□□□□■□□
일반논문 「지역발전연구」 제22권 제2호 : 127 ~ 164 JRSD

재벌기업집단의 내부자본시장 작동 요인 및 효과*

김창수
연세대학교

본 연구는 공정거래위원회가 부당지원행위로 적발한 실제 사례를 사용함으로써 간접적인 방법으로 재벌의 내부자본시장의 존재와 효과를 검토한 기존 연구와는 달리 내부자본시장에 대한 직접적 실증결과를 제시한다. 대주주 지분의 결정 요인에 대한 회귀분석 결과, 총자산 차이, 유동성 차이, 정보비대칭 차이, 부채정도 차이, 수익성 차이, 현금흐름 차이 등이 통계적으로 유의한 요인임이 확인되었다. 대주주는 상대적으로 규모가 크고 정보비대칭이 높지 않은 기업, 수익성이 높은 기업에 지분을 많이 투자하는 것으로 나타났다. 동시에 대주주들은 부채비율이 높고, 유동성과 현금흐름이 낮은 기업에 더 높은 지분을 보유하고 있는 것으로 나타났다. 부당내부지원이 이루어진 해의 대주주 지분 변화를 보면, 대주주들은 한계효과 측면에서 볼 때 수익성이 낮은 수혜기업에 대한 투자 증가를 낮춤으로써 수익성을 도모하고 있으나 동시에 장기적으로 성장성 높은 기업에 대한 투자를 높이지 않아 지대추구 경향이 있는 것으로 보인다. 그러면서도 정보비대칭이 높고 기업규모가 작은 수혜기업에 대한 지분투자를 늘림으로써 자본비용을 저렴하게 하여 기업가치 증가를 모색하는 것으로 나타났다.

[주제어: 외환위기, 내부자본시장, 공정거래위원회, 대주주지분, 심결]

* 이 논문 또는 저서는 2012년 정부(교육부)의 재원으로 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2012S1A5A2A01017763).

www.kci.go.kr

Ⅰ. 서론

한국 경제의 성장과 발전 논의에서 재벌의 존재는 거의 절대적인 중요성을 차지하고 있다. 공정거래위원회(2010) 자료에 의하면 상위 50대 기업의 일반집중도가 2003년 35.1%에서 매년 예외 없이 증가하여 2008년에는 44.7%를 기록하였다. 일반 집중도란 상위 소수 기업이 특정 산업이나 품목이 아닌 국민경제 전체에서 차지하는 비중을 나타내는 것으로 한국 경제에서 재벌의 영향력이 점점 더 강화되고 있음을 보여주고 있다.

재벌 체제와 관련한 한국 사회 내에서의 논쟁에 대하여 이상원(2005)은 재벌해체론, 적극적 재벌개혁론, 부분적 재벌개혁론, 재벌개혁 반대론, 재벌구조 예찬론 등 다양한 주장이 제시되고 있으나 객관적이고 중립적인 분석과 평가를 결여하고 있다고 지적한다. 재벌기업집단의 경제적 영향력을 고려할 때 이에 대한 다양한 각도에서의 심도 있는 연구가 수행되어야 함에도 불구하고 대부분의 연구나 보고서가 주로 선험적인(a priori) 논리에 근거한 주장이 주를 이루고 실제 자료에 근거한 연구는 상대적으로 매우 적다.

이러한 현실을 감안하여 본 논문은 본 논문은 재벌의 장기성과가 독립기업에 비해 차이가 나는 이유로 내부자본시장의 역할을 검토한다. Lee et al.(2010)과 Kim(2012)은 재벌의 장기성과가 독립기업과 차이가 남을 보이고 있다. Lee et al.(2010)에 의하면 재벌기업들이 1980년대에는 비재벌기업들에 비해 기업가치의 감소를 경험하지 않았으나 1990년대에는 가치 감소를 경험하였고 외환위기 이후 2000년대에는 다시 기업가치의 상승을 보이고 있다. Kim(2012)은 기업집단 소속기업의 장기경영성과를 검토하였는데 그 결과 기업집단 소속기업들의 장기성과가 독립기업보다 통계적으로 매우 유의하게 높은 것으로 나타났다. 본 논문은 재벌의 장기성과가 독립기업에 비해 차이가 나는 이유로 내부자본시장의 역할을 검토한다.

내부자본시장에 대한 연구는 미국의 다각화 기업을 대상으로 하여 많은 연구가 진행되고 있는데 이에는 두 가지 서로 상충되는 입장이 존재한다. 하나는 내부자본시장이 비효율적이라는 주장인데, 다각화 기업은 경영자가 과잉투자를 하게 되고 이러한 경영자 대리인비용이 기업가치를 하락시킨다는 것이다(Jensen, 1986; Stulz, 1990). 또는 대리인 이론의 관점에서 사업부 책임

www.kci.go.kr

자의 지대 추구 및 권한 유지 행위로 인해 다각화 기업의 비효율적 투자가 발생한다는 것이다(Meyer, Milgrom & Roberts, 1992; Scharfstein & Stein, 2000; Rajan, Servaes & Zingales, 2000).

다른 한편으로 내부자본시장의 효율성을 강조하는 주장들도 존재하는데, 내부자본시장을 통해 유휴현금흐름이 많은 사업부들의 자금이 투자기회는 높지만 자금이 부족한 사업부로 이전될 수 있기 때문에 기업의 자원배분이 향상된다는 것이다(Stein, 1997). 이러한 논리는 내부자본시장의 효과에 대한 국가 간 차이를 설명하는 데에도 활용된다. 즉 금융시장이 발달하지 못한 후진국에서는 거래비용과 정보비대칭 정도가 높아서 외부자본시장을 통한 자금조달비용이 높기 때문에 내부자본시장을 활용하면 기업집단 계열기업들이 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있다는 것이다(Khanna & Palepu, 1997, 2000; Stein, 1997). 또는 동일 경제권 내에서도 설립된 지 얼마 되지 않고 성장속도가 빠른 기업, 일시적으로 금융적 어려움을 겪는 기업 등은 정보비대칭이 높아 외부자금 조달이 어렵거나 높은 자본비용을 지불해야 하는데 이 경우 내부자본시장이 존재한다면 이러한 시장의 불완전성을 우회할 수 있다는 것이다(Claessens, Fan & Lang, 2002).

기업집단의 장기적인 성과가 독립기업과 차이가 있다는 기존 연구의 결과는 왜 이러한 차이가 존재하는지에 대한 후속 연구의 필요성을 제시한다. 재벌기업들의 성과가 과거 한국의 개발전략의 연장 차원에서 재벌에 대해 차별적으로 유리한 정책을 수행하였기 때문인지, 예를 들어 장기 저리 자금의 공급, 대마불사 등, 또는 재벌기업에 정부가 통제할 수 없을 정도로 경제력이 집중되어 재벌들은 독과점 이익을 보고 있으나 그 이외의 기업이나 소비자들은 경제 후생의 손실을 보고 있기 때문인지, 아니면 일부 기존 연구와 같이 기업집단에 내부자본시장 등이 존재하여 그 순기능이 역기능을 능가했기 때문인지 등 다양한 후속 연구가 진행되어야 한다. 이러한 실증적 연구 결과가 있어야 향후 기업집단에 대한 정책을 수립하고 규제를 마련할 때 효과적 대안들을 창출할 수 있을 것이다.

본 연구는 이러한 학계의 현실을 인식하고 재벌에 대한 정책을 집행할 때 가장 중요한 고려요인인 내부자본시장이 기존 연구에 보고된 재벌의 장기성과와 어떠한 관계를 가지고 있는지 검토한다. 내부자본시장은 출자총액제한

www.kci.go.kr

제도의 폐지 및 도입 논란, 재벌 기업들 사이의 부당지원행위 등 기업집단과 관련하여 가장 중요한 주제이다. 따라서 이에 대한 깊은 이해가 경제의 운용과 성장에 매우 중요한 기초가 된다.

본 연구가 기존 연구와 달리 학계와 정책입안자들에게 기여하는 바는 우선 기업집단의 내부자본시장이 작동하는 실제 사례를 표본으로 하여 연구를 진행한다는 점이다. 기존의 연구들은 주로 미국의 다각화 기업 내의 내부자본시장의 존재와 이것의 기업가치에 대한 효과를 분석하였다(Lamont, 1997; Shin & Stulz, 1998; Khanna & Tice, 2001). 국내의 연구들은 표본을 미국의 다각화 기업이 아닌 재벌기업집단으로 하여 내부자본시장의 효과를 검토하고 있다(박영석·신현한, 1998; 진태홍, 1999). 이러한 연구에 있어 재벌 계열사들 사이의 내부자금거래는 그 총액만 확인이 가능할 뿐 지원기업과 수혜기업은 알 수가 없다. 예를 들어, 대차대조표의 관계회사대여금, 관계회사차입금, 관계회사유가증권 등의 항목에 나타나는 내부자금거래는 합계금액이어서 그 세부 내역은 알 수가 없다. 본 연구는 이러한 기존 연구의 한계점을 개선하기 위하여 공정거래위원회 홈페이지의 심결/법령 항목 중 의결서의 내용을 분석한다. 1996년 12월 말의 공정거래법 개정으로 대규모기업집단 계열사간 내부거래에 대한 규제가 상품 및 용역 거래(계열회사를 위한 차별취급행위)에서 자금, 자산, 인력 지원으로까지 확대되었다. 동 법은 1997년 4월부터 시행되었는데 내부자금거래는 불공정거래행위의 새 유형인 부당지원행위로 규제되기 시작하였다. 부당지원행위 각 심결 건에 대한 의결서는 매우 긴 문서로 이에는 사건의 당사자, 사건의 경위, 사건의 처분 등이 구체적으로 자세히 정리되어 있다. 따라서 재벌 계열사들 사이의 내부자금 거래가 어떤 방식으로 이루어지는지 구체적인 분석이 가능하다.

본 연구는 다음과 같이 진행된다. 제II장에서는 내부자본시장에 대한 기존 연구와 이에 근거한 가설을 설명하고, 제III장에서는 본 논문에 사용된 자료에 대해 설명한다. 제IV장에서는 실증분석 결과를 제시하고 제V장에서 결론 및 토론으로 논문을 맺는다.

www.kci.go.kr

Ⅱ. 기존 연구 및 가설

1. 긍정적 영향

내부자본시장에 대해 처음 언급한 학자는 Alchian(1969)인데 그는 GE(General Electric)를 분석하면서 내부자금거래가 외부금융시장을 이용할 때 직면할 수 있는 정보 비대칭 문제를 완화시킬 수 있기 때문에 사업부문 사이의 투자자금 교환을 촉진시키고 GE 전체의 자금배분 효율성을 높일 수 있다고 지적하였다. Claessens et al.(1999)은 금융시장의 불완전성이 심한 개발도상국의 경우에는 다각화 할인이 적거나 존재하지 않는다고 보고하고 있다. Khanna & Palepu(1997, 2000)는 외부자본시장이 충분히 발달하지 못한 신흥시장에서는 금융거래비용과 정보비용이 높아서 자본비용이 높으므로 자금이 필요한 계열기업들은 내부자본시장을 활용함으로써 자본비용을 낮출 수 있고, 또한 이러한 국가들에서는 다각화 할인이 존재하지 않는다는 증거를 제시하고 있다. 이러한 연구결과들은 개발도상국과 신흥시장에서는 외부금융시장이 충분히 발달하지 못하여 다각화 기업의 내부금융시장이 그것을 대체한다는 것을 의미한다.

그렇다면 한 국가의 경제발전 단계가 높아짐에 따라 자본시장도 발달할 것이므로 내부자본시장의 이점이 시간 가변적이라고 할 수 있다. 양채열(1999)은 경제환경의 변화로 인하여 내부자본시장의 상대적 효율성이 변화할 수 있고 이러한 관점에서 재벌개혁 정책도 변화해야 함을 주장하고 있다. 남주하 외 2인(2001)은 현금흐름 및 상호지급보증을 포함한 내부자본시장이 투자에 미치는 효과를 분석하였는데, 내부자본시장이 적어도 1990년대부터는 외부자본시장에서의 정보비대칭성을 완화시켜 자원배분의 효율성을 제고시키는 순기능을 수행하지 못하고 있다는 결과를 보고하고 있다.

신생기업들 중에는 비록 이윤기회가 풍부하고 성장속도가 빠를지라도 외부자금 조달이 어려운 경우가 많다. 재벌 계열사 중에도 이런 기업이 있을 수 있는데, 내부자금거래가 성장속도가 빠른 신생 계열기업을 지원하기 위해 이루어 질 수 있다(Claessens, Fan & Lang, 2002). Hoshi, Kashyap & Scharfstein

www.kci.go.kr

(1991)은 일본기업집단에서의 내부자금거래를 분석하여 이러한 주장을 뒷받침하는 사례를 제시하고 있다. Perotti & Gelfer(200l)는 자본주의 역사가 짧아 신생기업이 많은 러시아를 대상으로 분석하였는데 기업집단 내부의 내부자본시장이 계열사들에게 금융적 혜택을 제공한다는 사실을 보고하고 있다. 한편, Hyland & Diltz(2001)는 외부자본시장으로부터 자금을 조달하는 경우 기업의 중요 정보가 유출될 가능성이 있으나 내부자본시장을 통해 계열사로부터 자금을 지원받는 경우에는 이러한 정보의 유출을 차단할 수 있다고 주장한다. 따라서 내부자금거래는 정보비대칭이 높은 산업에서 중요한 기업정보를 보호하기 위해 이루어진다고 볼 수 있다.

금융제약 측면에서 내부자본시장을 고찰한 연구들도 존재한다. 금융제약이 있는 기업이라면 내부자본시장의 효과가 나타날 것이지만 제약이 없는 기업이라면 내부자본시장의 효과가 별로 나타나지 않을 것이다. Billett & Mauer(2001)는 다각화기업 내에서 금융제약을 받기 쉬운 소규모 사업부로의 자금보조와 다각화 할인이 음의 관계에 있다는 것을 발견하였다. 이는 내부금융시장을 통하여 다각화 기업의 사업부들 중 금융제약을 받기 쉬운 사업부를 지원함으로써 기업가치가 올라가는 것으로 해석할 수 있다.

Williamson(1975)은 다각화 기업에서는 잉여자금이 가장 높은 수익이 예상되는 사업부에 투자된다고 주장하면서 내부자금거래의 동기가 효율성 증대에 있다는 논리를 제시하였다. Stein(1997)에 의하면 지배주주가 내부자금을 계열사별로 배분할 수 있고 외부 투자자들에 비하여 더 많은 정보를 갖고 있는 상황에서는 지배주주가 계열사들 중 수익성이 높은 승자와 패자를 구분할 수 있으므로 그룹 전체의 관점에서 자금을 더 효율적으로 사용할 수 있을 것이라고 주장한다. Gertner, Scharfstein & Stein(1994)에 의하면 외부 투자가가 각 계열사를 감시하는 경우보다 지배주주와 같이 어느 정도 지분을 보유하면서 각 계열사를 감시하는 경우가 감시의 유인이 더 크다.

따라서 내부자본시장을 통한 거래는 각 계열사의 자금조달 및 운용상의 이익을 높이고 따라서 전체 기업이나 기업집단의 가치를 높이기 위한 목적으로 이루어진다고 볼 수 있으며 이러한 주장을 뒷받침하는 실증적 증거들이 다수 제시되어 왔다. Hubbard & Palia(l999)는 1960년대 다각화 목적의 합병에서 매수제의자의 이익은 금융제약이 없는 매수자가 금융제약을 겪는 매

www.kci.go.kr

수대상 기업을 인수할 때 훨씬 더 높게 나타나는 것을 발견하였다. 이는 내부금융시장이 금융제약을 받는 사업부의 문제를 완화시켜줌으로써 기업의 가치를 증대시킬 수 있음을 시사하는 것이다. Khanna & Tice(2001)는 Wal-Mart 참여 이후 대형할인점 시장에 참여한 기업들의 반응을 분석하였는데, 그 결과 내부자본시장이 잘 작동하고 있으며 다각화된 기업이 더 나은 투자결정을 하는 것으로 나타났다. 또한 비관련다각화보다 관련다각화의 경우에 내부자본시장의 효율성이 더 높다는 것을 보이고 있다. Billett & Mauer(2001)도 기업가치와 내부자본시장의 관계를 분석하였는데 내부자본시장은 기업가치를 증대시킨다는 결과를 보고하고 있다. 따라서 내부자본시장은 그룹 전체 차원에서 자원배분의 효율성을 높이고 이에 따라 기업가치가 상승한다는 것을 알 수 있다.

2. 부정적 영향

Scharfstein(l998), Shin & Stulz(1998), Rajan, Servaes & Zingales(2000), Scharfstein & Stein(2000) 등은 다각화 기업에서 나타나는 주주 경영자 사이의 대리인 문제 및 그로 인한 자원배분의 왜곡 및 비효율적 투자에 대하여 논하고 있다. Scharfstein & Stein(2000)은 경영자들의 지대추구(rent seeking)와 같은 대리인 문제 때문에 내부자본시장에서 투자기회가 적고 장래성이 없으며 생산성도 낮은 약한 사업부가 강한 사업부로부터 보조금을 받는 형태의 사회주의적 투자가 이루어진다고 주장한다. 이러한 비생산적인 활동을 Meyer, Milgrom & Roberts(l992)는 '영향비용 (influence costs), Rajan & Zingales(1998)는 '권력투쟁 (power struggle) 등으로 부르고 있다. Scharfstein (1998)은 1979년 미국 다각화 기업들의 자료를 이용해 분석한 결과, 대리인 문제로 인해 내부자본시장에서 실제로 기업가치 파괴적인 투자행태가 존재함을 발견하였다. 즉, 다각화 기업은 고성장 사업부에서는 독립기업에 비해 과소투자, 저성장 사업부에서는 과잉투자 한다는 것을 보이고 있다. Rajan, Servaes & Zingales(2000)도 사업부들 사이에 투자기회의 차이가 많이 나는 다각화 기업은 수익성 높은 투자기회를 가지고 있는 대형사업부로부터 수익성이 낮은 소형 사업부로 자원을 이전시키는 경향이 있음을 발견하였다. 이

www.kci.go.kr

외에도 여러 실증연구들이 다각화 및 내부자본시장이 자금을 비효율적으로 배분하여 기업의 가치를 하락시킨다는 결과를 보고하고 있다(Berger & Ofek, 1999; Denis, Denis & Sarin, 1997; Lins & Servaes, 1999, 2002).

기업집단의 경우에도 대리인 문제가 발생한다. Claessens et al.(2002), La Porta et al.(2002) 등은 대주주가 지배권을 이용하여 기업집단의 자원을 자신의 효용을 증대시키는 사업 및 계열사로 이전시킬 수 있다고 주장한다. 그리고 소유권-지배권 사이의 격차가 클수록 지배주주는 소액주주의 부를 수탈하여 이익을 보려는 유인이 크게 된다. Bae, Kang & Kim(2002)은 재벌총수들이 기업인수 과정에서 피인수기업의 주식을 헐값에 인수함으로써 피인수기업 소액주주의 부를 수탈한다는 증거를 제시하고 있다. 진태홍(2000)은 재벌계열사간의 상호지급보증을 분석하였는데, 지배주주의 지분율이 낮은 회사일수록 타계열사에 대한 지급보증을 많이 하는 경향이 있다는 것을 보이고 있다. 또한 진태홍(1999)은 5대 재벌계열사들의 투자행태를 분석한 결과, 비상장회사나 계열사의 자회사가 다른 계열사들로부터 자금지원을 받는 형태로 내부자본시장이 작동한다고 보고하고 있다.

3. 연구방법

내부자본시장의 효율성에 대해 긍정적 부정적 견해가 모두 존재하지만 최근의 김창수(2012)의 연구에 의하면 재벌의 장기성과가 독립기업에 비해 높은 것으로 나타났다. 그러나 재벌에 영향을 미치는 변수는 너무 많기 때문에 이러한 결과가 재벌 체제의 효율성을 지지하는 것이라고 판단하기는 어렵다. 본 연구는 재벌 내부자본시장이 재벌기업집단의 가치를 올리는 역할을 했는지 검토한다. 심결자료가 있기 때문에 승자선택 이론과 함께 대리인 비용에 근거한 기존 이론을 검증할 수 있다.

1) 수익성

만일 내부자본시장이 효과적으로 운영된다면 승자선택(winner-picking)에 의해서 수익성이 높은 계열사에 대한 투자 또는 지원이 늘어날 것이다. 따라

www.kci.go.kr

서 수혜회사는 수익성이 높을 것으로 기대할 수 있다. 그리고 대주주가 효율적으로 자신의 부를 배분한다면 수익성이 높은 기업에 대한 지분을 늘릴 것이다. 따라서 수혜회사는 수익성도 높고 대주주의 지분도 높은 경향을 띨 것이다.

그러나 대주주의 지대추구(rent-seeking) 행위가 있는 경우에는 수혜기업의 지분은 높을 수 있으나 수익성이 꼭 높다고 할 수 없다. 그 이유는 지대추구 행위가 있는 경우는 수익성이 높은 기업보다는 대주주 자신의 이익이 많은 기업을 선택할 것이기 때문이다. 따라서 수익성이 높은 기업보다는 대주주의 이익이 많이 생기는 기업이 수혜기업이 될 가능성이 높다. 물론 대주주의 이익이 많이 생기는 기업이 수익성도 높다면 수혜기업의 수익성이 높을 수도 있다.

이를 검증하기 위하여 심결자료의 정보를 이용하여 우선 지원기업보다 수혜기업의 수익창출 기회가 높은지를 파악한다. 내부자본시장이 잘 작동되고 있다면 수익성이 높은 기업에 대한 투자 및 지원이 더 높아질 것이기 때문이다. 한편 대리인 이론에 근거하면 대주주는 지대추구 행태를 보일 것이므로 수혜기업의 대주주 지분이 높을 것이다. 이 때 대주주의 지분이 높은 수혜기업은 대주주의 이익이 많이 발생되는 기업이며 꼭 수익성이 높은 기업이 아닐 수도 있다. 대주주 지분과 수익성이 양의 상관관계를 가지고 있다면 수혜기업의 수익성이 높을 것이지만, 음의 상관관계를 갖는다면 수혜기업의 수익성은 낮을 것이다.

2) 지배주주 지분

승자선택 이론에 의하면 지배주주 지분의 다과에 관계없이 기업가치가 높은 유망한 기업에 대한 투자가 내부자본시장을 통하여 이루어질 것이다. 따라서 지원기업의 대주주 지분이 꼭 높다고 할 수 없다. 그러나 지대추구 이론에 의하면 내부자본시장을 통한 지원이 대주주 지분이 높은 기업에게 집중될 것이기 때문에 수혜기업의 대주주 지분이 높을 것으로 예상할 수 있다.

www.kci.go.kr

3) 성장성

승자선택 이론에 의하면 내부자본시장을 통하여 성장성이 높은 기업에 대한 지원이 이루어질 것이고 따라서 수혜기업의 성장성이 높을 것이다. 그러나 지대추구 이론에 의하면 수혜기업은 대주주의 이익이 많이 발생할 수 있는 기업이지 꼭 성장성이 높은 기업이라고 할 수 없다. 만일 대주주 지분과 성장성이 양의 상관관계를 가지고 있다면 수혜기업의 성장성이 높을 것이고 음의 상관관계를 가지고 있다면 수혜기업의 성장성이 낮을 것이다. 물론 관계가 없을 수도 있다.

4) 금융제약

본 연구는 공정거래위원회 심결자료를 사용하기 때문에 구체적으로 내부자본시장에서 원조기업과 수혜기업을 확인할 수 있으므로 도와주는 기업보다 도움을 받는 기업이 재무제약이 높다는 것을 확인할 수 있을 것이다. 그렇다면 수혜기업들과 이들을 지원하는 기업을 대상으로 분석을 수행하면 내부자본시장의 효과를 좀 더 명확히 파악할 수 있을 것이다. 즉 승자선택 이론에 의하면 내부자본시장에서의 활동은 금융제약이 적은 기업이 금융제약이 높은 기업을 지원하는 형태로 이루어질 것이다. 따라서 수혜기업의 금융제약이 지원기업의 금융제약보다 높을 것이다. 그러나 지대추구 이론에 의하면 수혜기업의 금융제약이 꼭 높다고 할 수 없다. 대주주의 입장에서는 수혜기업의 금융제약을 극복하여 기업집단 전체의 가치를 높이기보다는 자신의 이익 획득 가능성이 더 중요한 고려사항이기 때문이다.

5) 정보비대칭

승자선택 이론에 의하면 내부자금시장을 통한 거래는 외부금융시장이 불완전한 경우 정보 비대칭성으로 인한 자본비용을 낮추는 효과가 있다는 것을 알 수 있다. 이를 검증하기 위해 다양한 정보비대칭 대리변수를 사용하여 과연 심결자료상 수혜기업이 더 정보비대칭 정도가 높은지를 검토한다. 그

www.kci.go.kr

러나 지대추구 이론에 의하면 정보비대칭이 높은 기업이 수혜기업이 되는 것이 아니고 대주주의 이익이 높은 기업이 수혜기업이 된다. 따라서 대주주의 지분과 정보비대칭 정도의 상관관계에 따라 수혜기업의 정보비대칭 정도가 결정될 것이다.

위의 논의를 근거로 연구설계를 종합한 것을 다음 표에 제시한다. 기본적으로 내부자본시장의 효과에 대해서는 승자선택(winner-picking)과 같은 긍정적 입장과 지대추구(rent-seeking) 등 대리인 이론이 제시하는 부정적 입장이 공존한다. 이 두 이론에 의한 예측을 정리하면 다음과 같다.

	이 론	논 리	지원기업	수혜기업	기업가치
수익성	승자선택	기업집단 내의 수익성 있는 기업을 수익성이 낮은 기업이 지원	낮다	높다	긍정적
	지대추구	수익성이 낮은 기업일지라도 경영자들의 지대추구 행위로 인해 지원 가능	불명확	불명확	불명확
	검증방법	지배주주지분과 수익성의 상관관계가 양	낮다	높다	긍정적
		지배주주지분과 수익성의 상관관계가 음	높다	낮다	부정적
지배주주지분	승자선택	지배주주의 지분에 관계없이 유망한 기업을 지원할 것이다.	불명확	불명확	긍정적
	지대추구	지배주주의 지분이 많은 기업을 지원할 것이다.	낮다	높다	불명확
	검증방법	지배주주지분과 수익성이나 성장성 등 긍정적인 면의 상관관계가 높으면 기업가치에 긍정적, 음의 상관관계가 있으면 부정적			
성장성	승자선택	성장성이 높은 기업을 지원할 것이다.	낮다	높다	긍정적
	지대추구	성장성이 낮은 기업일지라도 경영자들의 지대추구 행위로 인해 지원 가능	불명확	불명확	불명확
	검증방법	지배주주지분과 성장성의 상관관계가 양	낮다	높다	긍정적
		지배주주지분과 성장성의 상관관계가 음	높다	낮다	부정적
금융제약	승자선택	금융제약이 낮은 기업이 금융제약이 높은 기업을 지원할 것이다.	낮다	높다	긍정적
	검증방법	심결대상이 되었다는 것은 현재 내부지원이 이루어지고 있는 상황이므로	금융제약이 낮고	금융제약이 높은	긍정적

www.kci.go.kr

		->	수혜기업 보다는 덜 유망	유망 기업	
	지대추구	금융제약이 높을지라도 지배주주의 이해에 맞지 않으면 지원하지 않을 것이다.	불명확	불명확	부정적
	검증방법	심결대상이 되었다는 것은 현재 내부지원이 이루어지고 있는 상황이므로 ->	지배주주 지분 낮다	지배주주 지분 높다	
		지배주주지분과 수익성이나 성장성 등 긍정적인 면의 상관관계가 높으면 기업가치에 긍정적, 음의 상관관계가 있으면 부정적			
정보 비대칭	승자선택	내부자본시장이 정보비대칭을 해소해 준다.	낮다	높다	긍정적
	지대추구	정보비대칭 정도와 지배주주 지분의 상관관계에 따라 달라진다.	불명확	불명확	불명확
	검증방법	수혜기업의 정보비대칭 정도와 지배주주의 지분 상관관계가 양	낮다	높다	긍정적
		수혜기업의 정보비대칭 정도와 지배주주의 지분 상관관계가 음	높다	낮다	부정적

Ⅲ. 자료

본 연구의 자료는 외환위기 기간인 1996-1999년을 대상으로 공정거래위원회 사이트(http://www.ftc.go.kr/laws/book/judgeSearch.jsp)의 심결/법령 항목 중 의결서를 하나씩 검토하여 자료를 구축하였다. 회계자료는 KisValue에서 추출하였다. 위기 기간을 선정한 이유는 평상시에는 기업집단 소속 기업과 독립기업 사이에 기업 속성이나 성과가 크게 차이가 없을 수도 있지만 위기 기간에는 기업의 생존이나 대주주 부의 보존 측면에서 정상적인 기간에 비하여 대주주들의 투자 행태가 좀 더 선명하게 나타날 것을 기대했기 때문이다. 전체 관측치 639개에서 2심, 3심의 경우에는 원심을 기준으로 하여 관측치 숫자를 결정하여 중복 계상되는 것을 피하였다. 2심, 3심을 제외하면 413개의 관측치가 도출된다.[1)]

<표 1>은 1996-1999 사이의 다양한 내부거래 형태를 보고하고 있다. 내부

www.kci.go.kr

거래 형태는 <표 1>에 나타난 종류보다 훨씬 다양하나 비슷한 종류는 통합하여 보고한다. 또한 한 기업에 대해 여러 가지 부당지원행위를 한 경우 이중 가장 중요도가 높은 한 가지를 선택하여 분류하였다. 따라서 한 기업이 여러 가지 부당지원행위에 중복하여 관측치로 나타나지 않는다. 큰 구분으로 보면 채무보증과 관련된 부당내부거래가 23건, 계열사에게 과다하게 대출해주거나 저리로 대출해 주는 등 대출과 관련된 부당지원행위가 15건, 무이자로 자금을 대여해 주거나 무이자로 만기일을 연장해 주는 등의 자금지원 행위가 40건, 계열사를 지원하기 위한 부당한 차별행위가 14건, 계열사를 지원하기 위한 과다 지급 또는 계열사로부터의 과소수취 관련 행위가 29건, 회사채 인수와 관련된 부당지원 행위가 211건, 주식 및 주식관련 증권 인수와 관련된 부당지원 행위가 49건, 상호출자 1건, 계열사에 대한 부당한 영업지원 행위가 31건 등이다. 전체적으로 볼 때, 회사채나 주식 및 주식관련 증권을 유리한 가격으로 매매함으로써 부당지원을 하는 형태가 압도적으로 많다. 유리한 조건으로 자금을 지원하거나 영업상 유리한 조건으로 지원을 하는 경우가 그 다음으로 많다.

〈표 1〉 내부거래의 형태

대분류	세부 사항	건수	계
채무보증	채무보증금 누락신고	1	23
	채무보증제한 위반	22	
대출	저리연계 대출	1	15
	과다대출	1	
	자동차구입비를 무이자로 대출	1	
	부동산 담보제공을 통한 부당지원행위	1	
	계열회사 여신한도 초과	11	

1) 기업집단들은 공정위에 의한 적발 여부와 관계없이 수시로 내부거래를 하고 있을 가능성이 높다. 공정위에 의한 적발은 사후적인 것이기 때문에 사전적으로는 공정위에 의해 적발된 경우나 그렇지 않은 경우나 표본의 특성이 서로 다를 이유가 없다. 따라서 본 논문 표본의 대표성은 문제가 없는 것으로 사료된다. 또한 내부자본시장의 실제 작동에 대한 자료 없이 간접적으로 추론한 기존 논문들과 달리 본 논문은 심결자료를 이용하여 지원기업과 수혜기업을 확인하여 분석하므로 이 분야의 기존 연구를 진일보시키는 측면이 있다.

www.kci.go.kr

자금지원	무이자 자금대여	31	40
	단기자금 저리예치를 통한 자금지원	1	
	발행어음의 무이자 만기일의 연장	1	
	어음대여	1	
	환매조건부채권을 현저히 유리한 조건으로 제공	1	
	외환 저가 매각	1	
	특정금전신탁을 이용한 부당지원	4	
계약차별	전기검침 용역비 차별을 통한 계열사 지원	1	14
	부당한 수의계약을 통한 계열사 지원	5	
	계열사 지원을 위해 이유 없이 기존거래업체와 거래 중단	6	
	용역 발주시 계열사에 대해서만 추가견적을 받는 등 지원행위	2	
과다지급/ 과소수취	임대료 지연회수	1	29
	차별적 선급금 지급	13	
	지원 인력에 대한 역무비 과다지급/ 가지급금 과다지급	7	
	공장용지 분양대금 미수령	2	
	광고비 대지급	1	
	수수료 저가수령	1	
	공사비를 감액	1	
	할부금융 지연이자 과소수령	3	
회사채 인수	후순위 대출을 통한 사모사채 고가매입	202	211
	회사채 발행시 편법적인 하인수방식	9	
주식관련인수도	고가증자 참여	22	49
	실권주 우회인수	10	
	신주인수권증권 저가 매도	2	
	전환사채 저가주식 전환	15	
상호출자	상호출자	1	1
영업 지원	사무용건물 임대를 통한 부당지원행위	17	31
	매출을 발생시키는 방식으로 결제하는데 협조하도록 유도	2	
	자동차 판매증진을 위해 일정 혜택을 부여	8	
	자회사에 대한 부당한 인력지원	4	
총계			413

* 한 기업에 대해 여러 가지 부당지원행위를 한 경우 이중 가장 중요도가 높은 한 가지를 선택하여 분류하였다. 따라서 한 기업이 여러 가지 부당지원행위에 중복하여 관측치로 나타나지 않는다.

www.kci.go.kr

<표 2>는 공정거래위원회의 조치를 보이고 있다. 원래의 413개 관측치 중에서 과징금 형태의 처벌이 압도적으로 많은 406개 경우이고 부당지원 행위의 정도가 경미한 경우 시정명령을 한 것이 7개이다. 부당지원 행위를 한 기업이 불복하는 경우 재심 또는 삼심이 이루어지는데 이의 신청이 이유 없음을 근거로 재결을 기각하는 경우가 압도적으로 많다. 따라서 표본기간 동안 기업들은 처음부터 부당행위 지원으로 적발되지 말아야지 적발된 이후에는 공정거래위원회가 원래의 의결을 거의 바꾸지 않는다는 것을 알 수 있다. 원래의 의결에서 과징금이 과다했다고 인정하여 과징금을 낮추어 준 경우는 28건, 과징금을 취소한 건은 2건에 불과하다.

〈표 2〉 공정거래위원회 조치

재결기각	과징금 재산정	과징금 취소	과징금	시정명령	계
196	28	2	406	7	639

Ⅳ. 분석 결과

1. 기술통계량

본 절에서는 분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 보고한다. 자료의 정확성이 의심되는 관측치들은 표본에서 제외한다. 예를 들어 비유동자산이 총자산보다 큰 기업은 표본에서 제외하였다.

〈표 3〉 기술통계량

	지원기업		수혜기업		
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균차이
총자산	28.987	1.443	28.662	1.298	0.325** (2.43)
매출	28.488	1.559	27.878	1.866	0.609*** (3.71)
유형자산	0.325	0.232	0.221	0.182	0.104*** (3.62)
비유동자산	0.233	0.306	0.126	0.265	0.107*** (3.23)

www.kci.go.kr

기초지분	0.321	0.187	0.395	0.282	-0.074*** (-3.57)
기말지분	0.329	0.192	0.511	0.298	-0.182*** (-8.58)
지분변화	0.008	0.141	0.116	0.254	-0.109*** (-6.36)
영업이익	0.074	0.075	0.045	0.202	0.029 (1.59)
당기순이익	0.012	0.097	-0.062	0.231	0.241*** (3.56)
현금및등가물	0.072	0.082	0.096	0.094	-0.024** (-2.23)
부채비율	0.779	0.139	0.738	0.087	0.041** (2.55)
부채지분비율	13.421	22.58	3.231	1.548	10.190*** (4.56)
영업활동현금흐름	0.022	0.533	0.124	0.519	-0.102 (-1.35)
현금의증가	0.035	0.187	0.099	0.200	-0.063*** (3.40)
연구개발	0.015	0.064	0.006	0.026	0.009 (1.48)
배당성향	0.212	0.381	0.123	0.322	0.089** (1.99)
배당률	6.440	7.447	2.830	5.836	3.609*** (5.03)

이 표는 지원기업과 수혜기업의 기술통계량의 차이를 보인다. 변수의 정의는 다음과 같다. 총자산 = ln(총자산); 매출 = ln(매출); 유형자산 = 유형자산/총자산; 비유동자산 = 비유동자산/총자산; 기초지분 = 심결 결정 연도 초의 대주주 지분; 기말지분 = 심결 결정 연도 말의 대주주 지분; 지분변화 = 기말지분 - 기초지분; 영업이익 = 영업이익/매출; 당기순이익 = 당기순이익/매출; 현금및등가물 = 현금 및 현금등가물/총자산; 부채비율 = 총부채/총자산; 부채지분비율 = 총부채/자기자본; 영업활동현금흐름 = 영업활동으로부터의 현금흐름/매출; 현금의증가 = 현금의 증가/매출; 연구개발 = 연구개발비/매출; 배당성향 = 배당/당기순이익; 배당률 = 주당배당/액면가. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의성을 나타낸다.

총자산의 자연로그 값을 보면 지원기업이 28.987, 수혜기업이 28.662로 지원기업의 규모가 통계적으로 유의하게 높다. 매출의 자연로그 값을 사용해도 유사한 결과가 나오는데 규모가 큰 기업이 지원을 하고 규모가 작은 기업이 부당지원의 수혜 대상이 됨을 알 수 있다.

유형자산에 대한 결과를 보면 지원기업의 총자산 대비 유형자산 비율이 0.325, 수혜기업의 그것이 0.221로 지원기업의 유형자산에 대한 투자가 수혜기업보다 통계적으로 매우 높다. 유형자산은 무형자산에 비해 상대적으로 정보비대칭 정도가 낮으므로 정보비대칭 정도가 낮은 지원기업이 정보비대칭 정도가 높은 수혜기업을 지원함으로써 자본비용을 낮추고자 시도함을 시사한다. Claessens, Fan & Lang(2002)은 설립된 지 얼마 되지 않고 성장속도가 빠른 기업은 정보비대칭이 높아 외부자금 조달이 어렵거나 높은 자본비용을 지불해야 하는데 내부자본시장이 이러한 시장의 불완전성을 우회할 수 있도

www.kci.go.kr

록 한다는 주장과 일관성이 있다.

총부채비율을 보면 지원기업이 0.779, 수혜기업이 0.738로 나타났다. 이는 통계적으로 매우 유의한 결과로 지원기업의 부채가 수혜기업의 부채보다 훨씬 많다는 것을 의미한다. 이는 부채를 지분으로 나눈 부채지분비율을 보아도 알 수 있는데 지원기업은 13.421, 수혜기업은 3.231로 나타나 역시 통계적으로 매우 유의한 결과를 보이고 있다. 특히 지원기업의 총부채비율은 0.779로, 평균적으로 부채지분비율이 3.0 - 4.0의 범위에 있다는 말인데, 부채지분비율이 13.421이라는 결과는 몇 몇 지원기업이 과도한 부채를 지고 있다는 증거이다. 이는 금융제약 가설과는 맞지 않는 결과인데, 이에 의하면 금융제약이 낮은 지원기업(부채비율이 낮은 기업)이 금융제약이 높은 수혜기업(부채비율이 높은 기업)을 도와주어야 하나 수혜기업의 부채비율이 낮아 결과는 정반대이다. 이는 한국의 현실적인 측면이 반영된 것으로 금융기관들이 규모가 작은 기업은 대출을 꺼리기 때문에 대기업의 부채비율이 중소기업에 비해 높기 때문이다. 이러한 금융기관의 행태는 위기 상황에서는 더욱 그 경향이 심해질 것이기 때문에 예상할 수 있는 결과이다.

대주주의 기초지분은 과연 내부자본시장이 기업의 가치를 증대시키는 방향으로 작동하는지, 기업의 가치를 희생하더라도 대주주의 재산을 늘리는 방향으로 작동하는지에 대한 가늠을 가능하게 한다. 본 연구는 이를 위해 지원기업과 수혜기업의 대주주 기초지분을 검토한다. 대주주의 기초지분을 보면 지원기업의 기초지분이 32.1%로 수혜기업의 기초지분 39.5%보다 통계적으로 유의하게 작다. 기말지분도 지원기업의 대주주 지분이 수혜기업의 대주주 지분보다 낮다. 따라서 지원기업은 대주주의 지분이 낮은 기업들임을 시사한다.

이러한 추론은 기초지분으로부터 기말지분으로의 변화를 보면 좀 더 분명하게 나타난다. 지원기업의 대주주지분은 거의 변화가 없는 반면 수혜기업의 대주주지분은 11.6%가 늘어 수혜기업의 대주주 지분변화가 매우 높음을 알 수 있다. 이는 통계적으로 매우 유의한 결과이며 부당거래 수혜기업의 대주주 지분이 매우 높아짐을 의미한다. 결국 대주주는 계열사간 부당거래를 통해 자신의 지분이 높은 기업을 지원함으로써 대리인 문제와 이로 인한 대리인 비용이 발생할 수 있고 이것이 기업집단 체제의 비효율성을 초래할 수

www.kci.go.kr

있음을 시사한다.

이것이 대리인 비용을 증가시키는 현상인지 아니면 기업의 가치 증가가 높은 기업에 대주주가 투자를 많이 했기 때문에 나타난 현상인지를 파악하기 위해 수익성에 대한 검토를 한다. 결과를 보면 지원기업의 영업이익률이 7.4%, 수혜기업의 영업이익률이 4.5%로 나타나 지원기업의 수익성이 높은 것을 알 수 있다. 그러나 영업이익률의 차이는 통계적으로 유의하지 않다. 당기순이익률로 수익성의 차이를 검토해 보면 지원기업의 당기순이익률은 1.2%이나 수혜기업의 당기순이익률은 -6.2%로 나타나 수혜기업의 수익성은 매우 열악한 것을 알 수 있다. 이는 통계적으로도 매우 유의한 결과이다. 따라서 부당내부거래 후 지원기업보다 수혜기업의 지분이 매우 높게 올라갔는데 이는 수익성이 높은 기업이 수익성이 낮은 기업을 지원한 것으로 부당내부거래가 기업의 효율성을 높이기보다는 대주주의 이익을 위해 부당하게 수행되었을 가능성을 시사한다.

현금 및 현금등가물의 비율을 보면 지원기업이 7.2%이고 수혜기업이 9.6%로 나타나 지원기업의 유동성이 수혜기업보다 통계적으로 유의하게 낮음을 알 수 있다. 이는 현금흐름에 대한 비율들을 살펴보아도 지지되고 있다. 매출대비 현금흐름의 상황을 살펴보면 지원기업의 현금흐름 상황이 수혜기업의 현금흐름보다 나쁘다는 것을 알 수 있다. 영업활동으로부터의 현금흐름을 변수로 사용했을 때 지원기업의 현금흐름은 매출의 2.2%로 수혜기업의 12.5%보다 매우 낮다. 그러나 통계적 유의성은 없다. 현금의 증가가 매출에서 차지하는 비율로 보면 지원기업의 현금증가가 매출의 3.3%, 수혜기업의 현금증가가 매출의 9.9%이며 이는 통계적으로 매우 유의한 결과이다. 따라서 현금흐름이 좋지 않은 지원기업이 현금흐름이 양호한 수혜기업을 지원하는 형태로 부당내부거래가 이루어지고 있음을 알 수 있다.

매출대비 연구개발비를 검토한 결과는 지원기업의 연구개발비 비중과 수혜기업의 연구개발비 비중이 유의하게 차이가 나지 않았다. 따라서 수혜기업의 성장성이 높지 않음에도 불구하고 지원기업이 부당내부거래를 통해 수혜기업을 지원하고 있음을 알 수 있다.

배당의 차이를 보면 지원기업의 배당성향은 21.2%이고 수혜기업의 배당성향은 12.3%로 지원기업이 배당을 많이 하는 것을 알 수 있다. 이는 배당률

www.kci.go.kr

을 변수로 하여도 마찬가지이다. 이를 수익성과 연결지어 보면 수익성 높은 지원기업이 수혜기업에 비해 배당도 많이 하는 것으로 판단할 수 있다.

2. 단변량 분석

1) 수익성

수익성과 관련하여 승자선택 이론에 의하면 수익성이 낮은 기업이 수익성이 높은 기업을 지원하여 기업집단 전체의 가치를 높인다. 그리고 이러한 추론은 지원기업과 수혜기업의 대주주 지분 크기와 관계없이 가능하다. 즉 수혜기업의 대주주 지분이 높건 낮건 해당기업의 수익성이 높다면 이에 대한 지원을 하는 것이다. 그러나 지대추구 이론에 의하면 수혜기업의 수익성과 관계없이 수혜기업의 지배주주지분이 높아야 한다. 이것이 전체 기업집단 가치에 미치는 영향은 긍정적일수도 있고 부정적일수도 있다. 만일 수익성과 지배주주지분이 양의 상관관계가 있다면 이는 기업집단 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 그러나 이 두 변수가 음의 상관관계를 가지고 있다면 수혜기업의 지배주주지분은 높은데 수익성은 낮은 경향이 있으므로 이는 기업집단 가치에 부정적 영향을 미칠 것이다.

<표 3>의 기술통계량을 보면 수혜기업의 수익성은 지원기업의 수익성보다 좋지 않음에도 불구하고 대주주지분은 지원기업보다 높다. 따라서 승자선택 이론보다는 지대추구 이론이 지지되는 것으로 보인다. 수익성이 좋지 않음에도 불구하고 대주주 지분이 많기 때문에 수혜기업을 지원함에 따라 전체 기업집단의 가치를 하락시키는 상황인 것으로 파악된다.

〈표 4〉 대주주 지분과 수익성 변수 사이의 상관계수

	기초지분의 차이	기말지분의 차이	지분변화의 차이
영업이익 차이	0.0854 (0.4233)	0.2416** (0.0218)	0.2283** (0.0304)
당기순이익 차이	0.2194** (0.0378)	0.3247*** (0.0018)	0.1529 (0.1502)

이 표는 지원기업과 수혜기업 사이의 대주주지분 차이와 동 기업들 사이의 수익성 차이 변

www.kci.go.kr

수에 대한 상관계수를 계산한 것이다. 괄호 안의 숫자는 해당 상관계수의 p-값이다. 변수의 정의는 다음과 같다. 기초지분의 차이 = 지원기업의 기초 대주주지분 - 수혜기업의 기초 대주주지분; 기말지분의 차이 = 지원기업의 기말 대주주지분 - 수혜기업의 기말 대주주지분; 지분변화의 차이 = 지원기업의 대주주지분 변화 - 수혜기업의 대주주지분 변화; 영업이익 차이 = 지원기업의 영업이익/매출 - 수혜기업의 영업이익/매출; 당기순이익 차이 = 지원기업의 당기순이익/매출 - 수혜기업의 당기순이익/매출. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의성을 나타낸다.

대주주의 지대추구 행위가 기업집단 전체 가치에 미치는 영향은 부정적이나 이것이 대주주의 이익에는 꼭 부정적이지 않을 수 있다. 이를 좀 더 파악하기 위하여 지원기업과 수혜기업 사이의 지분차이 변수와 수익성 차이 변수 사이의 상관관계를 살펴본다. <표 4>에서 보는 바와 같이 지분차이 변수와 수익성 차이 변수 사이에는 양의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 예를 들어, 기초지분의 차이와 당기순이익의 차이는 통계적으로 유의한 양의 상관관계를 보이고 있는데 지원기업과 수혜기업의 기초지분의 차이가 크다면 두 기업 사이의 당기순이익의 차이도 크다는 의미이다. 따라서 수혜기업의 당기순이익이 지원기업의 당기순이익보다 낮은 경우는 대주주 지분도 수혜기업의 낮다는 의미이다.

대주주 기말지분을 변수로 사용하여도 동일한 결과가 나타난다. 그리고 지분변화의 차이 변수를 보아도 이것이 수익성의 차이 변수와 양의 상관관계가 있다는 것을 알 수 있다. 다시 말해, 지원기업보다 수혜기업의 수익성이 높다면 지배주주 지분 변화 폭 역시 수혜기업이 지원기업에 비해 높다는 말이다. 수익성이 높은 수혜기업에 대해 대주주가 지분을 더 많이 늘렸기 때문에 나타난 결과이다.

결국 대주주의 지대추구로 인해 기업집단 전체 가치는 하락하지만 대주주의 부 측면에서는 수익성이 떨어지는 기업에는 상대적으로 지분 투자를 적게 하고 수익성이 높은 수혜기업에는 상대적으로 지분투자를 더 늘림으로써 대주주가 자신의 부에 대해서는 부정적인 영향을 매우 약화시키고 있다는 것을 알 수 있다.

www.kci.go.kr

2) 금융제약

<표 3>의 기술통계량을 보면 지원기업보다 수혜기업의 금융제약이 낮을 것으로 추측할 수 있다. 유동성 측면에서 현금 및 현금등가물의 비중이 수혜기업이 지원기업에 비해 통계적으로 유의하게 높다. 또한 현금의 증가폭도 수혜기업이 지원기업에 비해 월등히 높다. 그렇다면 금융제약이 높은 지원기업이 금융제약이 낮은 수혜기업을 지원하는 형태가 되는데 그 이유는 수혜기업의 대주주 지분이 높기 때문이다. 이것이 기업집단 전체 가치에 미치는 영향은 수혜기업의 수익성에 따라 달라질 것인데 수혜기업의 수익성이 지원기업의 수익성보다 낮으므로 전체 기업집단의 가치에 부정적인 영향을 끼칠 것이다.

〈표 5〉 대주주 지분과 금융제약 변수 사이의 상관계수

	기초지분의 차이	기말지분의 차이	지분변화의 차이
현금및등가물 차이	-0.3495*** (0.0007)	-0.3704*** (0.0003)	-0.0282 (0.7921)
현금의증가 차이	-0.2480** (0.0184)	-0.2898*** (0.0056)	-0.0596 (0.5768)

이 표는 지원기업과 수혜기업 사이의 대주주지분 차이와 동 기업들 사이의 금융제약 차이 변수에 대한 상관계수를 계산한 것이다. 괄호 안의 숫자는 해당 상관계수의 p-값이다. 변수의 정의는 다음과 같다. 기초지분의 차이 = 지원기업의 기초 대주주지분 - 수혜기업의 기초 대주주지분; 기말지분의 차이 = 지원기업의 기말 대주주지분 - 수혜기업의 기말 대주주지분; 지분변화의 차이 = 지원기업의 대주주지분 변화 - 수혜기업의 대주주지분 변화; 현금및등가물 차이 = 지원기업의 현금및현금등가물/총자산 - 수혜기업의 현금및현금등가물/총자산; 현금의증가 차이 = 지원기업의 현금의증가/매출 - 수혜기업의 현금의증가/매출. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의성을 나타낸다.

한편 지원기업과 수혜기업 사이의 대주주 지분 차이 변수와 동 기업들의 금융제약 차이 변수 사이의 상관관계가 <표 5>에 나타나 있다. 기초지분의 차이와 기말지분의 차이 변수가 두 금융제약 차이 변수와 통계적으로 유의한 음의 관계를 보이고 있다. <표 3>에서 볼 때 수혜기업의 대주주 지분이 더 크므로 이를 기준으로 생각해보면, 대주주 지분이 상대적으로 더 큰 수혜기업일수록 현금및 현금등가물이나 현금의 증가가 낮다는 의미이다. 다시 말

www.kci.go.kr

해 금융제약이 높은 지원기업이 금융제약이 낮은 수혜기업을 지원함으로써 기업집단 전체의 가치에는 부정적인 영향을 미치나 대주주의 부에는 이러한 부정적인 영향이 크지 않다는 의미이다. 즉 대주주 지분이 높은 수혜기업은 금융제약이 역시 상대적으로 높은 기업들이어서 내부자본시장 거래로 인해서 대주주의 부가 증가한다는 것을 알 수 있다.

3) 정보비대칭

<표 3>의 기술통계량을 보면 수혜기업의 정보비대칭이 지원기업보다 높다는 것을 알 수 있다. 본 연구에서는 자산의 구성을 정보비대칭 정도를 나타내는 변수로 사용하는데, 무형자산은 일반적으로 유형자산에 비해 평가가 어렵기 때문에 유형자산이 많은 기업이 정보비대칭이 낮다고 볼 수 있다. <표 3>의 결과를 보면 지원기업의 유형자산 비율이 수혜기업의 유형자산 비율보다 월등히 높아 역시 수혜기업의 정보비대칭이 높은 것을 알 수 있다. 그렇다면 정보비대칭이 낮은 지원기업이 정보비대칭이 높은 수혜기업을 지원하는 형태인데 이는 내부자본시장이 작동하여 기업집단 전체 가치에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단된다.

〈표 6〉 대주주 지분과 정보비대칭 변수 사이의 상관계수

	기초지분의 차이	기말지분의 차이	지분변화의 차이
총자산 차이	0.3934*** (0.0001)	0.2159*** (0.0041)	-0.2631** (0.0122)
유형자산 차이	0.4916*** (0.0000)	0.5541*** (0.0000)	0.0882 (0.4082)

이 표는 지원기업과 수혜기업 사이의 대주주지분 차이와 동 기업들 사이의 정보비대칭 차이 변수에 대한 상관계수를 계산한 것이다. 괄호 안의 숫자는 해당 상관계수의 p-값이다. 변수의 정의는 다음과 같다. 기초지분의 차이 = 지원기업의 기초 대주주지분 - 수혜기업의 기초 대주주지분; 기말지분의 차이 = 지원기업의 기말 대주주지분 - 수혜기업의 기말 대주주지분; 지분변화의 차이 = 지원기업의 대주주지분 변화 - 수혜기업의 대주주지분 변화; 총자산 차이 = 지원기업의 ln(총자산) - 수혜기업의 ln(총자산); 유형자산 차이 = 지원기업의 유형자산/총자산 - 수혜기업의 유형자산/총자산. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의성을 나타낸다.

www.kci.go.kr

한편 내부자본시장 거래가 대주주의 부에 미치는 영향을 검토하기 위하여 지원기업과 수혜기업의 지분 차이와 정보비대칭 정도 차이 변수에 대한 상관계수를 검토한다. 기초지분의 차이 변수와 기말지분의 차이 변수 공히 총자산 차이 변수나 유형자산 차이 변수와 통계적으로 유의한 양의 상관관계를 가지고 있다. <표 3>에서 보는 바와 같이 지원기업에 비해 수혜기업의 대주주 지분이 높으므로 수혜기업의 총자산이나 유형자산 비율이 높다는 것을 의미한다. 따라서 대주주들은 상대적인 관점에서 볼 때 정보비대칭 정도가 낮은 규모가 큰 기업에 투자를 더 많이 하는 것으로 판단된다. 그러나 지분변화의 차이 변수는 총자산이나 유형자산 비율 변수와 유의한 음의 상관관계를 보여 역시 대주주들도 정보비대칭을 해소하는 쪽으로 투자하는 것을 알 수 있다.

지금까지의 분석은 단변량 분석으로 이는 변수들 사이의 총체적인 상관관계를 나타낸다. 다음에는 대주주 지분과 독립변수들 사이의 한계효과를 검토하기 위하여 회귀분석을 수행한다.

3. 회귀분석

<표 7>은 부당내부거래가 있었던 해의 기초 대주주 지분의 결정 요인에 대한 회귀분석이다. 종속변수는 지원기업과 수혜기업의 기초 대주주 지분의 차이이고 독립변수는 역시 지원기업과 수혜기업 사이의 각 변수의 차이이다. 4개의 모형이 제시되어 있는데 <표 8>의 상관계수 표에서 보는 바와 같이 규모, 수익성, 유동성, 성장성, 안정성, 현금흐름 등을 나타내는 변수들 중에서 서로 상관관계가 높아 다중공선성(multicollinearity) 문제가 발생될 소지가 있는 변수들은 함께 포함시키지 않는다.

먼저 총자산 차이 변수는 기초 대주주 지분 차이와 통계적으로 매우 유의한 양의 값을 가진다. 따라서 수혜기업에 비해 지원기업의 규모가 클수록 수혜기업 대비 지원기업의 대주주 지분이 크다. 따라서 대주주는 상대적으로 규모가 큰 기업에 지분을 많이 가지고 있는 것을 알 수 있다. 이는 기술통계 결과와는 상이한데 기술통계에서는 지원기업의 규모가 수혜기업보다 크고 대주주지분은 수혜기업이 지원기업보다 크다. 그러나 이는 다른 변수가 없

www.kci.go.kr

는 상태에서의 결과이고 다른 변수들이 포함된 한계 효과에서는 기업규모가 상대적으로 큰 곳에 대주주들이 지분을 많이 가지고 있는 것으로 파악된다. 이는 <표 6>의 결과와도 일관성이 있다.

유동성 차이 변수는 대주주지분 차이 변수와 유의한 음의 관계를 가지고 있으며 이는 <표 5>와도 일관성이 있는 결과이다. 따라서 대주주들은 유동성이 낮은 기업들에 지분을 많이 보유한 것으로 이해할 수 있다. <표 3>의 결과를 보면 수혜기업의 유동성이 높아서 금융제약이 높은 지원기업이 금융제약이 낮은 수혜기업을 지원함으로써 전체 기업집단의 가치가 낮아지는 상태이다. 다시 말해 금융제약이 높은 지원기업이 금융제약이 낮은 수혜기업을 지원함으로써 기업집단 전체의 가치에는 부정적인 영향을 미치나 대주주의 부에는 이러한 부정적인 영향이 크지 않다는 의미이다. 즉 대주주 지분이 높은 수혜기업은 금융제약이 역시 상대적으로 높은 기업들이어서 내부자본시장 거래로 인한 부정적인 효과가 대주주의 부에는 그 영향이 적어진다는 의미이다.

정보비대칭 정도를 나타내는 비유동자산의 차이는 대주주의 지분 차이와 통계적으로 유의한 양의 결과를 가지고 있다. 따라서 대주주들은 정보비대칭이 높지 않은 비유동자산이 많은 기업에 지분을 많이 투자하고 있는 것으로 보인다. 낮은 정보비대칭성은 기업의 할인율을 낮춤으로써 기업가치의 증가를 가져오고 이러한 기업에 많이 투자하고 있는 대주주는 자신의 부의 증가를 이룰 수 있다. 그러나 이는 기업집단 전체의 가치에는 부정적인 영향을 미친다. 왜냐하면 정보비대칭이 낮은 기업이 높은 기업을 지원해야 하는데 대주주들의 영향력은 반대로 미치고 있기 때문이다.

부채 정도의 차이는 부채비율과 부채지분비율 모두에서 대주주지분 차이와 유의한 양의 계수를 보이고 있다. <표 3>의 기술통계량을 보면 지원기업의 부채비율이 수혜기업의 부채비율보다 높은데 따라서 대주주는 부채비율이 높은 지원기업에 상대적으로 더 많이 투자하고 있음을 알 수 있다. 이는 다변량 분석에서 한계 효과를 나타내는데 단변량 분석인 <표 3>의 결과와는 상이한 결과이다. 단변량 분석에서는 지원기업이 부채비율이 높고 대주주지분이 낮아 서로 음의 관계를 보이고 있으나 다변량 분석에서의 한계효과는 양의 관계를 보이고 있다. 이는 위의 규모 변수의 차이와도 일관성이 있는데

www.kci.go.kr

일반적으로 한국의 기업들을 보면 대기업들이 규모가 크고 부채비율도 높다. 그 이유는 금융기관들이 규모가 작은 기업들은 대출을 꺼리는 경향이 있기 때문이다. <표 8>의 결과는 이러한 현상과 일관성이 있다.

수익성 변수로 사용된 당기순이익이나 영업이익의 차이 변수도 대주주 지분 차이와 통계적으로 유의한 양의 관계를 보이고 있다. <표 3>의 기술통계량을 보면 지원기업의 수익성이 수혜기업의 수익성보다 높은데 대주주들이 수익성이 높은 지원기업에 지분을 상대적으로 더 많이 가지고 있는 것으로 해석된다. 이는 단변량 분석인 <표 3>의 결과와는 상이한 것이다. 단변량 분석의 경우 대주주 지분이 수익성이 낮은 수혜기업에 더 많이 투자되어 있는 것으로 나타났으나 다른 변수들의 효과를 감안한 한계효과의 경우 대주주 지분은 수익성이 높은 기업에 더 많이 투자되는 것으로 나타난다.

기업의 현금흐름의 정도를 파악하기 위하여 현금흐름표에서 현금흐름의 증가 자료를 추출하여 사용하였는데 지원기업과 수혜기업의 현금흐름 증가 차이는 대주주 지분 차이와 통계적으로 유의한 음의 관계를 보이고 있다. <표 3>의 결과를 보면 수혜기업의 현금의 증가가 더 많은 것으로 나타나는데 따라서 대주주 지분은 현금흐름의 증가가 높은 수혜기업에는 낮게 현금흐름의 증가가 낮은 지원기업에는 높게 나타난다 의미가 된다. 이러한 결과는 위의 유동성 차이 변수와 대주주 지분 차이 사이에 통계적으로 유의한 음의 관계에 있다는 것과도 일관성이 있는 것이다. 배당 변수의 차이도 대체로 대주주 지분 차이와 음의 관계를 보이고 있는데 역시 현금흐름이 낮은 기업이 배당을 적게 할 것이기 때문에 현금흐름 변수 차이 결과와 일관성이 있는 결과이다.

〈표 7〉 대주주지분의 결정 요인

변 수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
상 수	-0.0556 (0.0414)	-0.0676 (0.0452)	-0.0566 (0.0415)	-0.0695** (0.0334)
총자산 차이	0.0977*** (0.0243)	0.1042*** (0.0261)	0.0985*** (0.0242)	0.0884*** (0.0230)
유동성 차이	-0.2230** (0.0927)	-0.1545 (0.1044)	-0.2260** (0.0930)	-0.1313 (0.0931)

www.kci.go.kr

비유동자산 차이	0.0259*** (0.0081)	0.0236*** (0.0081)	0.0261*** (0.0081)	0.0226*** (0.0082)
부채비율 차이	0.3891** (0.1679)		0.3936** (0.1669)	0.3679** (0.1796)
부채지분비율 차이		0.0035*** (0.0011)		
당기순이익 차이	0.2551*** (0.0901)		0.2538*** (0.0896)	0.2542** (0.1001)
영업이익 차이		0.2950** (0.1245)		
현금증가 차이	-0.4407*** (0.1200)	-0.4997*** (0.1416)	-0.4449*** (0.1200)	-0.3975*** (0.1291)
성장성 차이1			0.4247 (0.8505)	
성장성 차이2	0.4164 (1.1287)	0.2563 (1.0292)		0.1044 (1.0522)
배당성향 차이				-0.0525 (0.0872)
배당률 차이	-0.0041 (0.0027)	-0.0056** (0.0028)	-0.0041 (0.0027)	

이 표는 기초 대주주 지분 차이의 결정 요인에 대한 회귀분석 결과이다. 종속변수는 기초 대주주지분의 차이이다. 변수의 정의는 다음과 같다. 기초지분의 차이 = 지원기업의 기초 대주주지분 - 수혜기업의 기초 대주주지분; 총자산 차이 = 지원기업의 ln(총자산) - 수혜기업의 ln(총자산); 유동성 차이 = 지원기업의 유동자산/총자산 - 수혜기업의 유동자산/총자산; 비유동자산 차이 = 지원기업의 비유동자산/총자산 - 수혜기업의 비유동자산/총자산; 부채비율 차이 = 지원기업의 총부채/총자산 - 수혜기업의 총부채/총자산; 부채지분비율 차이 = 지원기업의 총부채/자기자본 - 수혜기업의 총부채/자기자본; 당기순이익 차이 = 지원기업의 당기순이익/매출 - 수혜기업의 당기순이익/매출; 영업이익 차이 = 지원기업의 영업이익/매출 - 수혜기업의 영업이익/매출; 현금의증가 차이 = 지원기업의 현금증가/매출 - 수혜기업의 현금증가/매출; 성장성 차이1 = 지원기업의 연구개발비/매출 - 수혜기업의 연구개발비/매출; 성장성 차이2 = 지원기업의 연구개발비/총자산 - 수혜기업의 연구개발비/총자산; 배당성향 차이 = 지원기업의 배당/당기순이익 - 수혜기업의 배당/당기순이익; 배당률 차이 = 지원기업의 배당/액면가 - 수혜기업의 배당/액면가. 괄호 안의 숫자는 표준오차이다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의성을 나타낸다.

www.kci.go.kr

〈표 8〉 대주주지분의 결정 변수들 간의 상관관계

	v1	v2	v3	v4	v5	v6	v7	v8	v9	v10	v11	v12	v13
v1	1.00												
v2	0.39	1.00											
v3	0.09	0.05	1.00										
v4	0.09	-0.13	0.29	1.00									
v5	0.14	-0.09	-0.06	-0.29	1.00								
v6	0.05	-0.08	-0.47	-0.13	0.49	1.00							
v7	0.22	0.03	0.24	-0.14	0.14	0.01	1.00						
v8	0.09	-0.19	0.15	-0.17	0.48	0.01	0.66	1.00					
v9	-0.25	-0.06	-0.36	0.18	-0.11	0.15	-0.24	-0.09	1.00				
v10	-0.18	-0.33	0.09	0.01	-0.18	-0.09	0.07	0.06	0.11	1.00			
v11	-0.19	-0.34	0.08	0.01	-0.19	-0.09	0.07	0.05	0.10	1.00	1.00		
v12	-0.19	-0.14	0.23	0.06	-0.11	-0.07	0.06	0.01	0.07	-0.01	-0.01	1.00	
v13	-0.03	0.12	-0.35	0.11	-0.11	0.38	-0.10	-0.17	0.16	-0.04	-0.03	0.12	1.00

이 표는 기초 대주주 지분 차이의 결정 요인에 대한 상관계수 결과이다. 변수의 정의는 다음과 같다. 기초지분의 차이(v1) = 지원기업의 기초 대주주지분 - 수혜기업의 기초 대주주지분; 총자산 차이(v2) = 지원기업의 ln(총자산) - 수혜기업의 ln(총자산); 유동성 차이(v3) = 지원기업의 유동자산/총자산 - 수혜기업의 유동자산/총자산; 비유동자산 차이(v4) = 지원기업의 비유동자산/총자산 - 수혜기업의 비유동자산/총자산; 부채비율 차이(v5) = 지원기업의 총부채/총자산 - 수혜기업의 총부채/총자산; 부채지분비율 차이(v6) = 지원기업의 총부채/자기자본 - 수혜기업의 총부채/자기자본; 당기순이익 차이(v7) = 지원기업의 당기순이익/매출 - 수혜기업의 당기순이익/매출; 영업이익 차이(v8) = 지원기업의 영업이익/매출 - 수혜기업의 영업이익/매출; 현금의증가 차이(v9) = 지원기업의 현금증가/매출 - 수혜기업의 현금증가/매출; 성장성 차이1(v10) = 지원기업의 연구개발비/매출 - 수혜기업의 연구개발비/매출; 성장성 차이2(v11) = 지원기업의 연구개발비/총자산 - 수혜기업의 연구개발비/총자산; 배당성향 차이(v12) = 지원기업의 배당/당기순이익 - 수혜기업의 배당/당기순이익; 배당률 차이(v13) = 지원기업의 배당/액면가 - 수혜기업의 배당/액면가. 괄호 안의 숫자는 표준오차이다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의성을 나타낸다.

현재까지의 분석은 지원기업과 수혜기업 사이의 대주주 지분 차이를 설명하는 독립변수들의 차이에 대한 것이다. 이는 지원기업과 수혜기업 사이의 독립변수들의 차이가 대주주 지분 차이에 미치는 영향에 대한 고찰이다. 이제 대주주 지분 자체가 아닌 부당내부거래가 있었던 해의 대주주 지분 변화, 그리고 이 변수의 지원기업과 수혜기업 사이의 차이를 종속변수로 한 분석을 수행한다. 이는 대주주의 투자 행태에 대한 좀 더 정확한 정보를 제공해

www.kci.go.kr

줄 것이다.

<표 9>는 대주주 지분 변화에 영향을 미치는 변수에 대한 회귀분석 결과를 보이고 있다. 수익성을 나타내는 당기순이익 차이와 영업이익 차이는 지분변화의 차이와 통계적으로 유의한 양의 관계를 보이고 있다. <표 3>에서 보는 바와 같이 수혜기업의 수익성이 지원기업에 비해 열등한 것을 감안할 때 양의 계수는 지원기업의 지분변화가 수혜기업의 지분변화보다 높다는 것을 의미한다. 다시 말해, 수익성이 낮은 수혜기업에 대한 지분증가가 많지 않았음을 의미한다. 이는 <표 3>의 결과와는 상반되는 결과이다. 단변량 분석으로는 수익성이 좋지 않은 수혜기업에 대한 지분 증가가 크게 나타났으나 다른 변수를 포함하여 한계효과를 보는 다변량 분석을 하는 경우 대주주는 수익성이 낮은 수혜기업에 대한 지분을 지원기업에 비해 한계적으로 적게 늘리는 것으로 판단된다. 이러한 결과는 기초지분의 차이와 수익성의 차이 사이에 통계적으로 유의한 양의 관계가 있다는 <표 7>의 결과와도 일관성이 있는 것이다.

성장성 변수로 연구개발비를 사용하였는데 분모를 총자산으로 표준화한 변수나 매출로 표준화한 변수나 모두 통계적으로 유의한 음의 부호가 도출되었다. <표 3>의 결과를 보면 연구개발비의 비중이 통계적으로 유의하게 다르지는 않지만 수혜기업의 연구개발비 비중이 낮다. 그렇다면 음의 부호의 의미는 수혜기업의 지분변화가 지원기업의 지분변화에 비해 크다는 것이다. 따라서 내부자본시장 활동은 대주주가 지분을 더 많이 늘리는 수혜기업을 지원하는데 이것이 꼭 수혜기업이 성장성이 높기 때문은 아니라는 의미이다. 이는 지대추구 이론을 지지하는 결과이다. 이를 위의 수익성 결과와 종합하면 대주주가 지분을 늘리는 수혜기업은 단기적으로는 수익성이 높지만 성장성이 높은 기업은 아닌 것으로 판단된다.

정보비대칭 정도를 나타내는 비유동자산이나 유형자산의 차이 변수는 모두 통계적으로 유의한 음의 부호를 보이고 있다. <표 3>을 보면 지원기업의 유형자산이나 비유동자산이 수혜기업보다 높다. 따라서 음의 계수는 지분의 변화가 수혜기업이 높다는 것을 나타내고 이는 정보비대칭이 높은 수혜기업에 대해 대주주가 더 많이 지분을 늘린다는 의미이다. 이는 정보비대칭이 높은 수혜기업에 대한 대주주 지분 증가가 대리인 비용의 감소를 유도하여 수

www.kci.go.kr

혜기업의 자본비용을 낮추고자 하는 노력인 것으로 판단된다.

기업의 규모 차이 변수는 대주주 지분 변화 차이 변수와 유의한 음의 관계를 가지고 있다. 지원기업의 규모가 수혜기업의 규모보다 크므로 이는 수혜기업의 지분변화가 지원기업의 지분변화보다 더 높다는 의미이다. 즉 대주주는 기업규모가 작은 수혜기업에 대한 지분을 더 많이 늘리고 있다는 의미인데 수혜기업이 상대적으로 규모가 작기 때문에 동일한 금액의 지분을 투자하더라도 지분율이 높아지기 때문에 규모의 효과가 있는 것으로 판단된다. 또한 이러한 효과 때문에 대주주 입장에서는 같은 금액으로 좀 더 용이하게 수혜기업의 경영권을 확보할 수 있는 이점이 있을 것이다. 여타의 변수들은 대주주 지분 변화의 차이와 통계적으로 유의한 관계를 보이고 있지 않다.

종합적으로, 대주주들은 한계효과 측면에서 볼 때 수익성이 낮은 수혜기업에 대한 투자 증가를 낮춤으로써 수익성을 도모하고자 하나 이것이 장기적으로 성장성 높은 기업에 대한 투자를 높이는 것으로는 보이지 않는다. 따라서 지대추구 경향이 있는 것으로 보인다. 그러면서도 정보비대칭이 높고 기업규모가 작은 수혜기업에 대한 지분투자를 늘림으로써 대리인 비용을 낮추고 자본비용을 저렴하게 하여 기업가치를 증가시키고자 하는 동기가 있는 것으로 보인다.

〈표 9〉 대주주지분 변화의 결정 요인

변 수	모형 5	모형 6	모형 7	모형 8
상 수	-0.0158 (0.0251)	-0.0163 (0.0252)	0.0101 (0.0264)	0.0055 (0.0264)
당기순이익 차이	0.1891*** (0.0706)	0.1893*** (0.0709)	0.1170* (0.0696)	
영업이익 차이				0.1865* (0.0981)
성장성 차이1	-1.2865** (0.6454)			
성장성 차이2		-0.9295* (0.4886)	-1.3127** (0.5006)	-1.1944** (0.5075)
총자산 차이	-0.0397** (0.0177)	-0.0392** (0.0176)	-0.0892*** (0.0220)	-0.0859*** (0.0225)

www.kci.go.kr

비유동자산 차이	0.0186*** (0.0065)	0.0186*** (0.0065)		
유형자산 차이			0.3463*** (0.1228)	0.3174** (0.1342)
현금및등가물 차이	0.0529 (0.2864)	0.0530 (0.2864)	0.1822 (0.3342)	-0.0707 (0.3687)
부채 차이	-0.0002 (0.0008)	-0.0002 (0.0008)	-0.0005 (0.0009)	0.0001 (0.0009)
현금증가 차이	-0.0968 (0.1357)	-0.0958 (0.1362)	0.0433 (0.1428)	0.1172 (0.1511)
배당성향 차이	-0.0504 (0.0622)	-0.0501 (0.0622)	-0.0601 (0.0643)	-0.0559 (0.0629)
R2 F-값	0.2617 2.78***	0.2604 2.76***	0.2428 2.86***	0.2534 2.86***

이 표는 대주주 지분 변화의 결정 요인에 대한 회귀분석 결과이다. 종속변수는 지분변화의 차이이다. 변수의 정의는 다음과 같다. 지분변화의 차이 = 지원기업의 대주주지분 변화 - 수혜기업의 대주주지분 변화; 당기순이익 차이 = 지원기업의 당기순이익/매출 - 수혜기업의 당기순이익/매출; 영업이익 차이 = 지원기업의 영업이익/매출 - 수혜기업의 영업이익/매출; 성장성 차이1 = 지원기업의 연구개발비/매출 - 수혜기업의 연구개발비/매출; 성장성 차이2 = 지원기업의 연구개발비/총자산 - 수혜기업의 연구개발비/총자산; 총자산 차이 = 지원기업의 ln(총자산) - 수혜기업의 ln(총자산); 비유동자산 차이 = 지원기업의 비유동자산/총자산 - 수혜기업의 비유동자산/총자산; 유형자산 차이 = 지원기업의 유형자산/총자산 - 수혜기업의 유형자산/총자산; 현금및등가물 차이 = 지원기업의 현금및현금등가물/총자산 - 수혜기업의 현금및현금등가물/총자산; 부채 차이 = 지원기업의 총부채/총자산 - 수혜기업의 총부채/총자산; 현금의증가 차이 = 지원기업의 현금증가/매출 - 수혜기업의 현금증가/매출; 배당성향 차이 = 지원기업의 배당/당기순이익 - 수혜기업의 배당/당기순이익. 괄호 안의 숫자는 표준오차이다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의성을 나타낸다.

V. 결론 및 시사점

우리나라에서 재벌에 대한 연구는 언론의 논평이나 학자들의 주장 개진 수준이고 그 경제적 중요성에 비하여 깊이 있는 연구는 많이 되어 있지 않다. 논문들도 주로 실증자료 없이 선험적으로 재벌구조의 단점을 지적하는 것들이 대부분이다. 우리나라에서 재벌의 역할을 설명하는 데는 긍정적 시각과 부정적 시각이 공존하고 있다. 그러므로 실증자료에 근거하여 어느 측면이

www.kci.go.kr

더 중요한지 갈래를 타야 하는 경우가 대부분을 차지한다. 그럼에도 불구하고 실증자료에 근거한 연구는 매우 부족한 상황이며 따라서 정책입안자들이 재벌에 대한 정책을 수립할 때 구체적으로 참고할 만한 이론이나 실증 근거가 턱없이 부족하다.

본 연구는 공정거래위원회가 부당지원행위로 적발한 실제 사례를 사용하여 분석하기 때문에 재벌의 내부자본시장이 구체적으로 어떻게 작동되는지 확인이 가능하다. 이는 학문적으로 볼 때 간접적인 방법으로 재벌의 내부자본시장의 존재와 그 효과를 검토한 지금까지의 연구와는 달리 지원기업과 수혜기업을 명확히 하고 분석을 수행함으로써 기존 연구의 잘못된 결론을 반박할 수 있을 뿐만 아니라, 기존 연구에서 간접적으로 추측한 것을 확실히 검증하여 보여줄 수 있다.

연구 결과를 요약하면, 우선 대주주 지분의 결정 요인에 대한 회귀분석에서 총자산 차이, 유동성 차이, 정보비대칭 차이, 부채정도 차이, 수익성 차이, 현금흐름 차이 등이 통계적으로 유의한 요인임이 확인되었다. 대주주는 상대적으로 규모가 크고 정보비대칭이 높지 않은 기업에 지분을 많이 투자하는 것으로 보인다. 낮은 정보비대칭성은 기업의 할인율을 낮춤으로써 기업가치의 증가를 가져오고 이러한 기업에 많이 투자하고 있는 대주주는 자신의 부를 증가시킬 수 있기 때문이다. 또한 대주주는 수익성이 높은 기업에 지분을 더 많이 가지고 있는 것으로 파악된다.

그러나 대주주들은 부채비율이 높고, 유동성과 현금흐름이 낮은 기업에 더 높은 지분을 보유하고 있는 것으로 나타났는데 이는 한국의 기업 상황에서 금융기관들이 규모가 큰 기업들에 대한 대출을 선호하기 때문인 것으로 판단된다. 대기업들은 부채비율이 높은 경향이 있고 따라서 이자비용이 높아지므로 당연히 현금흐름 및 유동성이 낮아지는 것이다.

부당내부지원이 이루어진 해의 기말지분에서 기초지분을 뺀 대주주 지분 변화에 근거한 분석을 보면, 대주주들은 한계효과 측면에서 볼 때 수익성이 낮은 수혜기업에 대한 투자 증가를 낮춤으로써 수익성을 도모하고 있으나 동시에 장기적으로 성장성 높은 기업에 대한 투자를 높이지 않아 지대추구 경향이 있는 것으로 보인다. 그러면서도 정보비대칭이 높고 기업규모가 작은 수혜기업에 대한 지분투자를 늘림으로써 대리인 비용을 낮추고 자본비용

www.kci.go.kr

을 저렴하게 하여 기업가치를 증가시키고자 하는 것으로 보인다. 전체적으로 볼 때 내부자본시장을 통한 거래는 기업가치를 높이는 승자선택 이론보다는 대주주의 부를 늘리는 지대추구 형태로 이루어지고 있는 것으로 보인다. 그러면서도 대주주 지분 투자의 한계효과를 보면 기업집단의 가치를 증가시키는 방향으로 투자하여 부정적인 효과를 감소시키는 것으로 판단된다.

사회적으로 볼 때 재벌기업 집단의 경제적 중요도는 매우 높다. 본 연구의 결과는 정책상 잘못된 관행을 바로잡을 수 있을 것이며, 공정거래나 경제력 집중 억제 정책을 수립하고 집행할 때 유용한 참고 자료가 될 것이다. 또한 정부의 규제 인력 교육시 본 연구의 결과를 활용하면 재벌기업집단에 대한 이해를 깊게 함으로써 규제비용을 절감할 수 있을 것이다.

본 연구는 외환위기 기간을 위주로 하였기 때문에 일반화를 위하여 최근의 자료를 함께 포함시킨 분석을 수행할 수 있을 것이다. 일반적으로 위기기간에는 일단 기업의 생존이 우선이기 때문에 내부자본시장이 대리인 문제를 증가시키는 방향보다는 보다 효율적인 투자를 위해 작동할 가능성이 높다. 이와 같이 외환위기 기간과 정상적인 기간을 비교함으로써 재벌기업집단의 내부자본시장 작동에 있어 어떠한 변화가 있었는지를 파악하는 것은 매우 의미 있는 후속연구가 될 것이다. 이는 또한 재벌기업집단에 대한 정책이 어느 정도 효과가 있었는지를 가늠해볼 수 있는 기회를 제공할 것이다.

또한 내부거래의 형태와 공정거래위 조치 등과 관련하여 기업가치나 지배주주의 지분에 체계적인 변화가 있는지를 검토하는 것도 매우 흥미 있는 연구가 될 것이다. 그리고, 전문경영인체제 또는 오너경영체제의 여부, 기업연령, 신용등급과 같은 금융제약 변수, 산업/업종 등의 변수를 함께 고려하여 다양한 측면에서 내부자본시장의 실제 작동이 어떻게 변화하는지 검토할 수 있을 것이다.

참고문헌

공정거래위원회. (2010). 공정위뉴스-경쟁정책, 2010. 12.
김상조. (1999). 재벌개혁을 위한 금융개혁의 방향과 과제. 「한국재벌개혁론

www.kci.go.kr

」(김대환·김균 편). 나남, 1999, pp. 223-262.

남주하·진태홍·이석준. (2001). 상호지급보증과 재벌의 내부자본시장.「금융학회지」, 6(2): 53-74.

박영석·신현한. (1998). 기업집단의 내부자본시장과 투자의사결정.「재무연구」, 11(2): 1-21.

송원근. (2001). 재벌의 내부거래-현황과 쟁점.「사회경제평론」, 16: 213-249.

양채열. (1999). 재벌개혁론에 대한 내부자본시장 관점.「대한경영학회지」, 20: 245-258.

이상원. (2005). 재벌의 경제력 집중과 규제 정책: 공정거래위원회와 재계의 찬반논의를 중심으로.「평화연구」, 13(1): 5-34.

이윤호. (1999). 내부자본시장에서 금융계열사의 역할과 기능: 5대 재벌의 경우.「한국국제경제학회 1999년도 동계 학술발표대회논문집 제2권」, 631-657.

진태홍. (1999). 내부금융시장과 기업의 투자행동: 5대 재벌을 중심으로.「재무관리연구」16(1): 115-127.

_____. (2000). 재벌의 지배구조와 상호지급보증.「재무관리연구」, 17(1): 1-12.

Abadie, A., Drukker, D., Herr J., & Imbens G. (2004). Implementing Matching Estimators for Average Treatment Effects in Stata. *Stata Journal* 4: 290-311.

Abadie, A. & Imbens, G., (2006). Large sample properties of matching estimators for average treatment effects. *Econometrica* 74(1): 235−267.

Alchian, Armen A. (1969). Corporate Management and Property Rights. In Henry Manne (ed.). *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities,* Washington, D.C.: American Enterprise Institute.

Almeida, H. & M. Campello. (2007). Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. *Review of Financial Studies*, 20(5): 1429-1460.

Baek, J.-S., Kang, J.-K., & Park, K.-S. (2004). Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial*

www.kci.go.kr

Economics, 71: 265-313.

Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang & Jin-Mo Kim. (2002). Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups. *Journal of Finance*, 57(6): 2695-2740.

Berger, Philip G. & Eli Ofek. (1995). Diversification s Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 37(1): 39-65.

Billett, Matthew T. & David C. Mauer. (2000). Diversification and the Value of Internal Capital Markets: The Case of Tracking Stock. *Journal of Banking and Finance*, 24(9): 1457-1490.

Billett, Matthew T. & David C. Mauer. (2001). *Cross Subsidies, External Financing Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value*. Working Paper, Department of Finance, University of Iowa, 2001.

Chang, S. (2003). Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea. *Academy of Management Journal*, 46(2): 238-253.

Chang, S., and Hong, J. (2000). Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions. *Academy of Management Journal*, 43: 429-448.

Cho, Myeing-Hyein. (1998). Ownership Structure, Investment, and the corporate Value: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 47: 103-121.

Chung, Kee H. & Stephen W. Pruitt. (1994). A Simple Approximation of Tobin s Q. *Financial Management*, 23(3): 70-74.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan & Harry H. P. Lang. (1999). *Corporate Diversification in East Asia: The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation*. Working Papers 2089. World Bank.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan & Harry H. P. Lang. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6): 2379-2408.

www.kci.go.kr

Claessens, Stijn, Joseph P. H. Fan & Harry H P. Lang. (2002). *The Benefits and Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia*. WIDER Discussion Paper No. 2002/47. United Nations University.

Comment, Robert & Gregg A. Jarrell. (1995). Corporate Focus and Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 37(1): *67-87.*

Demsetz, Harold & Kenneth Lehn. (1985). The Structure of corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6): 1155 -1177.

Denis, David J., Diane K. Denis & Atulya Sarin. Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification. *Journal of Finance*, 52(1): 135-160.

Gertner, Robert H., David S. Scharfstein and Jeremy C. Stein, "Internal Versus External Capital Markets," Quarterly *Journal of Economics 109*(4), 1994, pp. 1211-1230.

Hadlock, Charles J., Michael Ryngaert & Shawn Thomas. (2001). Corporate Structure and Equity Offerings: Are There Benefits to Diversification. *Journal of Business*, 74(4): 613-635.

Hoshi, Takeo, Anil Kashyap & David Scharfstein. Corporate structure, liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. *Quarterly Journal of Economics*, 106(1): 33-60.

Hubbard, R. G. & D. Palia. (1999). A Re-Examination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View. *Journal of Finance*, 54(3): 1131-1152.

Hyland, David C. & Dave Diltz. (2001) *Why Firms Diversify: An Empirical Examination*. Working Paper, University of Texas at Arlington.

Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2): 323-329.

Joh, S. (2003). Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis. *Journal of Financial Economics*, 68(2): 287-322.

www.kci.go.kr

Khanna, Tarun & Krishna Palepu. (1997). Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets. *Harvard Business Review*, 75(4): 41-51.

Khanna, Tarun & Krishna Palepu. (2000). Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups. *Journal of Finance*, 55(2): 867-891.

Khanna, Naveen & Sheri Tice. (2001). The Bright Side of Internal Capital Markets. *Journal of Finance*, 56(4): 1489-1528.

Kim, Chang-Soo. (2012). Is Business Group Structure Inefficient?: A Long-Term Perspective. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, forthcoming.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, 57(3): 1147-1170.

Lamont, Owen A. (1997). Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets. *Journal of Finance*, 52(1): 83-109.

Lang, Larry H. P. & René M. Stulz. (1994). Tobin s Q, Corporate Diversification, and Firm Performance. *Journal of Political Economy*, 102: 1248-1280.

Lee, K., Kim, J. Y., & Lee, O. (2010). Long-term Evolution of the Firm Value and Behavior of Business Groups: Korean Chaebols between Weak Premium, Strong Discount, and Strong Premium. *Journal of the Japanese and International Economies*, 24: 412-440.

Lee, S., Park, K., & Shin, H. (2009). Disappearing Internal Capital Markets: Evidence from Diversified Business Groups in Korea. *Journal of Banking and Finance*, 33: 326–334.

Lins, Karl V. & Henri Servaes. (1999). International Evidence on the Value of Corporate Diversification. *Journal af Finance*, 54(6): 2215-2239.

Lins, Karl V. & Henri Servaes. (2002). Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?. *Financial Management*, 31(2): 5-31.

Meyer, Margaret, Paul Milgrom & John Roberts. (1992). Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes. *Journal af Economics and Management Strategy*, 1(1): 9-35.

www.kci.go.kr

Perotti, Enrico C. & Stanislav Gelfer. (2001). Red Barons or Robber Barons?: Governance and Financing in Russian Financial-Industrial Groups. *European Economic Review*, 45(9): 1601-1617.

Rajan, Raghuram G., Henri Servaes & Luigi Zingales. (2000). The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment. *Journal of Finance*, 55(1): 35-80.

Rajan, Raghuram G. & Luigi Zingales. (1998). Power in a Theory of the Firm. *Quarterly Journal of Economics*, 113(2): 387-432.

Scharfstein, D. S. (1998). *The Dark Side of Internal Capital Market ll: Evidence from Diversified Conglomerates*. NBER Working Paper 6532.

Scharfstein, D. S. & J. C. Stein. (2000). The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment. *Journal of Finance*, 55(6): 2537-2564.

Servaes, Henri. (1900). The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave. *Journal of Finance*, 51(4): 1201-1225.

Shin, H. - H. & Y. S. Park. (1999). Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean 'Chaebols. *Journal of Corporate Finance*, 5(2): 169-191.

Shin, H. - H. & R. M. Stulz. (1998). Are Internal Capital Markets Efficient?. *Quarterly Journal of Economics*, 113(2): 531-552.

Stein, J C. (1997). Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources. J*ournal of Finance*, 52(1): 111-133.

Stulz, Rene M. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1): 3-27.

Williamson, Oliver E. (1975). *Markets and Hierarchies:* Analysis *and Antitrust Implications*. New York: The Free Press.

www.kci.go.kr

Abstract

Determinants on the Workings of Internal Capital Market and Their Effects*

Changsoo Kim
Yonsei University, Korea

Unlike the existing studies that provide indirect evidence on the workings of internal capital markets, this paper provides direct evidence using the cases that the Fair Trade Commission adjudicated to be unfair trading. The regression analysis shows that differences in total assets, liquidity, information asymmetry, leverage, profitability, and cash flows are the statistically significant determinants of share ownership of the largest shareholder. The largest shareholders invest in firms that are relatively bigger and have less information asymmetry and a higher profitability. They also tend to invest in firms with a higher leverage and lower liquidity and cash flows. The analysis of the change in the largest shareholder's portfolio suggests that in the years of unfair trading the largest shareholders tried to protect the marginal returns by reducing investments in the beneficiary firms with a lower profitability. However, they do not increase investments in firms with a long-term growth potential, which implies that the largest shareholders pursue a rent-seeking. At the same time, they invest in small beneficiary firms with a high information asymmetry in an attempt to increase firm value by reducing costs of capital.

[Key Words: Currency Crisis, Internal Capital Market, Fair Trade Commission, Largest Shareholding, Judgement]

논문접수일: 2013년 10월 31일, 게재확정일: 2013년 12월 21일

제1저자: 김창수(Changsoo Kim)
소속 및 직위: 연세대학교 정경대학 경영학부 교수
주소: 강원도 원주시 연세대길1 정의관
전화번호: 010-3133-4970
이메일: kimc@yonsei.ac.kr

* This work was supported by the National Research Foundation of Korea Grant funded by the Korean Government (NRF-2012S1A5A2A01017763)

www.kci.go.kr