

무엇이 企業의 收益性에 基盤한 持續的 成長을 保障하는가?: 韓國 上場企業과 外國企業 比較⁽¹⁾

鄭 武 變

본 고에서는 Chris Zook와 James Allen의 『Profit from the Core: Growth Strategy in an Era of Turbulence』라는 책에서 정의된 收益性에 基盤한 持續的 成長(Profitable Sustained Growth)의 개념을 활용해 국내기업을 대상으로 성과를 분석하였다.

2001년 말 기준으로 현재상장된 623개 중 1986년부터 1996년까지의 총실한 데이터가 존재하는 557개의 한국 제조기업을 대상으로 분석한 결과 1986년부터 1996년까지 한국의 제조기업들은 매우 강한 成長指向性을 나타내었고 收益性和 株主補償性을 경시하는 경영을 하였음을 확인하였다.

또한 본 논문에서는 이러한 成長性, 收益性, 株主補償性和 이들의 복합지표인 收益性에 基盤한 持續成長指標에 대해 영향을 미치는 요인변수들에 대해 정의하고 이들의 영향정도를 살펴보았다.

분석결과 부채비율은 當期純利益率에 대해 부정적인 영향이 있는 것으로 나타났으며 높은 수출비율은 株價收益率을 제외한 모든 성과에 대해 부정적인 영향이 있는 것으로 나타났다. 다음으로 賣出대비 廣告관촉비 지출비율과 연구개발비의 영향은 유의미한 결론이 나타나지 않은 반면, 교육훈련비 지출비율은 複合成果와 賣出增加率에 대해 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다음으로 투자성향은 複合成果와 賣出增加率, 그리고 營業利益 增加率에 대해 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났으며 기업규모를 나타내는 年平均賣出額은 株價收益率을 제외한 모든 지표에 대해 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 마지막으로 대주주 1인의 높은 주식소유비율은 株價收益率과 복합지표에 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났으며 當期純利益率에 대해서는 긍정적인 영향이 있는 것으로 나타났다.

1. 序 論

많은 수익을 내면서 지속적으로 성장하는 것은 모든 기업이 추구하는 목표라고 할 수 있을 것이다. Chris Zook와 James Allen은 『Profit from the Core: Growth Strategy in an Era of Turbulence』라는 책에서 수익성에 기반한 지속적 성장(Profitable Sustained Growth)의 개념

(1) 부족한 점이 많음에도 불구하고 논문의 쏠과정을 통해 세심한 지도를 해주신 이근 교수님과 논문심사에서 좋은 지적과 조언을 해주신 송병락, 양동휴 교수님께 깊은 감사를 드립니다.

을 구체적으로 정의하고 있다. 그것은 장기간에 걸쳐 매출과 이윤이 연평균 5.5% 이상 증가하고 동시에 주가가치 상승분과 배당 분을 합친 주주에 대한 총보상이 주식투자의 기회비용인 금리 보다 높아야 한다는 것이다.

이들은 실제로 미국, 영국, 호주, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본 등 7개국의 매출액 5억 달러 이상의 1,854개의 기업의 1988년부터 1998까지의 자료를 이용해 매출액증가율과 이익의 증가율, 주주수익률 지표를 통해 이들 기업의 성과를 분석해 보았다. 국내기업을 대상으로는 2001년 10월 서울에서 열린 세계지식포럼에서 Chris Zook가 발표한 분석결과가 있다.

본 논문은 이러한 분석들의 방법론을 근거로 하여 2001년 말 기준으로 현재 상장된 623개 중 충실한 데이터가 존재하는 557개의 한국 제조기업의 1986년부터 1996년까지의 성과분석을 실시해 보았다.⁽²⁾

나아가 이러한 수익성에 기반한 지속적 성장을 나타내는 성과지표를 정의하고 이러한 성과에 영향을 미치는 요인, 즉 수익성에 기반한 지속적 성장의 결정요인이 무엇인가에 대해 알아보기 위해 다양한 종류의 데이터를 정리해 회귀분석을 실시해 보았다.

여기서 기업의 성과를 설명해 주는 설명변수로 위의 557개 기업들의 11년 동안의 자산 대비 부채비율, 매출대비 수출비율, 매출대비 광고판촉비 지출비율, 매출대비 연구개발비 지출비율, 매출대비 투자자산증가율, 매출대비 교육훈련비 지출비율, 대주주 1인의 소유주식비율, 기업규모를 나타내는 해당기간의 평균 총매출 등을 설정하였고 산업별 차이를 통제하기 위해 8개의 산업더미를 추가하였다.

먼저 2장에서는 기존의 연구에 대해 살펴보고, 3장에서는 현재 거래소에 상장된 557개의 제조기업들의 장기성과를 분석해 보았다. 다음으로 4장에서는 3장에서의 분석결과를 토대로 그 결과를 선행연구와 비교해 보았다. 5장에서는 성과지표에 영향을 미치는 요인변수를 설명하고 다중회귀분석을 통해 영향요인으로 설정한 변수가 기업의 성과에 얼마나 영향을 미쳤는가를 알아보고 그 의미에 대해 살펴보았다.

(2) 분석의 대상이 되는 기업들의 자료는 한국신용정보가 제공하는 기업 재무제표 데이터베이스 프로그램인 『KIS2000』을 사용하였다. IMF 기간 동안의 성과지표에 대한 교란을 제거하기 위해 1996년까지의 자료를 사용하였다. 또한 1985년 이전의 자료를 사용할 경우 자료의 한계로 인해 분석대상이 되는 기업수가 매우 줄어들게 되어 1986년 이후의 자료를 활용하였다.

2. 先行 研究

2.1. 外國企業에 대한 研究

앞에서 언급한 바와 같이 Chris Zook와 James Allen은 『Profit from the Core, Growth Strategy in an Era of Turbulence』라는 책에서 收益性에 基盤한 持續的 成長(Profitable Sustained Growth)의 개념을 정의하고 있다.

이들은 미국, 영국, 호주, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본 등 7개국의 賣出額 5억 달러 이상의 1,854개의 기업의 1988년부터 1998까지의 자료를 이용해 賣出額增加率과 利益의 增加率, 株主總補償指標를 통해 이들 기업의 성과를 분석해 보았다.

분석의 결과 연간 實質賣出額增加率이 5.5% 이상인 기업은 전체기업의 27%이었고 이와 함께 當期純利益의 增加率이 5.5% 이상인 기업은 전체의 15%이었다. 다음으로 配當 收益率과 株價收益率을 더한 株主에 대한 總補償率이 자본비용을 상회하는 조건을 추가적으로 만족한 기업은 전체의 13%에 해당했다. Chris Zook와 James Allen은 위의 실질성장률 기준을 강화해 8%로 할 경우 위의 세 가지 기준을 동시에 충족하는 기업, 즉 지속적인 가치창출기업의 비율이 13%에서 9%대로 떨어진다고 하였다.

또한 위의 세 가지 조건, 즉 수익에 기반한 성장기준에 대한 대안적 지표들로서 주가 상승률, 총시장가치의 成長性指標, 산업내의 점유율, 종업원 일인당 이익 등의 지표들을 소개하고 이들의 한계에 대해서 설명하고 있다.

2.2. 韓國企業에 대한 研究

Chris Zook(2001)는 지난 2001년 10월 서울에서 열린 세계지식포럼에서 위의 외국기업들에 대한 분석방법을 그대로 적용해 한국의 자산 1조 이상의 71개의 상장기업들에 대한 분석을 실시했다. 그 결과 세계주요기업들은 年平均 賣出額增加率이 5.5% 이상인 기업이 전체의 27%이었으나 한국기업들의 경우는 71개 기업 중 49개로 69%에 달했다. 이는 한국 기업들의 성장 지상주의를 잘 드러냈다고 할 수 있다.

다음으로 賣出額과 當期純利益이 모두 매년 5.5% 이상 증가한 기업은 세계 주요 기업들의 경우 약 16%이었으나 한국 기업은 71개 기업 중 23개로 32%로 나타났다. 즉 한국기업의 경우 賣出額增加率 기준을 통과한 69% 중 절반 이상이 利益 增加率 기준에서 탈락한 것이다.

마지막으로 株主總補償 기준을 통과한 기업은 외국기업의 경우 위의 두 개의 기준을 통과한 대부분이 이 기준을 통과하여 13%로 나타났으나 한국기업의 경우 71개 기업중 4

개로 6%에 불과하였다. 즉 위의 두 개의 기준을 통과한 23개의 기업의 대부분이 이 기준에서 탈락한 것이다. 이는 한국기업들의 주주경시 경영이라는 과거의 한국기업의 경영 관행이 반영된 결과가 나온 것이라 할 수 있다. 이 네 개의 기업은 삼성전자, 삼성화재, SK텔레콤, 농심이었다.

3. 韓國 上場企業의 長期成果分析

3.1. 成長性 分析

먼저 기업의 成長性지표로 賣出額의 年平均 增加率을 측정하였다. 측정방법은 557개의 현재상장된 제조기업의 賣出額을 생산자물가지수로 조정하여 이를 이용해 복리로 구하였다. 측정 결과 557개의 기업의 평균은 12.2%이며, 표준편차는 9.7%로 나타났다.

다음으로 생산자물가지수로 조정된 營業利益의 年平均增加率을 측정해 보았다. 이 경우 앞서와 마찬가지로 1986년과 1996년의 營業利益을 가지고 복리로 계산하였다. 이 때 1986년 자료나 1996년 자료가 음의 값을 갖는 기업의 수가 79개로 이 기업들의 자료는 사용하지 않았다. 따라서 측정대상기업은 478개의 기업이다. 분석결과 營業利益의 年平均增加率의 전체기업 평균은 9.4%이며 표준편차가 14.6%로 앞의 賣出增加率에 비해 평균은 낮으며 표준편차가 크게 나타나고 있다.

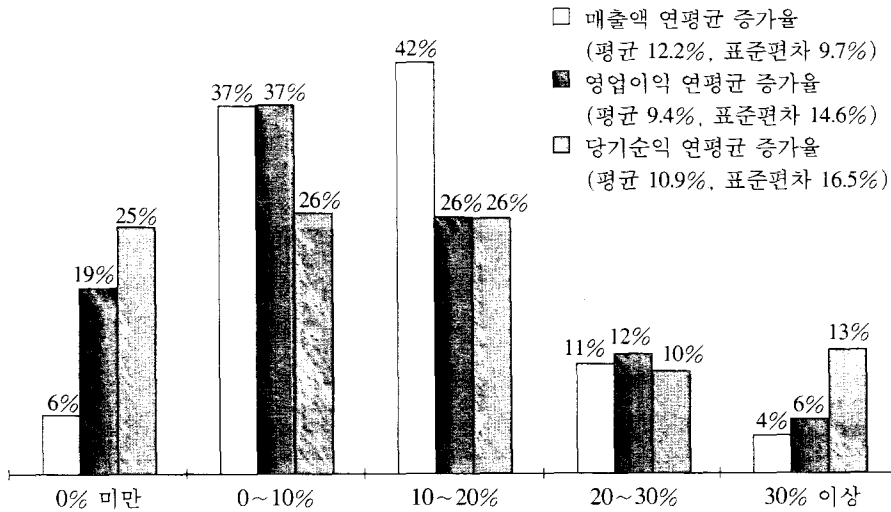
當期純益의 경우 1986년의 자료나 1996년의 자료가 음의 값을 가져 복리 增加率을 구할 수 없는 기업의 수는 557개 기업 중 175개로 31.4%에 해당되었다. 따라서 측정대상 기업은 175개 기업을 제외한 382개의 기업이다. 이 때도 앞서와 마찬가지로 當期純益을 생산자물가지수로 조정하여 조정된 값의 增加率을 구하였다.

분석결과 當期純益의 年平均 增加率의 평균은 10.9%, 표준편차는 16.5%로 나타났다. 이러한 매출액, 영업이익, 당기순익의 증가율에 대한 분석결과를 정리한 것이 <表 1>에 나타나 있고 이들의 분포를 그림으로 나타내면 <그림 1>과 같다.

<그림 1>에서 보는 바와 같이 當期純益의 年平均增加率의 기업분포는 앞의 營業利益

<表 1> 賣出額, 營業利益, 當期純益의 年平均增加率 分析(1986-1996年)

| 구 분 | 매출액 증가율 | 영업이익 증가율 | 당기순익 증가율 |
|----------|---------|----------|----------|
| 평 균 | 12.2% | 9.4% | 10.9% |
| 표준편차 | 9.7% | 14.6% | 16.5% |
| 분석대상 기업수 | 557개 | 478개 | 382개 |



註: 막대의 높이는 구간에 해당하는 增加率을 기록한 企業수의 비율을 나타낸다.

〈그림 1〉 現在上場企業의 賣出額, 營業利益, 當期純益의 增加率 比較

과 賣出額의 增加率에 비해 표준편차가 크게 나타나고 있다. 즉 음의 당기순익 증가율 값을 갖는 기업의 비율이 25%로 4개 중 1개의 기업은 당기순익이 10년 전에 비해 감소했다는 것을 나타낸다.

3.2. 收益性 分析

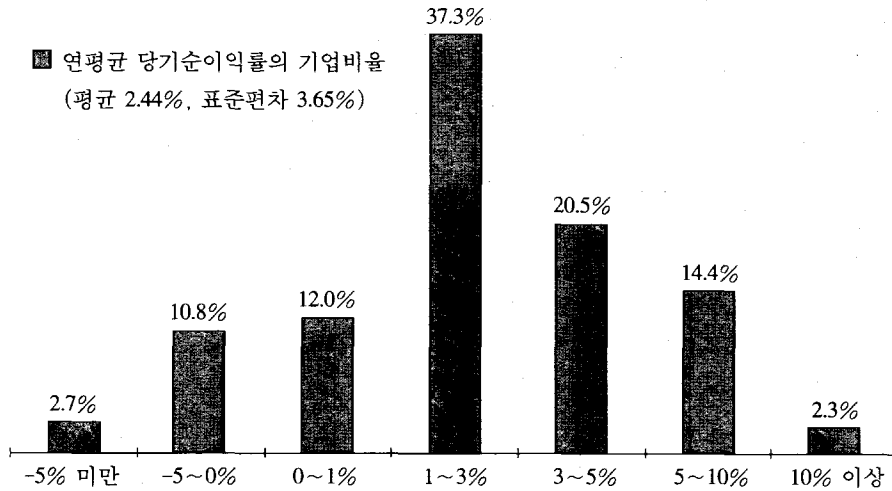
收益性은 1986년부터 1996년까지의 자산대비 當期純利益率의 11년 동안의 평균으로 측정하였다. 측정결과 557개 기업의 평균은 1.2% 정도로 매우 낮게 나타났고, 표준편차는 3.65%로 기업별 편차가 매우 크게 나타났다. 구간별 비율을 구해보면 다음과 같다.

〈그림 2〉에서 보는 바와 같이 5% 이상의 年平均 當期純利益率을 기록한 기업이 16.7%에 해당한다. 또한 0% 이하의 값도 무려 13.5%로 나타난다. 또한 1% 미만의 낮은 이익을 달성한 기업은 25.5%로 전체 4개 기업 중 1개의 기업은 매우 낮은 收益性을 1986년부터 1996년까지 10년 동안 평균적으로 달성하였다고 할 수 있다. 또한 8개 기업 중 1개 기업은 아예 수익을 달성하지 못하고 손실을 본 것으로 나타난다.

3.3. 年平均 株價收益率 分析

주주에 대한 총보상지표로는 年平均 株價收益率을 사용하였다.⁽³⁾ 먼저 데이터베이스로

(3) 주주에 대한 총보상은 株價收益率과 배당수익률을 동시에 고려해야 하나 자료의 한계로 배당수익률은 고려하지 못했다. 실제로 1990년부터 1996년까지 제조업의 연평균 액면배당수익률은 4.7% 정도로 나타났다.



註: 막대의 높이는 구간에 해당하는 利益率을 기록한 기업수의 비율을 나타낸다.

<그림 2> 年平均 當期純利益率 分布: 1986-1996年

부터 1986년 1월부터 1996년 12월까지의 각 기업의 월별 수익률 자료를 추출하고 이 월 평균 株價收益率을 통해 연평균 복리株價收益率을 구하였다. 분석 결과 464개 기업의 평균은 11.4%, 표준편차는 12.7%로 나타난다.

3.4. 收益性에 基盤한 持續的 成長 指標의 定意 및 計算

본 절에서는 위의 Zook&Allen의 세 가지 기준지표를 하나로 복합하여 기업의 복합성과 지표로 만든다. 즉 賣出의 年平均增加率과 營業利益의 年平均增加率, 그리고 株價收益率을 가중평균하여 하나의 지표로 만들고 이렇게 만들어진 지표를 해당기업의 複合成果指標, 즉 收益性에 基盤한 持續的 成長指標로 정의한다.⁽⁴⁾

이 때 복합을 하는 방법으로는 각 기업들에 대해 세 지표의 정규화된 값을 구하고 이 세 값의 평균을 구해 해당 기업의 복합성과로 하였다. 각 지표와 복합성과를 분석한 표가 <表 2>에 나타나 있다.⁽⁵⁾

(4) 이 복합 성과지표는 다음의 5장에서 실시되는 영향요인을 분석하는 회귀분석을 위해 만들어진 것이다. 따라서 유효자료수의 문제로 인해 當期純益 增加率 대신 營業利益 增加率을 사용하였다. 또한 株價收益率의 계산에서도 앞의 분석에서는 월자료가 60개 이상인 기업을 대상으로 연 평균 수익률을 구했으나 여기서는 월자료가 24개 이상인 기업을 대상으로 하였다. 따라서 앞에서 구한 株價收益率보다는 사용된 기업의 수가 464개에서 492개로 늘어나 평균 등이 약간의 차이를 나타내고 있다.

(5) 정규화란 각 값들에서 평균을 빼고 이 값을 표준편차로 나누어 주는 것을 의미한다.

〈表 2〉 個別指標와 複合成果指標

| 구분 | 복합성과 (정규화된 세지표 평균) | 연평균 매출증가율 | 연평균 영업이익증가율 | 연평균 주가수익률 |
|-------|-----------------------|--------------|----------------|--------------|
| 평균 | -0.09 | 12.18% | 9.42% | 10.67% |
| 표준편차 | 0.76 | 9.69% | 14.58% | 13.78% |
| 최대 | 7.55 | 115.93% | 136.15% | 59.26% |
| 최소 | -2.32 | -16.14% | -41.05% | -78.28% |
| 중위값 | -0.07 | 11.03% | 8.76% | 11.51% |
| 유효자료수 | 557 | 557 | 478 | 492 |

註: 전체 557개 기업 전체를 대상으로 하였으며 세 가지 지표 모두의 자료가 존재하지 않는 기업의 복합성과는 존재하는 지표만을 가지고 구한 평균이다.

4. 韓國上場企業과 外國企業의 比較

4.1. 收益性에 基盤한 持續的 成長 分析

본 절에서는 Chris Zook & James Allen의 收益性에 基盤한 持續的 成長 기준에 의해 위 의 기업들을 분석해 보았다. 즉 賣出과 當期純利益의 增加率이 5.5%를 초과하고, 자본비용을 상회하는 株價收益率을 달성한 기업들의 비율을 구해 보았다. 그 결과는 〈그림 3〉과 같다.

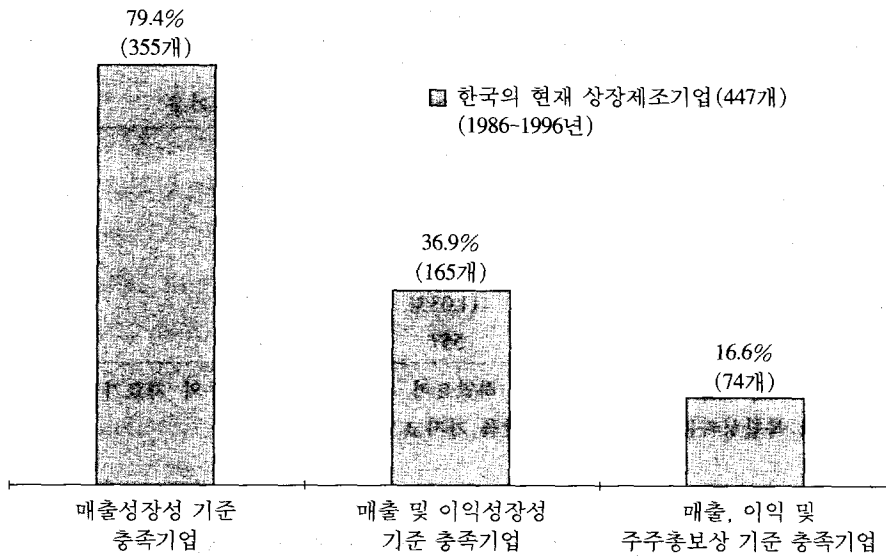
〈그림 3〉에서 보는 바와 같이 賣出成長性 기준을 충족한 기업의 비율은 79%로 5개 기업 중 4개의 기업은 이 기준을 통과한 것으로 나타났다. 다음으로 利益成長性, 즉 當期純利益의 增加率 또한 5.5% 이상인 기업은 37%로 賣出額 기준을 통과한 절반이상의 기업이 이 기준에서 탈락하였다.

마지막으로 株主總補償 기준까지 통과한 기업은 전체의 17%에 불과하여 두 기준을 통과한 기업 중 절반이상의 기업이 세 번째 기준에서 탈락하였다. 세 기준을 모두 통과한 74개의 기업은 〈表 3〉과 같이 나타난다.

4.2. 外國企業의 先行研究와의 比較

앞에서 Zook&Allen의 기준에 의해 한국기업에 대해 분석한 결과를 선행연구의 결과와 비교해 보면 〈그림 4〉와 같다.

〈그림 4〉에서 나타나는 바와 같이 成長性 조건을 만족하는 기업은 외국기업에 비해 한국기업의 비율이 거의 외국기업의 세배 가까이에 이르고 있다. 이는 해당기간동안의 한국기업의 成長性이 외국기업들에 비해 매우 높았음을 알 수 있다.⁽⁶⁾ 다음으로 當期純利



- 註: 1) 賣出 및 利益(當期純益)成長性 기준 충족기업은 1986년에서 1996년 간의 연평균 실질 복리성장률이 5.5% 이상인 기업
 2) 賣出, 利益成長性 및 株主總補償 기준 충족기업은 賣出과 利益이 5.5% 이상 성장하였고 동시에 1986년부터 1996년 간의 평균 株主總補償(주가상승율: 연평균 복리성장률)이 자본비용(3년만기 회사채의 연수익률 평균: 14.5%)을 상회하는 기업

<그림 3> 收益性에 基盤한 持續的 成長 分析⁽⁷⁾

益의 增加率 기준까지 통과한 기업의 비율을 보면 그 차이가 두배 정도로 좁혀지고 있다. 마지막으로 세기준 모두를 통과한 기업의 비율은 거의 비슷한 정도로 나타나고 있다. 이는 한국기업이 成長性 기준에서는 외국기업에 비해 높은 성과를 나타냈으나 收益性기준 쪽으로 가면서 그 성과가 급격히 떨어지는 성향을 나타내고 있다. 이는 한국기업들의 성장지향주의적 성향을 보여주는 결과라 할 수 있다.

4.3. 基準에 대한 調整과 結果 比較

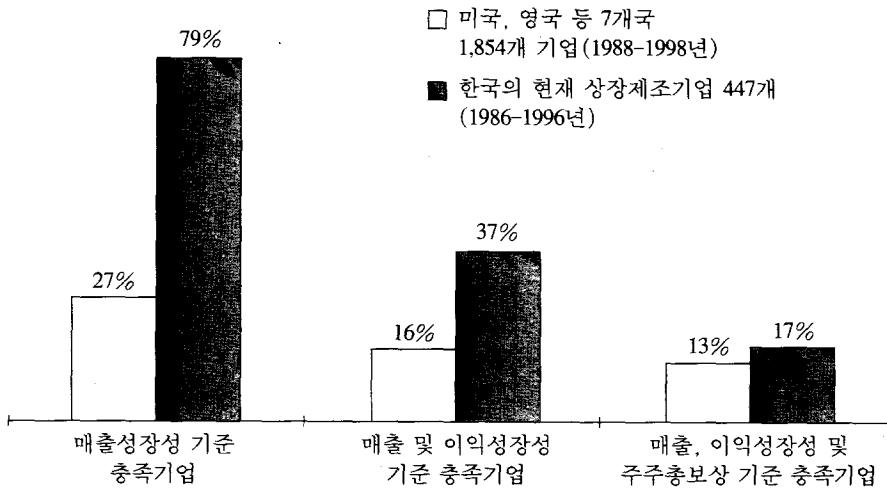
<그림 4>의 외국 기업들과의 비교에서 나타난 결과에서 보는 바와 같이 외국기업과 국내 기업에 대해 成長性기준을 동일하게 實質增加率이 5.5% 이상인 기준을 적용할 경우

(6) 이러한 차이는 다음 절에서 설명하는 GDP增加率의 차이와 비슷하게 나타나고 있다.
 (7) 측정대상이 된 기업은 447개의 기업이다. 이는 557개 기업 중 株價收益率이 존재하지 않는 93개 기업을 우선적으로 제외하였고 나머지 464(557-93)개 기업 중 1986년의 當期純益이 음이며 1996년의 當期純益이 양인 기업 17개를 제외하여 남은 기업이 447개이기 때문이다. 當期純益이 음인 기업 중 1996년의 값이 음인 경우는 利益增加率 계산시 통과하지 못한 기업에 해당하므로 그대로 분석대상에 포함시켰다.

<表 3> 收益性에 基盤한 持續的 成長 基準 通過企業(74個)

(단위: %)

| 기업명 | 매출 증가율 | 당기순익 증가율 | 주가 수익률 | 기업명 | 매출 증가율 | 당기순익 증가율 | 주가 수익률 |
|----------|-----------|-------------|-----------|---------|-----------|-------------|-----------|
| SK텔레콤 | 115.9 | 121.9 | 55.6 | 코리아씨키트 | 22.2 | 27.8 | 21.3 |
| 선도전기 | 17.3 | 25.7 | 42.9 | 한국제지 | 11.7 | 11.1 | 21.1 |
| 삼천리 | 8.5 | 10.4 | 33.7 | 조선내화 | 9.3 | 5.6 | 20.9 |
| 남광토건 | 16.5 | 11.9 | 30.8 | 벽산건설 | 22.0 | 59.7 | 20.7 |
| 남양유업 | 9.8 | 27.4 | 29.6 | 부광약품공업 | 8.2 | 10.5 | 20.7 |
| 한창 | 11.1 | 23.9 | 29.0 | NI테크 | 15.0 | 10.6 | 20.4 |
| 영풍 | 5.9 | 8.0 | 28.9 | 삼성 SDI | 21.1 | 31.6 | 20.4 |
| 한독약품 | 10.2 | 24.0 | 27.4 | 유한양행 | 7.4 | 7.6 | 20.3 |
| LG건설 | 17.4 | 46.3 | 27.2 | 대웅제약 | 11.4 | 11.6 | 20.1 |
| 롯데제과 | 10.5 | 6.1 | 27.1 | 동양석판 | 8.8 | 14.3 | 20.0 |
| BYC | 9.4 | 11.9 | 26.9 | 디피아이 | 8.5 | 6.8 | 19.7 |
| 비비안 | 9.9 | 9.9 | 26.4 | 이룸 | 10.3 | 16.4 | 19.3 |
| 한국프랜지공업 | 16.3 | 16.3 | 25.8 | 남선알미늄 | 15.0 | 20.8 | 19.0 |
| 한국수출포장공업 | 11.4 | 11.8 | 25.6 | 동아타이어공업 | 10.9 | 11.2 | 18.6 |
| 삼성전자 | 20.0 | 15.3 | 25.5 | 한미약품공업 | 17.9 | 16.2 | 18.5 |
| 일동제약 | 8.8 | 6.2 | 24.9 | 명성 | 5.8 | 9.6 | 18.1 |
| S-Oil | 17.0 | 22.3 | 24.8 | 평화산업 | 14.2 | 16.0 | 18.1 |
| 대상 | 7.0 | 22.7 | 24.8 | 한국컴퓨터 | 20.9 | 32.9 | 18.1 |
| 농심 | 10.7 | 17.6 | 24.6 | 보해양조 | 10.8 | 15.0 | 17.8 |
| 한솔제지 | 21.0 | 27.1 | 24.5 | LG전선 | 11.6 | 18.2 | 17.7 |
| 삼영전자공업 | 11.9 | 10.2 | 24.2 | 동양제과 | 10.9 | 5.8 | 17.6 |
| 카프로 | 9.2 | 17.7 | 23.7 | 대선주조 | 8.1 | 12.8 | 17.6 |
| 중외제약 | 10.8 | 6.4 | 23.3 | 금호산업 | 25.8 | 6.3 | 17.4 |
| 삼양제넥스 | 7.5 | 10.5 | 23.3 | 동부건설 | 14.0 | 10.6 | 17.4 |
| 종근당 | 8.1 | 10.1 | 23.3 | 우성사료 | 10.0 | 11.6 | 17.2 |
| 한국타이어 | 11.7 | 8.3 | 23.3 | 진로 | 14.8 | 13.6 | 17.0 |
| 송원산업 | 7.5 | 5.9 | 23.1 | 제일모직 | 18.0 | 40.9 | 16.3 |
| 극동유화 | 17.5 | 43.5 | 22.5 | 울촌화학 | 12.8 | 5.8 | 15.9 |
| 신한 | 13.8 | 11.5 | 22.1 | LG상사 | 18.6 | 19.8 | 15.6 |
| 신영와코루 | 6.0 | 11.6 | 21.9 | 하이트맥주 | 25.5 | 15.5 | 15.6 |
| 금강고려화학 | 12.7 | 19.3 | 21.8 | 국제약품공업 | 11.2 | 14.3 | 15.5 |
| 삼성공조 | 12.3 | 12.1 | 21.8 | 삼일제약 | 7.8 | 13.4 | 15.5 |
| 풍림산업 | 10.5 | 15.2 | 21.8 | 현대약품공업 | 9.1 | 8.2 | 15.4 |
| 세아제강 | 10.2 | 19.2 | 21.7 | 대한통운 | 14.6 | 17.3 | 15.2 |
| 혜인 | 18.9 | 29.0 | 21.4 | 성도 | 21.1 | 27.6 | 14.9 |
| 건설화학공업 | 8.9 | 11.2 | 21.3 | 두산건설 | 17.0 | 33.3 | 14.6 |
| 대한은박지공업 | 11.4 | 10.7 | 21.3 | 제일제당 | 9.7 | 15.1 | 14.6 |



註: 1) 賣出 및 利益成長性(當期純利益) 기준 충족기업은 해당기간의 年平均 實質增加率이 5.5% 이상인 기업
 2) 賣出, 利益成長性 및 株主總補償 기준 충족기업은 賣出과 利益 기준을 충족하며 동시에 年平均 주가상승율이 자본비용을 상회하는 기업

〈그림 4〉 Zook & Allen의 基準에 의한 韓國企業과 外國企業의 比較

〈表 4〉 實質 GDP增加率 比較: 外國 7個國과 韓國 (단위: %)

| 구분 | 한국 | 7개국 평균 | 독일 | 미국 | 영국 | 호주 | 이탈리아 | 일본 | 프랑스 |
|--------------------------------|------|--------|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|
| GDP증가율 (연복리, 1986-1996년) | 8.04 | 2.52 | 2.1 | 2.8 | 2.3 | 3.3 | 1.9 | 3.2 | 2.0 |

註: 한국의 GDP增加率は 1995년도 가격을 기준으로 한 불변가격 기준 GDP의 增加率이다.
 資料: 통계청 홈페이지 데이터베이스(kosis.nso.go.kr).

대부분의 국내 기업들이 成長性기준을 충족하는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 이 기간 동안의 국내 기업들의 GDP성장률이 Zook & Allen의 분석에 사용된 7개의 외국의 기업들(미국, 영국, 독일, 프랑스, 이탈리아, 일본, 오스트레일리아)의 GDP성장률에 비해 세배 이상 높게 나타나고 있는 점과 비슷한 결과라 할 수 있다. 아래의 표는 이러한 GDP성장률의 차이를 나타내고 있다.

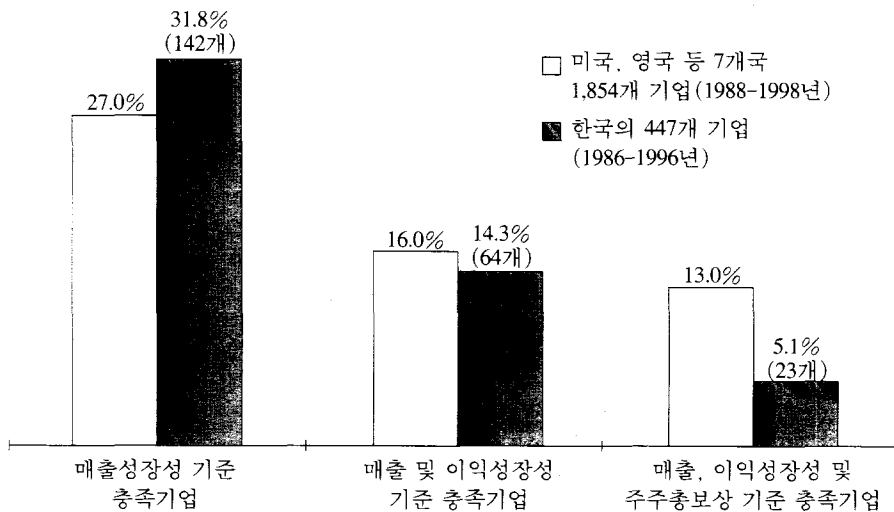
〈表 4〉에서 보는 바와 같이 우리 나라의 GDP 增加率は 7개국의 평균의 3.2배 정도로 나타난다. 이러한 성장률의 기본적인 차이로 인해, 외국기업들에 적용한 5.5%의 실질성

장률기준을 동일하게 국내에 적용할 경우 成長性기준을 통과한 企業의 비율이 國內企業의 경우 매우 높게 나타난 것이라 할 수 있을 것이다.

따라서 <表 4>의 GDP增加率을 기준으로 “賣出과 當期純利益 增加率이 GDP增加率의 2배 이상을 달성한 企業”이라는 成長性 기준을 적용하면 Zook&Allen의 분석과 國內의 企業의 결과에 대해 GDP增加率의 차이가 고려된 비교를 할 수 있을 것이다.⁽⁸⁾

이러한 “賣出과 當期純利益 增加率이 實質GDP增加率의 2배 이상을 달성한 企業”이라는 成長性기준을 적용하여 5.5% 기준을 대신하여 13.5% 이상으로 成長性基準을 강화하여 계산하였다. 이때 國內의 企業들의 해당기간동안의 평균 수출비율이 24%임을 참고하여 24%만큼은 外國企業의 평균인 5.5% 기준을 적용하고 나머지 76%의 매출은 國內의 매출이므로 國內 GDP증가율인 8%를 적용하여 가중평균한 값이 13.5%로 나왔다.⁽⁹⁾⁽¹⁰⁾ 분석결과를 外國과 비교하면 <그림 5>와 같다.

<그림 5>에서 나타난 바와 같이 한국企業에 대해서만 成長性기준은 강화할 경우에도



註: 한국企業의 賣出 및 利益 成長性 기준은 연평균 복리 實質增加率이 13.5% 이상이며 外國 7개국의 成長性 기준은 연평균 복리 實質增加率이 5.5% 이상이다.

<그림 5> 實質 GDP增加率 2배 基準에 의한 長期成果分析

(8) 엄밀히 말하면 5.5%는 2.52%의 약 2.2배에 해당하므로 2.2배 기준이라 할 수 있다. 그러나 주요국인 미국의 경우 2.8%이므로 2배에 못미치는 점을 고려하여 우리나라의 경우 2배기준을 적용하기로 한다.

(9) 계산식은 $0.24 \times 5.5\% + 0.76 \times 8\% \times 2 \approx 13.5\%$ 이다.

(10) 수출비율관련자료는 <表 6>에 잘 나타나 있다.

앞에서와 비슷한 결과를 나타내고 있다.

즉 賣出成長性 기준을 통과한 기업의 비율은 외국에 비해 약간 높은 수준으로 나타난 반면 세가지 기준을 모두 통과한 기업의 비율은 외국기업의 1/3 수준으로 떨어지고 있다.

결론적으로 한국 기업은 成長性和 관련된 지표에서는 높은 성과를 달성했으나 收益性이나 주주에 대한 보상과 관련된 지표에서는 낮은 성과를 달성한 것이다. 이는 한국기업들이 외형적인 양적 성장에 대해서만 관심을 갖고 성장의 질적인 측면인 收益性이나 주주에 대한 보상에 큰 관심을 두지 않았음을 반증하는 결과라 할 수 있다.

마지막으로 강화된 세 가지 기준을 모두 통과한 23개의 기업들은 <表 5>와 같다.

<表 5> 實質 GDP 增加率 2倍 基準을 通過한 韓國企業(23個) (단위: %)

| 순번 | 기업명 | 매출액 증가율 | 당기순익 증가율 | 연평균 주가수익률 (월 60개 이상) |
|----|---------|---------|----------|-------------------------|
| 1 | SK텔레콤 | 115.9 | 121.9 | 55.6 |
| 2 | 선도전기 | 17.3 | 25.7 | 42.9 |
| 3 | LG건설 | 17.4 | 46.3 | 27.2 |
| 4 | 한국프랜지공업 | 16.3 | 16.3 | 25.8 |
| 5 | 삼성전자 | 20.0 | 15.3 | 25.5 |
| 6 | S-Oil | 17.0 | 22.3 | 24.8 |
| 7 | 한솔제지 | 21.0 | 27.1 | 24.5 |
| 8 | 극동유하 | 17.5 | 43.5 | 22.5 |
| 9 | 혜인 | 18.9 | 29.0 | 21.4 |
| 10 | 코리아씨키트 | 22.2 | 27.8 | 21.3 |
| 11 | 벽산건설 | 22.0 | 59.7 | 20.7 |
| 12 | 삼성SDI | 21.1 | 31.6 | 20.4 |
| 13 | 남선알미늄 | 15.0 | 20.8 | 19.0 |
| 14 | 한미약품공업 | 17.9 | 16.2 | 18.5 |
| 15 | 평화산업 | 14.2 | 16.0 | 18.1 |
| 16 | 한국컴퓨터 | 20.9 | 32.9 | 18.1 |
| 17 | 진로 | 14.8 | 13.6 | 17.0 |
| 18 | 제일모직 | 18.0 | 40.9 | 16.3 |
| 19 | LG상사 | 18.6 | 19.8 | 15.6 |
| 20 | 하이트맥주 | 25.5 | 15.5 | 15.6 |
| 21 | 대한통운 | 14.6 | 17.3 | 15.2 |
| 22 | 성도 | 21.1 | 27.6 | 14.9 |
| 23 | 두산건설 | 17.0 | 33.3 | 14.6 |

5. 収益성에 基盤한 持續的 成長의 決定要因

5.1. 決定要因의 資料算出方法과 意味

収益성에 基盤한 持續的 成長의 결정요인변수는 ① 자산대비 부채비율, ② 賣出대비 수출비율, ③ 賣出대비 광고판촉비 지출비율, ④ 賣出대비 연구개발비 지출비율, ⑤ 賣出대비 투자자산 增加率(투자성향), ⑥ 賣出대비 교육훈련비 지출비율, ⑦ 대주주 1인의 소유 주식비율, ⑧ 기업규모(年平均 賣出규모) 등으로 모두 8개의 변수와 산업더미 8개이다.

이러한 설명변수들의 영향을 분석하기에 앞서 각각의 설명변수들의 산출 방법과 설명 변수로 투입된 배경에 대해 설명하면 다음과 같다. 모든 자료는 한국신용정보의 KIS2000 데이터베이스에서 추출된 자료이다.

부채비율은 총자산 대비 총부채의 비율로 구하였다. 이렇게 구한 매년의 부채비율의 1986년부터 1996년까지의 평균을 구해 해당기업의 부채비율로 하였다. 또한 수출비율은 總賣出에서 차지하는 총수출(상품수출과 제품수출의 합)의 비율의 11년간의 평균으로 구하였다.

이러한 부채비율과 수출비율의 성과에 대한 영향을 분석해 봄으로써 한국경제의 고도 성장을 차입경영과 수출주도의 성장으로 보는 시각에 대해 검증해 볼 수 있을 것이다. 즉 부채비율이 높은 기업이 높은 賣出成長性이나 利益成長性을 달성한 것으로 나타날 경우 이러한 차입경영의 의한 고도성장이라는 한국경제에 대한 인식이 타당한 것이라 할 수 있을 것이다. 또한 수출비율이 높은 기업이 높은 성과를 달성한 경우 수출에 의한 성장이라는 인식을 뒷받침할 수 있을 것이다.

투자성향은 대차대조표의 투자자산의 증가량을 總賣出額으로 나눈 값으로 구하였다. 이렇게 구한 11년 간의 자료의 평균을 구하여 賣出대비 투자성향을 구하였다.

이러한 투자성향은 부채비율보다 직접적으로 成長性지표에 영향을 미칠 수 있는 변수로 판단된다. 또한 여타의 성과지표들에 대한 분석을 통해 높은 투자성향이 성과지표에 대해 어떠한 영향을 미쳤는가를 알아볼 수 있을 것이다.

광고판촉비 지출비율은 손익계산서에서 광고선전비와 판매촉진비 항목을 總賣出額으로 나누어서 구하였다. 이렇게 구해진 광고판촉비 지출비율의 11년 동안의 평균을 구해 해당기업의 광고판촉비 지출비율로 하였다.

연구개발비 지출액은 손익계산서에 나타난 연구비, 경상연구비, 경상연구개발비, 연구개발투자 항목을 더하여 구하였다. 이렇게 구해진 연구개발비를 賣出額으로 나누어서 연

연구개발비 지출비율을 구하였다. 이렇게 구한 매년의 연구개발비 지출비율을 1986년부터 1996년까지 평균을 구하여 해당기업의 연구개발비 지출비율로 하였다.

교육훈련비 지출비율은 매년의 교육훈련비를 賣出額으로 나누어 교육훈련비 지출비율을 구하고 이들의 11년간의 평균을 구하였다.

이러한 각 비용변수들은 모두 賣出대비 지출비율로 구해졌다. 이는 각 기업들이 이러한 비용변수에 대한 지출에 대해 얼마나 관심을 갖고 있는가 하는 지출성향을 서로 비교할 수 있게 하기 위해서이다. 즉 단순한 액수로 하게 될 경우 賣出規模에 따라 지출액이 많은 영향을 받기 때문에 순수한 의미의 각 비용에 대한 지출성향에 대해 상대적인 비교가 불가능하게 되기 때문이다.

먼저 연구개발비 지출비율은 기술개발에 대한 관심이 이 기간동안의 한국기업의 장기적 성과에 어느정도 영향을 미쳤는가를 알아볼 수 있는 지표가 될 것이다. 그러나 기업별 연구개발비 데이터는 대외비적인 성격이 있어 데이터베이스에서 제공되는 데이터 자체의 충실도가 다소 떨어지는 문제가 있다.

다음으로 교육훈련비는 인적투자가 장기적인 기업성과에 대해 어떠한 영향을 미치는가를 알아볼 수 있는 지표이다.

이러한 비용변수들은 각 비용변수들의 영향을 동시에 비교해 봄으로써 상대적으로 나타난 성과에 비해 지나치게 지출된 비용과 과소지출된 비용을 알 수 있을 것이다. 따라서 이러한 영향정도 분석의 결과는 기업의 비용지출정책에 매우 직접적인 시사점을 제공해 줄 수 있을 것이다.

대주주 1인의 소유주식비율은 재무제표의 주석사항 및 현황부분의 대주주 1인의 소유주식비율항목에서 1986년부터 1996년까지의 값을 구해 이들의 평균을 구하였다.⁽¹¹⁾

이러한 대주주 1인의 소유주식비율의 영향은 최근 중요한 이슈가 되고 있는 기업의 소유지배구조의 문제와 직접적인 연결이 되는 부분으로 매우 큰 의미를 갖는다고 할 수 있다. 또한 소유집중이 성과에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 일반적인 인식이 실제로 그러했는지는 알아볼 수 있는 설명변수가 될 것이다.

平均賣出은 기업의 규모를 나타내는 지표로서 기업규모가 기업의 장기적 성과에 어느정도 영향을 미쳤는가를 살펴보기 위해 설명변수에 포함시켰다. 11년 동안의 總賣出의 평균으로 구했다. 이렇게 구한 平均賣出額의 자연로그값을 구해 회귀분석에 사용하였다. 이 변수의 영향은 대규모 기업이 갖는 규모의 경제가 어느정도 효과가 있었는가를 볼 수

(11) 대주주에는 법인도 포함된 것이다.

있는 지표가 될 것이다.

산업별 차이에 대한 통제를 위해 상장기업의 산업분류를 범주별로 묶어 8개의 산업으로 분류하였고 각 산업에 해당하는 더미변수를 추가하였다. 따라서 총 8개의 산업더미변수가 추가된 것이다. 이러한 8개의 산업더미변수는 건설업(42개 기업), 금속기계공업(75개 기업), 비금속 및 화학공업(135개 기업), 섬유 및 제지공업(67개 기업), 음식료 및 수산업(44개 기업), 자동차 등 운송장비제조업(35개 기업), 전자통신업(79개 기업), 판매운송서비스업(55개 기업)으로 설정되었다. 분류기준은 상장기업의 산업분류기준을 따라 인접영역을 묶어서 구했다.

5.2. 變數資料의 算出結果와 基礎的 分析

위의 방법으로 각 설명변수 자료에 대한 기본적인 통계자료를 구한 결과를 종속변수와 함께 정리한 것이 <表 6>에 나타나 있다.

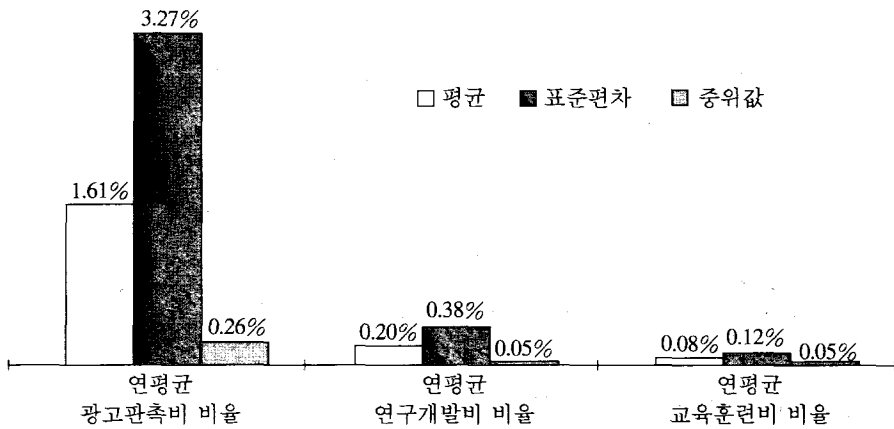
한편 <表 6>에서 손익계산서의 비용자료에 해당하는 연평균 광고판촉비 지출비율과 연구개발비 지출비율, 교육훈련비 지출비율을 비교해 보면 다음 <그림 6>과 같이 광고판촉비에 대한 지출이 가장 높게 나타났으며, 다음으로 연구개발비, 교육훈련비 순으로 나타

<表 6> 企業의 成果와 說明變數들에 대한 基礎統計分析

| 구 분 | 평균 | 표준편차 | 최대 | 최소 | 중의값 | 유효 자료수 | 복합성과와의 상관계수 |
|--------------|--------|--------|---------|---------|--------|-----------|----------------|
| 매출증가율 | 12.18% | 9.69% | 115.93% | -16.14% | 11.03% | 557 | 0.81 |
| 영업이익증가율 | 9.42% | 14.58% | 136.15% | -41.05% | 8.76% | 478 | 0.83 |
| 연평균주가수익률 | 10.67% | 13.78% | 59.26% | -78.28% | 11.51% | 492 | 0.50 |
| 복합성과 | -0.09 | 0.76 | 7.55 | -2.32 | -0.07 | 557 | 1.00 |
| 당기순이익률 | 2.44% | 3.65% | 17.64% | -26.03% | 2.24% | 557 | 0.23 |
| 부채비율 | 69.23% | 21.07% | 335.22% | 23.72% | 69.11% | 557 | 0.02 |
| 수출비율 | 24.15% | 29.74% | 99.81% | 0.00% | 9.40% | 350 | -0.23 |
| 광고판촉비 비율 | 1.61% | 3.27% | 24.80% | 0.00% | 0.26% | 555 | 0.05 |
| 연구개발비 비율 | 0.20% | 0.38% | 3.11% | 0.00% | 0.05% | 406 | 0.08 |
| 투자성향 | 2.79% | 2.75% | 26.64% | -27.71% | 2.36% | 557 | 0.13 |
| 교육훈련비 비율 | 0.08% | 0.12% | 1.02% | 0.00% | 0.05% | 521 | 0.19 |
| 대주주1인 주식소유비율 | 28.70% | 14.64% | 76.96% | 0.00% | 27.26% | 536 | -0.13 |
| 기업규모(연평균매출액) | 18.33 | 1.29 | 23.17 | 15.22 | 18.12 | 557 | 0.18 |

註: 1) 복합성과는 賣出增加率, 營業利益增加率, 年平均株價收益率의 정규화된 값들의 평균으로 구해졌다.

2) 年平均株價收益率은 월자료가 24개 이상인 기업을 대상으로 측정하였다.



〈그림 6〉費用變數들의 比較

났다.

여기서 광고관측비에 대한 지출은 표준편차가 매우 높게 나타나고 있으며 중위값은 오히려 복리후생비에 비해 낮게 나타나고 있다. 이는 광고관측비의 경우 소수의 기업의 비율이 매우 높게 나타나 평균에 영향을 미친 것임을 알 수 있다. 상대적으로 교육훈련비에 대한 지출과 연구개발비에 대한 투자가 매우 저조한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 다음의 회귀분석의 결과에서 성과에 미치는 영향과 비교할 경우 보다 의미있는 결론을 얻을 수 있을 것이다.

5.3. 回歸分析 結果와 意味

5.3.1. 回歸分析 結果

분석에 사용된 회귀모형은 다음과 같은 선형중회귀모형을 사용하였다. (12)

$$(5.1) \quad Y = A + \sum_{i=1}^8 B_i X_i + \sum_{i=1}^8 C_i D_i + e$$

Y: 收益性에 基盤한 持續的 成長性 지표들(賣出額 增加率, 營業利益增加率, 株價收益 率, 자산대비 當期純利益率, 複合成果指標)

A: Y절편 (Constant)

B_i : 회귀계수 (coefficients)

C_i : 산업더미변수의 회귀계수

X_i : 부채비율

(12) 회귀분석에서 사용한 회귀분석모형은 표준회귀분석모형 (OLS모형: Ordinary Least Square Model)을 사용하였다. 통계프로그램은 SAS 8.0 프로그램을 사용하였다.

| | |
|--|----------------------|
| X_2 : 수출비율 | X_3 : 광고판촉비 비율 |
| X_4 : 연구개발비 비율 | X_5 : 투자성향 |
| X_5 : 교육훈련비 비율 | X_7 : 대주주1인 주식소유비율 |
| X_8 : 기업규모 | e : 오차항 |
| D_i : 8개 산업더미(건설업, 금속기계공업, 비금속 및 화학공업, 섬유 및 제지공업, 음식료 및 수산업, 자동차 등 운송장비제조업, 전자통신업, 판매운송서비스업) | |

이러한 모형에 의한 회귀분석 결과를 나타낸 것이 <表 7>에 나타나 있다.

먼저 収益성에 基盤한 持續的 成長指標인 複合成果指標에 대한 설명변수들의 영향을 알아보면 수출비율과 대주주 1인의 주식소유비율이 부정적 영향을 나타낸 반면 투자성향과 교육훈련비, 그리고 기업규모는 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 산업더미의 경우 비금속화학공업과 음식료수산업, 판매운송서비스업이 건설, 전자, 자동차 등의 다른 업종에 비해 성과가 나쁘게 나타났다.

다음으로 賣出額 增加率에 대한 회귀분석 결과 수출비율은 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 투자성향과 기업규모, 그리고 교육훈련비의 지출비율은 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 산업더미의 경우 금속기계공업, 비금속화학공업, 섬유제지, 음식료수산업, 판매운송서비스업에 해당하는 기업들의 성과가 그렇지 않은 기업들에 비해 나쁘게 나타난 것으로 나타났다.

다음으로 營業利益 增加率에 대해서는 투자성향과 기업규모의 긍정적 영향과 수출비율의 부정적인 영향이 나타나고 있다. 산업더미의 경우 營業利益增加率에 대해서는 음식료수산업에 해당하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 성과가 나쁘게 나타난 것으로 나타났다.

다음으로 年平均 株主總補償率, 즉 株價收益率에 대한 결과는 대주주 1인의 주식소유 비율만이 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기타 다른 변수들과 산업더미는 아무 영향이 없는 것으로 나타났다.

다음으로 자산대비 當期純利益率에 대한 분석결과는 부채비율과 수출비율의 부정적 영향이 나타났으며 대주주 1인의 주식소유비율과 기업규모의 긍정적 영향이 나타났다. 조정된 설명계수(R^2)값도 49% 정도로 매우 높게 나타나고 있다. 이는 부채비율의 當期純益에 대한 부정적 영향이 높은 설명력을 가지기 때문에 나타난 것이다.⁽¹³⁾

(13) 이러한 높은 설명력은 부채비율과 當期純益의 단순회귀분석 결과에서도 나타난다. 그래프를

〈表 7〉 回歸分析結果⁽¹⁴⁾

| 종속변수 설명변수 | 복합성과 지표 | | 매출액 증가율 | | 영업이익 증가율 | | 주가 수익률 | | 당기 순이익률 | |
|-----------------------------------|----------------------|----------|----------------------|----------|----------------------|----------|----------------------|----------|----------------------|----------|
| | 회귀계수 | t | 회귀계수 | t | 회귀계수 | t | 회귀계수 | t | 회귀계수 | t |
| Y절편(A) | -1.4** | -3.16 | -0.02 | -0.35 | -0.09 | -0.93 | 0.06 | 0.55 | 0.09*** | 5.24 |
| 부채비율(X ₁) | -0.04 | -0.31 | 0.02 | 0.91 | 0.01 | 0.39 | -0.01 | -0.45 | -0.17*** | -20.95 |
| 수출비율(X ₂) | -0.5*** | -4.81 | -0.07*** | -5.22 | -0.09*** | -3.73 | -0.02 | -1.06 | -0.01** | -2.89 |
| 광고판촉비 비율(X ₃) | 0.57 | 0.55 | -0.13 | -1.05 | 0.07 | 0.33 | 0.02 | 0.10 | 0.01 | 0.15 |
| 연구개발비 비율(X ₄) | 8.70 | 1.13 | 0.43 | 0.46 | -0.72 | -0.46 | 1.94 | 1.17 | 0.45 | 1.54 |
| 투자성향(X ₅) | 2.47* | 2.46 | 0.36** | 2.90 | 1.2*** | 4.05 | -0.13 | -0.66 | -0.04 | -1.03 |
| 교육훈련비 비율(X ₆) | 52.73* | 1.86 | 6.61* | 1.89 | 3.50 | 0.58 | 8.36 | 1.25 | 0.62 | 0.58 |
| 대주주1인 주식 소유비율(X ₇) | -0.54** | -2.75 | -0.01 | -0.50 | -0.03 | -0.59 | -0.19*** | -4.18 | 0.013* | 1.76 |
| 기업규모(X ₈) | 0.1*** | 4.15 | 0.01*** | 3.60 | 0.01* | 2.10 | 0.01 | 1.19 | 0.01*** | 3.51 |
| 건설업더미(D ₁) | -0.07 | -0.43 | -0.03 | -1.28 | 0.05 | 1.27 | -0.04 | -0.92 | 0.00 | -0.79 |
| 금속기계공업(D ₂) | -0.17 | -1.14 | -0.04* | -1.97 | -0.03 | -0.90 | -0.01 | -0.20 | 0.00 | -0.08 |
| 비금속화학공업(D ₃) | -0.37** | -2.58 | -0.07*** | -4.17 | -0.04 | -1.29 | 0.01 | 0.34 | 0.00 | -0.46 |
| 섬유제지(D ₄) | -0.20 | -1.32 | -0.06*** | -3.33 | -0.01 | -0.34 | 0.05 | 1.24 | 0.00 | 0.28 |
| 음식료수산업(D ₅) | -0.41* | -2.49 | -0.09*** | -4.25 | -0.08* | -2.30 | 0.03 | 0.83 | 0.00 | -0.69 |
| 자동차운송장비(D ₆) | -0.10 | -0.61 | -0.01 | -0.65 | -0.02 | -0.58 | -0.01 | -0.25 | 0.00 | -0.29 |
| 전자통신(D ₇) | -0.06 | -0.37 | -0.01 | -0.56 | 0.01 | 0.18 | 0.00 | 0.04 | 0.00 | -0.49 |
| 판매운송서비스(D ₈) | -0.36* | -2.32 | -0.06*** | -3.21 | -0.03 | -0.95 | -0.02 | -0.55 | -0.01 | -1.13 |
| 모형의 유의성 검증 결과 | Adjusted R Square | F 유의도 | Adjusted R Square | F 유의도 | Adjusted R Square | F 유의도 | Adjusted R Square | F 유의도 | Adjusted R Square | F 유의도 |
| | 0.14 | <.0001 | 0.18 | <.0001 | 0.11 | <.0001 | 0.06 | 0.0002 | 0.49 | <.0001 |

註: *, 10%, **, 1%, ***, 0.1% 유의수준에서 유의미한 결과를 나타내고 있다.

5.3.2. 分析結果의 綜合과 意味

이상의 결과를 간단하게 종합해 보면 아래의 〈表 8〉과 같다.

먼저 부채비율의 영향은 當期純利益率에 대해서만 부정적인 영향이 있는 것으로 나타났다. 즉 높은 부채비율은 과다한 이자비용을 통해 기업의 當期純利益率을 악화시키는

통해 살펴보면 두 변수간에는 명확한 음의 기울기를 나타내고 있다.

(14) 잔차그래프를 통한 이상점(outlier) 분석을 실시, 이상점을 제외하고 회귀분석을 실시한 결과이며 이분산성(Heteroscedasticity)검증 결과는 큰 문제가 없는 것으로 나타났다. 또한 다중공선성의 문제도 표에 나타난 Variance Inflation 지수와 Eigenvalue값, Condition Index 값 등을 볼 때 큰 문제가 없는 것으로 판단되었다.

〈表 8〉 各 說明變數들의 成果變數에 對한 影響 綜合

| 설명변수 | 종속변수 | | | | |
|---------------|------|-------|---------|-------|--------|
| | 복합성과 | 매출증가율 | 영업이익증가율 | 추가수익률 | 당기순이익률 |
| 부채비율 | 0 | 0 | 0 | 0 | - |
| 수출비율 | - | - | - | 0 | - |
| 광고판촉비 비율 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 연구개발비 비율 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자성향 | + | + | + | 0 | 0 |
| 교육훈련비 비율 | + | + | 0 | 0 | 0 |
| 대주주 1인 주식소유비율 | - | 0 | 0 | - | + |
| 기업규모 | + | + | + | 0 | + |

註: +는 긍정적 영향을, -는 부정적 영향을, 0은 영향이 없음을 나타낸다.

결과를 초래한 것이다.

다음으로 높은 수출비율 또한 기업의 장기적 성과에 부정적인 영향을 전반적으로 미치는 것으로 나타났다. 즉 株價收益率을 제외한 모든 변수에 대해 부정적 영향이 나타난 것이다.

다음으로 비용항목의 영향을 살펴보면 교육훈련비 지출비율은 성과에 대해 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 연구개발비 지출비율과 광고판촉비의 영향은 나타나지 않았다.⁽¹⁵⁾

다음으로 賣出대비 투자자산의 增加率로 구한 투자성향은 복합지표와 賣出增加率, 그리고 營業利益 增加率에 대해 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다.

다음으로 기업규모를 나타내는 年平均賣出額은 株價收益率을 제외한 모든 지표에 대해 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 규모의 경제효과가 성과에 유의미한 영향을 미쳤음을 나타낸다고 할 수 있을 것이다.

마지막으로 대주주 1인의 높은 주식소유비율은 株價收益率과 복합지표에 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 收益性지표인 當期純利益率에 대해서는 이와는 반대로 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다.

결론적으로 收益性에 基盤한 持續的 成長에 대한 회귀분석 결과 긍정적 영향을 미친 것으로 나타난 것은 투자성향과 교육훈련비 지출비율, 기업규모 등이었다. 반면 수출비율과 대주주 1인의 주식소유비율은 부정적 영향을 미친 것으로 나타났다.

(15) 여기서 연구개발비 데이터의 충실도가 다소 떨어지는 점을 고려하여 평가해야 할 것이다.

이러한 결과의 의미와 시사점을 살펴보면 먼저 賣出대비 投資資産의 增加率로 구해진 투자성향이 기업의 장기적 성과에 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타난 것은 이윤과 賣出의 장기적 성장을 위해서는 지속적인 투자가 매우 중요한 것임을 확인해 주는 것이다.⁽¹⁶⁾

다음으로 교육훈련비 지출비율은 긍정적 영향을 미친 것으로 나타난 반면 광고판촉비 지출 비율은 영향이 없는 것으로 나타났다. 이는 비용변수들의 전체기업평균에서 광고판촉비 지출비율이 가장 높게 나타난 것과 연결해 보면 매우 강한 시사점을 제공해 주고 있다. 즉 장기적 성과에 영향이 없는 광고판촉비의 지출이 긍정적인 영향을 미치는 교육훈련비 등 인적자본에 대한 투자에 비해 지나치게 많았다는 점을 나타내고 있다. 즉 성과에 큰 영향을 미치지 못하는 광고판촉비에 대한 지출을 줄이고 성과에 긍정적 영향을 미치는 교육훈련비⁽¹⁷⁾에 더 많은 지출을 해야한다는 것을 시사하고 있는 것이다.

다음으로 기업규모를 나타내는 年平均賣出額이 收益性에 基盤한 持續的 成長 등 기업의 장기적 성과에 긍정적 영향을 미친 것으로 나타난 것은 규모의 경제가 분석기간동안에는 긍정적 영향을 미쳤음을 의미한다고 할 수 있다. 즉 큰 규모를 가진 기업이 그렇지 않은 기업들에 비해 더 나은 성과를 가져왔다는 것이다. 이와 관련 Penrose(1995)에 의하면 규모가 큰 회사의 성과가 대량생산 및 대량 구매와 대량판매, 대량의 재무적 거래에서 발생하는 잇점으로 인해 작은 규모의 회사에 비해 더 높게 나타난다고 하였다. 즉 이러한 대규모로 인해 생기는 효율성, 즉 규모의 경제 효과가 1986년부터 1996년 사이의 한국기업들에게 존재했음을 본 논문의 분석결과가 나타내고 있다고 할 수 있다.

다음으로 수출비율의 부정적 영향은 한국경제의 수출주도의 성장이라는 일반적 인식에 반하는 것으로 지나치게 높은 수출의존도가 오히려 기업의 장기적 성장에는 부정적이었음을 나타낸다. 즉 수출의존도가 높은 기업의 경우 환율변화와 외국시장환경의 변화에 쉽게 영향을 받아 收益性에 基盤한 持續的 成長을 달성하지 못했다고 볼 수 있을 것이다. 따라서 해외시장의 환경요인에 의해 쉽게 타격을 받을 수 있는 수출중심의 賣出구조보다는 내수와 수출비중을 적당하게 유지함으로써 포트폴리오효과를 추구해야 할 것이다.

다음으로 지배구조 측면에서는 대주주 1인의 주식소유비율이 높은 기업일수록 기업의 장기적 株價收益率과 복합성고가 낮게 나타나고 있다.⁽¹⁸⁾ 반면 當期純利益率에 대해서는

(16) 그러나 이러한 결과는 높은 성과가 높은 투자성향으로 이어진 것으로 판단할 수 있는 여지가 있다. 그러나 높은 투자성향의 유지가 없이는 지속적 성장이 어렵다는 점을 시사함으로써 투자자의 중요성을 나타낸 결과라 할 수 있을 것이다.

(17) 교육훈련비 대신 복리후생비를 넣고 회귀분석을 실시해도 동일한 결과가 나타난다. 이는 마찬가지로 광고판촉비에 대한 지출보다는 교육훈련비, 복리후생비와 같은 인적자본에 대한 투자를 늘려야 장기적인 성과에 도움이 된다는 것을 시사한다고 할 수 있을 것이다.

집중된 소유구조가 오히려 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이처럼 주식소유비율과 기업의 성과와 관련된 본 논문의 분석에서는 명확한 결론을 얻기 힘들다고 할 수 있다. 기존의 연구에서도 대주주 1인의 주식소유비율과 기업성과에 대해 일반적인 결론을 제시하지 못하고 있다.⁽¹⁹⁾ 따라서 본 논문에서 나타난 결과만으로는 명확한 의미를 부여하기 힘들 것으로 판단된다.

마지막으로 부채비율의 當期純利益率에 대한 부정적 영향이 매우 강하게 나타났는데 이는 한국기업들의 경우 과다한 부채비율이 레버리지효과를 발생시키지 못하고 오히려 장기적으로 이자비용을 늘려 기업의 收益性을 악화시킨 것으로 판단할 수 있다.⁽²⁰⁾ 따라서 기업이 收益性에 基盤한 持續的 成長을 위해서는 높은 부채비율은 피해야 할 것이다.⁽²¹⁾

6. 結 論

지금까지 증권거래소에 현재 상장되어 있는 제조기업 557개를 대상으로 이들의 재무제표 자료를 활용해 1986년부터 1996년까지의 성과를 측정해 보고 이들 성과에 영향을 미친 요인에 대해 살펴보았다. 이러한 분석의 결과와 그 의미를 요약해 보면 다음과 같다.

첫째, 한국의 상장제조기업들은 1986년부터 1996년 사이 강한 성장지향성을 나타내었다. 이러한 1990년대 전반기까지의 높은 성장은 1990년대 후반으로 가면서 다소 둔화되었다. 즉 實質賣出額增加率이 5.5% 이상인 기업이 1996년부터 2000년 사이에는 2개 기업 중 1개인 분석대상 기업의 50% 정도에 불과하였다.⁽²²⁾ 또한 한국의 제조기업들의 성과를 외국기업들의 성과와 비교해 볼 경우 成長性측면에서는 높은 성과를 거둔 반면 주

(18) 대주주 1인에는 법인을 포함한 것으로 개인 및 법인 중 최대주주의 소유지분을 나타낸 것이다.

(19) 기존의 연구에 의하면 대주주의 주식소유비율과 기업성과와의 회귀분석은 단순한 선형분석만으로는 한계가 있다고 한다. 즉 주식소유비율의 구간에 따라 소유비율의 증가가 기업성과에 긍정적 영향을 미치기도 하고 부정적인 영향을 미치기도 한다는 것이다[Lee and Ryu(1999)]. 또한 지배주주가 매우 적은 비율의 주식을 소유하고 있는 CMS(Controlling Minority Structure) 형태의 기업에 대한 분석에서는 대리인비용의 증가로 인해 CMS 기업이 낮은 성과를 나타내고 있다는 분석이 있다[Lee, Ryu, and Yoon(2002), Bebchuck, Kraakman, and Triantis(2002)]. 즉 기업의 소유구조와 성과와 관련해서는 일반적인 결론을 기존연구에서는 나타내지 못하고 있는 것이며 본 연구의 결과도 이러한 측면을 나타내고 있다고 할 수 있다.

(20) 타인으로부터 빌린 차입금을 지렛대로 삼아 자기자본이익률을 높이는 것으로 지렛대효과라고도 한다. 타인자본을 사용하는데 드는 금리비용보다 높은 수익률이 기대되는 경우에는 타인자본을 적극적으로 활용하는 것이 유리하지만 타인자본을 과도하게 도입하면 경기가 어려울 때 금리부담으로 인한 도산 위험이 높아진다.

(21) 경영악화로 인한 부득이한 부채의 증가는 어쩔 수 없다고 하더라도 과다한 투자를 위해 높은 부채비율을 허용하는 것은 반드시 피해야 할 것이다.

주에 대한 보상 측면에서는 저조한 성과를 거둔 것으로 나타났다. 이는 1986년부터 1996년 사이의 제조기업들을 대상으로 한 본 논문의 연구결과와 2001년 세계지식포럼에서 발표된 베인&컴퍼니의 연구결과에서 동일하게 나타나는 결과이다. 이는 과거 한국기업들의 성장중심의 경영관행을 재확인한 것이다.⁽²²⁾

둘째, 기업의 장기적 성과와 그 영향요인간의 회귀분석을 실시한 결과 기업이 收益性에 基盤한 持續的 成長을 위해서는 투자가 매우 중요하다는 결과를 얻었다. 또한 교육훈련비와 복리후생비와 같은 인적자본에 대한 비용지출이 광고판촉비와 같은 분야에 대한 지출에 비해 높은 성과를 가져온 것이 밝혀져 기업의 비용지출형태에 대한 시사점을 발견하였다. 또한 높은 수출비율은 오히려 성과에 부정적인 것으로 나타나 지나치게 대외 의존적인 賣出構造를 가지는 것은 피해야 한다는 결론을 얻었다. 또한 분석기간 동안의 한국기업에 있어서는 규모의 경제효과가 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타났으며, 대주주의 주식소유비율에 대해서는 명확한 결론을 얻을 수 없었다.

향후 이러한 결론과 시사점들에 대해 관련 자료에 근거한 보다 엄밀한 검증이 필요할 것이다. 특히 본 연구의 기간인 1986년부터 1996년까지의 우리나라 경제환경과 1997년 이후의 경제환경은 매우 큰 차이를 보이고 있다는 점에서 1997년 이후에 대해 본 논문의 방법론을 적용하여 분석을 실시해 결과를 비교해 보면 많은 추가적인 연구성과를 얻을 수 있을 것이다.

서울大學校 經濟學部 博士課程

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산56-1

전화: (02)880-6359

E-mail: jungmoosup@hanmail.net

(22) 이는 1990년대 후반기로 가면서 한국경제의 전반적 상황이 나빠진 결과로도 볼 수 있다는 점에서 기업의 추구성향의 변화라기 보다는 실적의 악화로 볼 수도 있을 것이다.

(23) 이러한 성장지향성과 收益性 및 주주경시 경영관행은 IMF 이후 다소 완화된 것으로 보여진다.

〈附表〉 獨立變數 間의 相關係數表

| 변수구분 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 |
|-------------------------|-------|--------------|--------------|-------------|-------|--------------|--------------|-------|-------|--------------|--------------|-------|-------|-------|-------|------|
| 1. 부채비율 유의도 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2. 수출비율 유의도 | -0.10 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | |
| 3. 광고판촉비 비율 유의도 | -0.02 | -0.26 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | |
| 4. 연구개발비 비율 유의도 | -0.12 | -0.01 | 0.16 | 1.00 | | | | | | | | | | | | |
| 5. 투자성향 유의도 | 0.02 | -0.01 | -0.07 | 0.09 | 1.00 | | | | | | | | | | | |
| 6. 교육훈련비 비율 유의도 | 0.01 | -0.22 | -0.47 | 0.20 | 0.01 | 1.00 | | | | | | | | | | |
| 7. 다주주 1인 주식소유비율 유의도 | -0.14 | 0.00 | -0.05 | -0.08 | -0.04 | -0.20 | 1.00 | | | | | | | | | |
| 8. 기업규모 유의도 | 0.18 | 0.06 | -0.05 | -0.08 | -0.09 | 0.07 | -0.20 | 1.00 | | | | | | | | |
| 9. 건설업 더미 유의도 | 0.19 | -0.17 | -0.12 | 0.01 | -0.05 | -0.01 | -0.09 | 0.16 | 1.00 | | | | | | | |
| 10. 금속기계공업 유의도 | -0.05 | -0.11 | -0.15 | -0.09 | -0.03 | -0.14 | 0.02 | -0.06 | -0.11 | 1.00 | | | | | | |
| 11. 비금속화학공업 유의도 | -0.13 | -0.04 | 0.36 | 0.25 | 0.02 | 0.24 | -0.07 | -0.06 | -0.16 | -0.22 | 1.00 | | | | | |
| 12. 섬유제지업 유의도 | -0.05 | 0.14 | -0.05 | -0.15 | -0.07 | -0.12 | 0.19 | -0.07 | -0.11 | -0.15 | -0.21 | 1.00 | | | | |
| 13. 음식료수산업 유의도 | 0.06 | -0.14 | 0.12 | -0.02 | -0.08 | -0.03 | 0.07 | 0.07 | -0.08 | -0.12 | -0.17 | -0.11 | 1.00 | | | |
| 14. 자동차운송장비업 유의도 | 0.00 | -0.01 | -0.11 | -0.05 | -0.01 | -0.08 | 0.01 | 0.01 | -0.07 | -0.10 | -0.15 | -0.10 | -0.08 | 1.00 | | |
| 15. 전자통신업 유의도 | -0.11 | 0.24 | -0.11 | 0.09 | 0.11 | -0.03 | -0.07 | -0.08 | -0.12 | -0.16 | -0.23 | -0.15 | -0.12 | -0.11 | 1.00 | |
| 16. 판매운송서비스업 유의도 | 0.17 | 0.09 | -0.08 | -0.14 | 0.03 | -0.05 | -0.04 | 0.13 | -0.09 | -0.13 | -0.19 | -0.12 | -0.10 | -0.09 | -0.13 | 1.00 |

註: 가로항의 1, 2 ..., 18은 세로항의 해당번호의 변수명칭을 나타낸다.

參 考 文 獻

- 김성수(2002): “韓國企業의 效率性, 生産性 및 投資支出에 대한 研究: 재벌, 비재벌, 벤처, 비벤처 기업의 比較를 中心으로,” 서울대학교 대학원 경제학부 박사학위논문.
- 윤정모(1999): “한국 재벌의 경제적 성과에 대한 실증 분석: 대리인 비용과 다각화의 영향을 중심으로,” 서울대학교 대학원 경제학부 석사학위논문.
- 이화룡(2001): 『엑셀 함수사전』, 한빛미디어.
- 크리스 주크·제임스 알렌(2002): 『핵심에 집중하라: 격변하는 시대의 기업성장 전략』, 청림출판, 이근 외 역.
- 통계청 데이터베이스, kosis.nso.go.kr.
- 한국신용정보(2002): “KIS 2000: 데이터베이스.”
- 한국신용정보(2002): 『KIS 2000: 데이터베이스 메뉴얼』.
- 한국은행(2002): 『2001년 기업경영분석』.
- 홍석철(2002): “기업 다각화 활동이 기업성과에 미친 영향,” 서울대학교 대학원 경제학부 석사학위논문.
- 황현식(2001): 김공순, 김진, 이승희, 박정수, 『SAS와 통계분석』, 경문사.
- Bebchuck, Lucian, Reinier Kraakman, and George Triantis(2002): “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control From Cash Flow Right,” NBER Working Paper w6951.
- Bertrant, Pointeau(2001): “Sustainable Profitable Growth in Korea,” 2001 World Knowledge Forum.
- Donahoe, John, Yves Doz, Paul Krugman, and Supachai Panitchpakdi(2001): “Reinventing the World Economy for Sustainable Growth,” 2001 World Knowledge Forum.
- Lee, Keun, Keunkwan Ryu, and Jungmo Yoon(2002): “Long-Term Performance of the Corporate Groups: The Case of Chaebols in Korea,” Convention of the East Asian Economic Association.
- Lee, Sangmook, and Keunkwan Ryu(1999): “Management Ownership and Firm Value: A Model and Econometric Issue,” Econometric Seminar in Stanford University.
- Penrose, Edith(1995): *The Theory of The Growth of the Firm*, Oxford: Oxford University Press.
- Zook, Chris, and James Allen(2001): *Profit from the Core, Growth Strategy in an Era of Turbulence*, Boston: Harvard Business School Press.