (0.000)	71.340*** (0.000)	70.897*** (0.000)
VIF ¹¹⁾	2.090	1.595	1.414
표본수	2,730	2,730	2,730

주1) *** : 1% 유의수준, ** : 5% 유의수준, * : 10% 유의수준하에서 유의함.

주2) 괄호안의 수치는 P-value임.

주3) 업종별 특성과 관련하여 한국표준산업분류표를 기준으로 한 산업더미를 이용하여 통제함.

8) 대기업집단 1, 가족과 기타 0

9) 비대기업집단 가족 1, 대기업집단과 기타 0

10) 기타 1, 대기업집단과 비대기업집단 가족 0

11) 변수들의 VIF중 최대값

〈표 7〉 전체 가족기업과 기타기업 영업위험 분석 및 대기업집단과 비대기업집단

가족기업의 영업위험 분석

	모형1	모형2
상수	-0.543*** (0.000)	-0.538*** (0.000)
Own 더미 ¹²⁾	-0.014 (0.292)	
Own 더미 ¹³⁾		0.027* (0.082)
TA	0.080*** (0.000)	0.074*** (0.000)
TQ	0.142*** (0.000)	0.209*** (0.000)
L	-0.067*** (0.000)	-0.058*** (0.000)
D	-0.012 (0.131)	-0.016** (0.018)
R	-0.187** (0.016)	-0.113 (0.163)
O	-0.035*** (0.009)	-0.031*** (0.008)
E	0.003 (0.630)	0.003 (0.557)
Adj. R ²	0.328	0.429
F-Value	70.877*** (0.000)	83.404*** (0.000)
VIF	1.430	2.198
표본수	2,730	2,085

주1) *** : 1% 유의수준, ** : 5% 유의수준, * : 10% 유의수준하에서 유의함.

주2) 괄호안의 수치는 P-value임.

주3) 업종별 특성과 관련하여 한국표준산업분류표를 기준으로 한 산업더미를 이용하여 통제함.

12) 전체 가족기업 1, 기타 0

13) 대기업집단 1, 비대기업집단 가족 0

대기업집단은 대규모 자산과 자본집약적인 생산구조로 인한 높은 고정비용과 글로벌 경영과 다양한 사업의 영위로 인하여 비대기업집단 가족기업보다 영업위험이 높다고 할 수 있다. 이러한 대기업집단은 가족중심의 소유와 승계로 인해 가족기업으로 분류될 수 있으나 대기업집단의 고유한 소유구조, 대규모성, 적극적 해외 진출 등은 비대기업집단과는 확연히 구분되는 특징들을 가지고 있어 대기업집단은 전체 가족기업에서 별도로 분리하여 연구가 진행되어야 할 것이다.

V. 결론 및 요약

본 연구는 대기업집단, 비대기업집단 가족기업 및 기타기업간의 영업위험에 유의한 차이가 존재하는지의 여부 및 그 차이의 원인이 이러한 대기업집단 또는 비대기업집단 가족기업 여부와 관계가 있는지를 분석하는 것을 목적으로 한다. 분석을 위하여 각 집단의 영업위험의 평균간에 유의한 차이가 존재하는지 여부를 Anova 분석을 통해 검증하였다. 또한 Anova 분석 결과로 파악된 차이의 원인을 분석하기 위해 소유구조(Ownership structure) 변수, 기업의 규모변수(총자산), 토빈의 Q, 부채비율 등을 독립변수로 하고 영업위험의 지표인 Unlevered beta를 종속변수로 하는 다중회귀분석을 실시하였다. 본 연구의 결과는 다음과 같이 요약된다.

첫째, 단순히 집단간 영업위험의 평균에 유의한 차이가 있는지를 살펴보면, 대기업집단의 영업위험의 평균은 비대기업집단 가족기업 및 기타기업보다 유의하게 높은 것으로 나타났다. 반면, 비대기업집단 가족기업과 기타기업간에는 영업위험의 크기에 큰 차이가 발견되지 않았다. 즉, 단순한 영업위험의 크기뿐만 아니라 대기업집단의 영업위험이 다른 집단의 영업위험보다 크다고 볼 수 있다.

둘째, 대기업집단은 비대기업집단 가족기업보다 영업위험과 유의한 양의 관계를 보이고 있다. 대기업집단은 높은 총자산규모와 이를 이용한 자본집약적 산업에의 투자로 인한 높은 고정비 비중, 그리고 적극적인 해외진출과 사업다각화로 인한 다양한 국가와 시장위험에 노출되어 있다. 높은 고정비 비율(영업레버리지)은 그 자체로 영업위험을 높이고, 여러 국가와 시장위험에 대한 노출(즉, 다양한 거시경제 변수에 대한 노출) 또한 영업위험을 높이므로 대기업집단의 높은 영업위험은 이러한 이유에 기인한다고 볼 수 있다. 결국 대기업집단은 고유한 소유구조 뿐만 아니라 대규모성, 적극적 해외 진출 등 비대기업집단과는 확연히 구분되는 특성이 있으며 향후의 연구에서도 대기업집단은 전체 가족기업에서 별도로 분리하여 연구가 진행되어야 한다는 점을 시사하고 있다.

본 연구는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다.

첫째, 본 연구는 거래소에 상장된 기업을 대상으로 일정한 분류기준에 따라 각 기업을 소유구조별 집단으로 구분하였는데 이 방법은 가족기업 등을 구분하는 다양한 분류기준 중 일부만 차

용했다는 한계점이 있다.

둘째, 본 연구는 영업위험의 계산이 가능한 거래소에 상장된 기업들만을 대상으로 한 것으로 비상장기업 등 우리나라 전체의 기업들의 결과라고 보기에는 표본의 한계가 존재한다.

본 연구는 상이한 특징을 가진 세 집단(대기업집단, 비대기업집단 가족기업, 기타기업)을 대상으로 다수의 자본시장 참여자들이 판단하는 특정기업의 영업위험이 소유구조에 따라 유의한 차이가 있는지를 실증적으로 분석했다는 점에 그 유용성이 있다고 할 수 있다. 분석 결과, 대기업집단의 영업위험이 가장 높은 것으로 나타났으나 그 원인은 대기업 자체의 독특한 소유구조 뿐만 아니라 대기업 단의 높은 자산규모와 자본집약적 산업에 대한 투자로 인한 높은 영업레버리지 및 적극적인 해외진출과 사업다각화로 인한 다양한 시장위험에의 노출에 기인한 것으로 분석되었다.

참고문헌

- 강진권. 2007. “재벌기업과 비재벌기업의 경영성과 비교분석”. 박사학위논문 건국대학교
- 강동관. 2005. “기업의 소유 집중률과 대리인 비용”. 한국국민경제학회. 한국경상학회 경제연구 제23권 제1호 : 197-221
- 김경민 · 김대하. 2007. “재벌의 회계선택에 관한 실증적 연구”. 국제회계연구 제17집 : 243-263
- 김영숙 · 이재춘. 2000. “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”. 증권학회지 제26권 : 173-197
- 김우택 · 장대홍 · 김경수. 1993. “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증연구”. 재무연구 제6권 : 55-75
- 김주현. 1992. “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”. 재무연구 제5권 : 129-154
- 김창수. 2006. “한국의 사외이사제도 도입과 기업가치”. 재무연구 제19권 제2호 : 105-153
- 김호인 · 박용삼. 2008. “소유구조와 경영성과간 인과관계 분석”. POSRI 경영연구 제8권 제2호 : 32-56
- 남영호 · 문성주. 2007. “가족기업과 비가족기업의 성과비교 : 거래소상장기업을 중심으로”. 대한경영학회지 제20권 제1호 : 237-264
- 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제2조 1의 3항과 1의 4항, 공정거래위원회 고시
- 대한상공회의소 기업정책팀. 2006. “주요국의 가족기업 현황과 시사점 연구”.
- 문종열. 2008. “우리나라 기업의 지배구조와 자기자본비용에 관한 실증연구”. 박사학위논문 경희대학교
- 박상준. 2006. “외환위기를 전후(1990-2005)한 한국기업의 영업위험과 자본비용에 관한 연구”. 박사학위논문 국민대학교
- 박헌준 · 신현한 · 최완수. 2004. “한국기업의 대리인 비용과 기업가치 : 외국지분의 역할”. 경영저널 제33권 제2호 : 655-682
- 송준기. 2001. “한국제조업에서 중소기업과 대기업의 상대적우위도 결정요인 분석”. 중소기업연구 제42권 : 105-128
- 심상규 · 김창수 · 허영빈. 2009. “가족기업과 비가족기업의 이익조정 차이와 회계정보 유용성 비교”. 세무와회계저널 제10권 제4호 : 173-202
- 오세열 · 이지원. 2005. “기업지배구조와 부채의 대리인 비용, 소유경영자의 지분변화가 채권수익률 스프레드에 미치는 영향”. 대한경영학회 하계학술발표대회 발표논문집
- 이경태 · 유정민. 2010. “가족기업의 장기성과 유인이 경영자 보상에 미치는 영향에 관한 연구”. 한국회계학회지 동계학술대회 논문집
- 이관영. 2011. “기업지배구조가 주식시장에 미치는 영향”. 대한경영학회지 제24권 제4호 : 1979-1997
- 장윤중. 1994. “세계화와 한국경제”. 산업연구원
- 조동성. 1991. “한국대기업집단연구”. 매일경제신문사
- 조성빈. 2006. “한국기업의 대리인 비용에 관한 연구”. 한국개발연구원
- 천정에 · 김정연. 2010. “창업자 가족의 경영참여와 이익조정에 관한 연구”. 회계정보연구 제10권 제2호 : 1738-7094

- 최우석 · 이우백. 2005. “오너경영과 기업성과에 관한 실증연구”. 재무연구 제18권 제1호 : 121-155
- 최지용 · 서대석 · 박재환. 2010. “가족기업이 이익의 질에 미치는 영향, 가족구성원이 경영에 참여하는 기업을 중심으로”. 산업경제연구 제23권 제6호 : 3145-3171
- 황동섭. 2005. “소유경영 유형이 기업생산성에 미치는 실증적 연구”. 생산성 논집 19(4) : 1-14
- Ang, James S., Revel A. Cole, and James Wuh Lin. 2002. Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance* 55(1) : 81-106
- Ali, A. Chen, T., and Radhakrishnan, T. 2007. Corporate Disclosures by Family Firms. *Journal of Accounting and Economics* 44(1-2) : 238-286
- Anderson, R. and Reeb, D. M. 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance : Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58(3) : 1301-1328
- Borgman, Richard H.; Strong, Robert A. 2006. Growth rate and implied beta : Interactions of cost of capital model. *Journal of Business & Economic Studies*. 12(1) : 1-11
- Beehr, T., Drexler, J.A., & Faulkner, S. 1997. Working in small family businesses : Empirical comparisons to non-family businesses. *Journal of Organizational Behaviour*, 18(3) : 297-312
- Belen Villalonga and Raphael Amit. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of Financial Economics* 80(2) : 385-417
- Black, Fischer., Michael C. Jensen, and Myron Scholes. 1972. The Capital Asset Pricing Model : Some Empirical Tests. *New York : Praeger Publishers*
- Daniel L. McConaughy. 1999. Is the Cost of Capital Different for Family Firms?. *Family Business Review* 12(4) : 353-360
- Daniel L. McConaughy. 2008. The Cost of Capital for the Closely-held, Family-Controlled Firm. *Family Firm Institute London* : 113-128
- Fama, Eugene F. 1968. Risk, Return and Equilibrium : Some Clarifying Comments. *Journal of Finance* 23(1) : 29-40
- Fama, Eugene F. and Kenneth French(1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance* 47(2) : 427-465
- Fama, Eugene F.; French, Kenneth R.(1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics* 33(1) : 3-56
- Fama, E and M. Jensen. 1993. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* 26(2) : 301-325
- Fan, J. and Wong, T. 2002. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33(3) : 401-425
- George Cooper. 2008. The Origin of Financial Crisis. *A Division of Random House*
- Hollis Ashbaugh, Daniel W. Collins and Ryan LaFond. 2004. Corporate Governance and Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting and Economics* 42 : 203-243.
- Hamada, R.S. 1972. The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks. *The Journal of Finance* 27(2) : 435-452

- Jororen Derwall and Patrick Verwijmeren. 2007. Corporate Governance and the Cost of Equity Capital : Evidence from GMP's Governance Rating. *ECCE Research Note*
- Lev. B. 1974. On the association between operating leverage and risk. *Journal of Financial and quantitative analysis*, 9(4) : 627-641
- Lintner, John 1965. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics* 47(1) : 13-37
- MacConaughy, D. C. Matthews and A. Fialko. 2001. Founding Family Controlled Firms : Efficiency Risk and Value. *Journal of Small Business Management* 39(1) : 31-49
- Markowitz, Harry M. 1952. Portfolio Selection. *Journal of Finance* 7(1) : 77-91
- Markowitz, Harry M. 1999. The early history of portfolio theory. 1600-1960. *Financial Analysts Journal* 55(4) : 5-16
- Michael C. Jensen. William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4) : 305-360
- Narjess Boubakri, Omrane Guedhami and Dev Mishra. 2010. Family control and the implied cost of equity : Evidence before and after the Asian financial crisis. *Journal of International Business Studies* 41 : 451-474
- Roll, R. 1977. A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests. *Journal of Financial Economics* 4(2) : 129-176
- Ross, Stephen A. 1977. The Capital Asset Pricing Model(CAPM), Short-sale Restrictions and Related Issues *Journal of Finance*, 32(1) : 177-183
- Rubinstein M. 1973. A mean-variance synthesis of corporate financial theory. *Journal of Finance* 28(1) : 167-181
- Schulze W.S., Libatkin, M. H., Dino and Buchholtz. 2001. Agency Relationship in Family Firms : Theory and Evidence. *Organization Science* 12(2) : 99-116
- Tim Ogier, John Rugman, Lucinda Spicer. 2004. The Real Cost of Capital. Financial Times(2004)
- Sharpe, William F. 1964. Capital asset prices : A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance* 19(3) : 425-442
- Tobin, James 1958. Liquidity preference as behavior towards risk. *The Review of Economic Studies* 25(2) : 65-86
- Treynor, Jack L. 1961. Market Value, Time, and Risk. Unpublished manuscript
- Tim Koller, Marc Goedhart and David Wessels. 2010. Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. 5th Edition Part 1 and 2(McKinsey & Company Inc.)
- Wang D. 2006. Founding Family Ownership and Earnings Quality. *Journal of Accounting Research* 44(3) : 619-656
- W. Gibb Dyer 2006. Examining the 'Family Effect' on Firm Performance. *Journal of Family Business* 19(4) : 253-273

Study on Difference in Operational Risks among Business Conglomerates(“Chaebol”), Non – Chaebol Family – Owned Business and Other Businesses*

Jay – Hwan Park** · Nack – Pil Sung***

— <Abstract> —

This study is to classify business entities by ownership structure into (i) business conglomerates (i.e., “Chaebol”), (ii) non – Chaebol family – owned business and (iii) other businesses, and to empirically analyze whether such business structure gives a significant impact on the operational risk(i.e., ‘unlevered beta’) of a company, which is usually determined by multiple players in the capital market, and, if so, to identify where such influences are originated from. The classification described above was given to the companies which have consecutively maintained the status of public listing on the Korea Stock Exchange for the period from 2006 to 2010. The unlevered beta of each selected company was then calculated by excluding financial risks from the levered beta where the levered beta was estimated based on both the change in the yield rate on the price of a company against the prior day, and the change in the daily market portfolio yield rate under Equally – Weighted Index(EWL).

In conclusion, the unlevered beta of a company is determined not only the operational characteristics but ownership structure of the business. In other words, it is the perception of the market participants who determine prices in the capital market that the operational risk of a company is determined not only by the operational structure of a company, such as total asset size, investments in capital – intensive industry, overseas expansions and business diversification of a company but ownership structure of the business. Accordingly, it is rather plausible to say that business conglomerates show a relatively higher level of unlevered beta compared to family –

* This thesis was prepared in 2010 supported by National Research Foundation of Korea, through the financial aid received from the Ministry of Education, Science and Technology(National Research Foundation of Korea – 2010 – 330 – B00116).

** Associate Professor, School of Business Administration, Chung – Ang University, jaypark@cau.ac.kr, 031 – 670 – 3186, Primary author

*** Director, Samil PricewaterhouseCoopers, npsung@hanmail.net, 02 – 845 – 3471, Co – author

owned and other companies primarily driven by not only its larger asset size, active business expansions to multiple countries and widely-diversified business but the structural characteristic of its ownership.

This study gives the different and meaningful perspectives compared to the preceding studies where the group of business conglomerates previously classified as family-business is re-classified into two separate groups. Also, the unlevered betas were calculated in the previous studies based on the key performance indicators such as revenue and profit whereas the unlevered betas in this study were determined by multiple market participants for each category of ownership structure.

<Key words> Business conglomerates, Family-owned business, Ownership structure, Unlevered beta