

# 출자총액제한제도는 효과가 있는가?

김 창 수\*

## 요 약

본 논문은 현재 존재의 논란이 일고 있는 출자총액제한제도의 효과를 실증적으로 검토한다. 상호출자제한기업과 출자총액제한기업을 비교한 결과 차이가 없어 출자총액제한제도가 기업의 투자를 위축시켜 국내 대기업에게 불리한 경쟁 환경을 조성하고 있다는 재계의 주장은 지지되지 않는 것으로 나타났다. 한편 독립기업의 투자가 출자총액제한기업을 포함한 대기업집단 소속 기업의 투자보다 많은 것으로 미루어보아 투자 저해 문제는 출자총액제한제도만의 문제이기보다는 대기업집단을 규제하는 제도 전체의 문제로 인식해야 할 것으로 판단된다. 출자총액제한제도가 대규모기업집단의 순환출자구조를 개선시켜 소유-지배 괴리도를 낮추고 기업의 지배구조를 향상시킨다는 공정거래위원회의 주장도 지지되지 않았다. 따라서 출자총액제한제도의 유효성에 대한 재검토와 더불어 정책 목적을 달성하기 위한 새로운 제도의 도입을 고려해야 할 것으로 판단된다.

## I. 서 론

우리나라 대기업 집단에 대한 규제 중 대표적인 것으로 출자총액제한제도가 있다. 동 제도는 재벌의 경제력 집중을 막고 거래의 공정성을 증진시키기 위하여 1987년에 도입되었다. 즉, 대기업집단이 계열사 간 출자를 통해 가공자본을 형성하고 이를 통해 무분별하게 지배력을 확장하여 소유 지배구조를 왜곡시키는 것을 방지하고, 출자관계로 형성된 집단의 힘에 의하여 발생하는 독립 중

---

\* 연세대학교 정경대학

소·중견 기업과의 불공정 경쟁을 차단하며, 계열사 간 복잡한 출자로 인한 기업집단 동반부실화 및 채권·금융시장 마비를 방지하기 위한 목적으로 도입되었다.

그러나 그 이후 경제 상황 변화에 따라 수차례에 걸쳐 수정 보완이 이루어졌고 또한 폐지와 재도입을 반복하면서 동 제도의 유효성에 대한 논란이 진행되어 왔다. 특히 최근에는 새로운 정부의 출범을 앞두고 동 제도의 폐지 쪽으로 무게가 실리고 있는 상황이다. 대통령 인수위원회는 ‘새 정부 3개월 로드맵’에 출자총액제한제도 폐지를 포함시키고 있으며 공정거래위원회는 이와 관련하여 폐지 이후 재벌의 경제력 집중 문제에 대처할 방안을 마련 중인 것으로 보도되고 있다.

출자총액제한제도와 관련하여서는 지금까지 다양한 차원에서의 연구가 진행되어 왔다. 그러나 출자총액제한제도와 관련된 문헌들은 자료에 근거한 분석을 바탕으로 하기보다는 선형적인 이론에 근거하여 제도의 실효성 여부 및 장단점을 논의하고 있는 것이 대부분이다. 선형적인 이론에 근거하는 경우 출자총액제한제도를 찬성하는 논리와 반대하는 논리 모두가 가능하기 때문에 이론적으로 이 문제를 해결하기는 어려워 보인다. 예를 들어, 김진방(2002)은 출자총액제한제도가 소유-지배 괴리와 경제력집중 완화에 기여할 수 있음을 이론적으로 보이고 있으나, 위정범(2005)은 출자총액제한의 효과는 상황 의존적임을 역시 이론적 모형을 통해 보이고 있다.

따라서 출자총액제한제도의 효과는 실증적으로 검토되어야 할 사안으로 판단되는데 이러한 분석은 그리 많지 않다. 그리고 설사 자료에 근거한 분석을 하였다 할지라도 표본의 대표성이 없기 때문에 일반화하기 어려운 문제가 있다. 예를 들어, 전국경제인연합회(2004)에서 출자총액제한제도의 폐해를 보이기 위한 자료를 수집하여 분석하였는데, 모든 기업이 아닌 이미 애로를 겪고 있는 기업들을 대상으로 분석하고 있으므로 일반화하기 어려운 점이 있다. 본 논문은 광범위한 기업 자료에 근거하여 출자총액제한제도가 기업의 투자와 소유-지배 괴리도에 미치는 영향을 분석함으로써 객관적인 연구 결과 부족이라는 현 상황을 개선하여 이 분야의 연구에 기여하고자 한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 출자총액제한제도에 대한 구체적인 설명을 하고, 제 III장에서는 기존 연구들을 근거로 하여 투자와 소유-지배 괴리도에 대한 가설을 설정한다. 제 IV장에서는 연구방법을 설명하고 제 V장에서는 실증분석 결과를 보고한다. 제 VI장은 논문의 결론을 맺는다.

## II. 출자총액제한제도

현재 우리나라 공정거래법상 대기업의 경제력 집중을 억제하기 위해 기업의 출자를 규제하는 제도로는 상호출자금지와 출자총액제한 제도가 있다. 상호출자금지는 실질적인 출자 없이 가공으로 자본금을 늘리거나 계열기업을 확장하는 것을 막기 위한 것으로, 자산총액이 2조원 이상인 기업집단 소속회사가 자기의 주식을 취득 또는 소유하고 있는 계열회사의 주식을 취득 또는 소유하는 것을 금지하는 것이다(공정거래법 제9조). 출자총액제한은 상호출자금지만으로는 규제가 어려운 순환출자와 같은 간접적인 상호출자에 의한 계열 확장을 억제하기 위한 것으로, 자산총액이 10조원 이상인 기업집단에 속하는 계열회사가 당해 회사의 순자산액의 25%를 초과하여 다른 국내 회사의 주식을 취득 또는 소유하지 못하도록 규제하는 것이다(공정거래법 제10조).<sup>1)</sup> 여기서 순자산액이란 자본총계 또는 자본금 중 큰 금액에서 계열회사에 대한 출자액을 제외한 금액을 말한다. 출자총액제한제도는 출자에 대한 사전적 상한(ceiling)을 두고 있는 것이며, 만일 기업이 출자한도액을 초과하여 다른 국내 회사의 주식을 취득·소유하는 경우에는 공정위가 그 주식에 대하여 의결권 행사 금지를 명할 수 있다.

출자총액제한제도는 대기업의 지나친 경제력 집중을 방지하여 공정거래 질서를 확립한다는 취지에도 불구하고 그 실효성 및 경제적 효과에 관해서는 찬반 양론이 있어 왔다. 제도의 유지를 지지하는 주장은 당연히 공정거래위원회에 의

---

1) 2005년 이전에는 자산총액 5조원이 기준이었으나, 2005년 개정 후에는 6조원으로, 다시 2007년 4월 이후에는 10조원으로 기준이 변경되었다.

해 유지되어 왔고 제도의 폐지를 지지하는 주장은 전국경제인 연합회에 의해 제기되어 왔다.

먼저 출자총액제한제도의 폐지를 요구하는 전국경제인연합회(2006)의 논리는 다음과 같다. 첫째, 소유-지배의 괴리는 우리나라만의 현상이 아니다. 오히려 외국에서는 경영권을 보호하기 위해 상호출자, 차등의결권 등을 허용하고 있어 소유-지배 괴리가 일반적인 현상이다. 둘째, 대기업 경제력 집중은 국제 기준에 비추어 높은 수준이 아니며, 오히려 치열한 국제경쟁에 대처해 나갈 수 있도록 대기업의 성장은 더욱 제고되어야 한다. 셋째, 출자총액제한제도는 기업의 신규 투자를 저해할 뿐만 아니라 기존 투자도 철수하도록 하는 역효과를 내고 있다. 넷째, 제도 도입 이후 규제목적의 변화, 제도의 폐지 및 재도입 등 정책이 자주 바뀌었고 이로 인한 정책 불신으로 제도의 효과가 나타나지 않고 있다. 다섯째, 전 세계적으로 기업투자를 사전적으로 규제하고 있는 나라는 없다.

이러한 재계의 주장에 대해 공정거래위원회는 다음과 같은 반론을 펴고 있다. 첫째, 우리나라의 대규모 기업집단은 다른 나라의 기업집단에 비해 폐해 가능성 및 실제 폐해가 매우 큰 특수한 형태이다. 이로 인해 계열사 간 복잡한 순환출자, 총수의 인적지배와 사익추구로 인한 시장기능 저해, 동반부실로 인한 시스템리스크 증대 등의 문제가 상존한다. 둘째, 출자총액제한제도는 많은 예외조항이 만들어져 제도의 실효성이 크게 떨어진 면이 있으나 1987년 4월 도입된 이래 계열사 출자를 통한 지배력 확대 억제 등 대규모기업집단의 부작용을 감소시키는데 일정 부분 기여한 것이 사실이다. 셋째, 대규모 기업집단의 폐해는 사후규제만으로는 해결하기 어려우므로 출자구조에 대한 사전적 규제가 함께 병행될 필요가 있고, 대안이 마련되기 전에 출자총액제한제도를 폐지하는 것은 곤란하다.

이러한 찬반양론은 나름대로 일리가 있으나 많은 자료의 축적과 이에 근거한 실증분석에 의한 것이 아니라는 중요한 약점이 있다. 설사 자료에 근거하였다 하더라도 자신들의 주장을 관철하기 위해 대표성이 없는 일부 표본을 수집하여 분석한 결과가 대부분이다. 본 논문은 이러한 상황 인식 하에 광범위한 기업별 자료에 근거하여 출자총액제도가 기업의 투자와 소유-지배 괴리도에 미친 영향을 분석한다.

### Ⅲ. 가 설

본 논문은 위에서 살펴본 재계와 공정거래위원회의 주장 중 대표적인 두 가지에 초점을 맞춘다. 하나는 출자총액제한제도가 신시장 개척 등 기업의 신규투자를 저해할 뿐만 아니라 기존 투자까지 철수하게 만든다는 재계의 주장이고, 다른 하나는 출자총액제한제도가 대기업집단의 소유-지배 괴리도를 낮추어 기업 지배구조를 개선하는 효과가 있다는 것이다.

먼저 재계의 주장과 관련하여 전국경제인연합회 조사연구 자료(2004)에 의하면, 2004년 출자총액제한 기업집단 계열사 329개사 중 출자비율이 높은 42개 기업들을 대상으로 동 규제에 따른 투자저해 및 경영애로를 조사한 결과 조사기업 42개사 중 출자총액제한 제도로 투자제약이나 경영상 애로를 겪고 있는 기업은 92.9%인 39개사로 나타났다.

좀 더 과학적인 분석방법을 사용한 연구로 고동수 외 2인(2006)은 출자총액제한제도가 기업의 투자에 부정적 영향을 미칠 수 있는 개연성이 있으므로 동 제도의 폐지를 검토하여야 한다고 주장한다. 이들의 연구 결과에 의하면 전기의 출자가 금기의 투자와 정의 상관관계를 보여 출자가 시차를 두고 투자에 영향을 미치는데 출자총액제도가 이러한 투자 과정에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 것이다. 이들은 자본시장, 금융시장, 상품시장 경쟁과 같은 외부규율이 작동하는 범위 내에서 내부규율에 따라 지배구조를 개선하는 것이 바람직하므로 출자총액제한제도는 실효성이 적다는 점을 지적하고 있다.

그러나 출자총액제한제도가 기업의 투자에 부정적 영향을 미친다는 주장과는 달리 이원흠(2006)은 출자총액제한제도가 실시되던 기간에 동 제도의 제한을 받은 기업의 투자증가율과 투자성공률이 특별히 부정적이지 않았음을 보이고 있다. 이러한 실증결과를 근거로 그는 기업의 투자는 기존투자와 신규투자로부터의 기대 수익률과 가중평균자본비용의 관계에 의해 결정되는 것이지 출자총액제한제도와 같은 규제에 의해 결정되는 것이 아니라고 주장한다. 따라서 현재까지 기존 연구의 진행 상황으로는 출자총액제한제도가 기업의 투자에 영향을 미

치는지에 대한 갈래를 타기 어려우므로 다음 가설 1을 설정하고 실증분석을 시도한다.

**가설 1 : 출자총액의 제한을 받는 기업의 투자는 그렇지 않은 기업들보다 투자가 낮을 것이다.**

다음으로 출자총액제한제도가 기업의 소유-지배구조를 개선한다는 공정거래위원회의 주장에 대한 기존 연구를 살펴보면 우선 근본적 입장에서 출자총액제한제도가 소유-지배 괴리도에 초점을 맞추는 것이 적절하지 않다는 주장이 있다. 고동수·조현승(2006)은 2005년도의 경우 총수가 있는 상호출자제한기업집단의 소유-지배 간의 괴리도는 31.21%이었으나 이러한 괴리도는 그 나라의 경제 사회적 상황에 의해 발전되어 온 것으로 괴리도 수치 자체가 큰 의미를 가질 수는 없다는 입장을 보이고 있다. 강원 외 2인(2005)도 소유-지배 괴리도가 기업가치나 경영성과와 관계가 없다는 실증결과를 보이고 있어 공정거래위원회의 주장에 회의를 갖게 한다.

다음으로 직접적인 출자총액제한제도의 유효성에 대한 연구들이 있다. 김진방(2002)은 출자총액제한제도가 소유-지배 괴리와 경제력집중 완화에 기여할 수 있음을 이론적으로 증명하고 있다. 그러나 출자총액제한제도가 소유-지배 괴리나 경제력 집중을 효과적으로 완화시키지 못한다는 연구도 다수 존재한다. 황인학(2001)은 출자총액제한제도가 일관성 있게 운영되지 못했고 환경 부적합하여 동 제도가 시행되는 동안 경제력 집중이 오히려 심화되었다고 주장한다. 신광식·성소미(2002)도 동 제도가 너무 많은 예외조항을 두고 있어 실효성이 없다고 주장한다. 최정표(2003)는 재벌규제제도를 도입한 1987년 이후 규제의 실효성에 대한 실증분석을 하였는데 동 기간 동안 경제력 집중이 오히려 심화되었음을 보이고 있다.

본 논문은 공정거래위원회의 주장, 즉 출자총액규제는 계열사 간 복잡한 순환출자구조가 더 이상 악화되는 것을 방지하여 소유-지배 괴리도를 개선시킬 수 있다는 주장을 검토하기 위하여 다음과 같이 가설 2를 세우고 동 제도가 소유-지

배 괴리도에 미친 영향을 분석한다.

가설 2 : 출자총액의 제한을 받는 기업의 소유-지배 괴리도는 그렇지 않은 기업들보다 낮을 것이다.

## IV. 연구 방법

### 1. 표본의 구성

본 논문의 표본기간은 2001년부터 2006년까지이며 각 년도의 말에 한국증권거래소에 상장된 상장기업을 표본으로 삼았다. 표본기간을 2001년부터 2006년까지로 한 이유는 이 기간이 본 연구의 중요 변수의 하나인 소유-지배 괴리도를 동일한 기준으로 찾아낼 수 있는 가장 긴 기간이었기 때문이다.

각 년도의 출자총액제한 기업집단과 상호출자제한 기업집단에 소속된 상장기업들은 공정거래위원회의 대규모기업집단공개 시스템을 이용하여 추출하였다. 다음 표는 표본기간 동안의 대규모기업집단 현황을 보이고 있다. 순수 상호출자제한 기업집단은 상호출자제한 기업집단 중 출자총액제한을 받는 기업집단을 제외한 기업집단이다.

〈표 1〉 대규모기업집단 지정현황

(단위 : 개社)

구 분	2001	2002	2003	2004	2005	2006
출자총액제한 기업집단	25(469)	19(356)	17(364)	18(378)	11(283)	14(463)
순수 상호출자제한 기업집단	26(275)	24(348)	32(477)	33(506)	44(685)	46(655)

주) 자료 : 공정거래위원회 대규모기업집단공개시스템, ( )안의 숫자는 계열 회사 수.

이 기업들 중 금융업종을 제외한 888개 표본을 추출하였으며 이 중 한국상장회사협의회 'TS2000'으로부터 주요 회계변수를 계산하기 위해 필요한 자료를

연을 수 없는 기업 10개를 제외하였다. 또한 자본잠식된 기업 7개를 추가로 제외하였는데 이 기업들은 정상적인 기업 활동을 하고 있지 못하기 때문에 실증 결과를 왜곡시킬 수 있기 때문이다. 최종적으로 분석에 포함된 871개 기업의 연도별 현황이 <표 2>에 나타나 있다.

<표 2> 대규모기업집단 표본의 수

(단위 : 개社)

구 분	2001	2002	2003	2004	2005	2006	계
출자총액제한 기업집단	85	62	73	79	56	82	437
상호출자제한 기업집단	24	62	71	69	109	99	434

주) 자료 : 공정거래위원회 대규모기업집단공개시스템.

독립기업의 표본은 2001년부터 2006년 사이에 상장되어 있는 기업들로 금융업을 제외한 7,517개사이다. 이 중 자본잠식된 176개를 제외하여 7,341개사가 표본에 포함되었다.

위에서 설명한 기업집단 소속 기업과 독립기업 표본으로부터 극단치를 제거하고 최종적으로 실증분석에 포함된 표본의 수는 대규모기업집단에 속한 기업 676개, 독립기업 6,669개로 총 7,345개이다.

## 2. 변수의 정의

본 논문에 사용된 변수들의 정의는 다음과 같다.

먼저 종속변수인 투자의 대응치를 찾아야 하는데 현재 공개되는 회계정보 중 투자 활동에 대한 것은 현금흐름표(statement of cash flow)에 나타나 있다. '투자 활동으로 인한 현금유입액'과 '투자활동으로 인한 현금유출액'이 그것이다. 본 논문에서는 다음 식에서 보는 바와 같이 투자활동으로 인한 현금유출액에서 현금유입액을 차감한 금액을 기업의 총자산으로 나누어 표준화한 값을 투자의 대응치(INV)로 사용한다.



$$INV = \frac{(\text{투자활동으로 인한 현금유출액} - \text{투자활동으로 인한 현금유입액})}{\text{총자산}}$$

투자는 여러 가지 요인에 의해 영향을 받을 수 있기 때문에 출자총액제한제도의 영향을 분석하기 위해서는 이러한 요인들을 통제할 필요가 있다. 통제변수로는 다음과 같은 변수들이 포함되었는데 대부분 기존의 연구들에서도 많이 사용하는 변수들이다.

먼저 성장성이 높은 기업들은 성숙기에 접어들어 성장성이 둔화된 기업들보다 투자가 활발할 것이다. 기업의 성장성을 대리할 수 있는 변수는 여러 가지가 있을 수 있겠으나 광고비를 많이 지출하는 기업은 그만큼 공격적인 경영을 하고 있을 것이고 따라서 기업의 성장이 빠를 것으로 예측할 수 있다. 또한 연구개발비 지출이 높은 기업도 장래 기업의 성장을 염두에 두고 지출을 많이 할 것이기 때문에 연구개발비도 성장성의 대리변수로 사용할 수 있다. 따라서 성장성의 대리변수로 다음과 같은 변수를 사용한다.

$$ADV = \frac{\text{광고선전비}}{\text{매출액}}$$

$$RND = \frac{(\text{연구비} + \text{경상개발비})}{\text{매출액}}$$

기업 활동의 기본은 기업 가치를 높일 수 있는 투자안을 많이 수행하여 주주의 부를 극대화하는 것이다. 따라서 기업가치와 투자 사이에는 (+)의 상관관계가 있을 것으로 예상할 수 있다. 기업 가치를 측정하는 변수로는 M/B 비율, 주가수익률, Tobin Q 등을 고려할 수 있는데 본 연구에서는 기존 연구에서 많이 사용하는 Tobin Q값을 사용한다.

구체적인 식은 아래와 같은데 기업의 시장가치는 보통주의 시장가치와 우선주의 시장가치, 부채의 장부가치를 합산하여 추정한다. 보통주와 우선주의 시장가치는 각 각의 시가총액을 사용하였으나 부채의 시장가치는 그냥 장부가치를 사용하였다. 그 이유는 부채의 시장가치는 추정상의 어려움이 있을 뿐 아니라 시장가치와 장부가치의 차이가 크지 않기 때문이다. 보통주 시가총액과 우선주 시가총액은 한국증권선물거래소의 증권통계연보를 사용하였다.

$$Q = \frac{\text{보통주시가총액} + \text{우선주시가총액} + \text{총부채장부가액}}{\text{총자산 장부가액}}$$

오래 시장에서 활동한 기업은 업력이 짧은 기업과 비교할 때 투자 행태가 다를 수 있다. 업력이 오래 되었다는 것은 다른 조건이 같다면 같은 산업에서 오래 있었으므로 기업이 성숙기에 접어들어 성장이 둔화되었을 가능성이 높다. 또한 초기의 독점 이익도 사라졌을 것이므로 투자에 대한 매력도가 떨어진다고 할 수 있다. 따라서 업력이 긴 기업은 짧은 기업에 비해 투자가 저조할 것으로 예상할 수 있다. 본 논문에서는 다음의 변수를 사용한다.

$$AGE = \text{회계연도} - \text{기업의 설립연도}$$

부채비율이 투자에 미치는 영향은 두 가지로 해석할 수 있다. 먼저 부채비율이 높은 기업은 재무곤경에 처할 가능성이 높고 따라서 좋은 투자기회가 생겨도 자본비용이 높기 때문에 투자에 대한 제한이 클 것이다. 그러므로 부채비율과 투자는 (-)의 관계가 있을 것으로 예상할 수 있다. 그러나 부채의 존재가 자본시장의 감시감독을 용이하게 하는 측면이 있으므로 대리인 비용을 낮추고 따라서 자본비용을 낮추는 효과가 있다. 그러므로 부채와 기업의 투자는 (+)의 관계를 가질 수도 있다. 이와 같이 서로 다른 예측은 결국 실증분석을 통해 확인할 수밖에 없는 것으로 본 논문에서는 다음의 변수를 부채비율의 대리변수로 사용한다.

$$DEB = \frac{\text{총부채}}{\text{총자산}}$$

유동성은 기업의 단기적인 채부지불능력을 확보하여 단기적인 안정성을 유지할 수 있도록 해준다. 그러나 유동자산은 장기자산에 비해 수익성이 떨어지므로 높은 유동비율은 기업의 수익성을 떨어뜨려 투자를 저해하는 요인으로 작용할 수 있다. 따라서 유동성과 투자는 (-)의 관계를 가질 것으로 예상할 수 있으며 본 논문에서는 유동성의 대용변수로 다음과 같은 변수를 사용한다.

$$LIQ = \frac{\text{유동자산}}{\text{총자산}}$$

수익성이 높은 기업은 여타의 조건이 같다면 그렇지 않은 기업에 비해 투자를 많이 하고자 할 것이다. 따라서 수익성과 투자는 (+)의 관계를 가질 것으로 예상할 수 있다. 수익성의 대리 변수는 다음과 같이 총자산수익률(ROA)을 사용한다. 이는 기업의 수익성 지표로 빈번히 사용되는 변수이다.

$$ROA = \frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}}$$

일반적으로 모든 투입-산출의 관계에 있어서는 한계생산체감(decreasing returns to scale)의 법칙이 작용한다. 기업의 경우 그 생성 초기에는 독점 이윤과 기업가 정신 등의 존재로 생산성과 수익성이 매우 높으나 시간이 지나면서 규모가 커지고 단위당 생산성이 체감한다. 이는 수익성의 감소로 이어질 것이며 따라서 규모와 투자 활동의 관계는 (-)일 것으로 예상할 수 있다. 본 논문에서는 기업규모의 대용변수로 다음과 같이 총 매출에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 자연로그를 취하는 이유는 회귀분석에서 문제가 되는 이분산성의 가능성을 감소시키기 위한 것이다.

$$SIZ = \ln(\text{총 매출})$$

소유-지배 괴리도는 기업지배구조, 기업투자, 기업가치와 관련하여 빠뜨릴 수 없는 변수이다. 소유-지배의 괴리 측정에 대해서는 몇 가지 방법이 있으나 이 중 어느 특정 지표가 가장 정확하게 소유-지배 괴리를 반영한다고 할 수는 없다. 본 연구에서는 자료의 일관성을 위해 공정거래위원회에서 발표하는 소유-지배 괴리도 지표(GOV)를 사용하는데 산출 방법은 <표 3>과 같다(조성빈·임경묵(2007)). 이것은 출자총액제한제도 졸업요건의 기준으로 사용되는 변수이다. 공정거래위원회는 출자총액제한제도 졸업요건의 기준으로 소유-지배 괴리도와 의결권 승수 두 가지를 제시하고 있는데 본 연구에서는 다음과 같은 이유로 소유-지배 괴리도를 사용한다. 의결권 승수는 의결권을 소유권으로 나눈 값이므로

분모가 '0'의 값에 가까울 경우 그 값이 무한대가 나오기 때문에 실증분석의 변수로 사용하기에는 문제가 있다. 자료는 2007년 개통된 대규모 기업집단 공개시스템(<http://groupopni.ftc.go.kr>)의 '소유 지분구조'를 사용하여 수집하였다.

〈표 3〉 소유-지배 괴리도 산출

(단위 : %, 배)

(a) : 동일인 보유분	$(A)\text{소유권} : (a+b)/(h-f-g)$
(b) : 친족 보유분	
(c) : 계열회사 보유분	
(d) : 임원보유분	$(B)\text{의결권} : (a+b+c+d+e-g)/(h-f-g)$
(e) : 비영리법인 보유분	
(f) : 자기주식	소유-지배 괴리도 = $(B-A)$ 의결권 승수 = $(B/A)$
(g) : 상호주	
(h) : 보통주 발행주식 총수	

공정거래위원회는 2003년 시장개혁 3개년 로드맵을 마련하였다. 이에 의하면 소유-지배 괴리도가 대기업 집단의 기업 가치와 경영성과에 부정적 영향을 미치는 요인이며 따라서 공정거래위원회는 이의 축소를 중요한 소유 지배구조 개선 정책의 하나로 설정하고 있다. 또한 공정거래위원회(2004)는 과도한 소유-지배 괴리는 기업 내·외부의 견제시스템이 효과적으로 작동되지 못하게 하고 따라서 기업 가치를 손상시키는 중요한 요인이 된다고 주장한다. 공정거래위원회는 소유-지배 괴리를 개선하기 위하여 2004년 공정거래법을 개정하였고 소유-지배 괴리도가 낮은 기업은 출자총액제한을 받지 않도록 하는 소위 출자총액제한 졸업기준을 마련하였다. 즉 2005년부터는 소유-지배 괴리도 25% 이하, 의결권승수 3배 이하의 조건을 만족시키는 기업집단 소속의 기업은 출자총액의 제한을 받지 않게 하는 제도를 만들었다. 이러한 규정 변화의 효과를 보기 위하여 다음과 같은 더미변수를 설정한다.

d2005 = 1 연도가 2004년 이후인 경우  
0 연도가 2004년 이전인 경우

여타의 조건이 같다면 2004년 이후는 졸업요건의 신설로 인해 출자총액제한제도의 효과가 완화되었을 것이기 때문에 투자가 증가했을 것이고 따라서 d2005 변수의 부호가 (+)일 것으로 예측한다.

독립기업과 기업집단 소속 기업은 지배구조의 차이가 확연하기 때문에 투자 행위에 있어서도 차이가 날 가능성이 높다. 이를 검토하기 위하여 다음과 같은 더미변수를 설정한다.

CHUL = 1 기업집단 소속 기업  
0 독립기업

기업집단은 자산 규모에 따라 자산총액이 2조원 이상인 기업집단 소속회사는 상호출자금지 규정의 적용을 받고 10조원 이상인 기업집단 소속회사는 이에 추가하여 출자총액제한 규정의 적용을 받는다. 따라서 출자총액제한기업집단에 소속한 기업과 순수하게 상호출자만 제한되는 기업 사이의 차이를 보기 위하여 다음과 같은 더미 변수를 추가한다.

CHUL = 1 출자총액제한기업집단 소속 기업  
0 순수하게 상호출자만 제한되는 기업집단 소속 기업

기업의 투자는 해당 산업의 특성에 의해 산업 간에 그 규모가 크게 다를 수 있다. 이를 통제하기 위해 산업코드 첫 자리 수에 근거한 산업더미 변수를 설정한다. 이에 의하여 구분된 산업은 농축산업, 어업, 광업, 제조업, 전기가스 및 수도사업, 건설업, 도매 및 소매업, 숙박 및 음식점업, 운수업, 통신업, 부동산업, 사업서비스업, 교육 서비스업, 그 외 기타 서비스업 등이다. 이는 진태홍·송홍선(2003)이 산업더미를 농림어업, 제조업, 건설업, 금융업, 도소매업으로 구분한 것보다는 좀 더 자세한 것이고 중분류로 하는 것보다는 덜 세분화된 것이다. 중분류를 사용하면 너무 많은 더미변수가 생기므로 자유도의 문제가 있고, 또한 같은 대분류이나 중분류가 다른 산업 간에 높은 상관관계가 발생하여 다중공선성 문

제가 발생할 소지도 있다. 따라서 대분류에 의한 산업더미 변수를 사용한다.

## V. 실증결과

먼저 본 논문에 사용된 변수들의 기술통계량이 <표 4>에 나타나 있다. 먼저 패널 A에는 독립기업과 기업집단 소속 기업 사이의 변수들의 차이가 나타나 있다. 예상할 수 있는 바와 같이 기업집단 소속 기업들은 독립기업에 비해 업력이 길고 규모가 큰 것으로 나타났다. 부채비율 또한 기업집단 소속 기업들이 독립기업에 비해 높은 것으로 나타났는데 기업집단 소속 기업일수록 은행에서 기채를 하거나 자본시장에서 회사채를 발행하는 것이 훨씬 용이한 현실이 나타난 것이다. 투자에 대해서는 독립기업이 기업집단 소속 기업에 비해 투자를 많이 하는 것으로 나타나 있으며 이는 통계적으로 매우 유의하다. 성장성과 유동성은 독립기업이 높으나 수익성은 낮은 것으로 보인다.

<표 4> 기술통계량

### A : 독립기업과 기업집단

	N	평균	중앙	Max	Min	Std	독립	그룹	차이	p-값
INV	7345	0.077	0.056	1.301	-4.543	0.161	0.080	0.054	0.026***	0.000
ADV	7345	0.009	0.001	0.139	0.000	0.020	0.009	0.009	0.000	0.591
RND	7345	0.008	0.000	0.100	0.000	0.016	0.008	0.004	0.005***	0.000
Q	7345	1.122	0.907	20.655	0.212	0.796	1.132	1.039	0.092***	0.003
AGE	7345	23.981	22.000	109.000	0.000	15.003	23.293	30.215	-6.923***	0.000
DEB	7345	0.409	0.417	0.750	0.001	0.181	0.401	0.485	-0.085***	0.000
LIQ	7345	0.509	0.514	0.978	0.000	0.189	0.524	0.380	0.144***	0.000
ROA	7345	0.005	0.036	1.496	-6.655	0.214	0.000	0.043	-0.042***	0.000
SIZ	7345	18.102	17.951	23.695	13.066	1.458	17.861	20.281	-2.420***	0.000
GOV	7345	2.730	0.000	99.170	0.000	10.521	0.000	27.467	-27.467***	0.000

**B : 상호출자제한기업과 출자총액제한기업**

	N	평균	중앙	Max	Min	Std	상호	출총	차이	p-값
INV	676	0.050	0.042	0.452	-0.712	0.094	0.051	0.050	0.000	0.951
ADV	676	0.010	0.002	0.138	0.000	0.021	0.010	0.009	0.001	0.400
RND	676	0.004	0.000	0.079	0.000	0.008	0.003	0.004	-0.001	0.216
Q	676	1.037	0.904	3.954	0.216	0.492	1.022	1.052	-0.030	0.434
AGE	676	30.784	30.000	82.000	0.000	14.925	32.181	29.302	2.879**	0.012
DEB	676	0.491	0.518	0.749	0.079	0.159	0.463	0.522	-0.059***	0.000
LIQ	676	0.378	0.356	0.905	0.004	0.186	0.388	0.368	0.020	0.167
ROA	676	0.044	0.045	0.256	-0.369	0.062	0.046	0.042	0.004	0.356
SIZ	676	20.301	20.462	23.695	16.316	1.397	19.947	20.677	-0.730***	0.000
GOV	676	29.661	30.005	99.170	0.010	20.106	28.748	30.630	-1.882	0.224

주) \*\*\*, \*\*, \* 각 각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

패널 B에서는 기업집단 소속 기업들을 상호출자제한기업과 출자총액제한기업으로 나누어 본 결과를 보이고 있다. 업력은 상호출자제한기업이 더 길고 규모는 당연히 출자총액제한기업들이 더 큰 것으로 나타났다. 부채비율도 출자총액제한기업이 더 높은 것으로 나타났다. 그 이외의 변수들은 두 집단 사이에 차이가 별로 없는 것으로 나타났다. 특히 소유-지배 괴리도와 투자에 있어서도 두 집단 사이에 차이가 없다.

〈표 5〉 변수들 사이의 상관계수

	ADV	AGE	DEB	GOV	INDI	INV	LIQ	ROA	Q	RND	SIZ
ADV	1.00	0.02	-0.10	0.01	0.01	0.03	0.05	-0.04	0.14	0.09	-0.02
AGE	0.02	1.00	0.12	0.09	0.14	-0.22	-0.27	0.10	-0.28	-0.19	0.40
DEB	-0.10	0.12	1.00	0.12	0.14	-0.06	-0.11	-0.11	-0.09	-0.13	0.30
GOV	0.01	0.09	0.12	1.00	0.78	-0.05	-0.17	0.05	-0.03	-0.08	0.34
INDI	0.01	0.14	0.14	0.78	1.00	-0.05	-0.23	0.06	-0.03	-0.09	0.50
INV	0.03	-0.22	-0.06	-0.05	-0.05	1.00	0.00	0.11	0.23	0.08	-0.11
LIQ	0.05	-0.27	-0.11	-0.17	-0.23	0.00	1.00	0.07	0.15	0.10	-0.19
ROA	-0.04	0.10	-0.11	0.05	0.06	0.11	0.07	1.00	-0.12	-0.12	0.26
Q	0.14	-0.28	-0.09	-0.03	-0.03	0.23	0.15	-0.12	1.00	0.16	-0.17
RND	0.09	-0.19	-0.13	-0.08	-0.09	0.08	0.10	-0.12	0.16	1.00	-0.22
SIZ	-0.02	0.40	0.30	0.34	0.50	-0.11	-0.19	0.26	-0.17	-0.22	1.00

<표 5>는 변수들 사이의 상관계수를 보이고 있다. 독립기업 더미변수인 INDI와 소유-지배 괴리도 변수 GOV 사이의 상관계수가 0.78로 매우 높다. 이 두 변수는 다중공선성 문제를 피하기 위하여 분석시 따로 사용한다. 그 이외의 변수는 상관계수가 높지 않다.

<표 6> 독립기업과 기업집단 소속 기업의 투자의 차이

독립기업과 기업집단 소속 기업의 투자에 차이가 있는지를 검토하기 위하여 다음과 같은 모형을 기준으로 세 가지 변형된 모형을 추정한다.

$$INV = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k + \beta_{k+1} d2005 + \beta_{k+2} INDI * d2005$$

변수	모형 1		모형 2		모형 3	
	계수	t-값	계수	t-값	계수	t-값
Const.	0.2601	4.3469***	0.2627	4.3799***	0.2627	4.3802***
ADV	0.1632	1.5568	0.1884	1.7692*	0.1886	1.7706*
RND	0.2351	1.3512	0.2107	1.2284	0.2098	1.2239
Q	0.0395	5.9038***	0.0367	5.3756***	0.0367	5.3746***
AGE	-0.0019	-12.3624***	-0.0019	-12.4197***	-0.0019	-12.4209***
DEB	0.0150	0.7893	0.0185	0.9623	0.0185	0.9615
LIQ	-0.0917	-4.9205***	-0.0913	-4.9261***	-0.0912	-4.9280***
ROA	0.1359	1.7606*	0.1361	1.7678*	0.1362	1.7680*
SIZ	-0.0066	-1.9913**	-0.0070	-2.0955**	-0.0070	-2.0967**
INDI	-0.0100	-1.8933*	-0.0101	-1.9149*	-0.0077	-1.1695
d2005			0.0172	3.6701***	0.0178	3.5511***
INDI * d2005					-0.0060	-0.7211
산업더미	포함		포함		포함	
수정 R <sup>2</sup>	0.1126		0.1149		0.1148	
F-값	41.5206***		40.7394***		39.1157***	

주) \*\*\*, \*\*, \* 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

가설 1을 검증하기 위하여 우선 독립기업과 기업집단에 속한 기업을 포함한 전체 표본을 대상으로 회귀분석을 실시한다. 대기업 집단 소속 기업일지라도 출



자총액의 제한을 받는 기업이 있고 상호출자의 제한을 받는 기업이 있으므로 출자총액제한제도가 기업의 투자에 미치는 영향을 분석하기 전에 먼저 독립기업과 기업집단소속기업 사이에 투자에 대한 차이가 있는지 검증하는데 그 결과가 <표 6>에 나타나 있다.

모든 모형에서 기업의 투자와 관계가 있을 수 있는 다른 변수들을 통제하고 난 후 기업 집단 소속 기업의 투자가 통계적으로 유의하게 낮음을 알 수 있다.

통제변수들에 대한 결과를 보면 일반적으로 성숙기에 있는 기업은 성장기에 있는 기업보다 투자 활동이 덜 활발할 것인데 광고비(ADV), 연구개발비(RND)의 부호가 (+)인 것은 이러한 점을 반영하는 것이라 볼 수 있다. RND 변수는 통계적 유의성이 없으나, ADV 변수는 10% 수준에서 통계적으로 유의하다. 기업가치가 높은 기업 역시 투자가 활발할 것으로 예상되는데 1% 수준에서 유의한 토빈 Q 변수는 이러한 예상을 지지하는 결과이다. 기업의 업력이나 규모도 투자활동과 연관이 있을 수 있는데 일반적으로 설립된 지 오래된 기업이 규모도 클 것이고 산업도 성숙산업에 속할 가능성이 높으므로 투자 활동이 덜 활발할 것으로 예상된다. 모형 1에서 기업의 업력(AGE)과 규모(SIZ) 변수의 부호가 통계적으로 유의한 (-)을 보이는 것은 이러한 추론과 일관성이 있는 것이다.

다른 조건이 같다면 수익률이 높은 기업은 상대적으로 자본비용 대비 수익성이 높아 투자를 많이 할 것이다. 수익성을 나타내는 ROA 변수의 부호가 통계적으로 유의한 (+)를 보이는 것은 이러한 해석과 일관성이 있다. 한편 기업의 유동성과 수익성은 상호 상반관계(trade-off)에 있는 경우가 많은데 유동성이 높으면 수익성이 낮아질 것이고 따라서 투자 활동이 약화될 것이다. 유동성을 나타내는 LIQ 변수의 부호가 통계적으로 매우 유의한 (-)를 보이는 것은 이러한 해석을 지지하는 결과이다.

위에 설명한 모든 통제변수를 통제하고 난 후에도 기업집단 소속 기업들의 투자가 저조한 것은 기업 집단에 대한 규제 효과라고 추론할 수 있을 것이다. 즉 기업집단에 포함되어 있는 기업들은 대규모 기업집단에 적용되는 여러 가지 규제에 의해 독립기업보다 투자가 활발하지 않다고 볼 수 있다.

모형 2는 2004년도 말에 공정거래법을 개정하여 출자총액제한제도 졸업요건

을 마련한 후 기업의 투자가 어떻게 영향을 받았는지 보기 위하여 더미변수를 추가한 것이다. 2004년도 이후 기업의 투자가 유의하게 증가하였음을 볼 수 있다. 그러나 이는 독립기업의 출자도 증가한 것을 의미하는 것이어서 좀 더 정확하게 법 개정의 효과를 보기 위하여 모형 3에 독립기업더미 변수와 법개정더미 변수의 교차항을 추가하였는데 결과는 통계적으로 유의하지 않게 나왔다. 따라서 2004년도 이후의 투자 증가는 대기업 집단 소속기업에 의한 것이 아니고 독립기업의 투자증가에 의한 것이며 공정거래법의 개정이 대기업 집단 소속기업의 투자 행태에 영향을 미쳤다고는 볼 수 없다.

지금까지 살펴본 바에 의하면 기업의 투자는 독립기업과 기업집단 소속 기업 사이에 유의한 차이가 있다. 그렇다면 가설 1을 검증하기 위하여 출자총액의 제한을 받는 기업과 그렇지 않은 기업 사이의 투자 행태가 다른지 검토해야 한다. 출자총액의 제한을 받지 않는 기업은 독립기업과 상호출자제한기업이 있는데 이 중에서 독립기업은 제외하고 분석하는 것이 논리상 타당하다. 그 이유는 출자총액제한제도의 유효성을 검토하기 위해서는 해당 규제의 대상이 되는 것 이외에는 상황이 비슷한 기업들을 비교해야 하기 때문이다.

결과가 <표 7>에 나타나 있는데 <표 6>의 전체 기업에 대한 결과와 비슷하게 기업가치가 높은 기업과 수익성이 높은 기업의 투자가 높고 유동성이 높은 기업의 투자는 낮은 것으로 나타났다. 그러나 출자총액제한기업 더미변수(CHUL)의 계수는 모든 모형에서 유의하지 않게 나타나 동 제도의 효과에 대한 확신을 하기 어렵다. 또한 더미변수 d2005에서 볼 수 있는 바와 같이 2004년 말 출자총액제한제도 졸업요건 신설로 인한 규제의 완화 효과도 별로 없는 것으로 보인다. 모형 6은 동 규제의 완화가 출자총액제한 기업에 적용되는 것이므로 출자총액제한기업 더미 변수와 2004년 이후 더미변수의 교차항을 추가한 것인데 역시 통계적으로 유의한 효과를 볼 수 없다. 따라서 출자총액제한제도는 재계가 주장하는 바와 같이 동 제도로 인해 기업의 투자가 위축된다고는 볼 수 없다.

<표 6>과 <표 7>의 결과를 종합해 본다면 기업의 투자는 독립기업과 재벌소속 기업 사이에 차이가 나는 것이지 출자총액제한제도에 의해 차이가 나는 것이 아니다. 다시 말해 기업의 투자에 관한 한 출자총액제한제도가 상호출자제한

제도에 추가하여 기업의 투자를 위축시키는 효과는 없다는 것이다. 따라서 기업의 투자활동만 놓고 본다면 투자가 저조한 이유에 대해 출자총액제한제도만 따로 검토할 것이 아니라 대기업기업집단 전체에 대한 규제를 검토하는 것이 바람직하다.

〈표 7〉 상호출자제한기업과 출자총액제한기업 투자의 차이

상호출자제한기업과 출자총액제한기업의 투자에 차이가 있는지를 검토하기 위하여 다음과 같은 모형을 기준으로 세 가지 변형된 모형을 추정한다.

$$INV = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k + \beta_{k+1} d2005 + \beta_{k+2} CHUL * d2005$$

변수	모형 4		모형 5		모형 6	
	계수	t-값	계수	t-값	계수	t-값
Const.	0.1321	2.1017**	0.1316	2.0879**	0.1324	2.1064**
ADV	-0.4472	-2.0779**	-0.4360	-2.0083**	-0.4436	-2.0104**
RND	-0.2103	-0.4002	-0.2071	-0.3976	-0.2152	-0.4130
Q	0.0439	5.3822***	0.0421	4.9636***	0.0425	4.9630***
AGE	-0.0002	-0.8337	-0.0002	-0.8851	-0.0002	-0.8836
DEB	-0.0183	-0.6946	-0.0172	-0.6582	-0.0168	-0.6372
LIQ	-0.0422	-1.8643*	-0.0425	-1.8665*	-0.0421	-1.8478*
ROA	0.2080	3.0348***	0.2072	3.0180***	0.2066	3.0123***
SIZ	0.0014	0.4593	0.0014	0.4818	0.0014	0.4882
CHUL	0.0013	0.1698	0.0019	0.2453	-0.0013	-0.1259
d2005			0.0044	0.5920	0.0006	0.0598
CHUL * d2005					0.0079	0.5435
산업더미	포함		포함		포함	
수정 R <sup>2</sup>	0.1749		0.1741		0.1732	
F-값	8.5298***		8.1127***		7.7340***	

주) \*\*\*, \*\*, \* 각 각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

이제 가설 2를 검증하기 위하여 출자총액제한 기업의 소유-지배 괴리도가 그

렇지 않은 기업의 소유-지배 괴리도보다 낮은가를 검토한다. 이를 위하여 출자총액규제를 받는 기업들의 소유-지배 괴리도를 순수 상호출자제한 기업의 소유-지배 괴리도와 비교한다. 그 이유는 출자총액규제가 상호출자제한만으로는 통제할 수 없는 간접적 우회 출자를 막기 위한 것이기 때문에 좀 더 강한 규제이며 따라서 이의 적용을 받는 기업의 소유-지배 괴리도가 더 낮을 것이라는 추론이 가능하기 때문이다.

〈표 8〉 상호출자제한기업과 출자총액제한기업 소유-지배 괴리도 차이

상호출자제한기업과 출자총액제한기업의 소유-지배 괴리도에 차이가 있는지를 검토하기 위하여 다음과 같은 모형을 기준으로 세 가지 변형된 모형을 추정한다.

$$GOV = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k + \beta_{k+1} d2005 + \beta_{k+2} CHUL * d2005$$

변수	모형 7		모형 8		모형 9	
	계수	t-값	계수	t-값	계수	t-값
Const.	126.1954	10.4836***	126.0350	10.4675***	126.3661	10.4926***
ADV	17.8249	0.4683	21.4630	0.5606	18.4285	0.4800
RND	-392.3837	-4.0860***	-391.3531	-4.0744***	-394.5888	-4.1064***
Q	-0.0026	-0.0015	-0.5999	-0.3225	-0.4562	-0.2446
AGE	-0.0753	-1.3537	-0.0793	-1.4203	-0.0795	-1.4248
DEB	14.0359	2.6509***	14.3720	2.7071***	14.5500	2.7396***
LIQ	1.5203	0.3320	1.4366	0.3136	1.5943	0.3479
ROA	12.6171	0.9395	12.3589	0.9199	12.1117	0.9014
SIZ	-5.1158	-8.0756***	-5.0949	-8.0360***	-5.0868	-8.0234***
CHUL	5.3662	3.5143***	5.5759	3.6086***	4.2646	2.1597**
d2005			1.4311	0.8928	-0.0743	-0.0348
CHUL * d2005					3.1831	1.0665
산업더미	포함		포함		포함	
수정 R <sup>2</sup>	0.1603		0.1601		0.1602	
F-값	7.7828***		7.4312***		7.1330***	

주) \*\*\*, \*\*, \* 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

먼저 <표 4>의 기술통계량을 보면 가설과는 반대로 출자총액제한기업의 소유-지배 괴리도가 순수상호출자제한 기업의 소유-지배 괴리도보다 높은 것을 볼 수 있다. 따라서 공정거래위원회의 주장을 그대로 받아들이기 어려운 점이 있다. 그러나 두 집단 사이의 차이 및 각 개별기업 사이의 차이가 있을 수 있기 때문에 이에 대한 통제를 한 분석을 시도한다. <표 6>과 <표 7>의 통제변수를 동일하게 사용하여 회귀분석을 한 결과가 <표 8>에 나타나 있다.

통계적으로 유의한 변수를 중심으로 설명하면 성장성이 높은 기업은 정보비대칭으로부터의 대리인 비용이 높기 때문에 소유-지배 괴리도가 높으면 이러한 부정적 효과를 증폭시켜 기업가치의 훼손을 가져올 수 있다. 따라서 성장성이 높은 기업은 이를 방지하기 위해 소유-지배 괴리도를 낮은 수준에서 유지할 것이다. 연구개발비 변수(RND)가 통계적으로 유의한 (-)의 계수를 보이는 것은 이러한 해석과 일맥상통하는 것이다.

부채비율이 높은 기업은 자본시장의 통제에 더 많이 노출되기 때문에 대리인 문제 등으로 인한 기업가치의 훼손이 줄어든다. 다른 조건이 같다면 이러한 대리인 문제 감소 기제가 작동하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 소유-지배 괴리도가 커지는 것을 방지할 것이다. 그러나 부채비율(DEB) 계수의 부호가 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있어 이러한 해석이 지지되지 않음을 보이고 있다.

기업규모가 큰 기업은 작은 기업에 비해 많은 분석가들이 기업의 활동을 추적하고 있으며 따라서 정보비대칭이 적다. 이러한 견제의 효과는 과도한 소유-지배 괴리로 인한 기업 가치의 훼손을 방지할 것이다. 따라서 기업의 규모와 소유-지배 괴리도는 음의 관계가 있을 것으로 예상되는데 SIZ 변수의 결과는 이러한 추론을 지지하는 결과이다.

관심의 초점인 출자총액제한 더미 변수는 통제변수를 포함시킨 후에도 가설 2와 배치되는 결과를 보이고 있다. 즉 출자총액제한 기업의 소유-지배 괴리도가 오히려 순수 상호출자제한기업의 그것보다 높은 것으로 나타나 있다. 따라서 출자총액제한제도가 기업의 소유-지배 괴리도를 개선시킨다는 공정거래위원회의 주장은 지지되지 않는 것으로 보인다. 부가하여 2004년 말의 출자총액제한제도

졸업요건 신설로 인한 정책효과를 보기 위하여 모형 8과 모형 9에 더미변수를 추가하였으나 통계적으로 의미 있는 계수를 보이지 않고 있다. 모형 9는 졸업요건이 출자총액제한기업에만 적용되므로 2004년 이후 더미와 출자총액제한기업의 교차항을 설정한 것이다. 그러나 결과는 역시 통계적으로 유의하지 않았다.

따라서 전체적으로 볼 때 출자총액제한제도가 소유-지배 괴리도를 개선시켜 기업의 지배구조를 향상시킨다는 공정거래위원회의 주장은 실증적으로 지지되지 않는 것으로 판단할 수 있다.

## VI. 결 론

본 논문은 현재 존재의 논란이 일고 있는 출자총액제한제도의 효과를 실증적으로 검토한다. 출자총액제한제도의 효과에 관해서는 공정거래위원회와 재계의 주장이 엇갈리는데 대표적인 주장은 다음과 같다. 우선 재계의 주장은 출자총액제한제도가 기업의 기존 투자뿐만 아니라 신시장 개척이나 신사업 창출 등과 같은 신규투자를 억제하는 부작용이 크기 때문에 갈수록 심해지는 국제 경쟁에서 살아남아야 하는 기업들에게 상당한 부담으로 작용한다는 것이다. 반면 공정거래위원회의 주장은 출자총액제한제도는 기본적으로 기업의 자본구조에 대한 제한이기 때문에 기업의 투자를 저해한다는 주장은 논리적으로 설득력이 없으며, 더구나 기업의 주요 투자를 장려하기 위한 여러 예외 사항을 두고 있기 때문에 동 제도가 투자를 억제하지 않는다는 것이다. 출자총액제한제도가 투자에 영향을 미치지 보다는 대규모기업집단의 총수와 그 일가를 위한 순환출자구조를 개선시켜 소유-지배 괴리도를 낮추고 기업의 지배구조를 향상시킬 수 있다는 것이다.

출자총액제한제도에 대한 기존의 연구는 대부분 이론적 측면이나, 제도적 측면에 초점을 맞추고 있고 자료에 근거하여 실증분석을 한 연구는 많지 않다. 본 연구는 공정거래위원회와 재계의 주장을 근거로 출자총액제한제도의 실효성을

검토한다. 우선 재계의 주장대로 출자총액제한제도로 인해 투자가 저해되고 있는지 검증하고, 다음으로 공정거래위원회의 주장대로 동 제도에 의해 소유-지배 괴리도가 개선되었는지 살펴본다.

결과는 출자총액제한제도가 기업의 투자에 미치는 부정적인 영향은 없는 것으로 나왔다. 대기업집단소속 기업은 자산규모 2조원 이상인 상호출자제한기업과 10조원 이상인 출자총액제한기업으로 구분할 수 있는데, 순수하게 상호출자만 제한받은 기업과 출자총액의 제한을 받는 기업을 비교한 결과 두 집단 사이에 투자 활동의 차이를 발견할 수 없었다. 그러나 전체 기업을 독립기업과 대기업집단 소속 기업으로 구분하여 분석한 결과에서는 독립기업의 투자가 대기업집단 소속 기업의 투자보다 통계적으로 유의하게 높음을 확인할 수 있었다. 따라서 재계가 주장하는 투자 저해 현상은 출자총액제한제도만의 부정적 측면이라기보다는 대기업집단에 대한 제반 규제에 발생하는 문제로 추측된다.

공정거래위원회는 2004년 말 소유-지배 괴리도가 낮은 기업은 출자총액제한 대상에서 제외하는 소위 졸업요건을 마련하였다. 재계의 주장대로 출자총액제한 제도가 투자를 제한하고 있었다면 졸업요건의 도입으로 제도가 완화된 2005년부터는 그 이전에 비해 투자가 늘어날 것이다. 그러나 실증결과는 졸업요건 도입 이전과 이후 사이에 유의한 투자의 차이가 없었다.

다음으로 출자총액제한제도가 소유-지배 괴리도를 개선시킨다는 공정거래위원회의 주장을 검토하기 위해 출자총액제한제도의 영향을 받는 기업과 그렇지 않은 상호출자제한기업을 비교하였다. 결과는 오히려 상호출자제한기업의 소유-지배 괴리도가 더 낮아 공정거래위원회의 주장이 지지되지 않았다.

또한 출자총액제한제도 졸업요건 도입의 효과도 분석하였는데 결과는 통계적 유의성이 없었다. 중요한 졸업요건 중의 하나가 소유-지배 괴리도이기 때문에 만일 졸업요건 도입이 유효한 영향을 미쳤다면 도입 후 출자총액제한기업의 소유-지배 괴리도가 이전에 비해 낮아져야 할 것이다. 그러나 결과는 이를 지지하지 않았다.

전체적으로 볼 때, 재계의 주장도 지지되지 않았고 공정거래위원회의 주장도 지지되지 않았다. 재계는 출자에 대한 규제가 있음에도 불구하고 순환출자 등의

관행을 지속하고 있는 것으로 보이며, 이를 좀 더 수월하게 하기 위해 투자 저해라는 명분을 내세워 출자총액제한제도를 폐지하고자 하는 것으로 보인다. 다른 한편으로 공정거래위원회의 주장도 지지되지 않았는데 현행 출자총액제도로는 공정거래위원회가 목표하는 소유-지배 괴리도를 개선시키지 못하고 있으며 따라서 대규모기업집단의 지배구조 개선을 위해 효과적인 제도라고 보기 어렵다. 새 정부 출범을 앞두고 동 제도의 폐지가 거론되고 있으니 차제에 지나친 예외조항으로 누더기가 되어 유효성이 의심되는 제도를 폐지하고 대규모기업집단 전체에 대한 좀 더 효과적인 지배구조 개선 방안을 마련하는 것이 합리적인 방향이라 판단된다.

## 참 고 문 헌

- 강원 · 신현한 · 장진호, “대규모기업집단의 지배-소유 괴리도와 기업 가치 및 경영성과 간의 관계분석”, 재무연구, 제18권 제2호, 2005, 1-39.
- 고동수 · 조현승 · 박민수, 출자총액제한제도와 기업투자의 관계, 산업연구원 Issue paper 2006-21, 2006.
- 공정거래위원회, “출자총액제도에 대한 몇 가지 오해”, 공정거래위원회 독점국, 2004.
- 김진방, “출자총액제한의 비교정확”, 사회경제평론, 2003, 191-215.
- 신광식 · 성소미, “새로운 환경에 대응한 공정거래정책의 발전 방향”, 산업조직연구, 제10권 제1호, 2002, 195-229.
- 위정범, “기업집단의 계열사간 출자와 사업구조”, 재무연구, 제18권 제1호, 2005, 69-92.
- 이원흠, “출자총액 제한제도와 기업의 신규투자 변화에 관한 실증연구”, 한국재무학회 2006년도 추계학술대회 발표논문.
- 전국경제인연합회, “출자총액제한 규제로 인한 투자저해 및 경영애로 사례”, 조



- 사연구 자료, 2004.
- 전국경제인연합회, “조건 없는 출총제 폐지방안”, 전국경제인 연합회, 2006.
- 조성빈·임경묵, “소유-통제의 괴리 측정 방법론에 관한 소고”, 한국개발연구원, 2007.
- 진태홍·송홍선, “기업출자의 효율성에 관한 실증연구”, 재무연구, 제16권 제2호, 2003, 163-193.
- 한국개발연구원, “시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정”, 공정거래위원회 용역보고서, 2003.
- 최정표, “기업집단지정제도의 유효성에 관한 실증분석” 산업조직연구, 제11집, 제3호, 2003.
- 최충규, “출자총액규제의 근거와 소유-지배 괴리지표에 대한 비판적 고찰”, 규제연구, 2005, 제14권 제1호.
- 황인학, “출자총액 재규제에 대한 비판적 검토”, 정책보고서 2001-02, 한국경제연구원, 2001.