

# 내부금융시장과 기업의 투자행동 : 5대 재벌을 중심으로

진태홍\*

## 〈요 약〉

본 논문은 5대 재벌 계열사들의 투자행태를 분석하였다. 5대 재벌 계열사들을 상장기업과 비상장기업으로 나누어 분석하면 비상장기업의 투자는 내부현금흐름에 영향을 받고 상장기업에 비해 계열사 현금흐름에 영향을 받는 정도가 큰 것으로 나타나고 있다. 5대 재벌 계열사들을 종속기업과 비종속기업으로 나누어 분석하면 종속회사의 투자가 비종속회사에 비해 계열회사 현금흐름에 영향을 받는 정도가 큰 것으로 나타나고 있다. 본 논문의 분석결과는 5대 재벌의 경우 비상장회사와 종속회사가 다른 계열사들로부터 자금지원을 받는 형태로 내부금융시장이 작동하고 있다는 것을 보여주고 있다.

## I. 서 론

IMF 구제금융이후 한국경제의 위기가 심화되면서 경제의 각 부문에 걸쳐서 구조조정 필요성이 증대하고 있다. 특히 국민경제 전체에 차지하는 비중이 큰 재벌의 구조조정은 경제위기 극복에 필수 불가결한 것으로 대내외적으로 인식되고 있다. 재벌기업의 바람직하지 못한 행태로 차입경영, 비관련다각화 그리고 총수중심의 의사결정구조 등이 지적되고 있지만 이러한 행태보다 근본적인 문제는 투자의 비효율성이다. 구조조정 차원에서 재벌간의 소위 빅딜이 논의되는 것도 재벌의 투자효율성이 높지 않다는 것을 말해주고 있다.

재벌기업의 투자효율성문제는 그 동안 재무학분야에서 직접적으로 다루어지기보다는 투자의 유동성제약을 분석하는 과정에서 간접적으로 다루어졌다. 기존 연구들은 대체로 재벌기업이 독립기업에 비해 투자에 있어서 유동성제약을 덜 받는다는 분석결과를 보여주고 있는데 이러한 결과는 재벌의 투자효율성에 대해서는 뚜렷한 시사점을 제

\* 홍익대학교 상경대학 부교수

\*\* 본 연구는 1997년도 학술연구진흥재단의 연구비지원으로 작성되었음.

공하지 못하고 있다. 이 분야 연구들 가운데 신현한과 박영석(1998)은 기존의 투자의 유동성 제약 분석틀을 이용하여 재벌기업의 투자효율성 문제를 비교적 잘 분석하였다. 이들은 재벌기업의 투자가 독립기업에 비해 내부현금흐름에 덜 민감하다는 것을 확인하였고 동시에 재벌에 일종의 내부금융시장이 형성되고 있다는 것을 보여주었다. 재벌기업의 투자는 내부현금흐름 수준에는 영향을 받지 않지만 동일 계열의 다른 기업들의 현금흐름에 크게 영향을 받고 있다는 것이다. 이들은 또한 재벌기업의 투자가 다른 계열사들의 현금흐름에 영향을 받고 있는 정도가 성장가능성과 독립적이라는 것을 보여주었다. 재벌의 내부금융시장이 계열기업들의 투자수익성이나 성장가능성과 관계없이 움직이고 있다는 것이다.

본 논문에서는 이들의 연구를 연장하여 재벌의 투자행태를 보다 구체적으로 분석한다. 이들이 30대 재벌 상장기업만을 분석하였는데 비해 본 논문은 비상장기업을 포함한 5대 재벌 계열사들을 분석하였다. 5대 재벌이 국민경제에서 차지하는 비중이 5대 이하 재벌에 비해 월등히 크고 재벌개혁의 당면과제가 사실상 5대 재벌의 구조조정인 것을 감안하면 5대 재벌만을 대상으로 한 분석은 의미가 있을 것으로 생각된다. 비상장기업을 포함시키면 내부금융시장을 통한 재벌 계열사들의 투자행태를 첫째, 상장기업과 비상장기업으로 나누어 분석할 수 있고 둘째, 그룹의 다른 계열사가 최대주주인 기업 즉 다른 계열사의 자회사 위치에 있는 기업(이하에서는 중속기업으로 부름)과 그렇지 않은 기업(이하에서는 비중속기업으로 부름)으로 나누어 분석할 수 있다. 분석대상을 상장기업으로만 국한시켰을 경우보다 재벌 계열사들의 투자행태를 보다 구체적으로 분석할 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 2절에서는 우리 나라 재벌의 소유, 지배구조의 특징과 이에서 비롯되는 계열사간 상호보조행위가 논의되고 3절에서는 기존의 관련연구들이 간단히 소개된다. 4절은 5대 재벌의 투자 행태를 분석한다. 5절은 간단한 결론이다.

## II. 재벌의 소유, 지배구조와 내부거래

우리 나라 재벌의 소유구조를 보면 몇 가지 특징이 발견된다. 첫째, 지배주주가 상대적으로 작은 지분을 갖고 있고 둘째, 계열회사의 지분비율이 크며 셋째, 계열회사에 대한 지배주주와 그 가족의 직접소유 지분의 크기가 계열회사별로 상당한 차이가 난다는 것이다. 상장 후 증자를 거듭하여 지배주주의 지분의 크기가 작은 계열회사들이 있는가 하면 여전히 지배주주와 그 가족이 50% 이상의 지분을 갖고 있는 계열회사들도 있

다. 이러한 소유구조는 결국 지배주주가 작은 소유지분에도 불구하고 계열사들을 효과적으로 통제하는 것을 도와준다고 볼 수 있다. 지배주주의 소유는 상당히 분산되었지만 지배주주는 자신이 경영권을 행사하기에 충분한 지분을 갖는 계열사의 출자를 통해 다른 계열사들을 유효하게 통제할 수 있다.

지배주주의 의사결정을 사전적으로 혹은 사후적으로 견제할 수 있는 메카니즘이 유효하게 작동하지 못하고 있는 상황에서 재벌의 이러한 소유구조는 지배주주로 하여금 여러 가지 형태의 이해상충적인 의사결정을 하려는 유인을 갖게 한다. 특히 지배주주와 상장기업의 소액주주사이의 이해상충문제는 심각하다. 소유가 재벌의 지배주주에 대부분 집중되었던 시기에는 지배주주와 소액주주사이의 이해상충문제는 심각하지 않았다고 볼 수 있다. 기업의 잔여현금흐름에 대한 청구권과 지배권의 상대적 크기가 거의 같았기 때문이다. 그러나 재벌의 계열사들이 공개되고 증자를 거듭하면서 지배주주의 지분의 크기는 지속적으로 감소되었지만 재벌의 지배주주는 여전히 1인 소유였던 시기와 거의 같은 지배권을 행사함으로써 지배주주와 소액주주의 이해상충문제가 심화된다. 지배주주의 이해상충적인 행동에는 다음과 같은 몇 가지 유형이 있다.

지배주주의 계열사 A에 대한 지분은 100%이고 계열사 B에 대한 지분은 계열사 B가 공개 후 증자를 거듭했기 때문에 20%에 불과하다고 가정하자. 이러한 상황에서 지배주주는 계열사 B의 소액주주의 이익을 희생시키면서 계열사 A의 이익을 증대시킬 유인을 갖게된다. 이와 같은 상황에서 지배주주의 이해상충적인 행동은 다음과 같은 형태로 분류될 수 있다. 첫째, 계열사 B는 계열사 A에게 유리한 조건으로 계열사 A와 내부거래를 할 수 있다. 둘째 계열사 B는 계열사 A를 위해 지급보증을 할 수 있다. 셋째, 계열사 A는 계열사 B의 소액주주에게 불리한 조건으로 계열사 A와 계열사 B를 합병할 수 있다. 넷째, 계열사 B가 갖고 있는 좋은 투자기회가 계열사 A로 이전될 수 있다.

지배주주의 이해상충적인 행동 중에서 특히 우리 나라 재벌에게 문제가 되는 것은 내부거래를 통한 재벌의 계열회사들간의 상호보조 행위라 할 수 있다. 계열회사들간의 상호보조는 자금이 풍족한 계열사가 성장가능성이 있지만 자금이 부족한 계열사를 지원하는 형태로 이루어지기만 하면 국민경제의 효율을 높이는 데 기여할 수도 있다. 긍정적 의미의 내부금융시장을 형성할 가능성이 있는 것이다. 그러나 재벌의 소유지배구조의 특성상 상호보조행위는 불공정하게 이루어질 가능성이 크고 상호보조를 위해 불리한 조건으로 거래해야만 하는 계열회사의 소액주주의 이익을 침해한다는 점에서 문제가 된다. 물론 계열회사들의 독립성, 자율성의 정도에 따라 상호보조 행위의 정도는 재벌별로 큰 차이가 나겠지만 계열회사들간의 복잡한 출자구조를 이용하여 지배주

주가 작은 지분으로 전 계열사를 사실상 통제하는 구조에서는 지배주주는 원하면 언제든지 계열회사들간의 상호보조를 통해 자신의 이익을 극대화시킬 수 있다.

계열회사간의 내부거래는 상품이나 용역 등의 거래에만 국한된 것이 아니라 자본거래에서도 나타날 수 있다. 널리 관행화되어 왔던 상호지급보증 외에도 증권회사, 보험회사, 종합금융회사 등 계열 금융기관들이 동일 계열의 제조업이 발행한 유가증권을 지나치게 비싼 값으로 매입하거나 재무구조가 우량한 계열회사의 자금을 대주주나 다른 계열사가 금리를 지불하지 않거나 지불하더라도 실세금리보다 싼 금리를 지불하고 차입할 수 있다. 대개 이러한 자본거래는 지배주주의 지분율이 낮은 기업이 손해를 보고 지배주주나 특수관계인의 지분율이 높은 기업이 이익을 보는 방향으로 이루어진다.

공정거래위원회의 조사에 의하면 5대 재벌의 경우 98년에 부당한 내부거래를 통해 도움을 받은 회사들 중 약 71%가 최근 3년 중 1년 이상 적자인 기업이며 자본잠식상태에 이른 기업도 약 25%에 달하고 있다. 조사결과에 의하면 내부거래의 대표적 유형은 자본금이 잠식되었거나 여러 해에 걸쳐 연속으로 적자를 본 기업이 발행한 전환사채나 기업어음을 그룹내 지주회사를 포함한 우량 계열사들이 고가로 매입하는 것이다. IMF이후 경영상태가 악화된 5대 재벌의 금융회사들도 그룹내 계열사들로부터 내부거래를 통해 지원을 받아온 것으로 조사되었다. 계열사들은 후순위채권을 고가로 매입하고 주식예탁금을 예치하고 유상증자에 참여하는 등의 방법으로 계열금융회사를 지원하였다.

지배주주가 이해상충적인 의사결정을 할 수 있는 소유, 지배구조가 재벌기업의 투자활동에 대해 시사하는 바는 계열기업이 순현가가 0보다 큰 투자안만을 선택해야한다는 교과서적인 원칙이 지켜지기 어렵다는 것이다. 우선 계열사의 경영자가 지배주주로 부터 독립적으로 투자의사결정을 하기 어렵고 투자 의사결정이 지배주주에 집중되는 경우 앞서 이야기한 이해상충 유인 때문에 특정계열사의 경우 순현가가 0보다 작은 투자안도 지배주주의 이익을 극대화하는데 기여할 수 있다면 선택될 수 있는 것이다.

### Ⅲ. 관련연구의 검토

지금까지 우리 나라에서 재벌의 투자활동에 대한 분석은 투자의 유동성제약(liquidity constraint)이 우리 나라 기업에서 어떻게 나타나고 있는가를 분석하는 과정에서 이루어졌다. 신동령(1992)은 비상장기업을 포함시켜 1987년부터 1990년까지 기업의 내부현금흐름이 투자에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 비상장독립기업이 재벌기업에

비해 투자의 유동성제약이 큰 것으로 나타났다.

윤봉한(1994)은 1983년부터 1990년까지의 상장기업자료만을 사용하여 내부현금흐름이 투자에 미치는 영향을 분석하였다. 재벌기업과 독립기업을 비교한 분석결과에 따르면 독립기업의 투자 유동성제약이 재벌기업의 그것보다 크다는 사실은 입증되지 않았다.

Hoshi의(1991)는 일본의 기업들을 대상으로 투자의 유동성제약을 검증하였는데 우리나라의 재벌과 근본성격은 다르지만 유사한 특징을 갖는 기업집단소속 기업과 독립기업으로 나누어 분석하였다. 분석결과 주거래은행과 밀접한 관계를 갖는 기업집단소속 기업들의 투자가 독립기업의 그것에 비해 유동성제약을 덜 받는 것으로 나타났다.

## IV. 5대 재벌 계열사의 투자행태

### 1. 분석모델

신현한과 박영석(1998)은 재벌기업의 투자가 독립기업에 비해 현금흐름에 덜 민감하다는 기존의 연구결과를 확인함과 동시에 재벌내부에 일종의 내부금융시장이 형성되고 있다는 것을 보여주었다. 재벌기업의 투자는 스스로의 현금흐름 수준에는 영향을 받지 않지만 동일 계열의 다른 기업들의 현금흐름에 크게 영향을 받고 있다는 것이다. 재벌에 일종의 내부금융시장이 형성되어 있다는 것을 실증적으로 확인한 것이다. 이들의 분석에서 확인된 또 하나의 사실은 재벌기업의 투자가 성장가능성에 관계없이 다른 계열사들의 현금흐름에 영향을 받고 있다는 것이다. 재벌에 내부금융시장이 존재한다는 것은 확인할 수 있었지만 내부금융시장이 경제의 효율을 증대하는 방향으로 작동하고 있지는 않다는 것이다.

이들의 연구는 재벌의 내부금융시장의 존재와 기능을 실증적으로 잘 보여주고 있지만 30대 기업집단의 상장기업만을 분석대상으로 하였다. IMF 이후 30대 기업집단 중 5대 재벌이외의 재벌기업들의 상당수가 사실상 해체된 것을 감안하면 5대 재벌은 30대 재벌과 비교해 상대적으로 위상이 다르다는 것을 알 수 있고 이런 점에서 5대 재벌만을 대상으로 한 분석은 또 다른 의미가 있을 것으로 생각된다. 본 절에서는 5대 재벌을 대상으로 비상장기업을 분석대상에 포함시켜 내부금융시장을 통한 재벌 계열사의 투자행태와 관련하여 기존 연구에서 아직 수행되지 않은 몇 가지 분석을 시도한다.

첫째, 비상장기업을 포함시킬 경우 상장기업과 비상장기업간의 투자가 다른 계열사 현금흐름에 영향을 받는 정도를 비교 분석할 수 있다. 앞 절의 재벌의 지배구조에 대한

분석에서 언급되었지만 지배주주가 재벌의 내외부 이해관계자들로부터 견제를 받지 못하는 지배구조하에서 지배주주는 자기의 이익을 증대시키지만 소액주주의 이익을 침해하는 다양한 행동을 취할 수 있는데 일반적으로 지배주주의 지분이 작은 기업의 이익을 희생하여 지분이 큰 기업에 득이 되는 방향으로 의사결정이 이루어질 수 있다. 일반적으로 지배주주는 상장기업보다는 비상장기업의 지분을 많이 갖고 있기 때문에 비상장기업은 투자자금이 부족할 경우 상장기업을 포함한 다른 계열사들로부터 현금지원을 받을 가능성이 상장기업에 비해 크다고 할 수 있다. 다시 말해서 비상장기업은 상장기업에 비해 내부금융시장에 의존하는 정도가 크다고 할 수 있다.

둘째, 재벌에 내부금융시장이 형성되어 있다면 종속기업과 비종속기업들의 내부금융시장에서의 행태는 다를 것이다. 비상장기업을 분석대상에 포함시키면 재벌기업들을 이러한 두 종류로 나누는 것이 가능하고 이들의 투자를 비교하면 재벌의 내부금융시장의 행태를 보다 정확하게 알 수 있을 것이다.

내부금융시장에 대한 이와 같은 분석들을 위해 사용한 방법은 각 기업의 투자가 내부현금흐름과 계열사 현금흐름에 어떻게 영향을 받고 있는가를 회귀분석하는 것이다. 투자를 설명하는 통제변수로 일반적으로 Tobin의 q 혹은 Tobin의 q 대응변수로 시장가치비율(market to book value ratio)이 사용되고 있지만 본 절에서는 비상장기업이 분석대상에 포함되었기 때문에 매출액증가율을 투자를 설명하는 통제변수로 이용하였다. 매출액증가율을 투자를 설명하는 주요 변수로 취급하는 것은 매출승수 투자수요모델(sales accelerator investment demand model)로 알려져 있다. 매출액 증가율 외에 증권시장에서의 자금조달 정도를 나타내는 주가상승율 등을 추가적인 통제변수로 사용하면 좋지만 이것도 분석대상에 비상장기업이 포함된 관계로 사용되지 않았다.

따라서 본 절의 기본회귀모델은 다음과 같다.<sup>1)</sup>

$$\text{투자} = a + b \text{ 매출액증가율} + c \text{ 내부현금흐름} + d \text{ 계열사 현금흐름} \quad (1)$$

종속회사와 비종속회사를 비교하는 경우 이 모델로 투자가 계열사 현금흐름에 영향을 받는 정도를 분석함과 동시에 투자가 모기업 현금흐름에 영향을 받는 정도를 분석하기 위해 다음과 같은 별도의 회귀모델이 사용되었다.

1) 이하의 회귀모형에서 독립변수들간의 다중공선형 문제가 있을 수 있으나 다음과 같은 이유로 명시적으로 고려하지 않았다. 우선 투자를 설명하는 통제변수인 매출액증가율은 기본적으로 성장성을 나타내는 변수로 수익성과 관련된 내부현금흐름이나 계열사현금흐름과 상관관계가 높을 가능성이 작다. 또한 내부현금흐름과 계열사현금흐름은 변수의 정의상 상관관계가 높다고 보기 어렵다.

$$\text{투자} = a + b \text{ 매출액증가율} + c \text{ 내부현금흐름} + d \text{ 모기업 현금흐름} \quad (2)$$

여기서 투자는 고정자산에 감가상각을 더한 값의 증가이고 내부현금흐름은 영업이익에 감가상각을 더한 값이다.<sup>2)</sup> 계열사 현금흐름은 기업이 속한 그룹전체의 현금흐름에서 자기현금흐름을 뺀 것이다. 투자, 내부현금흐름 그리고 계열사 현금흐름은 기업의 크기에 대한 영향을 배제하기 위해 기초의 총자산으로 나누었다. 투자, 내부현금흐름 그리고 매출액증가율은 산업의 영향을 배제하기 위해 산업조정된 값이 사용되었다.<sup>3)</sup>

## 2. 자 료

본 절의 분석은 한국신용평가(주)에서 작성된 30대 기업집단 재무자료 데이터 베이스로부터 수집한 1990년부터 1995년까지의 5대 재벌 제조업의 기업-년도 자료를 바탕으로 하였다. 각각의 기업에 대해 매출액, 영업이익, 감가상각, 총자산, 고정자산, 산업분류코드, 재벌코드, 상장기업여부를 구했다. 이들 기업 연도 자료 중 필요한 자료가 누락되어 있는 경우 제외되었고 투자와 내부현금흐름의 값이 1보다 큰 경우도 제외하였다. 특정기업의 종속기업 여부는 5대 재벌별 소유구조를 바탕으로 파악하였는데 특정기업의 종속회사 여부를 판단하는 기준은 최대주주가 그룹내 타계열사이면서 지분율이 33% 이상인 경우이다.

## 3. 분석결과

### 1) 상장기업과 비상장기업의 비교

<표 1>에는 분석대상기업의 총자산, 투자, 내부현금흐름, 매출액에 대한 요약 통계량이 전체기업, 상장기업, 비상장기업, 종속기업, 비종속기업별로 나누어 계산되어 있다.

2) 내부현금흐름을 교과서적인 영업활동 현금흐름(operating cash flow)으로 측정하면 "영업이익+감가상각비-법인세"가 되어야 하지만 본 논문에서는 법인세를 생략하였다. "영업이익+감가상각비"가 주요 원천이라고 생각되었기 때문이다. 그러나 법인세를 차감한 자료를 사용해도 결과에 중대한 영향을 주지는 않는다고 생각된다.

3) 산업조정은 변수들의 원래 값에서 동일산업에 속한 표본들의 평균값을 빼주는 방식으로 이루어졌다.

&lt;표 1&gt; 요약통계량 : 5대 재벌 제조업, 1990-1995

패널 A : 전체기업					
요약통계량	평균	중앙값	최소값	최대값	기업수
총자산(백만)	840.6	223.7	2.7	13561.8	682
투자	0.057	0.033	-0.3	0.97	682
현금흐름	0.078	0.074	-0.32	0.63	682
매출액증가율	0.320	0.183	-1	6.39	682
패널 B : 상장기업					
요약통계량	평균	중앙값	최소값	최대값	기업수
총자산(백만)	1720.2	899.1	62.64	13561.8	233
투자	0.063	0.033	-0.119	0.708	233
현금흐름	0.076	0.074	-0.037	0.478	233
매출액증가율	0.216	0.183	-0.248	1.751	233
패널 C : 비상장기업					
요약통계량	평균	중앙값	최소값	최대값	기업수
총자산(백만)	384.1	101.05	2.76	6363.9	449
투자	0.053	0.016	-0.308	0.966	449
현금흐름	0.079	0.076	-0.32	0.628	449
매출액증가율	0.367	0.234	-1	6.39	449
패널 D : 중속기업					
요약통계량	평균	중앙값	최소값	최대값	기업수
총자산(백만)	299.8	92.7	2.76	4910.4	269
투자	0.048	0.01	-0.308	0.966	269
현금흐름	0.078	0.074	-0.151	0.628	269
매출액증가율	0.379	0.234	-1	6.39	269
패널 E : 비중속기업					
요약통계량	평균	중앙값	최소값	최대값	기업수
총자산(백만)	1192.8	493.9	3.49	13561.8	413
투자	0.063	0.029	-0.284	0.799	413
현금흐름	0.079	0.075	-0.32	0.478	413
매출액성장율	0.273	0.193	-0.96	2.845	413

전체기업에 대해 식 (1)로 회귀분석을 한 결과는 <표 2>에 나타나 있다. 재벌기업의 투자가 계열기업의 현금흐름에 영향을 받고 있는 것은 여기서도 확인되고 있지만 <표 2>에서 다소 놀라운 것은 재벌기업의 투자가 내부현금흐름에 크게 영향을 받는 것으로 나타난 것이다. 상장기업만을 대상으로 한 기존 연구들의 결과(신동령(1992), 신현환과 박영석(1998))에 따르면 재벌기업의 투자는 내부현금흐름에 영향을 받지 않는 것으로 알려져 있다. 그러나 분석대상기업을 상장기업과 비상장기업으로 나누어 회귀분석을 해 보면 상장기업의 경우 투자가 내부현금흐름에 영향을 받지 않고 있는 것으로 나타나고 있는데 반해 비상장기업의 투자는 내부현금흐름에 민감하게 반응하고 있는 것으로



나타나고 있다. 결국 비상장기업의 투자가 내부현금흐름에 영향을 받는 정도가 커서 전체기업의 투자가 내부현금흐름에 영향을 받는 것으로 분석되고 있음을 알 수 있다.

<표 2> 전체기업을 대상으로 한 투자의 추정

독립변수	회귀분석 1	회귀분석 2
내부현금흐름	0.208(3.36)*	0.2(3.16)*
계열사현금흐름	0.347(3.08)*	0.238(2.31)
매출액성장율	0.022(2.47)**	0.024(2.69)*
adj. R-square	0.04	0.026
obs	682	682

주 1) 회귀분석 1에서는 투자, 현금흐름 그리고 매출액성장율이 산업조정이 않된 상태로 사용되었고 회귀분석 2에서는 이 변수들의 산업조정된 값이 사용되었다.

2) 변수의 설명

투자 = {고정자산(t)+감가상각(t)-(고정자산(t-1)+감가상각(t-1))}/총자산(t-1)

내부현금흐름 = (영업이익(t)+감가상각(t))/총자산(t-1)

계열사현금흐름=(재벌전체의 영업이익(t)+재벌전체의 감가상각(t)-내부현금흐름(t))/재벌전체의 총자산(t-1)-총자산(t-1)

매출액성장율 = (매출액(t)/매출액(t-1))-1

3) \*와 \*\*는 각각 1%와 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

상장기업과 비상장기업으로 나누어 회귀분석을 하는데 있어서 분석의 초점은 투자가 계열사현금흐름에 영향을 받는 정도가 얼마나 다른가이다. <표 3>을 보면 비상장기업의 계열사 흐름의 계수가 상장기업의 그것에 비해 크고 통계적 유의성도 크다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 산업의 영향을 제거한 분석에서는 더욱 선명하게 나타나고 있다. 비상장기업은 상장기업에 비해 내부 현금이 부족할 때 다른 계열사들로부터 지원을 받는 정도가 크다는 것이 확인되고 있다. 이상의 결과를 종합하면 재벌기업이라 하더라도 비상장기업은 투자가 내부 현금흐름에 민감하게 반응하고 내부현금흐름이 부족할 때 계열사에 대해 의존하는 정도가 높다는 것을 알 수 있다.

<표 3> 상장기업과 비상장기업 구분에 의한 투자의 추정

패널 A : 상장기업		
독립변수	회귀분석 1	회귀분석 2
내부현금흐름	0.062(0.46)	0.015(0.12)
계열사현금흐름	0.308(2.09)**	0.142(1.07)
매출액성장율	0.035(1.00)	-0.014(-0.53)
adj. R-square	0.014	0.006
obs	233	233

패널 B : 비상장기업		
독립변수	회귀분석 1	회귀분석 2
내부현금흐름	0.23(3.21)*	0.23(3.16)*
계열사현금흐름	0.367(2.33)**	0.304(2.11)**
매출액성장율	0.023(2.35)**	0.029(2.84)*
adj. R-square	0.04	0.038
obs	449	449

주 1) 회귀분석 1에서는 투자, 현금흐름 그리고 매출액성장율이 산업조정이 않된 상태로 사용되었고 회귀분석 2에서는 이 변수들의 산업조정된 값이 사용되었다.

2) 변수의 설명

$$\text{투자} = \{ \text{고정자산}(t) + \text{감가상각}(t) - (\text{고정자산}(t-1) + \text{감가상각}(t-1)) \} / \text{총자산}(t-1)$$

$$\text{내부현금흐름} = (\text{영업이익}(t) + \text{감가상각}(t)) / \text{총자산}(t-1)$$

$$\text{계열사현금흐름} = (\text{재벌전체의 영업이익}(t) + \text{재벌전체의 감가상각}(t) - \text{내부현금흐름}(t)) / \text{재벌전체의 총자산}(t-1) - \text{총자산}(t-1)$$

$$\text{매출액성장율} = (\text{매출액}(t) / \text{매출액}(t-1)) - 1$$

3) \*와 \*\*는 각각 1%와 5%수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

## 2) 종속기업과 비종속기업의 비교

우선 식 (1)로 종속회사와 비종속회사의 투자를 회귀분석한 결과는 <표 4>에 나타나 있다.

<표 4> 종속기업과 비종속기업 구분에 의한 투자의 추정

패널 A : 종속기업		
독립변수	회귀분석 1	회귀분석 2
내부현금흐름	0.295(3.13)	0.20(2.00)
계열사현금흐름	0.458(2.20)**	0.321(1.66)
매출액성장율	0.02(1.75)	0.019(1.63)
adj. R-square	0.056	0.022
obs	269	269

패널 B : 비종속기업		
독립변수	회귀분석 1	회귀분석 2
내부현금흐름	0.118(1.42)	0.197(2.37)**
계열사현금흐름	0.263(2.01)**	0.18(1.53)
매출액성장율	0.03(2.02)**	0.04(2.48)**
adj. R-square	0.026	0.024
obs	413	413

주 1) 회귀분석 1에서는 투자, 현금흐름 그리고 매출액성장율이 산업조정이 않된 상태로 사용되었고 회귀분석 2에서는 이 변수들의 산업조정된 값이 사용되었다.

2) 변수의 설명

$$\text{투자} = \{ \text{고정자산}(t) + \text{감가상각}(t) - (\text{고정자산}(t-1) + \text{감가상각}(t-1)) \} / \text{총자산}(t-1)$$

$$\text{내부현금흐름} = (\text{영업이익}(t) + \text{감가상각}(t)) / \text{총자산}(t-1)$$

$$\text{계열사현금흐름} = (\text{재벌전체의 영업이익}(t) + \text{재벌전체의 감가상각}(t) - \text{내부현금흐름}(t)) / \text{재벌전체의 총자산}(t-1) - \text{총자산}(t-1)$$

$$\text{매출액성장율} = (\text{매출액}(t) / \text{매출액}(t-1)) - 1$$

3) \*와 \*\*는 각각 1%와 5%수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

<표 4>에서 주목해야할 부분은 계열사 현금흐름의 계수이다. 종속회사의 계열사 현금흐름의 계수는 0.458로 비종속회사의 0.263에 비해 훨씬 크고 통계적 유의성도 큰 것으로 나타나고 있다. 산업조정을 한 경우에도 종속회사의 계열사현금흐름의 계수는 비종속회사의 그것보다 크고 통계적 유의성도 크다. 종속회사의 경우 비종속회사보다 투자에 있어서 다른 계열사의 현금흐름에 의존하는 정도가 크다고 해석될 수 있다. 종속회사가 다른 계열사들로부터 투자에 있어서 자금지원을 받는 형태로 재벌의 내부금융시장이 작동하고 있다는 것을 알 수 있다. 이와 같은 사실을 보다 구체적으로 확인하기 위해 종속회사의 투자를 식 (2)를 이용하여 회귀분석 하였다 독립변수로 계열사현금흐름 대신 모기업현금흐름을 집어넣어 분석한 결과는 <표 5>에 나타나 있다. <표 5>는 계열사 현금흐름 대신 모기업 현금흐름을 독립변수로 포함시킨 회귀분석의 결과를 보여주고 있다. 종속회사의 투자는 모기업의 현금흐름에 민감하게 반응하고 통계적으로 유의함을 알 수 있다.

<표 5> 종속기업 투자의 추정(모기업현금흐름 추가)

독립변수	회귀분석 1	회귀분석 2
내부현금흐름	0.280(2.93)*	0.182(1.83)
모기업현금흐름	0.218(2.19)**	0.185(2.02)**
매출액성장율	0.02(1.71)	0.018(1.57)
adj. R-square	0.056	0.026
obs	269	269

주 1) 회귀분석 1에서는 투자, 현금흐름 그리고 매출액성장율이 산업조정이 않된 상태로 사용되었고 회귀분석 2에서는 이 변수들의 산업조정된 값이 사용되었다.

2) 변수의 설명

$$\text{투자} = \{ \text{고정자산}(t) + \text{감가상각}(t) - (\text{고정자산}(t-1) + \text{감가상각}(t-1)) \} / \text{총자산}(t-1)$$

$$\text{내부현금흐름} = (\text{영업이익}(t) + \text{감가상각}(t)) / \text{총자산}(t-1)$$

$$\text{계열사현금흐름} = (\text{재벌전체의 영업이익}(t) + \text{재벌전체의 감가상각}(t) - \text{내부현금흐름}(t)) /$$

$$\text{재벌전체의 총자산}(t-1) - \text{총자산}(t-1)$$

$$\text{매출액성장율} = (\text{매출액}(t) / \text{매출액}(t-1)) - 1$$

3) \*와 \*\*는 각각 1%와 5%수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

## V. 결 론

본 논문은 5대 재벌 계열사들의 투자행태를 구체적으로 분석하였다. 기존 연구결과에서 재벌기업의 투자가 계열사전체 현금흐름의 영향을 받는 것으로 나타나 내부금융시장이 형성되고 있는 것으로 확인되었지만 분석대상 기업이 상장기업으로 한정되었기

때문에 내부금융시장에 대한 구체적인 분석이 이루어지지 않았다. 본 논문에서는 기존 연구와 달리 5대 재벌만을 대상으로 비상장기업을 포함시켜 분석이 이루어졌다. 5대 재벌이 국민경제에서 차지하는 비중이 5대 이하 재벌들에 비해 상대적으로 월등히 크고 앞으로 재벌개혁의 성패가 사실상 5대 재벌의 성공적인 구조조정에 달려있다는 점에서 5대 재벌의 투자행태를 분석한 본 논문은 의의가 있다고 하겠다.

비상장기업이 포함될 경우 5대 재벌도 투자가 내부현금흐름에 민감하게 반응하는 것으로 나타나고 있다. 분석대상기업을 상장기업과 비상장기업으로 나누어 재벌기업의 투자활동을 분석하면 비상장기업의 투자는 내부현금흐름에 제약을 받고 상장기업에 비해 계열사현금흐름에 영향을 받는 정도가 큰 것으로 나타나고 있다. 재벌기업이라 하더라도 비상장기업은 투자가 내부 현금흐름에 민감하게 반응하고 내부현금흐름이 부족할 때 계열사에 대해 의존하는 정도가 높다는 것을 알 수 있다. 분석대상기업을 종속기업과 비종속기업으로 나누어 투자를 분석하면 종속회사의 투자가 비종속회사에 비해 계열회사 현금흐름에 영향을 받는 정도가 큰 것으로 나타나고 있다. 본 논문의 분석결과 5대 재벌의 경우 주로 비상장회사와 종속회사가 다른 계열사들로부터 투자에 있어서 자금지원을 받는 형태로 내부금융시장이 작동하고 있다는 것을 보여주고 있다.

## 참 고 문 헌

- 신동령, “정보의 불균형이 한국기업의 투자지출에 미치는 영향에 관한 연구”, 재무연구, 제5호, 1992, pp.77-99
- 신현한, 박영석, “기업집단의 내부자본시장과 투자의사결정”, 재무연구 제16호, 1998년 11월
- 윤봉한, “기업투자의 재무적 결정요인에 관한 연구”, 재무연구, 제7호, 1994, pp.57-80
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein, “Corporate structure, Liquidity and Investment : evidence from Japanese Industrial Group,” Quarterly Journal of Economics, 1991, pp.33-60