

고객집중도가 기업 재무성과에 미치는 영향

공인경* · 이순희**

〈요 약〉

본 연구는 2011년부터 2019년까지 한국 주식시장에 상장된 제조기업을 대상으로 주요 고객의 집중 정도가 기업 재무성과에 미치는 영향을 살펴보았으며, 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 고객집중도는 기업의 재무성과에 음(-)의 영향을 미친다. 둘째, 외국인 투자자 지분이 높을수록 고객집중도와 재무성과 간 음(-)의 관계가 완화된다. 셋째, 공급기업이 대규모 기업집단에 소속된 경우 고객집중도와 재무성과 간 음(-)의 관계가 완화 된다. 분석 결과에 따르면 일반적으로 한국 시장에서는 주요 고객들에 대한 매출 의존도가 높아질수록 거래상대방이 더 큰 협상력을 가지게 되며 이에 따라 공급기업의 수익이 감소하는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 이러한 관계는 전문성을 가진 외국인 투자자들의 비중이 증가할수록 감시와 조언의 기능을 효율적으로 수행함으로써, 그리고 대규모 기업집단에 소속된 기업 간의 경제적 관계가 강화될수록 안정성이 높아져 고객집중도의 부정적 효과가 완화되는 것으로 보인다.

주제어 : 고객집중도, 재무성과(ROA), 외국인 지분율, 대규모 기업집단

논문접수일 : 2023년 07월 21일 논문수정일 : 2023년 07월 27일 논문게재확정일 : 2023년 08월 08일

* 제1저자, 경북대학교 경영학 석사과정, E-mail: izki98@gmail.com

** 교신저자, 경북대학교 경영학부 부교수, E-mail: soonhee@knu.ac.kr

I. 서 론

Jensen and Meckling(1976)은 기업을 여러 주체와 맺은 계약의 집합체로 정의하였는데, 실제 기업들은 임직원과 같은 내부 관계자와 투자자들뿐 아니라 상품 공급자 및 구매자와 같은 외부 관계자들과 다양한 관계를 맺고 있고, 이들의 성과는 기업의 재무성과로 이어진다. 본 연구는 기업이 맺는 다양한 관계 중에서 기업과 구매자들 간의 관계가 기업의 재무성과에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

기업은 여러 구매자와 다양한 관계를 맺기 때문에 선행연구에서는 개별 계약이나 개별 구매자와의 관계가 재무성과에 미치는 영향을 분석하기 보다는 구매자 집단의 특성을 나타내는 지표를 이용하여 경영성과에 미치는 영향을 분석하는 경우가 많다. 기업의 이익에 공헌하는 고객들의 상대적 크기를 나타내는 고객집중도(customer concentration)를 이용한 분석을 대표적인 예로 들 수 있다. 이와 관련된 선행연구에 따르면, 고객집중도가 높아진다는 것은 주요 고객이 더 큰 협상력을 가지는 것을 의미하기 때문에, 약한 협상력을 가진 공급기업이 주요 고객의 만족도를 높이기 위해 특별한 제품과 서비스를 제공하는 등의 의사결정을 하게되어 수익성이 낮아질 수 있다고 제시한 바 있다(Itzkowitz, 2013). 또한 높은 협상력을 가진 주요 고객의 재량적인 의사결정은 기업의 영업활동에 상당한 영향을 미치기 때문에 주요 고객의 비중이 커질수록 공급기업의 이익창출에 대한 불확실성은 증가하는 것으로 나타났다. 즉, 주요 고객에 대한 집중도는 기업 경영의 잠재적 위험을 증가시키는 것으로 해석될 수 있다(Dhaliwal et al., 2016; Campello and Gao, 2017).

그러나 이와 반대로, 주요 고객의 협상력이 높아질 때 고객기업과 공급기업의 관계가 강화되어 정보 공유가 원활해지고 불필요한 비용을 절감할 수 있어 수익성과 효율성이 높아진다는 주장도 제기된 바 있다. 주요 고객이 대기업인 경우 연구개발 및 품질관리를 지원받거나 대금 결제가 원활하게 되어 양호한 현금흐름을 유지할 수 있고, 안정적인 거래선 확보로 인해 광고비 등의 마케팅 비용을 줄여 수익을 개선하거나(Kalwani and Narayandas, 1995; Patatoukas, 2012) 투자효율성을 높이는 것(Ak and Patatoukas, 2016; Irvine et al., 2016; chu et al., 2019) 등을 예로 들 수 있다. 그뿐만 아니라 주요 고객이 공급기업과 높은 수준의 관계를 맺을 경우 안정적인 제품공급을 받기 위해 공급기업에 대해 많은 관심을 기울이게 되는데, 이는 경영자의 기회주의적인 행위를 억제하게 되어 재무성과의 질을 높일 수 있다는 연구결과도 제시되었다(Hui et al., 2012; Kim, 2019).

선행연구에서 볼 수 있듯 주요 고객과 공급기업의 관계는 기업의 의사결정 및 경영성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 보인다. 그러나 이러한 주요 고객의 영향력이 한국 시장에서도

유효하게 나타난다고 단언하기는 어렵다. 한국은 미국과 다르게 대기업 집중현상이 뚜렷하며, 중소기업의 매출 중 상당 부분은 고객사인 대기업에 의존하는 등, 한국 시장에서의 공급기업과 고객기업 간의 관계는 수직적이고 종속성이 강한 비대칭적 관계를 가지는 측면이 있기 때문이다(홍석진 외 2인, 2007). 따라서 동일한 고객집중도라 하더라도 한국 경제환경에서 발생하는 효과는 영미 시장과 같이 수평적 기업 문화를 가진 환경에서 관측되는 것과는 상이할 수 있다. 이에 본 연구는 한국 내 증권시장에 상장된 제조 기업을 대상으로 비재무적 이해관계자인 주요 고객의 특성이 공급기업의 재무성과에 미치는 영향을 살펴보았다.

그 결과는 다음과 같다. 첫째, 고객집중도는 기업의 재무성과에 음(-)의 영향을 미친다. 둘째, 외국인 투자자 지분이 높을수록 고객집중도와 재무성과 간 음(-)의 관계가 완화 된다. 셋째, 공급기업이 대규모 기업집단에 소속된 경우 고객집중도와 재무성과 간 음(-)의 관계가 완화 된다. 이러한 분석결과는, 일반적으로 한국 시장에서는 주요 고객들에 대한 매출 의존도가 높아질수록 거래상대방이 더 큰 협상력을 가지게 되며 이에 따라 공급기업의 수익이 감소하는 것으로 해석될 수 있다. 그러나 이러한 고객집중도의 부정적 효과는 전문성을 가진 외국인 투자자들의 비중이 증가할수록 감시와 조언의 기능을 효율적으로 수행함으로써 완화될 수 있는 것으로 해석할 수 있다. 그리고 공급기업이 속한 대규모 기업집단에 소속된 기업들 간의 경제적 이해관계가 강화될수록 매출 안정성이 높아지고 정보 효율성이 높아져 고객집중도의 부정적 효과가 완화되는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 점에서 공헌할 수 있다고 생각한다. 첫째, 선행연구에서는 한국시장에서 고객집중도가 공급기업의 자본비용, 이익의 질, 기업가치 폭락위험 등에 영향을 미친다는 것을 보고하였다. 이와 달리 본 연구는 고객집중도가 재무성과의 유의한 차이를 설명한다는 것을 발견하여 고객집중도의 영향이 세부 경영활동뿐만 아니라 기업 전체의 경제적 효과로 이어진다는 것을 보여, 선행연구를 확장하며 실무적으로 기여한다고 생각한다. 둘째, 선행연구에서 고객집중도가 재무성과에 미치는 영향은 수평적이고 서비스업이 발달한 영미시장에 대해서 진행되어 왔다. 그러나 한국시장은 제조업 중심의 수직적 산업구조를 가지고 있어, 서로 다른 시장 환경에서 고객집중도가 재무성과에 미치는 영향을 살펴볼 수 있다는 점에서 중요한 의의를 가진다고 생각된다. 셋째, 연구는 재무성과에 대한 고객집중도의 영향력이 외국인 투자자와 대규모 기업집단 소속 여부에 의해 영향을 받는 것을 보여, 기업지배구조가 고객집중도의 영향력에 조절효과를 발생시킨다는 것을 보였다. 이는 기업지배구조가 기업 경영활동이나 재무성과를 결정하는데 있어 중요한 역할을 수행한다는 선행연구와 일맥상통하는 결과이며, 동시에 기업지배구조에 관한 연구가 확대되는데 기여할 수 있을 것으로 생각된다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 제Ⅱ장에서는 연구가설을 설정하고, 제Ⅲ장에서는 연구모형을 설명한다. 제Ⅳ장에서는 주요 실증분석 결과를 제시하고, 제Ⅴ장에서는 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구와 가설 설정

1. 선행연구

고객집중도가 기업의 경영성과에 미치는 영향은 다양한 관점에서 연구되어 왔다. 먼저 기업의 영업활동과 관련하여, Fee and Thomas(2004), Hui et al.(2019)은 주요 고객의 비중이 증가하면 고객의 협상력이 증가하여 공급기업의 비용의 증가나 매출금액의 감소 등이 발생하여 수익이 감소한다고 주장하였다. Ramsay et al.(2013), Murfin and Njoroge(2014)는 기업에 대한 고객의 협상력이 증가하면 고객의 상황에 따라 구매가 불규칙적으로 이뤄지거나 대금 지급이 지연되는 등 고객집중도가 수익 이외의 측면에도 영향을 끼친다는 것을 보였다. 현금흐름이나 매출의 변동성은 기업의 재무적 위험과 밀접하게 관련되어 있으므로 고객집중도는 자본조달 과정에서도 중요한 요소가 될 수 있다. 이러한 고객집중도와 자본조달 간의 연관관계는 실증적으로도 관찰되고 있는데, Dhaliwal et al.(2016)은 한정적 고객으로 인해 발생하는 재정적 어려움이 기업의 존속 능력에 불확실성을 높여 자기자본 비용을 높이는 것을 관찰한 바 있으며, Campello and Gao(2017)는 은행이 대출을 승인할 때 고객집중도가 매출의 변동성을 높인다는 점을 인지하기 때문에 고객집중도가 높은 기업은 불리한 조건으로 대출받는 경향이 있다는 점을 보였다. 높은 고객집중도의 부정적인 효과는 주식시장에서도 확인되는데, 피인수 기업의 고객집중도가 높은 경우 인수합병 이후 주가수익률이 상대적으로 낮고 주가 급락 위험이 커지는 것으로 나타났다(Ma et al., 2020; Dong et al., 2021). 즉, 주요 고객과의 관계가 재무적 성과에 영향을 미치며, 내부 및 외부 자본조달에 부정적으로 영향을 끼칠 수 있다는 것이다.

그러나 이와 반대로 고객집중도가 경영성과에 긍정적인 영향을 줄 수 있다는 주장도 제기되었다. Patatoukas(2012), Chang et al.(2017)은 소수의 고객기업을 대상으로 영업활동을 할 경우 고객기업의 협상력 증가로 매출총이익은 낮아지지만 안정적인 거래관계가 형성됨으로써 판매관리비 등의 영업비용이 감소하여 총 수익은 증가할 수 있음을 보였다. 이 외에도 Krishnan et al.(2019)은 소수의 주요 고객에게 매출이 집중되는 경우 공급기업의 영업복잡성이 낮아져, 결과적으로 감사리스크 및 감사비용이 감소하고 정보가 보다 투명하게

공개될 수 있다고 하였는데, 이는 내·외부 관계자들간의 정보 비대칭성이 완화될 경우 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 보여 준다고 할 수 있다.

주요 고객과의 관계는 비단 재무적 성과나 자본조달뿐만 아니라 기업의 투자활동에도 영향을 미칠 수 있다. 높은 고객집중도를 가진 기업의 경우, 해당 기업과의 관계를 지속시키기 위해 특정 관계를 위한 투자(relation specific investments)를 실행할 가능성이 있다. 그러나 이는 기업이 범용적인 시장을 대상으로 하는 상품이나 서비스를 개선하고자 하는 동기를 감소시켜 결과적으로 고객집중도를 더욱 높이는 등 관련 위험을 증가시킬 수 있다. 이는 경우에 따라서는 주요 고객에게 부정적인 영향을 미칠 수 있는데, 공급기업이 특정 관계를 위한 투자를 과도하게 진행할 경우 고객기업 역시 다른 기업과 새로운 거래에서 지불해야 하는 비용(전환 비용)이 증가하게 되므로 결과적으로 두 기업이 서로 인질이 되는 홀드업 문제(hold-up problem)가 발생할 수 있다. 이러한 경우 오히려 과소 투자가 발생할 수 있어 기업의 투자효율성이 낮아지는 결과가 생길 수 있다(Williamson, 1985; Dasgupta et al, 2021). 이와 달리 Irvine et al.(2016), Kim(2017)은 주요 고객과 상호 신뢰적이고 의존적인 관계를 형성할 경우 정보 공유 및 협업을 통해 고객의 수요에 더 적합한 투자를 수행하게 되므로, 결과적으로 투자 효율성과 수익을 높일 수 있음을 보여줬다. 또한 고객집중도는 명시적인 투자 및 수익뿐만 아니라 외부참여자와의 관계에서도 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 제시하였다.

2. 가설 설정

1) 고객집중도와 재무성과

선행 연구들에 의하면, 주요 고객과의 관계는 감사품질, 자본조달비용, 신용평가 등 다양한 측면에서 경영활동에 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 그러나 한국시장에서 이러한 영향이 유의미한 재무성과의 차이로 이어지는지에 대해서는 현재까지 연구되어 있지 않은 것으로 보이며, 본 연구에서 이를 살펴보고자 한다.

선행 연구에 따르면, 고객집중도는 재무성과에 대해 긍정적인 영향과 부정적인 영향 모두 미치는 것으로 보인다. 그러나 이러한 연구결과는 영미 시장의 기업들을 분석하여 도출된 것으로, 이와 상이한 환경이라면 그 효과는 다르게 나타날 수 있을 것으로 생각된다. 홍석진 외 2인(2007)에 따르면 영미 시장은 서비스 산업의 비중이 높고 공급기업과 고객기업이 수평적 관계를 맺고 있으나, 한국 시장은 수출을 위한 중간 무역의 제조업을 중심으로 발전하였고 대기업 집중현상이 뚜렷한 수직적 구조를 가진다. 이는 2022년 12월 말 기준으로

한국 GDP의 94%가 대기업과 연관되어 있으며 4대기업의 의존도가 20%에 달한다는 점에서도 쉽게 확인할 수 있다. 이와 같은 한국 시장의 특성을 감안할 때 다수의 공급기업들은 소수의 대기업과 공급 관계를 맺는 경우가 많을 것으로 예상되며, 동시에 소수의 대기업 의존도가 높아 신규 고객의 확보 및 개척을 통해 고객을 다변화하는 것에도 상당한 어려움이 있을 것으로 생각된다. 결과적으로, 동일 고객집중도를 보이더라도 한국 시장에서 주요 고객기업은 영미 시장에 비해 상대적으로 높은 협상력을 가질 것으로 생각되며, 이에 따라 고객집중도는 재무성과에 부정적인 영향을 더 크게 미칠 것으로 예상된다. 이에 본 연구는 한국시장에서 고객집중도가 높아질 경우 기업의 재무성과에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상하며, 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 1: 공급기업의 고객집중도는 재무성과에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

2) 외국인 투자자의 조절 효과

고객집중도가 재무성과에 미치는 영향은 산업의 특성에 의해 나타난 결과일 수도 있겠지만 기업의 판매전략 수립과 실행에 의한 결과로 볼 수도 있을 것이다. 고객집중도를 기업의 전략적 의사결정에 따라 나타난 결과로 본다면, 고객집중도나 그 영향은 기업의 의사결정을 수행하는 주체들의 특성에 영향을 받을 것으로 예상할 수 있다. 기업의 의사결정자인 주주의 특성이 경영활동과 성과에 미치는 영향에 대해서는 이미 선행연구에서 활발하게 논의되어 왔다. 그 중에서 특히 전문투자자가 경영활동과 기업 가치 제고에 긍정적인 영향을 미친다는 연구결과가 상당수 발표되었는데, 이는 전문투자자들이 높은 전문지식과 축적된 경험을 바탕으로 체계적으로 기업 경영활동을 감시·감독하며 효과적인 조언을 수행할 수 있기 때문이다(Kochhar and David, 1996; Griffith and Simpson, 2004; Douma et al. 2006). G20/OECD가 개정한 기업지배구조 원칙(Principles of Corporate Governance)에서도 기관투자자를 주요 주주로 정의하고 이들의 역할을 주요한 항목으로 기술하고 있어, 기관투자자가 다른 주주 그룹과 차별되는 영향을 미친다는 것은 일반적으로 받아들여지는 것으로 보인다.

대표적인 전문투자자인 기관투자자는 한국시장에서 국내기관투자자와 외국인 투자자로 구분할 수 있다. 이러한 구분은 금융당국이 외국인 투자자 지분한도를 확인하기 위해 도입한 것일 뿐 두 그룹 모두 전문성을 보유하고 있는 투자자 그룹이라는 점과 투자성과를 위해 기업 성과가 높아지도록 노력할 것이라는 점에서는 동일하다. 그러나 일부 연구는 두 그룹 모두 전문성을 가지고 있더라도 영업환경에 차이가 있어 각 그룹이 기업 경영활동에 미치는 영향력은 상이하게 나타날 수 있다고 주장하였다(조영근, 설원식, 2006; 김영환, 정성창,

2011; 박지현, 김양민, 2012; 설원식, 2023). 예를 들어, 국내기관투자자의 경우 전문성을 가지고 있는 집단이나 투자 기업과 사업상 이해관계를 가질 수 있기 때문에 적극적으로 내부 정보수집과 감시활동을 수행하지 않을 유인이 있는 반면, 외국인 투자자는 투자기업과 사업상의 이해관계로 인한 이해상충 문제로부터 비교적 자유로워 경영활동을 효율적으로 감시하며, 기업가치 제고를 위한 의사결정 과정에 적극적으로 참여할 가능성이 높다고 주장하였다.

외국인 투자자가 전문성과 경험을 바탕으로 경영활동에 긍정적인 영향을 미친다는 주장은 다수의 실증연구를 통해 뒷받침된 바 있다. 박헌준 외 2인(2004)은 외국인 지분율이 높은 기업일수록 접대비 비중이 낮아져 외국인 투자자가 경영자의 사적 소비를 억제하는 감시 기능을 수행하고 있음을 보여줬고, Khanna and Palepu(1999), Jiang and Kim(2004), 이우창, 임석우(2011)는 외국인지분이 증가할수록 기업 성과가 증가한다는 것을 보여줬다. 김성혜 외 2인(2012, 2016)은 외국인 투자자가 기업의 내부 정보에 대한 접근 및 분석능력이 탁월하여 상대적으로 정보 열위에 있는 다른 투자자에게 투자기업의 대한 실질적인 정보를 제공하는 정보중개인의 역할을 담당함으로써 정보비대칭으로 인한 대리인 비용을 줄여 자본시장의 안정성 및 효율적인 투자 자원 배분에 기여한다고 주장했다. 설원식(2023)은 주요 외부주주 중 외국인 투자자가 연구개발투자에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것을 발견하였는데, 이는 외국인 투자자가 경영자에 대한 적극적인 감시활동을 하여 연구개발투자를 통한 중장기적 기업가치 제고를 추구한 결과라고 해석하였다.

이와 같이 외국인 투자자가 전문성을 바탕으로 재무성과를 제고하는데 기여한다는 선행연구를 참고한다면, 가설 1처럼 고객집중도가 증가함에 따라 주요 고객의 협상력이 증가하여 재무성과에 부정적인 영향이 발생할 경우, 외국인 투자자가 기업으로 하여금 이를 완화할 수 있는 경영전략을 수립하여 실행하도록 경영활동에 적극적으로 참여할 가능성이 있다. 이러한 경우 외국인 투자자 비중이 증가할수록 고객집중도가 증가함에 따라 재무성과가 낮아지는 부정적인 효과가 더욱 더 감소될 것으로 예상되며, 이를 다음의 가설을 통해 검증하고자 한다.

가설 2: 외국인 지분율이 높아질수록 고객집중도와 기업 재무성과의 음(-)의 관계가 완화될 것이다.

3) 대규모 기업집단의 조절효과

가설 1에서는 고객집중도가 증가할수록 고객기업이 보다 큰 협상력을 가지게 되고 이에

따라 공급기업의 성과에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상하였다. 그러나 이러한 영향은 세부적으로 고객기업과 공급기업 간 경제적 관계에 따라 상이하게 나타날 수 있을 것으로 생각된다. 본 연구에서는 한국이 소수의 대기업을 중심으로 수직적 관계를 가지는 경향이 있음을 감안하여 공급기업의 대규모 기업집단 포함 여부를 기업간 관계의 특수성을 나타내는 특성으로 정의하고, 이러한 특성이 고객집중도의 효과에 차이를 발생시키는지 살펴보고자 한다.

공정거래위원회에서 지정하는 대규모 기업집단은 특수관계자와 함께 사실상 사업내용을 지배하는 기업의 집단으로 직전 사업연도 재무상태표상의 자산 총액 합계가 5조 원 이상인 경우를 의미한다. 이러한 정의에 따르면, 기업집단에 소속된 기업들은 상당한 기간에 걸쳐 경제적으로 유의미한 관계를 맺고 있을 가능성이 높고, 이는 기업집단에 소속되지 않은 기업과 상이한 의사결정과 재무성과를 보일 수 있다. 이러한 가능성은 다수의 실증연구에서 확인되었다. 박경서, 정찬식(2011)은 대규모 기업집단 소속기업의 특성을 분석한 결과 계열사를 지원하는 내부자본시장을 통해 낮은 조달비용으로 시너지 효과를 얻는 긍정적인 면이 더 크다는 것을 관찰하였고, 정구열 외 2인(2002), 임상균 외 2인(2014)은 대규모 기업집단 소속 기업들의 투자 효율성과 재무성과가 다른 기업들보다 더 높다는 것을 보여주었다. 즉, 공급기업이 기업집단에 포함될 경우 거래 안정화로 인한 영업위험의 감소, 소속기업 간의 높은 정보접근성을 통한 투자기회의 포착, 내부 자본시장을 통한 자금조달 등으로 투자 성과를 높일 수 있어, 결과적으로 수익 증대로 이어질 가능성이 있음을 보여주었다. 그러나 대규모 기업집단에 소속될 경우 개별 기업의 이익이 아닌 전체 기업에 이익이 되는 방향으로 의사결정을 해야 하거나 타 기업으로의 수익 이전 문제, 고객기업의 높은 협상력으로 인한 손실 가능성 등이 여전히 존재하므로, 이러한 점을 고려하여 다음과 같이 가설 3을 설정하였다.

가설 3: 공급기업이 대규모 기업집단에 소속될 경우 고객집중도와 재무성과간 음(-)의 관계가 완화될 것이다.

Ⅲ. 연구모형

고객집중도가 기업의 재무성과에 미치는 영향은 자산수익률(ROA)과 고객집중도를 각각 종속변수와 설명변수로 한 고정효과모형 패널분석을 통해 살펴보고자 한다. 기업의 재무성과는 고객과의 관계 이외 다양한 요소에 의해 영향을 받으므로 고객집중도의 영향을

분석하기 위해서는 기업 특성에 의한 효과를 통제할 필요가 있다. 본 연구에서는 선행연구를 참고하여 기업규모(Size), 현금보유수준(Cash), 부채비율(Leverage), 영업현금흐름(OCF), R&D 강도(R&D Intensity), 대주주지분율(LS)을 통제변수로 사용함으로써 기업의 재무구조, 유동성, 지배구조 등의 특성을 고려하였다. 분석 모형은 다음과 같다.

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CustomerConcentration_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Cash_{i,t} + \beta_4 Leverage_{i,t} + \beta_5 OCF_{i,t} + \beta_6 R\&D\ Intensity_{i,t} + \beta_7 LS_{i,t} + I_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t+1} \quad (1)$$

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CustomerConcentration_{i,t} + \beta_2 FS(or\ Group)_{i,t} + \beta_3 CustomerConcentration_{i,t} \times FS(or\ Group)_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 Leverage_{i,t} + \beta_7 OCF_{i,t} + \beta_8 R\&D\ Intensity_{i,t} + \beta_9 LS_{i,t} + I_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t+1} \quad (2)$$

위 분석모형에서, 고객집중도가 높아질수록 기업 성과에 음(-)의 영향을 미친다는 가설 1은 식 (1)을 추정하여, 고객집중도(CustomerConcentration)의 계수값인 β_1 이 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가지는지를 살펴봄으로써 검증한다. 다음으로 외국인지분이 높은 경우 혹은 공급기업이 대규모 기업집단 소속될 경우 고객집중도가 기업성과에 미치는 음(-)의 영향이 완화된다는 가설 2와 가설 3은 식 (2)를 추정하고, 고객집중도(CustomerConcentration)와 FS(or Group)를 곱한 변수의 계수값인 β_3 가 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지는지 살펴봄으로써 검증한다.

다음으로 위 분석모형에서 사용된 변수들에 대해 살펴보자. 먼저 위 식에서 고객집중도를 뜻하는 CustomerConcentration는 두 가지 방식으로 계산되었다. 하나는 개별 공급기업 i의 총 매출액 대비 주요 고객 j의 t년도매출액 비중을 구하고 이를 더하여 고객집중도를 구하는 것으로, i기업 주요 고객 전체의 매출액 비중을 의미하며 CS_{it} 로 표기한다. 두 번째는 허핀달지수 방식을 이용한 것으로, 개별 공급기업 i의 총 매출액에서 주요 고객기업 j가 차지하는 매출액 비중을 제곱하여 더한 값이며, $CCHHI_{it}$ 로 표기하였다. 각각의 계산식은 다음과 같다.

$$CS_{it} = \sum_{j=1}^J \left(\frac{Sales_{ijt}}{Sales_{it}} \right), \quad CCHHI_{it} = \sum_{j=1}^J \left(\frac{Sales_{ijt}}{Sales_{it}} \right)^2$$

그 외 변수들로 자산수익률(ROA)은 법인세, 이자, 감가상각비 차감전 영업이익(EBITDA)을

총자산으로 나눈 값으로, 기업규모(Size)는 총자산에 자연 로그를 취한 값으로 측정하였고, 기업의 재무구조 차이를 통제하기 위한 변수인 현금보유수준(Cash)은 현금 및 현금성자산을 총자산에서 현금 및 현금성자산을 차감한 순자산으로 나눈 값으로, 부채비율(Leverage)은 부채 총계를 총자산으로 나눈 값으로 하였다. 기업 유동성과 관련된 지표인 영업현금흐름(OCF)은 영업활동으로 인한 현금흐름을 기초총자산으로 나눈 값(OCF)으로 측정하였고, 기업 장기 성장을 위해 필요한 투자 정도를 나타내는 R&D 집중도(R&D Intensity)는 총자산 대비 연구개발비에 투자하는 비중으로 측정하였다, 대주주 지분율(LS)은 최대주주 1인과 특수관계자의 지분을 합계로 측정하여 분석에 고려하였으며, 외국인 지분율은 외국인들이 보유하고 있는 지분율의 합계로 측정하였다. 마지막으로 연도별 특성과 산업별 특성을 고려하기 위해서 연도더미(λ), 산업더미(δ)를 포함한다. 산업더미는 한국 표준 산업분류 중분류에 따라 부여하였다.

IV. 가설검증 및 실증분석

1. 분석자료 및 기초통계량

한국은 2011년부터 한국채택국제회계기준(Korean-International Financial Reporting Standards; K-IFRS)을 시행하였고, 제1108호 영업부문의 주요 고객에 대한 정보로 단일 고객에 대한 매출액이 총 매출액의 10% 이상을 차지하는 경우 해당 고객별 수익 금액을 주석으로 공시하도록 규정하고 있다. 이에 본 연구는 주요 고객 정보를 확인할 수 있는 2011년부터 2019년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 고객집중도가 재무성과에 미치는 영향을 분석하였다. 분석대상은 한국 시장환경의 특수성을 잘 보여주고 공급망이 명확하게 드러나는 산업인 제조기업으로 선정하였으며, 코로나가 미치는 효과를 배제하기 위해 2020년 이후 기간은 분석에서 배제하였다(정도진 외 2인, 2020). 그리고 (i) 12월 결산 법인이 아닌 기업; (ii) 자본잠식 기업; (iii) 실증분석에 필요한 재무 자료수집이 불가능한 기업 역시 분석에서 배제하였다. 분석에 사용된 기업의 재무자료는 한국상장사협의회(KOCoinFO)를 통해 수집하였으며, 고객집중도는 금융감독원 전자공시시스템(DART)에 공시된 연결재무제표 주석의 주요 고객기업 매출액 정보를 수집하여 생성하였다. 최종적으로 총 2,280개 기업, 11,950개의 기업-연도 자료가 분석에 사용되었으며, 모든 연속 변수는 특이치로 인한 편향을 완화하기 위해 분포의 상위 및 하위 1%를 벗어나는 값을 각각 상위 및 하위 1%에 해당하는 값으로 하여 분석하였다(Wisorization).

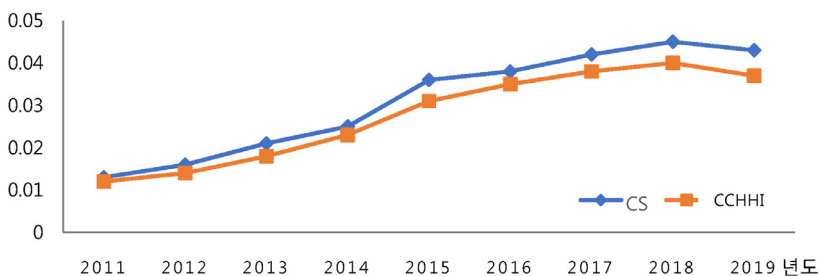
<표 1>은 분석에 사용되는 변수들의 기술통계량으로, 기업의 수익성을 나타내는 ROA의 평균은 0.047이며, 주요 설명변수인 허핀달 지수 기반의 고객집중도(CHHI) 평균은 0.019, 주요 고객의 단순매출비중인 고객집중도(CS)의 평균은 0.025이다. 다만, 고객집중도 변수들의 중앙값이 0으로 나타나 50% 이상의 기업에게는 매출 10% 이상을 차지하는 주요 고객들이 존재하지 않는 것으로 나타났다. 통제 변수에서 자산총계에 자연로그를 취한 기업 규모(Size)의 평균은 18.928이고 현금보유수준(Cash)의 평균은 0.098로, 비현금자산의 약 10%를 현금성 자산으로 보유하고 있었다. 부채비율(Leverage)의 평균은 0.292, 영업현금 흐름(OCF)의 평균은 0.065, 대주주지분율(LS)의 평균은 41.6%, 외국인 지분율(FS)의 평균은 7.1%, 연구개발 집중도(R&D Intensity)의 평균은 7.8%로 나타났다.

<표 1> 기술통계량

분석에 사용된 주요 변수의 기술통계량으로, 주요 변수는 다음과 같다. ROA는 EBITDA/기초총자산, CHHI는 10% 이상 매출 비중을 차지하는 고객기업의 매출비중 제곱의 합으로 나타난 고객집중도, CS는 10% 이상 매출 비중을 차지하는 고객기업의 매출비중 합으로 나타난 고객집중도, Size는 총자산의 자연로그 값, Cash는 현금 및 현금성자산을 총자산에서 현금 및 현금성자산을 차감한 순자산으로 나눈 값으로 현금보유비율을 의미한다. Leverage는 총부채/총자산, OCF는 기초총자산에 대한 영업활동으로 인한 현금흐름, R&D Intensity는 R&D지출액/총자산, LS(대주주지분율)는 최대주주 1인과 특수관계자 지분율의 합계이다.

변수	평균	표준편차	최소값	중앙값	최대값	왜도	첨도
ROA	0.047	0.101	-0.168	0.058	0.236	-0.095	1.480
CCHHI	0.019	0.077	0	0	0.559	0.184	0.804
CS	0.025	0.153	0	0	0.888	0.199	0.895
Size	18.928	1.424	14.424	18.828	26.249	0.142	4.092
Cash	0.098	0.103	0	0.058	0.655	0.203	3.715
Leverage	0.292	0.118	0.019	0.355	0.660	-0.192	1.936
OCF	0.065	0.085	-0.165	0.058	0.455	0.075	2.269
R&D Intensity	0.078	0.185	0.001	0.054	0.423	0.145	5.493
FS	0.071	0.112	0.000	0.032	0.528	0.174	1.375
LS	0.416	0.155	0.085	0.412	0.786	0.013	3.173

[그림 1] 고객집중도의 연도별 추이



고객집중도의 시간에 따른 변화는 [그림 1]을 통해 살펴볼 수 있다. 고객집중도 측정 방법과 상관없이 두 지표는 유사한 움직임을 보이고 있는데, 주요 고객에 대한 정보가 공지된 2011년 이후 주요 고객에 대한 매출비중이 다소 증가하는 경향을 보이고 있다. 그러나 절대적인 비중은 여전히 높지 않은 수준이다.

다음의 <표 2>는 독립변수들 간 상관관계를 나타낸다. 변수들 중에서 고객집중도를 나타내는 CCHHI와 CS, 두 변수의 상관관계는 0.9 이상으로 나타나 앞의 [그림 1]에서 확인한 바와 같이 매우 유사하게 움직이는 것을 확인할 수 있다. 그 외 현금보유비율(Cash)과 기업규모(Size) 변수들 간의 상관계수를 제외한 대부분 변수들의 상관계수 절대값이 0.2이하로 나타나 다중공선성 문제는 발생하지 않을 것으로 생각된다.

<표 2> 피어슨 상관계수

이 표는 변수들간 상관계수를 나타내며, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) CCHHI								
(2) CS	0.911***							
(3) Size	-0.071***	-0.067***						
(4) Cash	-0.033**	-0.035***	0.427*					
(5) Leverage	-0.021***	-0.019**	0.108**	0.085**				
(6) OCF	-0.005***	-0.006***	0.122***	0.315***	-0.095***			
(7) FS	-0.004***	-0.004***	0.169**	0.372*	-0.158	0.104**		
(8) R&D Intensity	-0.052***	-0.054***	0.101***	-0.071**	-0.045**	-0.134***	-0.015*	
(9) LS	-0.082**	-0.079***	0.092**	0.085***	0.308**	0.036***	-0.093**	0.046***

2. 분석결과

<표 3>에는 10% 이상 주요 고객을 공시한 기업과 그렇지 않은 기업의 주요 특성을 보여준다. 세부적으로 각 그룹에 포함된 기업의 재무성과(ROA), 기업규모(Size), 현금비율(Cash), 부채비율(Leverage), 외국인주주 지분율(FS)의 평균을 살펴본 결과, 일반적으로 주요 고객에 대한 매출액 비중이 10% 이상을 공시한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 규모가 작고, 기업의 수익성이 낮으며, 현금보유비율도 낮다. 그리고 기업의 안정성과 관련된 부채비율 및 외국인 주주 지분이 낮은 것으로 나타났다.

<표 3>에서 재무성과(ROA)의 평균을 비교하면 기업의 주요 고객 존재 여부가 기업의 재무성과에 유의한 차이를 발생시킬 가능성이 있음을 보여준다. 그러나 기업 재무성과의

차이가 주요 고객 존재 여부에 의한 것인지 기업의 특성에 의한 것인지 알 수 없다. 이에 기업 특성에 의한 효과를 통제하고 주요 고객의 영향을 살펴보기 위해 식 (1)을 추정하고 분석해보고자 한다. 추정결과는 <표 4>에 나타나 있다.

<표 3> 주요 고객 보유 유무에 따라 구분된 기업의 주요 특성

이 표는 기업들을 10% 이상의 매출 비중을 가지는 주요 고객의 존재 여부에 따라 구분하고, 각 그룹에 포함된 기업들의 재무성과(ROA), 기업규모(Size), 현금보유비율(Cash), 부채비율(Leverage), 외국인 지분율(FS)의 평균과 그룹별 차이에 대해 나타내고 있다. 각 변수 중에서 상위 1%와 하위 1%에 포함되는 경우 각각 상위 1%와 하위 1% 값을 가지는 것으로 하였다(winsorization). 각 변수의 평균값의 차이를 나타낸 자료에서 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Variables	주요 고객이 있는 경우 N=1935		주요 고객이 없는 경우 N=10015		Differences in Means
	Mean	S.D	Mean	S.D	
ROA	0.037	0.133	0.052	0.105	-0.015***
Size	18.925	1.119	18.965	1.441	-0.040**
Cash	0.091	0.052	0.100	0.093	-0.009**
Leverage	0.272	0.103	0.296	0.117	-0.024*
FS	0.060	0.055	0.074	0.059	-0.014*

기업 특성을 통제한 후 고객집중도의 재무성과에 대한 효과는 CCHHI와 CS의 계수를 통해 확인할 수 있다. 패널 A에서 CCHHI의 계수값은 -0.022로 5% 수준에서 유의하게 나타났으며, 패널 B에서 CS의 계수값 역시 -0.20으로 5% 수준에서 유의하게 나타났다. 두 분석에서 고객집중도 측정 방식과 상관없이 해당 변수들의 계수 모두 유의하게 음의 값을 가지는 것으로 나타났고, 이는 기업의 고객집중도가 높아질수록 공급기업의 재무성과가 낮아지는 것을 의미하며 가설 1을 뒷받침하는 결과이다. 즉, 고객집중도가 높아질 경우 고객기업의 협상력이 증가하여 공급기업에 부정적인 영향을 미치는 효과가 관계의 안정성이나 고객기업의 전환비용 증가로 인해 얻을 수 있는 긍정적인 효과보다 큰 것으로 해석할 수 있다. 이는 <표 3>에서 고객집중도 공시 여부에 따른 그룹 간 재무성과(ROA)의 유의한 차이가 보이는 것과 일치하는 결과이다. 또한, 해당 분석에서는 통제변수가 기업의 재무성과에 미치는 영향 역시 살펴볼 수 있는데, 현금보유비율(Cash), 영업현금흐름(OCF), R&D 집중도(R&D Intensity), 대주주 지분율(LS)은 재무성과(ROA)에 양(+)의 영향을 미치는 반면, 규모(Size)와 재무레버리지(Leverage)는 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업의 재무성과가 기업의 회계 재무적 특성, 지배구조, 투자활동 등에 의해 유의한 영향을 받는다는 선행연구 결과와 일맥상통하는 결과이다.

<표 4> 고객집중도가 재무성과에 미치는 효과

이 표는 고객집중도가 기업 재무성과(ROA)에 미치는 영향을 식 (1)에 따라 분석한 결과를 나타낸다. *, **, ***는 추정된 계수값이 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Variables	(A) CCHHI 이용		(B) CS 이용	
	계수	t 값	계수	t 값
CCHHI	-0.022**	-2.53		
CS			-0.020***	-2.79
Size	-0.031***	-2.72	-0.038***	-2.98
Cash	0.007**	2.52	0.006***	2.40
Leverage	-0.001***	-2.42	-0.001**	-2.33
OCF	0.206***	5.13	0.201***	4.46
R&D Intensity	0.505***	5.32	0.504***	5.31
LS	0.015**	2.19	0.014**	2.25
Industry effect	Yes		Yes	
Year effect	Yes		Yes	
Adjusted R ²	0.285		0.273	
F test	1520.32***		1521.75***	
LM test	67.71***		69.50***	
Hausman test	643.51***		641.59***	
VIF	1.02~2.76		1.02~2.77	

앞서 고객집중도가 재무성과에 미치는 영향을 분석함에 있어 대리인 문제를 고려하여 대주주 지분(LS)을 통제변수로 선정하였다. 그러나 대주주 이외에도 외국인 투자자가 높은 전문성과 독립성을 바탕으로 기업 성과를 개선하는데 상당한 영향을 끼치는 것으로 평가되고 있으므로, 본 연구에서는 외국인 투자자가 재무성과에 대한 고객집중도의 부정적인 영향을 완화시키는지 식 (2)를 통해 살펴보았다.

추정 결과는 <표 5>에 나타나 있으며, 추정결과는 다음과 같이 해석할 수 있다. 먼저 외국인 지분율(FS)을 고려하더라도 CCHHI와 CS의 계수값이 유의한 음(-)의 값을 보여 고객집중도가 높아질수록 재무성과가 낮아진다는 결과는 변함없이 유지되고 있다. 그리고 외국인 지분율(FS)의 계수는 패널 A와 패널 B에서 각각 0.045, 0.046으로 통계적으로 유의한 양의 계수값을 보인다. 이는 외국인 지분율이 증가할수록 기업의 재무성과가 높아진다는 것을 의미하며, 외국인 투자자가 대리인 비용의 감소, 연구개발투자 및 기업성과 개선에 긍정적인 영향을 미친다는 선행 연구결과와도 일치하는 결과이다(Khanna and Palepu, 1999; Jiang and Kim, 2002; 박현준 외 2인, 2004; 이우창, 임석우, 2011; 김성혜 외 2인, 2012; 설원식, 2023). 다음으로 외국인 지분율이 재무성과에 대한 고객집중도의 영향에 차이를 발생시키지는 살펴보려고 한다. 이는 외국인 지분율(FS)과 고객집중도를 곱한 변수의

계수값으로 확인할 수 있는데, 패널 A에서 CCHHI×FS 계수값은 0.008로 10% 수준에서 통계적으로 유의하며, 패널 B에서 CS×FS 계수값 역시 0.009로 10% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 즉, 외국인 지분율이 높을수록 고객집중도가 기업성과에 미치는 음(-)의 영향력을 완화되는 것으로 나타났으며, 이는 외국인 투자자가 기업에 대한 감시 효과 및 조언 기능을 함으로써 고객집중도와 경영 실적 간 음(-)의 관계를 완화시킨다는 가설 2를 뒷받침하는 결과이다. 그 외의 통제변수가 기업 성과에 미치는 영향은 앞의 분석과 모두 동일한 방향성을 가지며, 표에는 나타나지 않았으나 다중공선성의 문제도 없었다.

<표 5> 외국인 투자자 지분이 고객집중도와 재무성과 간 관계에 미치는 영향

이 표는 외국인 투자자 지분(FS)이 고객집중도와 재무성과 간 음(-)의 영향을 완화시키는지 분석하기 위한 식 (2)의 추정 결과이다. *, **, ***는 추정된 계수값이 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Variables	(A) CCHHI 이용		(B) CS 이용	
	계수	t 값	계수	t 값
CCHHI	-0.015*	-1.81		
CCHHI×FS	0.008*	1.89		
CS			-0.019**	-2.23
CS×FS			0.009**	1.98
FS	0.045***	3.31	0.046***	3.10
Size	-0.036**	-2.51	-0.039***	-3.32
Cash	0.005***	2.61	0.005**	2.27
Leverage	-0.001**	-2.28	-0.001**	-2.29
OCF	0.196***	5.03	0.198***	4.83
R&D Intensity	0.521***	5.23	0.548***	5.18
LS	0.014**	2.02	0.015*	1.93
Industry effect	Yes		Yes	
Year effect	Yes		Yes	
Adjusted R ²	0.298		0.281	
LM test	78.16**		74.29***	
Hausman Test	516.38***		532.43***	

다음으로 공급기업이 대규모 기업집단 소속될 경우 기업집단 내 관계나 자원 활용 등을 통해 고객집중도가 재무성과에 미치는 음(-)의 영향을 완화시키는지 살펴보고자 한다. 이는 공급기업이 대규모 기업집단에 소속될 경우 1의 값을 갖는 더미변수(Group)를 이용하여 추정한 식 (2)를 통해 검증하고자 한다. 추정 결과는 <표 6>에 나타나 있다.

먼저 패널 A와 패널 B의 첫 번째 분석에서 공급기업이 대규모 기업집단에 소속되는 경우를 나타내는 Group의 계수값이 각각 0.002와 0.008로 통계적으로 유의한 양(+)의 값을

보인다. 이는 공급기업이 대규모 기업집단에 소속될 경우 그렇지 않은 경우에 비해 재무성과가 평균적으로 높다는 것을 의미하며, 대규모 기업집단에 소속될 경우 조달비용이 낮고 투자효율성이 높다는 선행연구 결과와도 일치한다(박경서, 정찬식, 2011; 정구열 외 2인, 2002; 임상균 외 2인, 2014). 다음으로 대규모 기업집단에 소속될 경우 고객집중도가 재무성과에 미치는 음(-)의 영향이 완화되는지 고객집중도와 기업집단 소속여부를 곱한 변수의 계수를 통해 살펴보았다. 패널 A와 패널 B의 첫 번째 분석에서 CCHHI×Group과 CS×Group의 계수는 각각 0.004와 0.008로 5%와 1% 수준에서 유의하게 나타나, 공급기업이 대규모 기업집단에 속할 경우 고객집중도가 재무성과에 미치는 부정적인 영향이 다소 완화된다는 가설 3을 뒷받침하였다. 그 외 변수들의 계수값은 앞의 분석 결과와 모두 동일하게 나타났다.

<표 6> 대규모 기업집단 소속 여부가 고객집중도와 재무성과에 미치는 영향

이 표는 대규모 기업집단 소속 여부에 따라 고객집중도가 ROA에 미치는 효과가 상이한지 살펴보기 위한 식 (2)의 추정결과를 나타낸다. Group은 대규모 기업집단 소속일 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수이다. *, **, ***는 추정된 계수값이 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Variables	(A) CCHHI 이용				(B) CS 이용			
	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값	계수	t 값
CCHHI	-0.012*	-1.95	-0.013	-1.67				
CCHHI×Group	0.004**	2.03	0.002**	2.15				
CCHHI×FS			0.007*	1.70				
CS					-0.011**	-2.18	-0.011*	-1.74
CS×Group					0.008**	2.26	0.006**	2.27
CS×FS							0.008*	1.83
FS			0.038***	2.56			0.039***	2.64
Group	0.004**	2.51	0.005*	1.93	0.008***	3.23	0.008**	2.07
Size	-0.025**	-2.53	-0.021**	-2.30	-0.019**	-2.32	-0.019**	-2.55
Cash	0.004***	2.84	0.007***	3.04	0.009***	3.16	0.007***	3.29
Leverage	-0.001**	-2.41	-0.002**	-2.21	-0.001**	-2.45	-0.002**	-2.45
OCF	0.187***	4.03	0.190***	4.25	0.211***	3.86	0.202***	4.11
R&D Intensity	0.389***	5.15	0.425***	4.83	0.402***	5.39	0.435***	4.96
LS	0.008***	3.03	0.011*	1.92	0.009***	3.07	0.001**	1.98
Industry effect	Yes		Yes		Yes		Yes	
Year effect	Yes		Yes		Yes		Yes	
Adjusted R ²	0.216		0.241		0.217		0.253	
LM test	81.83***		84.35**		79.01***		82.35**	
Hausman test	470.35***		438.16***		490.84***		450.63***	

분석의 결과와 관련하여, 공급기업이 대규모 기업집단에 속할 경우 고객집중도가 증가

할수록 재무성과에 미치는 긍정적인 효과는 주요 고객이 공급기업과 동일한 기업집단에 소속될 경우에 한해 적합한 결과일 것이다. 그러나 현재로는 주요 고객기업의 세부정보를 공시하지 않아 공급기업과 고객기업이 동일한 기업집단에 소속되는 경우를 구분하여 분석할 수 없고, 따라서 엄밀하게 말하면 위 결과가 기업집단의 효과임을 확정할 수는 없다. 다만, 한국 시장에서의 공급기업과 고객기업 간의 관계는 수직적이고 종속성이 강한 비대칭적 관계를 가지는 측면이 있고(홍석진 외 2인, 2007), 삼성전자와 LG전자 같은 대규모 IT산업과 현대자동차와 대형조선사들 같은 자동차와 조선산업의 비중이 다른 산업에 비해 매우 크다고 알려져 있다(주재형 외 3인, 2021). 이러한 환경에서 공급기업이 대기업 기업집단에 소속될 경우 공급기업의 고객집중도가 높아지는 것은 동일 기업집단 내 소속기업과의 거래비중이 높아지는 것과 관련이 있을 것을 것이라고 생각된다.

일반적으로 기업의 규모가 커질 경우 정보 투명성이 증가하고 투자자 구성이 다양해지는 경향이 있다. 규모가 일정 수준 이상이 되는 기업들이 대규모 기업집단으로 지정되기 때문에, 기업집단에 소속될 경우 외국인 투자자의 비중이 상대적으로 높게 형성될 가능성이 있다. 앞서 <표 4>의 결과에서 외국인 지분은 고객집중도가 재무성과에 미치는 음(-)의 영향을 완화하는 것으로 나타났으므로, 대규모 기업집단 소속 여부가 재무성과에 미치는 영향력이 외국인 투자자의 활동에 의한 영향을 의미할 가능성이 있다. 이러한 점을 고려하여 외국인 지분율과 대규모 기업집단 변수를 모두 포함하여 추가 분석하였다. 패널 A와 패널 B의 두 번째 분석 결과를 보면, 각각의 분석에서 외국인 지분율(FS), 외국인 지분율과 고객집중도를 곱한 값($CCHHI \times FS$, $CS \times FS$) 모두 유의한 양(+)의 계수값을 가져 기존 분석과 동일한 결과를 보인다. 동시에 Group이 유의한 양(+)의 계수값을, $CCHHI \times Group$ 과 $CS \times Group$ 역시 모두 유의한 양(+)의 계수값을 가진다. 따라서 외국인 지분율을 고려한 이후에도 공급기업이 기업집단에 소속된 경우 고객집중도가 재무성과에 미치는 음(-)의 영향이 완화되는 것으로 나타나 가설 3은 지지되었다.

3. 강건성 분석

본 연구에서는 자산수익률(ROA)을 재무성과를 나타내는 지표로 분석에 사용하였다. 그러나 Geletkanycz and Boyd(2011), Patatoukas et al.(2012)은 기업특성이 재무성과에 미치는 영향을 분석함에 있어 자산순이익률 사용할 경우 변수의 시변성으로 인해 분석의 안정성이 낮아진다고 주장하였다. 이러한 우려를 완화시키기 위해 3개년 평균 매출액 성장률을 재무성과 지표로 사용하여 고객집중도가 재무성과에 미치는 영향을 식 (1)에 따라 추가분석하였다. <표 7>에 나타난 분석결과를 보면, 고객집중도를 나타내는 지표인

CCHHI와 CS 모두 유의한 음의 계수값을 보여, 고객집중도가 증가할수록 다년간 매출액 성장률에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 자산수익률(ROA)을 재무성과의 지표로 하여 분석한 것과 동일한 결과이며, 고객집중도의 영향은 재무성과를 나타내는 지표에 따라 민감하게 변하지 않는 것으로 생각된다.

<표 7> 고객집중도가 매출성장률에 미치는 효과

이 표는 고객집중도가 매출성장률에 미치는 영향을 식 (1)에 따라 분석한 결과를 나타낸다. 매출액성장률은 3개년 평균 매출액 성장률을 사용하였다. *, **, ***는 추정된 계수값이 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Variables	(A) CCHHI 이용		(B) CS 이용	
	계수	t 값	계수	t 값
CCHHI	-0.049**	-2.28		
CS			-0.064***	-3.16
Size	-0.042*	-1.71	-0.045**	-2.25
Cash	0.097***	3.50	0.084***	3.48
Leverage	-0.001***	-3.48	-0.004***	-3.70
OCF	0.271**	2.21	0.167**	2.20
R&D Intensity	0.378**	2.32	0.364**	2.51
LS	0.011**	2.23	0.016**	2.71
Industry effect	Yes		Yes	
Year effect	Yes		Yes	
Adjusted R ²	0.298		0.312	
F-test	1280.47***		1281.46***	
LM test	79.30***		79.50***	
Hausman test	765.85***		767.43***	
VIF test	1.02~2.63		1.02~2.63	

추가적으로 고객집중도의 내생성에 대해서 살펴보하고자 한다. 앞의 분석에서는 고객집중도가 자산수익률에 미치는 영향을 고정효과모형 패널분석을 통해 분석하였다. 이는 고객집중도가 재무성과와 상관없이 외생적으로 결정되는 변수일 경우를 가정한 것으로, 고객집중도와 재무성과 간 내생성을 가질 경우 적합하지 않은 분석일 수 있다. 일반적으로 매출은 공급기업이 아닌 고객기업의 선택에 의해 결정되는 것이므로 고객집중도가 독립성을 일정부분 가지고 있다고 여길 수 있으나, 주요 고객에 대한 경영진의 전략적 선택이 고객집중도를 결정하며 이러한 노력이 기업의 재무성과로 이어질 수 있는 것과 같이, 두 변수를 동시에 설명하는 특정 변수가 존재하며 이에 따라 내생성이 발생할 수 있는 여지가 있다. 본 연구에서는 2단계 분석을 통해 내생성 문제를 추가적으로 살펴보았다. 도구변수는 식 (1)에서 사용하였던 통제변수를 사용하였으며, 2단계 패널분석 결과는 <표 8>에 나타나

있다. 앞선 분석에서 고객집중도의 지표와 상관없이 유사한 결과가 관찰되어, CCHHI를 이용하여 재무성과에 대한 영향을 분석하였다.

<표 8> 고객집중도가 재무성과에 미치는 효과: 2 단계 패널분석

이 표는 고객집중도가 재무성과에 미치는 영향을 2 단계 패널분석을 통해 분석한 결과이다. *, **, ***는 추정된 계수값이 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Variables	1단계 패널분석 CCHHI		2단계 패널분석 ROA	
	계수	t 값	계수	t 값
<i>CCHHI</i>			-0.057**	-2.96
<i>Size</i>	0.016	1.83	-0.023**	-1.98
<i>Cash</i>	-0.012**	-3.03	0.011**	2.26
<i>Leverage</i>	0.025***	2.95	-0.017*	-2.37
<i>OCF</i>	-0.071***	-3.36	0.254***	7.15
<i>R&D Intensity</i>	-0.114***	-2.75	0.547**	4.89
<i>LS</i>	-0.029**	-2.41	0.022**	2.51
<i>CCHHI_{t-1}</i>	0.439**	4.98		
Industry effect	Yes		Yes	
Year effect	Yes		Yes	
Adjusted R ²	0.485		0.253	

2단계 분석결과에 따르면 고객집중도 변수인 CCHHI의 계수값은 -0.057로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 이는 식 (1)의 고정효과모형 패널분석의 결과와 동일하며, 이에 따라 고객집중도와 재무성관 간 심각한 내생성 문제는 존재하지 않는 것으로 생각된다. 이러한 결과는 최근 고객집중도와 재무성과 간 내생성을 분석한 선행연구 결과와도 일치한다(Wang et al., 2021; Chen et al., 2023, Han et al., 2023)

V. 결 론

본 연구는 제조업에 속한 국내 상장 기업을 대상으로 주요 고객의 매출집중도가 기업의 성과에 미치는 영향을 분석하였고, 기업이 지배구조 특성인 외국인 지분율과 대규모 기업집단 소속 여부가 고객집중도와 재무성과 간의 관계에 영향을 미치는지 살펴보았다.

본 연구의 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 고객집중도가 높을수록 재무성과에 음(-)의 영향을 미친다. 이 결과는 한국시장에서 주요 고객들에 대한 매출 의존도가 높아질수록 거래상대방이 더 큰 협상력을 가지게 되며, 이에 따라 비용이 증가하고 수익이 감소하는

것으로 해석할 수 있다. 둘째, 외국인 투자자 지분율이 높을수록 고객집중도와 재무성과에 미치는 음(-)의 영향이 완화되는 것으로 나타났다. 이는 외국인 투자자가 전문성과 독립성을 바탕으로 감시와 조인의 기능을 효율적으로 수행함으로써 고객집중도가 재무성과에 미치는 부정적인 영향이 감소하도록 의사결정에 참여한 것으로 해석된다. 셋째, 공급기업이 대규모 기업집단에 소속될 경우 고객집중도가 재무성과에 미치는 음(-)의 관계가 완화된다. 이는 수직적 관계를 보이는 한국시장의 특성 상, 대규모 기업집단에 속한 공급기업의 고객집중도가 증가하는 것은 동일 집단 내 기업들과의 거래비중이 증가했을 가능성이 있으며, 이는 집단 내부 관계 및 정보의 이용을 상대적으로 용이하게 만들어 재무성과를 높인 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 영미 시장과 다른 제조업 중심의 수직적 산업구조를 가지는 한국 시장을 대상으로 고객집중도가 재무성과에 미치는 영향을 분석한 결과라는 점에서 선행 연구와 차별점이 있다고 생각된다. 동시에 외국인투자자 지분율과 대규모 기업집단 소속 여부와 같이 기업지배구조는 고객집중도의 영향에 유의미한 차이를 발생시킨다는 것을 보여, 기업지배구조에 관한 연구 범위가 확대되는데 기여할 수 있을 것으로 생각된다.

다만, 본 연구에서 대규모 기업집단에 의한 영향을 분석함에 있어 기업의 주요 고객기업명과 매출액 정보가 공시되지 않는 자료의 특성으로 인해 공급기업과 고객기업의 간의 관계를 명시적으로 고려할 수 없었다는 점에서 분석의 한계를 가진다. 향후 이러한 정보가 보완된다면 공급기업과 고객기업의 관계에 따라 고객집중도가 미치는 영향에 차별점이 존재하는지 보다 명확하게 살펴볼 수 있을 것으로 생각된다.

그리고 본 연구는 고객집중도가 기업 재무성과에 유의미한 영향을 미치는 요소라는 것을 보였으나, 선행연구에 따르면 고객집중도는 자본비용, 이익의 질, 기업가치 폭락위험 등 다양한 지표에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 향후 이러한 선행연구를 참고하여 고객집중도가 재무성과에 영향을 미치는 경로에 대해서 추가 분석한다면, 경영환경과 재무성과에 대한 이해의 폭을 보다 넓힐 수 있을 것이라고 생각한다.

참 고 문 헌

- 김성혜, 이아영, 전성빈, “외국인 투자자의 특성과 실제이익조정-외국인대주주의 역할을 중심으로”, 회계학연구, 제37권 제2호, 2012, 129-159.
- 김성혜, 권오진, 김영길, “외국인투자자의 역할이 재무분석가 이익예측에 미치는 영향”, 국제회계연구, 제67권, 2016, 23-43.
- 김영환, 정성창, “국내외 외부 주요주주가 기업의 투자결정에 미치는 영향”, 재무연구, 제24권 제3호, 2011, 789-817.
- 박경서, 정찬식, “기업집단의 분리를 통한 기업집단의 순기능과 역기능에 관한 연구”, 한국증권학회지, 제40권 제3호, 2011, 461-499.
- 박지현, 김양민, “엇갈린 선택: 기관투자자의 유형과 연구개발(R&D) 투자”, 전략경영연구, 제15권 제3호, 2012, 19-42.
- 박헌준, 최완수, 신현한, “한국기업의 대리인 비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할”, 경영학연구, 제33권 제2호, 2004, 655-82.
- 설원식, “외부 주요주주와 기업의 연구개발투자: 국내 및 외국인 기관투자자를 중심으로”, 국제경영연구, 제34권 제2호, 2023, 81-103.
- 이우창, 임석우, “글로벌 금융위기에 따른 외국인지분과 재무특성이 기업가치에 미치는 영향”, 국제회계연구, 제40권, 2011, 259-284.
- 임상균, 이문영, 황인이, “대규모기업집단 소속기업의 투자효율성”, 회계학 연구, 제39권 제3호, 2014, 91-134.
- 정구열, 권수영, 백원선, “기업소유구조와 이익의 정보효과”, 경영학연구, 제31권 제6호, 2002, 1707-1727.
- 정도진, 박성환, 주재형, “주요고객 매출집중도에 대한 공시실태분석과 개선 방안”, 회계저널, 제29권 제1호, 2020, 65-92.
- 조영곤, 설원식, “외국인주주와 기업의 연구개발투자”, 국제경영연구, 제17권 제4호, 2006, 127-56.
- 주재형, 정아름, 정도진, 박성환, “주요고객 매출집중도가 이익조정 및 기업위험에 미치는 영향”, 경영학연구, 제50권 제 3호, 2021, 745-776
- 홍석진, 권익환, 김미선, “신뢰가 공급망 관리상 파트너 관계 지속에 미치는 영향에 관한 연구”, 물류학회지, 제17권 제3호, 2007, 119-139.
- Ak, B. K. and P. N. Patatoukas, “Customer-base Concentration and Inventory Efficiencies:

- Evidence from the Manufacturing Sector,” *Production and Operations Management*, 25(2), (2016), 258–272.
- Campello, M. and J. Gao, “Customer Concentration and Loan Contract Terms,” *Journal of Financial Economics*, 123 (1), (2017), 108–136.
- Chen, M., X. Tang, H. Liu, and J. Gu, “The Impact of Supply Chain Concentration on Integration and Business Performance,” *International Journal of Production Economics*, 257, (2023), 108781.
- Chang, H., C. M. Hall, and M. Paz, “Customer Concentration and Cost Structure,” Working Paper, 2017.
- Chu, Y., X. Tian, and W. Wang, “Corporate Innovation along the Supply Chain,” *Management Science*, 65(6), (2019), 2445–2466.
- Dasgupta, S., K. Zhang, and C. Zhu, “Do Social Connections Mitigate Hold-up? Evidence from Relation-specific Investment and Innovation in Vertical Relationships,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(5), (2021), 1679–1712.
- Dhaliwal, D., J. Judd, M. Serfling, and S. Shaikh, “Customer Concentration Risk and the Cost of Equity Capital,” *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), (2016), 23–48.
- Dong, Y., C. Li, and H. Li, “Customer Concentration and M&A Performance,” *Journal of Corporate Finance*, 69, (2021), 102021.
- Douma, S., R. George, and R. Kabir, “Foreign and Domestic Ownership, Business Groups, and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market,” *Strategic Management Journal*, 27(7), (2006) 637–657.
- Fee, C. E. and S. Thomas, “Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms,” *Journal of financial Economics*, 74(3), (2004), 23–460.
- Geletkanycz, M. A. and B. K. Boyd, “CEO Outside Directorships and Firm Performance: A Reconciliation of Agency and Embeddedness Views,” *Academy of Management Journal*, 54(2), (2011), 335–352.
- Griffith, R. and H. Simpson, “Characteristics of foreign-owned Firms in British Manufacturing. In Seeking a Premier Economy: The Economic Effects of British Economic Reforms, 1980–2000,” University of Chicago Press, 2004.

- Han, Z., C. Yu, Y. Li, J. Shi, and Y. Liu, "Customer Concentration and Supplier Financial Performance: An Inverted U-shaped Relationship," *Industrial Marketing Management*, 113, (2023), 138-152.
- Hui, K. W., S. Klasa, and P. E. Yeung, "Corporate Suppliers and Customers and Accounting Conservatism," *Journal of Accounting and Economics*, 53, (2012), 115-135.
- Hui, K. W., C. Liang, and P. E. Yeung, "The Effect of Major Customer Concentration on firm Profitability: Competitive or Collaborative?," *Review of Accounting Studies*, 24, (2019), 189-229.
- Irvine, P. J., S. S. Park, and C. Yildizhan, "Customer-base Concentration, Profitability and the Relationship Life Cycle," *The Accounting Review*, 91(3), (2016), 883-906.
- Itzkowitz, J., "Customers and Cash: How Relationships Affect Suppliers' Cash Holdings," *Journal of Corporate Finance*, 19(1), (2013), 159-180.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), (1976), 305-360.
- Jiang, L. and J. B. Kim, "Foreign Equity Ownership, Disclosure Quality, and Information Asymmetry in Japan," *Journal of International Financial Management & Accounting*, 15(3), (2004), 185-211.
- Khanna, T. and K. Palepu, "Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, Corporate Governance," *National Bureau of Economic Research*, No.6955, 1999.
- Kalwani, M. U. and N. Narayandas, "Long-term Manufacturer-supplier Relationships: Do they Pay off for Supplier Firms?," *Journal of Marketing*, 59(1), (1995), 1-16.
- Kim, R. and W. Luo, "Customer Concentration and Earnings Management: Evidence from the Sarbanes-Oxley Act," *European Accounting Review*, 31(4), (2022), 905-936.
- Kim, Y. H., "The Effects of Major Customer Networks on Supplier Profitability," *Journal of Supply Chain Management*, 53(1), (2017), 26-40.
- Kochhar, R. and P. David, "Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses," *Strategic Management Journal*, 17(1), (1996), 73-84.
- Krishnan, G. V., P. N. Patatoukas, and A. Y. Wang, "Customer-base Concentration: Implications for Audit Pricing and Quality," *Journal of Management Accounting Research*, 31(1), (2019), 129-152.
- Ma, X., W. Wang, J. Wu, and W. Zhang, "Corporate Customer Concentration and Stock

- Price Crash Risk,” *Journal of Banking and Finance*, 119, (2020), 105903.
- Murfin, J. and L. Njoroge, “The Implicit Costs of Trade Credit Borrowing by Large Firms,” *The Review of Financial Studies*, 28(1), (2015), 112–145.
- Patatoukas, P., “Customer–base Concentration: Implication for Firm Performance and Capital Markets,” *The Accounting Review*, 87(2), (2012), 363–392.
- Ramsay, J., B. Wagner, and S. Kelly, “Purchase Offering Quality: The Effects of Buyer Behaviour on Organizational Supplying Behavior,” *International Journal of Operations and Production Management*, 33(10), (2013), 1260–1282.
- Wang, L., Y. Liao, Y. Ding, and T. Peng, “The Effect of Customer Concentration on Supplier Sustainable Growth: Evidence from China,” *Applied Economics*, 53(17), 2021, 2015–2025.
- Williamson, O. E., *The Economic Institutions of Capitalism*, New York: Free Press, 1985.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 40, Number 4, August 2023

The Effect of Customer Concentration on Corporate Financial Performance

Inkyung Gong* · Soonhee Lee**

〈Abstract〉

This study investigates the relation between the level of major customers and the financial performance in terms of return on assets (ROA) using data of listed companies in manufacturing industry from 2011 to 2019 in Korea. We find that customer concentration negatively affects the ROA, and it might be interpreted as the level of customer concentration becomes higher, major customers have more buying power to make contracts to increase their profits, hence the supplier firms' return may decrease, in the opposite direction. In addition, this study investigates whether the foreign investors and belonging to a large business group can affect the relation between the major customers on ROA. We find that the negative effect of customer concentration on ROA becomes weaker as the stake of foreign investors increases, and also find that for a firm belonging to a large business group, the negative relation between major customers and ROA becomes weaker. These results suggest that the customer concentration and ROA are negatively related generally, however the corporate governance may moderate the relation between the major customers and ROA.

Keywords : Customer Concentration, Return on Assets(ROA), Foreign Investors, Large Business Group

* First Author, Master student, School of Business Administration, Kyungpook National University, E-mail: izki98@gmail.com

** Corresponding Author, Associate professor, School of Business Administration, Kyungpook National University, E-mail: soonhee@knu.ac.kr