

계열사 출자 및 실물투자관계에 대한 실증연구*

김현중** · 이인권***

본 연구는 특수관계인 및 계열사로부터 받은 출자와 기업의 투자관계에 대한 실증분석 내용을 담고 있다. 본 연구의 회귀분석 결과, 특수관계인 및 계열사로부터 조달한 피출자액 비율은 출자규제가 폐지되었던 기간 동안의 투자율과 통계적으로 유의미한 양의 상관관계를 가졌음을 알 수 있었고, 이는 출자와 투자가 밀접하게 연관되어 있음을 보여 주고 있다. 다중회귀 분석에서 피출자액 비율과 투자율이 통계적으로 유의미한 양(+)의 상관관계를 가지며, 특히 출자규제가 있었던 기간보다 출자규제가 폐지되었던 기간 동안 더 강하게 나타나고 있다. 출자규제의 적용대상 기업들의 경우 규제폐지 기간 동안 특수관계인 및 계열사로부터 조달한 출자가 커질수록 더 많은 투자를 수행하였던 반면, 출자규제가 재도입된 2001년 이후에는 출자가 투자에 별다른 영향을 주지 못하였음을 밝혀 냈다. 이는 출자규제가 재도입된 이후 규제대상 기업들이 계열사로부터 충분한 출자를 받지 못하였기 때문에 출자가 투자를 증진시키지 못하게 된 것으로, 출자규제가 폐지되면 출자가 투자를 증진시킬 것임을 시사하고 있다.

핵심주제어: 계열사, 출자규제, 피출자액 비율, 투자율
경제학문헌목록 주제분류: L2, L5, M2

I. 연구의 배경 및 목적

정부는 ‘경제력집중’을 억제하겠다는 목표하에 공정거래법 제1차 개정(1986년 12월)에서 1987년 4월부터 ‘대규모 기업집단’ 소속회사들에 대해 상호출자를 금지하고 출자총액을 제한하는 제도를 도입·시행하였다. 출자총액제한제도는 국내 타 회사에 대한 출자를 제한하는 것으로서 직접적인 상호출자의 금지만으로

* 저자들은 한국경제연구원 동료 연구위원들, 법경제연구회 및 국민대 세미나에서 귀중한 논평을 해 준 참석자들에게 감사한다. 또한 통계자료 수집 및 정리를 맡아 도와 준 김소현 연구조원에게 감사의 뜻을 전한다.

** 한국경제연구원 연구위원(제1저자), E-mail: kim@keri.org

*** 한국경제연구원 선임연구위원(공동저자), E-mail: iklee@keri.org

논문투고일: 2004. 11. 5 수정일: 2005. 6. 10 게재확정일: 2005. 8. 31

는 규제가 어려운 순환출자 등 간접적인 상호출자에 의한 계열확장을 억제한다는 취지하에 도입되었다. 1987년 4월 이 제도가 처음 도입될 당시의 규제대상은 자산총액 4,000억 원 이상의 규제대상 기업 소속 계열사이고 출자한도는 순자산의 40%로 설정되었다. 출자한도의 예외인정 대상으로는 「공업발전법」 또는 「조세감면규제법」에 의한 합리화 계획 또는 합리화 기준에 따른 출자, 보유주식에 대한 신주배정 또는 주식배당으로 인한 출자, 담보권 실행이나 대물변제의 수령으로 인한 출자 등이 포함되었다.

1994년 제4차 공정거래법 개정에서는 출자한도가 40%에서 25%로 축소되었으며 업종전문화 시책이 원활히 추진될 수 있도록 산업의 국제경쟁력 강화를 위한 출자에 대하여 예외인정기간이 5년에서 7년으로 연장되었다. 또한 소유분산 및 재무구조 개선을 유도하기 위하여 소유분산우량회사(동일인 및 친족 지분 8% 미만, 내부지분을 15% 미만, 자기자본비율 20% 이상)에 대한 출자는 규제의 적용대상에서 제외되었다.

이 제도는 외환위기 발생 후 기업구조조정의 촉진을 위해 1998년 2월 제6차 공정거래법 개정에서 폐지되었다. 이는 기업지배구조의 개선, 금융감독 강화, 외국인 투자 자유화, 적대적 M&A 허용 등 다양한 개혁의 추진으로 기업의 차입금융에 의한 무분별한 사업확장이 어려워지는 한편, 출자규제로 인해 기업의 인수·합병, 자산거래, 사업교환 등 기업구조조정이 제약되고 국내기업의 경영권 방어, 사업전략 등이 차별적으로 제약받게 된다는 판단에 따른 것이다.

그러나 제도폐지 이후 기업집단 계열사 간 출자가 대폭 증가하고 내부지분율이 크게 높아지자 공정거래위원회는 이를 제도폐지에 따른 부작용이 커지는 것으로 인식하여 1999년 12월 「공정거래법」을 개정하여 2001년 4월에 동 제도를 부활시켰다. 2002년 1월 제10차 개정에서는 동 제도의 적용대상을 자산총액 5조 원 이상의 기업집단 소속 계열사로 변경하였으며, 기업의 경쟁력 강화와 구조조정 촉진을 위해 적용제외 및 예외인정범위를 확대하였다(〈부표 1〉 참조). 현행 출자총액제한제도는 자산총액이 5조 원 이상의 기업집단에 속하는 계열사가 당해 회사의 순자산액의 25%를 초과하여 다른 국내회사의 주식을 취득 또는 소유하지 못하도록 규제하고 있다. 여기서 순자산액이라 함은 자본총계 또는 자본금 중 큰 금액에서 계열회사에 대한 출자액을 제외한 금액을 말한다. 출자총액제한 기업집단의 계열사가 출자한도액을 초과하여 다른 국내회사의 주식을 취득·소유하는 경우 공정위는 그 주식에 대하여 의결권행사의 금지를 명할 수 있다.

출자총액규제의 개정과 관련하여 규제강화를 주장하는 측과 규제완화 내지 폐지를 주장하는 측 간에 논란이 거듭되고 있는 것은 기본적으로 계열사 출자에 대한 두 가지 대립적인 시각이 존재하기 때문이다. 공정거래위원회의 시각은, 계열사 간 출자가 출자회사 지배대주주의 지배권을 확장하는 수단으로 활용되고 있으며, 따라서 출자규제유지를 통해 대기업집단의 무분별한 계열확장을 막아야 한다는 것이다. 재벌총수가 적은 지분으로 다수의 계열사를 지배하는 왜곡된 지배구조를 개선하기 위한 최소한의 장치로서 출자총액제한제도가 필요하며, 동 제도의 실효성을 제고하기 위해 출자규제를 강화해야 한다고 역설하고 있다. 반면, 재계는 계열사 출자의 목적이 신규사업 진출 또는 기존 사업 역량강화를 위한 투자에 있으며 출자규제는 이와 같은 기업의 정상적인 투자활동을 제약한다는 것이다. 특히, 재계는 자본시장을 통해 대규모 자금조달이 어려운 상황에서 계열사에 대한 출자마저 규제될 경우 신규유망산업 진출이나 설비투자가 위축되고 주력업종 중심의 사업구조 개편이 차질을 빚을 수밖에 없다는 점을 강조하고 있다.

논의의 초점은 계열사로부터 받은 피출자액이 과연 실물투자로 연결되느냐 아니냐 하는 데 있다. 출자 받은 자금으로 투자는 하지 아니하고 경영권만을 방어하려 한다는 주장이 있는 반면, 출자규제로 기업의 자금조달이 제한되어 투자가 위축되고 있다는 주장이 대립하고 있다. 대립되는 두 주장 중 어느 주장을 수용하는가에 따라 출자규제에 대한 정책이 영향을 받기 때문에 쟁점이 되고 있는 것이다. 따라서 이러한 출자와 투자의 관계를 논의하고 연구하는 데 있어서 정확하게 분석범위를 규정하고 적절한 분석방법을 모색하는 것은 매우 중요하다. 본 연구는 출자와 투자와의 관계에 대한 논의가 많음에도 불구하고 이에 대한 연구가 매우 미진하다는 데서 비롯하였다. 본 연구는 정확한 출자와 투자의 분석대상을 설정하고 적절한 분석방법으로 관계를 규명하는 데 연구의 목적을 두고 있다. 기존 연구의 미진하였던 부분에 대하여 평가를 하고 보다 객관적이고 합리적인 분석을 통하여 출자와 투자의 관계를 규명하고자 한다.

II. 연구문헌 검토 및 본 연구의 기여

기존의 관련 연구로는 Lee and Lee(2002)와 이건범(2003)을 들 수 있다. Lee and Lee(2002)는 1997년부터 2001년 동안 30대 기업집단들의 출자 및 피출자관

계를 실증적으로 분석한 연구이다. 한편, 이진범(2003)의 “기업집단의 출자 및 투자 행태분석”은 Lee and Lee(2002)의 연구를 기초로 출자와 피출자 간의 실증관계를 분석하였다.¹⁾ 또한 이진범(2003)은 출자와 실물투자 간의 상관관계를 밝히기 위해 출자와 투자 간 상관관계 분석과 초과투자율에 대해서도 분석하였다. 이진범(2003)의 초과투자율 분석결과를 보면 출자총액제한제도가 기업의 실질적인 투자를 억제하는 효과는 거의 없는 것으로 나타났다. 1997~2003년 기간 동안 대기업집단의 투자증가율과 피출자증가율의 상관계수는 평균 6.8%, 투자액과 피출자증가액의 상관계수는 2.1%로서 매우 낮게 나타난다. 분석기간중 유형고정자산은 거의 증가하지 않았으므로 실물투자가 증가하지 않았음을 알 수 있으며, 이 기간중 출자는 부채비율을 축소하는 목적으로 이용되었을 뿐 투자로 연결되지 못하였다는 것이다. 또한 분석기간중 출자가 수익성을 무시한 채 이루어졌다고 언급하고 있다. 초과투자율(재벌소속기업의 투자율—해당 산업기업들의 평균투자율)을 분석한 결과, 1997년부터 1999년까지는 플러스(재벌소속기업이 더 투자)였으나, 2000년과 2001년 동안에는 마이너스(재벌소속기업이 덜 투자)이었고, 2002년과 2003년은 0에 가까웠다. 즉, 초과투자율 분석을 통해 2000~2001년 동안 출자총액제한제도가 폐지되었음에도 불구하고 실물투자가 증가하지 않았다고 지적하였다.²⁾

서울대 기업경쟁력연구센터(2003)는 『출자총액제한제도의 현황과 정책적 대안』 보고서에서 기업의 출자목적이 대주주의 그룹장악력을 높이려는 측면과 구조조정, 신규사업진출, 전략적 제휴 및 위험분산과 같은 생산적 투자를 통해 기업의 가치를 증대시키려는 측면이 있음을 설명하고 있다. 그리고 1998~1999년 간은 외환위기 이후의 특수상황에서 부채비율을 200% 이내로 낮추어야 하는 규제로 인해 분석기간 동안 유상증자로 부실기업의 재무구조를 개선할 필요가 있었으며, 따라서 출자가 투자와 관련 없다는 증거로 보기에 타당성이 부족하다고 지적하고 있다. 즉, 부채비율 200% 규제 및 구조조정(부실기업 재무구조개선)이 이루어졌기 때문에 출자총액제한이 폐지되었던 기간을 분석대상으로 한 연구는 신뢰성 측면에서 문제가 있다는 것이다.³⁾ 그러나 서울대 기업경쟁력

1) 이진범(2003)은 한국개발연구원(KDI)의 용역보고서 『시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정』 중 제7장에 해당한다. 이진범(2003)은 출자와 피출자관계 분석에 있어서 Lee and Lee(2002)와 동일한 분석방법을 사용하였다. 다만 분석대상기간이 1997~2003년으로서 Lee and Lee(2002)보다 2년 더 연장되었다.

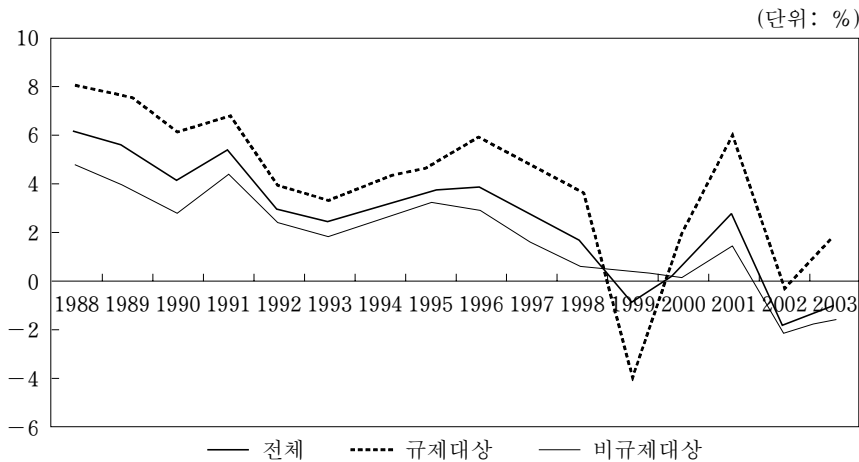
2) 출자규제가 1999년 말 제도입되어 시행이 2001년 4월이었지만, 기업은 이미 늘어난 출자규모를 25% 이하로 제도입 시행시점까지 줄여야 하기 때문에 2000년, 2001년도 실질적으로 출자규제가 적용된 시기였으므로, 위의 주장은 다소 설득력이 부족하다.

연구센터(2003)는 이진범(2003)의 한계를 지적하고 있음에도 불구하고, 구체적인 출자와 투자에 관한 실증연구를 내놓지는 못하고 있다.

본 연구에서는 기존 연구의 한계를 지적하며, 전문가들이 보다 공감할 수 있는 정치한 분석틀을 가지고 출자와 투자의 관계에 대한 실증연구를 하고자 하였다. 상기 연구들의 분석대상 기업집단은 2001년까지 30대 기업집단을, 그리고 2002년과 2003년에는 상호출자 및 채무보증이 제한된 기업집단으로 선정하여, 2002년에는 43개 기업집단이, 2003년에는 총 49개 기업집단이 분석대상이 되었다. 본 연구에서는 출자규제를 받는 규제대상 기업집단과 출자규제를 받지 않는 비규제대상 기업집단을 분석대상에 포함한다. 또한 외환위기 이전과 이후를 포함하는 연구와 우리 나라의 경제구조와 기업의 경영환경이 질적으로 전환되는 외환위기 전후를 나누어 연구하고자 한다. 출자규제가 도입된 시점인 1987년부터 최근 2003년까지 연구기간을 확대하여 시기별 출자규제 내용의 변화가 4개의 규제기간별로 투자에 미치는 효과를 포착하고자 하였다.⁴⁾ 이진범(2003)은 외환위기 이후의 기간 동안만을 자료로 사용하였으며 30대 기업집단을 대상으로만 연구하였다. 이진범(2003)이 사용한 표본기간을 그대로 이용할 경우 기업의 출자 및 투자행위가 정부규제라는 제약조건을 주어진 전제로 하고 행해지고 있기 때문에, 출자규제의 변화(출자규제가 있었던 기간에서 규제내용의 변화 및 출자규제가 폐지되었던 기간)가 기업의 투자행위에 구조적인 변화를 가져왔는지에 대한 분석을 시도하지 못한다. 위의 보고서는 출자와 투자의 상관계수만을 분석하고 있으나 두 변수 간에 의미 있는 관계가 있는가를 파악하기 위해서는 출자 이외에 투자에 영향을 미치는 다양한 변수의 효과를 통제한 후 출자규제와 출자행태의 한계효과(marginal effect)를 보는 것이 통계적으로 의미가 있다. 그리고 출자총액제한제도와 출자행태가 기업의 투자행위에 미치는 효과를 분석하기 위해서는 각 수익성 및 성장성을 나타내는 변수들이 출자 및 피출자에 미치는 영향을 분석하기 보다는 정부규제나 기업의 출자행태가 기업의 투자행태에 미치는 영향을 분석하는 것이 타당할 것이다. 따라서 기존 연구들에

3) 기업경쟁력연구센터(2003)는 출자총액제한의 규제폐지 및 규제제도입에 대한 증권시장의 반응을 실증분석한 사건연구(event study)를 실시한 바 있다. 이 실증분석 결과, 출자규제의 폐지가 시사·결정되었을 때 규제기업 주가의 누적초과수익률이 통계적으로 유의미하게 증가하였던 반면, 규제의 제도입이 시사·결정되었을 때 규제기업 주가의 누적초과수익률이 통계적으로 유의미하게 하락하였다. 이 결과에 대하여 연구자들은 주주들이 출자규제의 폐지를 오히려 호재로 인식하므로 이 증거를 출자규제가 투자저해효과를 지니고 있다고 해석하였다.

4) 4개의 규제기간에 대한 정의는 뒤에서 상술하고자 한다.



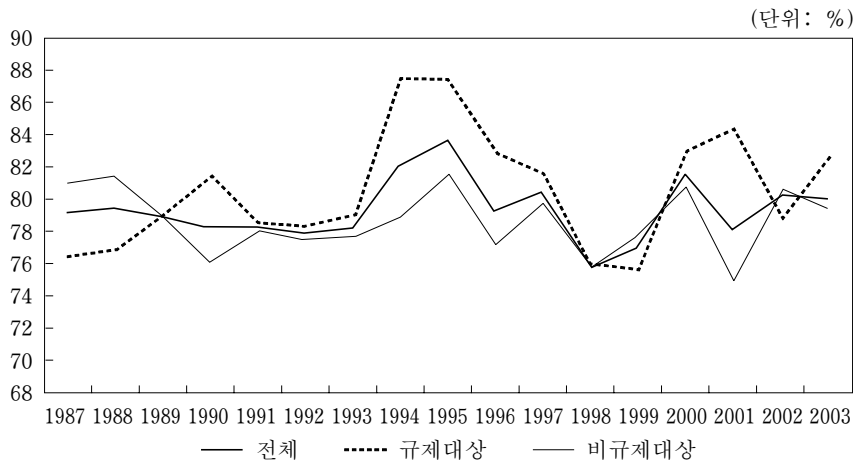
〈그림 1〉 연도별 투자율 추이(1988~2003년)

서 정의된 초과투자율 분석은 투자의 적정성 지표로 활용되기 어렵다. 재벌소속기업의 투자율에서 해당 산업기업들의 평균투자율을 단순 차감한 수치로서의 초과투자율 지표보다는 오히려 설비가동률 측면에서 투자의 적정규모를 파악하는 것이 합리적이다.

〈그림 1〉은 1988년부터 2003년까지의 분석대상 기업들의 평균투자율 추이를 그래프로 나타낸 것이다.⁵⁾ 〈그림 1〉을 살펴보면, 출자총액제한규제의 대상이 되었던 기업집단의 계열사들은 외환위기 이전까지 비규제대상 기업집단의 계열사보다 더 높은 투자율을 기록하였다. 그러나 외환위기 이후 1999년에는 출자총액제한 규제대상 기업의 투자율이 비규제대상 기업보다 낮게 나타나고 있다. 이는 일면 출자총액제한규제가 실시되었던 기간 동안 규제대상 기업들이 더 많이 투자한 반면에, 출자총액제한규제가 폐지되자 비규제대상 기업보다 덜 투자했던 것으로 보일 수 있다. 〈그림 1〉이 시사하는 출자총액제한 규제대상 vs 비규제대상 간의 투자율 비교는 이진범(2003)이 분석한 재벌 vs 비재벌 또는 규제대상 기업 vs 산업평균 간의 투자율 비교와도 일치하는 결과이다.

본 연구에서는 외환위기 이후의 경제변화를 나타내는 지표로서 기업의 가동률을 비교해 보았다. 〈그림 2〉는 기업들의 설비가동률을 나타내는 그래프이다. 1990년부터 외환위기 이전까지 출자총액제한 규제대상 기업들은 비규제대상 기업보다 높은 설비가동률을 기록하였다. 가동률이 높아지면 설비증축을 위하여 설비투자를 실시하는 한편, 가동률이 낮으면 설비투자를 중지하기 때문에 가동

5) 본 연구의 분석대상 기업 및 자료에 대한 설명은 다음 절을 참조.



〈그림 2〉 설비가동률의 추이(1987~2003년)

률은 기업의 투자행위를 설명하는 데 있어서 매우 중요한 변수이다.

외환위기 이전까지 출자총액제한의 규제대상이었던 30대 기업집단의 계열사들은 비30대 기업집단 계열사들보다 더 높은 실물투자를 수행했었다. 그러나 외환위기라는 급작스러운 수요감소를 경험하자 설비투자를 더 많이 수행해 온 30대 기업집단으로서는 단기적으로 설비의 가동률을 감소시켰어야 했다. 〈그림 2〉에서 확인할 수 있는 바와 같이 외환위기 이후 1999년에 30대 기업집단의 계열사들은 비30대 기업집단의 기업보다 더 낮은 설비가동률을 기록하였다. 외환위기 이전까지 비30대 기업집단기업보다 더 많은 설비투자를 해 왔으며, 외환위기 직후에는 비30대 기업집단기업보다 더 낮은 설비가동률을 나타낸 30대 기업집단 계열사들로서는 상대적으로 외환위기 이후 당연히 실물투자를 감소시킬 수밖에 없었을 것이다.⁶⁾ 한편, 출자규제의 재도입 이후 경기회복으로 출자규제대상 기업집단 계열사의 가동률이 비규제대상 기업집단 계열사의 가동률보다 높아졌고, 다시 규제대상 기업들은 비규제대상 기업보다 더 많은 설비투자를 수행하였다. 따라서 일견 출자규제대상 기업과 비대상 기업 간의 설비투자율만을 보면(〈그림 1〉 참조), 출자규제대상 기업의 설비투자가 출자규제 폐지기간 동안 더 낮았던 것으로 생각할 수 있으나, 가동률을 고려하면 이는 출자규제 폐지에 따른 것이 아니라 외환위기 극복과정에서 나타난 현상임을 확인할 수 있다.⁷⁾

6) 이는 외환위기로 인한 수요충격이 30대 기업집단에 대해 더 강하게 영향을 주었음을 의미한다. Lee(2002) 참조.

Ⅲ. 자료 및 실증분석모형

1. 자 료

본 연구에서는 한국신용정보평가(KISLINE)의 자료를 이용하여 매년도 제조업 기업자산을 기준으로 100대 기업집단을 선정하고 이들의 계열사 중 외부감사 이상의 기업을 대상으로 표본을 구성하였다. 이러한 100대 기업집단의 계열사를 대상으로 출자총액제한 규제대상 기업집단의 계열사(이하 규제대상 기업)와 비규제대상 기업집단의 계열사(이하 비규제대상 기업) 간의 행태를 분석하고자한다.

출자와 투자와의 관계를 살펴보기 위하여 출자총액제한제도가 도입된 1987년으로부터 2003년까지의 관련 통계자료를 출자총액제한 규제대상 기업집단의 계열사와 비규제대상 기업집단의 계열사로 분류하였다. 규제대상 기업에는 1988~2001년까지는 30대 기업집단의 계열사 및 2002~2003년 동안은 자산규모 5조 원 이상인 기업집단의 계열사가 포함된다. 따라서 비규제기업은 1988~2001년 동안 30대 기업집단이 아닌 기업집단의 계열사가 포함되고 2002~2003년 동안 자산규모 5조 원 미만이었던 기업집단의 계열사가 포함되었다.

2. 실증분석모형

본 연구의 기본 실증분석모형은 기업투자방정식과 기업성과방정식으로 구성된다. 각 분석모형은 다음과 같다.

〈투자방정식〉

$$\text{투자율} = f(\text{가동률, 전년도 영업이익률, 시장점유율, 현금흐름, 자본집약도, 부채비율, 출자변수*더미1, 출자변수*더미2, 출자변수*더미3, 출자변수*더미4, 연도더미}) + \varepsilon$$

본 연구의 중요 관심사인 투자율은 투자액(유형고정자산의 변화에서 토지취

7) 가동률은 수요충격변수로서 투자함수 추정식에 포함된다. 후술할 실증분석에서 투자함수의 추정결과, 가동률의 추정치는 양(+)의 부호를 나타냈으며 매우 유의한 것으로 나타났다. <표 4>~<표 7> 참조.

득분을 제외한 값)을 자산으로 나눈 비율이다. 자산으로 투자액을 나눈 비율은 일반적으로 투자결정함수 추정에 종속변수로 사용되고 있기 때문에 본 연구에서도 투자액을 자산으로 나눈 비율을 투자율로 이용하였다.⁸⁾ 투자율을 식으로 나타내면 아래와 같다.

$$\text{투자율}_t = \frac{(\text{유형고정자산}_t - \text{유형고정자산}_{t-1}) - \text{토지취득분}}{\text{자산}_t} \times 100$$

투자방정식에 포함하는 설명변수들은 보편적으로 사용되는 산업경제학 분석 방법과 금융경제학 분석틀을 함께 고려하였다.

가동률은 공장설비의 가동비율을 나타내는 변수로서 가동률이 100%이면 기업의 공장설비를 여유 없이 가동하고 있음을 의미한다. 가동률은 단기적으로 고정되어 있는 공장설비용량을 얼마만큼 가동하는지를 나타내는 지표로서 단기적인 수요충격을 반영한다. 가동률이 100%를 넘는 경우도 있는데 이는 야간작업과 같이 주어진 설비용량을 넘어서서 가동하고 있음을 의미한다. 100%를 넘는 가동률이 일시적으로 나타날 수 있으나 이는 설비용량의 부족으로 인한 것이기 때문에 기업은 추가적 설비투자를 통해 설비를 증설한다. 한편, 가동률이 저조할 경우 기업은 추가 설비투자에 대한 유인이 없으며 가동률이 과도하게 낮을 경우에는 설비를 매각하기도 한다. 따라서 일반적으로 기업은 100% 미만으로 공장설비를 가동한다. 가동률이 높아지면 설비증축을 위하여 설비투자를 실시하는 반면, 가동률이 낮으면 설비투자를 중지하기 때문에 가동률은 기업의 투자행위를 설명하는 데 있어서 매우 중요한 변수이다.

전년도 영업이익률은 기업의 가치를 나타내는 지표가 된다. 전년도 수익성이 높은 기업의 투자행태를 살펴보기 위하여 전년도 영업이익률을 설명변수로서 이용하고자 한다. 전년도 영업이익률은 전년도 영업이익을 전년도 자산으로 나눈 값에 100을 곱한 변수이다.

시장점유율은 각 기업이 속한 4단위수준의 산업에서 차지하는 매출액 기준 시장점유율을 의미한다. 기업의 시장점유율은 산업 내 시장집중률과 더불어 투자에 영향을 줄 수 있다. 시장에서 우위를 차지하고 있는 기업은 높은 시장점유율을 유지하기 위하여 더 높은 설비투자를 통하여 경쟁기업을 시장에서 배제

8) 본 연구는 Bond and Meghir(1993), Lang, Ofek, and Stulz(1996), Genry(2002), 윤봉한·오규택(1999), 김지수·정기웅(2000), 최정표·함시창·김희탁(2003) 등에서 사용한 투자함수모형을 이용하였다. 이들 모형에서 자산 대비 투자액이 투자율로 사용하였으며 설명변수에 대하여 자산을 디플레이터로 사용하였다.

시키려 하거나 신규진입을 사전에 봉쇄하려고 한다. 반면에 신규기업으로서는 낮은 시장점유율을 극복하기 위하여 집중적인 투자를 통한 설비확장의 유인이 있을 수 있다. 따라서 시장점유율이 투자에 주는 영향은 다양하게 나타날 수 있다.

자본집약도는 유형고정자산액을 매출액으로 나눈 값(곱하기 100)으로서 해당 기업의 자본장비수준을 나타내는 지표가 된다. 이 변수는 기업별 자본집약도를 통제하는 변수이다. 자본집약도가 높은 업종에서는 한 번 설비투자를 할 경우 대규모로 일어나기 때문에 수요증가에 의해서 요구되는 설비투자의 양보다 실제로 더 큰 설비투자가 일어날 수 있다. 수요가 줄어드는 경우도 자본스톡을 단기간에 적절한 규모로 감축하기가 어렵다. 그래서 투자와 자본집약도 변수는 양의 관계를 가질 것으로 예상할 수 있다. 반면에 자본집약도가 높은 기업에서는 가변비용 대비 고정비용 비율이 높기 때문에, 수요가 감소하여 경쟁이 격화되는 경우 고정비용의 부담을 줄이기 위해 기존 설비를 유지하거나 줄이려는 인센티브를 가질 수 있다.

금융경제학적으로 기업이 투자할 자금을 조성하는 방법은 크게 현금흐름, 부채, 자본의 세 가지로 분류된다.

현금흐름(cash flow)은 기업이 내부적으로 조달할 수 있는 자금으로서 부채나 증자가 아닌 기업 내부적으로 형성되는 자금이다. 현금흐름은 단기순이익과 감가상각비를 합친 금액을 자산으로 나누었다. 기업 내부와 외부와의 정보비대칭성으로 현금흐름을 우선적으로 투자에 사용하는 경향이 있으며, 그러한 경향이 강한 경우 투자에 대한 현금흐름의 민감도(sensitivity)가 강하다고 말한다.⁹⁾ 본

9) Jensen(1986)은 수익성에 따라 투자사업을 결정하는 데 있어서 경영자가 필요 이상의 현금, 즉 잉여현금흐름(free cash flow)을 보유하게 되면 수익성이 낮음에도 불구하고 투자지출을 확대하여 규모극대화라는 사익을 추구한다고 주장하였다. 따라서 Jensen(1986)의 이론에 따르면 잉여현금흐름이 증가할수록 투자지출은 늘어나며, 경영자의 소유지분율이 낮아질수록 투자에 대한 현금흐름의 민감성은 증가한다. Fazzari, Hubbard, and Petersen (1988)은 현금흐름을 설명변수로 사용하여 정보비대칭성이 존재하고 자본시장이 불완전하면 자금조달상의 제약이 투자에 영향을 미친다는 사실을 실증적으로 증명하였다. 연구자들은 배당성향이 낮은 기업은 외부자금비용이 높아 내부자금을 투자를 의존하기 때문에 자금조달상의 제약을 받는다고 판단하였다. 따라서 이들의 연구결과에서 배당성향이 낮은 기업의 현금흐름 민감도가 높게 나타났는데 이는 자금조달상의 제약이 원인이라고 설명하였다. Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991)은 일본의 제조업체를 대상으로 주거래은행을 보유한 기업집단의 계열사와 유대관계가 밀접한 은행이 없는 독립기업 간의 투자행태를 비교한 결과, 독립기업의 현금흐름 민감도가 기업집단의 계열사보다 높게 나타났다. 연구자는 주거래은행과의 장기고정관계로 기업집단의 계열사들은 자금제약이 완화되었던 반면, 독립기업은 정보교환을 지속적으로 할 수 있는 유대관계를 은행과 형성하지 못하였기 때문에 자금제약으로 현금흐름의 민감성이 높았다고 설명하였다.

연구에서는 투자에 대한 현금흐름의 민감성(sensitivity)을 기업 내부와 외부와의 정보비대칭성으로 나타나는 도덕적 해이(moral hazard) 및 자금조달의 제약을 설명하는 변수로서 이용하였다.

부채비율은 기업의 부채액을 자산으로 나눈 비율로서 기업의 외부차입 의존 수준을 나타낸다. 한국 기업의 자금조달은 외환위기 이전까지 주로 외부차입에 의존하였던 바, 70%대의 부채비율을 기록하였다. 그러나 외환위기 이후 부채비율 200% 규제 및 급등한 이자율로 외부차입 자금조달이 곤란해졌다. 부채비율 규제와 급등한 이자율 부담으로 인하여 한국 기업들은 자금을 조달하는 데 있어서 과거의 외부차입과 같은 간접금융방식에서 새로이 유상증자와 같은 직접 금융방식으로 선회하였다. 이러한 자금조달방식의 방향전환으로 기업들의 부채비율은 급감하였다. 투자와 부채비율에 대해서는 다양한 이론적 논의가 존재한다. 투자는 위험을 포함하고 있기 때문에 부채를 통해 투자를 하였다가 이자를 상환하지 못할 우려가 있어 부채와 투자와는 역의 관계가 있다는 주장이 있다. 그러나 반면에 기업의 경영자로서는 외부의 자금으로 투자를 한 후 투자가 성공하면 본인의 이득이 되는 한편, 실패를 한다고 하여도 주식회사제도의 유한 책임성으로 말미암아 기업의 파산 이외의 책임이 전가되지 않는다. 따라서 경영자로서는 위험을 채권자에게 전가시킬 목적으로 위험한 투자를 부채를 통해 조달한다는 주장도 있다.

더미1, 2, 3, 4는 시기별 출자규제 내용의 변화를 통제하는 더미변수이다.

본 연구에서는 출자규제와 기업의 투자행태를 분석하기 위하여 출자규제가 변천해 온 과정을 시기별로 분류하였다. 1987년 처음으로 출자규제가 도입되었을 당시 규제기준은 순자산의 40%였는데, 이 출자규제 기준은 1994년의 공정거래법 개정 이전까지 유지되었다. 따라서 본 연구에서는 1988년부터 1993년까지를 제1기로 분류하였다.¹⁰⁾ 1994년에는 출자규제가 순자산의 25%로 강화되었으며, 이러한 규제기준은 외환위기 직후인 1998년 2월에 출자총액제한규제를 폐지할 때까지 유지되었다. 따라서 1994년부터 1997년까지를 순자산의 25% 출자규제가 실시되었던 제2기로 분류하였다. 그리고 출자총액제한규제가 폐지되었던 1998년부터 2001년 4월에 재도입되기 이전인 2000년까지를 제3기로 정하였다. 마지막 제4기는 출자규제가 재도입된 2001년부터 2003년까지를 포함한다. <표 1>은 분류기간을 정리한 것이다.

투자방정식에서 출자변수란 분석에 필요한 변수를 의미한다. 즉, 분석에 필요

10) 분석자료의 한계로 분석기간을 1987년이 아닌 1988년부터 시작하였다.

〈표 1〉 시기별로 변화한 출자규제 내용

	기 간	내 용	공정거래법 개정일정
제1기: 더미1	1988~1993년	출자규제: 순자산의 40%	1986년 12월 31일 출자규제를 도입하도록 공정거래법 개정
제2기: 더미2	1994~1997년	출자규제: 순자산의 25%	1994년 12월 22일 출자규제 기준을 강화하도록 공정거래법 개정
제3기: 더미3	1998~2000년	출자규제 폐지	1998년 2월 24일 출자규제를 폐지하도록 공정거래법 개정
제4기: 더미4	2001~2003년	출자규제: 순자산의 25%	1999년 12월 28일 출자규제를 재도입하도록 공정거래법 개정, 2001년 4월 재시행

한 설명변수들이 각각 분류기간별로 투자율에 어떠한 영향을 주는지를 분석하기 위한 것이다. 이들 출자변수는 각기 외부투자자 조달금액의 증가율, 자산 대비 특수관계인·계열사 피출자비율 및 자본 대비 특수관계인 및 계열사의 피출자지분율을 의미한다.

외부투자자 조달금액의 증가액 비율은 특수관계인이나 계열사로부터 조달한 출자가 아니라 외부투자자(소액주주 또는 외부 기관투자자)로부터 조달한 자금의 증가액을 자산으로 나눈 값이다. 본 연구는 저장(stock)이 아닌 유량(flow)변수인 외부투자자 조달금액의 증가액이 설비투자액에 어떠한 영향을 미치는지 확인하기 위하여 이러한 비율을 변수로 이용하였다. 이 변수를 식으로 나타내면 아래와 같다.

$$\text{외부조달자금 증가액 비율}_t = \frac{\text{외부조달한 자금}_t - \text{외부조달한 자금}_{t-1}}{\text{자산}_t} \times 100$$

자산 대비 특수관계인·계열사 피출자율은 동일인 및 동일인의 특수관계인과 계열사의 출자액을 그 기업의 자산으로 나눈 값으로서 기업의 자산 대비 의결권을 행사당할 수 있는 피출자비율을 의미한다. 따라서 특수관계인 및 계열사 출자비율은 기업의 의사결정에 영향을 줄 수 있는 출자가 기업의 규모에 비하여 얼마나 이루어졌는지를 살펴볼 수 있는 지표가 된다. 자산 대비 특수관계인·계열사 피출자율은 계열사로부터 조달한 피출자율을 나타내는 변수로서 본 연구에서는 특수관계인을 포함한 계열사의 피출자율이 투자율에 미치는 영향을 설명하기 위하여 계열사만의 피출자율이 아닌 특수관계인과 계열사의 피출자율

을 설명변수로 이용하였다.¹¹⁾

자본 대비 특수관계인 및 계열사의 피출자지분율은 동일인 및 동일인의 특수관계인과 계열사의 출자액을 그 기업의 자본으로 나눈 값이다. 지배주주와 특수관계인 그리고 계열사가 소유하고 있는 주식지분을 의미하는데, 이는 지배구조 측면에서 투자를 결정하는 데 중요한 역할을 한다. 먼저 투자는 일반적으로 위험이 따르는 행위이기 때문에, 아무리 이익률이 높은 사업에 투자한다고 하여도 경영진은 일단 위험을 각오해야 하며 그 결과에 대해 책임을 진다. 따라서 투자의 성공과 실패에 따라 경영자로서의 위치가 내부건제시스템으로부터 영향을 받으므로 본인과 계열사의 출자를 통한 안정적 지분의 확보는 경영자의 투자전략에 영향을 준다. 물론 안정적 지분율의 확보는 경영자가 방만하게 경영하여도 문책이 어렵다는 도덕적 해이의 문제를 초래할 수 있다. 그러나 반면에 안정적 지분의 확보는 고수익·고위험 사업이나 장기적 수익사업에 안정적으로 투자할 수 있도록 해줌으로써 안정위주 또는 근시안적 투자에서 벗어날 수 있도록 해 준다. 두 번째로 기업은 외부차입이나 내부금융을 통하여 조달한 자금으로 투자를 하는데, 투자의 성공으로 기업가치가 상승할 경우 해당 기업은 M&A의 위협을 받는다. 특히, 높은 수익률에도 불구하고 배당을 자제하고 현금흐름으로 투자자금을 조달할수록 기업인수의 위협가능성이 더욱 높아진다. 안정적인 지분율이 확보되지 못한다면 경영권방어가 곤란해지므로 투자에 대한 유인이 급감한다. 즉, 아무리 높은 수익이 예상되는 사업이 있다고 하여도 경영권방어가 곤란하다면 기업인수의 위협이 높기 때문에 경영자는 투자를 자제하게 된다. 따라서 안정적인 지분율의 확보는 M&A의 위협을 회피할 수 있도록 해 주는 지렛대 역할을 하여 투자를 증진시켜 준다.¹²⁾ 셋째로 특수관계인 및 계열사의 지분율 감소는 곧 외부기관 투자자의 지분이 증대됨을 의미하는데, 외부투자자의 지분이 높아지면 배당에 대한 압력이 높아져 기업으로서는 단기적 수익창출을 중요시하게 된다. 즉, 장기적 수익을 고려한 실물투자보다는 비용삭감을 통한 단기수익증대가 기업전략에서 우선시된다.

11) 자산 대비 특수관계인 및 계열사의 피출자율변수에서 변동에 영향을 주는 것은 특수관계인이 아닌 계열사로부터의 피출자율이다. 실제로 특수관계인·계열사의 피출자율변수와 계열사만의 피출자율변수는 상관관계가 95%로 나타날 정도이다. 다만, 본 연구에서는 투자율에 출자규제가 미친 영향을 설명하기 위하여 계열사의 피출자율이 아닌 특수관계인 및 계열사의 피출자율을 설명변수로 사용하였다.

12) 실제로 외환위기 직후 출자총액제한을 폐지한 목적 중 하나는 안정적 지분을 확보하여 M&A의 위협을 회피하도록 하기 위한 것이었다.

3. 기초 통계분석

〈표 2〉는 실증분석모형에서 사용된 주요 변수의 평균을 담고 있다. 먼저 의결권승수 1을 보면 전체기업의 평균값은 5.77로 나타났고 규제대상 기업집단 소속계열사의 경우에는 8.01, 비규제대상 기업집단 소속계열사의 경우에는 4.80으로 낮게 나타났다. 이는 의결권승수 2의 경우에도 비규제대상 기업집단 소속계열사에서 그 값이 낮게 나타나고 있다. 즉, 규제대상 기업에 있어서 지배주주와 특수관계인의 계열사에 대한 소유지분이 비규제대상 기업에 비하여 상대적으로 낮음을 알 수 있다.

기업집단 소속기업의 평균수명은 23.01년으로 비계열기업의 평균나이 18년보다 높다.¹³⁾ 광고집약도는 1% 내외로 외환위기 이후 다소 감소하였다. 현금흐름은 5% 내외에서 변동하고 있으며 외환위기 당시에는 일시적으로 음의 값을 띠고 있다. 부채비율은 외환위기를 기점으로 정부의 부채비율 축소정책에 순응하여 뚜렷하게 하향 추세를 보이고 있다. 투자율은 연평균 2.33%이고 규제대상 기업의 평균투자율이 4.21%로 비규제대상 기업의 평균투자율 1.46%를 크게 앞서고 있다. 자본집약도의 경우에도 규제대상 기업이 10% 정도 높게 나타났다.

시장점유율은 규제대상 기업의 평균시장점유율이 15.96%로 비규제대상 기업의 평균시장점유율보다 2배 정도 높다. 매출액 영업이익률은 9% 내외에서 움직이고 있다. 공장가동률은 80% 정도로 전체 제조업종의 평균가동률과 비슷하게 나타나고 외환위기 이후 1998년도에 75.72%까지 낮아졌다.

자산 대비 특수관계인·계열사피출자비율은 평균 15.39%이고, 비규제대상 기업의 경우 이 수치가 더 높게 나타나고 있다. R&D집약도는 1.83%인데 규제대상 기업의 경우 2.95%로 소규모 기업단보다 2배 이상 높다.

4. 추정방법

본 연구는 1988년(성과분석은 1987년)부터 2003년에 이르는 기간 동안 100대 기업집단 소속기업들을 분석대상으로 하는 패널자료를 사용한다. 따라서 본 연구에서 핵심적인 계량경제학적 이슈는 투자율을 설명하는 설명변수들의 내생성 문제이다. 그러나 본 연구에서는 설명변수의 내생성을 검증하기 위하여 설명변수의 전년도 변수를 이용하여 Hausman 검정을 실시하였다. 그 결과 외생성이

13) 이인권(2002) 참조.

〈표 2〉 각 변수들의 기초통계

변수	구분	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	전체
기업의 나이	규제대상기업	18.25	19.06	19.17	20.69	20.47	21.15	22.24	23.19	23.71	23.70	24.17	24.32	26.45	24.90	25.31	22.13	23.30	22.67
	비규제대상기업	18.41	18.49	19.08	19.02	19.86	20.55	21.35	21.68	21.62	22.71	22.97	24.51	24.76	25.54	26.14	27.00	27.43	23.16
	전체	18.35	18.72	19.12	19.63	20.10	20.78	21.65	22.16	22.24	23.00	23.35	24.45	25.27	25.37	25.89	26.18	26.74	23.01
광고집약도	규제대상기업	0.91	1.32	1.43	1.47	1.08	1.21	1.23	1.34	1.15	1.47	1.02	0.67	0.81	0.87	0.78	0.63	0.68	1.08
	비규제대상기업	1.48	1.32	1.42	1.68	1.28	1.33	1.43	1.20	1.33	1.39	1.29	0.87	0.92	0.93	0.95	1.03	1.09	1.19
	전체	1.26	1.32	1.43	1.60	1.20	1.29	1.36	1.25	1.27	1.42	1.20	0.80	0.88	0.91	0.90	0.96	1.02	1.16
현금흐름	규제대상기업	7.10	6.74	6.62	5.16	4.44	4.41	5.19	5.39	6.21	3.96	0.13	0.35	2.27	4.18	3.93	1.72	5.89	4.00
	비규제대상기업	8.95	9.01	5.80	5.54	5.47	5.25	5.82	6.87	6.19	4.29	1.43	-3.81	5.93	6.58	4.20	7.89	2.06	5.00
	전체	8.28	8.10	6.13	5.40	5.07	4.94	5.61	6.40	6.20	4.19	1.02	-2.50	4.83	5.94	4.12	6.84	2.70	5.00
부채비율	규제대상기업	74.58	69.53	69.03	71.76	73.28	73.73	73.96	73.92	73.89	74.31	77.62	68.45	60.34	59.17	55.52	58.18	56.29	68.85
	비규제대상기업	66.65	66.40	66.11	67.98	69.92	71.20	69.56	69.10	67.72	68.65	69.44	61.64	55.46	54.31	53.58	50.76	48.67	62.11
	전체	69.55	67.64	67.29	69.36	71.23	72.16	71.01	70.59	69.54	70.35	72.12	63.94	56.99	55.66	54.20	52.08	49.98	64.21
투자율	규제대상기업	-	8.17	7.80	6.28	6.85	4.11	3.37	4.23	4.77	6.08	5.05	3.65	-3.89	1.96	6.02	-0.31	1.78	4.21
	비규제대상기업	-	4.90	3.99	2.82	4.53	2.46	1.88	2.53	3.28	3.03	1.64	0.73	0.50	0.16	1.50	-2.08	-1.47	1.46
	전체	-	6.25	5.59	4.19	5.43	3.11	2.45	3.10	3.76	4.00	2.81	1.66	-0.87	0.66	2.80	-1.80	-0.96	2.33
자본집약도	규제대상기업	46.87	50.34	59.77	54.68	58.22	65.73	68.04	64.90	58.54	65.15	68.65	79.95	67.83	59.89	64.02	53.53	53.52	62.33
	비규제대상기업	45.64	45.63	47.30	57.06	51.99	52.00	53.24	51.62	49.62	48.72	47.13	56.30	57.87	58.47	54.83	55.02	49.25	52.26
	전체	46.10	47.52	52.34	56.18	54.36	57.14	58.18	55.83	52.27	53.47	53.96	63.74	60.86	58.85	57.61	54.77	49.95	55.29
시장점유율	규제대상기업	18.97	18.26	18.08	17.86	15.93	16.25	16.37	15.38	15.54	14.74	13.79	13.77	15.33	14.47	14.89	18.43	16.85	15.96
	비규제대상기업	13.73	12.66	11.55	10.55	9.50	9.19	8.54	8.50	7.73	7.20	6.99	7.19	6.38	7.04	7.14	6.85	6.85	8.13
	전체	15.65	14.92	14.15	13.26	11.99	11.85	11.17	10.67	10.05	9.41	9.15	9.25	9.04	8.99	9.47	8.81	8.52	10.52
영업이익률	규제대상기업	8.91	9.11	8.12	8.22	8.54	8.46	9.06	9.33	9.24	8.83	9.68	9.65	9.03	8.81	8.28	9.43	8.54	8.92
	비규제대상기업	10.67	10.21	9.08	9.53	9.22	8.46	9.12	9.21	8.76	8.31	8.90	9.84	9.84	9.25	8.99	8.95	8.23	9.12
	전체	10.04	9.77	8.70	9.03	8.97	8.46	9.10	9.25	8.91	8.46	9.16	9.77	9.60	9.13	8.77	9.03	8.28	9.06

〈표 2〉 계 속

연 수	구 분	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	전체
가동률	규제대상기업	76.35	76.78	78.85	81.43	78.61	78.36	79.13	87.47	87.37	82.86	81.62	75.81	75.59	83.09	84.26	78.83	82.44	80.57
	비규제대상기업	80.95	81.37	78.92	76.11	78.06	77.56	77.76	78.90	81.56	77.22	79.74	75.67	77.89	80.74	74.91	80.62	79.40	78.67
	전 체	79.12	79.37	78.89	78.26	78.29	77.89	78.27	82.01	83.63	79.18	80.47	75.72	77.03	81.48	78.06	80.24	79.93	79.37
자산 대비 특수 관계인·계열사 피출자비율	규제대상기업	9.49	7.91	10.36	9.93	7.43	10.10	10.07	9.52	9.46	9.80	10.34	15.06	14.91	17.70	20.50	19.22	18.67	12.38
	비규제대상기업	10.15	10.53	9.51	11.89	10.27	11.89	13.24	14.15	15.18	14.71	15.22	21.13	19.23	19.30	22.23	25.44	22.24	17.28
	전 체	9.78	9.17	10.03	10.80	8.74	11.08	12.04	12.46	13.15	12.95	13.35	18.79	17.21	18.68	21.51	24.17	21.42	15.39
R&D집약도	규제대상기업	2.24	8.63	16.27	1.75	1.91	2.82	1.90	1.81	1.59	2.05	2.07	2.71	0.78	0.48	0.39	1.03	1.29	2.95
	비규제대상기업	0.88	0.71	1.22	0.87	0.69	0.80	1.07	1.11	1.44	3.08	1.59	1.73	1.29	0.49	0.44	0.60	0.68	1.21
	전 체	1.44	4.19	7.97	1.23	1.19	1.62	1.38	1.35	1.49	2.74	1.76	2.08	1.11	0.49	0.42	0.71	0.82	1.83
매출액 증가율	규제대상기업	40.77	529.61	95.48	275.34	74.85	52.34	37.55	27.64	31.80	222.65	37.70	14.24	51.68	26.48	11.20	84.37	44.81	93.98
	비규제대상기업	45.82	47.83	32.11	160.89	464.87	30.38	18.47	28.91	34.75	27.92	47.51	8.95	39.70	25.24	58.90	20.18	10.97	53.54
	전 체	43.92	243.55	58.32	203.99	315.50	38.77	24.83	28.50	33.85	84.92	44.36	10.58	43.33	25.56	44.57	30.95	16.75	65.97
외부조달자금 증가액 비율	규제대상기업	-	5.17	0.98	-1.88	-1.77	-0.38	0.27	0.49	-0.1	-0.3	-3.52	3.34	6.63	-1.03	-0.7	1.14	0.52	0.47
	비규제대상기업	-	4.92	2.12	-0.99	-1.47	0.33	0.36	-0.2	-0.14	-0.03	-2.04	2.86	3.95	1.33	0.89	0.6	1.92	0.67
	전 체	-	5.06	1.44	-1.59	-1.64	-0.06	0.32	0.07	-0.13	-0.13	-2.62	3.05	5.21	0.28	0.23	0.73	1.58	0.59

기각되지 않았다.¹⁴⁾ 한편, 검정결과 기업별 특성으로 인하여 나타날 수 있는 오차항의 고정효과(fixed effect) 문제가 존재하는 것으로 나타났다. 따라서 본 연구에서는 within estimator를 추정하였다.¹⁵⁾

IV. 추정결과 및 해석

1. 출자와 투자의 관계에 대한 실증분석

본 연구에서는 먼저 피출자증가율과 같은 안정적이지 못한 변수를 설명변수로 추정에 사용할 경우 나타나는 문제점을 설명하기 위하여 외부투자자로부터 조달한 자금의 증가율과 투자와의 관계를 분석하였다(추정 1). 한편, 출자와 투자와의 관계를 분석하기 위하여 출자변수로서 피출자증가액이 아닌 피출자액을 사용한다. 앞에서 설명한 바와 같이 피출자증가분은 출자와 투자와의 관계를 분석하는 데 있어서 출자변수로서 부족하기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 출자변수로서 자산과 비교시 피출자액이 점유하는 비율(특수관계인 및 계열사의 피출자율)을 사용하고자 한다(추정 2). 또한 자본 대비 피출자액의 비중(특

14) 회귀분석의 대상인 추정식에서 종속변수를 설명하는 독립변수는 외생변수가 아니라 다른 독립된 외생변수에 의해 결정되는 내생변수일 수 있다. 설명변수가 내생변수이면 그 내생변수를 종속변수로 두고 종속변수와 관련 있는 외생변수(이를 도구변수: instrumental variable이라고 한다)를 설명변수로 두는 또 다른 추정식을 고려할 수 있다. 두 추정식의 오차항 간에 상관관계가 없다면 단순히 하나의 추정식만으로 추정하여도 consistent estimator를 구할 수 있으나, 그렇지 않을 경우에는 추정치가 inconsistent해진다. Hausman Test는 추정식의 설명변수가 내생성을 보유하고 있는지를 검사하는 방법이다. Hausman Test는 두 추정식을 2SLS로 회귀분석한 추정치와 하나의 추정식만으로 회귀분석한 추정치 간의 차이에 근거한 Wald 통계량으로 내생성 여부를 판단한다. 귀무가설은 하나의 추정치로부터 획득한 추정치가 consistent하고 efficient하다는 가정인데, 이 귀무가설이 기각되면 도구변수를 이용한 2SLS방식의 추정을 해야 한다. 본 연구에서는 외생성이 기각되지 않았으므로 도구변수를 이용한 추정방법이나 구조변수를 고려한 연립방정식 추정방법은 실시하지 않았다.

15) 패널자료를 사용하는 경우 연도별로 또는 기업별로 독특한 특성이 있을 수 있는데 이를 고정효과라고 한다. 이러한 고정효과가 존재할 경우 이를 해결하지 않은 채 회귀분석을 하면 inconsistent estimator를 얻게 된다. 본 연구는 이러한 고정효과가 있는지를 검사하는 데 있어서 Hausman의 Specification Test를 이용하였다. Hausman의 Specification Test는 임의효과(random effect)를 가정하고 회귀분석한 추정치와 고정효과를 가정하고 회귀분석한 추정치 간의 차이에 근거한 Wald 통계량으로 판단한다. 본 연구에서는 내생성 문제에 대한 Hausman 검정의 결과와 임의효과 추정결과는 생략하고 고정효과 추정결과만을 제시하였다.

수관계인 및 계열사의 피출자지분율)도 출자변수로 사용한다(추정 3). 종속변수를 비롯한 추정식은 제2절에서 설명한 분석방법에 따르며, 출자변수들을 기간별로 규제행태에 따라 나누어 분석한다. <표 3>과 <표 4>는 추정 1(외부투자자로부터 조달한 자금의 증가율이 투자에 미치는 영향분석)의 회귀분석 결과를 나타낸다. 그리고 <표 5> 및 <표 6>은 각각 추정 2(특수관계인·계열사의 자산 대비 피출자율이 투자에 미치는 영향)와 추정 3(특수관계인·계열사의 자본 대비 피출자지분율이 투자에 미치는 영향)을 분석한 결과이다.

먼저 산업경제학적으로 투자결정에 영향을 주는 요인에 대한 결과부터 확인하자. 가동률의 추정치는 전 회귀분석에 걸쳐서 양(+)¹⁾의 부호를 나타내었으며 비규제대상 기업을 제외하고는 유의한 값을 나타내었다. 가동률은 수요충격을 반영하는 변수로서 이러한 결과는 투자가 수요충격에 민감하게 반응하였음을 의미한다. 한편, 시장점유율의 추정치는 양(+)²⁾과 음(-)³⁾의 부호가 나타났으며, 모두 유의하지 않았다. 이는 기업이 투자를 결정하는데 있어서 시장점유율은 크게 고려하지 않고 있음을 의미한다. 자본집약도의 추정치는 전 회귀분석에 걸쳐 양(+)⁴⁾의 부호를 나타내었으며, 모두 유의한 값을 보유하였다. 자본집약도가 높은 기업과 산업일수록 실물투자를 더 많이 수행한다는 사실을 의미한다. 한편, 전년도 영업이익률의 추정치는 모두 양(+)⁵⁾의 부호를 나타내었으며, 출자규제대상 기업의 경우 모두 유의한 값을 나타내었다. 이는 출자규제대상 기업의 경우 전기의 영업이익률이 높은 우량기업일수록 더 많은 실물투자를 수행함을 의미한다.

다음으로 기업금융학적으로 투자율에 영향을 주는 현금흐름과 부채비율에 대하여 살펴보자. 현금흐름의 추정치는 모두 양(+)⁶⁾의 부호를 나타내었으며, 모두 통계적으로 유의하였다. 이를 통하여 기업이 투자를 결정하는데 있어서 현금흐름이 높을수록 투자를 더 많이 한다는 사실을 파악할 수 있다. 특히, 출자규제대상인 기업들이 현금흐름에 대하여 더 민감하게 반응한다는 사실을 확인할 수 있다. 출자총액제한 규제대상 기업들의 현금흐름 민감도가 더욱 높다는 사실로부터 규제대상 기업집단의 계열사들이 자금조달상의 제약으로 내부 금융인 현금흐름을 더 많이 의존하고 있다고 판단된다. 한편, 부채비율의 추정치도 모든 회귀분석에 걸쳐 양(+)⁷⁾의 값을 나타내었으며 거의 대부분 통계적으로 유의한 값을 가졌다. 이러한 추정결과는 김지수·정기웅(2000)과 윤봉한·오규택(1999)의 연구결과와 일치한다. 이들 선행연구들이 설명하였듯이 부채비율 추정치값이 유의한 양(+)⁸⁾의 부호로 나타난 결과는 한국에서는 부채로 조달한 자금이

〈표 3〉 추정 1: 외부투자자로부터 조달한 자금증가액 비율의 영향(전체기간 분석)

	전 체	출자총액제한 규제대상
가동률	0.056(2.74) ^{***}	0.076(2.23) ^{**}
시장점유율	0.003(0.05)	0.003(0.03)
전년도 영업이익률	0.126(1.54)	0.381(2.26) ^{**}
현금흐름	24.462(3.61) ^{***}	40.758(3.04) ^{***}
자본집약도	0.065(6.73) ^{***}	0.137(6.38) ^{***}
부채비율	0.141(3.69) ^{***}	0.211(2.74) ^{***}
외부조달자금 증가액 비율	-0.067(-1.30)	-0.128(-1.28)
1989년 연도더미	-2.718(-1.27)	-4.896(-1.48)
1990년 연도더미	-4.367(-2.03) ^{**}	-6.501(-1.95) [*]
1991년 연도더미	-2.103(-1.01)	-4.715(-1.45)
1992년 연도더미	-5.434(-2.73) ^{***}	-8.168(-2.61) ^{***}
1993년 연도더미	-6.012(-3.08) ^{***}	-10.216(-3.24) ^{***}
1994년 연도더미	-5.325(-2.81) ^{***}	-9.006(-2.91) ^{***}
1995년 연도더미	-5.141(-2.72) ^{***}	-7.869(-2.54) ^{**}
1996년 연도더미	-4.533(-2.39) ^{**}	-7.359(-2.39) ^{**}
1997년 연도더미	-6.307(-3.27) ^{***}	-10.368(-3.24) ^{***}
1998년 연도더미	-3.999(-2.02) ^{**}	-8.422(-2.62) ^{***}
1999년 연도더미	-6.988(-3.32) ^{***}	-8.430(-2.48) ^{**}
2000년 연도더미	-5.805(-2.61) ^{***}	-7.900(-2.15) ^{**}
2001년 연도더미	3.246(1.46)	16.888(4.34) ^{***}
2002년 연도더미	-6.961(-2.98) ^{***}	-3.155(-0.65)
2003년 연도더미	-5.877(-2.44) ^{**}	-1.987(-0.37)
상수항	-11.629(-2.88) ^{***}	-22.925(-2.91) ^{***}
R^2	0.1225	0.1887

주: 괄호 안의 수치는 추정치의 t 값을 나타낸다.

*** 1% 유의수준에서 통계적으로 유의.

** 5% 유의수준에서 통계적으로 유의.

* 10% 유의수준에서 통계적으로 유의.

〈표 4〉 추정 1: 외부투자자로부터 조달한 자금증가액 비율의 영향(기간별 분석)

	전 체	출자총액제한 규제대상
가동률	0.057(2.81)***	0.072(2.17)**
시장점유율	-0.000(-0.01)	-0.093(-0.78)
전년도 영업이익률	0.123(1.51)	0.496(2.97)***
현금흐름	25.375(3.74)***	35.927(2.72)***
자본집약도	0.065(6.76)***	0.142(6.81)***
부채비율	0.141(3.69)***	0.172(2.28)**
제1기 외부조달자금 증가액 비율	-0.107(-1.05)	-0.062(-0.41)
제2기 외부조달자금 증가액 비율	-0.009(-0.10)	-0.180(-0.94)
제3기 외부조달자금 증가액 비율	0.024(0.32)	0.057(0.40)
제4기 외부조달자금 증가액 비율	-0.497(-3.55)***	-2.304(-5.91)***
1989년 연도더미	-2.842(-1.32)	-4.409(-1.37)
1990년 연도더미	-4.610(-2.08)**	-5.552(-1.67)*
1991년 연도더미	-2.405(-1.12)	-3.852(-1.18)
1992년 연도더미	-5.568(-2.74)***	-7.295(-2.35)**
1993년 연도더미	-6.130(-3.10)***	-9.528(-3.08)***
1994년 연도더미	-5.490(-2.84)***	-8.302(-2.71)***
1995년 연도더미	-5.310(-2.75)***	-7.254(-2.37)**
1996년 연도더미	-4.679(-2.42)**	-6.974(-2.29)**
1997년 연도더미	-6.276(-3.18)***	-9.951(-3.12)***
1998년 연도더미	-4.438(-2.17)**	-8.890(-2.75)***
1999년 연도더미	-7.690(-3.52)***	-9.968(-2.85)***
2000년 연도더미	-5.958(-2.66)***	-8.147(-2.28)**
2001년 연도더미	3.986(1.75)*	17.526(4.61)***
2002년 연도더미	-6.371(-2.68)***	6.052(1.21)
2003년 연도더미	-5.416(-2.22)**	3.893(0.73)
상수항	-11.535(-2.87)***	-19.066(-2.49)**
R^2	0.1283	0.2278

주: 괄호 안의 수치는 추정치의 t 값을 나타낸다.

*** 1% 유의수준에서 통계적으로 유의.

** 5% 유의수준에서 통계적으로 유의.

* 10% 유의수준에서 통계적으로 유의.

많을수록 기업이 더 많이 투자함을 의미한다.

(1) 추정 1: 투자와 외부조달자금 증가액 비율의 상관관계 분석

추정 1에서는 외부투자자로부터 조달한 자금증가액의 비율과 투자율의 상관관계를 분석하였다. 이견범(2003)은 투자율과 피출자증가율 및 투자액과 피출자증가액 간의 선형 상관관계가 뚜렷하지 않았기 때문에 계열사의 출자와 투자는 관계가 없다고 주장하고 있는데, 외부투자자로부터 조달한 자금증가액과 설비투자액과의 상관관계는 과연 뚜렷한지를 살펴보기 위한 목적에서 이러한 분석을 수행하였다.

〈표 3〉과 〈표 4〉는 외부투자자로부터 조달한 자금의 증가액이 투자액에 주는 영향을 추정한 회귀분석의 결과이다. 먼저 〈표 3〉은 분석대상기간 전체에 대하여 추정한 결과인데, 자산 대비 외부조달자금 증가액 비율과 투자율 간에는 상관관계가 없는 것으로 나타났다. 앞에서 살펴본 바와 같이 현금흐름이나 부채비율의 추정치는 대부분 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 나타난 반면, 〈표 3〉에서 외부투자자 자금증가액 비율의 추정치는 음(-)의 부호로 나타났다.

〈표 4〉는 출자규제가 시행된 기간에 따라 분류하여 추정한 회귀분석의 결과인데, 이 또한 제1기부터 제3기까지 외부투자자로부터 조달한 자금의 증가액 비율이 투자율에 통계적으로 유의한 영향을 주지는 못했던 것으로 나타났다. 그러나 출자총액제한규제가 재도입된 제4기에는 출자규제대상 기업집단의 계열사의 경우 외부투자자로부터 조달한 자금의 증가액 비율과 투자율은 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 그렇다면 제4기에 나타난 결과를 바탕으로 출자규제가 재도입된 이후(제4기)에 규제대상 기업이 외부투자자로부터 자금을 조달하면 투자를 덜 한다고 주장할 수 있는가? 계열사로부터 출자 받은 피출자액의 증가액이나 외부투자자로부터 조달한 자금의 증가액은 모두 기복이 심하고 불안정하기 때문에 자금조달과 투자와의 관계를 증명하는 설명변수로 피출자증가율을 사용하는 것은 적절하지 않은 것이다.

이견범(2003)은 계열사로부터 받은 피출자와 투자가 관계 없다고 주장하였으며, 본 연구가 〈표 3〉과 〈표 4〉의 추정결과를 통해 외부로부터 조달한 자금이 투자와 관계 없다고 주장한다면, 투자는 조달한 자금과 아무런 관계가 없다는 것이 된다. 출자증가율이 투자율과 선형관계가 없고 외부투자자로부터 조달한 자금의 증가율도 투자율과 선형관계가 없다고 해서 자본과 투자가 관련이 없다고 주장하기는 어렵다. 따라서 추정결과 〈표 3〉과 〈표 4〉가 외부투자자로부터

조달한 자금이 투자와 관계가 없다는 의미를 담고 있다고 볼 수 없듯이, 피출자증가율과 투자와의 관계가 없다고 밝힌 이진범(2003)의 연구 또한 의미가 없다. 비록 선형적인 관계가 드러나지는 않으나 경영진의 투자전략에 있어서는 분명히 출자를 통한 자금의 조달이든 외부투자자를 통한 자금의 조달이든 투자와 관련이 있다. 그러한 출자와 투자의 관계로서 고려할 수 있는 것이 M&A의 위협을 회피하기 위한 안정적 지분의 확보와 외부투자자의 지분증가에 따른 배당압력 및 투자회피를 들 수 있다.¹⁶⁾

일반적으로 부채를 통한 자금조달과 투자와의 관계분석에서 부채를 통한 자금조달의 증가율이 아닌 부채비율(자산 대비 부채의 비율, 또는 자본 대비 부채의 비율)을 사용하는데, 이는 앞에서 설명한 이유와 마찬가지로 부채의 증가액과 투자액 간의 선형관계를 찾기 어렵기 때문이다. 따라서 투자와 출자의 관계를 분석하는 데 있어서 관심을 갖고 살펴보아야 하는 점은 전체자산 대비 계열사의 피출자액이 차지하는 비중(또는 자본 대비 계열사의 피출자액이 차지하는 비중)이 증가함에 따라 투자에 어떤 영향을 주는가이다. 자산 대비 계열사 피출자액은 전체자금에서 피출자액이 차지하는 비율이다. 이 비율의 증가가 투자에 긍정적인 영향을 기여한다면 계열사로부터의 피출자가 투자에 영향을 주는 것이다.¹⁷⁾

(2) 추정 2: 투자에 대한 특수관계인·계열사 피출자율의 영향분석

특수관계인·계열사의 피출자율이 투자에 미치는 영향을 추정한 <표 5>를 살펴보자. 전체기업을 대상으로 한 분석에서 특수관계인·계열사의 피출자율의 추정치는 제1~3기의 추정치는 모두 통계적으로 유의한 값을 가지지 못한 반면, 제4기의 추정치는 음(-)의 부호를 나타냈으며 통계적으로도 유의한 값을 가졌다. 본 연구의 주요 관심대상인 출자규제대상 기업만을 추정한 결과를 살펴보면 제2기와 제3기의 추정치는 모두 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 기록하였다. 특히, 출자규제가 폐지되었던 제3기의 추정치가 제2기의 추정치보다 높게 나타났다. 이는 출자규제가 폐지됨으로써 출자와 투자가 연결되는 과정이 보다 민감하게 나타났음을 의미한다. 이러한 결과는 비록 출자와 투자 간에 단순선

16) M&A의 위협에 따른 출자와 투자의 관계에 대해서는 추정 2 및 추정 3의 추정결과를 토대로 설명할 필요가 있기 때문에 추정결과의 해석과 결론부분에서 자세히 설명하도록 하겠다.

17) 투자와 자산 대비 피출자율의 관계 및 투자와 자본 대비 출자지분율의 관계에 대해서는 후술할 추정 2와 추정 3의 회귀분석 결과 참조.

〈표 5〉 추정 2: 자산 대비 특수관계인·계열사 피출자율의 영향분석

	전 체	출자총액제한 규제대상
가동률	0.049(2.76)***	0.055(1.88)*
시장점유율	0.007(0.12)	-0.037(-0.34)
전년도 영업이익률	0.137(1.94)*	0.358(2.62)***
현금흐름	13.175(2.49)**	35.531(3.06)***
자본집약도	0.063(7.37)***	0.135(7.26)***
부채비율	0.105(2.73)***	0.299(3.70)***
제1기 피출자율	0.024(0.28)	0.090(0.51)
제2기 피출자율	-0.010(-0.12)	0.331(1.66)*
제3기 피출자율	-0.003(-0.04)	0.390(2.17)**
제4기 피출자율	-0.194(-2.24)**	-0.208(-0.84)
1989년 연도더미	-1.466(-0.84)	-2.105(-0.77)
1990년 연도더미	-2.859(-1.63)	-4.332(-1.56)
1991년 연도더미	-0.904(-0.53)	-3.175(-1.16)
1992년 연도더미	-4.237(-2.57)***	-6.817(-2.52)**
1993년 연도더미	-4.822(-2.90)***	-8.013(-2.90)***
1994년 연도더미	-3.444(-1.89)*	-8.093(-2.62)***
1995년 연도더미	-3.522(-1.93)*	-7.214(-2.35)**
1996년 연도더미	-2.826(-1.56)	-6.391(-2.12)**
1997년 연도더미	-4.272(-2.33)**	-8.833(-2.90)***
1998년 연도더미	-3.097(-1.53)	-9.888(-2.87)***
1999년 연도더미	-6.040(-2.81)***	-9.402(-2.56)**
2000년 연도더미	-4.608(-2.11)**	-9.112(-2.38)**
2001년 연도더미	6.131(2.69)***	21.554(4.95)***
2002년 연도더미	-2.964(-1.23)	1.992(0.41)
2003년 연도더미	-1.725(-0.70)	4.457(0.79)
상수항	-9.505(-2.32)**	-29.350(-3.59)***
R ²	0.1186	0.1783

주: 괄호 안의 수치는 추정치의 t 값을 나타낸다.

*** 1% 유의수준에서 통계적으로 유의.

** 5% 유의수준에서 통계적으로 유의.

* 10% 유의수준에서 통계적으로 유의.

형관계는 아니지만, 출자규제가 폐지되면 자산 대비 피출자비율의 상승은 투자를 증진시킨다는 관계가 있음을 시사한다.¹⁸⁾

전술한 바와 같이 특수관계인·계열사의 피출자율변수와 계열사의 피출자율 변수는 상관관계가 95%일 정도로 밀접하기 때문에, 특수관계인·계열사의 피출자율변수의 변화는 거의 모두가 계열사의 피출자율의 변화로 설명된다. 따라서 출자규제가 폐지되었던 기간 동안 계열사의 피출자율의 증가가 투자율을 증진시키는 양(+)의 관계가 있었으며, 출자규제의 재도입으로 계열사의 피출자율과 투자율 간의 관계가 나타나지 않게 되었음을 시사한다.¹⁹⁾

(3) 추정 3: 투자에 대한 특수관계인·계열사 피출자지분율의 영향분석

특수관계인·계열사의 피출자지분율이 투자에 미치는 영향을 추정한 <표 6>에서도 추정 2와 유사한 결과가 나타났다. 전체기업을 대상으로 한 분석에서 제1기부터 제3기까지 특수관계인과 계열사의 출자지분율은 기업의 투자율에 유의한 영향을 주지 못했던 것으로 나타난 반면에, 제4기의 추정치는 통계적으로 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 본 연구의 관심대상인 출자규제 기업만을 추정한 결과에서는 출자규제가 폐지되었던 기간 동안은 물론 출자규제가 실시되었던 제2기에도 출자지분율의 증가가 통계적으로 유의하게 투자를 증진시켰음을 알 수 있다. 그러나 출자규제가 폐지되었던 제3기의 추정치가 출자규제가 실시되었던 제2기 출자지분율의 추정치보다 더 크게 나타났다. 이는 출자규제가 폐지되었던 기간 동안 투자가 출자지분율의 상승에 더 민감하게 반응하여 증가하였음을 의미한다. 즉, 이는 출자규제가 폐지되어 있던 기간 동안 투자가 출자지분율에 더 민감하게 반응한다는 사실을 의미한다.

18) 정부가 제3기 동안에 출자총액제한의 폐지를 결정한 것은 계열사에 대한 출자를 허용하기 위한 목적이었다. 외환위기 당시 기업집단은 부채비율을 감축시키는 방법의 일환으로 유상증자를 이용하였는데, 출자총액제한규제로 인하여 계열사가 유상증자를 하여도 다른 계열사가 인수할 수 없었다. 따라서 당시 부채비율 감축을 위하여 유상증자로 발생된 신주를 인수할 수 있는 재원은 외국인이었으므로, 외환위기 직후 국내우량기업에 대한 외국인의 적대적 M&A가 심각하게 우려되었던 상황에서 정부는 출자총액제한규제를 폐지하였던 것이다. 외환위기 직후 부채비율 감축으로 인하여 제3기 동안 부채비율이 투자에 미치는 영향이 감소한 것이 사실이며 이를 대체하여 계열사에 대한 출자의 변화가 투자에 영향을 주었다고 판단한다.

19) 실제로 계열사만의 피출자율만을 이용하여 <표 6>의 추정 2를 회귀분석한 결과, 거의 유사한 결과를 얻은 바 있다.

〈표 6〉 추정 3: 투자에 대한 특수관계인·계열사 피출자지분율의 영향분석

	전 체	출자총액제한 규제대상
가동률	0.048(2.72)***	0.055(1.87)*
시장점유율	0.007(0.12)	-0.026(-0.24)
전년도 영업이익률	0.143(2.04)**	0.331(2.42)**
현금흐름	13.498(2.56)**	40.331(3.53)***
자본집약도	0.063(7.39)***	0.134(7.15)***
부채비율	0.122(3.95)***	0.261(4.18)***
제1기 피출자지분율	0.010(0.32)	0.036(0.67)
제2기 피출자지분율	0.007(0.26)	0.101(1.86)*
제3기 피출자지분율	0.001(0.04)	0.152(2.25)**
제4기 피출자지분율	-0.135(-2.84)***	-0.148(-1.07)
1989년 연도더미	-1.421(-0.82)	-2.223(-0.81)
1990년 연도더미	-2.892(-1.65)*	-4.470(-1.61)
1991년 연도더미	-0.982(-0.58)	-3.250(-1.20)
1992년 연도더미	-4.342(-2.64)***	-6.704(-2.51)**
1993년 연도더미	-4.916(-2.97)***	-7.855(-2.87)***
1994년 연도더미	-3.754(-2.01)**	-8.112(-2.61)***
1995년 연도더미	-3.809(-2.05)**	-7.207(-2.34)**
1996년 연도더미	-3.117(-1.69)*	-6.345(-2.09)**
1997년 연도더미	-4.605(-2.47)**	-8.998(-2.90)***
1998년 연도더미	-3.025(-1.40)	-10.623(-2.89)***
1999년 연도더미	-5.819(-2.64)***	-9.301(-2.55)**
2000년 연도더미	-4.408(-1.95)*	-8.878(-2.32)**
2001년 연도더미	7.991(3.20)***	23.111(4.41)***
2002년 연도더미	-1.440(-0.56)	3.323(0.61)
2003년 연도더미	-0.227(-0.09)	5.394(0.88)
상수항	-10.735(-3.05)***	-27.305(-4.11)***
R ²	0.1191	0.1675

주: 괄호 안의 수치는 추정치의 *t* 값을 나타낸다.

*** 1% 유의수준에서 통계적으로 유의.

** 5% 유의수준에서 통계적으로 유의.

* 10% 유의수준에서 통계적으로 유의.

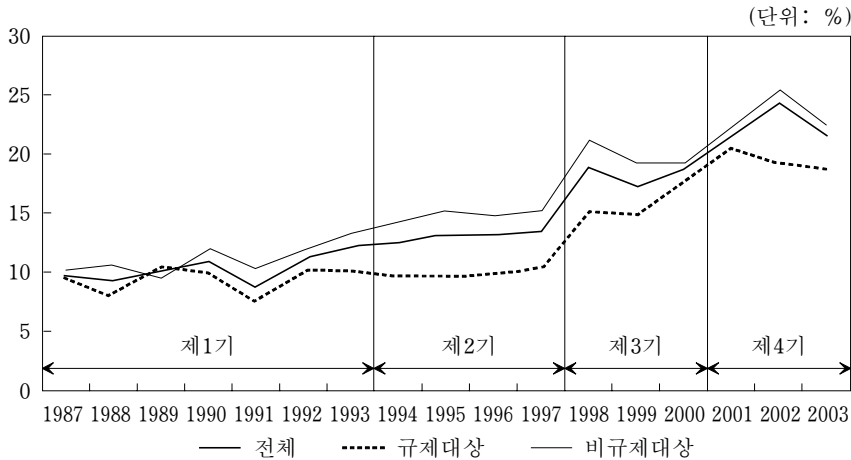
2. 추정결과 보완설명

추정 2와 추정 3의 회귀분석 결과에서 제3기의 추정치가 가장 높은 양(+)의 값을 가졌으며 통계적으로 유의하였다는 사실은, 출자규제가 폐지되었던 기간에서 특수관계인 및 계열사의 출자가 투자에 유의한 영향을 주었음을 분명하게 보여 주고 있다. 규제대상 기업의 경우 출자규제가 폐지되었던 기간 동안 특수관계인 및 계열사의 출자가 투자에 미치는 효과가 부채비율이 투자에 영향을 미치는 정도보다 높다는 것은 출자와 투자가 밀접하게 연관되어 있음을 강하게 시사하는 것이다.²⁰⁾ 기업은 출자규제가 폐지되었던 기간 동안 투자하기 적절한 출자를 달성할 수 있었던 반면, 출자규제가 재도입되자 적절한 출자를 달성하지 못하였던 것이다. 이 때문에 제4기에서 출자와 투자의 상관관계가 통계적으로 유의하게 나타나지 않은 것이다.

〈그림 3〉은 특수관계인 및 계열사로부터 조달한 피출자비율의 추이를 나타낸다. 이 그림에 따르면 기업집단의 계열사들 모두 1998년 이후 출자규제가 폐지되어 있던 기간 동안 지속적으로 피출자비율을 상승시키고 있다. 그러나 규제대상 기업집단의 계열사들은 2001년을 피크로 자산 대비 피출자비율을 감소시켰다. 비규제대상 기업들이 2002년까지 피출자비율을 상승시켰던 사실과 차이가 나타나는 부분이다. 이는 2001년에 출자규제가 재도입되었기 때문에 출자규제대상 기업들은 비규제대상 기업과 달리 계열사로부터 충분한 자금을 조달받지 못하였음을 의미한다. 비규제대상 기업들은 피출자비율(피출자/자산)이 25%에 이르도록 계열사로부터 출자를 받았던 반면, 규제대상 기업들은 피출자비율이 20% 정도에만 이르고는 감소되었다. 따라서 출자규제로 인하여 특수관계인 및 계열사로부터 조달하는 피출자비율을 적절하게 선택하지 못하였기에 기업으로서 투자가 저조할 수밖에 없었을 가능성이 크다고 판단한다.

정부는 적용제외 및 예외인정 등 대폭 완화된 형태로 규제가 재도입되었기 때문에 출자규제로 인한 투자위축은 설득력이 없다고 주장하고 있다. 그러나 실제로 외환위기 이전의 출자규제와 외환위기 이후의 출자규제가 주는 규제의 강도(強度)는 크게 차이가 난다. 외환위기 이전까지 기업들의 자산 대비 부채비율은 70~80%에 달하는 수준으로서 적은 지분으로도 경영권을 방어하면서 안

20) 〈표 6〉의 결과에서 규제기업의 경우, 부채비율의 계수 추정치는 0.299를 기록하였으나, 제3기 동안 특수관계인·계열사 피출자율의 계수 추정치는 0.390을 나타냄으로써, 출자규제가 폐지되었던 기간 동안 특수관계인·계열사의 피출자율이 부채비율보다 투자에 더 큰 영향을 주었음을 보여 주었다.



* 출자총액제한이 처음 도입된 이후 적용기준이 순자산의 40%이었던 1987~1993년 동안을 제1기로, 적용기준이 순자산의 25%로 강화되었던 1994~1997년 동안을 제2기로, 외환위기로 출자규제가 폐지되었던 1998~2000년을 제3기로, 출자규제가 재도입된 2001~2003년을 제4기로 분류.

〈그림 3〉 연도별 자산 대비 특수관계인·계열사의 피출자비율 추이

전하게 투자에 임할 수 있었다. 그러나 외환위기 이후 부채비율 감소정책과 급등한 이자율로 인하여 부채비율을 급감시키는 과정에서 자본시장으로부터 자금을 조달할 수밖에 없었다. 즉, 부채를 통한 자금조달이라는 저렴한 경영권방어의 수단이 작동하지 못하게 되었기 때문에 외환위기 이후 기업은 출자를 통한 경영권방어에 신경을 쓸 수밖에 없으며, 출자규제의 강도는 외환위기 이전과 비교할 수 없을 정도로 강해진 것이다. 이러한 이유로 인하여 같은 순자산의 25%라는 기준을 적용한다고 하여도, 그리고 제한적으로 적용제외·예외인정을 적용한다고 하여도 외환위기 이후 기업집단이 직면하는 출자규제는 외환위기 이전보다 훨씬 더 심각하게 다가오며, 따라서 투자에 대한 여력은 그만큼 감소하는 것이다.

한편, 출자규제로 인하여 특수관계인 및 계열사로부터의 출자가 제한된다는 의미는 곧 계열 내부로부터 조달받아야 하는 자금의 비중이 최소한도로 설정된다는 것이다. 이는 외부투자자로부터 자금을 일정액 이상 조달해야 한다는 규제이다. 외부투자자로부터의 자금비중이 늘어날수록 기업은 장기적인 안목의 투자보다는 단기적인 수익창출에 대한 압력을 받게 된다. 실제로 외환위기 이후 우리 나라의 주요 상장사들의 경우 외국기업의 지분이 높아졌으며, 이에 따라 높은 배당과 높은 수익을 요구받고 있다. 외부투자자의 투자비율이 높을수

록 투자율이 감소된다는 사실은 실증분석 결과로서도 확인할 수 있다.²¹⁾

이러한 출자규제의 폐해로 말미암아 규제대상 기업이 되지 않고자 자산규모를 늘리지 않는 기업집단도 나타나고 있다. 제4기 규제기간에 5조 원 이상 기업집단에 대하여 출자규제가 시행되면서 실제로 자산 5조 원 미만의 기업집단은 출자총액제한대상 기업집단으로 지정되는 것을 우려하여 증자 및 실물자산의 투자를 의도적으로 회피하였다. 특히, 6개 기업집단의 경우 2001년 이후 자산규모가 5조 원에 미달하는 4조 원 후반에 집중되는 양상을 보여 주고 있다.

V. 요약 및 결론

선행연구는 경제학적 고려보다는 단순선형적 관계분석에 그쳤던 반면, 본 연구는 출자와 투자의 관계를 산업경제학적·금융경제학적 방법으로 분석의 틀을 확장하였다. 본 연구는 출자총액제한규제가 시작된 1987년 이후의 자료를 대상으로 분석하였으며, 출자규제시스템이 변경되었던 기간을 분류하고 각 기간별로 출자와 투자의 관계를 살펴보았다. 먼저 본 연구는 기존 연구가 산업경제학적 방법론을 사용하지 않고 단순히 30대 기업집단 계열사의 투자율과 산업평균 투자율을 비교하는 데 대하여 문제점을 제기하였다. 또한 출자증가율과 투자율 간의 선형적 관계가 없다는 것이 무의미하다는 것을 외부투자자의 자금증가율을 이용한 회귀분석을 통하여 증명하였다.

본 연구의 회귀분석 결과 특수관계인 및 계열사로부터 조달한 피출자액 비율은 출자규제가 폐지되었던 기간 동안 투자율과 통계적으로 유의미한 양(+)의 상관관계를 가졌으나 출자규제가 재도입된 이후에는 이러한 관계가 나타나지 않았다. 이는 2001년부터 출자규제가 재도입된 이후 규제대상 기업들이 계열사로부터 적절한 출자를 받지 못하였으며 이것이 투자로 연결되지 못하였음을 의미한다. 출자규제가 재도입된 2001년 이후 규제대상 기업의 피출자율이 감소하였으나, 비규제기업의 피출자율은 2001년 이후에도 계속 증가하였던 사실이 이를 실증적으로 증명한다.

21) 본 보고서에서는 발표하지 않았으나, 자산 대비 외부투자자로부터의 자금조달 비율을 투자율의 설명변수로 포함시킨 추정식을 회귀분석한 바 있다. 그 결과 추정치가 제1~3기에 대해서는 유의한 값을 갖지 못한 반면, 제4기에 대하여 음(-)의 부호를 나타냈으며 매우 높은 유의수준을 나타내었다. 이는 출자규제가 재도입된 2001년 이후 외부투자자로부터 자금을 조달할수록 투자가 오히려 위축되고 있음을 의미한다.

출자규제의 제도입으로 투자가 위축된 이유는 몇 가지로 나누어 설명된다. 첫째, 외환위기 이후 한국 기업들은 M&A의 위협으로 기업을 방어해야 하는 위치에 놓이게 되었다는 점이다. 경영권방어를 위하여 외환위기 이전과는 비교할 수 없을 정도로 특수관계인 및 계열사로부터의 출자가 중요해졌는데, 이는 부채를 통한 자금조달이 용이하였던 과거와 달리 주채무계열사약정과 같은 부채비율규제가 시행되었기 때문이다. M&A의 위협이 클수록 실물투자보다는 배당에 더 관심이 높아지기 때문에, 출자비율이 낮아 경영권에 대한 방어능력이 낮은 기업일수록 실물투자에 대한 유인이 줄어들 수밖에 없는 것이다. 둘째, 출자규제는 특수관계인과 계열사로부터의 자금조달을 일정 비율 이하로 제한하는 규제이며, 따라서 이러한 제도는 일정 비율 이상은 외부투자자로부터 자금을 조달하도록 강요한다. 이에 따라 외부투자자의 출자비중이 일정 비율 이상으로 늘어나는데, 이는 기업의 투자를 위축시키는 요인으로 작용한다. 외부투자자는 장기적 안목의 실물투자보다는 단기적으로 주식가치를 증대시켜 주는 단기수익에 더 많은 관심을 갖는다. 특히, 외환위기 이후 외국인 투자자로부터의 자본조달비중이 높아졌으며, 경영권에 대한 외국인 투자자들의 단기수익창출 요구가 증대되고 있다. 따라서 외부투자자의 비중증가는 배당과 수익에 대한 요구로 실물투자를 위축시키는 요인이 되고 있는 것이다.

참 고 문 헌

- 공정거래위원회, 『시장개혁 3개년 로드맵(안)』, 2003. 10.
- 기업경쟁력연구센터, 『출자총액제한제도의 바람직한 개선방향』, 서울대학교 경제연구소, 2003. 4.
- 김지수·정기웅, 「규모극대화, 경영자 지분과 기업의 자본적 투자지출」, 『재무관리연구』 제17권 제2호, 2000. 12, 1~12.
- 윤봉한·오규택, 「투자결정과 자본조달결정의 통합적 수행 여부에 관한 실증연구」, 『재무연구』 제12권 제2호, 1999. 11, 95~124.
- 이건범, 「기업집단의 출자 및 투자 행태분석」, 『시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정』(제7장), 한국개발연구원, 2003. 9.
- 이인권, 「과잉설비의 결정요인에 관한 연구: 빅딜업종을 중심으로」, 『경제학연구』 제48집 제3호, 한국경제학회, 2000. 9.

- _____, 「한국기업의 성장동학에 관한 실증연구」, 『국제경제연구』 제8권 제1호, 국제경제학회, 2002. 4.
- 이인권·서정환·황인학·한현옥, 『한국재벌의 이해와 과제: 인식과 정책의 전환』, 세미나 발표자료, 한국경제연구원, 2002. 9.
- 최정표·함시창·김희탁, 「우리 기업들의 기업지배구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구」, 『한국경제연구』 제11권, 2003, 5~44.
- Bond, Stephen and Costas Meghir, “Dynamic Investment Models and the Firm’s Financial Policy,” *Review of Economic Studies*, Vol. 61, 1994, 197~222.
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, and B. C. Petersen, “Financing Constraints and Corporate Investment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, 141~195.
- Gentry, William M., “Debt, investment and endowment accumulation: the case of not-for-profit hospitals,” *Journal of Health Economics*, Vol. 21, 2002, 845~872.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups,” *The Quarterly Journal of Economics*, Feb. 1991, 33~60.
- Jensen, M. C., “Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economics Review*, Vol. 76, No. 2, 1986, 323~329.
- Lang, Larry, Eli Ofek, and Rene M. Stulz, “Leverage, investment, and firm growth,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, 1996, 3~29.
- Lee, Dong Gull and Keonbeom Lee, “The Dark Side of Internal Capital Allocation: The Case of Korean Chaebols,” *Seoul Journal of Economics*, Vol. 15, No. 2, 2002, 321~368.
- Lee, In Kwon, “Government-Led Restructuring of Firms’ Excess Capacity and Its Limits: Korean “Big Deal” Case,” *Seoul Journal of Economics*, Vol. 15, No. 2, 2002, 295~319.
- Maksimovic, Vojislav and Gordon Phillips, “Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence,” *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 2, 2002, 721~767.

〈부표 1〉 출자총액제한제도의 적용제외 및 예외

적용제외	<p>-적용제외 기업집단</p> <ul style="list-style-type: none"> · 금융업 또는 보험업만을 영위하는 기업집단 · 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사가 지배하는 기업집단 · 회사정리절차, 기업구조조정촉진법상의 관리절차가 진행중인 회사의 자산총액 합계가 기업집단 전체 자산총액의 50% 이상인 기업집단 · 부채비율이 100% 미만인 기업집단 <p>-적용제외 회사</p> <ul style="list-style-type: none"> · 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사 · 지주회사 · 회사정리절차, 화의절차, 기업구조조정촉진법상의 관리절차가 진행중인 회사 (절차종료 후 1년 이내) <p>-적용제외 출자</p> <ul style="list-style-type: none"> · SOC 민간투자회사에 대한 출자(20년 이내, 10년 연장가능) · 민영화되는 공기업의 인수를 위한 출자 · 동종업종 또는 밀접한 관련사업을 영위하는 회사에 대한 출자 · 정부가 30% 이상 출자한 회사에 대한 출자
예외	<ul style="list-style-type: none"> -보유주식의 지분비율 내에서 신주를 취득·소유하는 경우(2년 이내) -담보권 실행 또는 대물변제수령에 의해 주식을 취득·소유하는 경우(6월 이내) -외국인 투자기업에 대한 출자(5년 이내) -기업구조조정, 중소기업과의 기술협력, 신산업의 국제경쟁력 강화를 위해 출자하는 경우(5년 이내, 3년 연장가능) <ul style="list-style-type: none"> ○ 기업구조조정 관련출자(2003년 3월 말까지 유효) <ul style="list-style-type: none"> · 동종업종 회사에 대한 현물출자 또는 영업양도(5년 이내) · 합병을 위한 동종업종 회사주식의 취득·소유(2년 이내) · 핵심 사업부문의 역량강화를 위한 출자(5년 이내) · 물적 분할로 신설되는 회사에 대한 출자(5년 이내) · 임직원이 설립하는 분사회사에 대한 지분 30% 미만의 출자(5년 이내) · 부실기업의 재무구조 개선을 위한 출자(2년 이내) · 무상증여에 따라 주식을 취득·소유하는 경우(2년 이내) · 기업구조조정 지원을 위한 무상증여주식에 대한 출자(2년 이내) ○ 중소기업 관련출자 <ul style="list-style-type: none"> · 원료·부품생산 중소기업 및 벤처기업에 대한 지분 30% 미만의 출자(5년 이내) ○ 신산업 관련출자 <ul style="list-style-type: none"> · 정보통신, 생명공학, 대체에너지, 환경 등 신산업의 국제경쟁력 강화를 위한 출자(5년 이내) -지주회사로 전환하기 위하여 또는 지주회사가 되지 아니하기 위하여 출자한도액을 초과하여 주식을 취득·소유하는 경우(당해 사업연도 말까지, 1년 연장가능) -회사정리절차, 화의절차, 기업구조조정촉진법상의 관리절차가 진행중인 회사의 주식을 소유하는 경우(절차종료 후 6월 이내)

[Abstract]

An Empirical Study on the Relationship between Facility Investment and Equity Investment in Affiliated Firms

Hyun Jong Kim · In Kwon Lee

We examine whether and to what extent a firm's facility investment is affected by equity investments in affiliated firms. Contrary to existing studies, we show that the growth of equity investment in affiliated firms promote the firm's facility investment through regression analysis, where market demand, financial structure and ownership structure variables are controlled for. Our study suggest that the Korea Fair Trade Commission (KFTC) policy that limits equity investment in affiliate firms up to 25% per cent of net assets tends to have a negative impact on facility investment, thereby recommending the deregulation of such restrictions on equity investment of affiliated firms to help improve facility investments.

Keywords: Affiliated Firms, Regulation on Equity Investment, Ratio of Equity Investment, and Ratio of Facility Investment

JEL Classification: L2, L5, M2